

# 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 主任研究員 岩佐 浩人

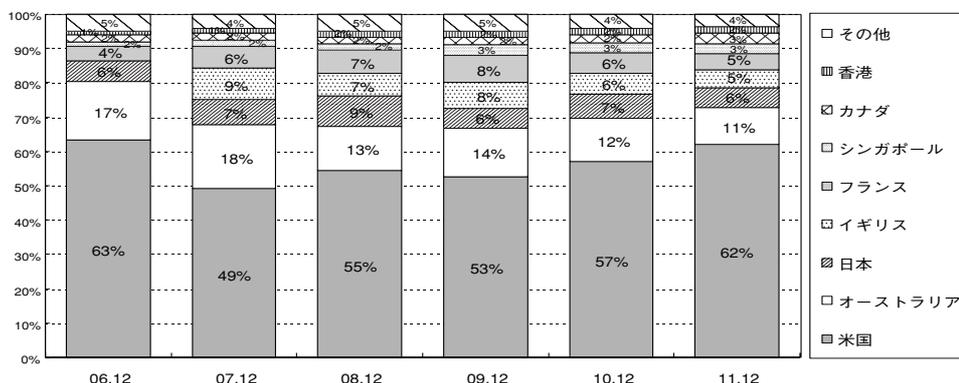
hiwasa@nli-research.co.jp

## 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  
 (資料) 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（ARE S）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（注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（注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

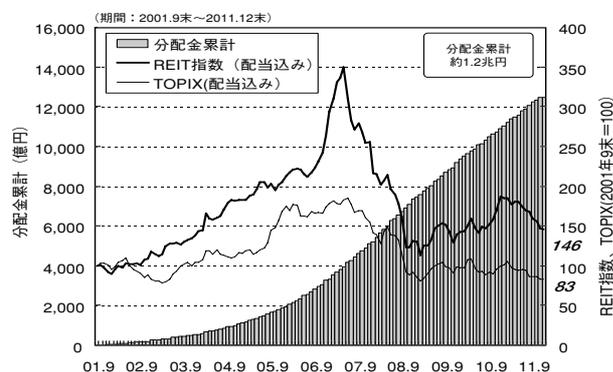
J-REITは多数の投資家から集めた資金に借入金を加えて、オフィスビルやマンション、商業施設などの賃貸不動産に投資、運用益のほぼ全額を投資家に分配することで、法人税免除の優遇を受ける金融商品である。

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。

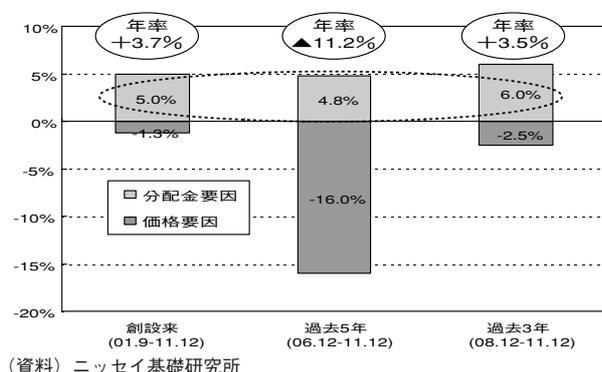
①については、2001年9月10日に2銘柄が東京証券取引所に上場しスタートした。これにより、従来大口投資家に限定されていた良質で分散された不動産ポートフォリオによる資産運用が、個人を含む全ての投資家に門戸解放されることになった。以来、42銘柄が上場しピーク時には時価総額6.8兆円まで拡大したが、現在はREIT同士の合併などを経て、34銘柄・時価総額3.0兆円となっている（2012年1月末）。

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0.2兆円が上乗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)



