

## リート（不動産投資信託）の価格構造

不動産鑑定士 安澤 誠一郎

〔株〕中央不動産鑑定所コンサルタント部長

9月10日、日本ビルファンドとジャパンリアルエステイトの2つの投資法人が日本初の「リート」（不動産投資信託）として上場を果たした。

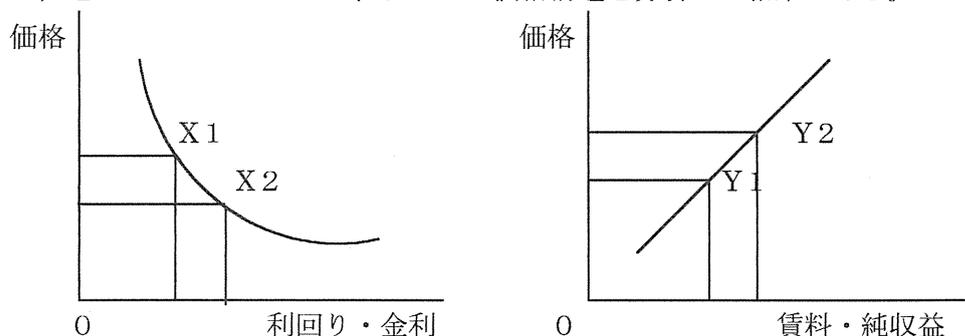
リートは複数の賃貸事業不動産のキャッシュフローを配当原資とする、流動性、小口化という特性を持つ個人投資家向け金融商品であり、低金利と株価低迷の時代に代替投資としての期待は大きい。

しかし、他の金融商品と比較して配当に魅力があっても、一定期間後に転売することを意識するとリートは価格下落によるマイナスリターンの可能性が高い。

なぜなら、リーートの価格はキャッシュフローと利回りの両面から決定されるが、デフレ・低成長・構造改革・IT不況というマイナス環境からキャッシュフロー（賃料）上昇による配当増加→価格上昇（ $Y1 \rightarrow Y2$ ）が当面見込めないことと、低金利が続くとしても金利水準が底にあって今後金利は上昇しかないとためである。（注1・2）

従って、金利が上昇に転じた場合には、デット（借入金）の金利負担増による配当の減少と（ $Y2 \rightarrow Y1$ ）投資家の期待利回りアップ（ $X1 \rightarrow X2$ ）により価格下落は避けられない。

以下、上場したリーートの内容を基にして金利上昇→リート価格下落（配当利回りアップ）をシミュレーションし、リーートの価格構造を分析した結果である。



（注1）これから本格化する構造改革・企業のリストラ・2003年のビルラッシュ等を考え合わせると、むしろ賃料ダウンと空室アップのリスクがある。

（注2）バブル崩壊後国内全体でみると地価はまだ下落を続けているが、不動産ファンドとリート組成による旺盛な需要により東京都心を中心とした投資用不動産が高騰し、10年国債で1.5%を下回る低金利の中、4%台前半というリーートの予想配当利回りに連動するかのように投資用不動産のキャップレート（還元利回り）も底近くまで低く推移している。