

私募REITについて

国内不動産を対象とした私募 REIT（非上場のオープンエンド型不動産ファンド）が登場してから3年程度が経過し、国内企業年金による投資も徐々に増えてきている。3月18日に国土交通省から公表された公示地価は三大都市圏では6年ぶりに上昇に転じ、国内不動産市況の回復の兆しも見えてきている。今後、脱デフレへの期待やオリンピックの東京開催等を背景に国内不動産投資への関心も強くなっていくことが想定される。そこで今回は、企業年金にとって不動産投資の新たな選択肢である私募 REIT について概要・ポイントをまとめる。

■ 私募 REIT の概要

企業年金が国内不動産へ投資を行う場合、その目的は以下のものと考えられる。

- ① 賃料収入を源泉とする安定したインカムリターン
- ② 伝統的資産（株式、債券）との低い相関

従来、企業年金が国内不動産へ投資を行うための不動産関連商品としては上場 REIT（J-REIT）または私募ファンドがあった。

しかしながら上場 REIT は、マーケットを通じて売買ができるため流動性（換金性）は高いが、マーケットで取引されるがゆえに投資口価格は株式との相関が高く、国内不動産投資の目的のひとつである伝統的資産との低い相関という点が想定通りに機能してこなかった。

他方私募ファンドは、時価は不動産鑑定評価額をベースに算定されるため株式市場との相関は低いものの、中途解約ができず流動性が極めて低かった。また投資期間満了時（償還時）には保有不動産を売却しキャッシュ化することになるが、不動産市況の動向によっては投資額よりも低い価格で物件を売却しなければならない（キャピタルロスが発生）可能性もあった。加えて、私募ファンドは LTV（Loan to Value：有利子負債／総資産）の水準が非常に高い場合もあり、ファンドによっては高いリファイナンスリスクも負っていた。

以上のような従来の不動産関連商品が抱えていたデメリットを背景とし私募REITは登場したと考えられる。私募REITのスキームは投信法¹に基づき投資法人をビークルとする点はJ-REITと共通であるが、以下の点が一般的な特徴として挙げられる。

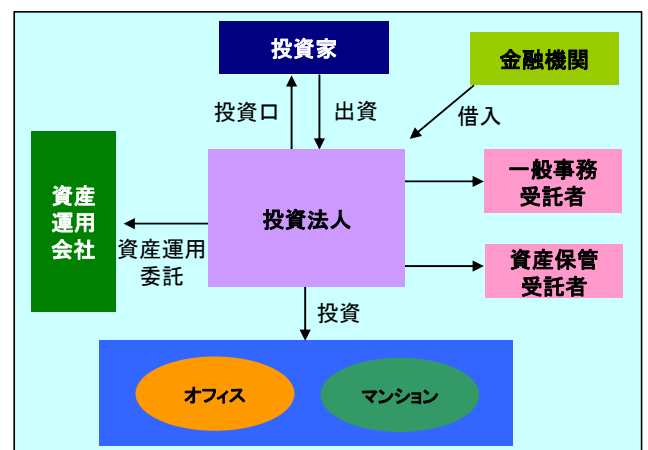
- ① 非上場であり投資口価格は不動産鑑定評価額をベースに算出される。
- ② 運用期間は無期限であるため出口（償還）の懸念がない。
- ③ 投資口の払戻し（または譲渡）という形で限定的であるが流動性（換金性）が確保されている。
- ④ LTV は 30%～40%と低めに設定されている。

また、投信法に基づく情報開示が行われるため、投資家保護にも資するとも考えられる。一方で、私募 REIT は一定の流動性が確保されているとはいえ、ロックアップ期間が設定されている場合や、払戻しの上限が設定されている場合がある。従って、あくまでも流動性は限定的である点には留意が必要である。

<図表1> 不動産関連商品の比較

	上場REIT	私募REIT	私募ファンド
スキーム	投資法人	投資法人	特定目的会社 匿名組合等
上場の有無	上場	非上場	非上場
評価額	取引所価格	鑑定評価額	鑑定評価額
流動性(換金)	市場での売買	投資口の払戻、譲渡	中途解約不可
運用期間	無制限	無制限	有制限
LTV	30%～60% (平均50%程度)	30～40%	ファンドにより様々だが左記商品よりは高いケースが多い