〔図表-3〕J-REIT総合収益率の要因分解



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）。

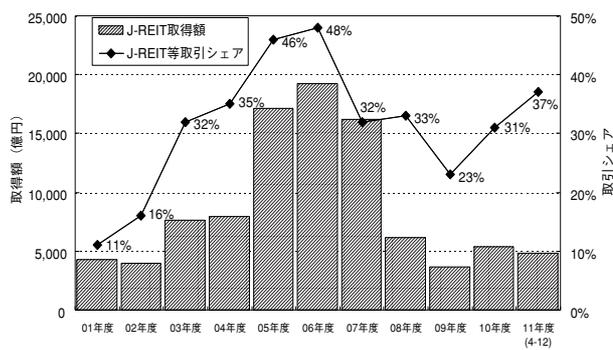
③については、10年間に積み上げた運用資産額は8.3兆円（1,933棟）である。2005年度から2007年度にかけては毎年1.5兆円以上の不動産を取得し（新規上場分を含む）、上場企業などの不動産取引に占めるシェアは50%近くに達し、不動産売買市場の活性化・安定化に大きく貢献した。2008年度以降は、資金調達環境の悪化などにより年間購入額はピーク時より1/6に激減し、取引シェアは20%台へ低下したものの、足もとでは再び年間5,000億円を超える不動産を取得し、取引シェアは30%台を回復している。（図表-4）。

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。

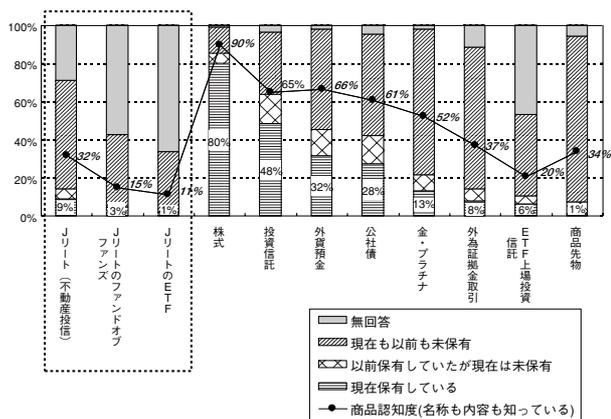
ただし、次なる10年の目標である、現在の3倍以上に相当する時価総額10兆円、運用資産額20兆円（負債比率50%を想定）というさらなる高みは、過去10年の延長線上にあるものではない。価格の上昇を含めてエクイティ資金7兆円、デッド資金6兆円を新たに調達し、年平均1.2兆円の不動産を取得するには、より広い範囲から多様な投資資金を呼び寄せて、J-REITが優良物件を取得しやすい環境整備を図り、投資家とREIT事業者双方にとって魅力溢れる市場へと成長することが求められる。

[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  
(資料) 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



(資料) 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。

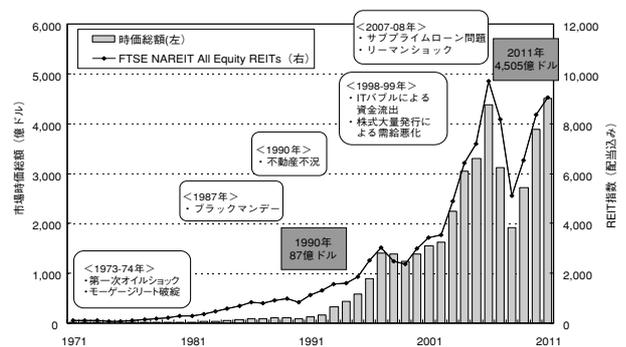
#### 2 | 米国REIT市場の動向

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）。

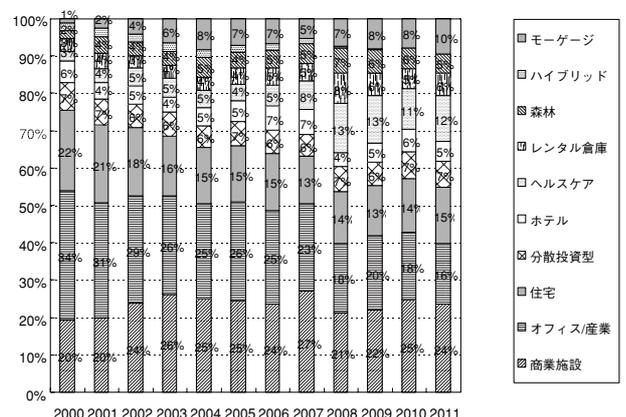
セクター別構成比は、商業施設が24%でトップ、続いてオフィス/産業（16%）、住宅（15%）が続く。ヘルスケアや個人用レンタル倉庫、森林投資、モーゲージ（不動産担保融資）といったJ-REIT市場にはないセクターが全体の1/3を占めており、オフィスセクターに偏りのあるJ-REIT市場と異なり、セクター分散の効いた多様な不動産から形成され

