

不動産投資レポート

J-REIT市場10年の軌跡と今後の成長要件～米国REIT市場の発展に学ぶ～

金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 岩佐 浩人

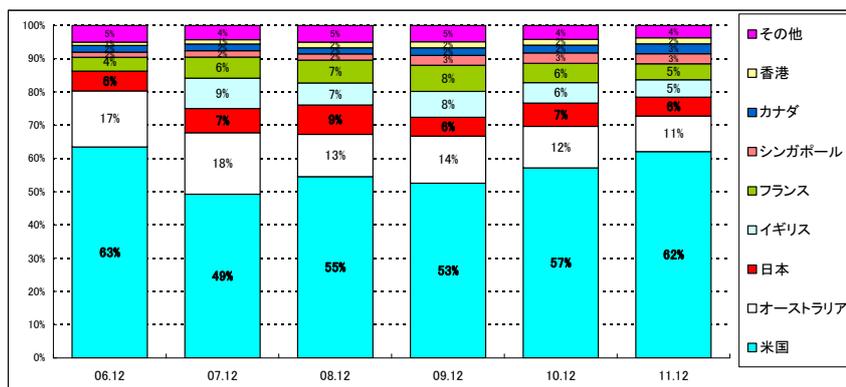
hiwasa@nli-research.co.jp

1. 時価総額 10 兆円を目指す J-REIT 市場

昨年 9 月に創設 10 周年を迎えた J-REIT（不動産投資信託）市場は、この間、不動産の「最後の買い手」として約 8 兆円の運用資産を取得し、不動産投資市場における存在感を高めるとともに、豊富な情報開示を通じて市場の透明化に大きく貢献してきた。また、2008 年 9 月のリーマン・ショックを契機とした世界的な金融危機に対応するために、日本銀行は J-REIT 投資法人債の適格担保化を決定し、さらには、資産デフレからの脱却に向けて J-REIT 投資口の新規購入・増額を発表するなど、J-REIT 市場は国内金融システムの維持や国民資産の形成に影響力を持つ社会的公器として評価されるまでに成長している。

一方、次なる 10 年を展望した場合、克服しなければならない課題も残る。昨年は、東日本大震災に加えて欧州債務危機の深刻化など国内外で逆風が吹き荒れて、東証 REIT 指数は 26% 下落し、2008 年以来の大幅下落となった。価格下落により市場全体の分配金利回りは 6% 台へ上昇したが、こうした高利回りは J-REIT の金融商品としての低い認知度の裏返しでもある。そして、グローバル REIT 市場における J-REIT の占率は、この数年ほぼ横ばいの 6% にとどまっており、日本より遅れてスタートしたシンガポール・香港といった新興アジア市場との差は縮小傾向にある（図表 1）。

図表 1 グローバル REIT 市場の国別占有率



(注) S&P REIT 指数
(出所) データストリームよりニッセイ基礎研究所が作成

不動産証券化協会（ARES）は、昨年 9 月に開催した「J リート 10 周年記念シンポジウム」で、J-REIT 市場がアジアの中心的立場を確保し世界の市場で存在感を示すために、現在の時価総額 3 兆

円を 10 兆円へ拡大する目標を掲げて、「市場の多様化（運用資産の多様化、地域分散の拡大、投資家層の拡大、資金調達手段の多様化）」や「制度の国際的イーコールフットィング（同等条件）」などに取り組むとしている¹。また、金融庁はアクションプランにおいて、REIT 制度の見直し・規制緩和を行う方針を示しており、資金調達手段の多様化を含めた財務基盤の安定性向上、投資家からより信頼されるための運営・取引の透明性確保等を検討し、年内に議論をとりまとめて 2013 年に制度改正を実施する予定だ²。

そこで、本稿では、J-REIT 市場 10 年の軌跡を振り返るとともに、50 年以上の歴史を持つ米国 REIT 市場の発展に学び、市場成長に求められる要件について考察する。

