

## REIT価格上昇とファイナンスの活発化 発表日：2007年2月14日(水) ～外国人・投信・銀行の買い越し額が膨らむ～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

REIT 価格上昇は対前年比 3 割増にもなっている。その背景には、不動産ファンドが銀行融資をレバレッジにしながらバランスシートを拡大させている要因と、都心のオフィスビル賃料が上昇しはじめた実需要因の双方が作用している。東証の REIT 売買状況を見ると、最近では外国人投資家、投資信託、銀行の 3 者が買い越し額を急激に増やしている特徴もある。

### ゼロ金利解除後、REIT 価格は上昇

最近、REIT 価格の上昇が著しい(図表 1)。東証の REIT 指数の上昇率は対前年と比較して 30～35%増で推移している。日経平均株価がようやく 2006 年 4 月のピークを抜いたのに対して、東証 REIT 指数の方は上昇し続けているのだ。

REIT 価格の上昇は、超低金利に依存していると言われてきたが、実際、2006 年 7 月に日銀がゼロ金利解除を行った後も大きく失速することはなかった。むしろ、ゼロ金利解除後も日銀の追加利上げが遅いペースでしか進められそうにないという思惑が働き、長期金利が低位安定していることがプラスに作用したとみられる(図表 2)。REIT 価格の上昇は、現時点で低金利水準であることもさることながら、先行きの相対的な低金利期待も働いている。

(図表 1) REIT 指数の上昇



(図表 2) REIT 指数の伸びと長期金利



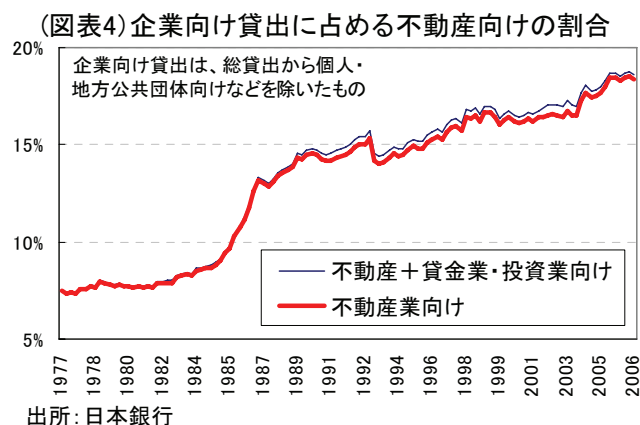
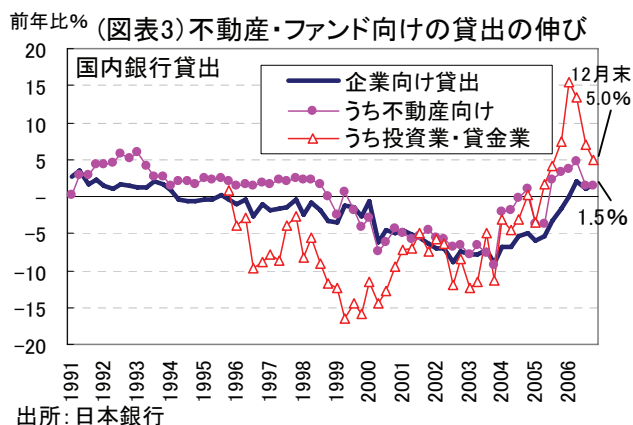
### レバレッジ効果と銀行融資

不動産ファンドは、東京都心を中心とする地価上昇の牽引役として考えられている。超低金利の環境では、銀行融資が不動産ファンドの収益性を高めるための「梃子(レバレッジ)」の役割を果たしながら、活発なファンドの資産取得を支えている。

そこで、まず、ファンドにとって低金利融資が梃子になっている基本的原理を説明しておこう。今、あるファンドが銀行から 80 億円を年利 1%で資金調達して、100 億円のオフィスビル物件を 3%で運用したとする。収支は、運用収益 3 億円から資金調達コストが 0.8 億円を差し引いた 2.2 億円になり、出資金 20 億円の収益率は年率 11%にも高まる。ファンドは出資金の高利回りをアピールし、たくさんのお金が集めることができるが、単に出資金を集めると収益率は薄まってしまうので、出資金を増やすと同時に銀行融資を梃子にして資産規模をどんどん増やして利益を稼いでいく。不動産投資主体のバランスシートの拡大が、その出資者に多大な利益をもたらすのである。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

次に、ここ数年の銀行融資の状況をマクロ統計で確認しておく、不動産業者がこうしたレバレッジを働かせた取引を増やしていることを反映して、貸出の増加が目立っている。業種別の国内銀行貸出は、不動産向けの伸び率が2005年9月にプラスに浮上し、全体の貸出増加の牽引役になってきた(図表3)。先のファンド向けの貸出は、投資業・貸金業向けに含まれるが、その伸び率はゼロ金利解除後の2006年12月末も前年比5.0%と大きい。国内銀行の企業向け貸出に占める不動産向けの割合は、不動産向けが拡大を続けてきた結果、2006年9月末18.5%と1970年以来で最高になっている(図表4)。銀行貸出の中で、大企業が直接金融比率を趨勢的に増やす一方、不動産向けが相対的にウェイトを拡大したことが主因だ。

