

BASE Vol.21

実践的基礎知識 REIT編(1) <REITとは? >

2016/02/25

不動産投資法人(REIT)とは？

REITはエクイティ投資のひとつで、お金を貸すローンや債券への投資(債権者になる)とは対照的に、出資者となる投資です。REITの市場規模は株式市場等と比べると小さく、エクイティ投資の代表である株式よりも高いリスク値を示すのが通常です。REITの商品性の本質や市場規模などを理解することで、REITのリターンとリスクを正しく理解することにつながります。

REITの仕組み

REITは多くの投資家から集めた資金で、オフィスビルや商業施設、マンションなど複数の不動産を購入し、その賃貸収入や売却益を投資家に分配する商品です。

「REITは株式と債券の中間のような商品です」というフレーズを耳にする事がありますが、果たしてそれは本当でしょうか。REITはエクイティ投資に他なりません。エクイティ投資というのは、お金を貸すローンや債券への投資(債権者になる)とは対照的に、出資者となる投資です(図表1)。REITも株式もエクイティ投資であり、破たん時の弁済順位はローン債券よりも劣後し、この点でREITが株式よりも低リスクになる特性は持ち合わせていません。値動きという意味のリスクでは、REIT市場は様々な業種を含み時価総額も大きな市場を代表するような株価指数よりも高いリスク値を示すのが通常です。

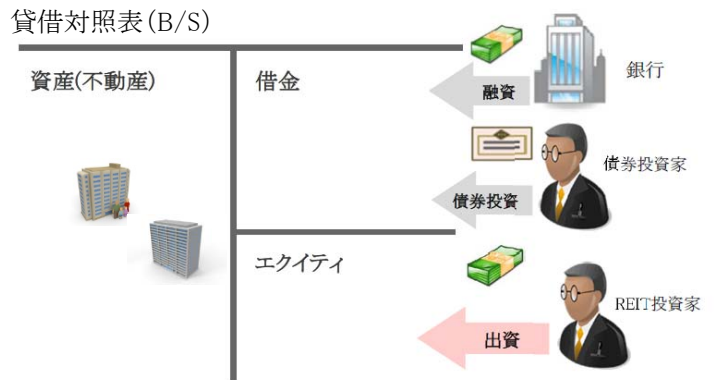
REITの貸借対照表(B/S)を見てみると、銀行等の金融機関からの融資や債券による借金と投資家から出資(エクイティ)によって資金を調達し、資産(不動産)を購入しています。つまり、B/S上は一般の事業会社、不動産会社とほとんど変わりません(図表1)。

REITの損益計算書(P/L)を見てみると、REITの利益は、所有不動産の賃料収入等から管理費などのコストや借金の利息などを引いた残りとなります。こうした収益構造は賃貸用不動産を所有する不動産会社等とほとんど変わりませんが、一般事業会社との大きな違いは、利益の90%以上を配当で払い出すと法人税が免除されるという点です(図表2)。ただし、収益の大半を配当として社外流出させてしまうため、業績悪化時などにバッファーとなる剰余金が溜まっていけない点に注意が必要です。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

- 当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。
- 運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。
- 当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。
- 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。
- 投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。
- 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

図表1:REITの貸借対照表/債券投資イメージ図



図表2:REITの損益計算書イメージ図

損益計算書(P/L)

売上	
賃料収入(賃貸事業収入)	100億円
駐車場代(その他賃貸事業収入)	10億円
<hr/>	
コスト	
管理費(賃貸事業費用)	15億円
保険料(賃貸事業費用)	15億円
修繕費(賃貸事業費用)	15億円
減価償却費(賃貸事業費用)	15億円
支払利息	20億円
<hr/>	
80億円	
<hr/>	
利益	
30億円	