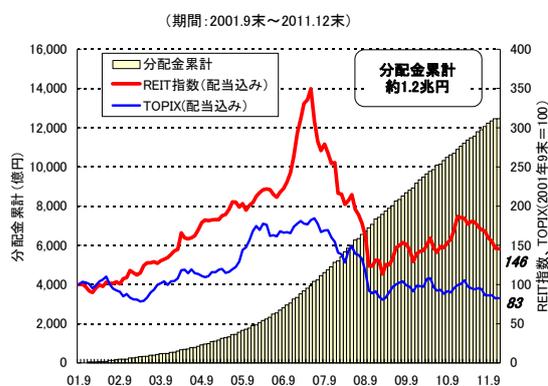
2. J-REIT 市場 10 年の軌跡

J-REIT は多数の投資家から集めた資金に借入金を加えて、オフィスビルやマンション、商業施設などの賃貸不動産に投資、運用益のほぼ全額を投資家に分配することで、法人税免除の優遇を受ける金融商品である。当時、国内で全くの新しい金融商品であった J-REIT は、金融市場と不動産投資市場を結ぶ結節点となり、①小口投資家に不動産賃貸事業へのアクセス機会を提供、②安定した不動産賃貸キャッシュフローを分配金として投資家に還元、③不動産投資市場へのリスクマネー供給、の 3 つの役割を期待されて誕生した。

①については、2001 年 9 月 10 日に 2 銘柄が東京証券取引所に上場しスタートした。これにより、従来大口投資家に限定されていた良質で分散された不動産ポートフォリオによる資産運用が、個人を含む全ての投資家に門戸解放されることになった。以来、42 銘柄が上場しピーク時には時価総額 6.8 兆円まで拡大したが、現在は REIT 同士の合併などを経て、34 銘柄・時価総額 3.0 兆円となっている（2012 年 1 月末）。

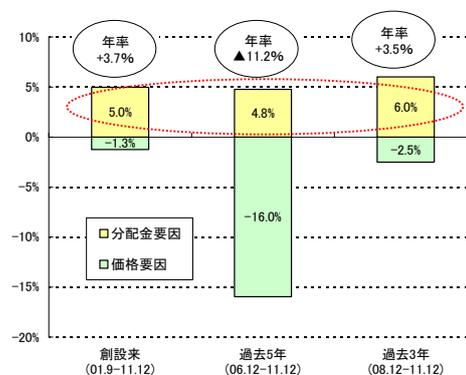
②については、2001 年からの分配金総額は 2010 年 6 月に累計 1 兆円を超えて、2011 年には 1.2 兆円に達し、今後 1 年間で 0.2 兆円が上乘せされる見通しである。創設から 10 年超(2001.9 月末～2011.12 月末)にわたる総合収益率は 46%（年率 3.7%）で、同期間における国内株式の総合収益率 -17%（年率 -1.8%）を上回るパフォーマンスであった（図表 2）。

【図表 2】実績分配金と配当込み指数(01.9 末=100)



（出所）開示資料などよりニッセイ基礎研究所が作成

【図表 3】J-REIT 総合収益率の要因分解



（出所）ニッセイ基礎研究所

¹ その他の課題として、「CREM の啓発・支援」、「公共との協働」、「投資家と社会の信任・信認&投資インフラの充実」を挙げている。

² 金融庁は 2012 年 1 月 27 日に、投資信託・投資法人法制の見直しについての検討を金融審議会に諮問した。

この収益率（年率 3.7%）を価格変動要因と分配金要因に分解すると、価格変動要因は-1.3%、分配金要因は 5.0%である。また、金融危機後の不動産市況悪化の影響が色濃く残る過去 5 年（年率 -11.2%）・過去 3 年（年率 3.5%）の収益率を見ても、J-REIT の商品特性である高い分配金利回り（5~6%）が価格下落の痛みをある程度緩和し、収益率を下支えしていることがわかる（図表 3）。

③については、10 年間に積み上げた運用資産額は 8.3 兆円（1,933 棟）である。2005 年度から 2007 年度にかけては毎年 1.5 兆円以上の不動産を取得し（新規上場分を含む）、上場企業などの不動産取引に占めるシェアは 50%近くに達し、不動産売買市場の活性化・安定化に大きく貢献した。2008 年度以降は、資金調達環境の悪化などにより年間購入額はピーク時より 1/6 に激減し、取引シェアは 20%台へ低下したものの、足もとでは再び年間 5,000 億円を超える不動産を取得し、取引シェアは 30%台を回復している。（図表 4）。

