

2016年のJ-REIT市場回顧と 2017年の展望及び提言

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. 2016年のJ-REIT市場概要

2016年12月末の東証REIT指数は1,855.83ポイントとなり、2015年12月末（1,747.54ポイント）との比較で6.2%上昇、配当込みのトータルリターンでは9.9%上昇した。東証REIT指数は2015年に4年ぶりのマイナスパフォーマンスとなったが2016年はプラスのパ

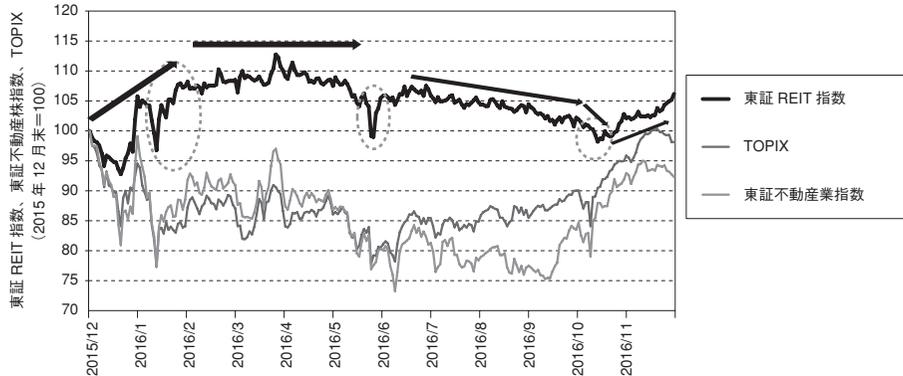
フォーマンスを確保。2016年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は12兆1,233億円となり、2015年12月末時点の10兆5,603億円の比較で14.8%増加した。投資口価格の上昇と活発な公募増資や新規上場により時価総額は増加した。同期間のTOPIXは1.9%下落、配当込みのトータルリターンで0.3%の上昇となり、東証REIT指数はTOPIXをそれぞれ8.1ppt、9.5ppt上回るパフォーマンスであった。

〈目次〉

1. 2016年のJ-REIT市場概要
2. 長期金利低下期待の終焉。分配金上昇期待にJ-REIT市場は目を向かれよう
3. キャップレートは一旦下げ止まるも2017年はさらに低下するか？
4. 新陳代謝を促進し、リファイナンスリスクに晒されない信用度の高いマーケットを築こう

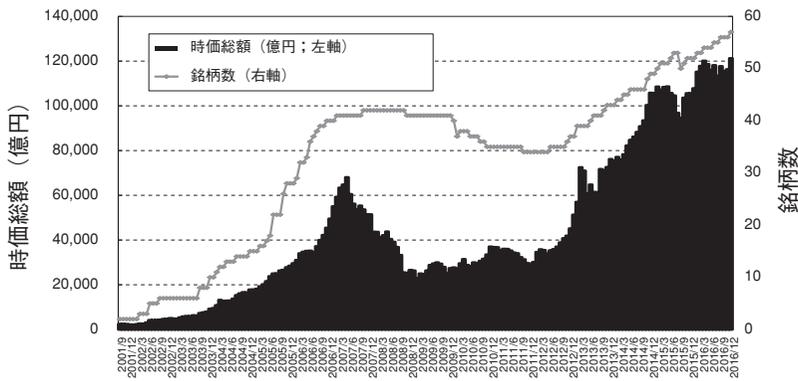
東証REIT指数の動向に関して、1月前半から半ばにかけては下落基調となり、1月21日に同指数は一時1,620ポイントまで下落。国内外の株式市場全般が軟調となる中、J-REITの下落幅は比較的緩やかではあったものの、絶対パフォーマンスでは厳しい状況であった。一方、1月下旬からは日本銀行による追加金融緩和への期待から戻り基調となった。そのような状況下、1月29日に日本銀

(図1) 2016年の東証REIT指数推移 (2015年12月末=100)



