

演題：「J-REIT と株式の特性・異同・徹底比較！」

もし、利回りが同じ J-REIT（分配金）と株式（配当）がある場合、どちらかを選ぶとしたら、どう考えたらよいか？」

—3月2日 "日経平均、4万円超えで、株式市場は大ハシヤギ。

3月19日、植田日銀のマイナス金利解除では、緩和環境持続の報で、リート指数は、1か月ぶり高値。不動産株も上昇。

講師：関 大介 先生（アイビー総研(株)社長）

■主宰者より（佐藤一雄氏）あいさつ

今日は1年ほど前に東京建物から名鉄都市開発という会社に転職された中町さんが来ておられるので、少しだけ近況をお話しただけだと思います。いちばん心配な中町家の農園がその後どうなっているのかもお願いします。

中町純一氏；名鉄都市開発は名鉄不動産と名鉄の不動産事業をしていた部署と一緒に2年ほど前にできた新しい会社です。これからいろいろなことをやっけていこうとしています。今日一緒にきた東京チームの平沼もサンケイビルからの転職組で、分譲マンション以外のこともやっております。不動産購入とか出資もやります。今年既に何本か買っていますので、よろしくお付き合いをお願いします。

野菜のほうは、かみさんと協定を結びまして水やりと収穫はやってくれることになっていますが、種まきと植え付けはいやだというので、今の時期がそうですが私がこまめに帰ってきてやっております。

今日は関先生の J-REIT のお話、楽しみにしてきました。親会社の社長が私募リートを創ると宣言していますので、何とかしなければいけません。リートもなかなか難しいところがあるので、今日は勉強したいと思います。

佐藤氏；それから、何度も講師をお願いしましたが、日本を代表する会社をこの春、お辞めになった北井さんもひと言、お願いします。

北井義久氏；3月末に日本製鉄の子会社日鉄総研を退職した北井です。48年間のサラリーマン生活にサヨナラしました。それから10日ほど経ちますがなんというか、ホントに退屈しています。残務整理は忙しいのですが、頭のほうでどんどん呆けていくのが分かります。サラリーマン生活を辞めるとこんなにも頭が悪くなるものかと実感している毎日です。

佐藤氏；お待たせしました。今日はJ-REITと株式ということですが、私も株式市場については新聞を斜め読みしてなんとなくは理解しているつもりですが、今一つよくわかりません。そこで関先生にはこれまでもJ-REITのお話を伺ってきましたが、今回は**J-REITを見るときに株式との関係からはどういうことが言えるのか**ということをお話していただければ、株式市場についてもより理解が深まるのではないかと思います。

さらに、**もし利回りが（例えば4%というように）同じJ-REITと株式があった場合、今後の値上がりがどうなるのか**という話は別にして、**どういう考え方やスタンスで投資したらいいのか**という点にも触れていただければと思います。では先生、よろしくお願ひします。

■講演（関 大介先生）

大きく差が開いた株式とREIT

まず、この1年3か月の動きを見ると、株は上がったけどリートは上がらなかったの、グラフで見ればカバの口が開いた状態になっています。上顎が株式（日経平均）、下顎が東証リート指数になっています。また、日経平均に比べると上がり方が遅れていたTOPIX不動産指数が今年3月に入ってから急速に上昇し日経平均に追いつきましたが、これは公示価格の上昇を機に出遅れ感のあった不動産会社株が買われたためです。特にベンチマークで投資をしている機関投資家は買い材料（地価上昇、インフレ継続、出遅れていた不動産指数）がそろったということで、

3月に入って一気に買ったということです。ただ、日経平均が4万円台に入ったところで停滞しましたので、Jリートにもお金が流れてきて少し上がったというのが現在の状況です。

ちなみに株がバブル時を超えたという話題になっていますが、超えたのは単純平均株価指数の日経平均（225 銘柄）で、時価総額指数であるTOPIX（東証1部全体）では超えていません。

株とJ-REITの違い、投資に際しどう考えるか

先ほど佐藤さんからご質問のあった点ですが、株とJ-REITで同じ配当がある場合、どうしたらいいのでしょうかということについて説明します。

株が上がった要因の一つとして指摘されているのが「デフレ脱却」です。日銀が金融政策を変更し異次元緩和をやめたので、今後はデフレ脱却が進みGDPも上がっていくでしょうという理解です。そうすると事業会社は販売価

格に転嫁できるので収益が拡大するからということで株が買われています。しかし、不動産は景気に対し遅効性が強いので、目先賃料が上がっているからといって、入居しているテナントの賃料を上げるわけにはいきませんからリートは上がっていません。

