

2018年のJ-REIT市場と 2019年の展望及び課題

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. 2018年のJ-REIT市場概要

2018年12月末の東証REIT指数は1,774.06ポイントとなり、2017年12月末（1,662.92）との比較で6.7%上昇、配当込みのトータルリターンでは11.1%上昇した。2018年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は12兆9,703億円となり、2017年12月末時点の11兆4,751億円の比較で13%増加した。

同期間のTOPIXは17.8%下落、配当込みのトータルリターンで16.0%下落となり、東証REIT指数はTOPIXをそれぞれ24.5ppt、27.1pptアウトパフォームした。2018年は国

内株式市場が軟調な動きとなった中、J-REITのパフォーマンスは堅調であった。また、東証REIT指数は同期間のFTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index（円ベース）の-11.5%に対して18.2pptアウトパフォームし、グローバルのREIT市場の中でも堅調なパフォーマンスを確保した。

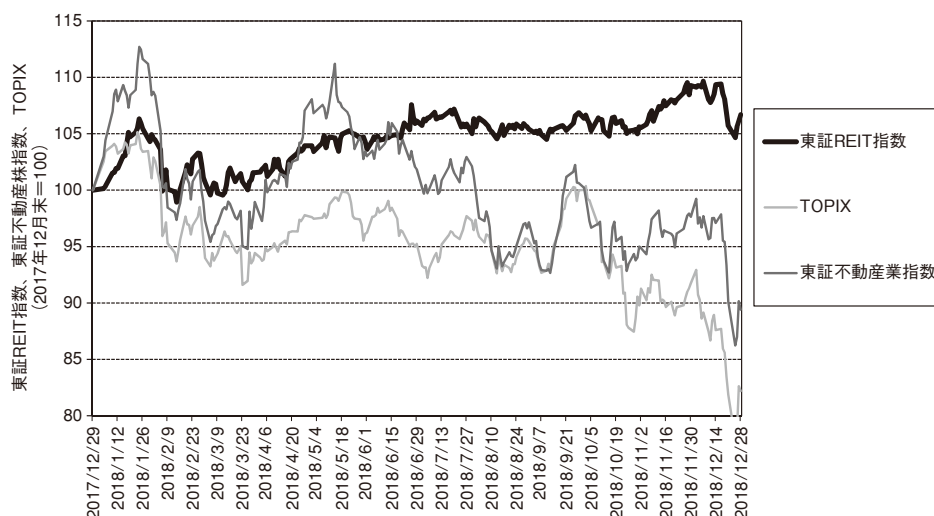
2018年の東証REIT指数は4月以降堅調な推移となった。オフィス賃料の上昇等堅固なファンダメンタルズと低位にとどまった長期金利環境に加え、インカムゲイン獲得ニーズを背景としたJ-REITに対する旺盛な需要等が好パフォーマンス要因として挙げられよう。以下では四半期毎でのパフォーマンスを振り返りたい。

2018年1～3月の東証REIT指数のパフォーマンスは1.5%上昇、配当込みのトータルリターンでは2.7%上昇した。同四半期は国内外株式市場が下落する中、J-REITは好調

目次

1. 2018年のJ-REIT市場概要
2. 2019年のJ-REIT市場展望
3. J-REITにとってのESGの重要性

(図1) 2018年の東証REIT指数、TOPIX、東証不動産業指数の推移 (2017年12月末=100)



