

# ID不動産金融レポート

平成15年8月12日 第171号

The Report on Investigating Identity of Realty and Finance ~不動産・金融のIDENTITY(アイデンティティ)を探る

## Theme(論点)

### Identity(アイデンティティ)

REITのファンド・オブ・ファンズ第1号が組成される

### Realty(不動産)

J-REITは今年も夏枯れか

### Finance(金融)

8月の日銀月報から

第2・第4火曜日発行

発行者：井出不動産  
金融研究所

論説主幹：井出保夫

〒107-0061東京都港区

北青山3-6-7 青山パ

ラシオタワー11階

TEL：03-5778-7644

FAX：03-5778-7676

E-Mail：idex@hi-ho.ne.jp

## Identity(アイデンティティ) REITのFOFsの商品化進む

前号でREITに特化したファンド・オブ・ファンズ(以下、FOFsと記す)が解禁される見通しが出てきたとレポートしたところだが、日経新聞の報道によれば、ポートフォリオの一部をJ-REITに投資するFOFsの具体的な商品が、早くも組成されたという。設定会社は日興アセットマネジメントで、ポートフォリオの内容は、投資信託の中でも比較的人気が高い毎月分配型と海外債券インデックスに、不動産のパートとしてJ-REIT6銘柄および不動産の信託受益証券を加えたものになっている。

<商品概要>

財産3分法ファンド(不動産・債券・株式)

毎月分配型、追加型投信のFOFs

<投資ウェイト>

不動産等(25%±20%)・・・J-REIT6銘柄や不動産信託受益証券

債券(50%±40%)・・・海外債券インデックス

株式(25%±20%)・・・日本株式インデックス225マザーファンド

また、これに続いて第一勧業アセットマネジメントが設定したFOFsは、ポートフォリオをJ-REIT6銘柄だけで構成したJ-REIT特化型だが、報道によればこの商品は少人数私募のため、一般投資家向けの商品とはなっていないようだ。

これらの先行組に対して、野村証券などはJ-REIT6銘柄を300万円程度で組み合わせたJ-REITのセット販売を強化しているという。J-REITは年に2回配当を実施しているが、6銘柄すべてをセットで購入すれば年間8回の配当が得られるわけで、最近人気化している毎月分配型の投信に近い商品となる。配当利回りが5%以上で毎月分配型という流行りの商品特性をアピールできれば、個人の投資マネーを十分に囲えるとの判断が働いているようだ。

一風変わった取り組みをしているのが松井証券で、先月末から個人向けに返済期限を定めない信用取引を開始したが、そのなかでJ-REITの信用買いを提唱している。その際買い方の支払金利を2.6%に設定しているので、J-REITの配当利回りが5%程度だとすれば、2.4%程度のスプレッドが確保できることになる。

このように、J-REITのFOFsはいずれもJ-REITの配当の高さに着目して商品企画が練られているので、これらが普及すれば、今まで以上にJ-REITのインカムゲインを重視して投資する個人投資家の数が増えるのは確実だろう。

## Realty(不動産) 今年もJ-REIT市場は夏枯れ気味か

J-REITが調整入りしたとの見方が強まっている。本紙で何度も指摘しているように、J-REIT相場は昨年10月以降日本の長期金利の下落(長期国債の価格は上昇)とほぼリンクして上昇してきたが、今年5月をピークに相場の勢いは薄れつつある。下図はJ-REIT6銘柄の出来高と売買回転率を直近の値と上場来平均値で比較したもののだが、特殊な要因を持つJPRを除いて、今年7月の売買状況は極めて低調だったことがわかる(JPRの特殊要因とは、7月に増資を実行したこと)。また、1日当りの平均売買代金で比較しても、7月の値は5月のピーク時に比べて半分以下に減少していることがわかる。今年4月末から株式市場の露払いをするかのように先行して上昇したJ-REIT相場だが、ここに

