

今後の金利上昇が J-REIT 価格に与える影響

－米国 REIT からのインプリケーション－

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門

研究員 志立 正弘

shidachi@nli-research.co.jp

《要 旨》

本稿では、仮に今後1年間程度の比較的短期間に長期金利が上昇した場合の J-REIT 価格への影響を、日本の賃料市況や J-REIT の財務状況などを踏まえた上で、REIT 先進国である米国 REIT(以下、US-REIT とする)のデータを参考にして分析を行った。

その結果、現在の日本の環境では、金利水準の上昇は J-REIT 価格にネガティブな影響を与え、特に上昇幅が大きくなると、J-REIT 価格が下落する確率は相当に高まり、平均的な価格下落率も大きくなるという結論を得た。

この分析結果は、「日米 REIT 市場において長期金利と REIT 予想配当利回りの関係が同じである」という前提に基づくもので、今後、J-REIT のトラックレコード蓄積に伴い、検証を行う必要があるものの、J-REIT 投資の際にはこのような金利上昇リスクについて一考すべきであろう。

1. J-REIT 市場の現状－注目される金利上昇の影響－

昨今、J-REIT の過熱感が強まってきた。2001年9月の初上場以来、J-REIT は概して高パフォーマンスを記録してきたが、現在はいくつかの投資指標からやや加熱気味ではないかと懸念されている(図表-1)。その一つが NAV(純資産価値: Net Asset Value)に対する株式時価総額の比率である。NAV とは REIT が保有する資産の価値から負債総額を差し引いた値であるが、この値に対する株式時価総額の比率が1を大幅に上回っていれば、REIT 価格が過熱気味であると言える。

図表-1 J-REIT・株・債券のパフォーマンス

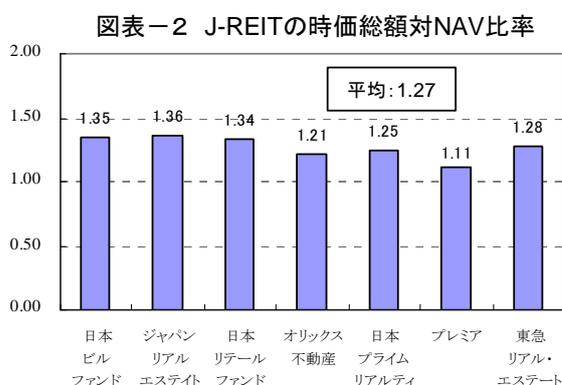


(注) 各資産とも2001年9月10日の値を100として指数化(J-REITはQUICK REIT Index(配当込み)によって計算)

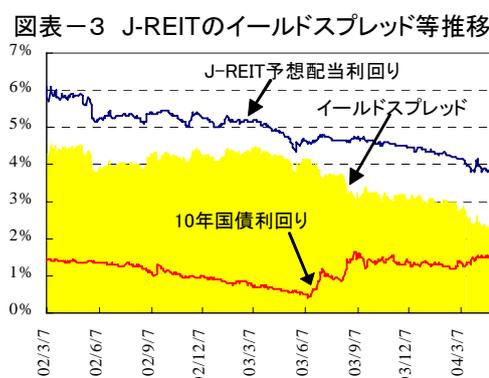
(出所)ニッセイ基礎研究所

そこでJ-REITのうち、直近決算時の資産運用報告書で物件毎のNAVを公表している7銘柄についてみると、2004年4月末時点で、時価総額はNAVに対し平均27%のプレミアムがついており¹、米国の平均値と比べてもやや過熱気味と判断できる²（図表-2）。

また、J-REITの平均予想配当利回り（時価総額加重）と長期金利のイールドスプレッドの推移をみると、予想配当利回りの低下と長期金利の上昇によって、2003年3月以前にはおおよそ4%だったイールドスプレッドの水準が現在は2.5%程度まで縮小しており、この点からも過熱感がうかがえる（図表-3）。



(注)2004年4月末時点。また、各J-REIT名称は「投資法人」を略。
(出所)ニッセイ基礎研究所



(注)J-REIT予想配当利回りは時価総額加重平均。
(出所)ニッセイ基礎研究所

このようにJ-REIT市場に過熱感がみられる中、景気回復に伴う金利上昇の可能性が高まってきたことで、投資家は警戒感を強めつつある。なぜなら、景気回復に伴う金利上昇は、長期的には賃料の上昇につながりJ-REIT価格にプラスの影響を与えると考えられるものの、短期的には利払い負担の増加や、更なるイールドスプレッドの縮小によるJ-REIT予想配当利回りの相対的魅力度の低下などにより、J-REIT価格にネガティブな影響を与えるとみられるからである。