利益の90%以上を投資家に還元すると法人税免除。

日米REIT市場の市場規模

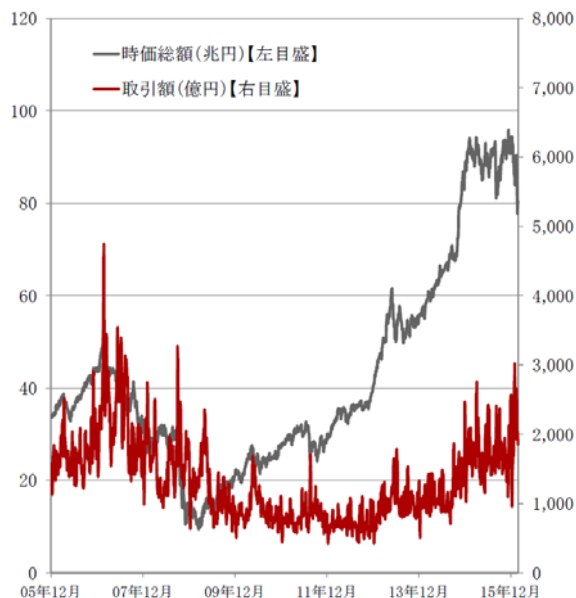
REIT市場は市場を代表するような株価指数よりも高いリスク値を示すと前述しましたが、その大きな要因が市場規模と流動性です。REITの市場規模はどのくらいなのでしょう。世界最大のREIT市場である米国REIT市場の時価総額は、2009～2015年の過去6年間で10兆円程度から90兆円程度(約9倍)に増加しましたが、それでも100兆円に満たない規模です。

一方で米国REIT市場の取引額は1日2,000億円程度と非常に低水準にとどまっており、これでは少しまとまった金額の資金の出入りがあれば大きく上下動してしまいます(図表3)。

J-REITの市場規模はどのくらいなのでしょう。J-REITの時価総額も、2008年の2兆円程度から2016年の11兆円程度へと約5倍に膨れ上がりましたが、取引額は1日300億円程度と非常に小さくなっています(図表4)。この水準では数十億円程度の資金流入ですら大きなインパクトを与えてしまいます。東証1部の時価総額は約490兆円、1日の売買代金が3兆円ですので、株式市場等と比べて市場規模が小さく、流動性が乏しいことがわかります。こうしたことから、REIT市場はまとまった資金の出入りによって大きく上下動してしまうため、株式市場よりも大きなリスク値を示すのです。

REITのB/SやP/Lなどの具体的な中身を見てみると、REITの商品性の本質を理解することができるようになります。また市場規模や流動性を知ることで、REITのリターンとリスクを正しく理解することにつながります。

図表3: 米国REITの時価総額と取引額の推移
(期間: 2005年12月20日～2016年2月15日)



米国REIT: MSCI米国REIT指数
出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表4: J-REITの時価総額と取引額の推移
(期間: 2005年12月20日～2016年2月15日)



J-REIT: 東証REIT指数
出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

BASE Vol.22

実践的基礎知識 REIT編(2) <REITの配当収益 ~インカムゲイン~> 2016/3/3

REITの配当収益 ~インカムゲイン~

REITのリターンは、同じエクイティ投資の株式のリターンのように、配当収益(インカムゲイン)と値上がり益(キャピタルゲイン)に分けることができます。REITは利益の90%以上を配当にまわすことで法人税が免除されるため、一般的に株式に比べて利益に占める配当の割合が多い傾向があります。またREITのインカムゲインは、配当額自体や相対的な利回りの魅力が金利の上下動の影響を受けます。

REITの配当収益~インカムゲイン~

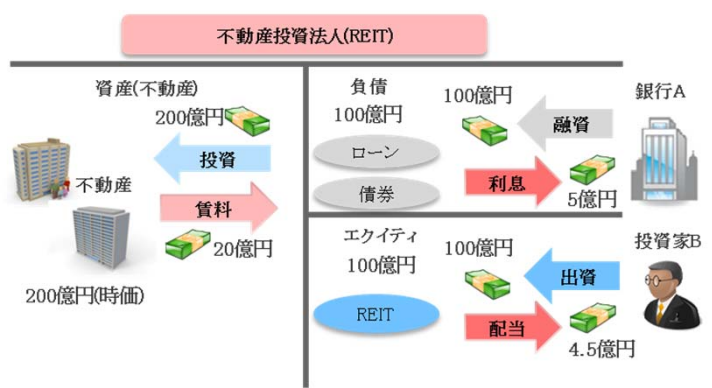
REITのリターンは、同じエクイティ投資の株式のリターンのように、配当収益(インカムゲイン)と値上がり益(キャピタルゲイン)に分解することができます。今回は、REITの配当収益(インカムゲイン)についてご説明します。

