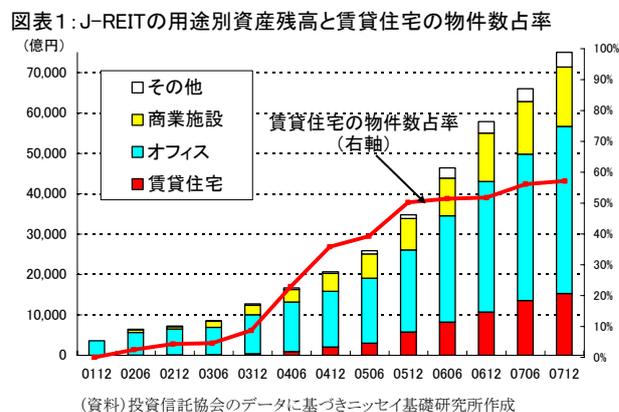


(不動産投資)：住宅系REITとオフィス系REITの利回り格差の要因は？

J-REIT 市場では、賃貸住宅の取得が増加する一方、住宅系REITとオフィス系REITの利回りスプレッドが拡大傾向にある。そこには、オフィスの賃料上昇期待が反映されており、両者の利回り格差だけを理由に住宅系REITが割安とは言えない。

市場創設から7年目を迎えたJ-REIT（不動産投資信託）市場では、運用不動産が7兆円を超え、用途別では近年、賃貸住宅への投資が拡大している。金額ベースでは、賃貸住宅は商業施設を抜いてオフィスに次ぐ第2位に、物件数では1物件当たりの金額が小さいこともあって、57%を占めている（図表1）。

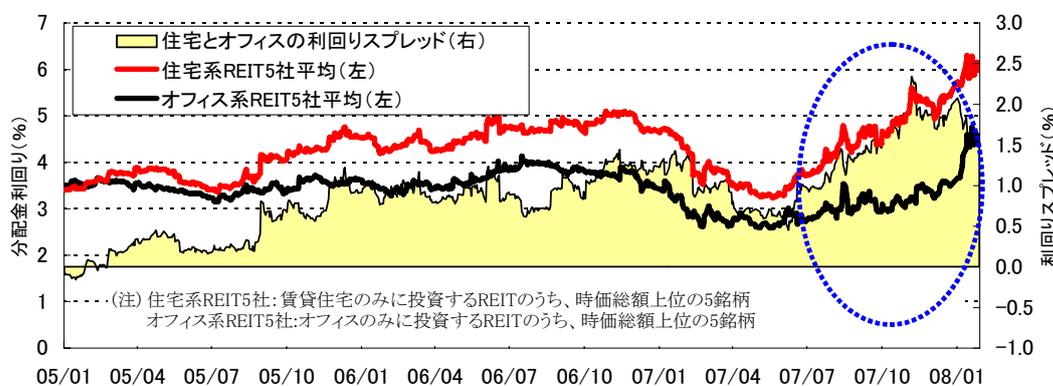


J-REITによる賃貸住宅の取得が進む一方で、

住宅系REITに対する投資家の評価は厳しく、投資口価格は低迷している。例えば、オフィス系REITと住宅系REITの分配金利回りを比較すると、両者の利回りスプレッドは拡大する傾向にある。サブプライムローン問題を受けて、世界的に不動産証券化商品のリスクを再評価する動きが広がり、昨年後半からJ-REITに対するリスクプレミアムが上昇し、分配金利回りはともに大きく上昇（投資口価格は下落）しているが、住宅系REITのオフィス系REITに対するスプレッドは、従来の平均0.7%から最近では1.6%程度に広がっている（図表2）。

J-REITの分配金の源泉は、不動産賃貸事業から生じる賃料収入であり、テナントとの賃貸借契約は一般に2年以上であるため、J-REITの分配金は安定している。仮に現在の分配金に変化がなく、その他の条件が等しいとすれば、住宅系REITの投資口価格は、オフィス系REITに対して約27% $(4.4\% \div 6.0\%)$ 割安な水準で評価されている。

図表2：住宅系REITとオフィス系REITの分配金利回り



(資料) 不動産証券化協会のデータに基づきニッセイ基礎研究所作成

それでは、両者の利回りスプレッドの要因は何か。ここでは、J-REITに配当割引モデルを適用し考えてみたい。配当割引モデルでは、投資口価格は分配金・割引率（無リスク金利+リスクプレミアム）・分配金成長率が分かれば計算できる。この式を変形すると、住宅系REITと