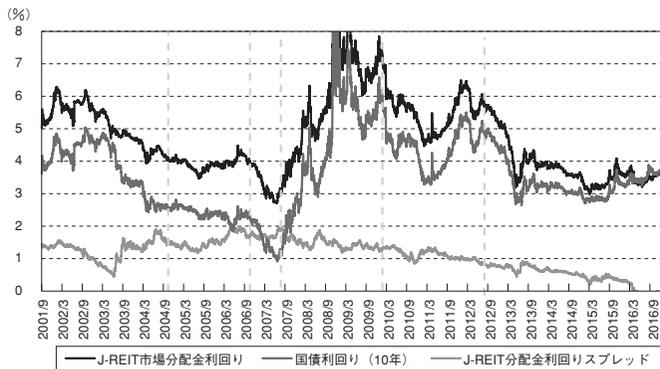
(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(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

(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

行が「マイナス金利導入」を決定し長期金利がゼロ近辺にまで低下すると同指数は2月1日に1,848ポイントにまで急上昇した。一方、長期金利がマイナス圏からプラス圏に浮上した2月半ばにかけては一旦調整した。その後2月半ば以降に再び長期金利が低下基調となつてからは戻りの展開となり、2月後半から3月にかけての同指数は1,800ポイント台後半での堅調推移となった。

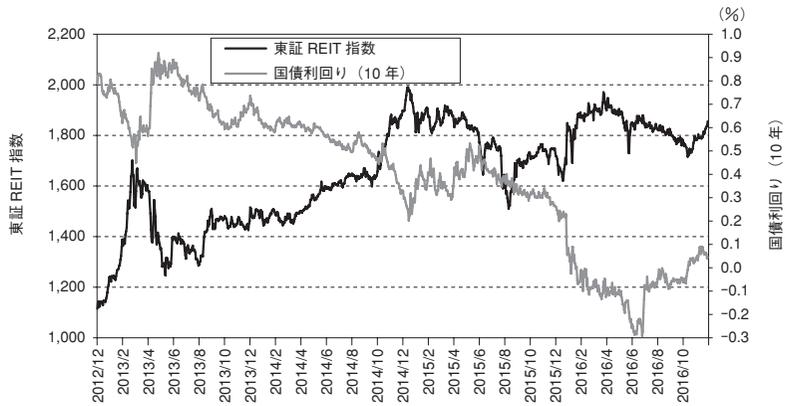
4月前半から半ばにかけては1,900ポイント前後で横ばい推移した後、4月後半は日本銀行による追加金融緩和への期待も入り4月25日には終値ベースで1,970.72ポイントにまで上昇した。その後4月末から5月前半にかけては追加金融緩和がなかったことからの反動で下落した。5月半ばから6月前半の東証REIT指数は1,800ポイント台後半で安定推移していたものの、6月半ばにかけては国内景況の不透明感などもあり1,800ポイント台半ばに下落して推移。6月後半にかけては英国のEU離脱によりクレジットマーケットが不安定になるとの懸念から、離脱決定直後の6月24日に東証REIT指数は終値ベースで1,732.29ポイントにまで下落した。一方、長期金利がマイナス圏で低位安定していたことや金融緩和へのさらなる期待、分配金利回り上昇による値ごろ感から月末に向けて反発し、6月末の同指数は1,843.66ポイントで引けた。

7月の東証REIT指数は1,800ポイント台半ば前後で比較的安定して推移。オフィス市況

や不動産売買市場での目立った変化は見受けられなかった一方、長期金利が終始マイナス圏で推移する状況下でJ-REITに対するインカムゲインニーズは引き続き強く底堅い動きであった。7月下旬に-0.3%弱だった長期金利が8月に入ると初旬に0%近辺にまで上昇したことにより反落したものの、その後は1,800ポイント台前半から半ばでの小動きとなった。各オフィス型REITが公表した決算結果及び見通しでは順調に賃料増額を実現していたものの、他のREITにおける郊外型商業施設での物件売却損計上等が投資マインドの盛り上がり水を差した格好となった。9月21日に日本銀行による「長短金利操作」の導入で長期金利を0%程度で調整することが発表されたことにより同金利は0%近辺にまで浮上したものの、その後の長期金利は安定したこともあり、東証REIT指数も落ち着いた動きであった。

