

2017年のJ-REIT市場回顧と 同市場に向けての提言

SMBC日興証券 株式調査部 シニアアナリスト

鳥井 裕史

公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員
一般社団法人 不動産証券化協会認定マスター



1. 2017年のJ-REIT市場概要

2017年12月末の東証REIT指数は1,662.92ポイントとなり、2016年12月末（1,855.83ポイント）との比較で10.4%下落、配当込みのトータルリターンでは6.8%下落した。2017年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は11兆4,751億円となり、2016年12月末時点の12兆1,233億円の比較で5.3%減少した。同期間のTOPIXは19.7%上昇、配当込みのトータルリターンで22.2%の上昇となり、東証REIT

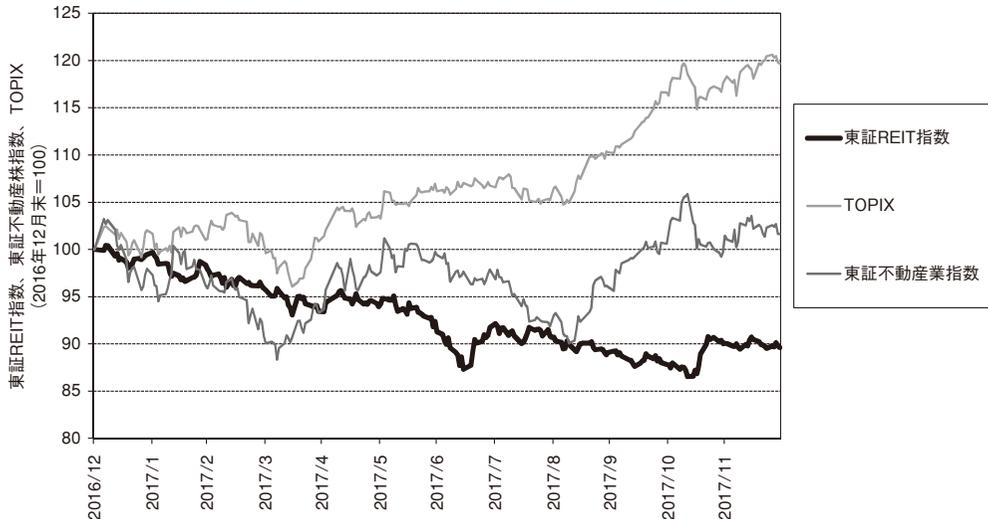
指数はTOPIXをそれぞれ30.1ppt、29.0ppt下回るパフォーマンスであった。2017年は国内株式市場が力強い動きとなった一方でJ-REITのパフォーマンスは低調であった。

東証REIT指数の動向に関して、2017年1月は1,800ポイント台前半から半ばでのレンジで比較的安定的に推移。同月中に4銘柄が公募増資、1銘柄が新規上場による売出しを発表する等資金調達需要は活発であった一方、低金利環境におけるインカムゲイン獲得期待の資金流入も堅調であり需給環境は比較的落ち着いたと考えられる。一方、2月上旬から中旬にかけて同指数は軟調に推移。1月末時点で1,843.40ポイントだった同指数は2月16日に1,793.22ポイントにまで下落した。長期金利が0.1%前後で高止まりし、同金利の上昇懸念が同指数の軟調であった要因として考えられる。一方、2月下旬は長期金利が低下傾向となったこともあり同指数は反

〈目次〉

1. 2017年のJ-REIT市場概要
2. 分散投資手段としてのJ-REIT～長期的視点から
3. 自己投資口取得やM&Aの流れが動き始めた

(図1) 2017年の東証REIT指数推移 (2016年12月末=100)



