

アナリストの眼

私募 REIT 市場の変遷と今後の見通し

【ポイント】

1. 私募 REIT は、J-REIT や不動産私募ファンドと比較して、価格変動リスクが小さく安定した収益を見込むことができる。
2. 私募 REIT は着実に市場規模を拡大し、コロナ禍においても投資家の需要は衰えていない。
3. 不動産市場は、キャップレートの水準が下限に近いと考えられることから、金利上昇局面では大きな影響が生じる懸念がある。
4. 今後私募 REIT は、成長分野を取り込むことで安定的に発展するだろう。但し、適切な発展のためには投資家の役割が重要である。

東京証券取引所に上場した不動産投資信託、所謂 J-REIT の設立以前における本邦不動産投資市場は、投資単位の巨額さや流動性の低さから、主として機関投資家や大手事業会社限定されたプロ向けの市場であった。先行した米国など諸外国の REIT 市場に倣い、我が国に導入された J-REIT は、「貯蓄から投資へ」という世の流れも追い風に、小口分散化された不動産への投資需要の受け皿となり、市場規模の拡大が続いてきた。

J-REIT は、証券取引所に上場することで資金調達を容易にし、広く一般に投資家層を拡大させた。これと引き換えに、金融資本市場からの影響を受けやすく、日々価格変動リスクに晒されることとなり、株式市場との連動性が高まることとなった。2008 年のリーマンショック時や、いまだ記憶に新しい 2020 年のコロナショック時には、株式市場と同様に、J-REIT の動向を示す東証 REIT 指数も大きく変動した。

本稿では、こうした不動産証券化市場の変遷を背景に、2010 年に登場した非上場の不動産投資信託、所謂「私募 REIT」に注目し、今後の私募 REIT の見通しについて考察する。

1. 私募 REIT の誕生と特徴

不動産投資信託 (REIT) とは、不動産投資を行うために設立された投資法人が、投資家から借入や出資を受けて不動産に投資し、投資した不動産からの賃貸料収入から得られた利益を、投資家に分配する仕組みである。このうち J-REIT とは、東京証券取引所に上場した不動産投資信託のことをいい、私募 REIT とは、非上場の不動産投資信託のことをいう。それぞれの特徴を図表 1 に示す。

図表 1. 各不動産証券化商品の特徴

	J-REIT	私募 REIT
投資家の制約	なし	国内機関投資家
投資金額	数万円～	1億円～
投資期間	無期限	
価格決定	取引価格	鑑定評価額
時価変動	大	小
流動性	高い	低い

(資料) 各種資料より富国生命作成

2008 年のリーマンショック時には、世界的な信用収縮の煽りを受けて、内部留保ができない REIT の脆弱性が露見した。J-REIT は利益の 90% 超の配当を行うことで法人税が免除されるため、原則 100% 配当を行っている。そのような中、組み入れ不動産の収益性に

直接的な影響が顕在化していないにも拘らず、金融資本市場悪化の影響に直面し、投資口価格は急落した。投資家のリスクオフの動きが加速したことに加え、価格下落に伴う借入返済余力条件等のコベナンツ（財務制限条項）が発動されることとなり、貸出資金回収を急ぐ金融機関の動向等から、不動産は一部で売り急ぎや投げ売りの状態となり、投資口価格がさらに下落していく、負の連鎖に陥ったのである。

こうした教訓を踏まえ、価格変動リスクの高いJ-REITの代替商品として、運用期間が比較的長く、有利子負債比率をより低下させた不動産私募ファンドの組成が増加した。しかしながら不動産私募ファンドは、出資持分の譲渡制限を設けるなど流動性が皆無であることや、投資期間の柔軟性に欠け、出口時点の市況によっては売却損失を回避しづらいなどの問題を孕んでおり、不動産市況の回復局面で投資家募集に影響が生じていた。係る状況下、J-REITの小口分散性と流動性を一定程度維持しながら、価格変動リスクの抑制や投資期間の柔軟性を高め、中長期に亘り安定的な投資リターンを享受したいという、プロ向けの金融商品として2010年に私募REITが誕生した。

