

2017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. 2017年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

2016年年間の東証REIT指数（配当込み）は+9.9%と、TOPIX（+0.3%）をアウトパフォームした。1月末のマイナス金利導入決定後、海外投資家の継続的な大幅買い越しで、東証REIT指数（配当無し）は1,950pt超まで上昇、配当利回りは3.2%を切った。ただ、その後米利上げ観測の浮上で上昇が一服、次いで6月末の英国のEU離脱決定で一時1,730pt台へ下落。その後の戻りは早かったが、日銀の金融政策を巡る警戒感、金利上昇

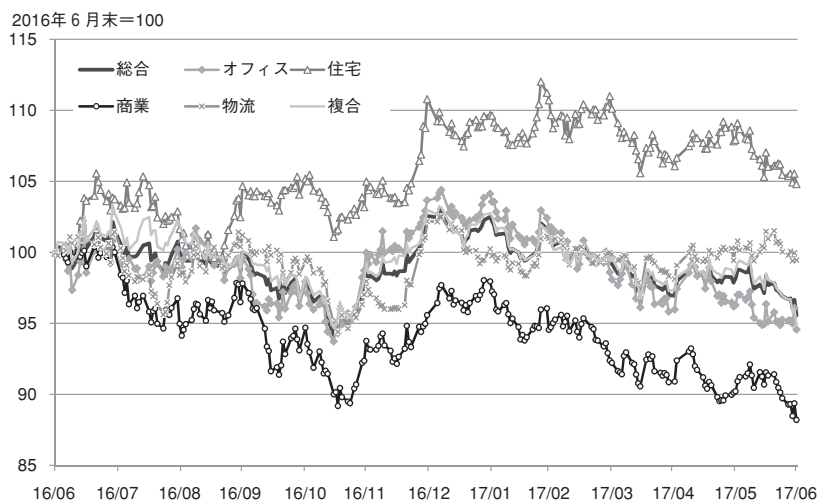
に伴う世界的なリート調整の影響で、再度1,710pt台まで低下した。11月半ばからは、日銀による指値オペや金利上昇の一服をきっかけに回復に転じ、年末は1,855ptで終えたが、年間を通じて金利動向に左右される展開が続いた。

2017年上期は、東証REIT指数（配当込み）が5月を除き前月比マイナスとなり、2017年6月末の同指数（配当込み）は2016年末比-7.1%と下落、TOPIX（+7.4%）をアンダーパフォームしている。長期金利の変動や地政学リスク、2018年以降の東京オフィス市場の軟化に対する警戒感等もあり、軟調に推移した。また、やや低調な売買状況下で金利低下による反発があっても上値の重い展開もみられた。4月以降の売買代金は、1日平均で見ると1～3月の平均に比べて約1割減少している。更に、6月には投資信託の売り越しによる需給悪化懸念が広がる中、軟調な市況が続き、6月末の指数（配当無し）は1,694ptと1,700ptを下回った。なお、6月末の時価

〈目次〉

1. 2017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：J-REIT市場は軟調ながら外部成長は続く
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

総額は11.4兆円と昨年末(12.0兆円)から5.7%減少した。

2017年上期の投資部門別の売買状況を見ると、市場を牽引するような継続的な買い越し主体がいない状況が窺われる。海外投資家は4月を除き売り越し、国内銀行(日銀除く)も5月を除き売り越しである。また、これまで継続的な買い越し主体であった投資信託は、3月まで5ヶ月連続の買い越しであったが、4月以降、売り越しが続いている(図2)。

2017年6月末の予想配当利回りは平均4.01%へ上昇(2016年末3.54%)、10年国債利回りとのイールドスプレッドは3.92%pt(2016年末3.49%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、予想配当利回りはほぼ一貫して上昇基調にあ

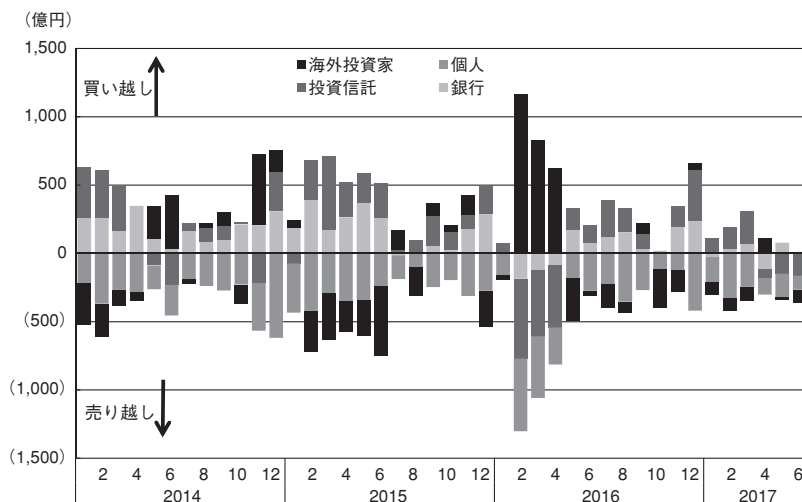
り、イールドスプレッドの拡大が続いた。予想配当利回りが4%超となるのは2013年9月初以来である。なお、平均PBRは1.38倍と2016年末の1.52倍から低下した。

