

私募不動産ファンドと J-REIT の価格特性

目次

- I. はじめに
- II. 不動産投資に関する基本事項
- III. 私募不動産ファンドと J-REIT の価格特性
- IV. 終わりに

オルタナティブアセット運用部 不動産アセットマネジメント室 投資企画課
上級調査役 土屋 良樹

I. はじめに

2020年3月に、新型コロナウイルスの流行に伴う市場変動に伴い、東証REIT指数が大幅に下落した。

不動産(を原資産とする証券)に投資する運用商品としては、私募¹の不動産ファンド(私募リート含む)と J-REIT があるが、その値動きについては、私募不動産ファンドが非常に緩やかであるのに対し、J-REIT は日々目まぐるしく変動している。

また、私募不動産ファンドに投資している投資家は、個別の不動産について着目するのに対して、J-REIT に投資を行っている投資家は、個々の不動産に加え金融市場全般をみながら投資を行っている。そのため、両者は似て非なる投資対象として別々に扱われていることが多い。

筆者は、銀行の自己資金や顧客から運用目的でお預かりした資金を通じて、私募不動産ファンドや J-REIT への投資を 15 年程行っているが、両商品に投資することでマクロからミクロまでの視点を持つことができるため、非常に有用であると考えている。

具体的には、私募不動産ファンド投資では、1つのファンドが保有する不動産が J-REIT に比べて少ないことや、投資資金の回収が不動産の売却を通じて行われることから、個々の不動産を1棟毎に確りと調査分析した上で投資を行うことが求められる。このことを通じて、投資用不動産の特性について深く理解することができるため、J-REIT をバリュエーションするには、現実の不動産市場や不動産価格を念頭において評価することができるようになる、ということである。

逆に、J-REIT 投資では、上場市場で投資口が日々取引されるため、市場参加者は、J-REIT が保有する不動産や不動産市場といったミクロな事象のみならず、マクロ経済、金融

¹ 投資を広く一般を対象に募集する「公募」に対し、募集範囲を適格機関投資家に限定したり、少人数に限定した募集方法。

政策、他の金融商品の動向、地政学リスクなど広範囲な事柄に注意を払いながら取引を行っている。このため、私募不動産ファンド投資の際に、不動産市場に影響を与える可能性のあるリスク要因に早期に気付くことができるケースが多い。

そこで、本稿では私募不動産ファンドと J-REIT の価格形成メカニズムにどのような違いがあるのかを説明する。本稿が読者の皆様の不動産投資の一助になれば幸いである。

Ⅱ. 不動産投資に関する基本事項

本章では、私募不動産ファンド投資等の説明の前に、不動産投資に絡む基本的な事項について説明する。

1. 投資用不動産の価格算定方法

投資用不動産の価格は、収益還元価格という、賃貸収益を重視する計算方法で算出される。その算定式は以下のとおりである。

$$\text{収益還元価格} = \text{純収益} \div \text{投資利回り}$$

純収益とは、投資用不動産の賃料収入から運営経費を差し引いたものである。投資利回りは、当該投資用不動産に対して投資家が求める利回りである。

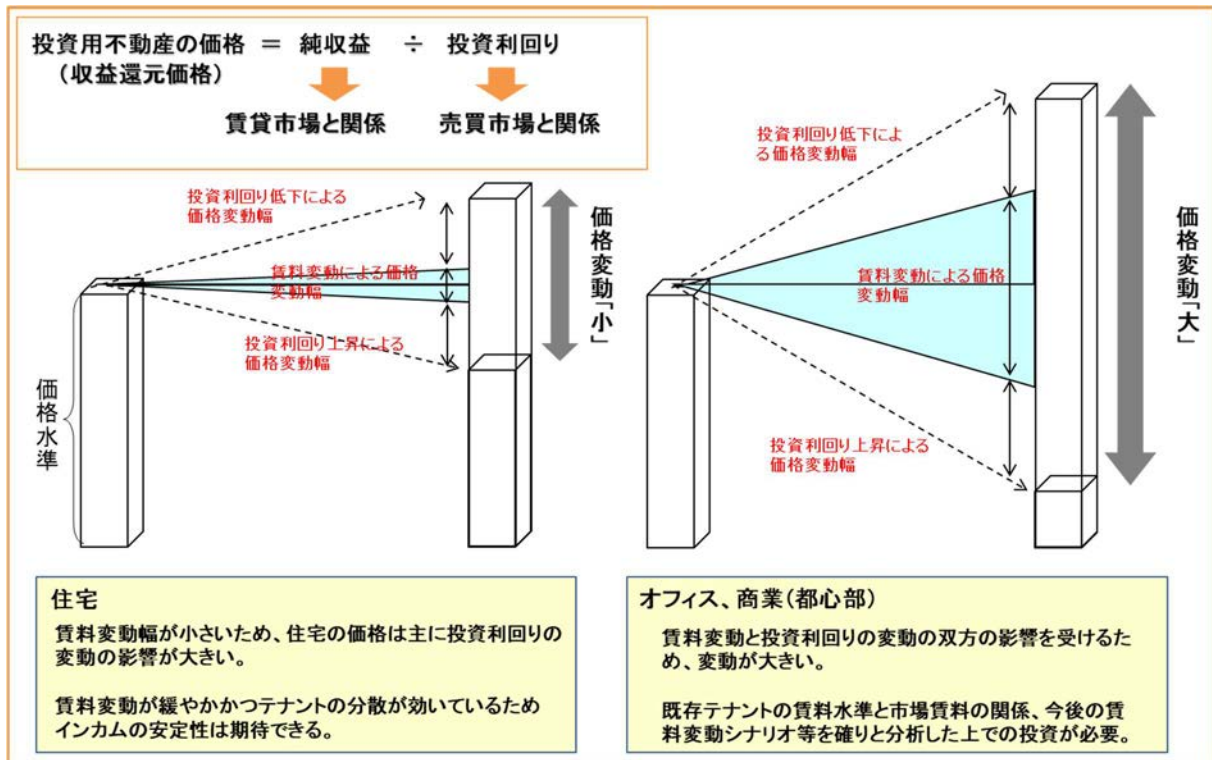
純収益も投資利回りも、市況の変動に応じて変動する。純収益の主たる変動要因は、不動産の賃貸市況の変動である。投資利回りの主たる変動要因は、不動産の売買市況の変動である。純収益や投資利回りが変動すれば、収益還元価格も変動する。

上記算式の分子に影響を与える不動産の賃貸市況は、用途によって景気感応度が高いものと低いものに分けられる。一般に住宅は景気感応度が低く、賃料の上下変動が緩やかであるのに対して、オフィスや都心型商業施設では景気動向によって賃料水準が大きく変動する。他方、分母に影響を与える不動産の売買市況は、賃貸市況のような用途による景気感応度に大きな差はない。

