

### 演題:「REIT 誕生 20 年目の現状と今後の課題 ～今や不動産業界の大切なインフラとして定着しつつあるREITがよ り確実に成長するためのポイントは？」

講師: 関 大介氏(アイビー総研株式会社社長)

#### <佐藤一雄氏(主宰者)からポイント説明>

今年9月でREIT誕生から20年の成人式ともいえる節目を迎える。2銘柄でスタートしたものが今では東証に61銘柄が上場している。個々の銘柄、そして全体の市場規模も大きく成長した。REIT草創期からこの市場を中立的な立場から評価・分析している今回の講師の関先生には、特に次の3点をお聞きしたい。1つ目は、REITに投資している投資家(機関投資家、個人投資家)の狙い、メリットは何か。2つ目は、今、日銀は61銘柄のうち30数銘柄に投資していると聞く。そこで、日銀のREIT買いの現状と影響について。3つ目は、REIT市場が今後更に成長するためには、どのような改善をしていくべきか。

#### <講演>

本日は、コロナでどのような影響があったのか、20年を迎えたREIT市場の現状と課題について話したい。

#### 2021年のJ-REIT市場動向

まずは直近の動向について。今年のREIT価格と日経平均株価を比較すると、日経平均は今年2月中旬に3万円を付けてから停滞の状況。一方、東証REIT指数は株式市場が止まったタイミングで抜け出て上昇してきたのが最近の特徴だ。東証REIT指数は6月末に2150ポイントまで回復したが、リーマンショック後の最高値は2250ポイントだったので、その意味ではまだ回復の途上にある。株価はコロナ前を大幅に上回っている。では、なぜREIT指数は上昇したのか。それは外国人投資家の買い越しが要因。外国人が手を引くと、買い手がいなくなるとも言える。2013～2015年は投資信託がかなり買っていたが、

今回の上昇相場は“外国人一本足打法”であり、これは今後の下落を示唆していると考ええる。

続いて用途別の価格と利回り動向について。これまで利回りが低い用途は、まずオフィス、次いで物流、住居、商業という順だった。コロナを経て、物流の利回りが3%程度まで低下（価格上昇）し、物流の優位性が明確になった。テナント需要は強く、コロナショックを経て景気後退局面において物流に人気が集まるのは当然だろう。また住居系銘柄も利回りが低下した。これまで不思議なことに、収益安定性が高いにもかかわらず、投資家からは評価されず、比較的利回りの高い状態が続いていた。物流→住居→オフィスという順になり、やっと実態を反映した正しい序列になってきたとみている。

価格があまり上がらなかった用途について見ると、総合型の場合は保有している不動産の中にホテルなどが含まれているので、ホテルへの懸念が強まり、価格上昇率としては出遅れている。注意してもらいたいのはホテル系。ホテル系は今、超絶とっていいくらい高値圏にある。

続いて、コロナ禍が物件取得に与えた影響について。2020年度に注目してもらいたい。取得額は1兆4,000億円を切る水準（前年度比8.6%減）にとどまり、コロナショックだった割には結構物件を取得した。用途についてはコロナの前と後とで大幅に変わった。ホテルを買うREITはほとんどなく、商業施設もかなりブレーキがかかった。一方で物流施設は次々と購入し、取得比率は2年連続で最も高い比率となった。

コロナショックで分配金はどうなったか。2020年度の分配金を用途ごとに比較してみると、ホテルを除くと、前年同期比で増配だった。悲惨なくらい分配金が減ったのはホテル系の銘柄。オフィスはテナント解約が6カ月前予告なので、コロナショックの影響で2020年3月に解約予告してもテナントが退去するのは9、10月であり、分配金が減る要素はあまりなかった。要するに昨年は、ホテル以外は増配基調が続いた。