(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

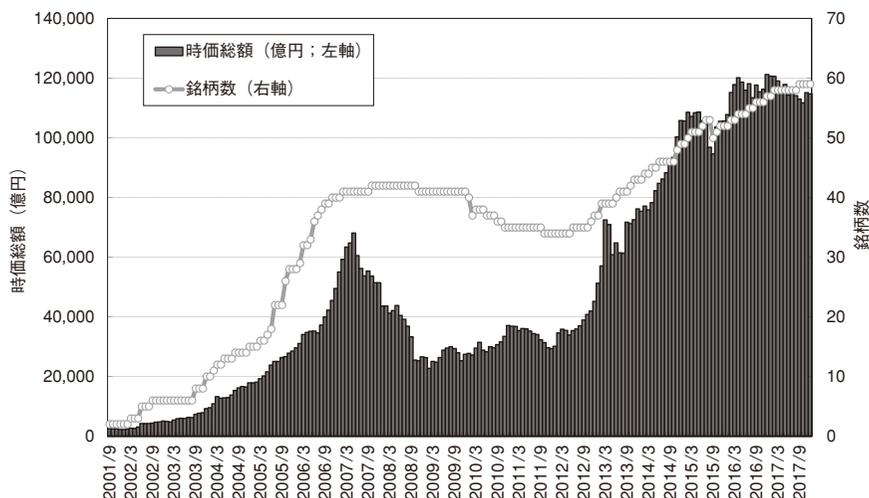
発基調となった。

3月に入ってから長期金利の動向に敏感な状況は続き、同金利が3月上旬から中旬にかけて0.1%に近づいて上昇する局面では1,800ポイントを下回って推移。他方、3月中旬から後半にかけて同金利が0.05%前後にまで低下する局面では1,800ポイント台に回復する場面も見られた。4月上旬の同指数は1,750ポイントを超えて比較的安定して推移したものの、同月後半は小幅ながらもじり安の展開。特に4月中旬以降長期金利が0.03~0.01%と低位安定していたにもかかわらず反発基調の継続には至らなかった。また、4月21日にインベスコ・オフィス・ジェイリートが運用ガイドラインにおいて自己投資口の取得及び消却に関する規定を追加。その後は自己投資口取得やM&A期待が一部で生じ、

NAV倍率が1倍を下回る小型銘柄が相対的に堅調に推移した。

4月末時点で1,733.96ポイントまで下落していた同指数は5月10日に1,775.16ポイントにまで上昇した。長期金利が0.01~0.05%とほぼゼロで安定推移する状況下、企業によるオフィス拡張ニーズ等を背景に東京都心を中心としたオフィス賃貸市況が好調に推移。一方、5月半ばから6月半ばの同指数は1,750ポイント前後で上値の重い展開を続けた。地方銀行をはじめとした国内金融機関がREIT-ETFに積極的に投資する動きは見られたものの、個人投資家を対象にした分配型投信からの資金流出が顕著となり、これが同指数の上値を抑える要因となった。また、長期金利は6月末にかけて上昇基調になったこともあり、J-REIT市場に対する重しの要因となっ

(図2) J-REIT市場全体の時価総額推移



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

たと考えられる。

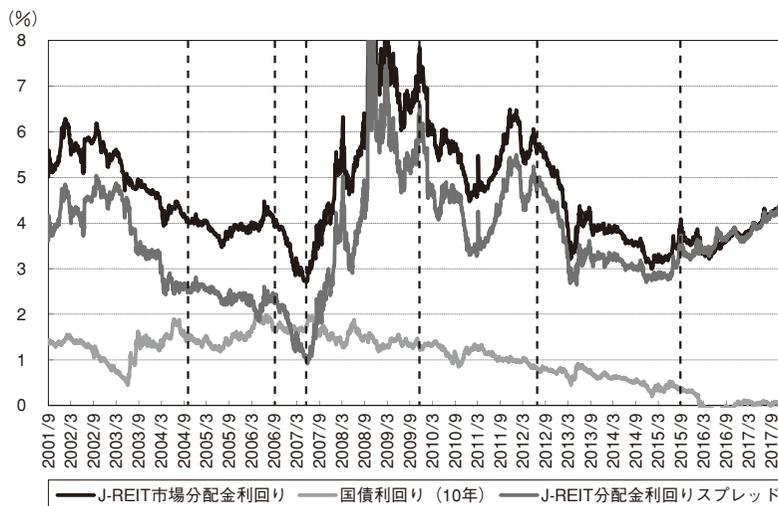
7月は初旬から半月にかけては個人投資家を対象にした分配型投信からの資金流出超過が継続して軟調な動きとなり、7月14日には1,620.38ポイントと2015年9月17日以来の安値を付けた。一方、その後7月末にかけては安定した長期金利環境下での割安感が意識されたこと、地方銀行をはじめとした国内金融機関がREIT-ETFに積極的に投資する動きが継続したこと、J-REIT特化型投信からの資金流出超過が一段落し、流入超過に転じたこと等により東証REIT指数は反発基調となり前月比プラスに転じた。