この結果、分子の賃料変動の差から住宅はオフィスや商業施設に比べて価格変動が緩やかになる。

以上のことを図示したものが図表1である。

図表 1：用途による投資用不動産の価格変動幅の違い



出所：三菱UFJ信託銀行作成

2. レバレッジについて

投資用不動産を購入する場合、全額自己資金で購入するケースと銀行借入を活用するケースが想定される。

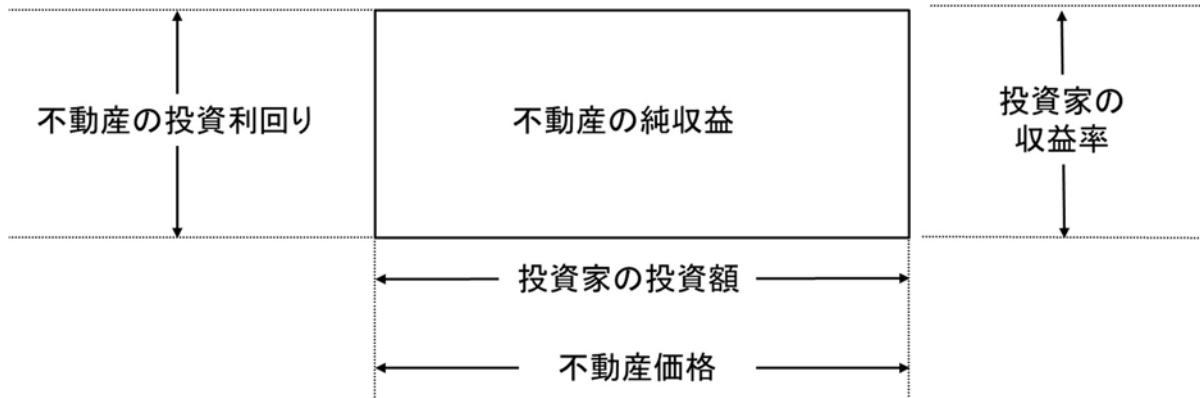
銀行借入を活用する理由は、自己資金の不足を補うことに加えて、不動産の投資利回りと借入金利の差分に着目して収益率を高めるためである。この収益率を高める効果をレバレッジ効果という。ここではレバレッジ効果により収益率が上がる仕組みとリスクについて改めて解説する。

(1) レバレッジ効果の仕組み

レバレッジ効果により収益性が上がる仕組みを理解するために、まず銀行借入を行わないで、投資家が全額自己資金で不動産を取得するケースを図示する(図表2)。

この場合、当然といえば当然だが、不動産の投資利回りと投資家の収益率は等しくなる。

図表 2 : 借入を行わない場合の不動産の投資利回りと投資家の収益率の関係

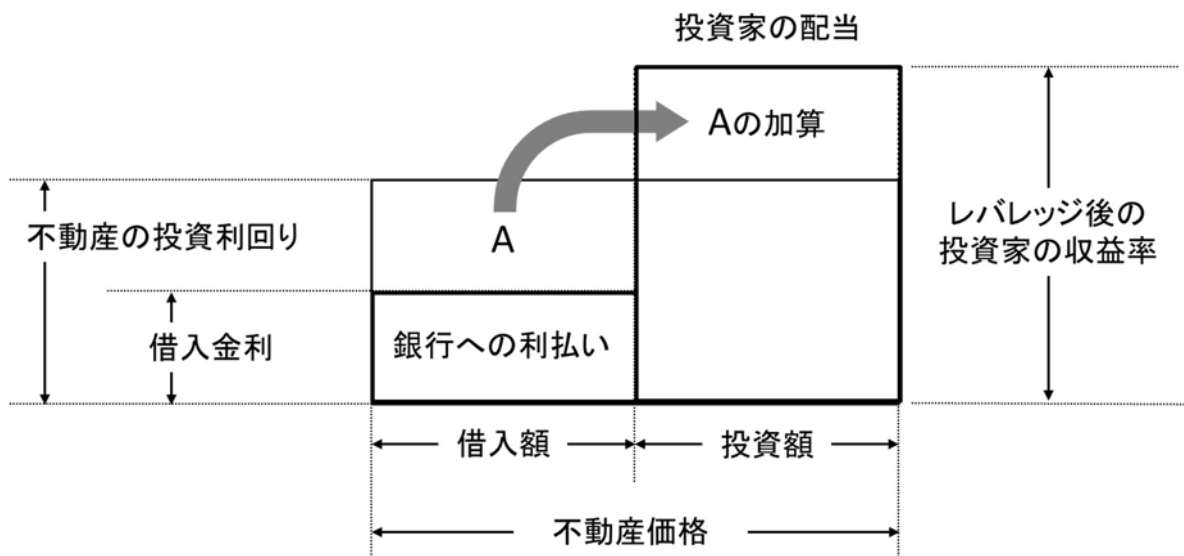


出所：三菱UFJ信託銀行作成

次に、銀行借入を行い、レバレッジ効果の影響で収益性が高まるケースを考える(図表3)。

図表2の場合と異なり、不動産の純収益は銀行への利払いと投資家の配当に分かれる。借入金利より不動産の投資利回りが大きい場合、下図Aの部分には投資家に配分される。この結果、投資家は図表2の場合よりも収益率を向上させることができる。

