

基礎研 レポート

金利低下による J-REIT の収益改善効果を考える

～今後 5 年間でプラス 10%の増益要因～

金融研究部門 主任研究員 岩佐 浩人
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

1——日本銀行による金融緩和政策の効果

2012 年に入り、J-REIT(不動産投資信託)市場が堅調に推移している。昨年来、東証 REIT 指数と TOPIX(東証株価指数)のパフォーマンスはほぼ連動してきたが、国内株式が今年 3 月をピークに世界的な景気減速懸念などにより下落に転じ、その後も底値圏で低迷する一方、東証 REIT 指数(配当込)の年初から 9 月末までの上昇率は 28%に達する(図表—1)。

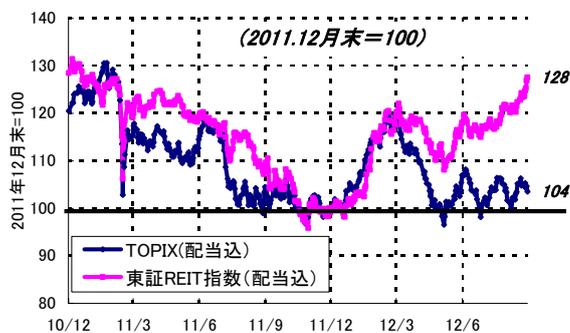
このような上昇の理由として、J-REIT 市場の 5%を超える安定した分配金利回りやオフィス市況の回復期待、4 年半ぶりに J-REIT 2 社が新規上場し市場拡大の期待が高まったこと、来年に予定される自己投資口買いの解禁など J-REIT 制度改革¹に対する評価に加えて、日本銀行による「包括的な金融緩和政策」の効果指摘することができる。

日本銀行の「包括的な金融緩和政策」は、①無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標水準を 0~0.1%程度とする実質的なゼロ金利政策の実施、②「資産買入等の基金」を通じた金融資産の買入れ、③当面、消費者物価の前年比上昇率 1%を目指して強力な金融緩和を推進していく時間軸の明確化、の 3 項目からなる。

まず、金融緩和政策の 1 つ目の効果は、「資産買入等の基金」による J-REIT 購入である。基金は多様な金融資産の買入れを通じて、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促進することを目的に創設され、規模は追加の緩和措置により 80 兆円に増額されている。このうち、J-REIT の購入枠は市場時価総額の約 3.5%に相当する 1,200 億円で、9 月末時点の買入れ額は 971 億円(遂行率 81%)、年内に残り 229 億円を購入する予定である。

J-REIT 市場のリスク・プレミアム(分配金利回りと 10 年国債利回りのスプレッド)の推移を確認すると、2010 年 10 月の政策発表直後にアナウンスメント効果が働いて、リスク・プレミア

【図表—1】東証REIT指数とTOPIX
(~2012年9月末)



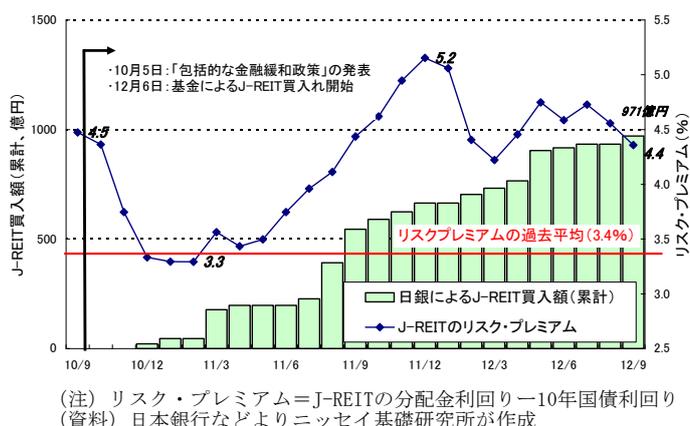
(資料) 東京証券取引所

ムは 4.5%から 3.3%へと大幅に縮小した（図表—2）。2010 年 12 月に始まった買入れ実施後は、震災や欧州債務危機の深刻化といった外的ショックの影響が大きく一時 5.2%に拡大したが、現在は買入れ効果の浸透も手伝い 4.4%に低下している。このように基金による買入れは、J-REIT 市場に対する投資家の信認向上や市場混乱時の下落を下支えする役割を果たす一方、リスク・プレミアムは市場の過去平均値（3.4%）や政策実施後の最低値（3.3%）と比べてなお高く、これまでのところ、リスク・プレミアムの縮小を促すという政策効果は道半ばだと言える。