しかし、実際、今後金利が上昇局面に入った場合、J-REIT価格が大きく下落するかどうかは、こうした基本的なメカニズムだけで決定されるものではない。より現状に即して具体的にみれば、たとえば、J-REITの負債がほとんど長期固定金利の負債であれば、短期的には利払い負担は増加しないし、イールドスプレッドの縮小も多少であれば、価格の下落は起こりにくいかもしれない。

そこで以下では、今後1年間程度の比較的短期間に金利上昇した場合のJ-REIT価格動向について分析を試みた。ただし、この分析は個々のJ-REITではなく、あくまでJ-REIT市場全体の平均的な動向についてのものである。

2. 分析の枠組み—焦点は金利上昇時の J-REIT 予想配当利回りの動向—

まず、分析の枠組みとして、①J-REIT 価格、②一投資口あたり予想配当金、③予想配当利回りの関係を整理する。時点 t における 3 者の関係は以下の通り。

$$\text{予想配当利回り}_t = \frac{\text{一投資口あたり予想配当金}_t}{\text{J-REIT価格}_t} \dots\dots①$$

ここで仮に、「金利上昇時 $t+1$ にも、一投資口あたり予想配当金は変化しない（つまり、一投資口あたり予想配当金 $_{t+1}$ ＝一投資口あたり予想配当金 $_t$ ）」とすると、

$$\frac{\text{J-REIT価格}_{t+1}}{\text{J-REIT価格}_t} = \frac{\text{予想配当利回り}_t}{\text{予想配当利回り}_{t+1}} \dots\dots②$$

となるので、金利上昇時の予想配当利回り $_{t+1}$ がわかれば、J-REIT価格 $_{t+1}$ を計算することができる。

そこで下線部の仮定について考えると、今回の分析対象となる「今後 1 年間程度」というタイムスパンでは、次の理由から実現可能性が高いといえる。

まず、「景気回復に伴う金利上昇」が一投資口あたり予想配当金に影響を与える経路としては、(ア) 景気回復に伴う賃料上昇（一投資口あたり予想配当金の上昇）(イ) 利払い負担の増加（一投資口あたり予想配当金の減少）の 2 つが考えられる。

しかし、(ア) の可能性はほぼゼロと考えるのが妥当だろう。最近、オフィス空室率は改善の兆しを見せつつあるものの、未だ賃料上昇には結びついておらず、今後 1 年以内に、J-REIT が保有する物件で大幅な賃料上昇の契約条件更改は見込み難い。

また、(イ) については、以下の 2 点から長短いずれの借入れであっても金利上昇の影響はかなり小さいと考えられる。

- ・ 長期金利が景気回復期待から上昇する可能性があっても、日銀が金融緩和を今年度中は継続すると見られ、いわゆる「時間軸効果」³から、短期金利はしばらく上昇しにくい。このため、短期借入金の借り換え部分や長期変動金利（J-REITでは一般にTIBOR+ α で3ヶ月ごとに金利決定）の負債について、利払い負担は増加しない。
- ・ そもそも固定金利の長期負債は、短期的な金利上昇の影響を受けない。