用途別の賃貸市況見通しについて。まずオフィスについて見ていく。リーマンショック時と今回のコロナショック時の空室率の上昇幅を比較すると、実は今回、リーマンショック時と同じペースで空室率が上昇している。これが何を意味しているかということ、空室率の上昇はテレワークの影響という話もあるが、実態としては景気後退であるということ。もしテレワークの影響ならば、今回のコロナショックによる空室率の上昇幅はもっと大きいはず。テレワークと景気後退の進展が同時に進んでいるとすれば、空室率の上昇幅はもっと上がっていないといけませんが、「テレワーク」という言葉がなかったリーマンショックの時と同レベル。つまり、今の空室率の上昇はあくまでも景気の後退に伴うテナントのオフィス縮小が主要因だと考えている。一方、賃料の下落幅は、リーマンショック時よりも小さい。リーマンショック時には、その前に既に都心

5区の空室率は悪化していたが、今回のコロナショック時では2020年2月までは空室率低下しており、賃料は上昇していた。そこから賃料が下がったという状況にある。つまり、この後、賃料単価は大幅に下がるだろう。リーマンショック後と同様の下落ならば、今後1年で2万円（坪単価）を割り込むことも視野に入れる必要がある。

今後どうなるのか。2023年の大量供給の影響を懸念する声があるが、注視しているのは景気動向だ。リーマンショックの前の2006、07年頃、2004年に次ぐ大量供給があったが空室率は低下していた。景気がよければ大量供給であろうが空室率は下がる。一方でリーマンショックの後に供給がかなり減ったにもかかわらず、空室率は上がった。景気が悪い中で大量供給があれば当然影響を受けるし、景気がよければテナントはついてくる。今、景気が悪く賃料単価も下がり始め、空室率上がる中で来年の大量供給を迎える。さすがにREITの保有ビルのテナントも引き抜きの対象となり、オフィス系銘柄の分配金も下方修正を余儀なくされる可能性は高い。

賃貸住宅の市場見通しについて。東京23区内の人口流出が話題となっていたが、2021年3月には転出超過は解消した。テレワークの影響と言われていたが、結果的には1万人しか流出しておらず、23区内の人口960万人に対しては0.5%くらいしか影響を与えていない。23区内からの転出先は他府県ではなく、都下が多い。ワーケーションやリゾート地など地方都市へと人が移動して都心からの転出が続いたのではなく、とりあえず広い住まいが確保できる場所（八王子市など都下）に移動した。本社機能自体が地方都市に移転しない限り、やはり東京都心の賃貸需要は早めに回復すると見ている。稼働率はやや下がっているがまだまだ堅調だ。

物流施設の市場見通しについて。こちらは死角が少ないと見ている。eコマースでテナント需要は旺盛だ。アパレルの動きが、前倒しでネット通販に動いている。従業員を雇うとコスト上がり過ぎているので、実店舗は必要最小限というのがこのコロナ禍で進んだのではないかと見ている。物流施設は今後も堅調だろう。

ホテルの市場見通しについて。コロナ禍の影響を最も受けた。コロナのワクチン接種が普及し、一定程度回復すると思うが2点ネックが残っている。1つはインバウンド。2019年に訪日外国人客が3000万人超の水準まで増えたが、2019年から日韓関係は悪化したので韓国人訪日客は減り、中国人の増加で3000万人を維持できたというのが実情。米中関係も含め日中関係が悪化するとインバウンドの回復は難しい。2つ目はGOTOトラベル。仮に今年秋から再実施されるとして、昨年との違いは海外のワクチン接種が進展した点。海外旅行が可能ならば国内旅行よりも海外を選択する人が増える可能性がある。昨年のGOTOトラベル時は、海外に行きたくても行けなかった。日本もワクチン接種が進み、ワクチンパスポートが整う動きが明確になれば、海外が選択肢に入り、G

OTTOトラベルを再開しても国内に昨年ほどの恩恵はないだろうという点に注意してもらいたい。

2021年度下期の分配金見通しについて。全体としては減配基調に転じる。ただ、物流系は堅調を維持する。オフィスの稼働率は維持すると予想するが、物件売却益の寄与がなくなること、テナント入れ替えによるフリーレントが影響し、結論として着地は前年同期比プラスマイナスゼロくらいになるだろう。ホテルは稼働率が低いので、分配金減配傾向が続く。