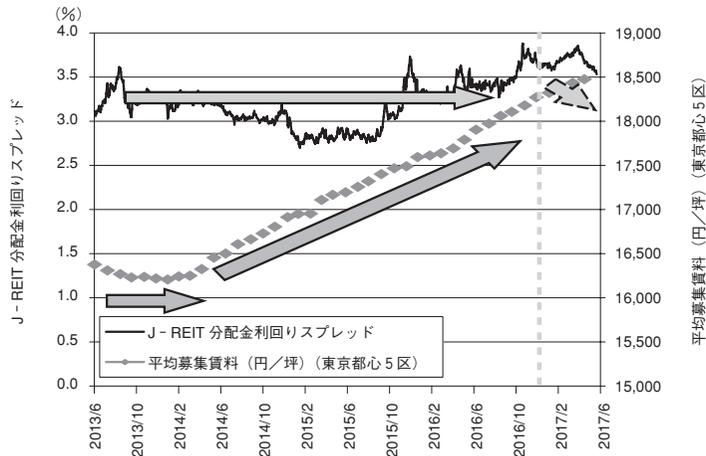
10月～11月前半の東証REIT指数はさえない動きであった。9月末時点で1,825ポイントであった同指数は10月6日に1,800ポイントを割れ、その後も1,700ポイント台後半での動きとなり、11月14日に1,715ポイントにまで下落した。米国大統領選後に米国長期金利が上昇基調となる中、日本の長期金利も2016年2月以来となるプラス圏に浮上するまで上昇したことが嫌気されたこと、株式市場が力強い動きとなったことでREIT市場から同市場への資金シフトの動きもあり東証REIT指数は軟調に推移した。11月半ば以降

(図4) 長期金利と東証REIT指数の推移



(出所) 東京証券取引所、ブルームバーグ、SMBC日興証券

(図5) J-REITの分配金利回りスプレッドと東京都心5区のオフィスの平均募集賃料



(出所) 三鬼商事、ブルームバーグ、SMBC日興証券

は長期金利の上げ止まりの兆候が見られたことや大手オフィス型REITであるジャパンリアルエステイト (8952) が堅実な決算見通しを示したこと等が好感され、その後は反発基調となった。12月半ば以降は長期金利の安定及び低下に加え、足元の円安傾向を背景とし

た国内景況感の改善期待によりオフィス市況の悪化リスクへの警戒感が薄れたことも追い風となったことで堅調に推移して2016年を終えた。

■ 2. 長期金利低下期待の終焉。分配金上昇期待にJ-REIT市場は目を向かれよう

2016年9月21日、日本銀行は金融緩和強化のための新しい枠組みとして「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を発表。これにより長期金利（10年物国債利回り）は0%程度で推移するように調節されることとなった。2016年11月の米国大統領選挙後に米国長期金利が上昇基調となって以降は国内長期金利への上昇懸念も浮上しているものの、2016年9～12月の国内長期金利は-0.1%～+0.1%のレンジで推移している。

2016年12月末時点のJ-REIT市場全体の弊社予想分配金利回りは3.6%である。長期金利がゼロであれば、分配金利回り=分配金利回りスプレッドとなる。2014年～2015年の分配金利回りスプレッドは概ね3%（平均値は3.1%）で安定的に推移していたことを勘案すると、現状の分配金スプレッドは魅力的な水準と言える。一方、同スプレッドが拡大している要因は、「国内長期金利がさらに上昇することを懸念している」、「オフィス等の賃料下落による分配金減少が懸念されている」のいずれかもしくは両方であると考えられる。

そのような点を勘案すると、日本銀行の政策により国内長期金利が米国をはじめとした海外市場の影響を受けることなく0%近辺で安定推移することが確認されるかが重要と言えよう。また、東京都心部におけるオフィス