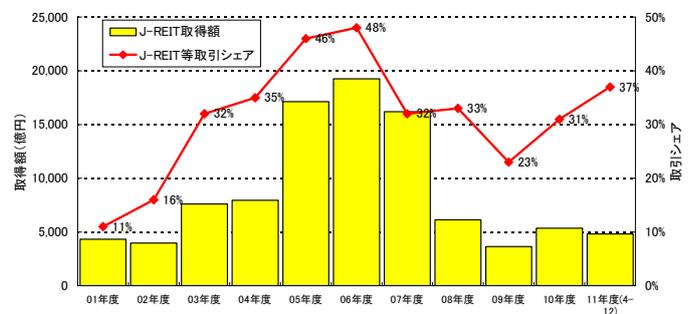
このように、J-REIT 市場の果たした 10 年の功績は高く評価できる反面、課題も残る。J-REIT（関連商品を含む）に対する個人投資家の認知度・保有状況は、「株式」や「公社債」はもとより「金・プラチナ」、「外為証拠金取引」などと比べても依然低いままである（図表 5）。

また、国内株式を上回る高い価格変動性（ボラティリティ）、結果的に市場全体で不動産サイクルのピーク時に物件取得が集中してしまい、不動産の長期運用に大切な「時間の分散」が図れなかったことは、今後の教訓となろう。

しかし、経済・金融・不動産の各領域でさまざまな危機やショック、自然災害が頻発した激動の 2000 年代に、J-REIT 市場の蓄積した 10 年のトラックレコード（運用実績）は、必ずや市場発展の礎になると思われる。

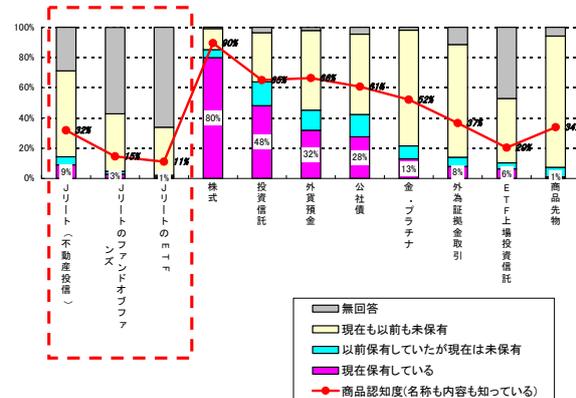
ただし、次なる 10 年の目標である、現在の 3 倍以上に相当する時価総額 10 兆円、運用資産額 20 兆円（負債比率 50%を想定）というさらなる高みは、過去 10 年の延長線上にあるものではない。価格の上昇を含めてエクイティ資金 7 兆円、デッド資金 6 兆円を新たに調達し、年平均 1.2 兆円の不動産を取得するには、より広い範囲から多様な投資資金を呼び寄せて、J-REIT が優良物件を取得しやすい環境整備を図り、投資家と REIT 事業者双方にとって魅力溢れる市場へと成長することが求められる。