REITのインカムゲインは、株式のインカムゲインと同様に、最終的な利益の中から、REIT投資家が受け取る配当収益のことを指します。具体的に考えてみましょう。

銀行AとREIT投資家Bがそれぞれ100億円ずつ資金を出してREITを設立し、不動産に200億円投資したとします(図表1)。銀行Aは債権者として5%の金利で100億円を融資し、REIT投資家Bは出資者として100億円のエクイティ投資を行います。投資した不動産からは毎年20億円の賃料収入が期待できるとします。この賃料収入から、不動産等の管理・維持費用や支払利息などを差し引いていきます。不動産等の管理・維持費用を10億円と仮定し、支払利息は5億円(100億円×5%)となりますので、費用の合計は15億円です。この15億円を売上20億円から引き、最終的に残った5億円が利益となります。この利益を出資者であるREIT投資家Bに配当として支払うわけですが、株式の配当と大きく異なる点があります。それは、利益の90%以上を配当として支払うことで法人税が免除されるということです。今回の例であれば、利益5億円のうち4.5億円以上を配当として支払うことで法人税が免除されることとなります。

このようにREITのインカムゲインの原資は、同じエクイティ投資の株式のインカムゲインと同じ構造ですが、REITは利益の90%以上を配当として支払い、法人税を免除されるため、株式投資に比べて利益に占める配当金の割合が多くなる傾向があるとと言えます。一方、利益に占める配当の割合がREITに比べて少ない株式は、利益を社内に留保することで財務・経営上のバッファを持つことができるというメリットがあります。

図表1: REITのインカムゲイン



売上	
賃料収入(賃貸事業収入)	20億円
売上合計	20億円
費用	
不動産の管理・維持費用(賃貸事業費用)	10億円
支払利息	5億円
費用合計	15億円
利益	5億円
配当	4.5億円 (=5億円×90%)

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

金利変動とREITのインカムゲイン

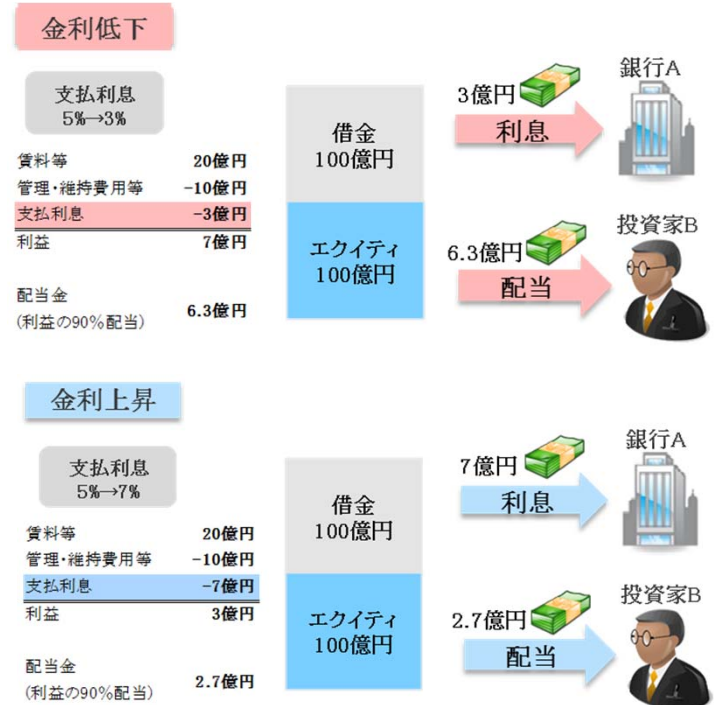
金利変動はREITの配当額自体や相対的な利回りの魅力に影響を与えます。REITの多くは借金を抱えているため、金利が上昇することで利払い負担が増えます。変動金利で借り入れている分だけではなく、流動負債(1年以内の返済期限)や固定負債(1年超の返済期限)の中で固定金利借入れ分についても、返済期限の来たものから上昇した金利水準での借り換えを行っていくことになります。こうした利払い負担の増加がREITの配当金の減少圧力になります。先ほどの例で考えてみましょう。

まず、金利が低下し支払利息の金利が5%から3%に低下したケースです(図表2)。それまで銀行Aに支払っていた利息は、5億円から3億円に減少します。したがって利益は、賃料や不動産の管理・維持費用が変化しなかった場合、7億円に増加します。この利益のうち、90%を配当金として支払いますので、配当金は4.5億円から6.3億円に増加することがわかります。

