

# 2018年上期のJ-REIT市場と今後の展望

三井住友トラスト基礎研究所 REIT投資顧問部

河合 延昭



## 1. 2018年上期のJ-REIT市場

### (1) 市場概況

2017年年間の東証REIT指数（配当込み）は-6.8%と年間を通じて概ね下落基調で、年末の予想配当利回りは4.17%まで上昇した。また、TOPIX（配当込み）の+22.2%を大きくアンダーパフォームした。

軟調な市況となったのは、需給要因が大きく影響していると思われる。J-REIT市場において、これまで主要な買い越し主体として市場を牽引してきた投資信託が、同年4月以

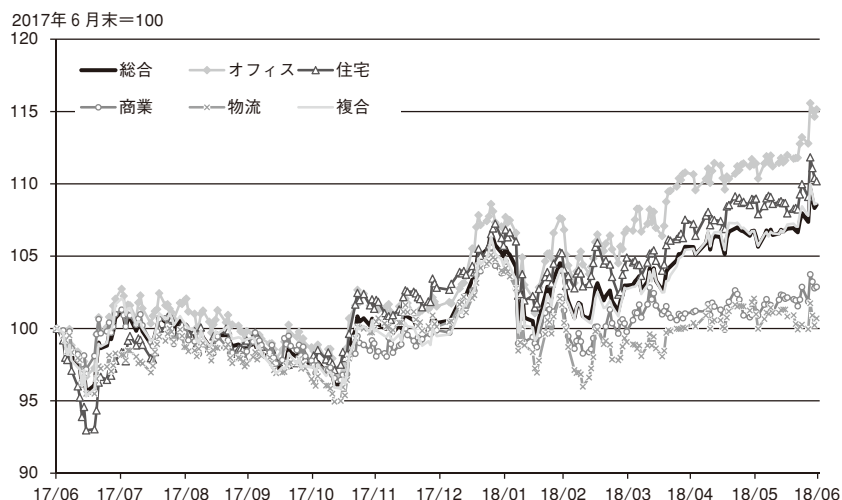
降売り越しに転じ、その継続が確認されていく中で、市場全体に需給悪化懸念が広がった可能性がある。J-REIT投資法人の業績は堅調で、保有物件の稼働率は高く、賃料増額改定や負債コストの削減によって分配金は増加している。また、自己投資口の取得（4銘柄が実施）といった新たな動きもあった。しかし、海外金利の上昇や地政学リスクへの懸念も加わり、需給改善には至らなかった。

2018年に入り、市場は2017年から一転して復調してきている。東証REIT指数（配当無し）は、年明けからの連騰で2017年8月以来の1,700pt台を回復、1月末の予想配当利回りは3.99%と2017年末の4.17%から一気に低下した。投資信託からの資金流出は継続しているものの、株式に対するこれまでの出遅れ感や利回り魅力を受けて、ETF等を通じた資金流入が進んだものとみられる。2017年には強い懸念がもたれていた2018年以降の東京オフィス市場の軟化に対する警戒感が後退したこと

### 〈目次〉

1. 2018年上期のJ-REIT市場
2. 資金調達：良好な調達環境が継続
3. 物件取得：市況復調を受け外部成長は活発化
4. 今後の展望

(図1) SMTRI J-REIT Indexの推移 (直近1年、配当込み) —セクター別



(注1) J-REIT全体を総合と称し、2以上の不動産用途の組み合わせで運用する銘柄を複合セクターとしている  
 (注2) セクター間の比較を可能にするため、全インデックスを再指数化している  
 (出所) 三井住友トラスト基礎研究所

もプラスに影響したとみられる。2018年6月末の東証REIT指数(配当込み)は2017年末比+8.2%と上昇、TOPIX(-3.7%)をアウトパフォームしている。6月末の同指数(配当無し)は1,764ptにまで回復、時価総額は12.5兆円と昨年末(11.4兆円)から9.8%増加した。