8月の同指数は1,700ポイントを挟んでほぼ横ばいの動きであったものの、月末にかけて若干軟調で推移した。好調なオフィス市況が続く中、8月中に発表したREITの決算は

全般的には堅調であったと考える。長期金利も0.00%に向けて低下傾向となり、J-REIT市場を取り巻くファンダメンタルズ環境は堅調であったと考える。一方、個人投資家を対象にしたJ-REIT特化型投信への純資金流入は8月初から半ばにかけては堅調であったものの、8月後半から11月上旬にかけては同投信の流出超過の動きが目立った。このような需給的な観点からも月末に向けて同指数が軟調に推移した一因として考えられる。国内株式市場が堅調に推移し、投資家の株式シフトがJ-REITの軟調要因の一つにも挙げられる。11月10日には終値ベースで2015年9月以来の安値となる1,605.89ポイントにまで下落した。

一方、11月半ば以降は同投信からの資金流出超過が一段落したこと、J-REIT市場における堅調なファンダメンタルズや割安感の大

(図3) J-REIT市場全体の分配金利回りと長期金利に対する分配金利回りスプレッドの推移



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

きさ等を背景に反発基調となった。12月の同REIT指数は1,660~1,680ポイント程度のレンジで比較的安定した動きであった。同期間に関しては引き続きJ-REIT特化型投信からの資金流出超過が継続したものの、地域金融機関等からのREIT-ETF経由でのJ-REITへのニーズは高かったこと、J-REIT市場における堅調なファンダメンタルズや割安感の大きさ等に変わりはなかったことから下値は堅かったと考えられる。

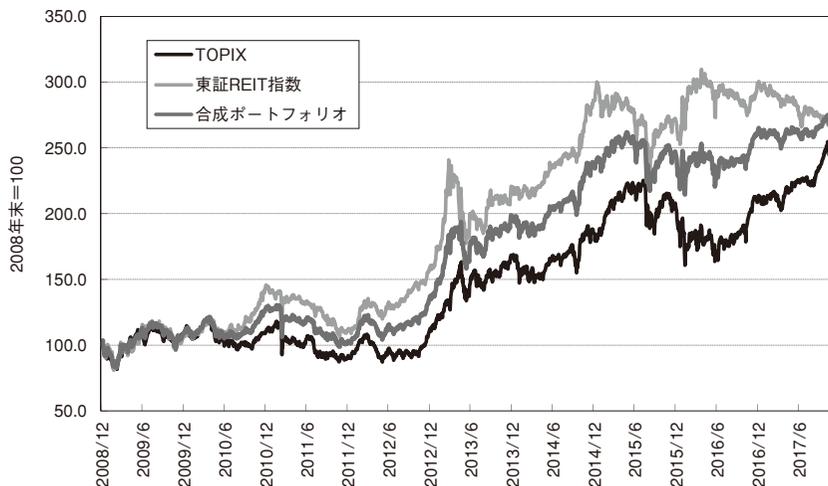
■ 2. 分散投資手段としてのJ-REIT～長期的視点から

2017年のトータルリターンベースでの東証REIT指数（配当込み、以下「J-REIT」）とTOPIX（配当込み、以下「日本株」）のパフ

ォーマンスの連動性は2016年までとの比較で大きく低下した。2017年のJ-REITのパフォーマンスはJ-REIT特化型投信からの資金流出超過等の需給要因により日本株を大きく劣後したことが主な要因と言える。一方、日本株との相関が低いということは分散投資手段の特性を発揮できるのではないかと考える。

