

2019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

河合 延昭

1. 2019年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

2018年年間の東証REIT指数（配当込み）は+11.1%、TOPIX（-16.0%）を大幅にアウトパフォームした。年末の予想分配金利回りは4.16%（2017年末4.17%）、PBRは1.41倍（同1.35倍）と、前年末からのバリュエーション変化は限定的ながら、分配金成長が指数上昇につながった。

J-REITの運用状況は、高稼働率と賃料増

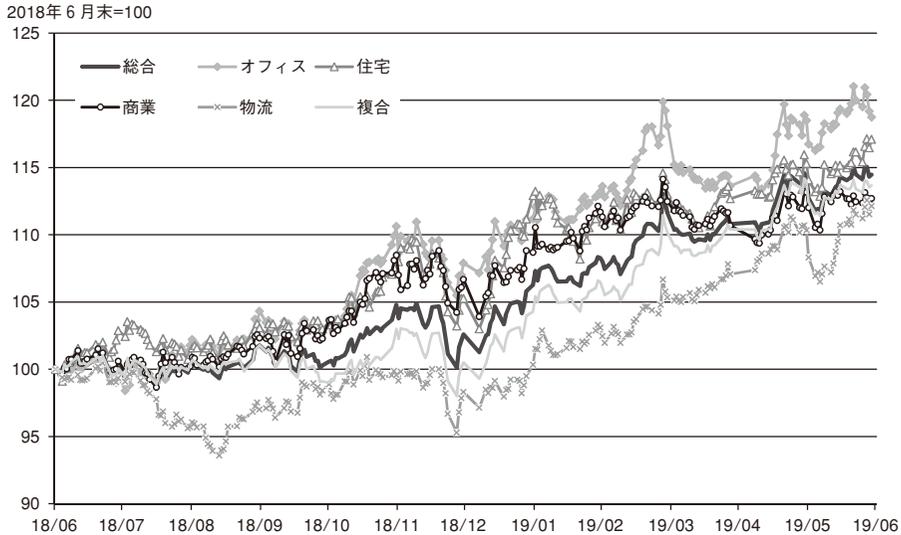
（目次）

1. 2019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：外部成長スピードはやや鈍化
4. ESGに関する取り組みの進展
5. 今後の展望と期待

額、負債コスト削減の流れが継続している。加えて、資産入替による収益性の向上や売却益の投資主還元、自己投資口取得が分配金成長を押し上げた。一方、予想分配金利回りは概ね4%超で推移したが、米国長期金利の急上昇や米中貿易摩擦問題、自然災害といった環境下でも利回り上昇は限られ、リスクに対するJ-REITのディフェンシブ性が発揮された。セクター別では、堅調な内部成長を背景にオフィス（+22.4%）が大きく上昇したのに対して、大型POや銘柄数増加により需給悪化が生じた物流（-1.1%）が相対的に低調に推移した。

2019年に入っても市場の堅調さは持続している。賃料上昇による堅調な内部成長、POを伴う物件取得、資産入替によるポートフォリオの質向上や物件譲渡による売却益の投資主還元等で、分配金が増加していることが評価されている。また、世界経済の先行き懸念が高まり、世界的に金利が低下するなかで、

(図表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

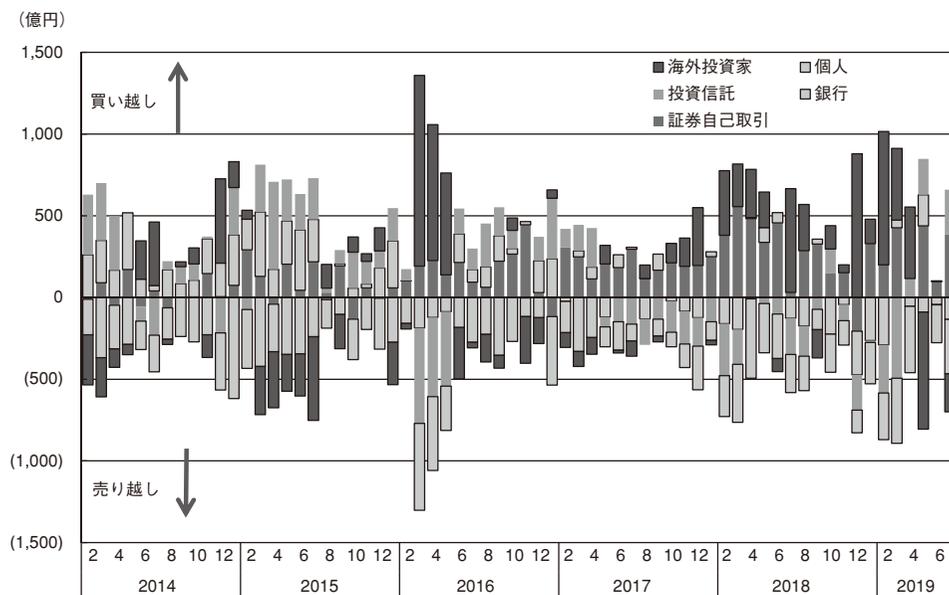
ディフェンシブかつ金利敏感なJ-REITに資金が流入している。2019年6月末の東証REIT指数(配当込み)は2018年末比+11.4%と上昇、TOPIX(+5.2)をアウトパフォームしている。6月末の同指数(配当無し)は1,938ptにまで回復、時価総額は14.5兆円と昨年末(12.9兆円)から12.3%増加した。