2018上期の投資部門別の売買状況を見ると、ETFの設定動向が反映される証券自己取引の買越額が拡大、市場を牽引する継続的な買い越し主体として注目される。海外投資家も5月を除き買い越しである。他方、国内銀行(日銀除く)は4月を除き売り越し、2016年度まで市場を牽引してきた投資信託は、2017年4月以降、15か月連続で売り越しとなっている(図2)。

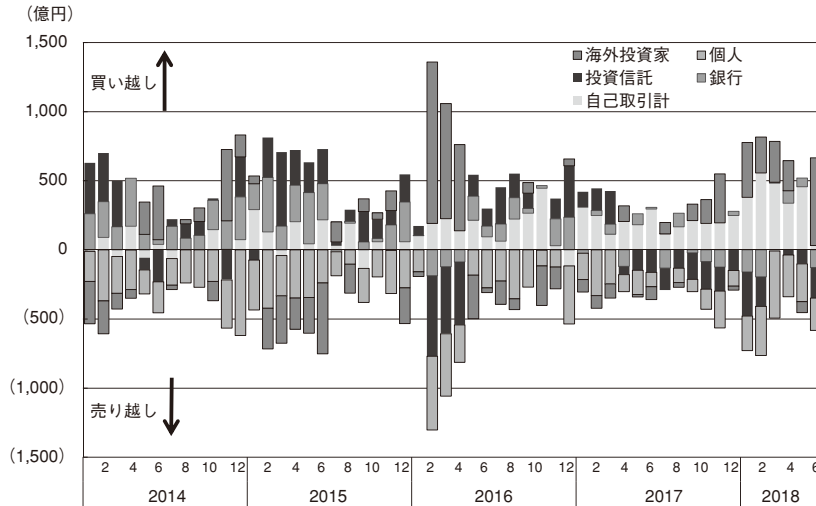
2018年6月末の予想配当利回りは平均4.05

%へやや低下(2017年末4.17%)、10年国債利回りとのイールドスプレッドは4.01%ptに縮小した(2017年末4.12%pt)。10年国債利回りが概ね0%から0.1%のレンジで変動する状況下で、予想配当利回りは1月に3.9%台まで低下した以外は、ほぼ一貫して4.0%以上(4.0%~4.2%)で推移している。なお、平均PBRは1.41倍と2017年末の1.35倍から上昇した。

## (2) J-REITセクター別のパフォーマンス

過去1年(2017年6月末から2018年6月末)のJ-REITのセクター別パフォーマンスをみると、オフィスセクターが+15.1%と最も高いリターンで、次いで住宅セクターが+10.2%と、ともにJ-REIT全体(+8.6%)を上回

(図2) 投資部門別の売買状況



(出所) 東京証券取引所資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

った。また、複合（2以上の不動産用途の組み合わせで運用する銘柄）が+8.5%で全体並み。一方、商業セクターは+2.9%、物流は+0.7%と、ともにJ-REIT全体を下回った。

過去1年の予想配当利回りの変化は、J-REIT全体ではほぼ横ばいである（2017年6月末4.01%、同12月末4.17%、2018年6月末4.05%）。セクター別ではオフィスが低下し（3.60%、3.73%、3.49%）、物流（3.87%、3.89%、4.10%）と商業（4.38%、4.53%、4.58%）は上昇した。住宅（3.92%、4.02%、3.90%）と複合（4.16%、4.38%、4.19%）はほぼ横ばいである。2018年上期においては、オフィスセクターが賃料上昇による利益成長期待の高さで選好され、相対的に収益安定性が評価されるセクターが劣後した（2017年上期とは逆の動き）。オフィスとの利回り格差は、他