(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

なファンダメンタルズとディフェンシブ性に
着目され、底固い動きであった。

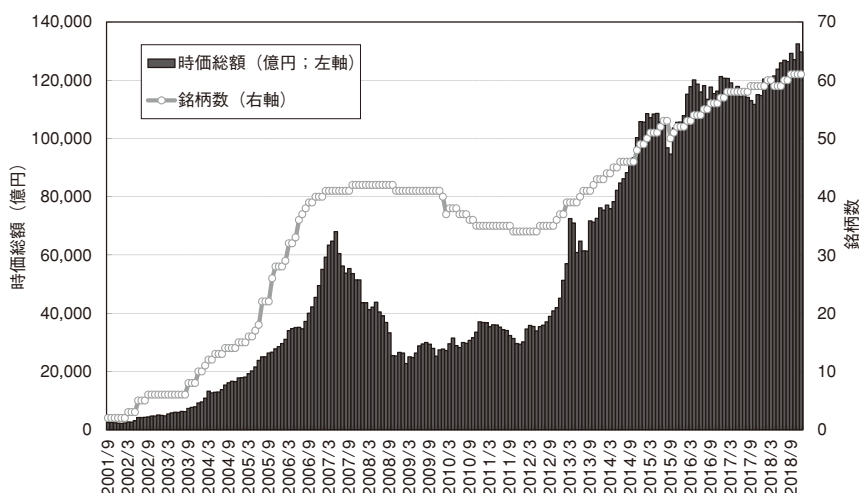
1月の東証REIT指数は力強い動きであり、
1月24日には2017年5月以来となる1,768ポ
イントにまで回復した。オフィス市況を中心
として好調なファンダメンタルズが継続して
いる一方、2017年の低パフォーマンスにより
NAV倍率や分配金利回りの両面で割安感が
生じていた状況下、国内外投資家からの資金
が流入したと思われる。投資口価格上昇
に伴う利益確定売りという形でJ-REIT特化
型投信からの資金流出超過は継続したもの
の、特に地域金融機関等からのREIT-ETF
経由でのJ-REITへのニーズはより強かった
ものと思われる。

一方、2月の同指数は前半から半ばにかけ
て調整局面に入り、同月14日には1,645ポ

イントにまで下落した。ただし、J-REIT市場
での活発なエクイティファイナンスによる需
給の重しや国内株式市場が値下がりする環境
下では相対的には底堅い動きであった。長期
金利が低下傾向となったこともJ-REITのイ
ンカムゲインやディフェンシブ性に注目が集
まったものと考えられる。3月に入ってから
も同指数は底堅く、TOPIXが単月で2.9%下
落する中でほぼ横ばいのパフォーマンスを確
保した。国内外での政治経済情勢の不安定感
が増す中、長期金利の上昇リスクも低下し、
J-REITの相対的に高いインカムゲインを背
景とした「ディフェンシブ性」が注目されたと
考えられる。

2018年4～6月の東証REIT指数のパフォー
マンスは4.5%上昇、配当込みのトータル
リターンでは5.4%上昇した。J-REITの好調

(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

なファンダメンタルズと低位安定した長期金利環境を背景に同四半期は前四半期に引き続き底堅い動きであった。特に、4月後半から6月にかけて堅調な動きとなった。長期金利が0.05%を挟んで小動きで安定していた状況下、東京都心部のオフィス空室率の低下や賃料上昇が続くファンダメンタルズ及び外部環境は良好。地域金融機関等からのREIT-ETF経由でのJ-REITへのニーズは引き続き強かったことも同指数の堅調な要因と考えられる。

2018年7～9月の東証REIT指数のパフォーマンスは0.7%上昇、配当込みのトータルリターンでは1.8%上昇した。J-REITの好調なファンダメンタルズと低位安定した長期金利環境を背景に同四半期は前四半期に引き続き底堅い動きであった。一方、J-REITによ

るエクイティファイナンスが高水準となったこともあり、需給面で上値を押さえられることとなり、結果として概ね横ばいの動きとなった。

東証REIT指数は7月前半から半ばにかけては低位安定した長期金利環境下で底堅い動きであった。一方、7月後半は公募増資や新規上場に伴う換金売りにより需給環境が緩んだことに加え、日本銀行による金融政策のテーパリングが意識され長期金利が一時0.1%に到達したこともあり軟調な展開となった。一方、7月31日に発表された日銀政策決定会合の方針ではほぼ現状維持であったことから同日の同指数は急反発して取引を終えた。他方、8月前半から半ばにかけては長期金利の動向を見極めたいとする様子見姿勢等からさえない動きで推移したものの、8月半ばから

後半にかけては長期金利が0.1%前後で安定推移する中でインカムゲインに着目した資金が継続的に流入したこと、日本ビルファンドをはじめとして順調な決算が発表され好調なファンダメンタルズが確認されたこと等から1,750～1,760ポイントのレンジで安定的に推移する展開となった。

9月前半から半ばにかけての同指数は上値の重い展開。度重なる公募増資に伴う換金売りが上値を押さえる展開となり、同指数は9月10日に1,740ポイントを割れる水準にまで下落した。一方、9月半ばから後半にかけてはこれら換金売りが一段落し需給面での重しがなくなってきたこと、長期金利が0.1%前後で安定推移する中でインカムゲインに着目した資金が継続的に流入したこと、9月に発表された決算が良好なファンダメンタルズを背景に堅調な決算が多かったこと等から相場に力強さが戻り、9月末の同指数は1,777.18ポイントと高値引けで終えた。

