

J-REITの投資環境について

東京海上アセットマネジメント投信株式会社

2010年11月12日

※本件資料は弊社の投資判断等を記した資料及び、販売目的等で作成された資料ではございません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表などの内容は、将来の運用成果や市場環境の変化などを示唆・保証するものではありません。資料には一定の見解などが含まれていますが、その内容は予告無く変更されることがあります。当資料の内容はあくまで作成日時点のものであり、将来変更される可能性があります。また、市場動向や個別銘柄の将来の動向を保証するものではありません。

資産運用商品としてのJ-REIT

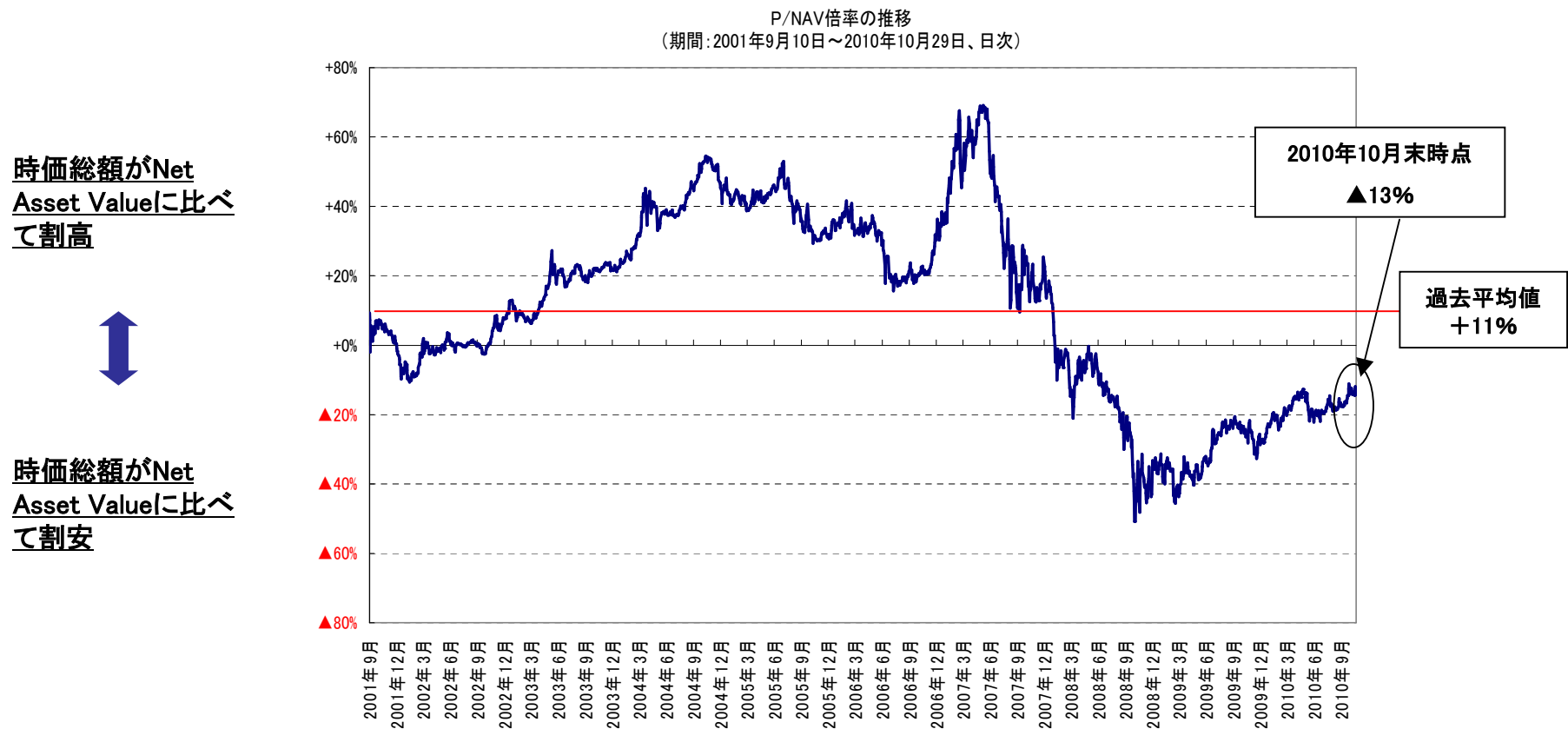
－当社がJ-REITに取り組む上での着目点

当社がJ-REITに取り組む上での着目点①

「市場が割安な状態であること」

— J-REITは市場からディスカウントされた状態で取引されており、投資タイミングとして良好な状態と判断

過去のP/NAV倍率の推移
 (P/NAV倍率 = 投資口価格 ÷ 1口あたりNet Asset Value の時価総額加重平均)