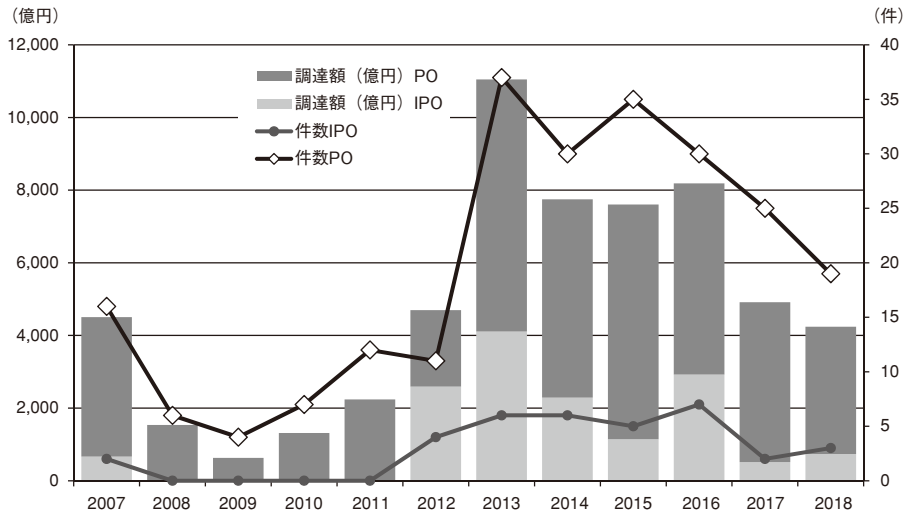
の全セクターにおいて拡大したが、特に商業、物流において顕著となった。

### (3) J-REITの自己投資口取得

J-REITによる自己投資口の取得および消却は、2017年6月にインベスコ・オフィス・ジェイリートが決定したのが初めてである。その後、5銘柄が同様の取り組みをしている。これまでの例では、取得・消却口数は発行済投資口数の概ね0.9%から1.8%である（1銘柄を除き1%前後）。

自己投資口の取得は、金融危機後に投資口価格がNAV倍率1倍を大幅に下回り、エクイティ調達が困難になった経緯から、金融資本市場の動向が投資口価格に与える影響を緩和する資本政策手段として、2013年の投信法改正で導入された。投資口数の減少で1口当た

(図3) J-REITのエクイティ調達額 (2018年6月発表分まで)



(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

りの指標が向上するとともに、市場に対して、投資口価格が割安に放置されているとの意思を表明するアナウンスメント効果がある。

これまでの実施例をみると、自己投資口取得・消却は中長期的な投資主価値向上を目的とした施策として実行されているが、その具体的な理由としては、①割安と考えられる投資口価格水準における投資主還元、②投資適格と判断できる物件取得機会の減少、③フリーキャッシュの活用（保有物件売却による回収資金含む）、といった事項があげられる。