図表 3 : 借入を行う場合の不動産の投資利回りと投資家の収益率の関係

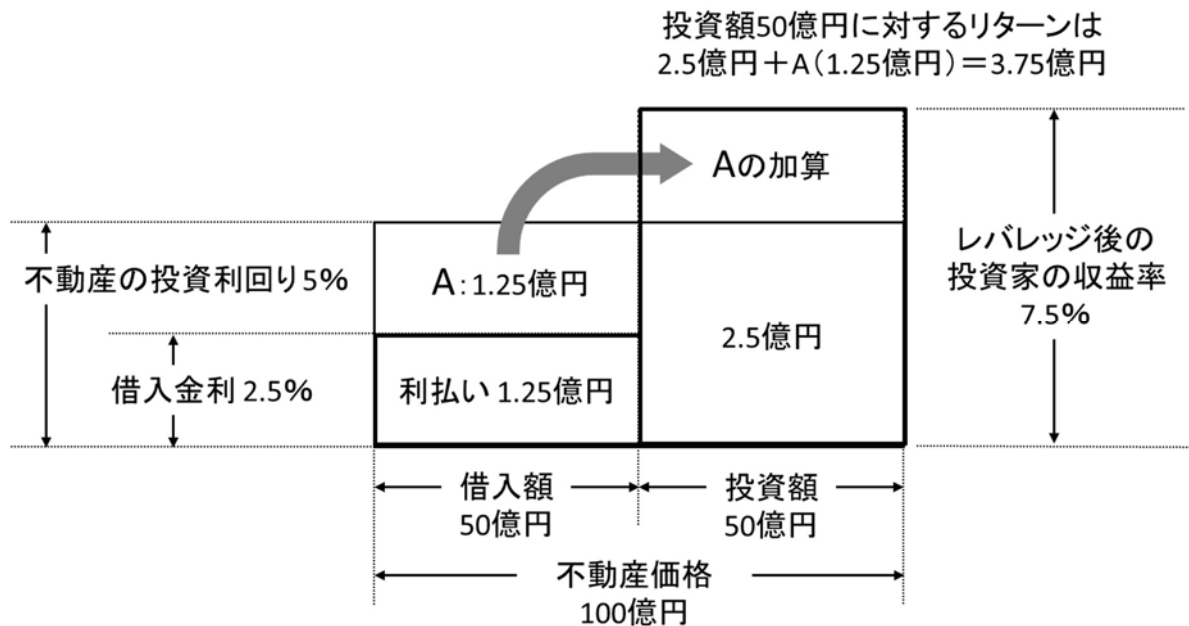


出所：三菱UFJ信託銀行作成

このケースで具体的に数値例を示したのが図表4である。

投資家が全額自己資金で投資利回り5%の不動産を取得した場合、その自己資金に対する収益率は5%であるのに対し、銀行から金利2.5%で不動産価格の50%借入を行った場合には、自己資金に対する収益率は7.5%に高めることができる。

図表4：借入を行う場合の不動産の投資利回りと投資家の収益率の関係(具体例)



出所：三菱UFJ信託銀行作成

なお、レバレッジ効果は、図表3、4から明らかなように、①借入金利の水準および②借入額の影響を受ける。

①の借入金利については、“借入金利<不動産の投資利回り”の場合にレバレッジ効果が生じ、“借入金利=不動産の投資利回り”となると収益率を高める効果はなくなり、“借入金利>不動産の投資利回り”となると収益率を低下させることになる。簡単な算式で示せば、

借入金利 < 不動産の投資利回り の条件で借入を行うと、

$$\text{借入額} \times (\text{不動産の投資利回り} - \text{借入金利}) \cdots A$$

の貸貸収益が投資家の手取りに加算され、投資家の利回りに

$$A / \text{投資額}$$

の向上が生じる、ということになる。

②の借入額については、“借入金利<不動産の投資利回り”の条件の場合、借入額が大きければ大きい程、自己資金が少なくすむため、レバレッジ効果は高くなる(但し、あま

りにも自己資金に対して借入額が過大になると投資家のリスクも高まる。この点は次の(2)で述べる)。

このように、レバレッジ効果によって投資家は投資資金の収益性を高めることができることから、不動産投資においては銀行借入が積極的に活用されている。

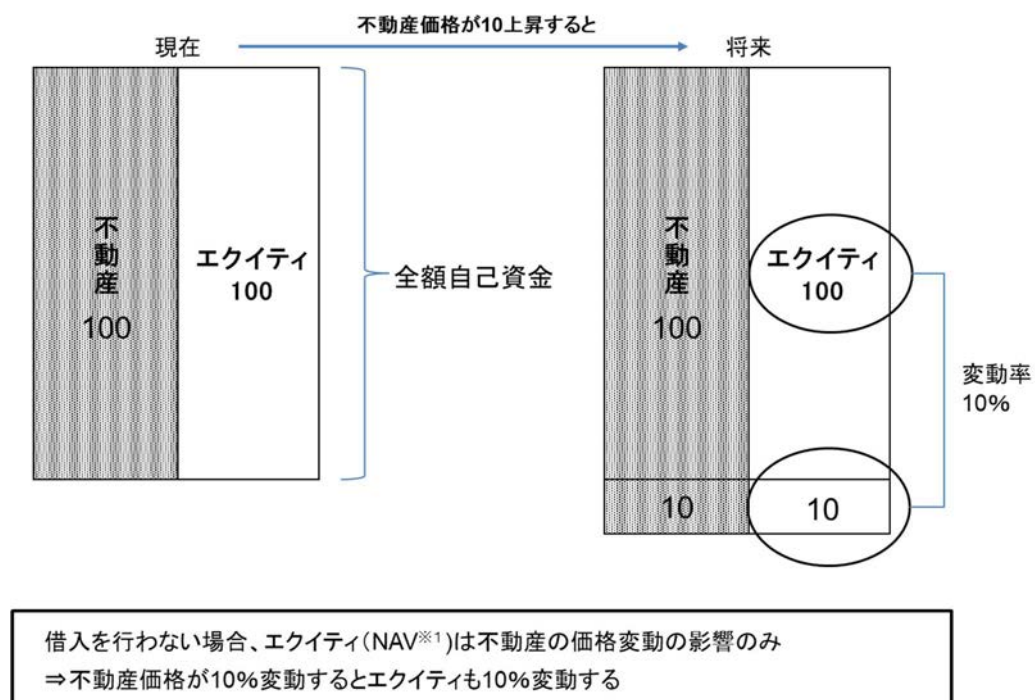
(2)レバレッジによるリスク

レバレッジは不動産の収益率を高める一方で、投資家が銀行に優先して不動産価格の変動リスクを負担することから、エクイティ投資に係るボラティリティを増加させるという側面を持つ。

借入を行う場合には、不動産価格の変動の影響は第一に投資家が負うこととなる。このため、不動産価格が上昇した場合には、上昇分はすべてエクイティ投資家が収受する。他方、不動産価格が下落した場合には、エクイティが全損するまで投資家が価格下落リスクを負担する。このため、借入を行わない場合と比べてエクイティの変動率は上昇する。

単純化した不動産ファンドのB/Sを使って、借入を行わないケース(図表5)と借入を行うケース(図表6)で不動産価格の変動がエクイティの変動率に与える影響を図示する。