## 東証REIT指数と分配金利回りに見る実績と課題

REIT草創期からの市場を振り返ってみる。東証REIT指数ができた2003年4月から、2021年6月までのREIT指数の平均は1550ポイント。REIT創設当初は、投資家に分配する原資の基本は家賃なので、あまり価格の乱高下はないという投資商品のはずだったが、気が付くと平均値よりも大幅に上昇下落している時期が長い。当然、上場投資商品として資金が過剰に入れば、価格は上がるし、過剰に逃げれば下がるという状況を示している。本質的にはこんなに動いてほしくない。市場評価が高い銘柄の個人評価が低い実態がある。なぜかという個人投資家は大幅に価格が上がると売却してしまう、ということ各銘柄が認識してしまったからだ。REITから見ると、個人投資家のためを思ってコストをかけた部分があるのに、価格が上がると売ってしまうならば、安定して買ってくれる機関投資家のために安くしようとする動きが強まった。

スポンサーへの影響。当初はオフィスビルのみだったが用途の分散が進んだ。スポンサーが開発してREITが買う、その売却益がスポンサーに戻り、それで再び開発できる。開発の循環という意味ではREITの果たした役割はきわめて大きい。様々な用途のREITが出てきたので、後発のスポンサーにとって参入しやすい市場となった。一方、上場規模を確保するためスポンサーは本業以外の用途を組み入れた銘柄が増加した。総合型が増えた。容易な参入が可能になった点ではマイナスだ。

スポンサーの株価への影響について。スポンサー企業がどのような不動産を傘下のREITに売却するかが重要になっている。2019年末の株価に対して2021年6月末の株価の騰落率を見てみると、例えば三井不動産はマイナス圏に沈んでいるが、三井不動産傘下のREIT4銘柄はトータルで見るとプラスとなっている。三井不動産は、以前はかなりREITに物件を入れていたが、最近では抑制している。結果論だが、本当はコロナ前にホテル系REITを作っておけば三井不動産の株価はそこまで下がらなかったのではないか。他の不動産会社よりも株価が弱含んでいるのはホテルのウェイトが大きい不動産会社だからだ。

続いて分配金に関して。この20年間、分配金の安定感が極めて高くなった。その理由は3つ。1つ目は、合併したときに負ののれんが発生してそれを内部留保することができるようになった。何かあった時には、その内部留保で投資家に分配金を払う。合併が進んだことで分配金の安定感が増してきた。2つ目は物件売却益を内部留保する銘柄が増えてきた。税制特例を使ったケースがほとんどだ。すべての銘柄が可能となるわけではないが、できる銘柄は売却益の内部留保を進めている。3つ目は、減価償却費の一部を投資家に分配する利益超過分配を行っている。物流系は30%をメドに投資家に利益超過分配している。利益が足りなくなってくると、利益超過分配を増やして結果としての分配金は同じということをよくやっている。もともとREITのよさは配当性向をほぼ100%変えられない、つまり資産運用会社の裁量が少ないのがREITのよさだったが、気が付けば内部留保できたり、負ののれんをどう取り崩すのか決めてみたり、利益超過分配をいじってみたり。裁量が増えてきたことで、賃貸収益の利益水準はどうなのか見えにくくなったという弱点が出ている。投資家からすると、よく分配金の内訳を見ておかないと、気が付くと収益力が下がっているREITも少なくない。

制度面の実績と課題について。投資法人はいわゆる通常の子会社に近い形だ。通常に近い形の会社の規定なのに、投資信託の法律（投信法）を適用しようとするから、何かあると毎回問題が出てくる。例えば当初、上位投資主の範囲として上位3社で50%を超えたら、法人税かかるようにするという、いわゆる導管性要件があったが、リーマンショック前に結構問題だったので、上位1社で50%に変更した。のれんと分配金の関係についても、合併すると負ののれんが発生するため、「負ののれん」は分配可能利益から除外、「のれん」はのれん償却費を実質的に費用から除外することで対応した。制度の手当てが全くできていなかった。合併しようとする引掛かかって直していく。敵対的買収に関する規定では未解消事項がある。さくら総合リート投資法人で課題となった、みなし賛成制度もどこまでがセーフで、アウトかまだ分からない。インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人で課題となった、投資口の併合がREITで認められるのか認められないのかはいまだに分からない。更に制度面で問題だと思うのが、同スポンサー間での合併。当初あったのは野村不動産系の3銘柄の合併。そもそも同スポンサーがわざわざ特化型をつくり、後から合併するというのは、当然ながら特化型をつくる時にスポンサーの方針の甘さがあったはずだ。合併するときに資産運用会社は運用報酬を受領する。野村の場合、10億円以上だった。投資家の判断として合併が賛成されたのだから、運用報酬もらってもいいという見方もあるが、さすがに身内合併のときに運用報酬に制限がないのは間違いだと思う。