2018年10～12月の東証REIT指数のパフォーマンスは0.2%下落、配当込みのトータルリターンでは0.9%上昇した。10月の東証REIT指数は国内株式市場が大きく値下がりする中では底堅い動きであった。10月に決算発表を実施したREITの内容を見ると、オフィスや住宅、都市型商業施設で賃料増額傾向が確認され、その勢いに陰りは見受けられなかった。また、郊外型商業施設については不動産売買マーケットが活況である現況において売却計画を進め、売却益の計上とともに都

市型施設に入れ替えるポートフォリオ戦略も見受けられた。このように好調な不動産市況下においてポートフォリオの質や収益性を向上させるREITの姿勢は好感されたと考えられる。

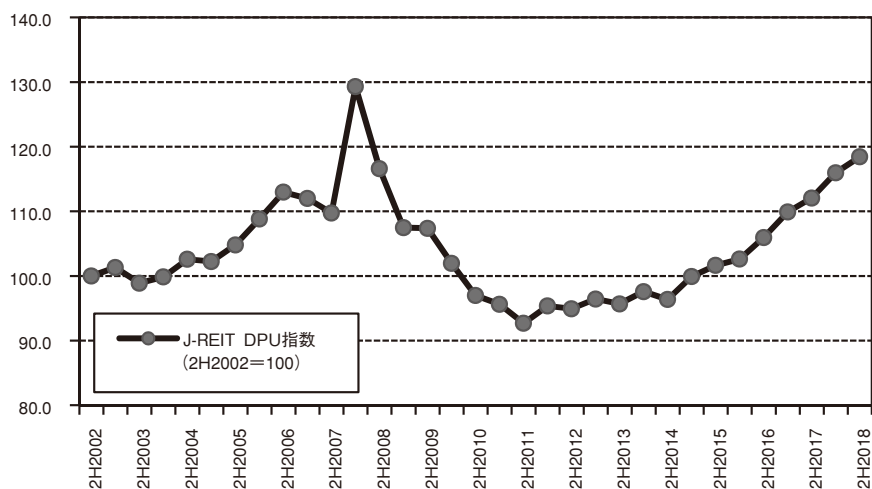
その後、11月から12月中旬まで同REIT指数は力強い動きであった。J-REITによるエクイティファイナンスが一巡して需給環境が良好な状況下、長期金利が低下傾向で推移してJ-REITのインカムゲインに注目が集まる一方、引き続きオフィスをはじめとして賃貸市場のファンダメンタルズも好調であったことが好パフォーマンス要因と考えられる。一方、12月下旬にかけては国内外株式市場が大きく下落する動きにつられて下落した。ただし、長期金利がほぼ0%に低下したことによりJ-REITに対するインカムゲインやディフュージビリティ性を好感され、月中パフォーマンスは国内株式に比較すると相対的に良好であったと言えよう。

■ 2. 2019年のJ-REIT市場展望

賃料増額と物件入替による収益性向上を期待

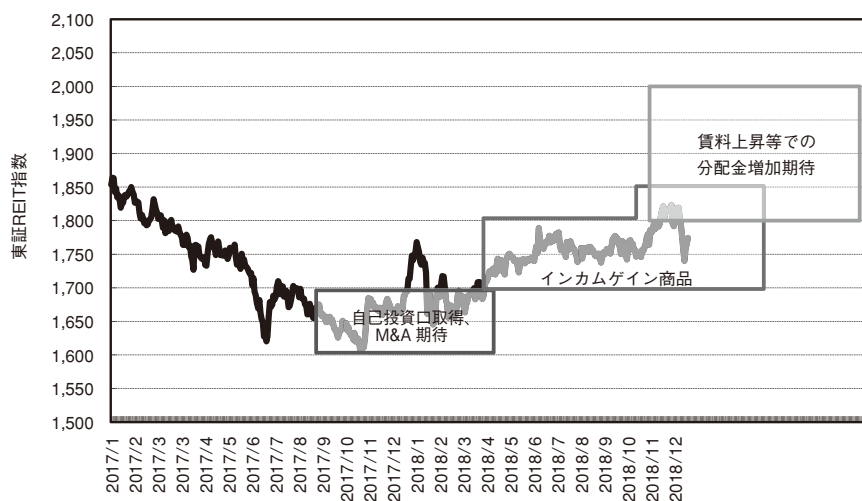
筆者はJ-REIT市場に対して強気の見方を持っており、東証REIT指数は2,000ポイントを目指す展開を想定する。前述の通り、2018年の同指数は低金利環境下で4%超の分配金利回りが得られるというインカムゲインニーズを背景に安定的かつ堅調に推移したと考え