【図表—6】 米国REIT市場の時価総額と指数



（資料）NAREITよりニッセイ基礎研究所が作成

【図表—7】 米国REITのセクター別構成比

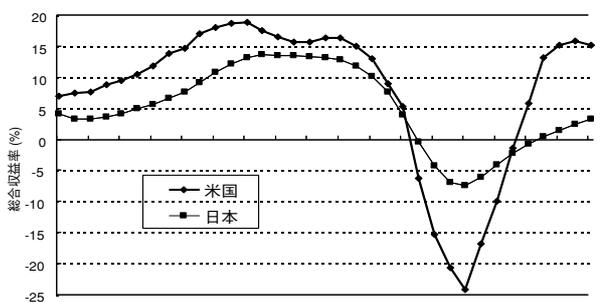


（資料）NAREITよりニッセイ基礎研究所が作成

ている（図表—7）。

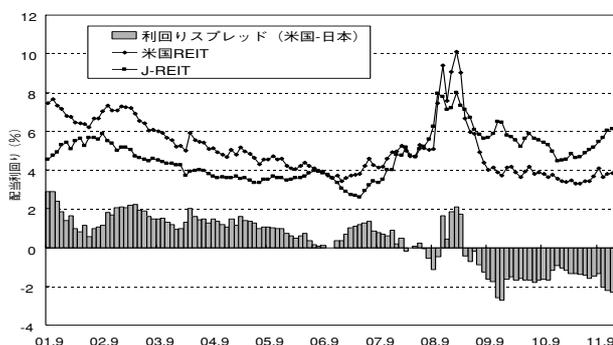
時価総額は、早くもリーマン・ショック以前の最高水準近くまで回復しているが、その要因として不動産ファンダメンタルズの改善とそれを反映した配当利回りの低下(株価上昇)を指摘できる。停滞の続く東京都心の賃貸オフィス市場とは対照的に、N.Yマンハッタン（プライムエリア）のオフィス市場は、空室率が低下し賃料は既に底打ちしている。これに金利の低下が加わり、米国商業用不動産の総合収益率は2011年に入り前年比2ケタの上昇（日本は1ケタ前半の上昇）を維持している（図表—8）。日米REIT市場の配当利回りを比較すると、こうしたファンダメンタルズ改善のタイムラグを反映し、J-REITの配当利回りが6%へ上昇する一方、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）



03.303.904.304.905.305.906.306.907.307.908.308.909.309.910.310.911.311.9  
 (注) 米国：NCREIF Property INDEX 日本：ARES J-REIT Property Index  
 (資料) 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



(資料) NAREIT、開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

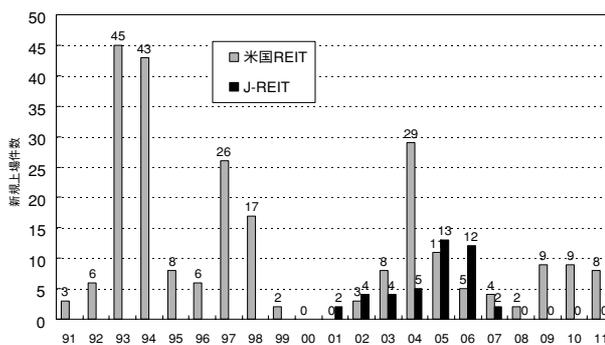
### 3 | 米国REIT市場の拡大背景

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に拠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。

【図表—10】米国REIT、J-REITの新規上場件数



(資料) NAREIT、開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

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。

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。

#### 4 | 米国REITの投資家層拡大

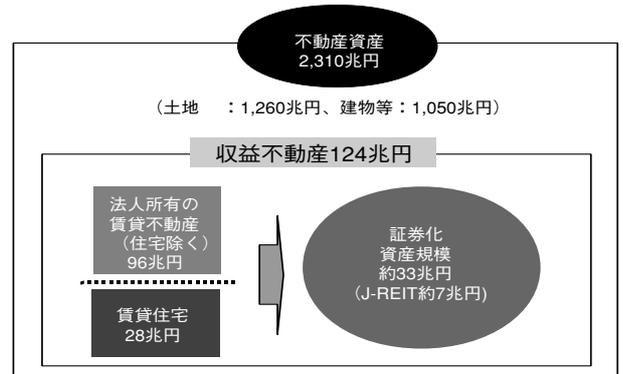
米国REITの投資家構造に関する調査では、一般株式ファンドが45%、不動産特化型ファンド36%、個人投資家12%、経営者7%となっている<sup>(注3)</sup>（図表—12）。これは、米国REITが株式投資並びに不動産投資の一環として投資家に認められて、双方からの資金が市場に流入していることを表わしている。