そこで、リーマンショック以降の2008年末～2017年末の過去9年間の日次パフォーマンスデータを用いてJ-REITと日本株の比較を検証したい。まず、過去9年間のJ-REITのパフォーマンスは+179%、日本株は+155%であり、J-REITは日本株を24ppt上回るパフォーマンスであった。なお、配当を含まない価格指数ベースではJ-REITが+85%、日本株が+112%であった。長期的視点ではJ-REITのパフォーマンスは決して日本株に

(図4) 東証REIT指数(配当込み)及びTOPIX(配当込み)のパフォーマンス推移(2008年12月末=100)



(注) 合成ポートフォリオとは東証REIT指数(配当込み)とTOPIX(配当込み)を50:50で組み合わせたパフォーマンスを元に計算
(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

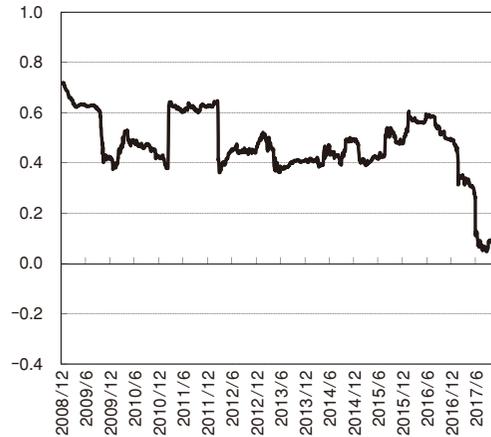
劣っておらず、むしろ良好なパフォーマンスを上げてきた。また、J-REITのインカムゲインがトータルリターンをかなり押し上げていることは改めて特筆すべきポイントと言えよう。

J-REITのボラティリティ(標準偏差、250日ローリングベース)を見ると、2009年～2013年にかけては資金繰り環境やオフィス市況の変化が大きかったことにより、J-REITの1口当たり収益性が大きく変動する局面であった。そのため、同期間でのJ-REITのボラティリティは相対的に高水準であったと考える。一方、2014年以降はこれらの要因が改善傾向ながら比較的落ち着いていたこと、長期金利も低位安定していたことにより、

J-REITのボラティリティは日本株を下回って推移した。

J-REITと日本株の相関係数の推移をみると、2010年から2016年までは東日本大震災による影響を除くと0.4～0.5の範囲内で比較的安定して推移していた。そして2017年に入ると相関係数は急低下し、2017年12月末時点では0.1となっている。相関係数とは2つの要素間での連動性を示す指標であり、「-1～+1」の数値で示される。同数値が+1に近いほどパフォーマンスには強い連動性が見られ、-1に近づくほど逆連動、ゼロであれば相関はない。つまり、2016年までの東証REIT指数はTOPIXにある程度連動性を有していた一方、2017年はほとんど連動性がない

(図5) 東証REIT指数(配当込み)とTOPIX(配当込み)の相関係数の推移(日次ベース、250日ローリング)



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

状況にあると言える。

一般論からすると、あるアセットクラスがベンチマークとする対象資産に対して、「パフォーマンスが同等もしくはそれ以上」、「ボラティリティが同等もしくはそれ以下」、「相関係数が1より低い」状況であれば、そのアセットクラスをポートフォリオに加えることにより、「低ボラティリティ・高パフォーマンス」という分散投資効果が得られると言える。

仮にJ-REITと日本株を「50:50」で随時リバランスをしながら保有し続ければ、上記9年間のパフォーマンスは+179%となり日本株を24ppt上回るパフォーマンスとなり、かつボラティリティは常にTOPIXよりも低水準で推移したとすることができる。