きて夏枯れモードに入ってしまったことは間違いない。

### 2003年7月までのJ-REIT 6銘柄の売買状況

	03/7の出来高	03/7の売買回転率	上場来平均出来高	上場来平均売買回転率
NBF	366口	0.13%	593口	0.21%
JRE	436口	0.19%	550口	0.28%
JRF	321口	0.21%	359口	0.43%
OJR	255口	0.21%	296口	0.24%
JPR	1,657口	0.47%	709口	0.24%
PIC	130口	0.22%	211口	0.36%

出所：野村證券

出来高は取引単位あたりの平均出来高を表す。

銘柄	株価(8/11、千円)	予想配当利回り	時価総額(億円)
NBF	652	4.3%	1886
JRE	657	4.4%	1458
JRF	646	4.5%	939
OJR	531	5.3%	637
JPR	247	4.3%	770
PIC	520	5.4%	300

しかし、下記に示したJ-REITが人気化した要因のうち、日銀によるJ-REITの買いオペの思惑を除いては、著しく悪化した要件がないことから、今後もJ-REIT相場は安定的に推移すると思われる。

#### < J-REITが上昇した要因 >

**好決算の実績** 上場6銘柄がすべて決算発表を経験した結果、全銘柄の配当実績が予想配当を上回ったことが確認され、それが投資家に安心感を与えることになった。

**低金利傾向** 2002年10月以降、日本の長期金利が低下傾向を強め始めたことがJ-REITにとって追い風となった。

**日銀が買いオペレーションの対象にするのではとの思惑** 昨年あたりから一層の金融緩和策の一つとしてETF(株価指数連動型上場投資信託)やJ-REITを日銀が購入すべきだとの声が、政治家サイドから聞こえてくるようになり、これが実現すれば、J-REITの需給関係は格段に好転するとの思惑から、J-REITの全銘柄が上昇する場面が見られた。しかし、J-REITの市場規模は日銀の買いオペ対象にするにはあまりにも小さすぎることで、およびJ-REITは投資信託という名前が付いているものの、実質的には賃貸不動産を保有する不動産会社の株とほとんど同じであり、不動産市場全体への波及効果はほとんど期待できない、という2つの理由から、今はまだ日銀の買いオペ対象にするのは時期尚早との見方が大勢である。

**代表銘柄のMSCIジャパン・インデックス入り** 今年4月末に、J-REITの代表銘柄とされるNBFとJREの2銘柄が、MSCIジャパン・インデックスの新規構成銘柄に採用されると発表された。MSCIジャパン・インデックスとは、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)社が独自に算出している株価指数で、これをベンチマークにしている日本向けの投資マネーは、総額で30兆円から40兆円と推定されているだけに、その影響力はかなり大きかったようだ。時価総額の上位2銘柄が構成銘柄に採用されたことで、J-REITに対する機関投資家の注目度が一層向上し、行く行くは東証株価指数(TOPIX)にも採用されるとの思惑もあって、相場は4月末頃から一段高となった。

**機関投資家の買い出動** 今年年4月のJ-REITの手口を見ると、個人投資家が売り越し(80億円)なのに対して、代表的な機関投資家である銀行(66億円)、生損保(12億円)はいずれも買い越しに転じている。また続く5月には、生損保の買い越し(23億円)に加えて、その他の金融に範疇分けされる信用金庫や政府系金融機関の買い越し(24億円)が目立ってきた。そして、6月の統

計では外人投資家が売り越しに転じていることが明らかになった。つまり、J-REITの売買状況は、個人と外人投資家が売り越ししているのに対して、金融機関等の機関投資家が買い越ししていることがわかる。  
 <米国REIT市場の現状>

米国REIT相場は、株式市場全体が不安定ななかにあっても、相対的に堅調な地合いが続いている。代表的なREITのベンチマークとされるRMS（モルガンスタンレーREITインデックス）の今年7月の年換算総合利回りは19.9%、予想配当利回りは6.24%となっている。