次に、金融緩和政策の 2 つ目の効果として、金利低下による収益改善期待が挙げられる。日本経済のデフレ傾向が継続し金融緩和の長期化が予想されるなか、10 年国債利回りは 1%を下回り、主要な貸出基準金利（TIBOR3 ヶ月金利、SWAP5 年金利）も低下傾向にある（図表—3）。J-REIT 各社は、2008 年のリーマン・ショック前後にわたる金利上昇期や信用収縮期において、比較的高い金利での資金調達を余儀なくされたが、これらの借入金が返済期を迎えて順次低い金利でリファイナンス（借換）していくことで、「借入金利の低下→支払利息の減少→収益改善（分配金へのプラス寄与）」の好循環が見込まれている。

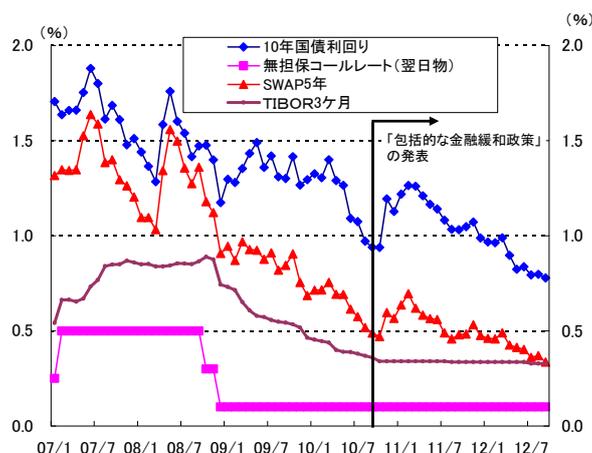
以下では、最初に、これまでの不動産向け融資環境を振り返る。次に、J-REIT の財務内容を確認したのち、今後 5 年間の金利シナリオを設定し、借入金利が低下し支払利息が減少することによる収益改善効果を考察したい。

【図表—2】日銀の買入額とJ-REIT市場のリスクプレミアム



(注) リスク・プレミアム=J-REITの分配金利回り-10年国債利回り
(資料) 日本銀行などよりニッセイ基礎研究所が作成

【図表—3】市場金利の動向



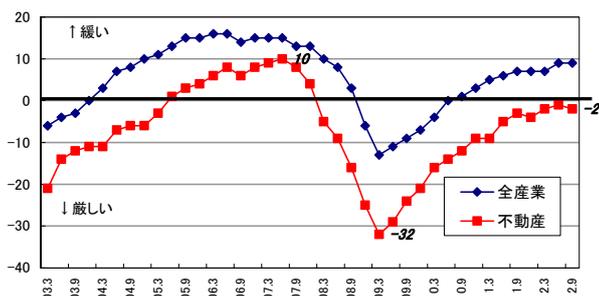
(資料) bloombergよりニッセイ基礎研究所が作成

2—不動産向け融資環境は 2009 年 3 月をボトムに回復するも貸出し額は伸びず

米国サブプライムローン問題に端を発する金融危機は、当初、国内不動産市場にとって対岸の火事と見られていた。しかし、2008 年頃より新興不動産会社を中心に資金繰り不安が広がるなか、同年 9 月のリーマン・ショックを契機とした世界的な信用収縮と金融市場・実体経済の大混乱が不動産市場を直撃し、企業の経営破たんが相次ぐ事態となった。日銀短観の「金融機関の貸出態度判断 DI」によると、不動産 DI は 2007 年 6 月調査のプラス 10 をピークに 7 期連続で悪化し、2009 年 3 月にマイナス 32 まで落ち込んだ（図表—4）。全産業 DI の変動と比較しても、不動産向け融資の厳格化が急