J-REITはインカムゲイン商品という特性

により長期金利が低下する局面ではその魅力度が高まることにより高いパフォーマンスを実現できる傾向にある。つまり債券的特性を有する。一方、好景気やインフレ時にはオフィス賃料上昇を通じた分配金向上によりある程度はインフレヘッジが可能となる。ただし、賃貸借契約が長期間に及ぶことや開発行為を行わない等から不動産会社や一般事業会社に比べるとその利益成長は低水準にとどまると考えられる。

このような点を勘案すると日本株が大きく上昇する局面ではJ-REITのパフォーマンスは劣後する傾向はあるものの、日本株の下降局面もしくは横ばい局面、長期金利低下局面では耐性の強いアセットクラスであると言える。長期的な視点でJ-REITは有効な分散投資手段になる実績を遂げてきた。今一度こ

の点に着目し、J-REITをポートフォリオの一部に組み入れることの意義をアピールしたい。

■ 3. 自己投資口取得やM&Aの流れが動き始めた

2017年のJ-REIT市場では自己投資口取得やM&Aの流れが動き始めたことも特徴として挙げられる。2017年に実施されたこれら施策について振り返りたい。

まず、自己投資口取得に関して、2017年6月にインベスコ・オフィスジェイリートがJ-REIT市場で初めて自己投資口取得及び消却実施を発表。そして、J-REIT市場のパフォーマンスが軟調に推移し、半数以上の銘柄でNAV倍率が1倍を下回る状況が続く一方で物件取得環境は厳しさを増したことで、グローバルでのREIT買収気運が高まってきたこと等を背景に2017年10月以降は自己投資口取得の実現例が増加し始めた。

具体的には10月10日にいちごホテルリート、10月16日に日本リテールファンド、11月15日にグローバル・ワン不動産が自己投資口取得及び消却の実施を発表した。また、2017年11月にはケネディクス・レジデンシャルはジャパン・シニアリビングと合併契約を締結。REIT同士の合併発表は2016年5月以来でJ-REIT市場で13例目となった。

自己投資口取得の主な意義として、

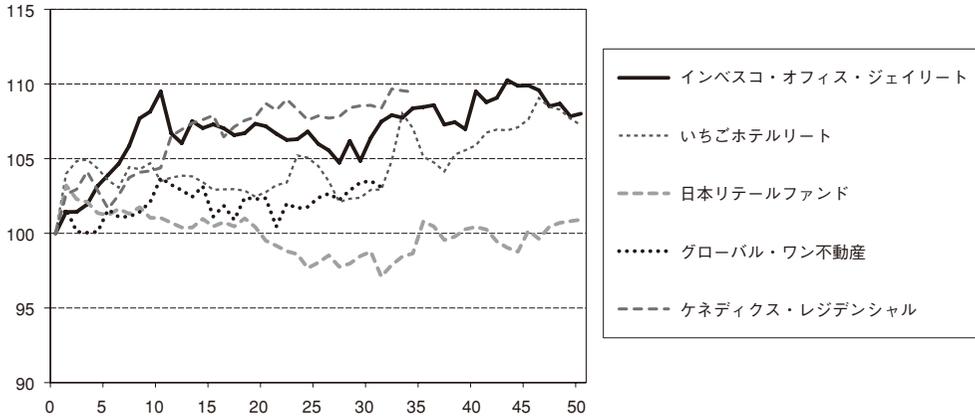
- ・「REITの投資口価格は割安である」という

運営者からのメッセージ、アナウンスメント効果

- ・インプライド・キャップレートが実物不動産市場でのキャップレートよりも高水準である場合は、割安で不動産を取得したと同様の効果が得られる
- ・NAV倍率が1倍を下回る水準での自己投資口取得は「ディスカウント増資」の逆の効果となり、結果として「プレミアム増資」と同様の効果になるため一口当たり収益性を向上させる
- ・自己投資口取得により投資口価格が上昇しNAV倍率が1倍を超過すれば「プレミアム増資」を実施できる状態となり円滑な資金調達が可能となる
- ・上記と同様にNAV倍率が1倍を超過すれば買収防衛策の効果が得られる等が挙げられる。