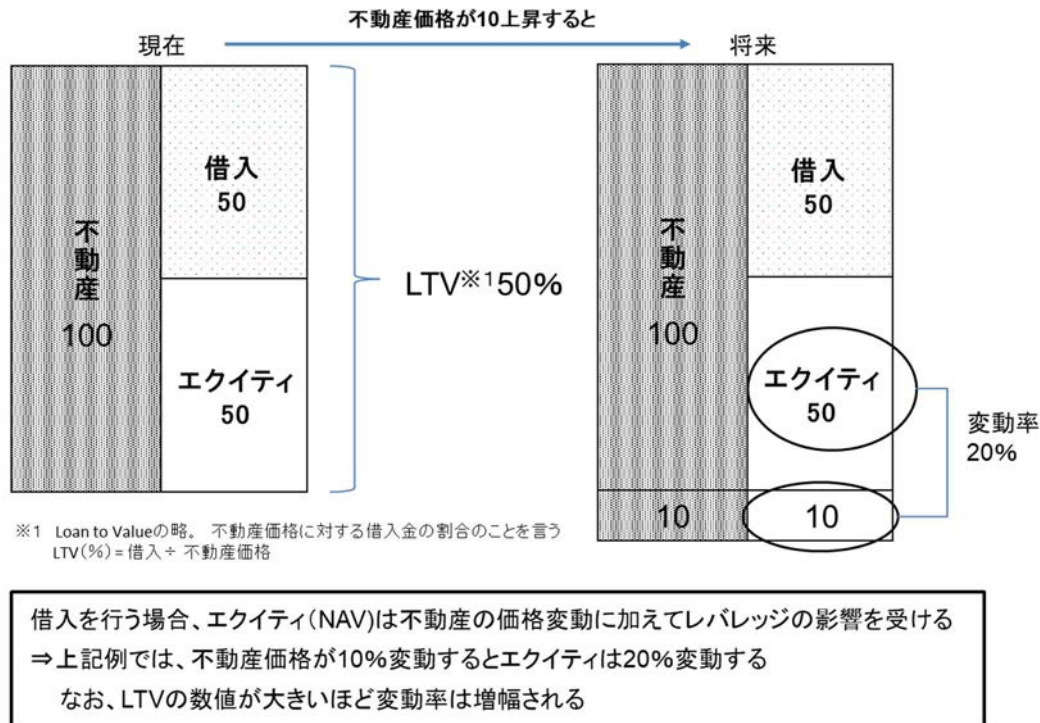
図表5：エクイティの変動率に与える影響(借入を行わないケース)



※1 Net Asset Valueの略。純資産総額のことをいいB/Sの資産から負債を控除して求める

出所：三菱UFJ信託銀行作成

図表6：エクイティの変動率に与える影響(借入を行うケース)



出所：三菱UFJ信託銀行作成

以上のように、借入を行わない場合、エクイティ価値の変動率は不動産価格の変動率と等しいのに対し、借入を行う場合には、レバレッジ効果でエクイティ価値の変動率が増幅していることがわかる。

Ⅲ. 私募不動産ファンドとJ-REITの価格特性

本章では、最初に私募不動産ファンドやJ-REITの特徴についてごく簡単に振り返った後、本稿の主題である、私募不動産ファンドとJ-REITの価格特性について説明する。そして、J-REITの価格特性からみた今後の不動産市場の見通しについても触れてみたい。

1. 私募不動産ファンドとJ-REITの投資・回収フローの違い

私募不動産ファンドとJ-REITは、ともに、不動産を保有する特別目的会社(以下、SPCという)に対してエクイティ投資を行い、不動産の賃貸収入を原資に配当を受ける投資商品である点は共通しているが、投資資金の回収フローが異なる。

私募不動産ファンドは、運用期間が有期限であり、投資家は、運用期間中は原則解約ができず、エクイティ出資持分の譲渡も原則禁止されているため、投資資金の回収はSPCが保有する不動産の売却を通じて行われる(図表7)。

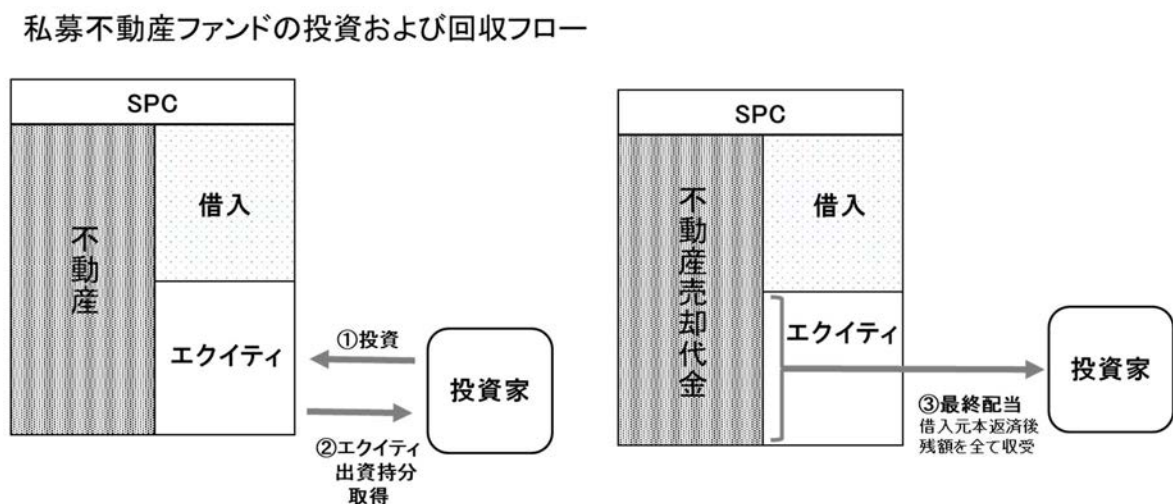
これに対し、J-REITは運用期間が永続的であり、投資家が投資資金を回収するには、取

引市場で自身が保有するエクイティ出資持分(J-REIT では投資口という)を売却することで行われる(図表8)。

このような投資・回収フローの違いから、私募不動産ファンドでは、エクイティの清算価値すなわちファンドが保有する個々の不動産を重視した投資となるのに対し、J-REIT では、保有する不動産価値よりもエクイティの市場価値が重要であり、市場参加者が市場の先行きをどのように考えているかを重視して投資を行うこととなる。

なお、近年人気の高い投資商品である私募 REIT については、運用期間は永続的であるものの、J-REIT のような取引市場はないため、投資家は、投資家の解約請求に基づく SPC からの払い戻し(一定の制限あり)または投資家間での相対譲渡によって投資資金回収を図ることとなる(図表9)。払い戻しや相対譲渡は清算価値に基づく基準価格がベースとなる²。