二つ目は「円安」ですが、これも輸出企業にとっては追い風（業績向上）ですが、リートは国内不動産への投資が大半ですから恩恵は受けていません。ただ、全くないかと言うとそうではなくて、日本のホテル業にとっては追い風になっている。なぜならインバウンドが増えているだけではなくて、日本人の海外旅行がかなり経済的に厳しくなっているので、そのぶん国内旅行が増えて、国内ホテルの業績はめっちゃくちゃ上がっています。

三つ目が「資本効率の改善要求」が高まっていることです。ROEやROAを上げろ、株主還元を増やせということですが、要するに内部留保とか収益性の低い不動産は手離して身軽になって、投資家や従業員に還元してくださいというのが東証の言っていることです。今、資本効率を上げるのに流行っているのは自社株買いですが、Jリートは常に配当性向 100 パーセントなので残っているお金はありませんから自社株（投資口）買いはできません。

日本の株式市場にお金が流れている要因の四つ目が「中国株や中国経済の低迷」です。不動産市場の崩壊も騒がれています。ただ、中国のリート市場はもともと小さいので、中国リートを買っていたお金が日本のリートに来るかということというのはありません。

最後の要因が「新NISA」の開始です。当然、枠が広がった個人の投資家が株や投資信託を買っているので株価は上がっています。一方Jリートですが、私はあまりお勧めしていないのですが、個人投資家が買われているJリートはほとんどが毎月分配型のJリートです。ところが、毎月分配型は実質的に強烈な“タコ配、なので新NISAの対象になっていません。年1回型は対象ですが2銘柄ぐらいしかありません。

以上、要するに株が上がった要因はことごとくJリートには影響がなかったということで、両者の価格差が大きく開いたという結果になっています。

利回りで見た株式市場とJ-REITの違い

ということで改めて両者の利回りを比較してみましよう。プライム市場（旧東証1部）の利回りは昨年末から2%を切る水準に下がっていますが、実はこの間の株価は50%以上上がっています。普通は株価が上がれば配当利回りは下がりますが、2.2%から1.91%になっただけですから実はほとんど下がっていません。ということは増配した企業が多かったということです。

一方、東証Jリート指数の配当利回りは今年に入って一時4.5%超えまでいき

ました。増配基調にあることは間違いありませんが、上がったといっても1～1.5%程度です。

佐藤さんからのご質問である、株を買うのかリートにするのかという点で言いますと、安心して買える高配当株は残念ながらほとんどなくなったなあという感じです。ではJリートかという、私は個人投資家向けのセミナーもしていますが、リートだけ買っていればいい（資産形成になる）とは一度も言っていません。価格が上がるのも限度があるし、配当が2倍になった銘柄もほとんどありません。Jリートで言いますと上場時から配当が倍になった銘柄は星野リゾートぐらいでしょう。日本ビルファンドも今は倍近い水準になってきていますが、普通は配当が倍になることはありません。

しかし一般企業では配当が2倍になることもあります。従来から私は株を買うときに安定配当を求めるなら銀行株、アップサイド取るなら商社株でしょうかという話をしてきましたが、さすがに商社株がこれだけ上がってしまうと（5大商社で今配当利回りが3%以上はない）、ここから買っても高配当株にはなりません。ということで言うなら、比較的業績が安定していて、ヘンなかたちでこける（破綻する）ことも少ないJリートが、安定利回りという意味ではお勧めになります。

<これまでの話についての質問コーナー>

Q. 本多信博氏（株住宅新報）；実際の個人投資家によるJリート買いは？

A. 関氏：急落した今年2月は過去2番目の買い越しでした。さすがにあれだけ下がったわけですから、めざとい（場慣れして目利きの効く）投資家さんは猛烈に買っていました。その買い越し額はコロナショックの時（20年3月）以来で、その時も悲観し過ぎということでめざとい投資家が買っていました。そうした目はしがきく一定層がリート市場にもいるということです。

Q. 北井義久氏；株式にはありますが、Jリートも投資口の保有者割合というのがありますか？

A. 関氏：出してはいます。外国人が3割、金融機関が6割、個人が1割弱、あとは事業法人といった格好です。ただ、注意点がありまして、金融機関の6割のうち、約半分は投資信託です。投資信託の名義が信託銀行だからです。投資信託の約半分が個人の投資家だとするとプラス15%になるので、個人投資家の割合は実質20～23%ぐらいになるのかなと見えています。