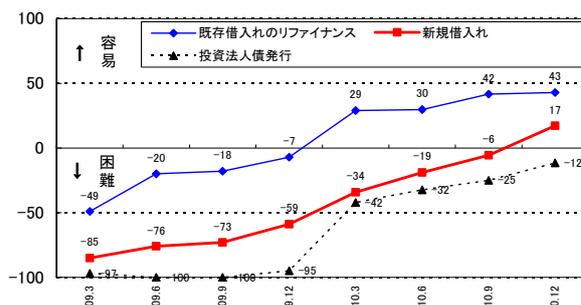
激かつ過度に進んだことがわかる。また、不動産証券化協会（ARES）の「J-REIT 向けアンケート調査」を見ると、相対的に負債比率が低く財務が健全とされる J-REIT が、2009 年 3 月時点において、新規の借入れや投資法人債の発行だけではなく既存借入れのリファイナンスにも苦しんでいた様子がうかがえる（図表—5）。その後、各国が協調して実施した金融緩和政策や財政出動、国内では公的資金などを活用し企業の資金繰りを支援するセーフティネットが整備されて、不動産 DI は 2009 年 3 月をボトムに上向きに転じ、昨年 3 月の震災・原発問題を乗り越えて、足もとではようやくマイナス 2 まで回復している。

〔図表—4〕 金融機関の貸出態度判断DI
（「緩い」-「厳しい」）



（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より作成

〔図表—5〕 J-REITのファイナンス難易度DI
（「容易」-「困難」）



（資料）不動産証券化協会「J-REITの資金調達環境に関するアンケート調査」より作成

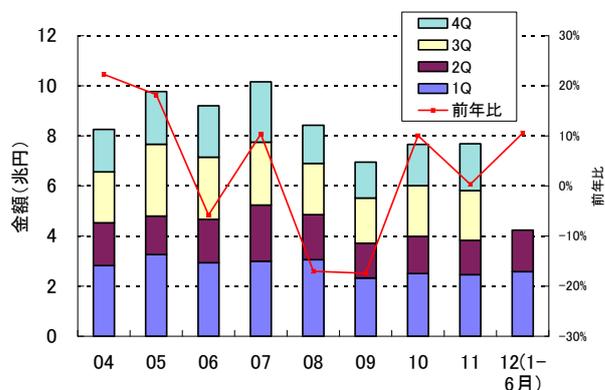
一方、日本銀行の調査によると、銀行の不動産業向け貸出残高は 60 兆円前後での横ばい傾向が続く（図表—6）。今年上期の不動産業向け新規貸出しは前年同期比 11%増加したものの、2009 年以降は年間 8 兆円を超えることなく、不動産市況が好調であった 2005 年から 2007 年の金額に対して 7 ~ 8 割の水準にとどまる。民間企業の資金需要が弱く全体の貸出し額が伸びずに不動産向け融資比率が 14%台で高止まりするなか、銀行は融資先の業種分散を重視し案件毎に厳選しながら不動産業向け貸出残高を維持していると言えそうだ。