(図3) J-REIT市場全体の一口当たり分配金指数の推移(2002年下期=100)



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

(図4) 東証REIT指数2,000ポイントに向けての道すじ

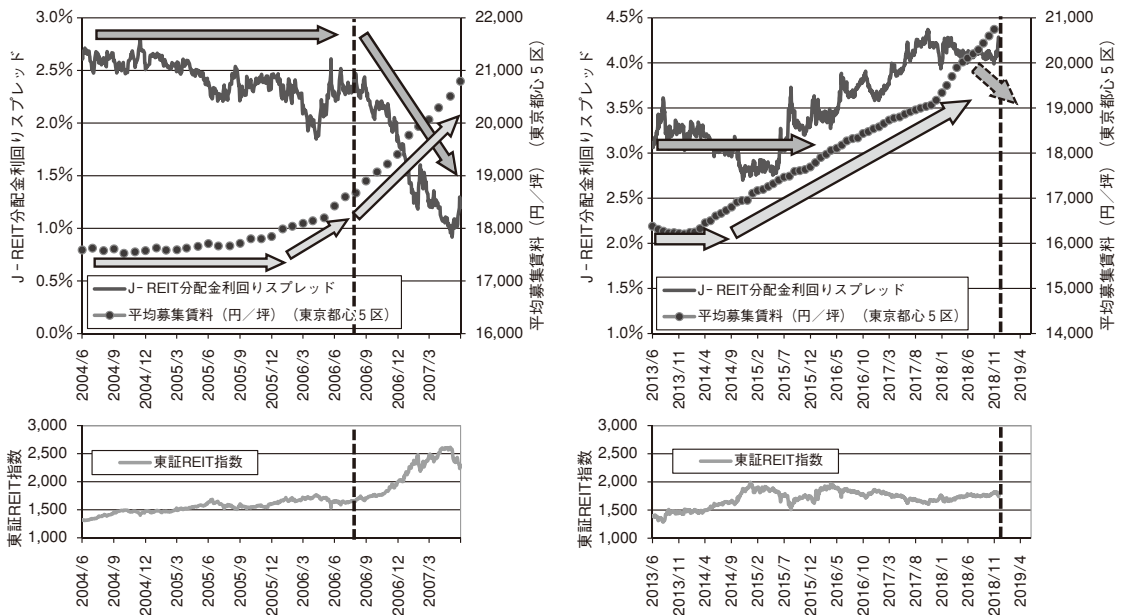


(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

る。2019年は同インカムゲインニーズに加え、増配が続くJ-REITへの「分配金成長」に着目したい。

J-REIT市場全体の一口当たり分配金は2011年下期～2018年下期の過去7年間で28%増加、年率換算で4%増加した。直近1年間

(図5) J-REITの分配金利回りスプレッドと都心5区募集賃料



(出所) 三鬼商事、ブルームバーグ、SMBC日興証券

では2018年上期が前年同期比+5.5%、2018年下期が同+5.7%となる見通しであり、堅調に増配を継続している。2018年における増配の主な要因は、オフィスのみならず住宅や都市型商業施設、物流施設でも賃料増額が実現できたこと、積極的な物件入替によるポートフォリオ収益性の向上、デットコストの減少継続が挙げられる。2019年についてもその傾向は継続すると期待する。

分配金利回りスプレッドは縮小へ

J-REIT市場全体の分配金利回りスプレッド(分配金利回り－長期金利)の推移を見ると、2013～15年は3%前後で安定的に推移し、同期間の平均同スプレッドは3.1%、2015年

12月末時点で3.3%であった。同期間での東京都心部におけるオフィス空室率は低下し、市況賃料は反転。J-REITが保有するオフィスの賃料ギャップ(既存賃料>市況賃料)は縮小して賃料減額リスクは低下した。その結果、安定した分配金の確保が期待できる状態となり、かつ先行きへの懸念も解消した。つまり、同期間のJ-REIT市場は過度な不安も期待も少ない安定期であったと考える。

一方、2016年から2017年にかけてはオフィス賃料が上昇を続けて各J-REITの賃料増額事例も増加し、内部成長が増配をけん引するようになった。また、日銀による金融緩和により長期金利は0%前後で低位安定。これらを背景にすると本来であればJ-REITの分配