2019上期の投資部門別売買状況をみると、ETFの設定動向が含まれる証券自己取引の買い越しは継続しているが、昨年上期に比べれば買越額が減少しており、今後が注目される。海外投資家は、1月から3月に大幅に買い越しとなった後、売り越しに転じている。他方、国内銀行(日銀除く)は4月を除き売り越し、投資信託は、2017年4月以降、売り

越しが続いていたが、2019年3月以降、ほぼ買い越しが続いている(図表2)。

2019年6月末の予想配当利回りは平均3.87%へ低下(2018年末から0.29pt低下)、10年国債利回りとのイールドスプレッドは4.03ptへやや縮小した(2018年末4.16pt)。2018年中は概ね4.0%~4.2%のレンジで推移していた予想分配金利回りは、10年国債利回りが概ね0%からマイナス0.2%近くへ低下する状況下で、2019年2月以降、4%を下回って推移している。なお、平均PBRは1.53倍へ上昇した(2018年末1.35倍)。

(図表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

(2) J-REITセクター別のパフォーマンス

過去1年(2018年6月末から2019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+18.8%と最も高いリターンで、次いで住宅セクターが+17.1%と、ともにJ-REIT全体(+14.5%)を上回った。商業セクターは+12.7%、物流は+12.1%、複合(2以上の不動産用途の組み合わせで運用する銘柄)は+13.7%。いずれのセクターも、2019年上期は堅調なパフォーマンスであった。

2019年6月末の予想分配金利回りは、オフィスが3.21%(2018年6月末から0.28pt低下)、住宅は3.65%(同0.25pt低下)、商業4.36%(同0.22pt低下)、物流4.06%(同0.04pt低下)、複

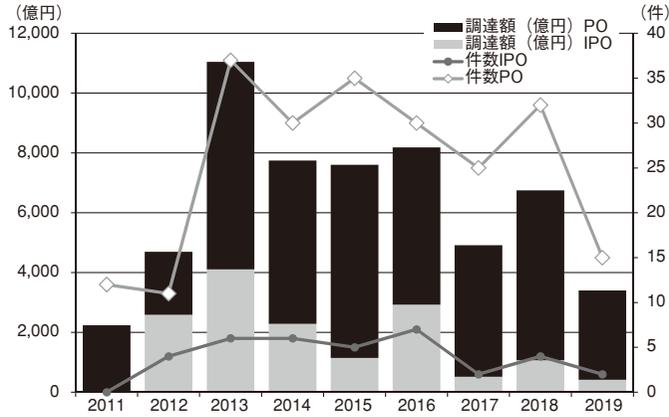
合4.03%(同0.16pt低下)。賃料上昇による利益成長期待の高さで選好されやすいオフィスセクターが最も低い利回りであることに変わりなく、また、他セクターとオフィスとの利回り格差も、2019年上期中は大きな変化はなかった(住宅は+0.4~0.5pt程度、商業+1.1~1.2pt程度、物流+0.9~1.0pt程度)。