〔図表—6〕 不動産業向け貸出金



（資料）日本銀行「貸出先別貸出金」よりニッセイ基礎研究所が作成

〔図表—7〕 不動産業向け新規貸出し



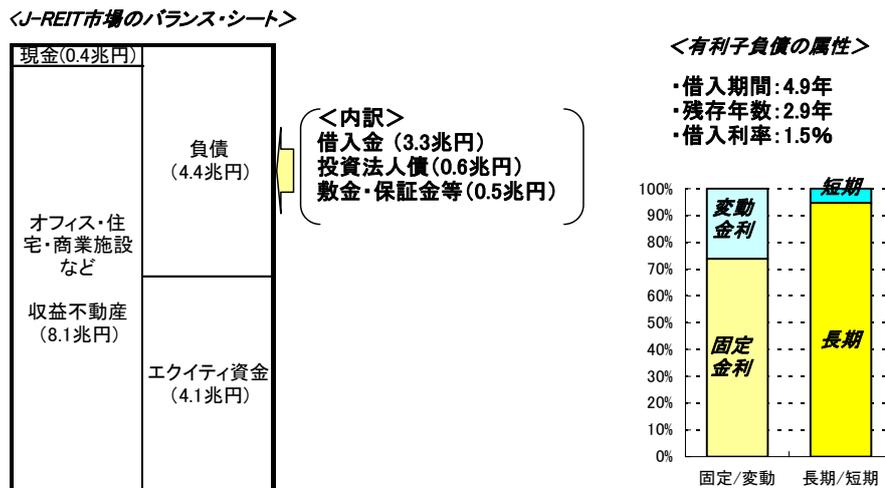
（資料）日本銀行「貸出先別貸出金」よりニッセイ基礎研究所が作成

3—金利低下による J-REIT の収益改善効果を考察する

1 | 財務基盤の強化が進む一方、支払利息に対する運用収益の余裕度を測る DSCR は悪化

まず、2012 年上期(1-6 月期、対象 33 社)の決算データを集計し、J-REIT の財務内容を確認する。J-REIT はエクイティ投資家の出資金 (4.1 兆円) と金融機関からの借入や投資法人債の発行などにより調達した資金 (4.4 兆円) を合わせた 8.5 兆円を、オフィス・住宅・商業施設などの収益不動産 (8.1 兆円) に投資している。(図表—8)。J-REIT 各社は、借入金や投資法人債の有利子負債を調達するにあたり、その限度額を投資法人規約に定めるとともに、財務の健全性を維持する観点から運用ガイドラインに目安とする負債比率などを記載している。2012 年上期の借入金は 3.3 兆円、投資法人債は 0.6 兆円であり、総資産に対する有利子負債比率は 46%、平均借入期間は 4.9 年、残存年数は 2.9 年、借入利率 (融資関連費用を除く) は 1.5% である。また、固定金利比率は 74%、長期借入比率は 95% であり、有利子負債の固定化・長期化を進めることで金利変動リスクの抑制や返済期限の分散化、リファイナンスリスクの低減に取り組んでいる。さらに、約半数の J-REIT が不測の事態に備えて、融資枠の範囲内でいつでも機動的に資金を調達できるコミットメント・ラインを設定するなど、財務基盤の強化が着実に進展している。

[図表—8] J-REITの財務構造

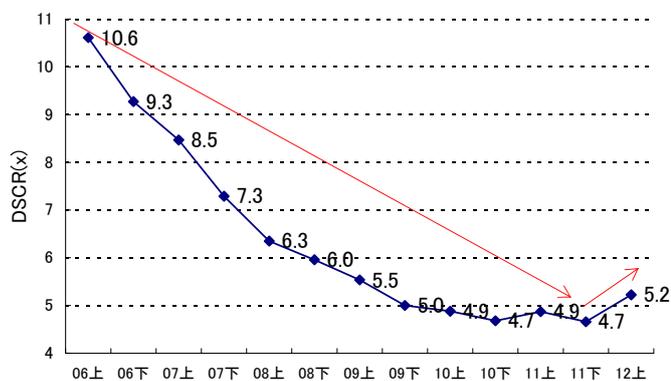


(注) 決算期 (2012年1-6月、対象: 上場REIT33社)、図表簡素化のため一部項目を修正して記載 (資料) 開示データよりニッセイ基礎研究所作成

続いて、支払利息 (融資関連費用を含む) に対する運用収益 (償却・利払前利益) の余裕度を測る デット・サービス・カバレッジ・レシオ (償却・利払前利益/支払利息、DSCR) を確認する。2012 年上期の DSCR は 5.2 倍であり、前期より改善したとはいえ 2006 年上期の 10.6 倍に対して半分以下の水準にとどまる (図表—9)。そこで、DSCR の悪化理由を分析するため、DSCR を資産収益率・負債利率・負債比率の 3 項目に分解しその推移を確認すると、資産収益率 (2006 年上期 4.7%⇒4.3%) の低下、負債利率 (0.9%⇒1.6%) 及び負債比率 (47%⇒52%) の上昇が、DSCR の悪化要因であることが分かる (図表—10)。J-REIT 各社は、オフィスを中心とした不動産賃貸市況の低迷 (資産収

益率低下) や借入金利の上昇(負債利率上昇) など事業環境の悪化に対応して、投資家に支払う分配金減少の痛みを少しでも緩和するため、レバレッジを活用すること(負債比率上昇)で利益の落ち込みを補ってきたと言える。ただし、足もとで資産収益率や負債比率がほぼ横ばいで改善が見られないなか、負債利率は2010年下期(1.8%)をピークに1.6%まで低下している。今後低金利環境が継続し負債利率が更に低下すれば、DSCRの底打ちから回復への道筋が見えてくると思われる。