### <冒頭の佐藤氏の質問に対する回答>

まず、機関投資家や個人投資家がどう見ているか。機関投資家はそこそこ買っている。地銀を含めREITに投資している金融機関もある。一方で生保や

損保は2019～20年のコロナ前までは為替ヘッジコストを考えると、米国国債が買えなかったので、結構REITを買ってくれていた。生損保の投資家が拡大しないのはやむをえないところがある。個人投資家は2つに分かれる。値動きが軽いので、株式市場が膠着するとREITに参加し、短期で売却益を抜こうとする。一方、根雪と言われる上場以来ずっと保有してくれる投資家も多い。

続いて、日銀について。2010年12月から個別銘柄を買うようになった。投資対象はダブルA格以上は買うというスタンスだ。例えば日本ビルファンドは投資口の9%近くを日銀が持っている状況。一方、コロナショックを受け2020年3月に年間約1,800億円という購入予定枠を作っているが、今年3月を最後に買っていない。日銀としてはここまで価格が上昇してきたので買わなくていいのではというレベル感だろう。国内投資家は日銀も買わなくなったので更に薄くなった。

最後にREIT市場を更に拡大する策について。2つ要素がある。1つ目はかなり実現化しているが、インフラ系会社がどのくらいREITに参入してくるかという点。さすがにコロナショックをへて、ほとんどの電鉄会社は、不動産の切り出しを加速している。これらが上場REITになると規模の拡大に寄与するのではないか。2つ目は、まだ実態としては2銘柄4物件しかないが、海外の不動産をどう取り込んでいくのかという点。次の市場拡大には必要になってくる。現在はイオンリート投資法人がマレーシアで商業施設を、インヴィンシブル投資法人がケイマン諸島でホテルを持っているだけだ。当然日本国内は今後の人口減少が見えているので、人口が増加している東南アジアなどの不動産を、どのタイミングで更に買っていきける状況になるのかが市場拡大のためには必要になってくる。例えば業界最大手の三井不動産系のREITは、日本ビルファンド投資法人が海外のオフィスを買うのではなく、海外オフィスだけを買うREITをつくるというスタンス。国内外物件が交じったものよりも海外だけの不動産をREITで上場させることが出てくれば、更に市場として拡大するのではと思う。

## <質問コーナー>

**Q. 中町純一氏（東京建物）**；東海道リート投資法人をどう見ているか。今後、地方REITは次々と誕生する可能性はあるのか。見通しを。

**A. 関氏**；地方型のREITがまだまだ増える可能性あると思う。都道府県中心に作ろうという動きもある。地方に少しウェイト置いたREITが増えやすい状況は今後も続くと思う。東海道リートについては、比較的分配金が高い水準のわりに、上場時の公募額を上手く抑え込んだと考える。REITが物件を積極的に取得することで地方の税収にプラスになっていると思う。REITが買うことでその地価が上がり、その地域の税収が増えることにもつながってい

るので、地方の物件を含んだREITが増えることはいいことだろう。もちろん利回りが付いてくる必要がある。地方ならではの利回りの高さを確保できている物件群であれば、投資家にとっても選択肢が増えるし、よいのではないか。