当社がJ-REITに取り組む上での着目点②

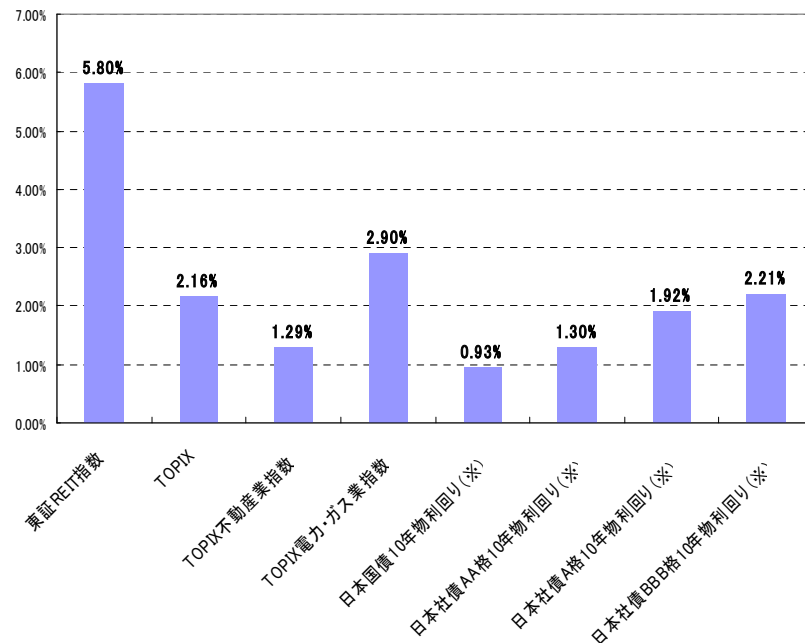
「配当利回りが高い水準にあること」

一個人投資家から人気のある投資信託は「毎月分配型」、「高配当」商品であり、現在のJ-REIT市場の成長性を勘案すれば、このニーズを満たせる国内投資対象として数少ない存在

国内の代表的な資産別(含むセクター)の利回り水準の比較

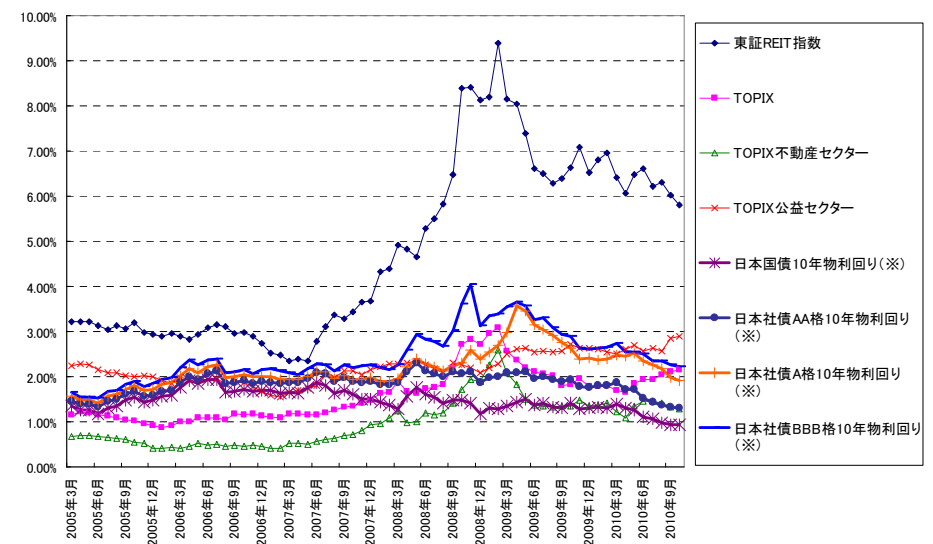
(%)

過去12カ月実績利回り及び債券利回りの水準 (2010年10月29日時点)



(%)

各資産クラス別の利回りの時系列推移 (期間 2005年3月末～2010年10月末、月次)



※国債、社債の利回りはブルームバーグのジェネリック利回り

当社がJ-REITに取り組み上での着目点③

「スポンサー企業の交代や合併による財務基盤や信用力の強化が行なわれてきた」

—2007年以降、一部スポンサー企業の信用リスク懸念が拡大し、いくつかのJ-REITでのスポンサー企業の交代により信用力が改善された。また2009年以降では、J-REITは「負ののれん」の制度が整備されて合併が促進された。

過去のJ-REITのスポンサー交代事例

No	区分	旧スポンサー	新スポンサー①	新スポンサー②
1	投資法人	イーアセット	2007/11/19 ラサールジャパン	2010/03/01 (合併先) 日本リテールファンド
	スポンサー企業	アセットマネジャーズ	ラサールインベストメントマネジメント	三菱商事 UBS AG ※合併先のスポンサー企業へ交代
2	投資法人	フロンティア不動産	2008/03/24 フロンティア不動産	
	スポンサー企業	JT	三井不動産	
3	投資法人	ビ・ライフ	2007/03/02 ビ・ライフ	2008/12/19 ビ・ライフ
	スポンサー企業	モリモト、大和ハウス	モリモト、キャピタランド、大和ハウス	大和ハウス、モリモト、キャピタランド ※大和ハウスが運用会社の筆頭株主へ
4	投資法人	リプラス・レジデンシャル	2008/08/28 日本賃貸住宅	
	スポンサー企業	リプラス	オークツリー・キャピタル	
5	投資法人	クリード・オフィス	2008/12/12 ジャパン・オフィス	
	スポンサー企業	クリード	いちごアセットラスト	
6	投資法人	DAオフィス	2009/07/01 DAオフィス ※「大和証券オフィス」へ名称変更	
	スポンサー企業	ダヴィンチHD	大和証券グループ本社	
7	投資法人	MIDリート	2009/12/01 MIDリート	
	スポンサー企業	MID都市開発(エートス)	MID都市開発(関西電力) ※スポンサー自体の株主交代	
8	投資法人	ジョイント・リート	2010/03/08 ジョイント・リート ※「積水ハウス・SI」へ名称変更	
	スポンサー企業	ジョイント・コーポレーション	積水ハウス、スプリング・インベストメント	
9	投資法人	プレミア	2010/04/26 プレミア	
	スポンサー	ケン・コーポレーション他	NTT都市開発他	
10	投資法人	日本ホテルファンド	2010/07/26 日本ホテルファンド	
	スポンサー企業	クリエイティブ・リノベーションG他	Rockrise Sdn Bhd 他	