[図表-9] J-REIT市場のDSCR推移



[図表-10] DSCRの分解

$$DSCR = \frac{\text{運用収益}}{\text{支払利息}} \div \frac{\text{運用収益}}{\text{資産}} \div \frac{\text{負債}}{\text{資産}}$$

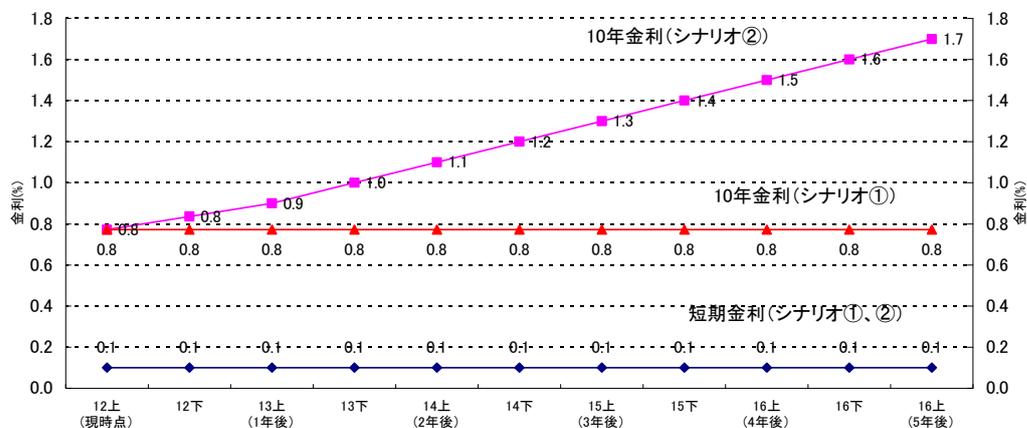
年/期	DSCR	資産収益率	負債利率	負債比率
06上	10.6x	4.7%	0.9%	47%
06下	9.3x	4.7%	1.1%	47%
07上	8.5x	4.7%	1.2%	47%
07下	7.3x	4.6%	1.3%	47%
08上	6.3x	4.5%	1.5%	49%
08下	6.0x	4.5%	1.5%	50%
09上	5.5x	4.5%	1.6%	51%
09下	5.0x	4.3%	1.7%	51%
10上	4.9x	4.3%	1.7%	50%
10下	4.7x	4.2%	1.8%	50%
11上	4.9x	4.2%	1.7%	51%
11下	4.7x	4.2%	1.7%	51%
12上	5.2x	4.3%	1.6%	52%

(注)運用収益(償却・利払前利益):「経常利益(売却損益除く)+減価償却費+支払利息(融資関連費用を含む)」
 (資料)開示データよりニッセイ基礎研究所作成

2 | 金利低下による収益改善効果は今後5年間でプラス10%

最後に、「今後5年間の金利シナリオ」(図表-11)を設定し、金利低下による収益改善効果を確認したい。金利シナリオは、「シナリオ①金利横ばい」、「シナリオ②ニッセイ基礎研究所の中期経済見通し²⁾」の2パターンとし、2012年上期時点の有利子負債(3.9兆円)が返済期を迎える度に一定の前提条件にもとづいてリファイナンスされていくと想定した(前提条件は巻末に記載)。なお、ニッセイ基礎研究所の中期見通しでは、日本の金融政策について2010年代前半は極めて緩和的な状況が続き、利上げ開始は2017年度まで遅れる一方、長期金利は海外金利の上昇に連れて緩やかに上昇すると予測している。

