

(不動産投資)：アベノミクスとJリート市場。今後の注目ポイントは？

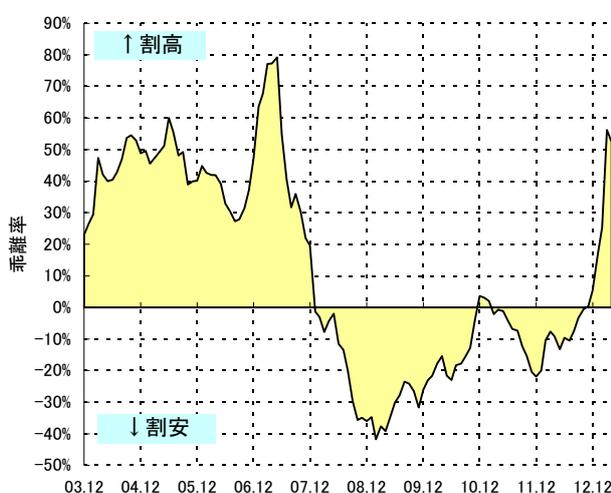
アベノミクスの恩恵にあずかり大幅高となった J リート市場では、これまでの割安感が消えて一部に過熱感を示す指標も見られる。そこで、前回ピークを付けた 2007 年当時と現在の市場環境を比較し、今後の注目ポイントについて整理したい。

「大胆な金融緩和」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」の 3 本の矢で経済再生を目指すアベノミクスの恩恵にあずかり、J リート市場は年初より 43% 上昇し、時価総額は 7.1 兆円に拡大している (2013 年 4 月末)。

このような大幅高の背景には、他の金融商品より高い配当金利回りや J リート各社の安定した運用実績への評価、投資信託を經由した個人マネーの継続流入、運用不動産の拡大・多様化、今年予定の制度改正など、J リート市場独自の好材料が豊富に存在するとは言え、やはりアベノミクスによる経済成長期待が好調な市場を支える最大のエンジンであろう。

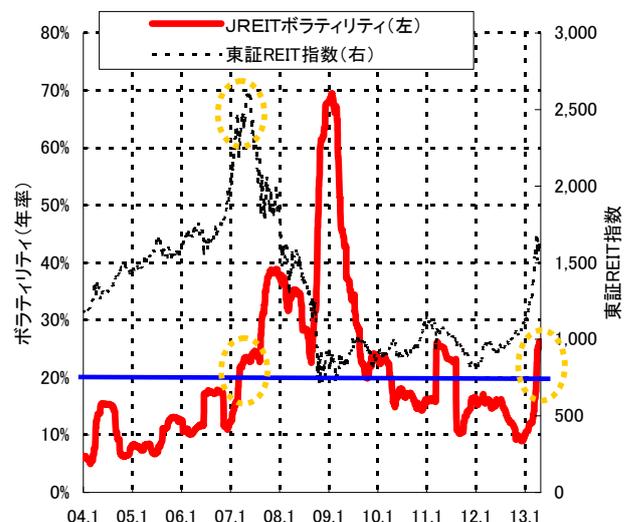
ただし、期待先行型で急上昇した市場では、これまでの割安感が消えて一部に過熱感を示す指標も見られる。たとえば、保有不動産の鑑定評価額をベースとした市場全体のエクイティ価値 (NAV) と時価総額の乖離率は、昨年末の 5% から 50% に拡大している (図表 1)。これは、J リートの負債レバレッジ比率を 50% とした場合、保有不動産が今後 25% 上昇することを既に織り込んだ水準になる。また、J リート市場の価格変動性 (ボラティリティ) は、年率 20% を超えて上昇している (図表 2)。東証 REIT 指数がピークを付けた 2007 年前半には、規模の大きくない市場に大量の海外資金が流入した結果、市場のボラティリティは本来の商品特性として期待されるミドルリスク領域を突破し、その後は金融危機などの外的ショックに翻弄されて市場が急落したことはまだ記憶に新しい。

図表 1: NAV と時価総額の乖離率



(資料) ニッセイ基礎研究所

図表 2: Jリート市場のボラティリティ



(注) ボラティリティ：期間 100 日 (年率換算)

(資料) ニッセイ基礎研究所

そこで、図表3に示す通り、2007年当時と現在の市場環境について、アセットサイド（不動産市況）・デットサイド・制度面の3つの視点から比較し、今後の注目ポイントを整理してみた。

まず、アセットサイドを比較すると、2007年のオフィス空室率は過去最低の2%台に低下し、オフィス賃料は前年比2ケタの上昇、Jリートの鑑定評価額も高い伸び率を記録している。これに対して、現在のオフィス空室率は8%台で高止まりし、オフィス賃料はピーク時より約30%下落、鑑定評価額は依然としてマイナスが続いており、いずれの指標も実体経済回復の波及待ちの状況にある。

次に、デットサイドは、2007年は前年に量的緩和及びゼロ金利政策が解除され、長期金利は1%半ばに上昇、Jリートの平均デットコストは市場金利に追随し上昇基調にあった。これに対して、現在は2年間でマネー供給量を2倍に増やす「異次元緩和」がスタートしたばかりで、長期金利は1%を下回り、Jリートの平均デットコストは今後さらに低下することが見込まれている。

最後に、制度面を見ると、現在はJリート同士の合併制度や自社株買いの解禁（予定）、日銀によるJリート買入など制度基盤の整備が進み、市場の過度な下落に対する多くのセーフティネットが確立されている。

このように、2007年は不動産市況が堅調な中でデット環境の悪化などが効いて下落に転じたのに対して、現在は不動産市況の回復がやや遅れるなか金融緩和効果で上昇しており、両者の市場環境が全く正反対であることが分かる。したがって、制度の頑健性が高まりデット環境にも当面不安がないとすれば、不動産市況の改善がいつ始まり市場の期待に追いつくことができるかどうか、Jリート市場の先行きを判断するうえで最大の注目ポイントになる。

図表3:市場環境の比較

	指標	前回(2007年3月時点)			現在(2013年3月時点)		
			前年比	方向感		前年比	方向感
アセット サイド	オフィス空室率(都心5区)	2.7%	-0.6%	↘	8.6%	-0.5%	↘
	オフィス賃料(都心5区)	2.0万円	+10.9%	↗	1.7万円	-1.3%	↘↘
	鑑定評価額の騰落率	+8.2%		↗	-1.0%		↘↘
デット サイド	金融政策	量的緩和解除(06.3)、ゼロ金利解除(06.7)			量的質的金融緩和(13.4月)		
	10年金利	1.6%	-0.1%	→	0.6%	-0.4%	→
	Jリート平均デットコスト	1.2%	0.2%	↗	1.5%	-0.2%	↘
Jリート 制度等	M&A制度	X			○(9件の合併事例)		
	自社株買い	X			○(予定)		
	日銀によるJリート買入	X			○(14.12末:1,700億円)		

(注)オフィス空室率と賃料:三鬼商事の公表データ

鑑定評価額とJリート平均デッドコスト:2007年上期実績と2012年下期実績を年率換算。ニッセイ基礎研究所が算出

(資料) ニッセイ基礎研究所

(岩佐 浩人)