## ■ 2. 資金調達：良好な調達環境が継続

### (1) エクイティ調達

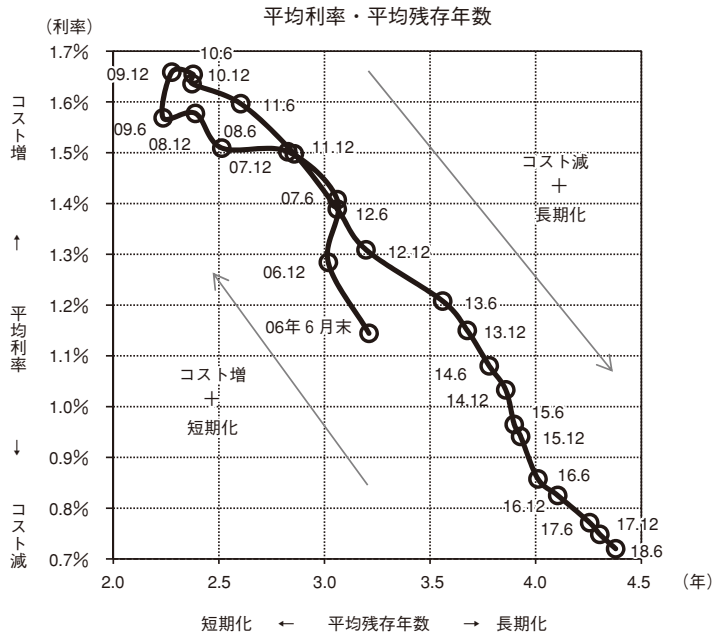
2018年上期の投資口価格は比較的堅調に推

移し、また平均PBRも1.3倍から1.4倍という水準にあったことで、6月末までに既存19銘柄のPOと2銘柄のIPOが発表された。既存銘柄のPOは件数、調達総額ともに前年同期を上回り、調達額は約3,500億円である（前年同期は16件、約2,840億円）。今上期発表のエクイティ調達額は、昨年の年間調達額の既に8割に達している（図3）。PO銘柄のBPSは、増資前後で平均2%程度の増加で（個別銘柄では-1.1%から6.9%、マイナスは2銘柄）、LTVを適正レンジでコントロールしながら、BPS向上によって増資後の予想分配金を維持向上させている。

### (2) デット調達

デット調達環境は引き続き良好な状況が続いている。6月末のJ-REIT有利子負債残高

(図4) J-REITの有利子負債～調達条件の変化



(注) 平均利率・平均残存年数は有利子負債の金額加重平均。各年6月末・12月末までの公表内容を集計して算出したもので、各時点における実際の残高に基づく数値とは異なる  
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

は7.8兆円、前年末から約2,560億円増加した(うち、借入金は2,216億円増、投資法人債は345億円増)。

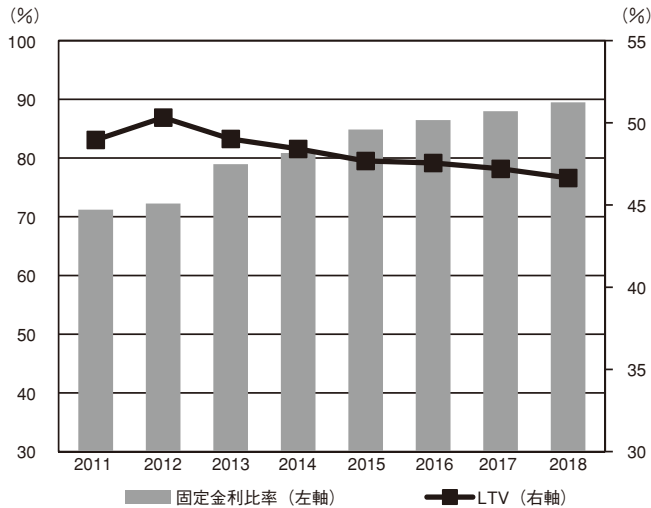
J-REIT全体の有利子負債の平均残存年数は昨年末4.3年から6月末4.4年へ若干の長期化が進む一方、平均利率は0.75%から0.72%へ更に低下した。低金利環境のもとで、既存負債の借換えによる利率低下が一段と進んでいる(図4)。また、LTVを低位に維持しつつ、固定金利比率は昨年6月末の88.0%から89.5%へ更に上昇させており、低金利が継続する状況下においても、将来の金利上昇にも備えた保守的な財務運営が継続している(図5)。

### 3. 物件取得：市況復調を受け外部成長は活発化

#### (1) 2018年上期は9,170億円の取得決定、前年同期を上回る

J-REIT市場の運用資産額(取得価格ベース)は、2018年6月末時点で17.2兆円に拡大、2017年末(16.4兆円)から約8,000億円の増加(+4.9%)。増加額は2017年上期を上回り、2016年上期と同水準に回復、引き続き規模拡大が続いている(2017年上期約6,900億円増加、2016年上期約8,100億円増加)。

(図5) J-REITの有利子負債～固定金利比率とLTVの変化(各年6月末)



- (注1) 固定金利比率 = 固定金利の有利子負債 / 有利子負債総額  
 (注2) LTV = 有利子負債 / (有利子負債 + 出資総額 + 出資剰余金) × 100%  
 (注3) いずれも全銘柄加重平均  
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