【図表4】 J-REITの物件取得実績と取引シェア



(注)2011年度のJ-REIT取引シェアは4-9月の数値
(出所)開示資料、都市未来総合研究所よりニッセイ基礎研究所が作成

【図表5】 個人投資家のJ-REITの認知度・保有状況



(出所)ARES「第4回個人投資家に対するJ-REIT認知度調査(2011)」よりニッセイ基礎研究所が作成

3. 米国 REIT 市場の発展に学ぶ

(1) 米国 REIT 制度の概要

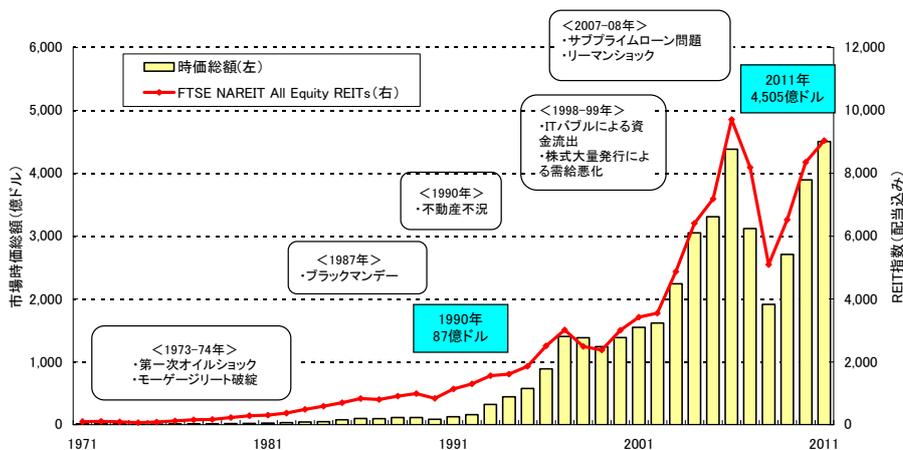
1960年に第34代アイゼンハワー大統領が法制化にサインし誕生した米国 REIT は、租税法である内国歳入法（Internal Revenue Code、856～860条）に規定される適格要件を満たし、キャピタルゲインを除く課税所得の90%以上を配当することで、配当金の損金算入を認められた制度である。

1976年改正法により株式会社、1986年改正法により自らの資産を直接管理・運営する内部運用、100%子会社（Qualified REIT Subsidiary、QRS）の設立、1999年 REIT 現代化法により通常の法人税課税のもと第三者向け不動産開発や各種付加サービスを提供できる課税 REIT 子会社（Taxable REIT Subsidiary、TRS）の設立が可能となるなど、長い歴史のなかでさまざまな制度改正を経験してきている。そのため、米国 REIT は賃貸不動産を収益源とし、税制優遇の代償に事業活動の内容を規制されながらも、法人税免除の要件やテナント向けサービスの範囲について社会ニーズの変化にあわせて柔軟に制度を見直し、経営の自主性を高めながら発展してきた独自の歴史を持ち、組織形態・経営手法において J-REIT と異なる部分が多いと言える。

(2) 米国 REIT 市場の動向

全米不動産投資信託協会（NAREIT）によると、米国 REIT 市場は、2011年12月現在、160銘柄・時価総額4,505億ドル（約35兆円、@78円/ドル）、グローバル REIT 市場の60%以上を占める大きな市場へと成長している。過去40年間の総合収益率は年率11.9%で米国株式（9.8%）を2.1%上回る。これまでの主な調整局面は5回しかなく（第一次オイルショック、ブラックマンデー、1990年不動産不況、ITバブルによる資金流出、サブプライムローン問題）、年間のプラス収益は32回/40回（勝率80%）を数えて、中長期にわたる良好なパフォーマンスが投資家の信頼を高めて、世界中から投資資金を引き寄せている。（図表6）。