過去のJ-REITの合併事例

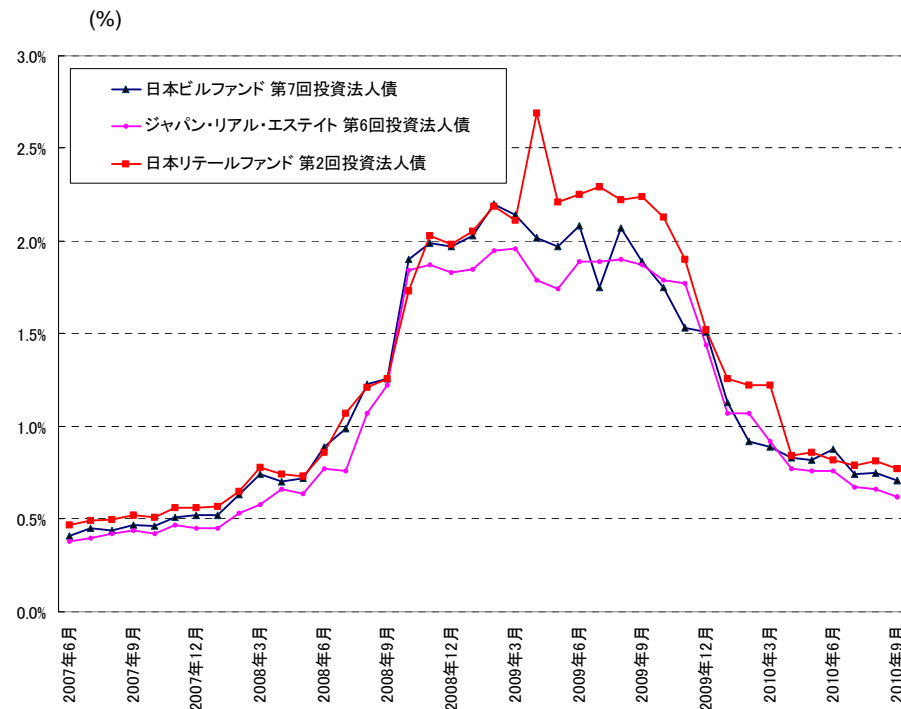
No	区分	投資法人名	合併発表日	合併比率	一口当り純資産(A)	一口当り合併対価(B)	デイスカウント率(B)/(A)-1	負ののれん額(億円)
1	存続法人	アドバンス・レジデンス	2009/08/06	3.00				
	消滅法人	日本レジデンシャル		2.00	395,358円	217,562円	▲44.97%	439
2	存続法人	ビ・ライフ	2009/09/18	1.00				
	消滅法人	ニュー・シティ・レジデンス		0.23	175,126円	98,210円	▲43.92%	190
3	存続法人	日本リテールファンド	2009/10/29	1.00				
	消滅法人	ラサールジャパン		0.30	188,382円	116,820円	▲37.99%	72
4	存続法人	インヴェンシブル(※旧「東京グロースリート」)	2009/11/17	1.00				
	消滅法人	LCP		0.80	201,525円	72,985円	▲63.78%	118
5	存続法人	日本賃貸住宅	2010/02/26	1.00				
	消滅法人	プロスペクト・リート		0.75	251,425円	88,975円	▲64.61%	171
6	存続法人	ユナイテッド・アーバン	2010/04/22	1.00				
	消滅法人	日本コマース		0.17	155,483円	104,895円	▲32.54%	160
7	存続法人	クレッシエンド(※「平和不動産リート」へ名称変更)	2010/06/21	1.00				
	消滅法人	ジャパン・シングルレジデンス		0.75	346,082円	142,575円	▲58.80%	114

当社がJ-REITに取り組む上での着目点④

「デット・ファイナンス環境の改善」

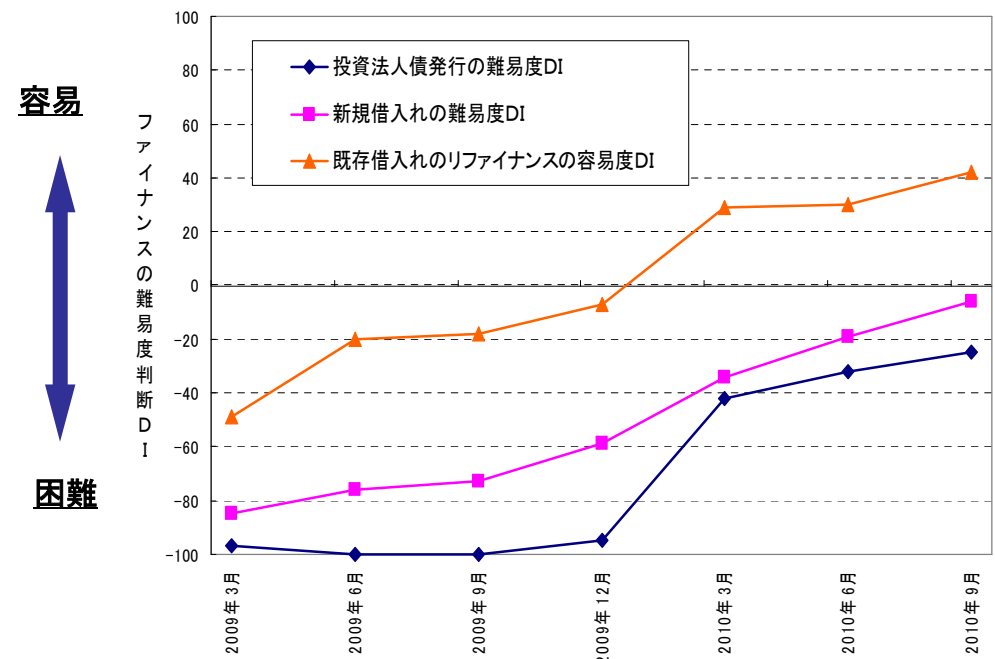
ー2005～2007年にかけて新規上場や公募増資を行ないながら投資法人債発行や借入れも行ない、物件を取得した。しかし、2006年後半以降にはサブプライムローン問題以降の金融危機によってリファイナンスが困難に。その後、2010年に入り、信用リスクが低下して借入れ金利や投資法人債のスプレッドも縮小し、借入れがしやすくなっている。