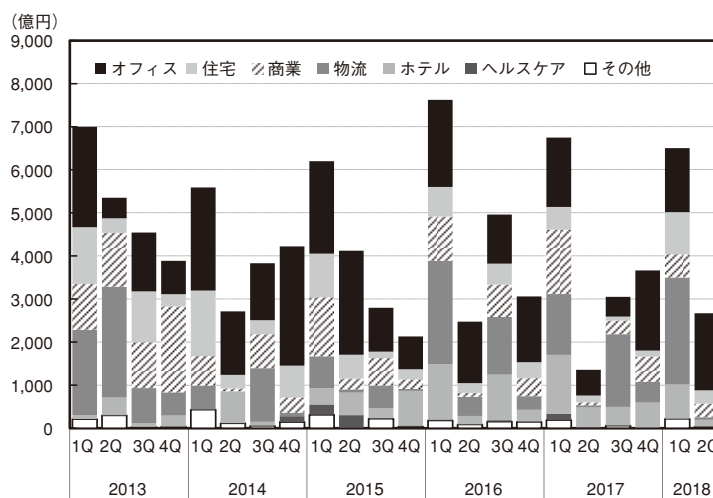
2018年上期発表の物件取得額は約9,170億円と前年同期を13%上回った。今上期のIPO 2銘柄の取得額は974億円(前年同期は1銘柄、1,020億円)と前年同期並みであったが、既存銘柄では前年同期比16%増加しており、市況の復調によるPOの増加を反映している。スポンサーパイプラインが豊富でPBRも高い銘柄が大型のPOを実施し、物流施設やオフィスを中心に取得、また、前年に投資口価格が上昇した小型銘柄も相次いでPOを実施した。取得額は既に2017年年間取得額1.4兆円余りの65%に達しており、上期としては2015年、2016年の約1兆円に迫る水準に戻っている。

不動産取引価格の高止まりや投資適格物件の枯渇といった厳しい取得環境は続いてお

り、物件取得におけるスポンサーへの依存度は引き続き高く、スポンサーからの取得割合(IPO除く)は7割程度を占めている。

用途別にみると、オフィスの取得は約3,270億円と最も多い状況に変わりなく、2017年上期の1.5倍に増加した。また、東京都心5区への集中度が更に増している。物流施設は、豊富なスポンサーパイプライン(スポンサー関連からの取得割合は8割超)によって取得ペースが保たれている。住宅の取得額は一部銘柄の大量取得の影響で前年同期を大幅に上回ったが、それを除けば抑制的な取得ペースは変わらず、地方物件から東京都心・築浅物件への資産入替が継続している。商業施設およびホテルの取得は前年までに比べ

(図6) J-REIT物件取得額の推移 (発表日ベースの集計)



- (注1) 取得の決定を発表した時期で集計 (実際の取得日とは異なる)
- (注2) 優先出資証券や匿名組合出資持分の取得は集計から除外
- (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

てペースダウンしているが、ホテルは昨年のIPO (森トラスト・ホテルリート) を除けば2割増増加している。

2018年上期の物件売却発表額は約1,330億円であった。2017年は大型の資産入替が相次ぎ売却額が年間4,650億円と大幅に増加、過去最高となったが (前年比約2,200億円増、同93%増)、今年も資産入替によってポートフォリオの質改善や売却益を投資主に還元する動きは続いている。また、内部留保を積み増すなど将来の分配金水準の安定化のために活用する動きも同様である。また売却物件の譲渡価格は、鑑定評価額を平均で1割程度、物件簿価を平均で2割ほど上回っている。