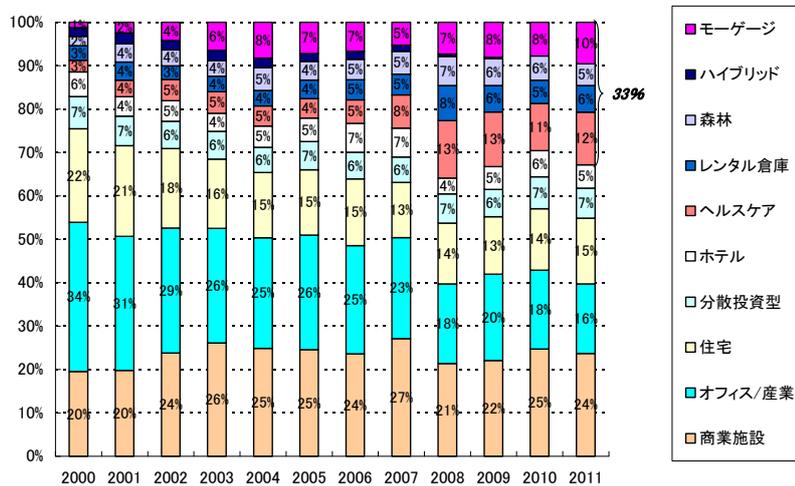
【図表6】米国REIT市場の時価総額と指数



(出所) NAREITよりニッセイ基礎研究所が作成

セクター別構成比は、商業施設が24%でトップ、続いてオフィス/産業(16%)、住宅(15%)が続く。また、ヘルスケアや個人用レンタル倉庫、森林投資、モーゲージ(不動産担保融資)といった J-REIT 市場にはないセクターが全体の 1/3 を占めており、オフィスセクターに偏りのある J-REIT 市場と異なり、セクター分散の効いた多様な不動産から形成されている(図表7)。

【図表7】米国REITのセクター別構成比

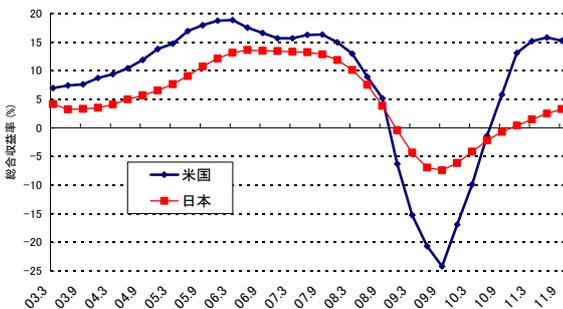


(出所) NAREITよりニッセイ基礎研究所が作成

時価総額は、早くもリーマン・ショック以前の最高水準近くまで回復しているが、その要因として不動産ファンダメンタルズの改善とそれを反映した配当利回りの低下(株価上昇)を指摘できる。停滞の続く東京都心の賃貸オフィス市場とは対照的に、N.Y マンハッタン(プライムエリア)のオフィス市場は、空室率が低下し賃料は既に底打ちしている。これに金利の低下が加わり、米国商業用不動産の総合収益率は2011年に入り前年比2ケタの上昇(日本は1ケタ前半の上昇)を維持している(図表8)。

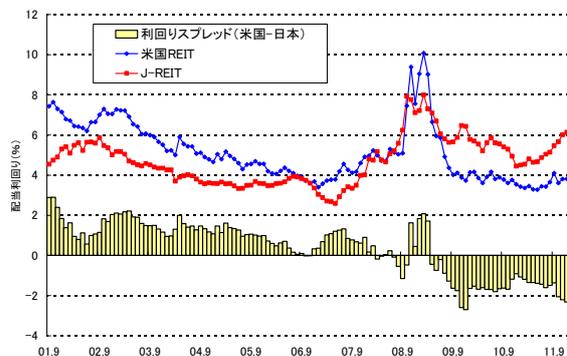
日米 REIT 市場の配当利回りを比較すると、こうしたファンダメンタルズ改善のタイムラグを反映し、J-REIT の配当利回りが6%へ上昇する一方、米国 REIT の配当利回りは4%割れまで低下している。この結果、2009年以降、米国 REIT の配当利回りは J-REIT を下回る状態が定着し、両者の利回りスプレッド(米国-日本)は-2%に広がっている(図表9)

【図表8】日米商業用不動産の総合収益率(前年比)



(注)米国: NCREIF Property INDEX 日本: ARES J-REIT Property Index
(出所) Bloomberg、ARESよりニッセイ基礎研究所が作成

【図表9】日米REIT市場の配当利回り



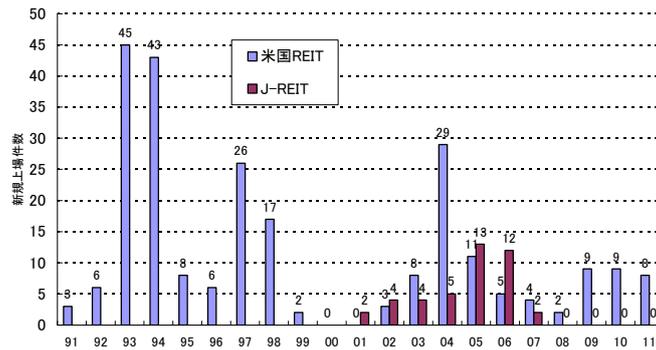
(出所) NAREIT、開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