(図6) J-REIT市場全体のNAV倍率の推移(鑑定評価額ベース)



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

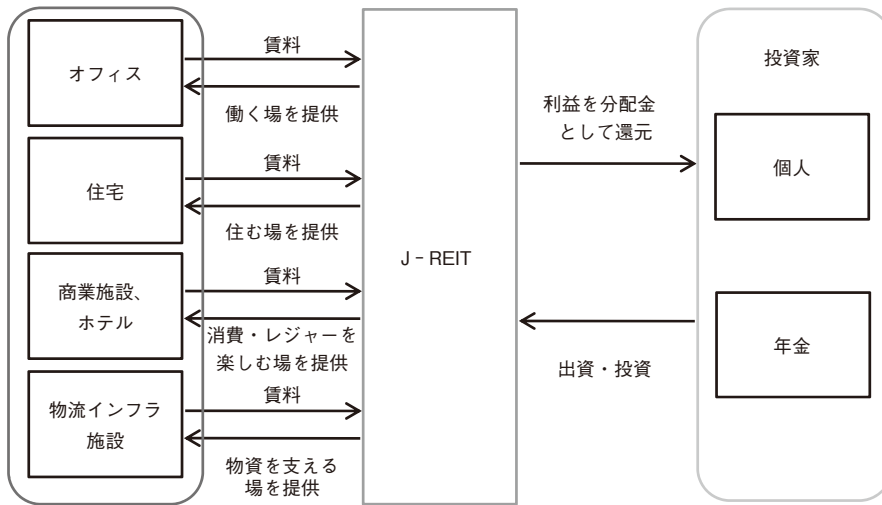
金に対する期待成長率の高まりにより分配金利回りスプレッドは縮小傾向となるはずであるが、実際にはむしろ上昇し、2017年11月には同スプレッドは4.4%にまで拡大した。2018年は投資口価格が堅調に推移したことにより同スプレッドは縮小傾向となったものの、2018年12月末時点で4.2%と高水準にとどまっている。

現状の分配金利回りスプレッドが2013～15年に比較して高水準にとどまっている主な要因について、筆者は将来の長期金利上昇や賃料下落等による分配金下落リスク、グローバルでのクレジット市場悪化をマーケットは懸念しているためと考える。長期金利については多少上昇することは想定するものの、0.5%を超過して1%にまで上昇することは目先想定しない。また、足元の堅調なオフィス需

要を勘案すると、オフィス賃料が下落することは想定していない。クレジット市場動向には注視しながらも、長期金利を0.5%と想定した場合での分配金利回りスプレッドは2013年～2015年の平均値である3%台前半にまで縮小する余地は十分にあると考える。筆者はその場合の分配金利回りは3.7% (0.5%+3.2%) に低下することを想定、これを東証REIT指数に換算すると2,000ポイントとなる。

また、東証REIT指数が2,000ポイントとなった場合、直近の鑑定評価額をベースとしたJ-REIT市場全体のNAV倍率は1.20倍となる。同NAV倍率は2014～18年での過去5年間の平均値(1.21倍)とほぼ同水準であり、到達可能な水準であると考えられる。

(図7) 社会を支えるJ-REITの役割



(出所) SMBC日興証券

3. J-REITにとってのESGの重要性

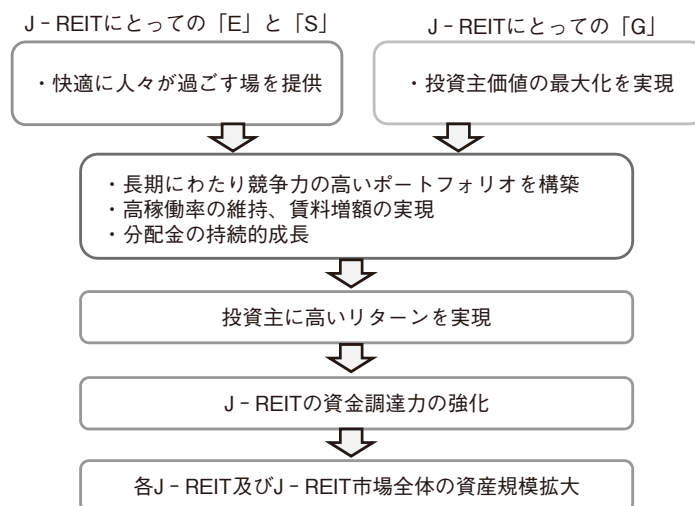
昨今、国内外のマーケットではESGという言葉が大きなテーマとなっている。ESGとは「環境 (Environment)」、「社会 (Social)」、「ガバナンス (Governance)」の頭文字を取ったものである。2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が「資産運用においてESGの視点を反映させる国連責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)」に署名したこと、2017年7月にESG指数をベンチマークとした運用開始を発表したこと等を背景に、同分野への注目が高まっている。