J-REIT時価総額上位3法人の投資法人債の信用スプレッド推移
(期間：2003年3月末～2010年9月末、月次ベース)



※信用スプレッド=投資法人債利回り-同一残存の国債利回り

J-REIT各社へのアンケートによるファイナンス(借入れ)の難易度DIの推移
((社)不動産証券化協会 第7回「J-REITの資金調達環境に関するアンケート調査」より)



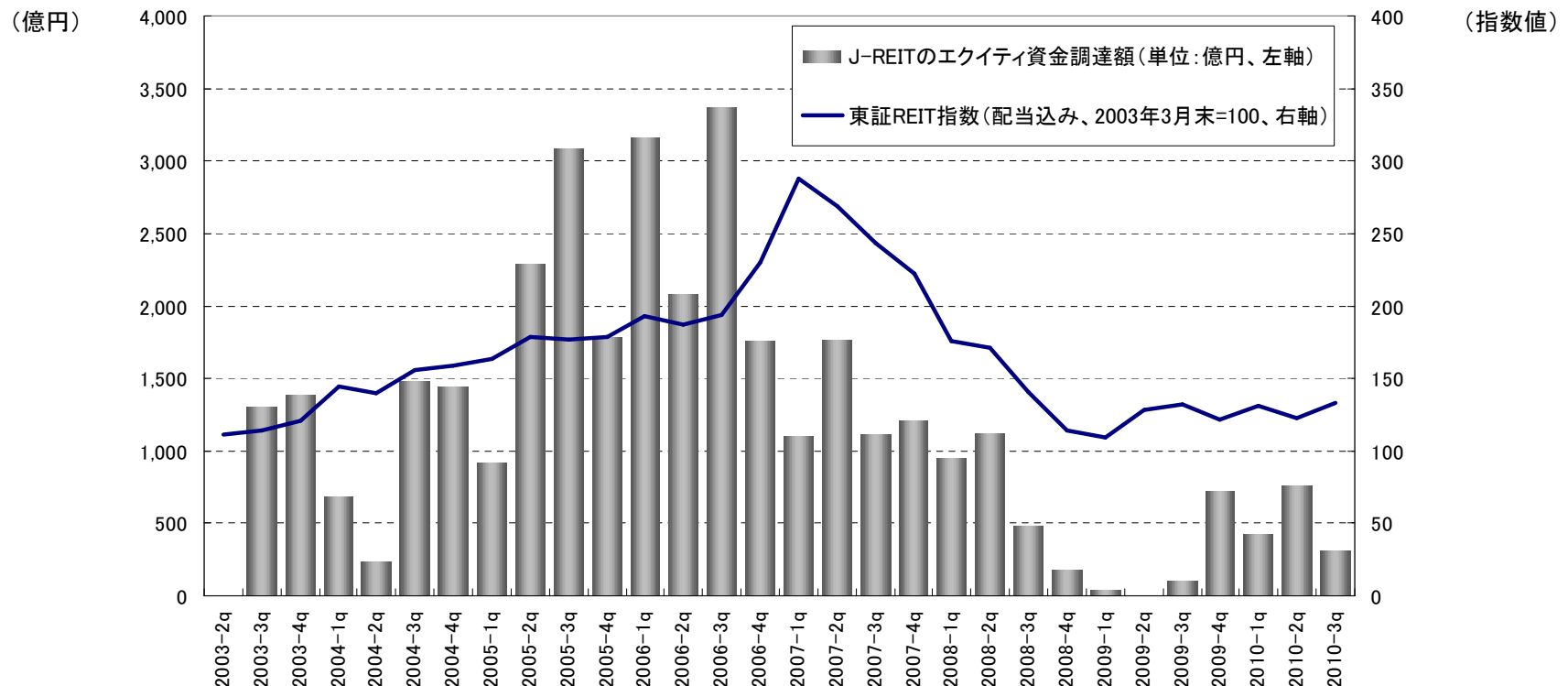
当社がJ-REITに取り組む上での着目点⑤

「エクイティ・ファイナンス環境の改善」

—2007年以降、J-REITの投資口価格が低下し続けたため増資を控える状況となった矢先、2008年9月のリーマンショックによってJ-REIT市場は急落し、増資自体が殆ど出来ない状況に陥ってしまった。しかし、2009年後半以降は、増資を再開するJ-REITも出てきており、エクイティ・ファイナンスを行なえる状況になりつつある。

J-REIT市場のエクイティ・ファイナンス規模の推移

(期間 : 2003年3月末~2010年9月末、四半期ベース)



J-REIT市場における問題点の整理

－ J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点

J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点①

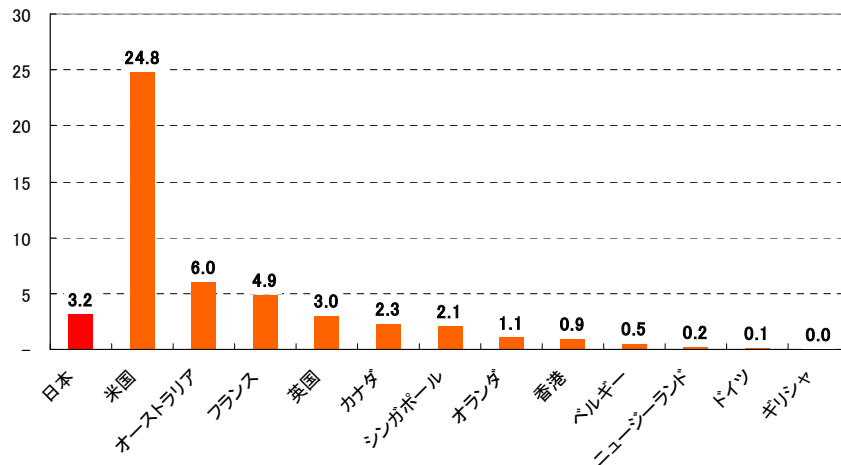
「J-REITの上場市場の規模」

- J-REIT市場の上場規模
- J-REIT市場の流動性

J-REITと海外REITの上場市場の規模 (2010年10月末時点)