(3)米国REIT市場の拡大背景

図表6の通り、創設から30年が経過した1990年時点の時価総額は、わずか87億ドル(約1.2兆円,@135円/ドル)であり、米国REIT市場の加速度的な成長は1990年代に始まる。

1980年代後半から1990年初頭にかけての不動産価格の暴落、不動産市場の信用収縮、S&L(貯蓄貸付組合)の経営危機、1989年に設立されたRTC(整理信託公社)による不良債権化した商業不動産の大量売却、といった当時の社会的背景に、1992年に開発されたUP-REIT制度(Umbrella Partnership REIT)が結びついて、それまで非上場であった優良不動産会社が相次いで証券取引所に株式を公開し、資金調達を行った(図表10)。UP-REIT制度とは、不動産の原所有者が不動産をREITに売却する際、パートナーシップ税制を適用することで売却益を繰り延べできる制度である。この制度により、非上場不動産会社のREIT転換、もしくはREITによる不動産の取得が容易となったことで、UP-REIT制度が不動産をREITに抛出する経済的インセンティブを促進したと言われている。1993年から1994年にかけて年間40社以上が新規に上場、その後は市場環境により増減があるものの、2009年以降、金融危機から立ち直るにつれて新規上場件数も再び増加し、市場の新陳代謝が図られている。

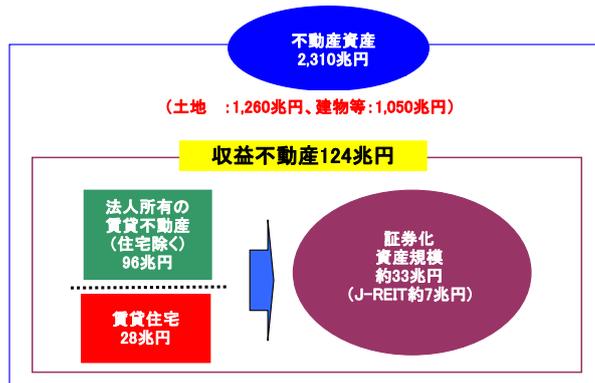
【図表10】米国REIT、J-REITの新規上場件数



(出所) NAREIT、開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

NAREITによると、米国REITの不動産投資額は約5,000億ドル(約39兆円)で、商業用不動産の10~15%を占めている。日本の不動産資産は全体で2,310兆円、そのうち収益不動産は124兆円で、証券化資産は33兆円と推定されている(図表11)。米国を基準にJ-REIT市場全体の投資可能額を計算すると、12~18兆円(124兆円×10~15%)が当面の目標水準となりそうだ。

【図表11】日本の不動産資産

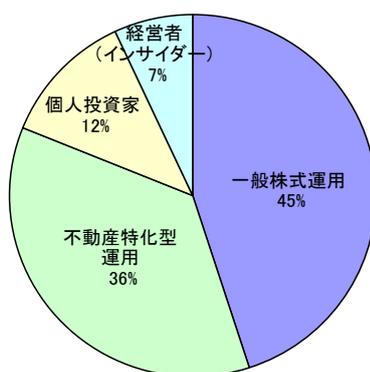


(出所)国土交通省「平成23年度版土地白書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

(4)米国REITの投資家層拡大

米国 REIT の投資家構造に関する調査では、一般株式ファンドが 45%、不動産特化型ファンド 36%、個人投資家 12%、経営者 7%となっている³ (図表 12)。これは、米国 REIT が株式投資並びに不動産投資の一環として投資家に認められて、双方からの資金が市場に流入していることを表わしている。