したがって、下線部の仮定は成立し、分析の焦点は「金利上昇が J-REIT の価格変化を通じて予想配当利回りに与える影響」ということになる。

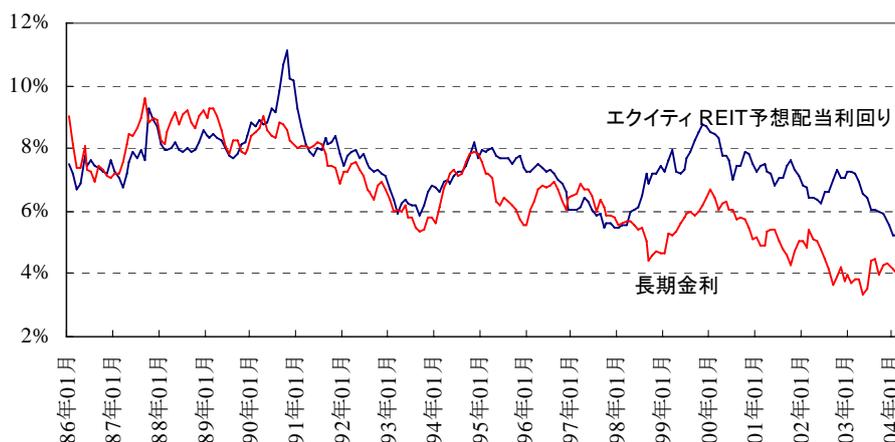
3. 金利上昇が J-REIT の予想配当利回りに与える影響

(1) 考え方・分析の前提—米国のデータを参考に分析を行う—

一般論として、REIT は企業収益よりも安定している賃料収入を配当原資にしているため、その一投資口あたり配当金は債券のクーポンのように比較的安定した性質を持つ。このため、REIT の配当利回りも金利との連動性が強いのではないかと想像できる。

しかし、J-REIT については図表-3 でみたとおり、長期金利と予想配当利回りとの間に、今のところ連動性は見られない。一方、REIT 先進国である米国について、1986年1月から現在までの予想配当利回りと長期金利の推移をみると、一部例外的な期間があるものの、ロシア危機の発生した1998年8月前後でイールドスプレッドの水準が大きく変化した点を除けば、ほぼ両者は連動していると言っても差し支えない（図表-4）。

図表-4 米国 エクイティ REIT 予想配当利回りと長期金利の推移



(注1) US-REITは幾度かの法改正を経て、現在とほぼ同じ形態になったのが1986年とされる。そこで、1986年1月末から2004年4月末までのUS-REITの平均的な予想配当利回り米国長期金利の推移を示した。

(注2) 米国にはいくつかの種類REITがあるが、J-REITとほぼ同じ形態であるエクイティREITのデータを用いた。

(注3) 1998年8月発生したロシア危機の影響により、いくつかのモーゲージREIT(主にCMBSに投資を行うタイプのREIT)が破綻したことから、エクイティREITの信用性も失墜してスプレッドが拡大したと考えられる。

(出所) ニッセイ基礎研究所(NAREITデータ、米国10年国債利回りデータにより作成)

J-REIT で、長期金利と予想配当利回りの間に US-REIT のような明確な連動性が見られない理由としては、①日本の投資家が、米国の投資家と異なる視点で投資を行っている、②J-REIT は登場から日が浅く、投資分析上の視点が未だ確立していない、という2つの理由が考えられる。

仮に①が正しく、今後もそのスタンスに変わらない場合、US-REIT のデータを用いた分析は意味がない。しかし、②が正しく、かつJ-REIT のトラックレコードが積み上がるにつれ、早晚、日本の投資家も米国と同様の視点で投資を行うようになるという前提に立てば、US-REIT の分析から有意義なインプリケーションを得ることができるはずである。

そこで、本稿でもこの前提に基づき、以下ではまず US-REIT について予想配当利回り長期金利の関係に関する詳細な分析を行う。

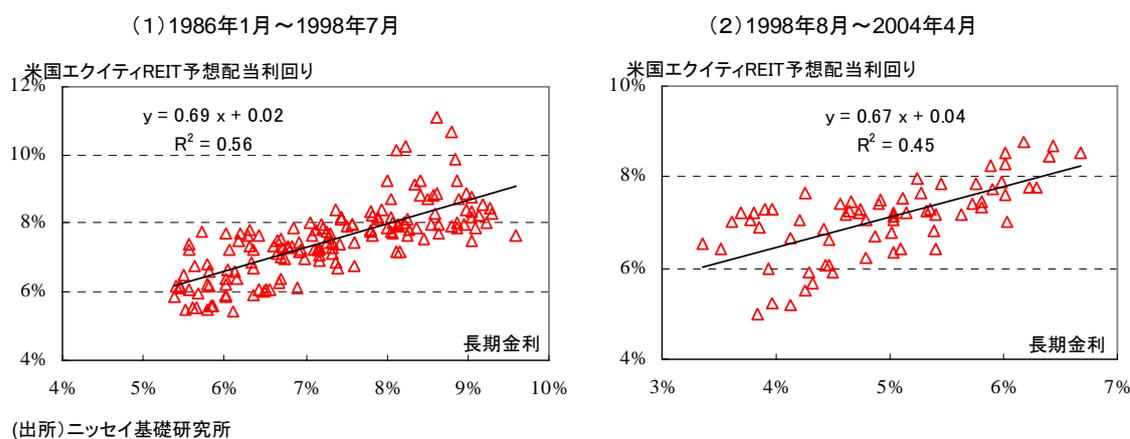
(2)US-REIT 予想配当利回りと長期金利の関係(その1)－両者は連動する傾向を持つ－