(兆円)

主なREIT制度導入国の時価総額
(概算値、単位：兆円)



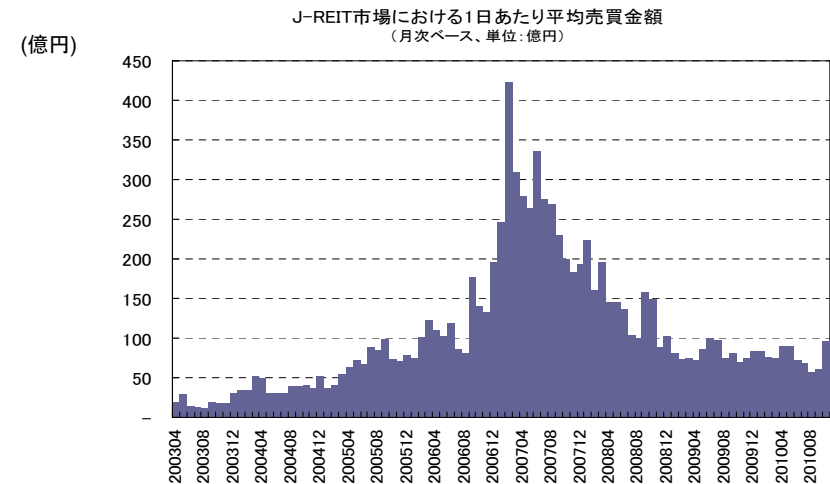
※各国のREITはブルームバークでREITと分類された銘柄に基づき集計された概算値
 ※各時価総額は発行済株数(投資口数)ベースの時価総額を円換算して算出

J-REIT市場での現在の流動性

(A) 時価総額(発行済み株数・投資口数ベース)と月間売買代金(2010年9月)

	(A) 時価総額 2010年9月末 (単位：億円)	(B) 月間売買代金 2010年9月 (単位：億円)	比率 (B)÷(A)
東証REIT指数	30,556	1,682	5.50%
TOPIX	2,849,458	261,342	9.17%
TOPIX不動産業指数	62,781	7,505	11.95%
TOPIX電気・ガス業指数	125,368	8,618	6.87%

(B) 1日あたりの平均売買代金の推移(期間 2003年4月～2010年10月、月次)



※1日あたりの売買金額はJ-REIT上場全銘柄の集計値の月間平均値として算出
 ※売買代金=出来高×終値

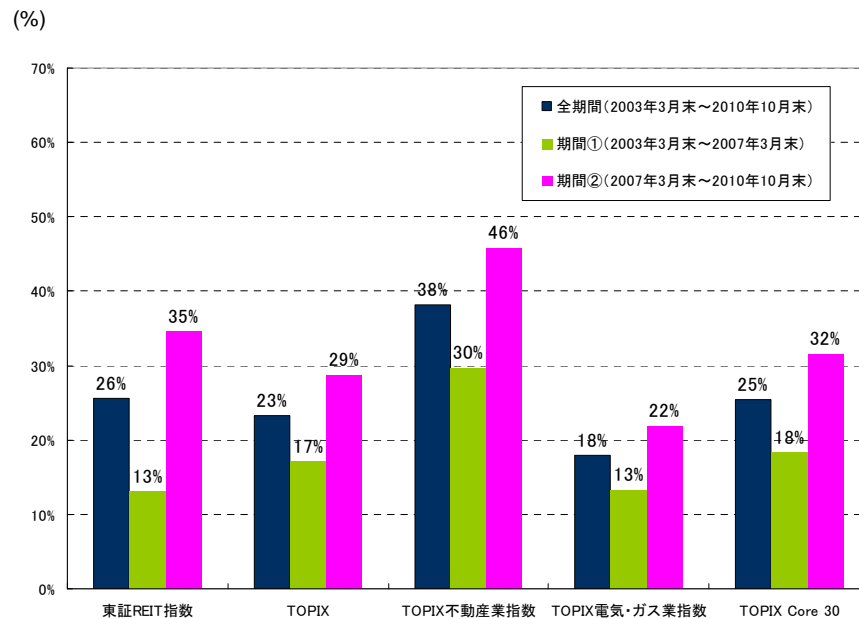
(出所)ブルームバークのデータに基づき、東京海上アセットマネジメント投信が作成

J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点②

「市場リスクの水準や相関性」

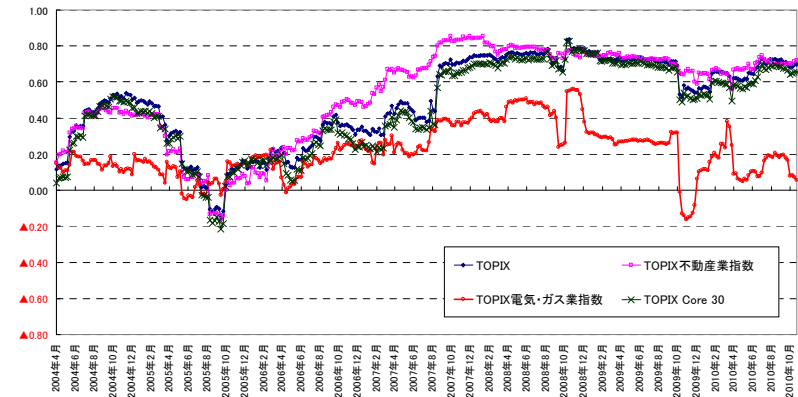
- ボラティリティ
- 他の金融商品との連動性

東証REIT指数のボラティリティ(年率)の変化
(データ期間: 2003年3月末~2010年10月末)