<図表2> 私募REITの仕組み

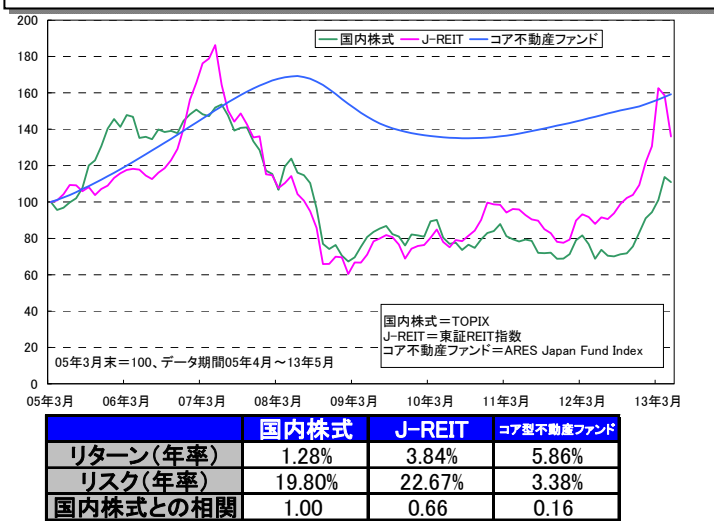


■リターン・リスクの特性

不動産へ投資した場合、そこから得られるリターンは①賃料収入を源泉とするインカムリターンと②不動産価格の変動に起因するキャピタルリターンの2つに分類される。私募REITはリターンの主要な源泉をインカムリターンとするコア型の戦略であり、投資目的は安定したインカムリターンの獲得といえよう（現在提供されている私募REITの目標分配金利回りは4～5%）。

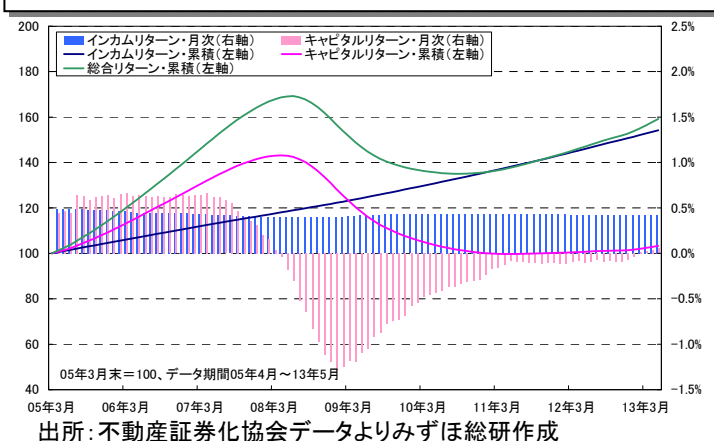
不動産証券化協会が公表しているコア不動産ファンドのリターンを集計した「ARES Japan Fund Index（以下「AJFI」）ⁱⁱ」をコア型不動産ファンドの参考指標（IndexのLTVの水準は50%程度と私募REITより高い）としてリターンを分析すると、国内株式、J-REITと比較しコア型不動産ファンドのリターンの変動性は安定的であることがわかる。国内株式との相関が低い点も確認できる。

＜図表3＞収益率の推移



出所: Bloomberg、不動産証券化協会データよりみずほ総研作成

＜図表4＞AJFIのインカムリターンとキャピタルリターン



出所: 不動産証券化協会データよりみずほ総研作成

また、AJFIのリターンをインカムリターンとキャピタルリターンに分解すると、キャピタルリターンにはある程度の変動性が認められるものの、インカムリターンは安定的であることが確認できる。

一方、AJFIの年度毎のリターンを見ると08年度は▲9.7%、09年度は▲10.0%と2年連続で10%程度のマイナスリターンとなっている。インカムリターンの安定性はあっても、キャピタルリターンの一定程度の変動性が不可避である以上、私募REITに投資する上でも当該程度のマイナスが発生する可能性は認識しておく必要がある。

また、AJFIのリターン推移を見ると国内株式の変動に遅行する形で推移している。これは賃料ⁱⁱⁱや空室率の変動が景気に対して遅行すること（鑑定評価額の遅行性）が要因であろう。株式市場が大きく下落していく局面では、当該遅行性に着目し、予測される損失を回避するために払戻し請求が集中する可能性があることも認識しておく必要があるかもしれない。

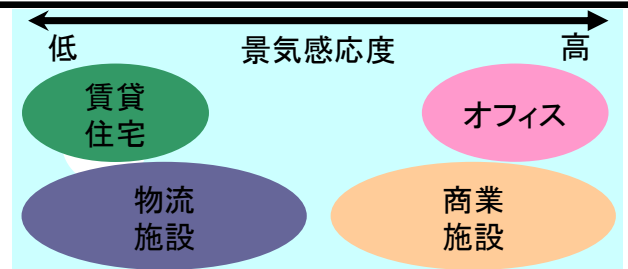
■用途別の特性

私募REITが投資対象としている物件を用途別に分類すると①オフィス、②賃貸住宅、③商業施設、④物流倉庫に分けられる。

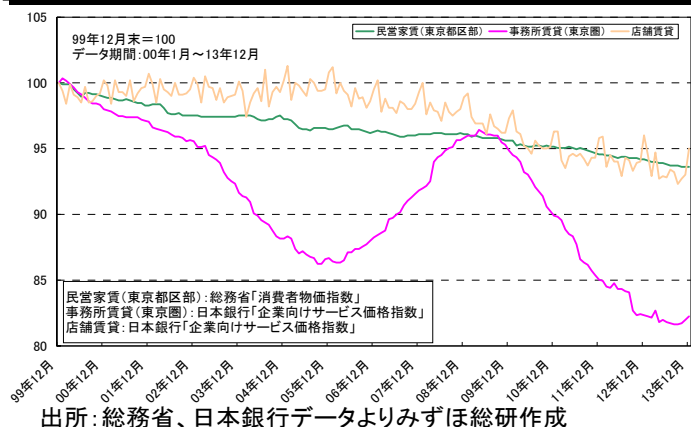
オフィスは賃料水準、空室率が景気動向に左右されやすく（遅行性はあるが）景気感応度が高い。他方、賃貸住宅は賃料水準が景気に左右されにくく、景気感応度は低いといえる。