自己投資口取得を発表したいずれのケースにおいても、REITの運用会社のマネジメントは投資口価格が実物不動産市場との比較で割安な水準にあるという認識を持ち、かつ自己投資口取得が1口当たり分配金や1口当たりNAVの向上に資するものであると発表している。また、日本リテールファンド（JRF）が自己投資口取得を発表した翌日に実施した決算説明会では「インプライド・キャップレート」を重視する点にも言及した。同説明会質疑応答要旨によると、「現在のJRFのインプライド・キャップレートは、流動性の高い都市型物件を多く保有しているJRFのポート

(図6) 2017年に自己投資口取得もしくは合併を発表したREITの東証REIT指数に対する相対パフォーマンス



(注) 自己投資口取得もしくは合併を発表した日の終値を100とし、その後50営業日での対東証REIT指数に対する相対パフォーマンスを表示。

(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

フォリオとしてのあるべき利回りに対して、適正かどうかを見た時に、開きがありすぎると考えている。NAVに対してという考え方ではなく、インプライド・キャップレートから考えるともう少し低いインプライド・キャップレートでも良いのではないかという考え方である。現状の投資口価格は少しNAVを割れているが、それ以上に物件の評価に対して投資口価格が低すぎるという判断をしている。」と回答している。同マネジメントがJRFの保有ポートフォリオは鑑定評価額よりも高い資産価値を有するというメッセージを発信できたと弊社では受け止めている。それはマネジメントからの「アナウンスメント効果」と言えよう。

2017年に実施された自己投資口取得やREIT同士の合併は程度の差はあるものの、

投資口価格の推移から勘案すると概ね好意的に受け止められたと考える。REITの運用会社のマネジメントが「自身のREITの投資口価格は資産価値等の観点から割安感がある」と考え、かつ「買収されずに自身で運営を続けて成長したい」と考えるのであれば、これら施策を引き続き前向きに検討することに期待したい。また、「投資口価格は相応に評価されている」と考えるのであればJ-REIT本来の成長の源泉である「内部成長」及び「外部成長」にまい進して欲しい。このような動きが活発化するとJ-REIT市場は活性化されるものと期待する。

一方、成長意欲に乏しかったり買収リスクへの危機感がないREITは淘汰されるべき局面であろう。グローバル不動産プライベート・エクイティ (PE) ファンドの未消化投資

枠は2017年9月末時点で2,440億米ドルと過去最大の高まりを見せている。不動産PEファンドにとっても不動産売買市場で現物不動産を取得することは困難を極めている。そのため、投資のチャンスをものにしようと投資機会の発掘に躍起になっている。NAV倍率が1倍を下回っているJ-REIT各銘柄はこれらファンドにとって非常に魅力的に映っている。

海外REIT市場に目を向けると、M&Aは活発に実施され、それが同市場の活性化につながっている。直近では2017年12月にUnibail-RodamcoによるWestfieldの大型買収事例が発表されている。また、米国REIT市場では2015年～2017年9月に1.2千億ドル（34件、発表日ベース）の買収や合併の事例がある。

また、日本の不動産を対象とした買収事例では2016年のBlackstoneによるJapan Residential Investment Company (JRIC)の買収やLone Star FundsによるSaizen REITの資産ポートフォリオの取得に加え、2017年はBlackstoneによる豪州REIT市場のAstro Japan Property Trustやシンガポール市場でのCroesus Retail Trustの買収が見られる。

各J-REITは買収される危機感を持ちながら今後の成長戦略や財務戦略を実施していく必要がある。上記の海外事例から見ても、大手銘柄であったとしても決して例外ではない点を付記したい。