**Q. 北井義久氏（日鉄総研）**；米国REITの状況は？

**A. 関氏**；米国REIT市場規模は日本の10倍以上。米国REIT市場は、日本のREITとの最大の違いは、不動産会社がそのままREITになれる点。従業員も雇用できるし、子会社も設立できる。不動産会社が物件売却して利益を含めて内部留保してそれを新たな成長の原資にするのが普通の不動産会社のサイクルだが、そのサイクルから外れて、利益は全て投資家に分配します、開発したいときは増資します、という選択肢をとるのが米国のREIT市場。日本は賃貸専門しかできないが、米国REITは不動産業そのものができる。森林REITもあり、木材を販売したり、その収益を分配している。それから投資家の評価が高いのは通信関係のREITだ。通信基地のタワーが投資対象で、利回り2%切るくらいの低さ。米国のREITは投資用途も多様化している。セルフストレージ型なども存在する。不動産会社がREITなりしているので多様化している。米国REITも海外不動産を組み入れている銘柄は結構ある。為替分散、投資地域分散の一環として海外もアロケーションに入るというREITがメジャーだ。目利き力は必要だが、幸いなことにREITは情報開示が必要なので一定程度のリスクはカバーできると思う。

**Q. 樺木野恵介氏（東京建物不動産販売）**；東証REIT指数は今、外国人投資家に支えられている。海外ファンドは日本の不動産を買うと聞く。海外投資家が逃げるきっかけはリーマンショックのようなもの以外では何が考えられるか。

**A. 関氏**；海外から見て日本の不動産は魅力。理由は2点。海外から見ると日本はコロナの影響が少ない（感染者が少ない）。また、低い金利で調達でき、レバレッジが長期的にききやすい市場が日本。節目として変わってくるのは、米国の長期金利の状況。FRBは2023年には金融政策正常化といっているがテーパリングが想定よりも早いと、海外投資家も動揺し、すぐに換金できるREITを売ろうとするのではないか。

**Q. 篠田紀一郎氏（荒井商店）**；シニア施設を運営しているが、今、新規の入居が少ない。一般的にも安い老人ホームは堅調で、高級な施設は入っていないようだ。そういう状況はREITにも表れているのか。

**A. 関氏**；REITが保有するシニアレジデンスは、新規入居者が入ってこなくなっている。REITから見ると、施設運営会社に貸して家賃をもらっている。施設運営会社としては家賃が高すぎるので、長期の定借を結んでいるにもかかわらず、賃料を減額してくれという行動に入っている。高額のシニア住宅に関しては、オペレーションリスクを若干背負っている。REITに関してはそういう懸念が一部で出てきているのは事実だ。

**Q. 中町純一氏（東京建物）**；運用会社の期中運用報酬は、どのくらいが適正か。

**A. 関氏**；日本ビルファンド投資法人やジャパンリアルエステイト投資法人は、資産規模が3,000億円になった段階で運用報酬を下げている。他は追従していない。運用報酬が安ければよいという訳ではないが、分配金が付いてくればどんなに高くてもいいと思うが、ついてこないならば安くする必要はないか。例えば東海道リートをはじめ、投資家の利益と一体化させた運用報酬、一口当たり分配金連動型、と打ち出しているリートがある。その比率が極端に小さく、実際は資産規模が大きくなると運用報酬が増える。書いてあることと、その後算出する数字が付いてこない運用形態が多い。“投資家と共にした運用報酬、と書くのは、業界として自粛してもらったほうがよいと思う。

### 〈参加者の声〉 アンケート(印象に残った点)より

- ★当初の値上がりで個人が益出しして退出
- ★JR東日本がREITを出したらどうか
- ★米国REITは不動産会社そのもの
- ★日本のREIT関連法制度は依然として未整備
- ★米国金利の影響を受けやす

(日鉄総研株式会社チーフエコノミスト)

- ★スタートから20年目の実績と課題について

(株式会社澄川工務店 顧問)

- ★鉄道系の会社のREIT参入のきざし
- ★賃貸住宅の都内からの転出超過の報道状況の実態数字
- ★大変勉強になりました！ 誠にありがとうございました！

(株式会社ジーク 代表取締役)



★REITは少々苦手な分野でしたがイメージが湧きました

(株式会社ジーク 不動産部)

★大変わかりやすくて良かったです。

(株式会社荒井商店 不動産事業部)

★全体的に非常に明快でした。

(東京建物不動産販売株式会社 営業企画部)

以上