商業施設の場合には、テナントの契約が長期契約且つ賃料が固定であるならば景気感応度は比較的低いといえるが、賃料が売上による歩合制ならば景気感応度は高いといえよう。また、物流施設は長期契約且つ固定賃料での契約の場合が多く賃料の安定性が比較的高いといえる（景気感応度は低い）。

＜図表5＞不動産用途別景気感応度のイメージ



<図表6>不動産用途別賃料水準の推移



<図表7>賃料水準及び金利水準のシミュレーション

		NOIの上昇率						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
NOI		4.00	4.02	4.06	4.12	4.20	4.31	4.44
時価純資産		70.0	70.5	71.5	73.0	75.1	77.7	80.9
変化率		0.0%	0.7%	2.1%	4.3%	7.3%	11.0%	15.6%

		借入金利の上昇幅						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
金利水準		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
純利益		2.5	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
分配金利回り		3.5%	3.3%	3.1%	2.9%	2.6%	2.4%	2.2%

■ まとめ

今後、東京オリンピック等を背景に企業年金に限らず国内不動産投資への注目はますます高まっていくであろう。こうした中、長期的な観点に立ち純粋に不動産からのリターンを享受するための手段として私募REITは有効な選択肢であると考えられる。他方、時価の変動性は低いとはいえ、景気後退局面では相応のマイナスリターンになることは認識しておく必要がある。また、一定の流動性は確保されているものの、限定的であるということも留意が必要である。

私募REITは登場してから3年程度と歴史はまだ浅く、また現状では提供されているファンド数も限られている。他方、不動産は物件毎の個別性が非常に高く、物件のソーシング能力、テナントのリーシング能力等運用機関の能力に左右される部分は非常に大きいと考えられる。今後は提供されるファンド数が増えてくる中で、複数私募REITを組み合わせることでの運用機関の分散、そしてセクター（用途）や地域の分散といったことの検討も必要であろう。また、不動産市況が過熱してくる局面では、割高な物件の取得による分配金利回りの低下の懸念もあり、当該局面での増資（物件の取得）の状況にも注視していく必要がある。最後に、今後は投資口の譲渡による流動性が高まるようセカンダリーマーケットの醸成が期待されることである。

■ インフレ・金利上昇について

不動産鑑定価格は収益還元法によれば「純営業収益（NOI^{iv}）／還元利回り（キャップレート：投資家の要求利回り）」によって算定される。

この内、キャップレートは不動産市場の需給に応じて変動する。他方、NOIは賃料収入から管理運営費用を差し引いたものである。従って、キャップレートが変わらなければ不動産鑑定価格はNOIの水準によって変動することになる。インフレが私募REITに与える影響を考えた場合、物価上昇は賃料水準に引き上げという形で波及し、不動産鑑定価格の上昇をもたらすと考えられる。

他方、分配金はNOIから減価償却、金利支払等を控除した投資法人の純利益によって算定される。金利上昇は借入金利の上昇による支払金利負担の増加という形で波及し、賃料水準に変化がなければ分配金の減少という影響をもたらすと考えられる。

図表7ではNOIが4億円、キャップレート4%の物件を取得した私募REIT（LTV30%、借入金利2.5%）を想定してシミュレーション^vを行った。シミュレーション上、例えばインフレによって賃料水準（NOI）が2%上昇したなら、時価純資産は7%程度上昇する。他方、賃料水準が上がらずに借入金利が1%上昇した場合には、分配金利回りが0.4%低下する結果となった。

賃料水準の上昇を伴う形で金利が上昇した場合には、金利上昇による影響はそれ程大きくないとも考えられる。他方、金利上昇のみが先行した場合には留意が必要となる。

ⁱ 投資信託及び投資法人に関する法律
ⁱⁱ コア型の私募ファンド（私募REIT含む）とJ-REITが対象。J-REITについては、上場していないものとみなしたNAV（純資産価格）の変動率をキャピタルリターンとしている。
ⁱⁱⁱ 一般的にオフィスの賃貸借契約は2年契約が多く、契約更新時に賃料の改定を行うという点も賃料の景気遅行性の一因。
^{iv} Net Operating Income：賃料収入から管理運営費用（減価償却費や借入金利の支払いは含まない）を差し引いた正味営業収入。
^v シミュレーション上、NOIから減価償却費0.8億円と支払金利を控除した額を純利益としている。NOIの上昇、借入金利の上昇のシミュレーションともに、その他の条件（キャップレート等）は一定のものとして算出している。

本件に関してご不明点等ございましたら、ご連絡なく下記電話番号までお問い合わせください。みずほ総合研究所株式会社 年金コンサルティング部 TEL.03-3591-8950

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。