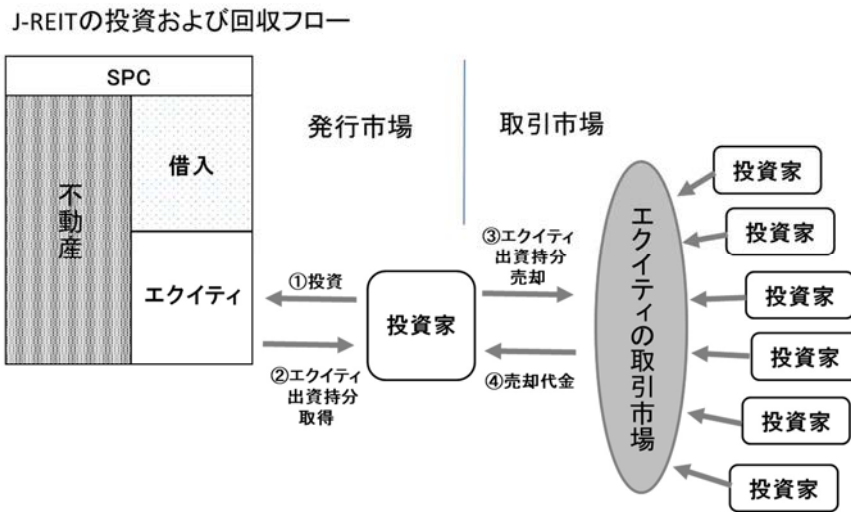
図表7：私募不動産ファンドの投資および回収フロー



出所：三菱UFJ信託銀行作成

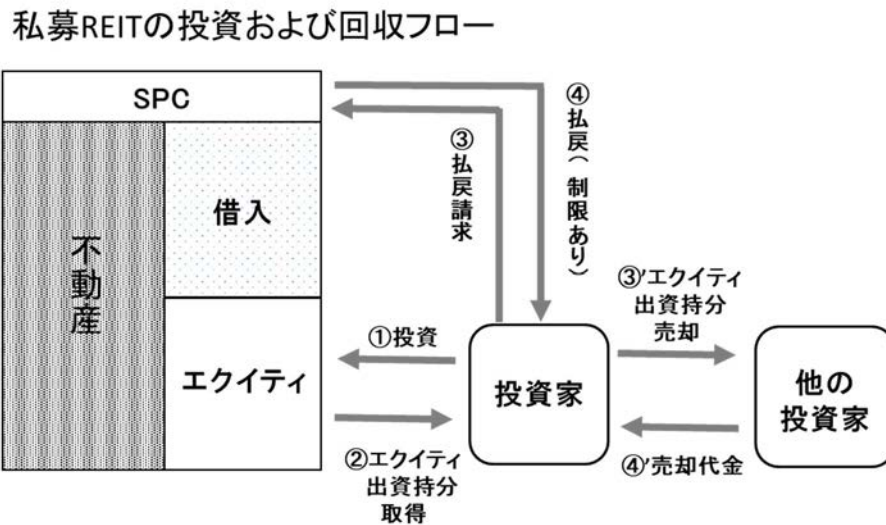
² 相対譲渡は売主と買主が合意する価格で可能であることから必ずしも基準価格で行われるものではないが、売主・買主の取引価格算定にあたって考慮することになる。

図表 8 : J-REIT の投資および回収フロー



出所：三菱UFJ信託銀行作成

図表 9 : 私募 REIT の投資および回収フロー



出所：三菱UFJ信託銀行作成

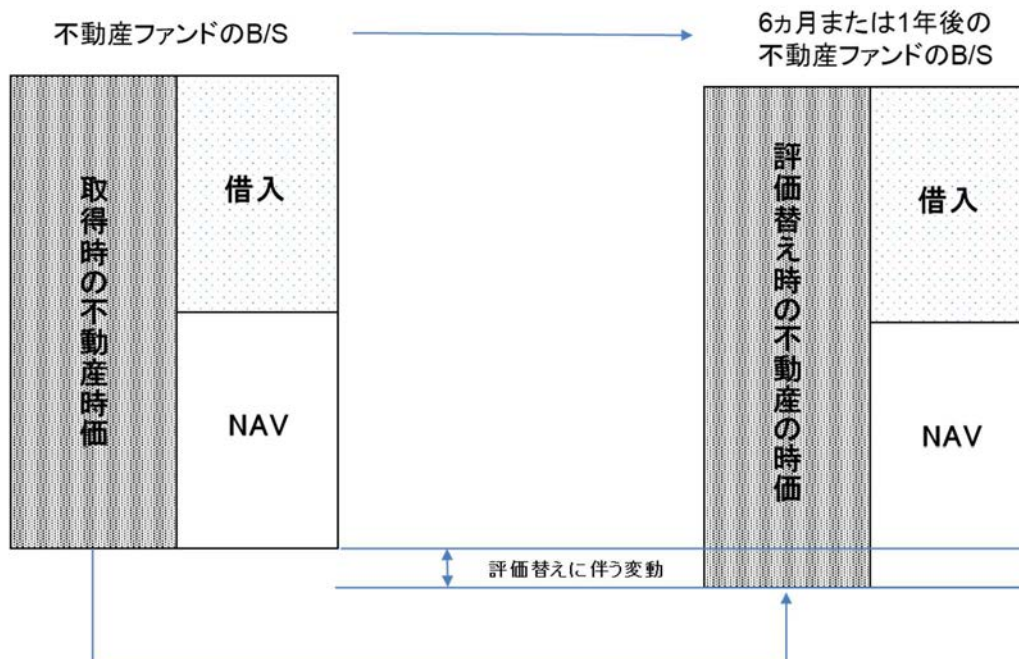
2. 私募不動産ファンドのエクイティ価値の算定方法

私募不動産ファンドのエクイティ価値(Net Asset Value。以下「NAV」という)は、保有する不動産を定期的に時価評価し、負債を控除して求める(図表 10)。これは保有する不動産を売却した場合に投資家が回収できる金額をベースに算定された清算価値である。

通常、不動産の時価は不動産鑑定士による不動産鑑定評価により算定される。不動産鑑定評価においては、現実が発生した取引事例や賃貸事例が価格算定の基礎となる。不動産の取

引価格や成約賃料は株式のように取引市場で日々値動きが把握できるようなものではなく、不動産市場に参加して、不動産の売主や仲介会社等との情報交換等を通じて市場動向を把握する。このような活動に基づいて市場動向をアップデートしていく不動産市場参加者の見通しの変化は、株式のように一夜で劇的に変化するものではなく、緩やかに変化する。このため、不動産鑑定評価で活用される取引事例も緩やかな変化になる。加えて、不動産鑑定評価においては、売り急ぎや買い進みといった特別な動機に基づく極端な事例は通常採用しないため、この点からも価格変動は緩やかになることが多い。なお、このような事例を採用することから、足元で発生している実際の取引価格よりも鑑定評価額の方が少し遅行している可能性がある。以上のように不動産価格の動きが緩やかであることから、私募不動産ファンドでは、運用期間中の不動産鑑定評価の取得頻度は年に1、2回であることが多い。

図表 10：私募不動産ファンドのエクイティ価値 (NAV) 算定方法



定期的に不動産鑑定評価額を取得し、不動産の時価を算定しなおす

$$\text{不動産の時価} - \text{借入} = \text{NAV}$$

この図では、評価替えにより不動産の時価が上昇する想定。当然下落することもある

出所：三菱UFJ信託銀行作成

3. J-REITの価格特性

J-REITのNAVも算定方法は上記2と大差はない。異なる点は、市場参加者によってエクイティが取引市場で日々取引されることを通じて価格形成されることである。

市場参加者は、将来の不動産価格の変動を織り込んでエクイティの市場価格を算定する。

不動産価格の変動を織り込むにあたり、マクロ経済、金融政策の見通し、他の金融商品の動向、地政学リスク等、様々な要因を考慮する。また、市場価格の変動自体が取引要因になる。