一方、金利が上昇し、支払利息の金利も5%から7%に上昇したケースでは、支払利息は5億円から7億円に増加します。賃料や不動産の管理・維持費用が一定であった場合、利益は3億円、配当金は2.7億円と減少してしまいます。金利が低下してもそれが景気悪化による賃料収入の減少には直結しませんが、利払い負担は減少します。同様に金利が上昇しても、それが賃料収入の増加に直結するとは限りませんが、利払い負担は上昇します。こうした構造を持つためREITの価格は、ベース金利となる国債利回りと反対の方向に動くことが多いのです。また、金利の上下動はREITの配当利回りの相対的な魅力も左右します。金利が上昇し、債券などの利回りが上昇すると、REITの配当利回りの魅力が相対的に低下し、たとえ配当額が減らなくともより高い配当利回りを求められることでREITの価格が下落することがあります。概ね、金利の低下はREITにプラス、金利の上昇はREITにマイナスと考えておくとよいでしょう。

以上のように、REITのインカムゲインは金利の変動の影響を受けやすい点にも留意が必要となります。

図表2: 金利変動とREITの配当金の動き



BASE Vol.23

実践的基礎知識 REIT編(3) <収益不動産の価格の考え方>

2016/3/10

収益不動産の価格の考え方

収益不動産の価格を考える際には、買い手が要求する投資利回り(キャップレート)の理解が重要です。収益不動産から得られるネット収益(賃料収入からコストを差し引いた収益)が、投資額に対して何%の利回りになるかを買い手は考えるからです。キャップレートはベース利回り(国債利回り)と上乗せ利回り(リスクプレミアム)に分解でき、キャップレートの変動は収益不動産の価格変動に影響を与えます。

収益不動産の価格とキャップレート

収益不動産の価格を考える際には、買い手が要求する投資利回りの理解が重要です。収益不動産を売買する場合、買い手は賃料収入やネット収益がわかっている状態で、その収益が投資額に対して何%の投資利回りになるのかを考えるからです。

同じ100億円の物件なら1億円の収益(1%)しか入らない物件より5億円の収益(5%)が入る物件のほうが投資額に対する投資利回りが高くなります。また、1億円の収益のある物件を投資利回り10%で買うなら10億円で買うことになりませんが、投資利回り1%でも良いのなら100億円で買うことになります。この買い手が不動産購入価格、つまり投資額に対して求める投資利回りのことをキャップレートと言います。

このように収益不動産の価格は、見込めるネット収益(賃料収入からコストを差し引いた収益)をキャップレートで割ることで算出できます。

キャップレートは、①ベース利回り(国債利回り)と②上乗せ利回り(リスクプレミアム)の合計として考えることができます。この場合、①のベース利回り(国債利回り)とは、不動産投資のリスクをとって無理に不動産投資をしなくても得られる利回りのことを意味します。

また、②の上乗せ利回り(リスクプレミアム)とは、不動産投資のリスクをとる見合いとして、投資家が要求する上乗せ利回りのことを意味します。上乗せ利回り(リスクプレミアム)には投資家心理や収益不動産の投資魅力、収益力や収益見通しなどが反映されます。