2. 資金調達：良好な調達環境が継続

(1) エクイティ調達

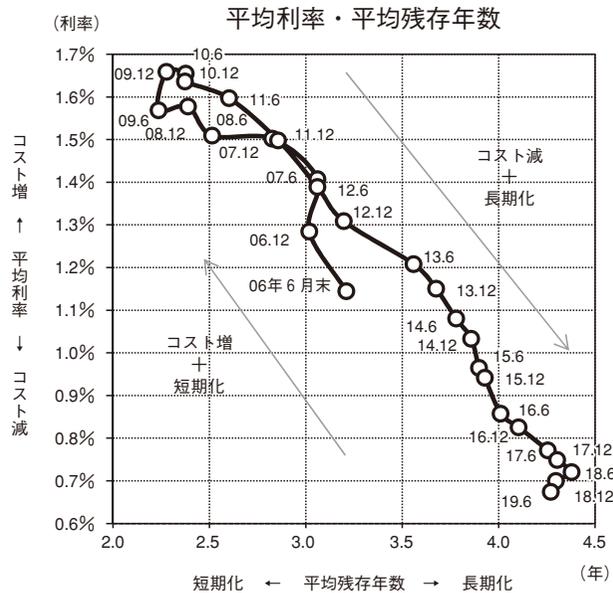
上期の投資口価格は堅調に推移し、また平均PBRも1.4倍から1.5倍という水準にあったことで、2019年上期中に既存15銘柄のPOと

(図表 3) J-REITのエクイティ調達額 (2019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

(図表 4) J-REITの有利子負債～調達条件の変化



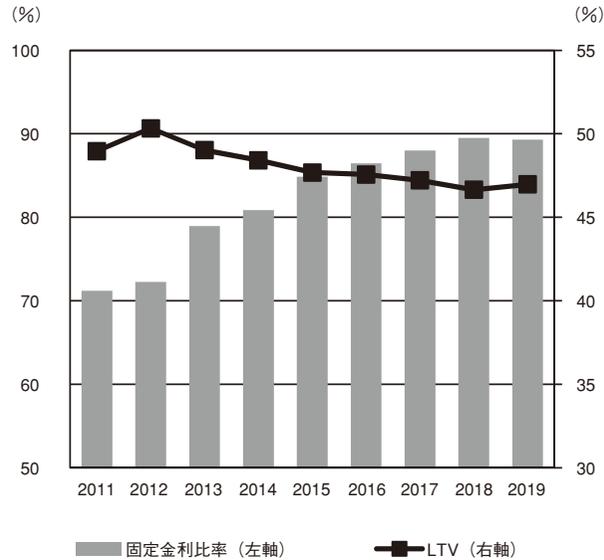
(注) 平均利率・平均残存年数は有利子負債の金額加重平均。各年 6 月末・12 月末までの公表内容を集計して算出したもので、各時点における実際の残高に基づく数値とは異なる

(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

1 銘柄のIPOが発表された。ただ、既存銘柄のPOによる調達額は約2,985億円 (図表 3)

で、POは件数、調達額ともに前年同期を下回る水準であった (前年同期は19件、約

(図表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

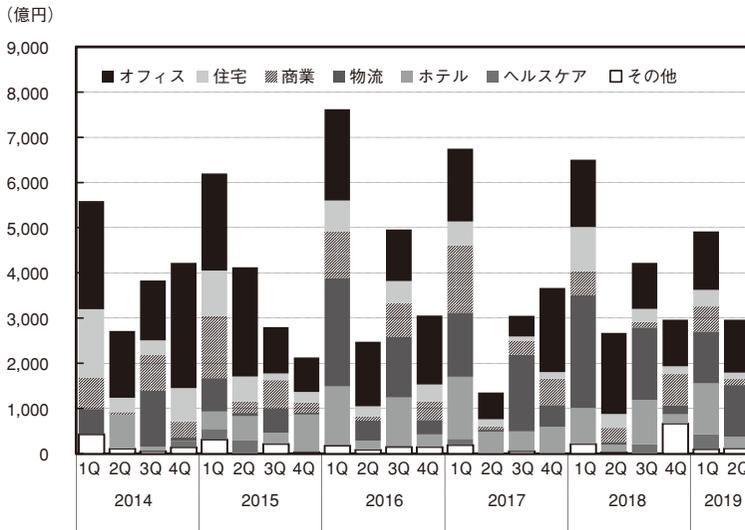
3,500億円)。PO銘柄のBPSは、増資前後で平均2%程度増加しており(前年同期並み)、後述のように追加取得物件の収益性は低下傾向にあるものの、LTVを適正レンジでコントロールしながら(レバレッジを引き上げることなく)、BPS向上によって増資後の予想分配金を維持向上させている。

(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。2019年6月末のJ-REIT有利子負債残高は8.4兆円、前年末から約3,280億円増加した(うち、借入金は3,179億円増、投資法人債は101億円増)。J-REIT全体の有利子

負債の平均残存年数は、4.27年、平均利率は0.67%で、昨年末(同4.30年、同0.70%)から僅かながら残存年数が短縮、利率は低下した(図表4)。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。また、LTVを低位に維持しつつ、固定金利比率は89.3%と高水準を維持しており(2018年6月末89.5%)、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(図表5)。