(2) J-REITセクター別のパフォーマンス

過去1年(2016年6月末から2017年6月末)のJ-REITのセクター別パフォーマンスをみると、住宅セクターが+4.8%と最も高いリターンで、唯一のプラスとなった。次いで物流セクターが-0.5%とともにJ-REIT全体(-4.4%)を上回った。一方、オフィスセクターは-5.4%、商業が-11.8%、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-5.2%で、ともにJ-REIT全体を下回った。

予想配当利回りの推移(2016年6月末、同

(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

12月末、2017年6月末)は、全てのセクターが上昇しているが、住宅(3.62%、3.58%、3.92%)、物流(3.49%、3.54%、3.87%)は1年間の上昇幅が0.3%pt台であるのに対し、商業(3.61%、3.88%、4.38%)、複合(3.54%、3.59%、4.16%)、オフィス(3.06%、3.16%、3.60%)は相対的に上昇幅が大きい。2017年上期においては、オフィス等の利益成長期待の高さで選好されるセクターから、収益安定性への期待から選好される住宅や物流セクターへの選好がみられ、住宅、物流とオフィスとの利回り格差が縮小している。

(3) J-REIT初の自己投資口取得

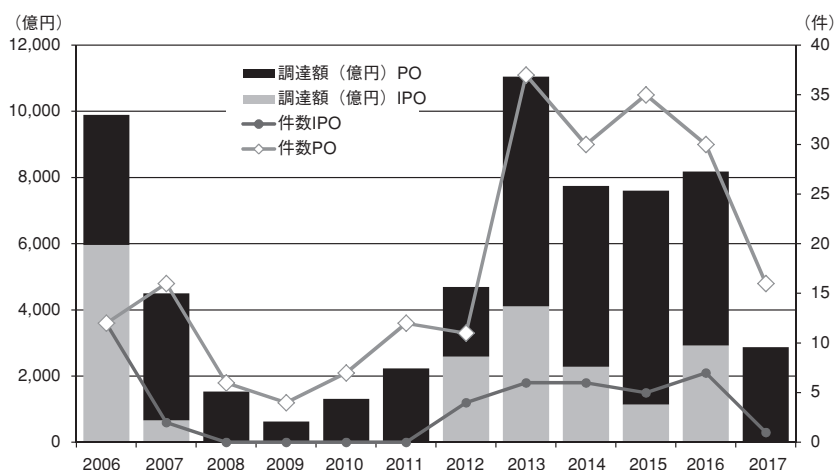
6月12日、インベスコ・オフィス・ジェイリートは、決算と同時に、自己投資口の取得および消却を行うことを発表した。同取組み

はJ-REIT初となる。手元資金を原資に、取得上限は口数で1万口(発行済投資口数の1.23%)、取得価額で8億円、取得期間は6月13日~7月20日等を決定した。取得した全投資口は17.10期中の消却を予定している。

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。一方、総資産が縮小することでLTVが上昇する点には留意が必要である。

今回の自己投資口取得および消却による1

(図3) J-REITのエクイティ調達額 (2017年6月発表分まで)



(注1) IPO、PO時調達額は新投資口交付日ベースで集計、オーバーアロットメントに伴う第三者割当増資を含む (IPO調達額には、私募設立・私募増資、売り出しを含んでいない)
 (注2) 発行価格、第三者割当増資の発行口数未確定の銘柄は、会社想定をもとに集計
 (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

口当たり指標向上の効果は約1%と大きくはない。ただし、4月21日の資産運用会社の運用ガイドライン変更 (自己投資口取得および消却に関する規定追加) の発表以降、J-REIT市場全体が下落する中で、当銘柄の投資口価格は6月30日までに6.1%上昇した (同期間の東証REIT指数は3.1%下落)。投資主価値の向上を意識した今回の取組みが、市場にも相応に評価されたことが窺われる。