私募REITは、原則として年に1回の組み入れ不動産の鑑定評価に基づき算出される投資口価格が時価となることから、金融資本市場の影響を強く受けるJ-REITと比較して価格変動リスクは小さい。また私募REITは、J-REITと同様に投資期間の定めがなく長期保有が可能であるため、市況悪化時に損失が発生することもない。さらに私募REITの売却時には、証券会社による投資家マッチングや、投資法人による払戻しという流動性付与の制度設計が為されており、セカンダリーマーケットの整備も進展している。

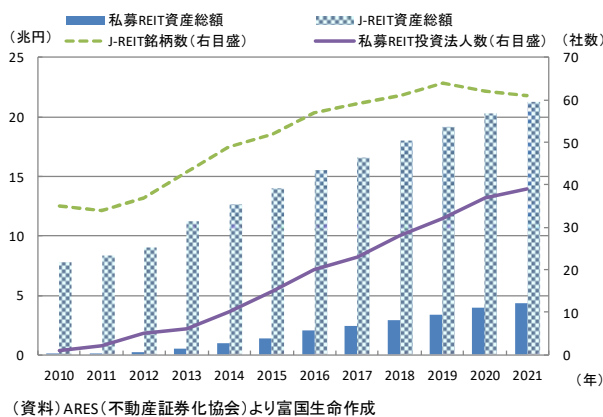
2. 私募REIT市場の成長

図表2の通り、私募REITの2021年12月末時点における投資法人数は39、資産総額は4兆3,658億円となっている。J-REITの同期の投資法人数は61、資産総額は21兆2,388億円であり、私募REITはJ-REITの約5分の1の規模である。

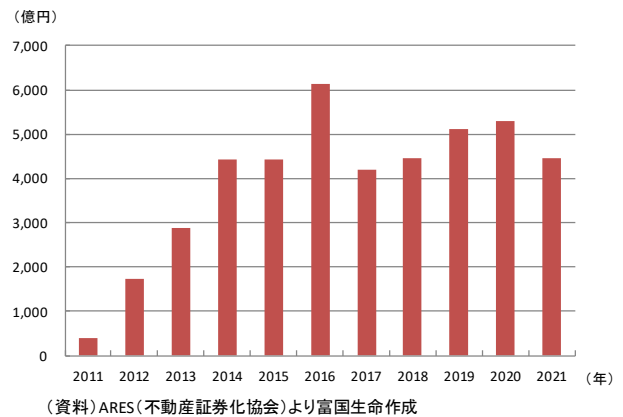
日本銀行は、2016年1月に導入したマイナス金利政策や同年9月に導入したイールドカーブ・コントロール（長短金利操作：YCC）など、強力な金融緩和政策を継続してきた。これにより国内長期金利は0%近傍に概ね固定化され、同時に為替も円安方向に大きく動いたことから、不動産売買市場は海外の投資マネーを巻き込んで近年活況を呈してきた。他方、国内の金融機関や機関投資家は、融資や債券といった国内の利息収益獲得機会が激減し、ポートフォリオを大幅に見直す必要が生じた。こうした背景から、J-REITや私募REITは、中央、地方の機関投資家や海外投資家の旺盛な需要を満たすことによって、市場規模を順調に拡大してきた。

図表3は私募REITの各年の資産増加額（取得額）を示している。コロナ禍においても着実に資産を積み上げてきており、投資家の需要の強さに衰えは見られない。

図表2. REIT市場資産総額推移



図表3. 私募REIT資産増加額



3. 金利復活に対する備え

足元では、コロナ禍からの回復に伴う旺盛なリベンジ消費や、欧州の地政学リスクの高まりを受け、世界各国で物価が急速に上昇している。これを抑制するため、欧米などでは中央銀行の利上げが加速している。他方、日本銀行は当面、緩和的な金融政策を粘り強く押し進めるとのことである。これを受けて為替は内外金利差の拡大から大幅な円安となり、その大宗を海外からの輸入に依存する資源エネルギー等を中心に輸入品目価格は急上昇しており、我が国の物価も大きな影響を受けている。日本銀行総裁の任期満了が近いことも相まって、近い将来の国内金利上昇がより鮮明に意識されている。