(図表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

3. 物件取得：外部成長スピードはやや鈍化

(1) 取得額は前年同期を下回る水準、資産入替は継続

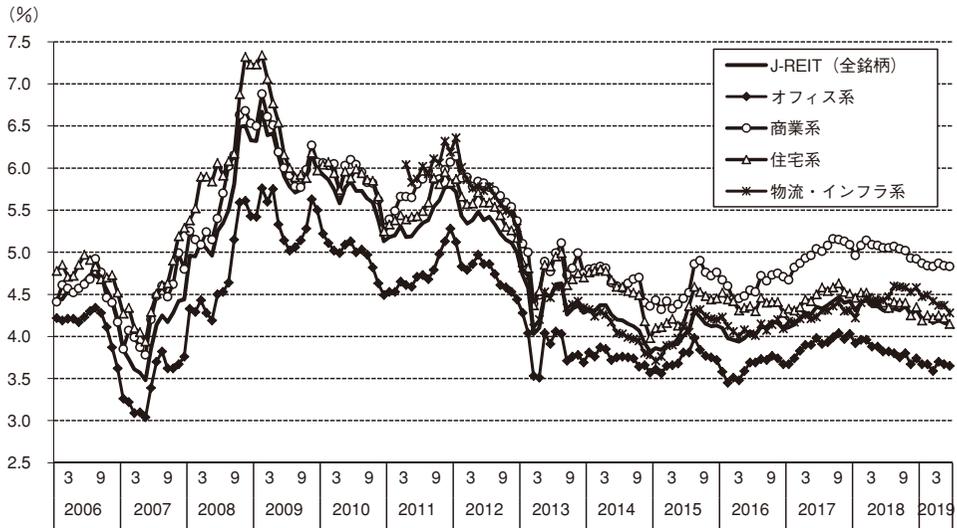
J-REITの運用資産額(取得価格ベース)は、2019年6月末時点で18.6兆円に拡大、2018年末(17.8兆円)から約7,400億円、4.1%増加した。ただ、2018年上期の約8,000億円、4.9%増加に比べればやや拡大ペースが鈍化した。

2019年上期発表の物件取得額は7,880億円と前年同期比14.1%減少。2018年年間取得額1.6兆円余りの48%相当で、上期としては

2017年(8,102億円)並みの水準である。IPOによる取得発表額433億円は前年並みの少額で(前年同期は974億円。19年2月上場のエスコンジャパンリートは、物件取得発表時期に従い前年下期として扱っている)、既存銘柄でも前年同期比8%減少している。取得価格は鑑定評価額を4.8%(前年同期4.0%)下回る水準。

2019年に入り投資口価格は堅調に推移しており、良好な資金調達環境が続いている。しかし、内部成長や資産入替による分配金成長が継続的に実現できている状況下では、運用不動産の収益性低下につながるような物件取得は抑制され、資金調達コスト低下の反面、不動産の取得ペースは鈍化している。なお、

(図表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

不動産取引価格の高止まり等、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い。スポンサーからの取得割合 (IPO除く) は前年同期同様、7割程度を占めている。

用途別では、前年同期同様、オフィスと物流施設で約6割を占めている。前年同期比では、オフィス (818億円減、25%減)、住宅 (769億円減、60%減)、商業施設 (167億円減、19%減)、物流施設 (259億円減、10%減) が減少し、ホテル (433億円増、46%増)、ヘルスケア施設 (316億円増、43倍) 等が増加した。オフィスは東京都心5区の比率が約6割を占めており、築浅物件も多く取得されている。住宅の取得額は一部銘柄の大量取得があった前年同期を除けば、抑制的な取得ペースが続

いている。商業施設は都市型物件の比率が7割に上昇。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7割超) によって取得ペースを維持している。ホテルは、ヒルトン東京お台場 (取得価格624億円) により大幅増加となった。ヘルスケア施設の増加は、1銘柄のPOによる取得である。

2019年上期の物件取得発表額が前年同期比で減少する一方、物件譲渡発表額は2,008億円で前年同期比50.7%増加。そのうちオフィス、住宅、商業施設が9割を占める。オフィスでは築年経過した物件から築浅物件への入替、住宅では地方物件から東京23区物件等への入替、商業施設では地方物件から都市型施設への入替等が行われている。引き続き、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とともに、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が続いている。譲渡物件の売却価格は、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。そのなかで、住宅は、鑑定評価額を2割、簿価を3割上回る価格で譲渡されており、不動産投資市場におけるタイトな需給状況がうかがえる。