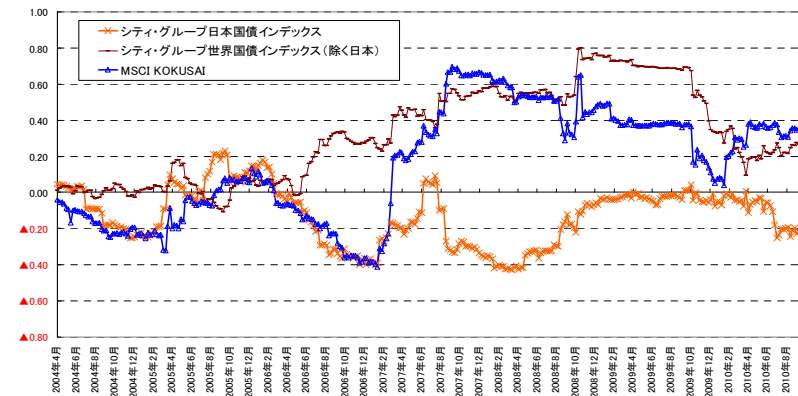


※各ボラティリティは、各指数の日次リターン標準偏差を1年250営業日として年率化した数値
※各指数は配当なしベースの指数

日本株式に対する相関係数(52週ベース)の変化の推移
(期間: 2003年3月末~2010年10月末、週次)



他資産クラスに対する相関係数(52週ベース)の変化の推移
(期間: 2003年3月末~2010年10月末、週次)



※各指数の通貨は全て円ベース
※各株価指数は配当なしベースの指数

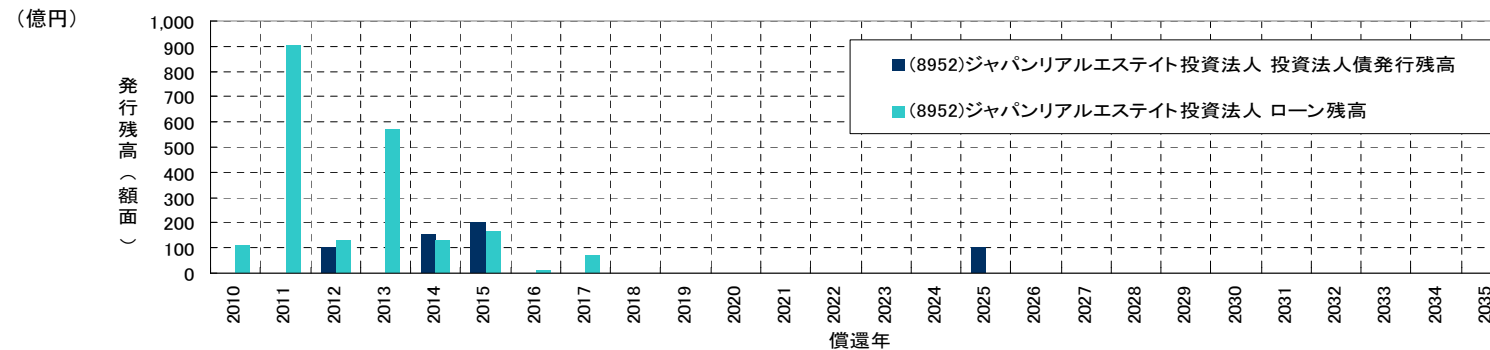
J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点③

「デット(財務レバレッジ)」

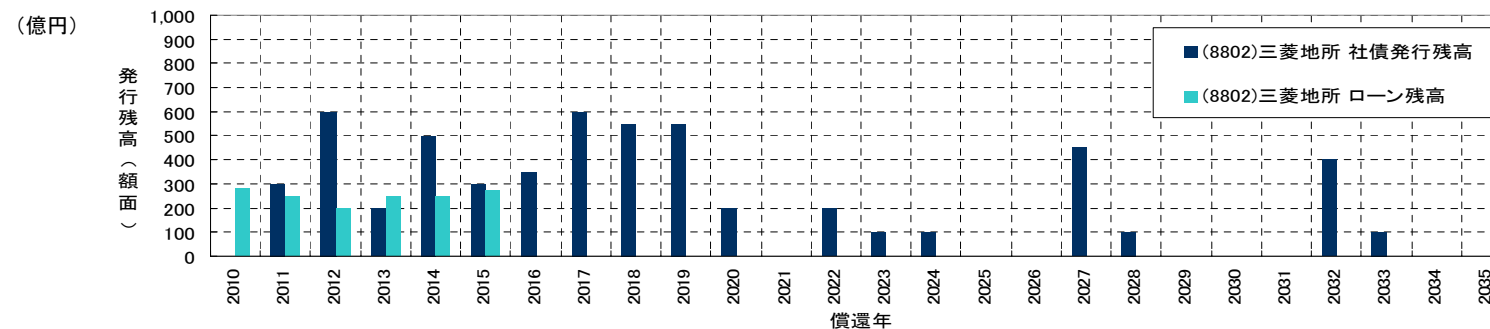
- デットの借り換えリスク
- 不動産事業とのデットのデュレーションの違い

【参考事例】

ジャパンリアルエステイト投資法人のデット・ファイナンス(投資法人債、ローン)の残存構成 (2010年11月5日時点)