この結果、J-REIT が保有する不動産の現時点における時価をもとに算定された NAV(清算価値)と、実際に取引市場で成立する市場価格は乖離する。このことを簡単な例を用いて図示する(図表 11)。

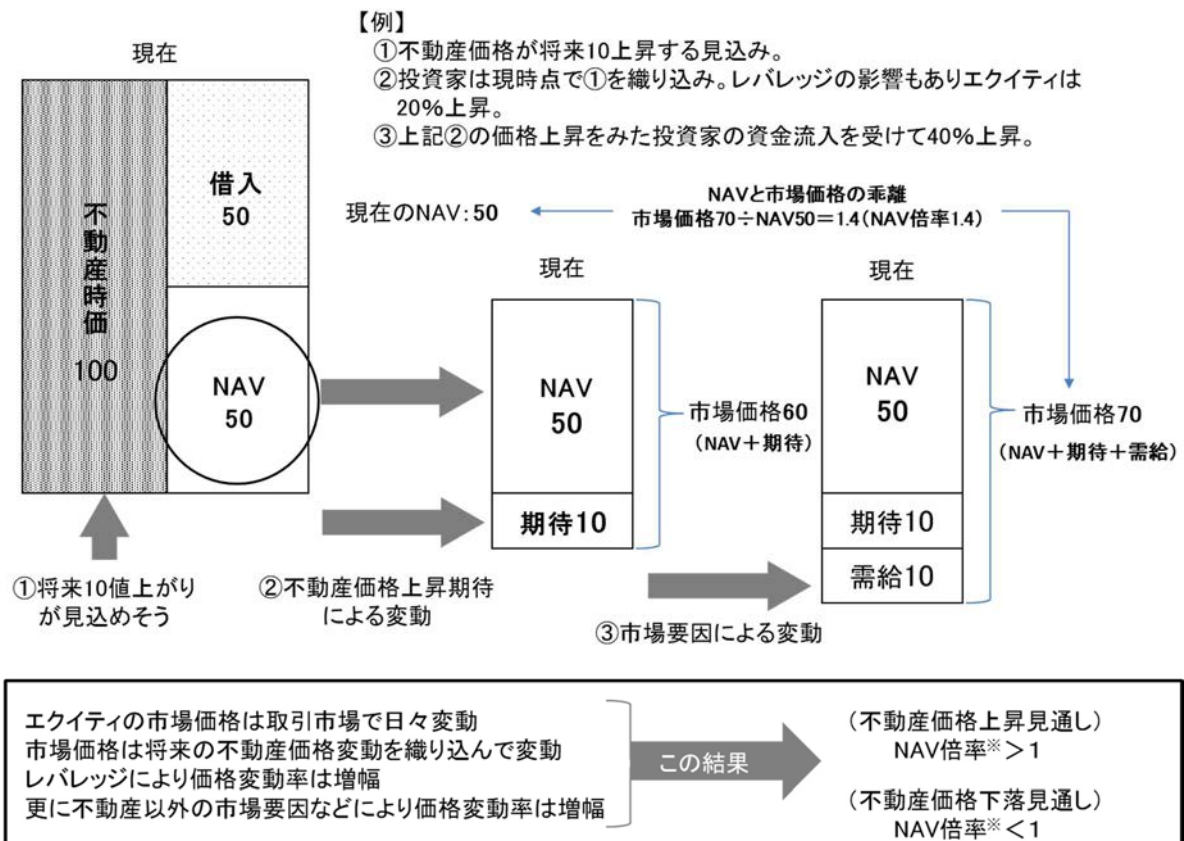
J-REIT の市場価格は不動産価格の将来見通しを織り込んで形成されることから、現時点における不動産価格をもとに算定された NAV より先行している。

J-REIT の市場価格を J-REIT の NAV で除したものを NAV 倍率という。NAV の数値が 1 と比べて大きい小さいかにより、市場参加者が不動産市場の将来をどのように考えているか把握することができる。

“NAV 倍率 > 1” ということは、多くの市場参加者は不動産価格が将来上昇することを織り込んでいる状態である。

逆に、“NAV 倍率 < 1” ということは、不動産価格の将来値下がりやを織り込んでいる状態である。

図表 11 : J-REIT の NAV と市場価格の乖離



\ast NAV倍率=エクイティの市場価格 \div NAV 不動産の時価を考慮した株式のPBRに相当。

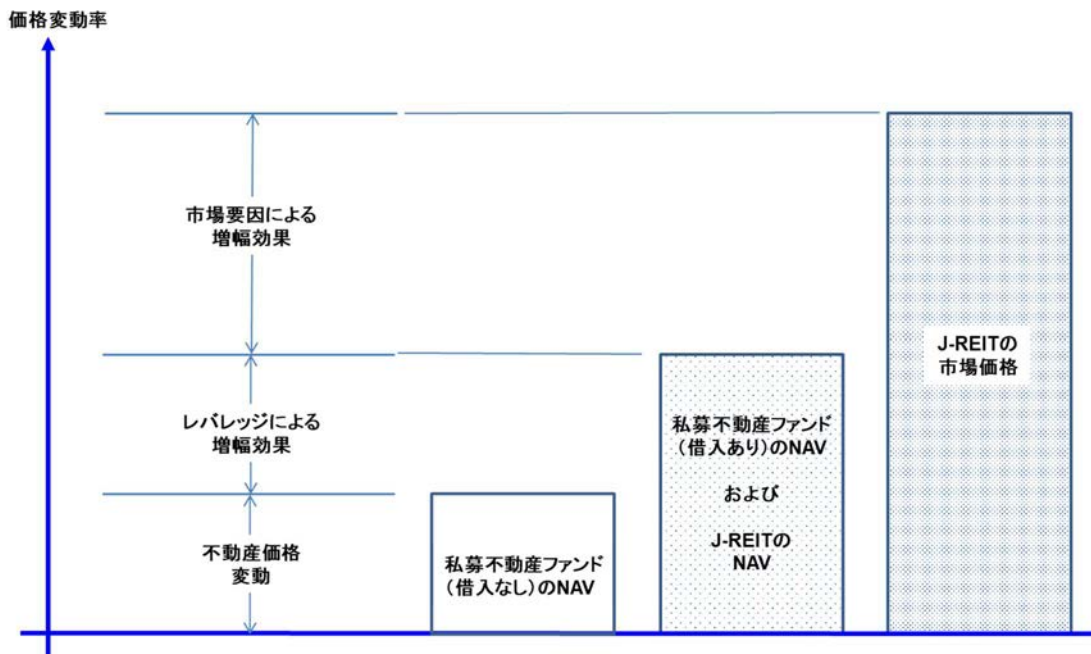
出所：三菱UFJ信託銀行作成

4. 私募不動産ファンドと J-REIT の価格変動のまとめ

私募不動産ファンドの NAV と J-REIT の NAV 及び市場価格の特性をまとめれば図表 12 のとおりである。

NAV は私募不動産ファンドも J-REIT も共に不動産の価格変動とレバレッジの組み合わせで変化する。一方、J-REIT の市場価格は、市場参加者の将来の見通しを織り込んで価格が変動することから変動率は高まる。