**[図表12] 米国REIT投資家構造
(2007年3月末時点)**



(注)Deutsche Bank SecuritiesのデータをもとにHeitman作成
(出所)ARES不動産証券化ジャーナル(2007年7-8月号)から転載

まず、株式投資家の認知度を高めた理由の1つに、2001年にS&P社が、米国株式の代表的指数であるS&P500にREITを採用したことが挙げられる。現在はS&P500に15銘柄、S&P指数全体で70銘柄が採用されており、指数連動型運用(パッシブ運用)や高配当利回りに着目した株式投資目的の資金をうまく市場に取り込んでいる。もっとも、海外市場ではREITの株式指数採用は珍しいことではない。オーストラリア、イギリス、フランス、シンガポール、カナダなど、多くの先進国でREITが株式指数に組み入れられている(図表13)。

[図表13] 株式指数のREIT採用

	株式指数	採用有無
米国	S&P500	○
オーストラリア	S&P/ASX200	○
イギリス	FTSE100	○
フランス	CAC40	○
シンガポール	ST30	○
カナダ	S&P/トロント	○
オランダ	AEX	○
香港	ハンセン指数	X
日本	TOPIX	X

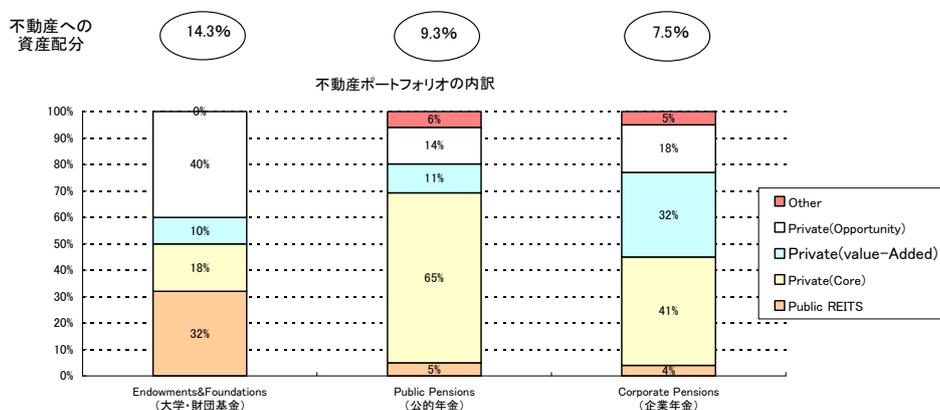
(出所)ニッセイ基礎研究所

次に、不動産投資の観点では、長期の運用主体である機関投資家(大学・財団基金、公的年金、企業年金)は、不動産を独立したアセットクラスに区分し、ポートフォリオの10%程度(7~14%)を不動

³ 不動産証券化ジャーナル 2007年7-8月号「米国REIT市場における機関化の進展」(木浦、宮澤)

産に配分し、その一部に米国 REIT を組み入れている。なかでも、大学・財団基金は上場 REIT 投資に積極的で不動産ポートフォリオの 32%を占める一方、公的年金や企業年金は私募不動産ファンドへの投資が中心で、上場 REIT への配分は 4~5%にとどまっている（図表 14）。

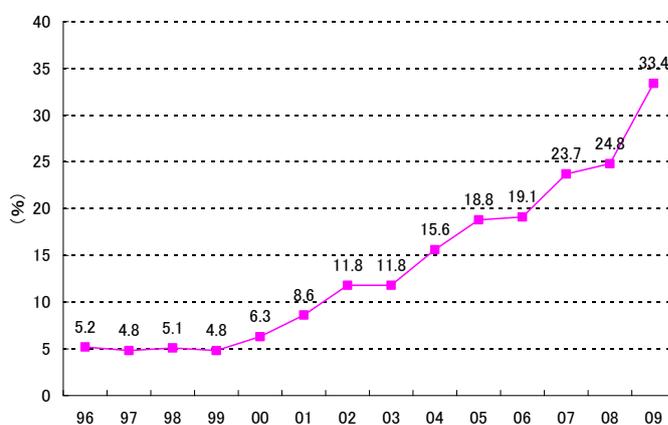
【図表 14】米国機関投資家の不動産アロケーション



(注)IREI Tax-Exempt Real Estate 2009 Survey, Casey Quick Analysis
(出所)COHEN&STEERSの資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