三菱地所(JREのスポンサー)のデット・ファイナンス(社債、ローン)の残存構成残存構成 (2010年11月5日時点)



(出所)ブルームバーグ、J-REIT各社資料のデータに基づき、東京海上アセットマネジメント投信が作成

J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点④

「スポンサー企業」

- ・ 利益相反に対する懸念
- ・ スポンサー会社の賃貸部門とJ-REIT

【参考事例】

ジャパンリアルエステイト投資法人
の保有賃貸不動産の開示データ（※平成22年3月期決算開示資料より）

①保有不動産の簿価評価額と時価評価額

	(A)平成22年3月期 期末簿価評価額 (百万円)	(B)平成22年3月期 期末時価評価額 (百万円)	評価益 (B) - (A) (百万円)	含み損益率 (%)
賃貸等不動産	614,734	645,239	+30,505	+5.0%

②代表的な保有不動産の例

保有不動産名	取得価格合計 (百万円)	期末算定価格 (百万円)	建物所有割合 (※延床面積ベース)
北の丸スクエア	81,556	71,900	100%
汐留ビルディング	75,850	79,600	40%
三菱UFJ信託銀行本店ビル	44,700	46,500	19%
MMパークビル	37,400	36,200	100%
渋谷クロスタワー	34,600	41,600	100%

三菱地所の保有賃貸不動産
の開示データ（※平成22年3月期決算開示資料より）

①保有不動産の簿価評価額と時価評価額

	(A)平成22年3月期 期末簿価評価額 (百万円)	(B)平成22年3月期 期末時価評価額 (百万円)	評価益 (B) - (A) (百万円)	含み損益率 (%)
賃貸等不動産	2,615,827	4,549,292	+1,933,465	+73.9%

②代表的な保有不動産の例

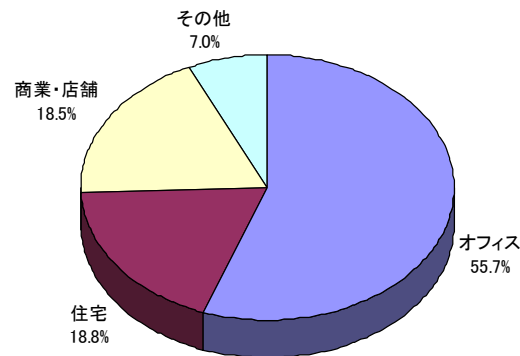
保有不動産名	帳簿価額 (百万円)	建物所有割合 (※延床面積ベース)
丸の内パークビル・三菱一号館	150,599	100%
新丸の内ビルディング	144,421	100%
横浜ランドマークタワー	120,901	100%
丸の内ビルディング	110,704	100%
東京ビルディング	75,667	88%
丸の内オアゾ	56,310	81%

J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点⑤

「J-REITによる不動産分散投資」

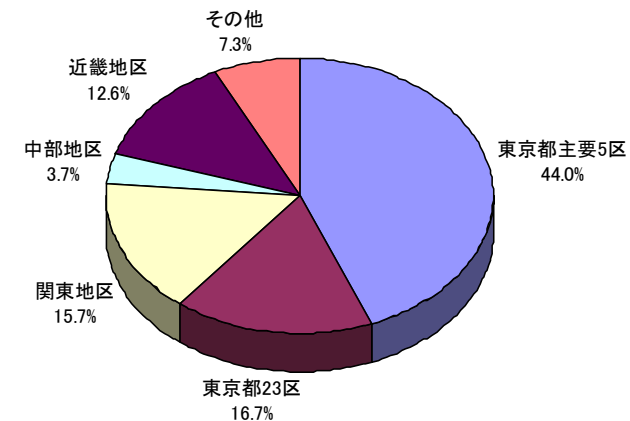
- プロパティ・タイプによる分散 – オフィスに集中
- 地域分散 – 関東地区への集中
- 機関投資家の立場と個人の立場の違い – “特化”を望む機関投資家と“分散”を望む個人投資家

J-REITの保有不動産の用途別保有額の割合
(2010年8月末時点)



※用途の分類はJ-REIT各社の公表資料の記載に基づき集計

J-REITの保有不動産の所在地別保有額の割合
(2010年8月末時点)