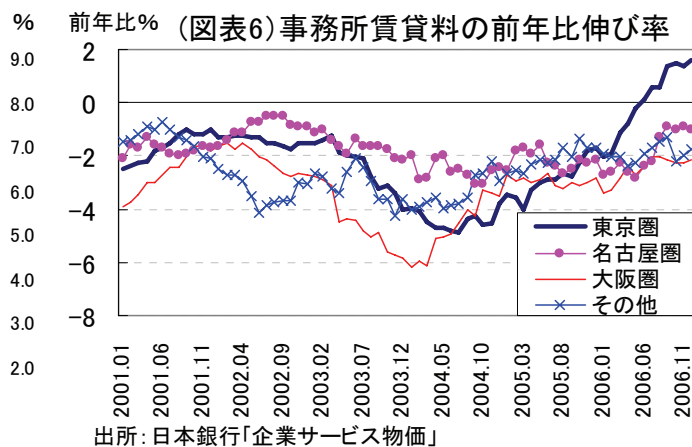
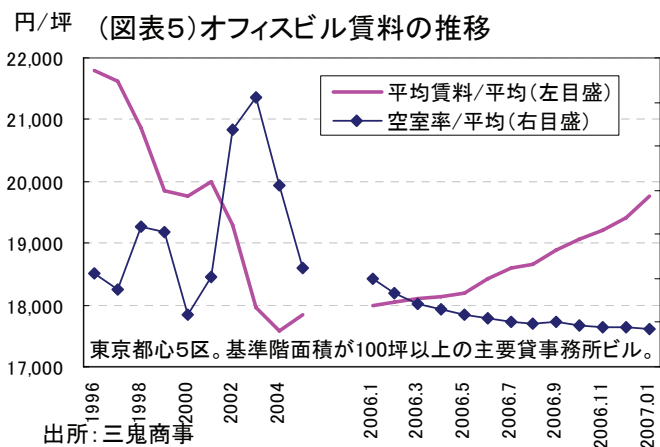


### オフィスビルの賃料は上昇

不動産投資が低金利環境の刺激を受ける図式がどこまで拡大するかは、①投資収益率(キャップレート)と②投資のための資金調達コストのバランスが重要になる。具体的には、投資収益率と資金調達の利回りの間の格差が広がっていることが健全性の条件になる。そもそも不動産投資には、一般的な金融商品とは異なって不動産に付随する特有の意図せざるリスクがあるとされてきた。あまりキャップレートと資金調達コストの差が縮小すると、金利上昇リスクやその他のリスクに脆弱なると心配されてきたのである。

そうした中、近年は、東京都心の優良物件を中心に取引価格が上昇してきたことを受けて、新規取得を活性化させたファンドほどキャップレートの低下が進むという現象が起きていた。そのことが「バブル的だ」という警戒感を生んでいたとも考えられる。

ところが、昨年からは、実体面でREITの資産収益率が高まることを期待させる動きが出始めている。都心では、優良なオフィスビル賃料が2006年夏場から上昇し始めている。従来は、オフィス賃料がなかなか上昇しないまま、取引価格が上昇していたこともあり、過熱を指摘する声があったが、都心5区の優良物件は空室率が3%を割り込むほどに需給がタイト化中、ようやく賃料上昇が始まってきた(図表5)。このことは、日本銀行「企業サービス



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

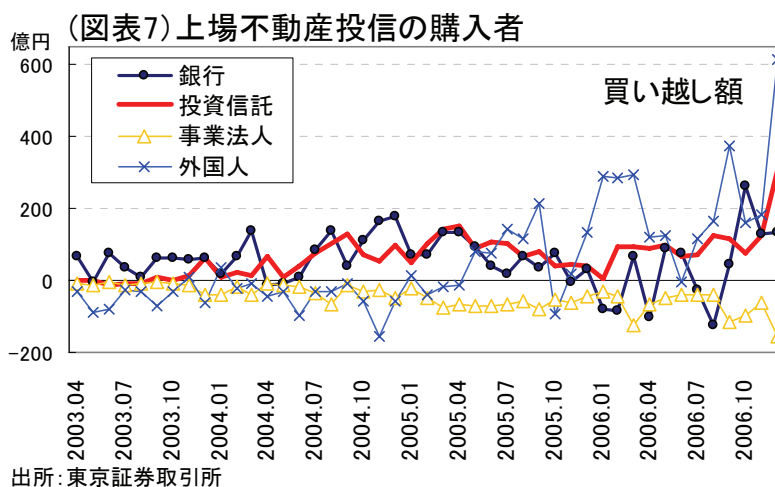
物価」でも東京圏の事務所賃貸料が2006年からプラスに浮上していることでも裏付けられている（図表6）。こうした変化は、都心の不動産価格の上昇が、バブル的かどうかという見極めをよりしづらいものになっている。

### 外国人・投信・銀行が投資増

もうひとつ、不動産市場へマネーが流入する動きとして、REITの売買動向も注目される。東京証券取引所に上場したREITの売買状況を見ると、ここに来て外国人投資家、投資信託、銀行の3者による買い越しが目立ってきている（図表7）。この投資信託とは、ファンド・オブ・ファンドを示しており、REITが投信の中に組み込まれて販売される傾向が強まっていることを反映している。

銀行に関しては、2004～2005年前半にREITの購入が増えた経験があるが、その後は一旦伸び率が鈍化していた。それが、2006年になって再び取得を活発化させているようだ。地方銀行などは上位REITに絞って投資をしているので、慎重な姿勢で選別していると言われるが、東証の投資家主体別動向によると、東証に上場したREITの取得金額は徐々に増えている。外国人の投資活発化は、日本の低金利が長引くとの見測もあるが、日本が資産デフレ局面を抜けてきたことをチャンスとして見越してきている部分もある。

このように、現在は投機的マネーと強気の実体の双方に支えられながら、REIT投資が押し上げられているとみることができる。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。