■後半の講演（関 大介先生の専門部分）

Jリート分配金利回りの推移

分配金利回りの4%超えが常態化していますが、これは17年の毎月分配投信の販売規制時以来の高い水準です。高いですが、リートの場合は賃料収入ベースなので、一般事業会社の利回りが高いのとは全然違いますよということです。17年というのは1月に金融庁が毎月分配型に対する規制を発したため、地銀が急に買うのをやめたため東証リート指数が下がった年になります。

その後は順調に上げ2200ポイントを超えていましたが、コロナショックで一気に急落し、1500ポイントまで下げました。21年の7月には再び2200ポイント近くまで回復しましたが、その後は低迷基調が続き、今年3月に少し戻したというのがこれまでの推移になっています。

用途別の状況

では用途別に見るとどうだったのかですが、物流系が激しく売られたのが昨年からの動きの特徴です。昨年1月を100とすると今年2月末は88.9です。唯一上昇したのがホテル系で111.4となっています。オフィス系は99.0と安定していましたが、この3月の価格上昇が大きく寄与しています。投資家の連想はインフレ、家賃上昇、オフィスの賃料単価反転ということでオフィス買いになりました。

商業系は分配金だけを見ると非常に安定していますが、誰も買ってくれません。

これは**アメリカでショッピングセンターの破綻がずっと続いている影響**です。ネットショッピングが普及してきた関係で、わざわざ車に乗って郊外にまで買いに行く人が減っているからです。郊外のショッピングセンターはこれからどんどんつぶれていくという強烈な印象を海外の投資家もっているので、日本も同じでしょうということで買われていません。

外国の投資家の影響という意味では、もしかしたら、オフィス系も今後上がらなくなる可能性が出てきています。ご存知のように今、アメリカの大都市のほとんどで、オフィスの空室率が20%近くにまで上がっています。要因は労働市場のひっ迫です。つまりリモートワークができないような会社には人が集まりません。労働市場の逼迫が収まればアメリカのオフィス市場もよくなっていくわけですが、現状はなかなか見通せない状況です。

23 年度上半期の物件取得（外部成長）動向

22 年度は物件取得額が一気に減って 8,000 億円いきませんでした。23 年度は回復しまして上半期は年度で 1 兆円を回復する動きになっています。特に増えているのがホテルの取得です。従来はホテル系のリートしか買いませんでしたが、今は各リートがホテルの取得をめっちゃくちゃ増やしています。むしろ、ホテル買わないと言っているリートは少ないぐらいです。

反対に商業施設はどこも買わないという感じです。収益性は安定していますが、コロナショックもありましたし、収益が安定していると言っても、近くに競合店ができると急速に収益が悪化したりしますので、なかなか買いにくい状況です。三井不動産は商業施設の運営に長けていますが、その三井さんですら近くに競合するショッピングセンターができるとやられてしまうことがあります。つまり、商業施設はオペレーション能力が大事ですが、近くに競合が来ない立地を選ぶことのほうがもしかしたら重要になりつつあります。

投資家の売買動向と価格変動要因

これまでお話ししてきましたように J リートの業績自体は安定しています。増配基調が続いています。ではなぜ、こんなに売られているのかというと完全に投資家の需給問題です。その前に、アメリカの 10 年国債の利回りですが、今は 4% から 5% の水準ですから、アメリカの投資家からすると日本のリートを買うよりもアメリカの国債を買ったほうが利回りは高くなっています。ところが、アメリカの国債利回りが大幅に上がってくる前は、外国人投資家は結構売っていました。22 年の年末ぐらいから 23 年の前半までは外国人投資家は売り越しでした。ところがアメリカの長期金利がピークを迎えるにつれて日本のリートを買ってきました。なぜ買うかといえば、このあとさすがにこれ以上 FRB が利上げを急いだらアメリカの景気が悪くなるのではないかと考えたからです。つまり、アメリカの国債利回りが今後は下がり始めると見たわけです。そこで昨年夏以降は買っていました。確かに国債利回りが予想通り 23 年末までは下がって喜んでいたのですが、今年に入ってまた上がり始めました。そこで今年 2 月には大幅な売り越しに転じています。

昨年夏以降、外国人投資家を買ってくれていたおかげで価格が支えられていた J リートですが、アメリカの国債利回りが再上昇したために売られたことが 2 月にドーンと下がった要因です。更にいえば金融機関とくに地銀の売りでドーンと下がったのも 2 月でした。銀行が売った理由は単純で株式を持たざるリスクです。株式があれば上がっている中で、J リートを持っていたらファンドマネージャーはほぼクビです。「おまえは何を買ってるんだ」と言われてしまいます。つまりリートは売らざるを得ない状況になっているわけです。