2. 資金調達：良好な調達環境が継続

(1) エクイティ調達

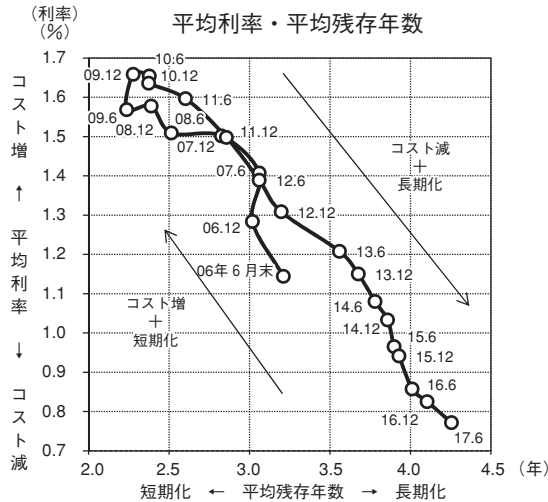
上期の投資口価格は軟調に推移したものの、平均PBR1.5倍から1.4倍という投資口価

格水準のもと、2017年上期も良好な資金調達環境を背景に、6月末までに既存16銘柄のPOと1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並みで、調達額は約2,870億円となる見込みである (前年同期は15件、約2,900億円)。今上期発表のエクイティ調達額は、昨年の年間調達額の55%に達している (図3)。PO銘柄のBPSは、増資前後で平均2%の増加で (個別銘柄では-2.8%から10.9%、マイナスは4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

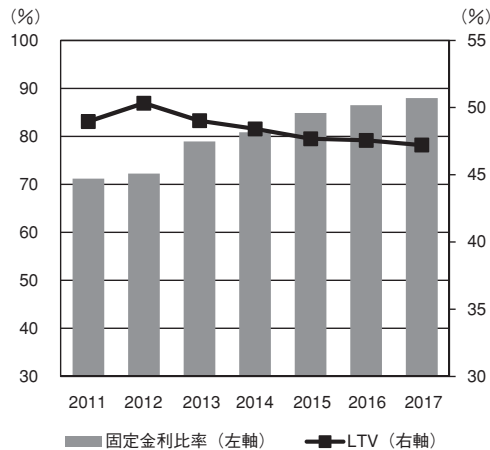
デット調達環境は引き続き良好な状況が続

(図4) J-REITの有利子負債～調達条件の変化



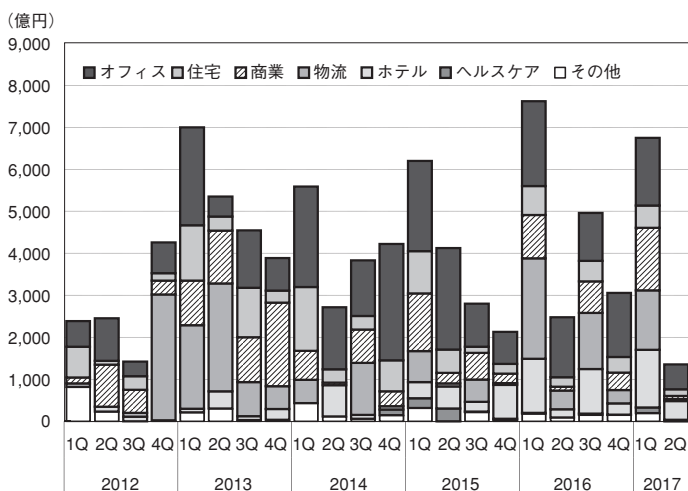
(注) 平均利率・平均残存年数は有利子負債の金額加重平均。各年6月末・12月末までの公表内容を集計して算出したもので、各時点における実際の残高に基づく数値とは異なる
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

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



(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

(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

いている。6月末のJ-REIT有利子負債残高は7.4兆円、前年末から約3,760億円増加した(うち、借入金は3,602億円増、投資法人債は163億円増)。

J-REIT全体の有利子負債の平均残存年数は昨年末4.1年から6月末4.3年へ長期化が進む一方、平均利率は0.83%から0.77%へ更に低下した。マイナス金利導入後、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86.5%から88.0%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)。