前掲図表-4 で、US-REIT の予想配当利回り長期金利が概して連動していることがわかった。そこで、両者の関係をより詳しくみるために、これを散布図にしてみた(図表-5)。

ただし、1998年8月前後でのイールドスプレッド水準が大きく変化した点を考慮し、変化の前後を分けて分析するために、(1) 1998年7月以前 (2) 1998年8月以後の2通りの散布図を作成した。

その結果、両者の連動性が確認でき、(1)、(2)双方の回帰係数から、長期金利が1%上昇すると予想配当利回りが約0.68% (0.68は、(1)の係数0.69と(2)の係数0.67の平均値) 上昇する傾向があることがわかる。

図表-5 米国エクイティREIT予想配当利回りと長期国債利回り(散布図)



(3) US-REIT 予想配当利回りと長期金利の関係(その2) - 連動性は金利上昇幅ごとに異なる -

ただし、上述した両者の連動性はあくまで平均的なものであり、「金利が上昇するとUS-REITの予想配当利回りも必ず上昇する」ことを意味しない。図表-5からもわかるように、たとえば、長期金利が0.5%上昇したときに予想配当利回りは上がることもあれば下がることもある。ただ、平均的には0.34% (=0.5%×0.68) 上昇する、ということである。

しかし、たとえば金利が2%も上昇した場合には、予想配当利回りが下がることはほとんどない。つまり、「金利上昇時に、US-REITの予想配当利回りが実際に上昇する可能性 (= 確率)」は、金利の上昇幅によって異なるのである。

したがって、金利上昇時におけるUS-REIT予想配当利回りの動向を検討するには、先の(2)で求めた平均的な傾向だけでなく、こうした「予想配当利回りの上昇確率」も把握しておく必要があるだろう。そこで、ここでは長期金利上昇幅ごとのUS-REITの予想配当利回りの上昇確率を求める。具体的には、たとえば「金利上昇幅が0.1%より大きく0.2%以下の場合の予想配当利回りの上昇確率」を求める場合、次ページ(ア)～(ウ)の分析を行う。

- (ア) 1986年1月～2004年4月の220ヶ月のうち、「その後一度でも金利が『0.1%より大きく0.2%以下』の範囲で上昇した」月数を集計する（＝この月数をNとする）。
- (イ) (ア)で集計したNヶ月のうち、当該金利上昇時点（ただし条件に合致する金利上昇時点が複数ある場合は、そのうち初回）に、予想配当利回りも上昇していた月数を集計する（＝この数をnとする）。
- (ウ) n/N が「金利上昇幅が0.1%より大きく0.2%以下の場合に、予想配当利回りも上昇する確率」である。

金利の上昇幅を変化させ、同様の分析を行った結果（図表-6）をみると、①金利上昇幅が0.1%を上回ると、予想配当利回りが上昇する確率は必ず50%を超える、②ある程度金利上昇幅が大きくなると、予想配当利回りが上昇する確率はかなり大きい（たとえば上昇幅が1.0～1.1%だと、85%以上の確率）ことがわかる。

図表-6 金利上昇時に、US-REIT予想配当利回りが上昇する確率

長期金利 上昇幅	US-REIT 予想配当利回りが 上昇する確率	長期金利 上昇幅	US-REIT 予想配当利回りが 上昇する確率
0～0.1%	43.3%	0.8～0.9%	73.5%
0.1～0.2%	59.7%	0.9～1.0%	77.0%
0.2～0.3%	56.4%	1.0～1.1%	86.3%
0.3～0.4%	56.9%	1.1～1.2%	84.3%
0.4～0.5%	61.6%	1.2～1.3%	89.7%
0.5～0.6%	62.0%	1.3～1.4%	90.0%
0.6～0.7%	71.9%	1.4～1.5%	100.0%
0.7～0.8%	75.6%	1.5～1.6%	96.6%

(注)「長期金利上昇幅」の下限は含まず(例えば0～0.1%の場合、0%は含まず)

4. 金利水準の上昇がJ-REIT 価格に与える影響—US-REIT に関する分析結果を適用して—

そこで次に、「日米 REIT 市場において長期金利と REIT 予想配当利回りの関係が同じである」という前提の下で、上述のような、US-REIT についての分析結果を J-REIT に適用し、金利水準の上昇が J-REIT 価格に与える影響を検討する。