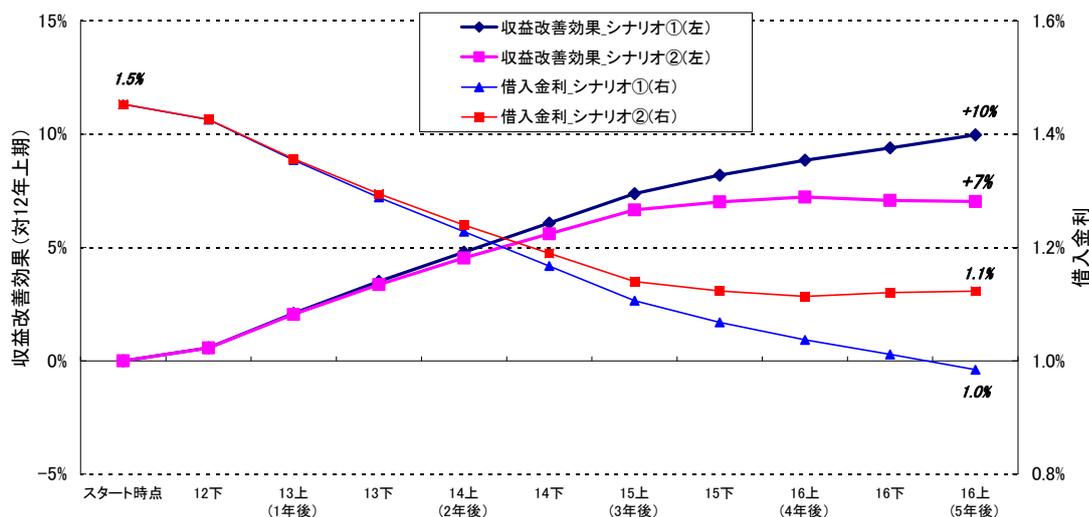
[図表-11] 5年間の金利シナリオ



(資料)ニッセイ基礎研究所

計算結果によると、シナリオ①（金利横ばい）の場合、有利子負債の平均借入利率は 1.5%から 5年後 1.0%に低下し、この間の収益改善効果はプラス 10%となった（図表—12）。また、緩やかに長期金利が上昇（短期金利は横ばい）するシナリオ②の場合、平均借入利率は 5年後 1.1%に低下し、収益改善効果は4年後に頭打ちするものの5年間でプラス 7%となった。J-REIT 市場の約 55%を占めるオフィスセクターの賃料回復が遅れて保有物件からの不動産キャッシュフロー低下が続くなか、金利低下による収益改善は、今後の J-REIT 市場全体の収益を下支えする要因となりそうだ。

【図表—12】 金利低下による収益改善効果



(注) 収益改善効果は、2012年上期の経常利益(売却損益除き)に対する数値
 (資料) ニッセイ基礎研究所

4—おわりに

本稿では、金利低下による J-REIT 収益へのインパクトを試算したが、J-REIT はあくまでも不動産キャッシュフローをリターンの源泉とし、安定した分配金を投資家に還元することを目的としたエクイティ商品である。そして、リーマン・ショック以降の金融危機に直面し、我々が学習したことは、ひとたびクレジット・クランチ（信用収縮）が発生すれば、例え優良な不動産を保有し不動産マネジメントが優れていたとしても、財務基盤の脆弱なファンドは資本市場から退出を迫られること、過剰なレバレッジ運用がインカムゲインを志向する不動産投資のメリットを相殺しファンドの資産価値に壊滅的な損害をもたらすことであろう。これらの教訓を踏まえると、J-REIT の運用会社には、金利変動や融資環境変化からの影響をできる限り小さくする強固な財務基盤を構築するとともに、金融環境が緩和状態にある時にこそ、次なる危機に備えたより慎重で思慮深い財務マネジメントが求められていると思われる。

＜計算の前提条件＞

○借入金利について

- ・基準金利: 2012年9月末をスタートとして、将来の金利見通しに応じてイールドカーブを作成
- ・貸出スプレッド: 各REITの直近の実績値を参考に設定
- ・借入金利: 基準金利 + 貸出スプレッド

○有利子負債について

- ・対象REIT: 2012年1-6月期決算を開示した33社(新規上場REITを除く)
- ・金額: 2012年上期決算時点の3.9兆円
- ・借入条件: 借入期間、固定/変動、金額は変更なし、期限前弁済はなし
- ・融資関連費用は計算対象外

[1 岩佐浩人『J-REIT 制度改正への期待』研究員の眼 \(2012 年 8 月 20 日\)](#)

[2 経済調査部門『中期経済見通し \(2012～2022 年度\) ～険しい経済正常化への道のり』Weekly エコノミスト・レター \(2012 年 10 月 15 日\)](#)