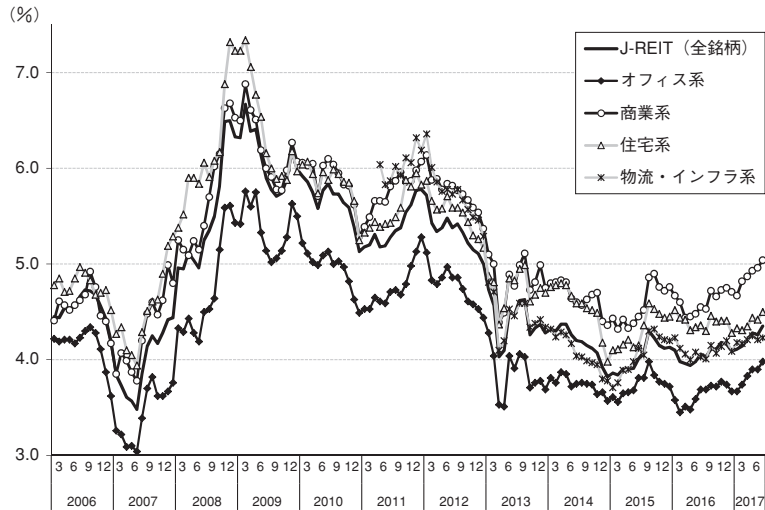
3. 物件取得：J-REIT市場は軟調ながら外部成長は続く

(1) 2017年上期は8,100億円の取得決定、前年同期を下回る

J-REIT市場の運用資産額(取得価格ベース)は、2017年6月末時点で16.1兆円に拡大、2016年末(15.4兆円)から約6,900億円の増加(+4.5%)。過去2年の上期を下回る増加額ではあるが、規模拡大が続いている(2016年上期約8,100億円増加、2015年上期約8,300億円増加)。

2017年上期発表の物件取得額は約8,100億円と前年同期を20%下回った。減少の主因は今上期のIPOが1銘柄のみで取得額が前年同

(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

期と比べて半減したことで、既存銘柄では前年同期比8%減少に止まっており、2016年年間取得額1.8兆円余りの45%に達している。

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更に高まっている。スポンサーからの取得割合 (IPO除く) は、2015年45%、2016年60%、2017年上期65%へ上昇している。

用途別には、IPOの影響を除けば、商業施設、物流施設の取得増加、オフィス、住宅の取得減少が継続し、ホテルは昨年までに比べると勢いが落ちている。オフィスは約2,200億円と最も多い状況に変わりが、昨年上期から36%減少した。また、銘柄別では、総合型銘柄の取得が引き続き目立っている。3つ以上の用途に幅広く投資を行う総合型銘柄

は幅広い取得機会を有し、取得環境に応じた用途の組み合わせによって利回りを確保しやすいことが背景にあると考えられる。

物件入替では、築古物件を売却して築浅物件に入れ替える取組み等が継続している。各リートとも資産入替によってポートフォリオの質向上を図ることに加え、不動産売却益を運用資産における計画的な維持修繕工事に伴う費用増加に充てるほか、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も活用している。

(2) 資本コストは低位ではあるが緩やかに上昇

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、概ね2015年上期を底

に緩やかな上昇が続いている（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6月末には4.4%へ上昇している。オフィス系では2016年上期に2015年上期を下回る3.5%程度に低下、そこから4%程度へ上昇。更に、オフィスに比べて収益上昇期待が小さいものの、収益安定性や流動性向上への評価から、2014年にオフィスとの利回り格差を一気に縮小させた住宅や物流についても、2015年以降に反転上昇している。このようなセクター毎の動きからも、利回り水準としては依然として低位にあり、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と言えるが、少なくとも過熱感は感じられない。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引き続き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。2017年上期に発表された各リーートの業績見通しからは、内部成長の進展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、PBRが平均1.4倍と引き続き高く、J-REITの資金調達力（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。

一方、予想配当利回りは、ここ数年の海外

イベントによるショック時の水準を上回り、直近では節目の4%を超えて推移している。J-REITの投資口価格は、今上期は基調が弱い状況が続いた。ただ、中期的には国内の低金利環境の継続見通しのもと、分配金の安定成長とバリュエーション上の魅力を下支えに緩やかな上昇が見込まれる。

市場規模の観点からは、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当面解消されず、物件取得による規模拡大の勢いは用途や銘柄によって強弱がある状況は続くであろう。ただ、例えば時価総額で4割を占める複合型・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などが中心となり、今後も物件取得は継続され、市場規模は拡大していくと考えている。

2017年上期のJ-REIT市場は、金利変動、地政学リスク等の影響に加えて、市場の需給要因も重なり軟調に推移してきたが、各リートは、将来起こりうる急激な外部環境変化をも想定し、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組みを継続しており、今後も着実に安定的な分配金成長の実績を積み上げていくものと期待している。