好調セクターを見ると、リテール（小売り）やヘルスケア（老人ホーム等）それにモーゲージREITのパフォーマンスが良く、低調セクターでは、需給関係の悪化からアパートやオフィスREITが苦戦していることがわかる。

#### 米国株式市場とREITのパフォーマンス

（単位％）

	2000年	2001年	2002年	2003年
DJIA	9.4	7.0	16.8	10.7 ( 2.8 )
S&P500	9.1	13.4	23.4	12.6 ( 1.6 )
NASDAQ	39.2	21.0	31.5	29.9 ( 6.9 )
Russell2000	8.1	2.5	21.6	24.3 ( 6.2 )
RMS	26.8	15.5	3.6	19.9 ( 5.3 )

2003年のパフォーマンスは7月末時点の年換算。

( )は7月単月の実績。

RMSは総合利回りを表すが、他は配当を加味していない。

Dow Jones 30-Stock Industrial Average 俗にニューヨークダウと呼ばれる、世界で最も影響力が大きい株価指標。ダウジョーンズ通信社が、1928年10月から30種平均として公表を始めたもの。ニューヨーク証券取引所に上場する各セクターを代表する30の優良銘柄を対象に算出される。

S & P 5 0 0 ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、ナスダックに上場している金融、公共事業等を含む幅広い業種から選ばれた上位500の大型株で構成される。単に時価総額を基準に選ばれるのではなく、米国株式市場を代表する主要産業の中からリーディングカンパニーを選出するのが特徴。

Nasdaq Composite Index ナスダック市場に上場するすべての株式を網羅するインデックス。ハイテク関連株が多いことで知られ、代表銘柄にはマイクロソフトやインテル、シスコシステムズ等の有名企業がある。

Russell 2000 フランク・ラッセル社が毎年5月末に米国株9000社のうち時価総額上位3000社の株式をランク付けするが、そのうち下位の2000社でつくった株価指数がRussell 2000と呼ばれ、米国小型株の代表的な指標とされている。

Morgan Stanley REIT Index (RMS) RMSはサンプル数107で1996年から作成された代表的なREITインデックス。配当益を加算した総合利回りとなっている。また、当初からヘルスケアREITを対象から外してきたが、2001年からサンプルに追加。

#### Finance(金融) 8月の日銀月報から

日本銀行は昨日、8月の金融経済月報を公表した。景気全般のトーンについては、「景気は横ばい圏内の動きを続けている」として、前月までの情勢判断を据え置いたが、海外経済の先行きについては、「米国を中心に本年後半の成長率が高まる方向にあるとみることが一応可能」、「東アジア経済も持ち直しの兆しがうかがわれる」とするなど、やや楽観的な見方をしている。

また8月の月報では、足もとの景気について次のように判断されている。

設備投資：緩やかな持ち直し基調、個人消費：弱めの動き、住宅投資：低調、公共投資：減少、純輸出：横ばい圏内、鉱工業生産：横ばい圏内。これらはいずれも前月の判断を踏襲している。

また、雇用・所得環境では、臨時雇用などを広く含む雇用者数が「下げ止まりつつある」として、前月の「下げ止まり傾向」から小幅上方修正したほか、「賃金の下落にも歯止めがかかってきている」として、前月の「緩やかながらも低下基調」から若干上方修正した。

そのうえで「所定外労働時間や新規求人の増加に一服感がみられるほか、常用労働者数は引き続き減少している。このため、雇用者所得はならしてみれば緩やかな減少傾向から脱しきれておらず、家計の雇用・所得環境は、全体としてなお厳しい状況になる」と指摘している。

以上をまとめると、今年後半は海外経済の回復が見込まれるが、それが国内経済にどの程度好影響を及ぼすかは不明ということになる。株価の上昇で多少楽観ムードが出てきた日本だが、これで海外経済の回復が予想を下回るようだと、株価の反落は勿論のこと、さらなる国内景気の悪化が心配になってくる。日本が取るべき政策は、やはり海外経済の回復を前提とした「円安政策」しかないと思うのだが。