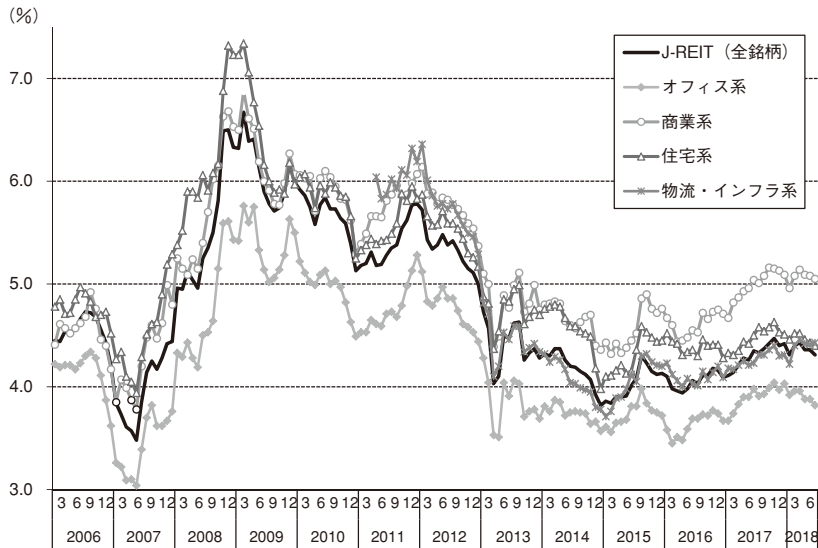
## (2) 資本コストは緩やかな上昇から低下へ

J-REITの投資口価格から逆算される不動産キャップレート (J-REITのインプライド・キャップレート) は、2017年の上昇基調が2018年に入りピークアウト、低下に転じている (図7)。

J-REIT全銘柄平均では、2015年上期の3.9%程度を底に、17年下期には4.4%程度まで上昇したが、今年6月末は4.3%へ低下している。今年上期の低下はオフィス系が最も大きく、昨年末4.0%から今年6月末3.8%へ低下した。更に、オフィスに比べて収益上昇期待が小さいものの、堅調な賃貸市場を背景に高稼働率を維持している運用状況への評価から、住宅系も同様に4.5%から4.4%へ低下。



(図7) J-REITのインプライド・キャップレート (投資口価格から逆算したキャップレート)



(出所) 三井住友トラスト基礎研究所

一方、物流系は緩やかな上昇が続いており、唯一、昨年末から上昇した。ただ、前述のキャップレートの低下はまだ僅かであり、高値圏が続いている状況にある資産価値に関して、J-REIT市場に過熱感が感じられる状況にはない。各リートは引き続き外部成長に意欲的な姿勢であるものの、取得物件の価格面では慎重さを保っている。

#### 4. 今後の展望

J-REITの業績は堅調に推移している。保有物件の稼働率は高く、賃料増額や負債コストの削減によって分配金は増加している。2018年上期に発表された各銘柄の業績見通しからは、内部成長の進展のほか、資産入替に

よる収益性向上や物件売却益の寄与等で着実に予想分配金が成長していることが分かる。また、外部成長についても、国内の低金利環境継続を前提とすれば、堅調なファンダメンタルズとJ-REITのパリュエーション魅力が下支えとなり、比較的高い平均PBRのもとで資金調達力（物件取得力）は維持され、外部成長による分配金成長の継続も可能とみている。ただ、いずれのセクターも既に高稼働で稼働率上昇の余地は小さく、今後は分配金成長率の鈍化も予想される。

J-REITの市場規模（運用資産規模）の観点では、不動産価格の高止まりや投資適格物件の枯渇といった状況は容易に解消されず、また、用途や銘柄による強弱もあると思われるが、全体としてはこれまでの実績に近い取



---

得額は維持され、J-REITの市場規模は拡大していくであろう。また、引き続き幅広い取得機会と用途の組み合わせで利回りを確保しやすい複合型・総合型銘柄や、豊富なスポンサーパイプラインを有する銘柄が牽引していくものとみている。ただ最近では、単なる規模拡大よりも、売却を併せた資産入替で保有資産の含み益を売却益として実現しつつ、ポートフォリオの質や収益性改善を図ることで、投資家からの評価を高めている銘柄が多い。規模拡大のみが重要なのではなく、あくまでも投資主価値の向上が最優先されるべきなのを言うまでもない。

2018年上期のJ-REIT市場は、利回り魅力を評価する資金流入や、様々なリスクに対するJ-REITのディフェンシブ性の発揮もあって再び堅調な推移を取り戻した。そのような環境変化の中で各リートは、中長期的視野に立ったポートフォリオ構築（規模拡大、資産入替）や、たゆまぬ財務基盤強化の取り組みをこれまでと変わらず継続している。今後とも、各リートは着実に安定的な投資主価値向上の実績を積み上げ、J-REIT市場は引き続き成長していくものと期待している。