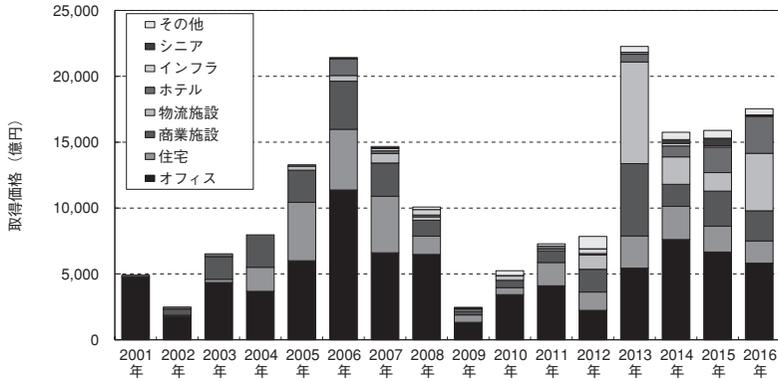
市況について、2014年以降市況賃料は上昇を続けている。本来であれば市況賃料の上昇を通じた「期待成長率」の高まりにより分配金利回りスプレッドは縮小するはずであるが、実際はそうになっていない。筆者はオフィス市況見通しについて弱気姿勢ではないが、企業業績や景況感の改善を通じて2018年以降のオフィス大量供給問題を乗り越えることができるかがカギとなる。

筆者は仮に国内長期金利がゼロにとどまり、かつ分配金下落懸念が払しょくできれば東証REIT指数は2,000ポイントを目指すと思定する。超低金利環境下においてJ-REITからもたらされるインカムゲインは魅力的であると考えためである。また、景況感や企業業績改善からオフィス賃料上昇等を一定程度織り込むことや金融コストの低下等を通じて今後5年間におけるJ-REIT市場全体の分配金成長率を年率3%と期待できる状況となり、かつ国内長期金利がゼロにとどまれば同指数は2,300ポイントを目指すことを想定している。

■ 3. キャップレートは一旦下げ止まるも2017年はさらに低下するか？

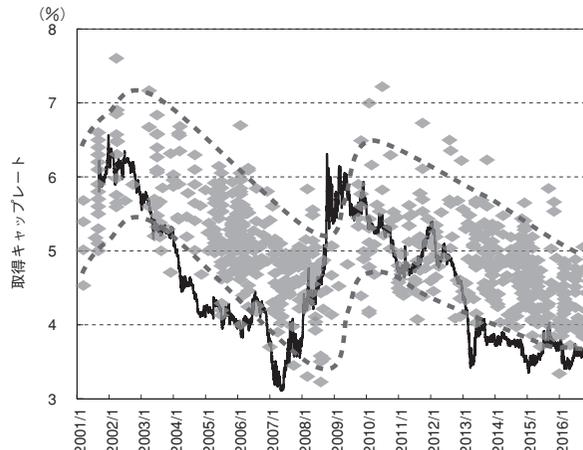
J-REITによる物件取得状況について、同主体による物件取得実績は高水準を維持している。2016年のJ-REITによる物件取得実績は357物件で1兆7,539億円に上り、2015年の1兆5,893億円を超過し、2013年及び2006年

(図6) J-REITによる物件取得実績



(注) 優先出資証券等は除く
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

(図7) J-REITの取得キャップレート (オフィス/東京23区)



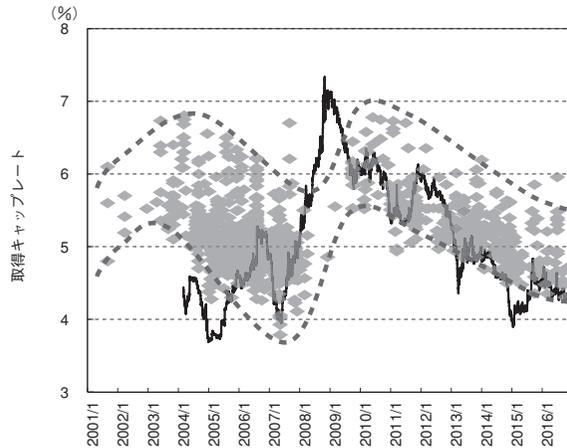
(注) 取得キャップレート：取得意思決定時の鑑定評価上のNCF/取得価格。太線はオフィス型REITのインプライド・キャップレート
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