図表 12 : 私募不動産ファンドと J-REIT の価格変動幅の比較

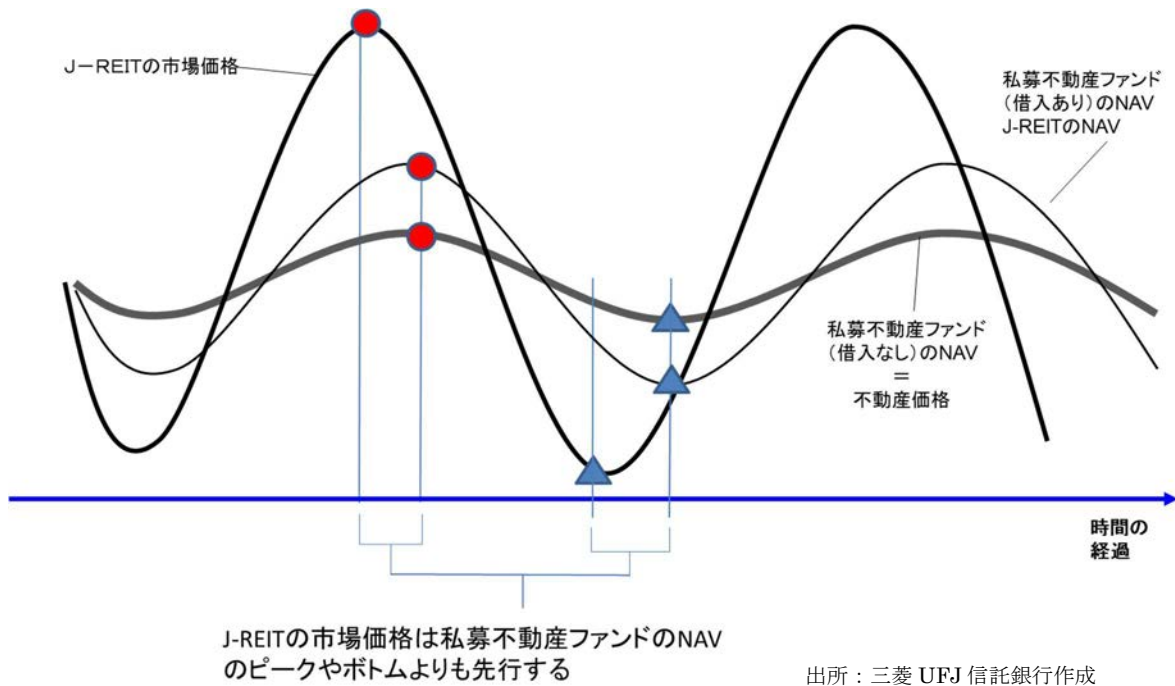


出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

なお、前項(Ⅲ－2)で述べたとおり、J-REIT の市場価格については、現時点において将来の市場動向を織り込むため、私募不動産ファンドや NAV と比べてその市場価格のピークやボトムが到達するタイミングは先行しやすい。

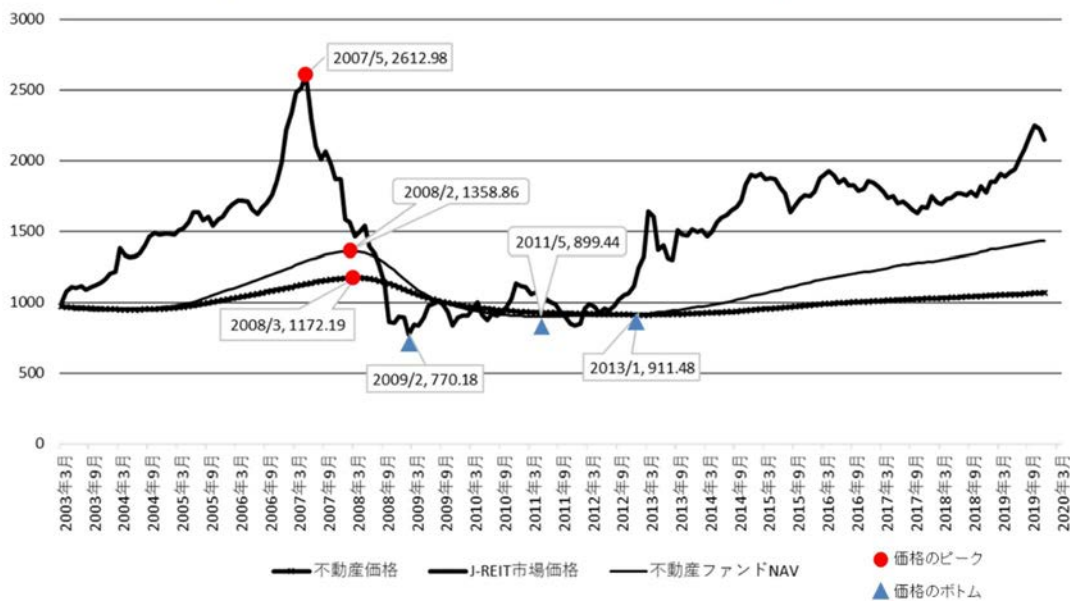
私募不動産ファンド(借入なし)の NAV(=不動産価格)、私募不動産ファンド(借入あり)の NAV、J-REIT の市場価格の価格変動のイメージは図表 13 のとおりである。

図表 13：私募不動産ファンドのNAVとJ-REITの市場価格の変動イメージ図



図表 14 のとおり、実際の不動産価格と、LTV40~60%程度の借入を行っている不動産ファンド(J-REIT 含む)のNAV、J-REITの市場価格を比較すると、J-REITの市場価格が先行していることがわかる。

図表 14：不動産価格、不動産ファンドのNAV、J-REIT市場価格の推移(実際)



不動産価格は Ares Japan Property Index のキャピタル収益率、J-REIT 市場価格は東証 REIT 指数、不動産ファンド NAV は Ares Japan Fund Index 中 LTV(LTV40 以上 60 未満)キャピタル収益率を使用。なお、AJPI、AJFI とともに 2019 年 7 月~12 月の数値は速報値であり将来修正される。

出所：Bloomberg、不動産証券化協会「Ares Japan Property Index」、「Ares Japan Fund Index」を基に三菱UFJ信託銀行作成