J-REIT市場及び国内不動産市場が質の向

上を伴って成長していくためにはESGに対する取組みの重要性は高いものとする。各J-REITにとってESGを重視することは既存投資家からの評価のみならず、持続可能性の視点からも重要であろう。

各J-REITが環境に配慮した運用を行うことは様々なメリットがあると考えられる。まず、保有する物件において館内照明器具のLED化、温室効果ガス排出量削減、再生可能エネルギーの活用として屋根等に太陽光発電システムを導入すること、施設の外壁に断熱素材を採用すること等により、水道光熱費等のコスト削減が期待できる。また、このような低コストが期待できる物件に入居したいという企業やESG投資を重視する金融機関等のテナントを誘致することにより、物件の稼働率向上や賃料の上昇も期待できよう。2015年7月

(図8) J-REITにとってのESGとその効果



(出所) SMBC日興証券

に国土交通省が実施した「環境不動産普及促進検討委員会」でザイマックス不動産総合研究所が発表した資料によると、環境認証を取得している物件はこれ未取得していない物件よりも新規成約賃料が4.4%高いというデータが示された。

現在は日銀による超金融緩和政策の下ではほぼ全てのREITはデット調達に窮していない。ただし、通常の金融市場環境に戻った場合、「DBJ Green Building認証」や「SMBCサステナブルビルディング認証」等各金融機関から認証を得た物件を組み込んでいた場合の方がこれらレンダーからの信頼は高いと言え、デット調達の面でもポジティブになると考えられる。また、2018年5月に日本リテールファンド(8953、JRF)がJ-REIT市場で初となるグリーンボンドを80億円発行。5年債

で利率は0.21%と非常に低利率であった。

このような点からJ-REITが「E：環境」に配慮した運用をすることは持続可能性及び競争力の高いポートフォリオの構築に加え、資金調達の面でも有利に働くと考えられる。

不動産は人々にとって「住む(住宅)」、「働く(オフィス)」、「消費する(商業施設、ホテル)」ことに関してなくてはならない重要な資産である。また、それらを支えるインフラ(物流施設等)も必要不可欠である。人々が快適に過ごすために、不動産はまさに社会にとってなくてはならないものである。

「住み心地」、「働きやすさ」、「消費・レジャーの充実」、それらを支える「物流インフラの構築」という場所を提供することは不動産オーナーであるJ-REITが重要な役割を担うと言えよう。この役割を担い、「テナント

満足度の向上」を通じて高水準な稼働率及び対価としての適正賃料を確保することがJ-REITの収益源泉となる。

また、J-REITは賃料収入を源泉とした利益を原則としてほぼ全額投資家に分配することにより、法人税を実質的に免除された金融商品である。国債等他の国内金融商品に比較して高いインカムゲインを実現している。分配金という形で投資家に分配することも社会に貢献する仕組みと言える。

J-REITにとっての「ガバナンス」とは「投資主利益の最大化を目的として運用を行う」という点に尽きるだろう。逆に、ガバナンスが欠如する場合に多く見られる点はスポンサーとの利益相反問題である。REITが物件を取得及び保有できるのは投資主が出資するからに他ならない。スポンサーからの物件パイプラインを活用した資産規模拡大は投資主利益を拡大させるためにあるべきだろう。決してスポンサー保有物件の出口としてREITを活用し、投資主利益を毀損させるものであってはならないことは言うまでもない。

J-REITの投資主構成は投信を含めると個人投資家や年金資金が大半である。国民の資産形成にとってJ-REITは重要な投資対象であろう。J-REITにおけるガバナンスの強化は非常に重要である。また、ガバナンスが欠如し投資口価格が低迷すればJ-REIT自身も資金調達ができずに運営に行き詰まり、サステナビリティ（持続可能性）が保てないことになる。長期にわたってJ-REITが安定的

に運営されるためには「ガバナンスの強化」は非常に重要である。