前述のとおり、現在の日本の市場環境では「金利が上昇しても一投資口あたり予想配当金は変化しない」と考えられるため、J-REIT 価格の動向は予想配当利回りの動向によって決まる。そこで US-REIT に関する分析結果を用いて、長期金利の上昇幅に応じた「J-REIT 価格の平均的な下落率（2004年4月末の価格対比）」と、「J-REIT 価格が下落する確率」を算出した（図表-7）。

ここから、①金利上昇幅が0.1%を上回ると、J-REIT 価格が下落する確率は50%を超える、②ある程度金利上昇幅が大きくなると、J-REIT 価格が下落する確率はかなり大きく、その際の平均価格下落率も大きくなる（たとえば、金利上昇幅が1.0～1.1%だと、85%以

上の確率でJ-REITの価格は下落し、その際の平均的な下落率は15.6%)ことがわかる。

図表－7 金利上昇時におけるJ-REIT価格平均下落率および下落確率

長期金利 上昇幅	J-REIT価格の 平均的な下落率	J-REIT価格が 下落する確率	長期金利 上昇幅	J-REIT価格の 平均的な下落率	J-REIT価格が 下落する確率
0～0.1%	0.9%	43.3%	0.8～0.9%	13.0%	73.5%
0.1～0.2%	2.6%	59.7%	0.9～1.0%	14.3%	77.0%
0.2～0.3%	4.2%	56.4%	1.0～1.1%	15.6%	86.3%
0.3～0.4%	5.8%	56.9%	1.1～1.2%	16.8%	84.3%
0.4～0.5%	7.3%	61.6%	1.2～1.3%	18.0%	89.7%
0.5～0.6%	8.8%	62.0%	1.3～1.4%	19.2%	90.0%
0.6～0.7%	10.3%	71.9%	1.4～1.5%	20.3%	100.0%
0.7～0.8%	11.7%	75.6%	1.5～1.6%	21.4%	96.6%

(注1)「長期金利上昇幅」の下限は含まず(例えば0～0.1%の場合、0%は含まず)

(注2)「J-REIT価格が下落する確率」は、「日米REIT市場において長期金利とREIT予想配当利回りの関係が同じである」と仮定して、図表－6の「US-REIT予想配当利回りが上昇する確率」と同じとした。

(注3)「J-REIT価格の平均的な下落率」は、2004年4月末の上場REIT予想配当利回り時価総額加重平均値が3.86%であることから、3ページ②式の関係および図表－5(1)(2)の回帰係数平均値=0.68を用いて、 $1 - 3.86\% \div (3.86\% + \text{長期金利上昇幅の中央値} \times 0.68)$ で算出。なお、2004年4月末の長期金利は1.530%(10年近傍: 売買参考統計値)。

この分析結果は、あくまで「日米REIT市場において長期金利とREIT予想配当利回りの関係が同じである」という前提の下で得られた点には留意が必要である。このような前提が現実のものとなるのか、あるいは日本独自の投資スタンスや市場動向が定着していくのか、今後、J-REITのトラックレコードを注視していく必要がある。

しかし、この前提の下では本稿で分析結果の通り、J-REITに金利上昇リスクが存在することは事実である。冒頭で述べたとおり、上場以来、概して優れたパフォーマンスを残してきたJ-REITであるが、投資の際には金利上昇リスクの可能性も考慮して、冷静に意思決定を行うことが必要だろう。

以上

¹ ここでは、決算時に公表される期末鑑定価格を基に、2004年4月末までの新規取得・売却額を加算してNAVを計算した。

² 米国の不動産投資顧問業者Green Street Advisorsの公表データによれば、1990年1月～2004年4月(172ヶ月)のUS-REITの月次NAVプレミアムは、プラスの値に関する平均値が12.2%、マイナスの値に関する平均値が-11.5%。また、この期間中、NAVプレミアムが27%(=図表－2に示す日本における2004年4月末時点の平均値)以上だった月は12ヶ月しかない。

³ ある前提の下では、中・長期金利は現在の短期金利と市場参加者の想定する将来の短期金利の値によって決まる。このため日銀が金融緩和の継続を表明すると、中・長期金利も低位安定させる効果がある。この効果を「時間軸効果」といい、より短い年限の金利に対してより強く作用する(年限が短いほど、その時点まで金融緩和が継続されている確率が高いため)。