5. J-REIT の NAV 倍率からみた今後の不動産市場の見通し

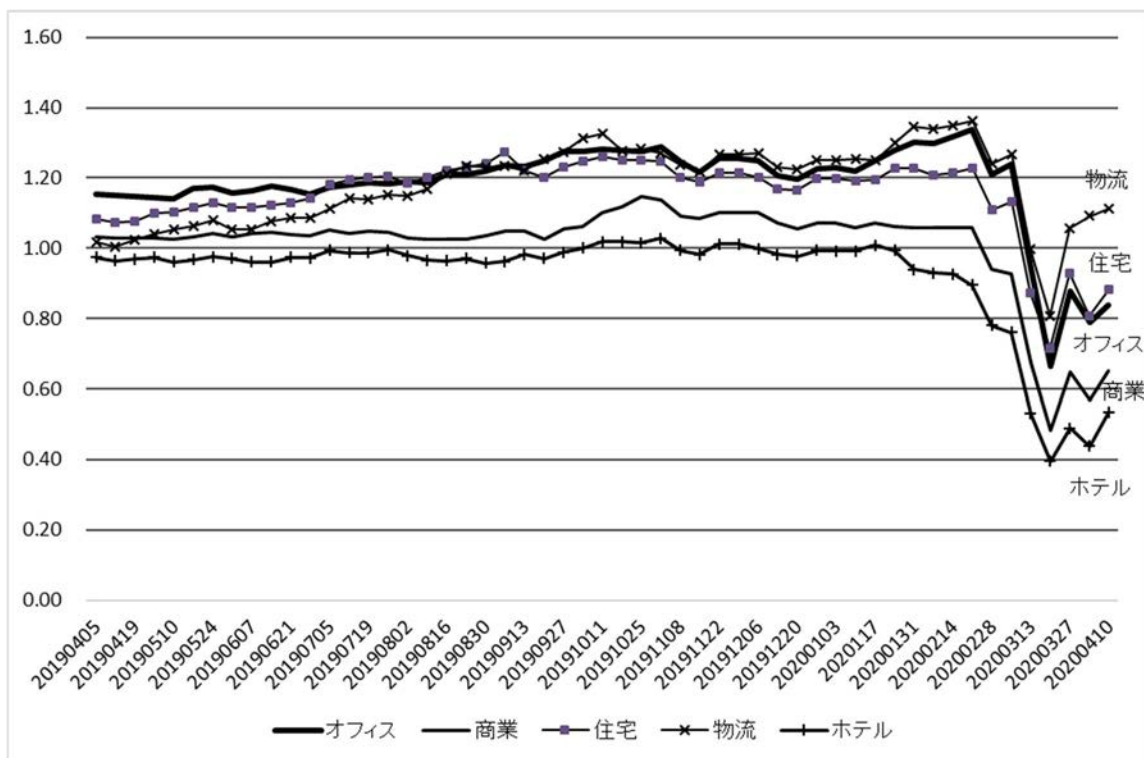
下図は、J-REIT の NAV 倍率をオフィス、商業施設、住宅、物流施設、ホテルに分類し、算術平均した数値の過去1年の推移である。

新型コロナウイルス感染拡大の深刻化を受けて各用途とも3月中旬に大きく低下したものの、足元の状況は各用途で異なっている。用途毎の NAV 倍率は、4月上旬では、物流施設(1.11)、住宅(0.88)、オフィス(0.84)、商業施設(0.64)、ホテル(0.53)の順となっており、市場参加者が各用途についてどのような見通しを持っているかを把握することができる。やや乱暴な言い方ではあるが、各用途とも LTV50%であると仮定すると不動産価格は NAV 倍率の半分の変動率ということになるため、物流+5%、住宅▲6%、オフィス▲7%、商業施設▲18%、ホテル▲24%となる。

物流施設が NAV 倍率で1倍を超えるのは、巣ごもり需要等の影響で物流賃貸市況は引き続き安定が見込まれることを受けたものであろう。

住宅は、もともとテナント分散の度合いが他の用途よりも高く、インカム収益が安定していることや、移動が制限されている現在の環境下において生活拠点は必須であり、解約して他に動くという可能性が少ないことから、所得水準を維持することができれば、残りの3用途よりも安定的に推移することが見込まれる。

図表 15 : 用途別 J-REIT の NAV 推移



出所：Bloomberg、開示資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

オフィスは、これまで非常に好調な賃貸市況であり、足元でもテナントから減額賃料要請等はみられるものの、大規模な解約の動きにはなっていない。但し、今後の企業業績如何で解約の動きが顕在化してくる可能性はあり、オフィス賃貸市場の動向は注視する必要がある。

ホテルや商業施設は、人の移動が制限されている現在の環境下、既に様々な媒体で報道されているように大きな影響を受けており、テナントの営業活動が従前の水準まで回復しないと、テナントが現行賃料の支払いを継続することが難しくなり、賃料下落を起点とした不動産価格下落が起こる可能性がある。

なお、新型コロナショック以前から、ホテルの NAV 倍率は低い水準で推移していた。これは、ホテルの需給環境が従来よりも緩み始めていたため、空室率や宿泊単価が想定よりも下回る事例が散見されており、このことを市場参加者が織り込んだ結果であろう。また、コロナの問題が中国で大きく取り上げられるようになった1月下旬から、他の用途に先駆けて NAV 倍率は低下していることから、市場参加者のリスク認識の高まりを早期に気付くことができた。

このように、J-REIT の市場価格と NAV の関係をみることで、不動産市場に関する気付きを与えてくれるため、私募不動産ファンドの投資家にとっても J-REIT 市場を分析することは有用であると考えている。

IV. 終わりに

本稿では、不動産ファンドへのエクイティ投資に係るレバレッジ効果や不動産鑑定評価に起因する私募不動産ファンドの価格特性について触れた上で、J-REIT の価格が私募不動産ファンドに比べて先行しやすいことの背景を述べた。J-REIT 市場の価格変動をみることで市場が何をリスクと認識して動いているのかを把握し、実際に不動産市場にどのように影響が及んでくるのかを考えることが、私募不動産ファンド投資においても有用であるということをも具体的に示すことが本稿の趣旨であり、そのことをご理解いただければ幸いである。

なお、J-REIT 市場が常に正しいわけではなく、過度に悲観的(または楽観的)であることも多々ある。このため、私募不動産ファンドの投資家は、個々の不動産の取引や運用状況を通じて、ボトムアップで不動産市場の見通しを立てることも効果的である。

私募不動産ファンドはオルタナティブ投資、J-REIT 投資は株式投資、といった既存の枠に捉われず、両者を幅広い視野で分析していくことが重要である。

(2020年4月21日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 『不動産コア投資(資産運用情報 2013 年 5 月号)』 三菱 UFJ 信託銀行 伏屋 隆 [2013]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）