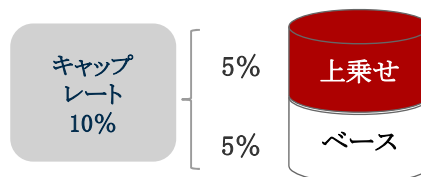
図表1:収益不動産の価格

$$\text{ネット収益} \div \text{キャップレート} = \text{収益不動産価格}$$

収益不動産の価格は、見込めるネット収益(賃料収入からコストを差し引いた収益)をキャップレートで割る事で算出できます。

図表2:キャップレートの考え方

$$10\text{億円(ネット収益)} \div 10\%(\text{キャップレート}) = 100\text{億円(収益不動産価格)}$$



※上記の例は、ベース利回り(国債利回り)を5%、上乗せ利回り(リスクプレミアム)を5%とした場合

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

収益不動産の価格の変動要因

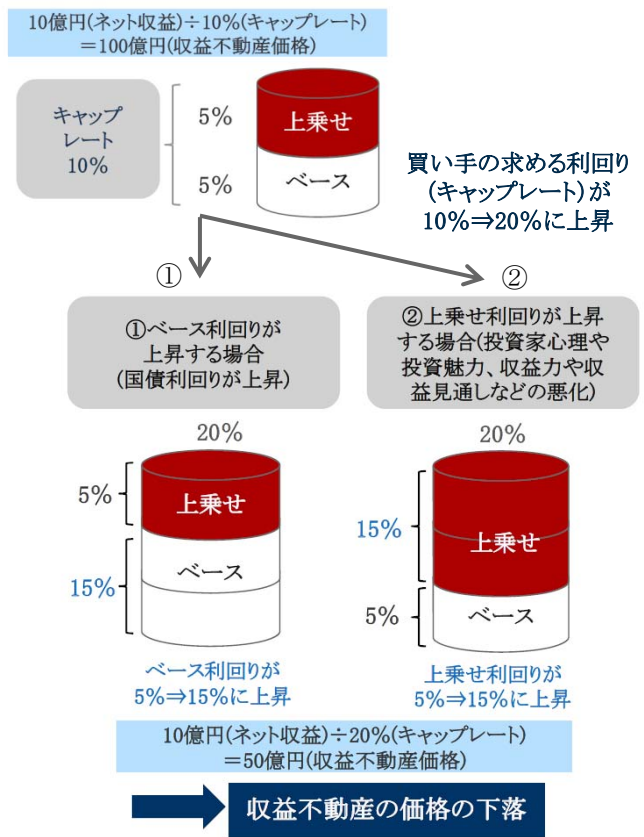
収益不動産の価格はキャップレート(買い手が要求する投資利回り)が変化すれば、上下に変化します。すなわち、キャップレートが低下すれば収益不動産価格は上昇し、逆にキャップレートが上昇すれば収益不動産価格は下落します。

キャップレートの上昇には①ベース利回り(国債利回り)が上昇する場合、②上乗せ利回り(リスクプレミアム)が上昇する場合、③ベース利回りも上乗せ利回りもそれぞれ上昇する場合があります。同様にキャップレートの低下にも①ベース利回り(国債利回り)が低下する場合、②上乗せ利回り(リスクプレミアム)が低下する場合、③ベース利回りも上乗せ利回りもそれぞれ低下する場合があります。

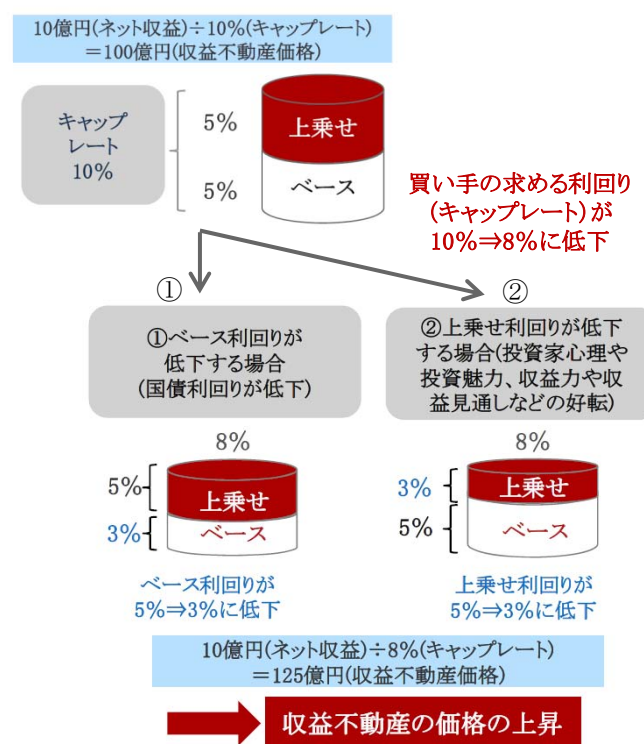
また、ネット収益の増減も収益不動産の価格の上昇・下落の要因になります。キャップレートが変わらなくても、ネット収益が増加すれば収益不動産の価格は上昇し、ネット収益が減少すれば収益不動産の価格は下落します。ネット収益が増加するケースとしては、賃料が上がる場合稼働率が上昇する場合、コストが低下する場合や支払利息が減少する場合などが考えられます。同様にネット収益が減少するケースとしては賃料が下がる場合、稼働率が低下する場合、コストが上昇する場合や支払利息が増加する場合などが考えられます。

収益不動産価格は上記のように様々な要因で上下に変動するものです。今後の収益不動産価格の見通しを考える際には、キャップレートが上昇して行くか、低下して行くか、ネット収益が増加していくか、減少していくか等を考えることが肝要です。