また、NAREIT は拡大する確定拠出年金（401k 年金等）への REIT 普及に力を入れており、近年、確定拠出年金における REIT 商品の提供比率が増加し 30%以上に高まっている（図表 15）。

【図表 15】401k年金の不動産商品の提供率



(出所)NAREIT資料よりニッセイ基礎研究所が作成

一方、日本の年金基金による不動産投資の比率は、そもそも 1%程度にすぎない。さらに、リスク許容度の低下などからリスク性資産を圧縮する傾向が強まっており、年金基金による J-REIT 投資の増加には、しばらく時間を要しそうだ。日本の確定拠出年金の資産額は 4.5 兆円(2010 年)と今のところ規模は小さいものの、米国同様に拡大が期待できる領域である。投資家への J-REIT の商品説明や普及・啓蒙活動において、NAREIT の取り組み姿勢は参考になるのではないだろうか。

4. おわりに

J-REIT 市場の今後の課題となる運用資産の拡大や投資家層の多様化に向けて、米国 REIT 市場の発展に学ぶことは多い。しかし、それぞれに異なるローカルな市場慣行や発展の経緯がある。J-REIT 制度の見直しにあたっては、米国制度を模倣するのではなく、REIT の理念に立ち返り、その役割・機能をより確かなものとする取り組みも大切になる。

それでは、REIT の理念とは何か？ 1つに絞るとすれば、「不動産賃貸キャッシュフローをそのまま投資家に還元すること」になる。そのためには、REIT 制度の根幹である配当要件について、J-REIT も物件売却益（キャピタルゲイン）を配当要件から除外することが必要だと思われる。図表 16 の通り、日本を除く主要国では、キャピタルゲインの分配は配当要件に含まれておらず、未分配所得への課税や内部留保に対しても何らかの軽減措置が施されているケースが多い。これは、長期の不動産運営においてキャピタルゲインは、将来の損失発生に備えたリスクバッファであるとともに、キャッシュフローの源泉となる不動産ポートフォリオを維持・強化するための再投資原資との共通認識が存在するためである。

今年、J-REIT の制度改正に関する議論が本格化するが、「J-REIT 市場を大切に守り、育てる」という市場関係者の熱意と投資家へのメッセージもまた、J-REIT 市場の成長要件となる。対症療法的な制度見直しに終わることなく、10年後の J-REIT 市場を見据えた議論とその未来図へとつながるロードマップが明示されることに期待したい。

【図表16】各国のREIT制度比較

	<REIT先発国>				<アジア後発国>			<欧州後発国>		
	米国	オランダ	豪州	カナダ	日本	シンガポール	香港	フランス	イギリス	ドイツ
上場年	1960	1969	1971	1994	2001	2002	2005	2004	2007	2007
外部運用/内部運用	両方	両方	両方(外部運用型トラスト、内部運用型ステイブル証券)	両方	外部運用	外部運用	両方	内部運用	両方	内部運用
支払い配当要件	課税所得90%	課税所得100%	なし	なし	会計上利益90%	課税所得90%	税引後利益90%	・賃貸に係る課税所得85% ・譲渡益50%(翌々期まで) ・配当収入100%	不動産賃貸収益90%	当期利益90%
導管性の仕組み	ベイスルー	非課税	パススルー	ベイスルー	ベイスルー	ベイスルー	課税あり	課税免除	課税免除	課税免除
未分配所得への課税	課税	非課税	課税	課税	課税	課税	課税	課税免除	課税免除	課税免除
売却益の取り扱い	配当要件に含まず	配当要件に含まず(再投資を条件に内部留保可)	配当要件に含まず(免税)	内部留保の1/2について課税対象	配当要件を含む	キャピタルゲイン課税なし	キャピタルゲイン課税なし	50%を積立し内部留保可能	配当要件に含まれない(2年以内に再投資が必要)	配当要件を含む(2年間、売却益50%を再投資準備金として利益から除外し内部留保可能)

(出所)ARES「不動産証券化ハンドブック2011-2012」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。