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が、米国株式の代表的指数であるS & P 500にREITを採用したことが挙げられる。現在はS & P 500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）。

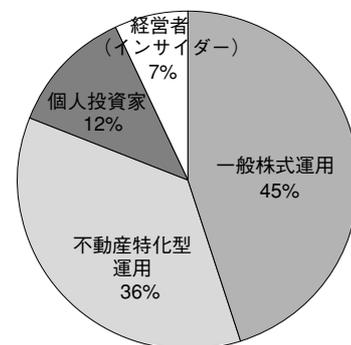
次に、不動産投資の観点では、長期の運用主体である機関投資家（大学・財団基金、公的年金、企業年金）は、不動産を独立したアセットクラスに区分し、ポートフォリオの10%程度（7～14%）を不動産に配分し、その一部に米国REITを組み入れている。なかでも、大学・財団基金は上場REIT投資に積極的に不動産ポートフォリオの32%を占める一方、公的年金や企業年金は私募不動産ファンド

[図表—11] 日本の不動産資産



(資料) 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

[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  
 (資料) ARES不動産証券化ジャーナル(2007年7-8月号)から転載

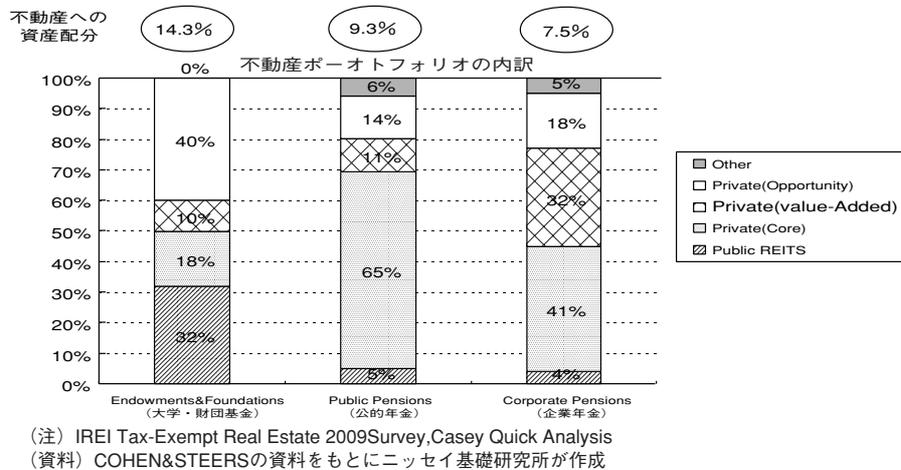
[図表—13] 株式指数のREIT採用

	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

(資料) ニッセイ基礎研究所

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）。

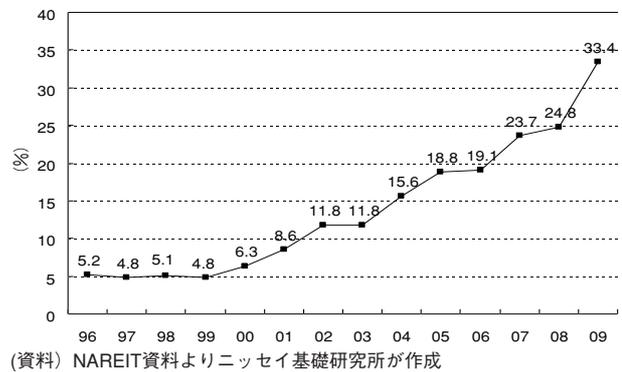
[図表—14] 米国機関投資家の不動産アロケーション



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）。

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。

[図表—15] 401k年金の不動産商品の提供比率



#### 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」になろう。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りリスクバッファーであるとともに、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ろう。

[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・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)

(資料) 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

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。

(注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。  
 (注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。  
 (注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)