個人投資家は買い越し

今年2月は、外国人投資家、国内金融機関の売りが集まった中で、個人投資家は買い越しです。買い越し額は今年1月が歴代3位、2月が2位でした。ちなみに歴代1位は20年3月でした。

ただ、個人投資家の場合は買い越しになりやすい要因があります。それはリートが増資し、それを個人が買った場合は証券会社から直に投資家に渡るので東証は「買い」としてカウントできません。一方、売りは証券会社間の取引になるので「売り」にカウントされるからです。もちろん、こうした建付けはほかの機関投資家も同じですが、増資した場合は個人に割り当てられることが多いので、個人は普通に買っている場合でも売り越しになりやすいのですが、それが買い越しになるということは相当買っているということです。先ほどの質問コーナーでもお答えしましたが、めざとい投資家さんが買っていたわけです。

ここまで見てきたように、Jリートは業績ではなく、単純な需給動向で価格が変動します。そして個人の方が需給動向の先行きを見通すことはできないので、キャピタルゲインを狙うのは難しい商品と言えます。ただ、配当の部分だけを見るならオフィスの賃貸市場がこれからどうなるかは一定程度は読めるので、利回り商品ということなら、今は高いですし、お勧めの商品だと言えます。

私は日経CNBCのキャスターに呼ばれることもあります。Jリートが低迷しているときには呼ばれません。今なら自信をもって、「買い時ですよ」と言えるのですが、呼ばれるときは価格が上がっているときなので、口が重たくなります(笑)。「この後も価格が上昇しますか」と聞かれても、「上昇しない」とは言えませんが、上がるとも言えませんから、口をにごすしかありません。

米国の金利とJリートの関係

これまでも述べてきましたが、**Jリートの価格が大きく上昇するためには外国人投資家が買ってくれること**が条件です。国内の地銀などが買ってもレンジは変わりません。

今は米国債利回りの高い状態が続いていて、FRBの利下げも期待できないので価格の上昇は目先期待できません。米国債の利回りとJリートの利回りは今ちょうど同じ4.2%ですが、外国の投資家からすれば、なぜ為替リスクをとってまで日本のリートを買わなければならないのということです。もちろん米国債の利回りが下がってくることがはっきりすればJリートがまた買われ出すことは考えられます。

債権投資は高い利回りで買って、低い利回りになれば評価益が出るのでいいのですが、逆に米国債4.5%でそれが5.0%になったら、評価損を計上しなければなりません。ですから、米国債が4.2%で更に上がるということが確実視されている場

合は4%のJリートが買われます。つまり、米国債の利回りがここからは上がらないよねということがはっきりし、さらに利下げのタイミングが見えてくればJリートが上がる余地が出てきます。

ただ私は米国経済の専門家でもFRBウォッチャーでもないので、どこで利下げがあるのかは分かりません。ただ、この4-6月であるかと言われれば90%ぐらいの確率で無いと思います。

日銀の金利政策変更の影響

最後に、日銀の金利政策の変更（マイナス金利撤廃）がJリートに与える影響ですが、結論としてほとんど無いと思います。そもそもJリートの調達期間は平均で7.5年ですから、年間に返済しなければいけないお金は13%弱です。つまり、金利変動の影響を長期金利で受けるのが13%ぐらいしかないということです。更に変動金利で借りている割合は高いリートでも半分です。ほとんどの銘柄は1割ぐらいしか変動で借りていないので全借入金の10%の変動金利が0.1%ぐらい上がったという感じです。ほとんどが固定金利で借りていますから、影響は皆無に近いです。

確かに、今後固定金利（長期金利）が1%上がることはあるかもしれません。イールドカーブコントロールも解除しましたが、国債の買い入れはできます。金利が急騰したときは国債を買えるようにしています。しかし、日本の財政状況を考えると、長期金利が2%になったら自民党は下野するしかないでしょう。いまは金利がゼロだから、コロナ後に財政を30兆円も増やして予算が組めるのは金利を返す必要がないからです。つまり長期金利は上げられないというのが実態で、日本の投資家は怯えすぎというのが結論です。

〈質問コーナー〉

Q. 荒井喜八郎氏（㈱荒井商店）；インフレとJリートの関係は？

A. 関氏：インフレになってうれしいのは地方自治体です。固都税が上がるからです。しかし、固都税が上がったから賃料が上がるかというのは別の問題です。賃料を上げられますかということでも住宅はまず無理ですね。退去したら上げられるかもしれませんが、ただ、これだけ分譲マンションが値上がりしていますので賃貸需要が増え、ファミリータイプの賃料が10%ぐらい上がっているところがあります。ですからインフレの影響は受けていると思いますが、目先の影響としては固都税が上がるマイナスのほうが大きいと思います。