オフィス系 REIT の利回りスプレッドは、両者の「分配金成長率の差」と「リスクプレミアムの差」の合計に等しくなる。ここで、リスクプレミアムの差を一定とした場合、分配金成長率に差が生じると、その分利回りスプレッドも拡大することになる。

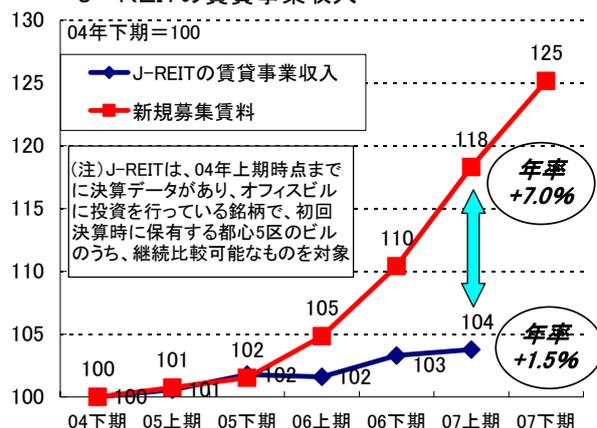
【定率成長配当割引モデル】

$$\text{投資口価格} = \frac{\text{分配金}}{\text{無リスク金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{分配金成長率}}$$

$$\text{利回りスプレッド (住宅-オフィス)} = \text{分配金成長率の差 (オフィス-住宅)} + \text{リスクプレミアムの差 (住宅-オフィス)}$$

東京都心5区のオフィス新規募集賃料は2005年6月から前年比で上昇に転じており、オフィス系 REIT の分配金が住宅系 REIT より増加するとの期待（分配金成長率の差）が、利回りスプレッドに反映されている可能性がある。そこで、J-REIT の都心5区にあるオフィスの賃貸事業収入を確認すると、04年下期を100とした賃貸事業収入は07年上期に104となり、この間の伸び率は年率1.5%であった（図表3）。また、オフィス系 REIT について図表4の収益構造を想定した場合、賃貸事業収入が1.5%上昇すると利益は約2.8%上昇する計算になる。

図表3: 東京都心5区オフィスビルの新規募集賃料と J-REIT の賃貸事業収入



(資料) 三鬼商事、開示データに基づきニッセイ基礎研究所作成

図表4: オフィス系 REIT の収益構造 (年間)

項目	金額
賃貸事業収入	100
賃貸事業費用	-30 ⇒ 変動費
減価償却費	-20 ⇒ 固定費
資産運用報酬等	-5 ⇒ 変動費
支払利息等	-10 ⇒ 固定費
利益	35

項目	n期	n+1期
賃貸事業収入	100.0	101.5
変動費	-35.0	-35.5
固定費	-30.0	-30.0
利益	35.0	36.0
(成長率)		2.8%

J-REIT は、既存テナントとの長期的な関係を重視しながら賃料改定に取り組んでいるため、足元では、既存テナントの支払い賃料とオフィスの新規募集賃料（マーケット賃料）との乖離が進んでいる（図表3）。オフィス賃料は個別性が強く、同じエリア内にあっても立地や建物のスペック、賃貸借条件などに左右されるものの、今後の分配金成長率の差を考慮すると、利回りスプレッドの拡大だけを理由に、住宅系 REIT の方が割安とは言えないであろう。

しかし、長期の J-REIT 投資を考えた場合、オフィス系 REIT と住宅系 REIT の利回り格差は容認されるのか？米国 REIT 市場では、両者の利回り格差はほとんどないとの指摘もある。また、不動産市場には一定のサイクルがあり、オフィス賃料の上昇が永遠に続くことはない。一方、賃貸住宅の強みとして賃料の下方硬直性があげられるが、住宅系 REIT が開拓した都心立地で、グレードの高い賃貸マンションにも当てはまるかは今後の実績次第だ。不動産投資市場が調整局面を迎える中、投資家には、これまで以上に、外部環境の見極めと的確な投資判断が求められる。

(岩佐 浩人)