に次ぐ過去3番目の高水準であった。2017年についても良好な資金調達環境の下、引き続きJ-REITは積極的な物件取得姿勢を保つだろう。

J-REITによる2016年の東京23区及び首都

圏における平均取得キャップレート (鑑定評価上のNCF/取得価格、取得価格加重平均) はオフィスが4.2%、住宅が4.9%、商業施設が4.4%、物流施設が4.9%、ホテルが4.9%であり、各用途で同キャップレートは2015年平

(図8) J-REITの取得キャップレート (住宅/東京23区)



(注) 取得キャップレート：取得意思決定時の鑑定評価上のNCF/取得価格。
 太線は住宅型REITのインプライド・キャップレート
 (出所) 会社資料、SMBC日興証券

均に比較して30～50bps低下した。また、東京都心の好立地オフィスであれば3%台の取得事例は珍しくなく、2001年のJ-REIT市場創設来最低水準となっている。

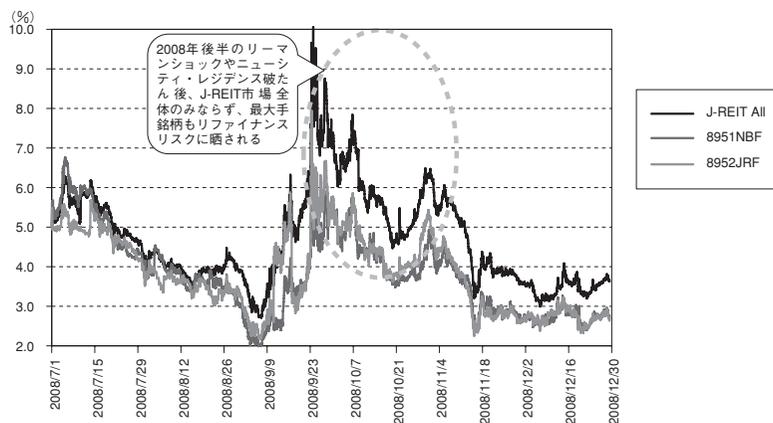
2016年後半に入ってから取得事例を見ると2016年前半との比較でキャップレートは下げ止まりの傾向も見られた。ただし、2017年のキャップレートはさらに低下、少なくとも上昇することはないと筆者は考える。背景にあるのは国債償還資金の運用難からもたらされる国内金融機関（地方銀行や信用金庫、信用組合等）の運用ニーズや2016年11月以降に円安が進んだことにより海外投資家から見て日本の不動産価格に割安感が浮上していることである。

2016年9月の日本銀行による「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入により国

内長期金利はマイナス圏への深掘りは足元可能性が小さくなった。しかしながら、同金利がゼロ近辺で推移しているため、国債償還資金の運用難の状況に変わりはない。国内金融機関の不動産から得られるインカムゲインニーズは高く、これが不動産価格の上昇、もしくはキャップレートの低下圧力になると予想される。これら運用資金は私募リートや私募ファンドを通じて不動産売買市場に影響を与えよう。

2010年11月に運用が始まった私募リート市場は着実に資産残高を拡大している。不動産証券化協会（ARES）のデータによれば2016年9月末時点で1兆9,563億円に達している。同月末時点での保有シェアは年金が21%、中央金融法人が22%、地域金融機関が40%、事業法人等が17%であり、地域金融機関の保有