それから建築費が高騰していますが、新築で建てても、それを賃料に反映させるまでには時間が掛かるという点もマイナス影響になると思います。

それと、仮に高いコストを掛けて高スペックの賃貸マンションを建てても、日本の仲介市場はそうした質の高さを積極的にアピールし、高い家賃でも高品質なら入居するという市場になっていないので、インフレはマイナスになる可能性が高いです。

Q. 喜多秀正氏（喜多金属㈱）；株価とリートを比較するとき、株式市場にはガーファ（G A F A）みたいに新しいものができて、それが株価を一変させ、エヌビディアが出てきて売り上げが1年で2倍とか、株式にはそれがあるけど、不動産市場にはマイクロソフトやエヌビディアが出て革新的商品というものが無いわけですね。

A. 関氏：100%ないです。いわゆるDXでそれに近いものは出てくるかもしれませんが、顔だけで家の鍵を開けてくれるとかですね。そういう不動産を便利にしてくれるものはありますが、端っこの話ですね。

Q. 喜多氏；先ほどのインフレと住宅の関係ですが、人口が増えているならインフレのプラスの影響も考えられますが、マクロで見れば人口は減っているわけですから、それもないのは当たり前ですね。容積率を一挙に全国で下げるなら、価格は上がりますが、今は逆につまらない開発に対しても増やしているわけですから、需給関係は悪くなりますよ。

建築費も下がる要素がないし、そんなことを考えると長期的には面白いことは何もないよね。ましてや地震でもきたらどうなるのということですよ。

A. 関氏：本質的には分かりやすい言葉で言うと、**もう日本の不動産業は終わっています。**

Q. 喜多氏；ただ、中国が壊れて、日本に逃げてくる人が大勢いるようになると分かりませんか。中国に限らず、海外から日本に逃げてくる人がどれくらいいるかですよ。

A. 関氏：一定程度はいるかもしれませんが。

Q. 喜多氏；市場を動かすほどはいない？

A. 関氏：東南アジアを見てきたことがあります。向こうは若い人が多く、日本とは活気が違います。ですから来てもらいたいです。日本が行きたい国になるかという問題ですね。賃金だって、へたをすればそのうち向こうのほうが高くなるかもしれませんしね。それよりもっと怖いのは地震です。ビルが倒れることはまずないでしょうが、首都圏で地震があったらJリートに限らず日本経済終わりです。

Q. 北井義久氏；外国人投資家のイメージがわからないのですが。

A. 関氏：米国系投資家がほとんどです。

- Q. 北井氏；でかいファンドが買っているのでしょうか？
- A. 関氏：でかいファンドも買っていますし、ブラックロックのような通常のファンドも買っています。
- Q. 北井氏；そういうところからすると、日本のリート市場は小さすぎるのでは？
- A. 関氏：小さいです。だから、**時価総額がでかい、日本ビルファンドとか時価総額が5,000億円をこえるようなものしか買っていません。**
- Q. 北井氏；それでも、ファンドマネージャーをつけたりするコストを考えると、採算が合わないのでは。
- A. 関氏：その通りです。ですから複数のリートをまとめてアロケーションとして買っています。**Jリート担当者は大手の金融機関でも一人ぐらいしかいません。**
- Q. 北井氏；逆にいうと、振りやすい(?)ということですね。
- A. 関氏：そうです。**その人の考え方次第で売るときは売ってきます。**
- Q. 北井氏；ブラックロックの担当者がいけると思えば買って来るし、失敗したら、もう当分ブラックロックは買わなくなるということですね。
- A. 関氏；そういうことです。私もたまに呼ばれて外国人投資家から呼ばれてヒアリングを受けることがあります。
- Q. 喜多氏；そのとき、ブラックロックが買いそうだとか、そういう情報を教えてもらえませんか(笑)。
- A. 関氏；それはさすがに無理ですね(笑)。ヒアリングがあったよ、ということぐらいまででしょうか。

＜参加者の声＞ アンケート(印象に残った点)より

- ★米の10年国債がピークを過ぎると、国内J-REITの外国人投資家が買い越すという関連性について、ていねいなご説明をいただきました。ありがとうございました。

(大成有楽不動産(株)ソリューション企画部)

- ★利回りが異常に安定していること
- ★海外投資家の影響が大きいこと
- ★投資対象がうまく変化していること

(前日鉄総研(株))

- ★インフレの影響について
- ★J-REITの動向について

(東京建物不動産販売株)

★金利の与える影響

★10年国債とREITの相関関係

(名鉄都市開発株)東日本事業企画部)

以上