東京都主要5区: 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

東京23区: 東京都主要5区以外

関東地区: 東京都(除く23区)、茨城県、栃木県、群馬県、埼玉県、千葉県、神奈川県

近畿地区: 滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県

中部地区: 岐阜県、静岡県、愛知県、三重県

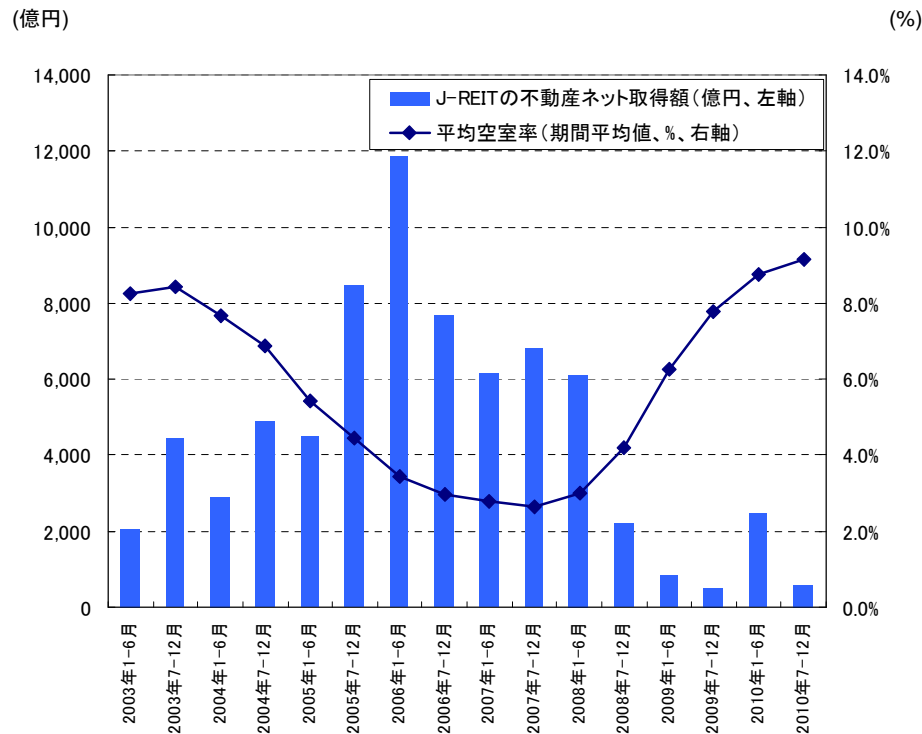
その他: 上記県以外

J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点⑥

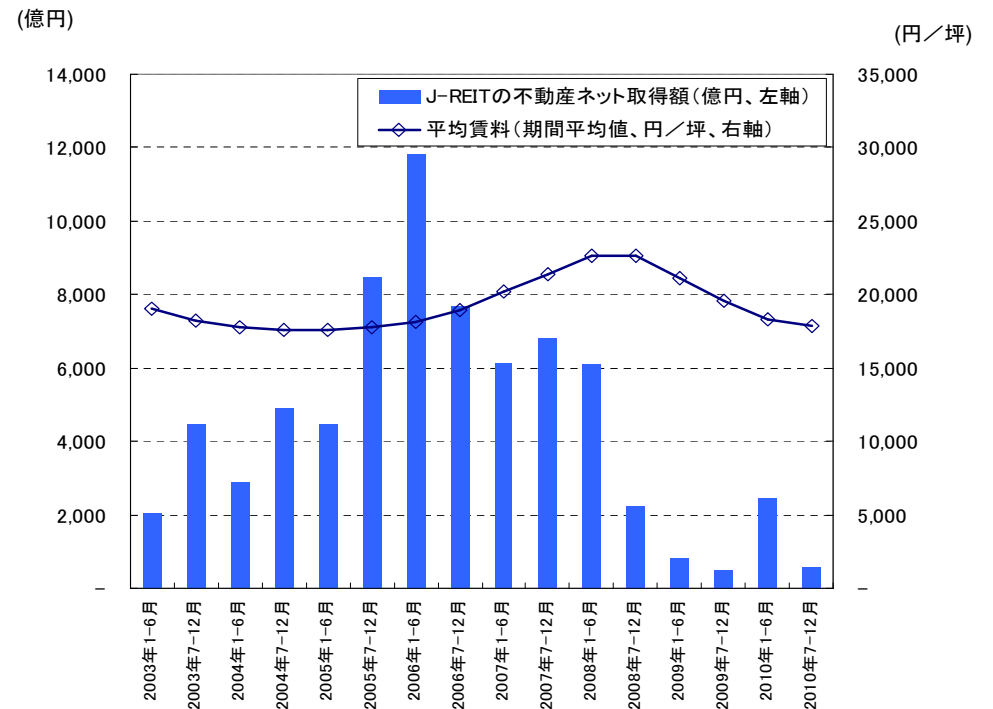
「不動産市況がいい時には内部成長をし、市況が悪いときには外部成長をしている？」

ー不動産市況の変化とJ-REITの不動産取得のタイミング

**J-REITのネット物件取得額の推移と
東京ビジネス地区の平均空室率の推移**
(データ期間 2003年1月～2010年8月、半期毎集計値)



**J-REITのネット物件取得額の推移と
東京ビジネス地区の平均賃料の推移**
(データ期間 2003年1月～2010年8月、半期毎集計値)



※東京ビジネス地区：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

※平均空室率、平均賃料は対象期間中の平均値

J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点⑦

「市場規模」

- ・ 不動産会社の賃貸部門とREITが共存する日本
- ・ REIT制度が認められている国では、多くの不動産会社がREITへ転換
- ・ 年金等の長期資金を呼び込む為には、一定規模の市場規模・流動性が必要

海外のREITと日本のREITの制度の主な差異の一部具体例

国名	REITの法律上の 制定時期	内部運用型 or 外部運用型	事業活動（開発行為 or 開発案件への投資）	不動産割合
アメリカ	1960年	両方可 (内部運用型中心)	可	75%以上
カナダ	1994年	両方可 (内部運用型中心)	原則、不可 (但し、ビジネスREITは可)	80%以上
英国	2007年	両方可	可 (但し、制限あり)	75%以上
オランダ	1969年	両方可	可	なし
フランス	2003年	内部運用型	可 (但し、総資産の20%が限度)	なし
ドイツ	2007年	内部運用型	可	75%以上
豪州	1971年	外部運用型	原則、不可 (但し、ステープルド・セキュリティ型は可)	なし
シンガポール	1999年	外部運用型	可 (但し、総資産の10%が限度)	75%以上
日本	2000年	外部運用型	不可（投信法による）	75%以上

J-REITに関して想定と違っていた点及び問題点⑧

「制度面等」

- 不動産開発の取り扱い
- UP-REITスキーム
- 新しい(プロパティ)タイプのREIT組成の可能性 (モーゲージREIT、森林REITなどの新しいREITスキーム等)
- 内部留保の余地 - 特に物件売却時
- 自社株買い、割当増資、CB・優先株発行
- 内部運用
- 税会不一致の問題
- 減資規定
- TOPIXへの組入れ、インサイダー取引規制の適用
- ガバナンス (運用会社における社外取締役の選任等)