図表4は、不動産の鑑定評価額を算出する際に用いるキャップレート（≒期待利回り）と長期金利の推移を示している。東京圏のオフィスにおけるキャップレートは、2002年には6%近傍であったが、足下では4%を下回る水準まで低下している。都心のハイグレードビルではさらに過熱しており、キャップレートは3%を大きく下回る水準まで低下している。長期金利が0%近傍でほぼ下限値と思われる中、キャップレートは足元でもギリギリと低下を続けてきたが、こちらも概ね下限に近いと思料する。長期金利が上昇に転じた際はキャップレートも上昇し、不動産価格が下落する可能性があるだろう。不動産証券化市場や現物不動産市場、ひいては財務基盤の脆弱な不動産会社の経営にも大きな影響が生じる懸念がある。

上場、非上場を問わず、REITにとっては資金調達のコツが財務戦略上の要諦といえる。REITの組み入れ不動産の主要な購入元となり、有形無形のサポートを行うスポンサー企業（REITを運用する資産運用会社の大株主）の信用力や、有利子負債比率抑制、借入期間の長期化や借入利率の固定化など、負債の質的向上と併せて、投資主の構成についても留意が必要である。

4. 私募REIT市場の見通しと投資家の役割

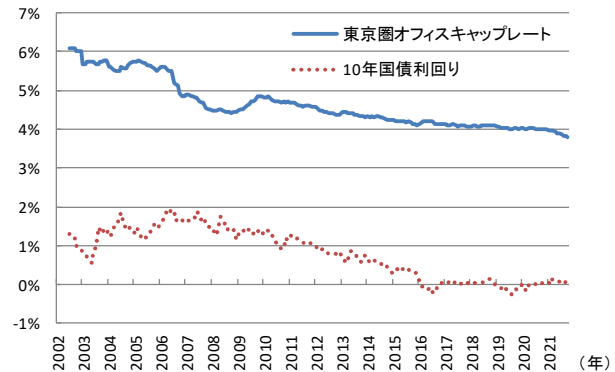
私募REIT市場は、J-REITや現物不動産投資の補完的な機能を担いながら、不動産投資市場の中で存在感を維持し続けるだろう。諸外国と比して低い我が国の電子商取引化率を踏まえた物流施設やデータセンター、少子高齢化という課題を踏まえたヘルスケア施設への投資など、成長分野を取り込んでいくことで、安定的な発展を期待して良からう。

但し、市場の適切な発展のためには、投資家の役割がより重要とならう。金融商品としての性質が強いJ-REITとは異なり、流動性や価格変動リスクなどに鑑みれば、私募REITは、より現物不動産投資に近い性質の投資商品である。スポンサーである大手不動産会社等にとって傘下の私募REITは、J-REITと共に開発後の物件売却先候補として、継続的な開発余力を創出するための仕組みといえる。また大手ゼネコン、電鉄や物流企業、金融機関など異業種企業をスポンサーとする私募REITも増加傾向にあり、不動産会社と同様に本業補完の仕組みともいえる。投資家は従前以上に、スポンサーとREIT間の利益相反取引等に十分な注意を払う必要が生じてきた。非上場であることから開示姿勢が不十分であることや、これを隠れ蓑に不適切な取引が行われることはあってはならない。

資産運用会社は襟を正した運営が、投資家は目利き力の向上が、それぞれ重要である。

（不動産グループ 中澤 翔）

図表4. キャップレート、10年債利回り推移



（資料）ARES（不動産証券化協会）より富国生命作成