図表3:キャップレートが上昇した場合



図表4:キャップレートが低下した場合



BASE Vol.24

実践的基礎知識 REIT編(4) <ベース利回り(国債利回り)変化>

2016/03/18

REITの価格変化を考える ～ベース利回り(国債利回り)変化～

REITの価格変化の要因を考えるときに、ベース利回り(国債利回り)の変化が重要になります。ベース利回り(国債利回り)の変化は様々な影響を与えます。①キャップレートの変化による収益不動産の価格変化②支払利息変化③REIT配当利回りの変化などです。ベース利回り(国債利回り)変化を注視することでREIT価格の動向を理解することにつながります。

キャップレート変化による収益不動産価格変化

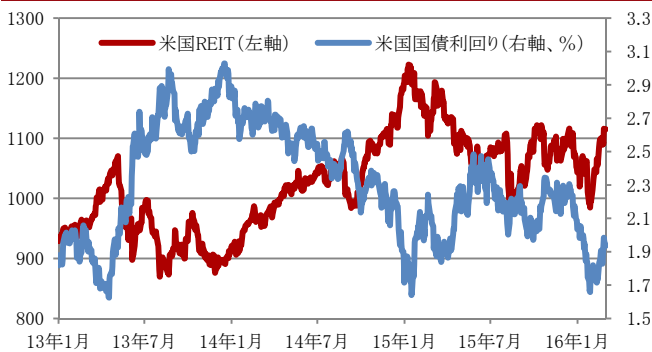
ベース利回り(国債利回り)変化はREITの価格の変化に大きく影響します(図表1)。

前回のレポートで説明させていただきましたように、キャップレートの変化により収益不動産価格は変化します。すなわち、キャップレートが低下すれば収益不動産価格は上昇し、逆にキャップレートが上昇すれば収益不動産価格は下落します。

このキャップレートの上昇には様々な要因がありますが、その中の一つにベース利回り(国債利回り)の変化があります。ベース利回り(国債利回り)が上昇するとキャップレートは上昇し、収益不動産価格の価格は下落します。ベース利回り(国債利回り)が下落するとキャップレートは下落し、収益不動産価格は上昇します。

このように国債の利回り上昇はREITが保有する収益不動産の価格変化に影響を与えREIT価格を変化させます(図表2)。

図表1: 米国国債利回りと米国REIT価格推移

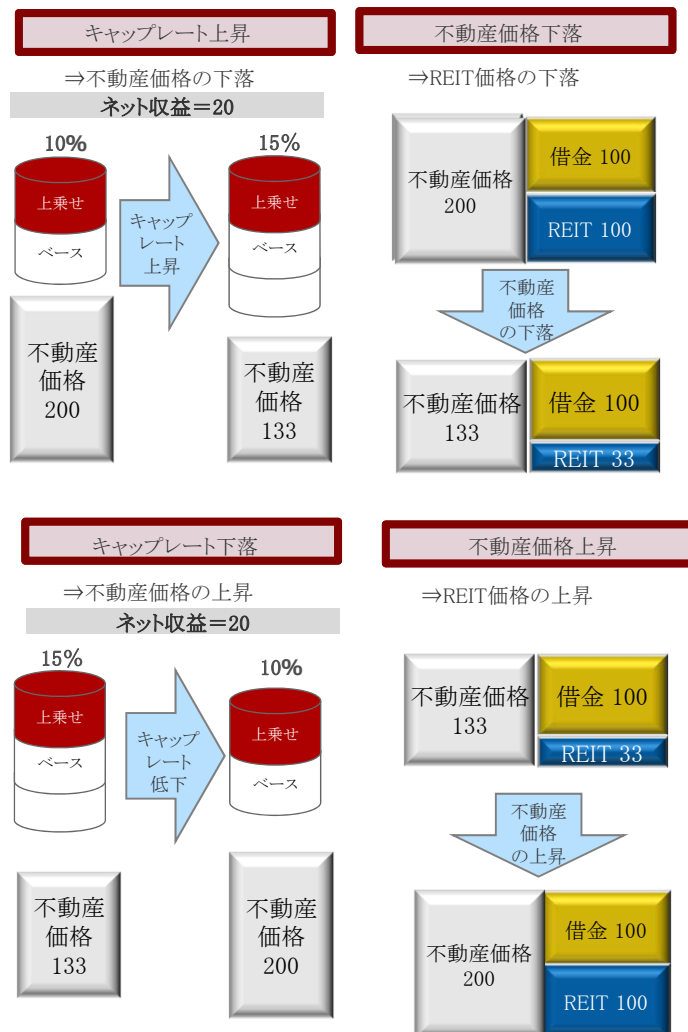


※当資料で使用したMSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

- 当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。
- 運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。
- 当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。
- 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。
- 投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。
- 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