(2) 資本コストは緩やかに低下

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、2018年からの緩やかな低下が続いている（図表7）。2019年6月末の水準は、J-REIT全銘柄平均が4.1%（前年6月末比0.2pt低下）。オフィス系3.7%（同0.2pt低下）、住宅系4.2%（同0.2pt低下）、物流・インフラ系4.3%（同0.1pt低下）、商業系4.8%（同0.2pt低下）と、2019年上期は全セクターで低下した。ただ、2006年4Qから2007年1Qにかけての低下や、2013年1Qの急激な低下に比べると緩やかであり、資産価値としてみれば高値圏での推移が続いている状況に変化はないが、過熱感が感じられる状況にはない。

一方、各リートの取得物件の収益性は、物件の競争力や立地・築年といった質を重視した取得の影響もあり低下している。例えば、鑑定NOI利回り（鑑定評価における直接還元

法の純収益（NOI）÷取得価格）は、2019年上期取得物件平均が4.5%へ低下（前年上期平均4.9%）。これは、2018年末の運用不動産ポートフォリオの平均NOI利回り5.0%（全リートのNOI合計÷取得価格合計）より低い。一方で、2019年上期中のインプライド・キャップレートよりも概ね0.4pt高く、資本市場の要求利回りは上回っている。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、物件の取得価格の面では慎重さを保っている。

■ 4. ESGに関する取り組みの進展

近年、投資家からは、気候変動問題等の環境問題や社会の諸課題に対する企業の取り組みが、中長期的なリスク要因であると同時に新たなビジネス機会として重要視されている。また、国連の「持続可能な開発目標（SDGs）」（17の目標と169のターゲット）の策定等をもみても、これら諸課題の解決に対する企業の責任や果たす役割は益々高まってきている。

J-REITにおいても、その運用業務の全般において、環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）への配慮を推進することの重要性が認識されており、ESGに配慮した取り組みは、中長期的な運用安定性や資産価値維持・向上のために不可欠であるとの考え方が広く浸透している。ESGへの取り組みに関する情報開

(図表 8) J-REITにおけるESGへ配慮した取り組み例

国際イニシアティブ 外部認証	<ul style="list-style-type: none"> ・「責任投資原則 (PRI)」等への署名 ・GRESB (注) 等への参加
環境	<ul style="list-style-type: none"> ・保有物件における環境認証の取得 ・省エネルギー・温室効果ガス削減、水環境の保全、省資源・廃棄物削減 ・テナントや取引先との協働 (グリーンリース等) ・グリーンファイナンス (グリーンボンド等)
社会	<ul style="list-style-type: none"> ・地域社会への貢献 (地域環境・地域防災等) ・ポジティブ・インパクト投資 ・従業員の人材育成や労働環境整備
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・法制度に基づくガバナンスとその強化 ・利益相反回避のための規定、意思決定機構の整備

(注) GRESB (グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク): 不動産セクターの環境・社会・ガバナンス (ESG) への配慮を測る年次のベンチマーク評価

(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

示も充実しつつあり、各リートのホームページや決算説明会資料、資産運用報告書等で確認できる。その内容は、取り組み方針や目標 (サステナビリティ方針、重要なESG課題の設定等) とその推進体制をベースとして、環境・社会・ガバナンスの各々について説明されている (図表 8)。

5. 今後の展望と期待

J-REITの業績は引き続き堅調に推移しており、保有物件の稼働率は高く、賃料増額、資産入替や物件売却益の投資主還元、負債コストの削減によって分配金は増加している。また、物件取得についても、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のバリュエーション魅力により、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であろう。

2019年のJ-REIT市場は、現在まで、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り堅調に推移してきている。そのなかで、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。更に、ESGへの取り組みも急速に広がってきている。

このような状況下、国連の「持続可能な開発目標 (SDGs)」(17の目標と169のターゲット) の達成は、J-REITの中長期的な安定性維持のためにも不可欠であり、さらに安定性を高めるための前提条件と考えられる。その実現手法が、ESGに配慮した運用であり、その取り組みの成果について投資家と対話するツールがSDGsの目標/ターゲットであると位置づけられよう。一部のリートでは、特に

重要性の高いESG課題を具体的に設定し、各課題とSDGs目標との関連を示している。今後、17目標との関連に加えて、169のターゲットとの具体的関連を提示することにより、一層、建設的で有効な対話ツールとして機能する可能性もあるのではなかろうか。

今後とも、各リートは着実に安定的な分配

金成長の実績を積み上げるとともに、ESGへの取り組みも一層進展していこう。J-REIT市場は引き続き成長を持続し、不動産運用を通じて社会的貢献も果たしていくものと期待している。