(図9) 2008年後半のJ-REIT市場全体及びNBF(8951)、JRE(8952)の分配金利回り推移



(出所) プルームバーグ、SMBC日興証券

シェアが最大である。この拡大傾向は2017年も継続するものと考えられる。

私募リートや私募ファンドへの投資の利点としてはJ-REITと違い上場商品ではないため、日々の価格変動リスクに晒されることなくインカムゲインを獲得できる点が挙げられる。「売りたい時に売れない」リスクはあるものの、短期売買を目的とせず、インカムゲイン重視であれば国内金融機関の投資行動は理解できる。また、年金資金や半公的マネーもアセットクラスの分散やインカムゲイン確保の目的から私募リートや私募ファンドを通じて不動産投資を拡大させると予想される。このような点を勘案すると、長期金利の急上昇やデット調達環境の悪化による銀行の貸し渋りが起こらない限りにおいてキャップレートが上昇することはないだろう。

この点に関してはJ-REITにとっては好ましくない。キャップレートの低下により現時

点でJ-REITが保有する物件価格が上昇することはNAVの向上にはつながる。一方、今後物件取得をしてもJ-REITのインプライド・キャップレートを上回るキャップレートで物件を取得できなければ同取得による一口当たり収益性向上にはつながらない。そのため、J-REITに対して外部成長を期待することは難しいと言えよう。

4. 新陳代謝を促進し、リファイナンスリスクに晒されない信用度の高いマーケットを築こう

J-REIT市場におけるバリュエーションの銘柄間格差が著しい。国内機関投資家や外国人投資家が投資対象とする銘柄群は3%台の分配金利回りである一方、時価総額が小さかったりスポンサーサポートが期待しづらい銘柄は5%台後半～7%台にある。また、これ

らの分配金利回りが高水準にある銘柄のNAV倍率は総じて1倍を下回っており、ディスカウント状態にある。

不動産価格に先高観があるとするればNAV倍率が1倍未満の銘柄は買収対象としては魅力的ということになる。すなわち、買収する側からすれば実物不動産売買市場で物件を取得するよりも低価格もしくは高いキャップレートで物件を取得する効果が得られると言える。

一方、NAV倍率が1倍を下回る銘柄は同ディスカウント状態で増資をすることは投資主価値を毀損させることになることやインプライド・キャップレートよりも高いキャップレートで物件取得することが困難な状態になっていると考えられるため資産規模を拡大させることが難しい。資産規模が小さいままであればREITを運営する運用会社には十分な運用報酬が入らず、運営自体ができなくなる可能性がある。

このような点を勘案すると、ディープバリュー銘柄は他の銘柄に吸収合併されたり、非上場化することにより淘汰の必要性がある。REIT同士の合併が活発に行われ、資産規模や時価総額が拡大すれば機関投資家から投資対象として認識され、投資口価格の浮上も期待できよう。

また、現状の良好な金融市場環境においてはどのような銘柄であってもデット調達が可能であるため、質の低いREITでも存続できるということが言える。しかしながら、長期

的視点に立ち、日本銀行による金融緩和がいずれかのタイミングで終了し長期金利が上昇したり、グローバルでの金融市場環境の変化により銀行の融資姿勢に変化が生じた場合、ポートフォリオの質が低かったりスポンサーサポートが脆弱であるREITはリファイナンスリスクに晒される可能性が高い。

2008年後半のリーマンショックやニューシティ・レジデンスの破たん以降、J-REIT市場ではそのような銘柄はリファイナンスが困難となり破たんリスクや金融コストの増加による分配金大幅減少リスクに見舞われた。当時のJ-REIT市場では実際は円滑な資金調達が可能であった優良銘柄でさえも同リスクを強く意識され投資口価格は大幅に下落した。例えば、J-REIT大手2社である日本ビルファンド（8951、NBF）やジャパンリアルエステイト（8952、JRE）の分配金利回りはリーマンショック前に3%台で推移していたものの、同ショック後には6～8%に上昇する局面もあり、投資口価格は暴落した。

J-REIT市場が再びこのようなリスクに晒されないためにも金融市場環境が良好なうちにM&Aが活発に行われ、財務信用力や分散の効いたポートフォリオ構築が望まれよう。ちなみに、リーマンショック後の同リスクに対して政策支援により救済されたのはJ-REIT市場のみであり、他国のREIT市場では増資等により自力復活した点は記憶にとどめておきたい。