図表2: キャップレートと不動産価格とREIT価格の変化



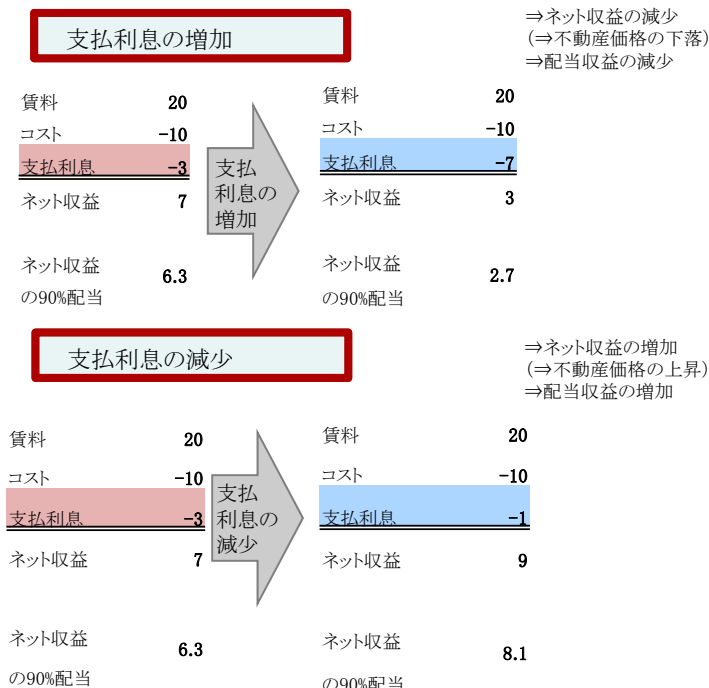
※米国REIT:MSCI米国REIT指数
出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

※上記はあくまでもイメージ図です。

支払利息の変化

REITは借入れをして不動産投資収益にレバレッジをかけています。
 そのため多くの場合ベース利回り(国債利回り)が上昇すると借入の支払い利息が増え、REITのネット収益が減少します。
 REITが保有する収益不動産から得られる賃料(収益)・コストは変化しないと仮定します。賃料(収益)からコスト、支払い利息を差し引きネット収益となり、このネット収益の90%を配当に回します。支払利息が増えると、ネット収益が減少し、REITの配当を減少させます。

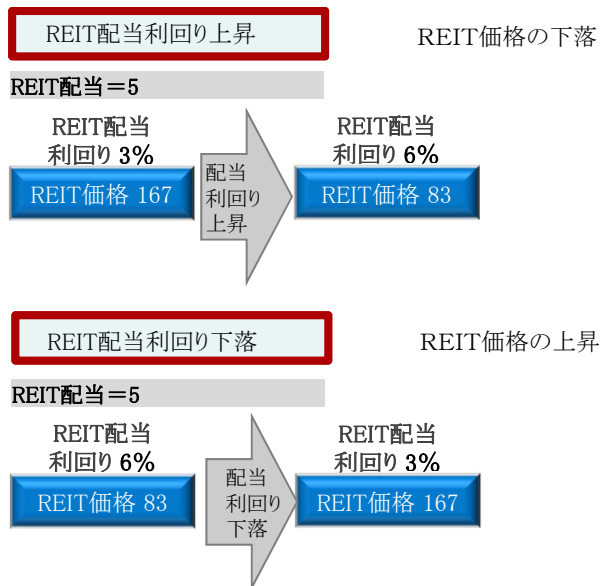
図表3:支払利息変化によるネット収益変化



REIT配当利回りの変化

REITの投資魅力の一つに配当があります。配当利回りを国債の利回りと比較して投資魅力の判断をすることがあります。仮に配当金に変化しない場合、国債の利回りが上昇し、REIT配当利回りの投資魅力が低下した場合、REIT配当利回りが上昇しREIT価格下落につながります。
 これには逆もあり、REIT配当利回りの下落はREITの価格上昇にもつながります。
 このようにREIT価格にはベース利回り(国債利回り)の変化が影響します。今後のベース利回り(国債利回り)の動きにも注視しておくのもREIT投資には必要なことです。

図表4:REIT配当利回り変化によるREIT価格変化



※上記はあくまでイメージ図です。