

2020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. 2020年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

2020年上期のJ-REIT市場は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、2019年とは様々な点で様相が一変した。

2019年は、安定的な分配金成長のもと、低金利環境下での利回り魅力から投資家に選好された。年間の東証REIT指数（配当込み）は前年比+25.6%と、株式（+18.1%）をアウトパフォームし、前年（+11.1%）を上回る上昇率となった。日米長期金利の低下に加

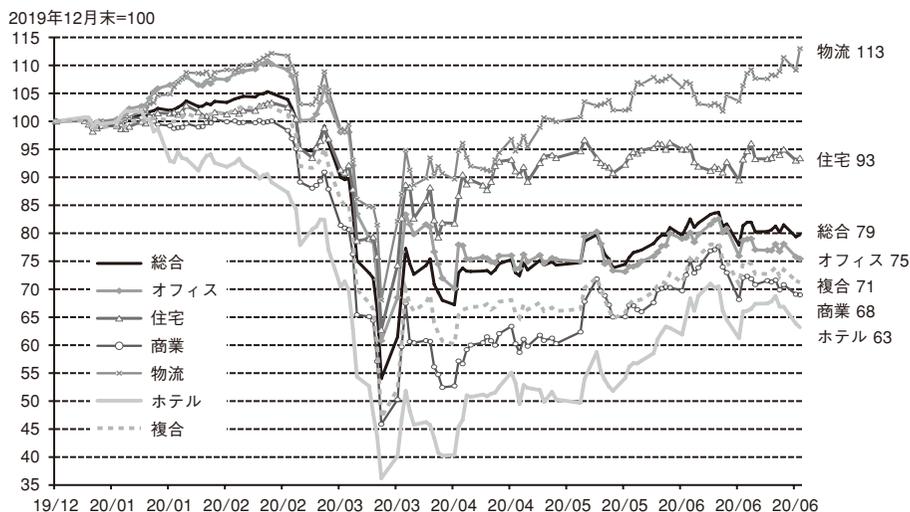
えて、株式市場の先行き懸念や不透明感が高まるなかで、業績堅調かつ投資口価格に安定感のあるJ-REIT市場に資金が流入し、J-REITのリスクプレミアムは縮小した。またボラティリティは年間を通じて低い水準で、株式との相関も低位であった。結果、年末の予想分配金利回りは3.58%（2018年末4.16%）まで低下、P/NAVは1.24倍（同1.09倍）へ上昇。前年末からバリュエーションは大きく上昇した。

予想分配金は2019年も概ね4%増加と成長が継続。ただ、前年の6%超の成長に比べると鈍化した。外部成長や負債コスト減少の効果が低減したほか、ホテルセクターの内部成長が鈍化、また物件売却益の寄与も小さくなったことによる。資産価値の増大も継続し、J-REIT保有物件の鑑定評価額は、全用途平均で年率3%程度の上昇であった。セクター別のパフォーマンスは、前年POによる需給悪化で低調だった物流が大きく上昇したが

〈目次〉

1. 2020年上期のJ-REIT市場
2. 資金調達：エクイティは減少、デットに変化なし
3. 物件取得：外部成長スピードは鈍化
4. 今後の展望と期待

(図表1) SMTRI J-REIT Indexの推移 (2020年上期、配当込み)



(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

(+34.8%)、商業は相対的に弱かった(+14.1%)。

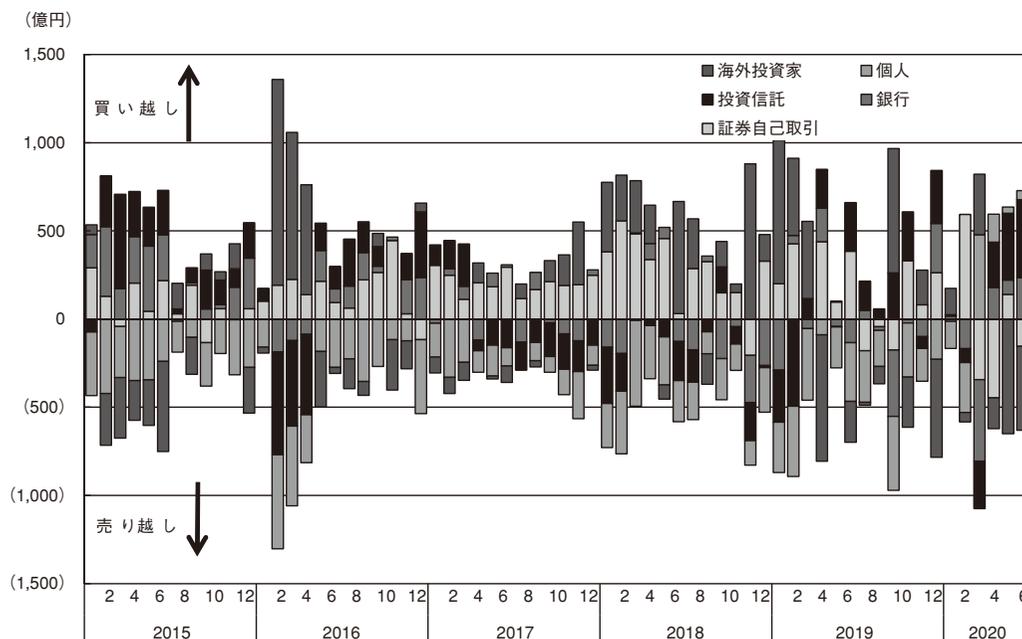
2020年上期のJ-REIT市場は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により2月から3月にかけて急落した後、概ね半分は戻したものの年初からのトータルリターンは-20.3%となった(図表1)。3月19日には前年末比-46.0%まで急落、その後6月末までに47.6%上昇したが、年初からのトータルリターンは株式(-8.2%)を大きく下回った。時価総額は13.0兆円、2019年末(16.4兆円)から20.6%減少した。

2020年上期の投資部門別売買状況をみると、2月、3月と売り越し額が拡大した投資信託は、4月以降買い越しが続いている。国

内銀行(日銀除く)も同様に2月、3月と売り越し額が拡大したが、その後の資金流入は投資信託に比べると鈍い。一方、海外投資家は、3月に買い越しとなった後、4月以降は売り越しに転じている(図表2)。なお、上期中の日銀によるJ-REIT買い入れは、42回、合計790億円であった。年間で合計528億円であった前年を既に上回っている。

2020年6月末の予想分配金利回りは平均4.59%へ上昇(2019年末から1.01pt上昇)、10年国債利回りとのイールドスプレッドは4.56ptへ拡大した(2019年末3.59pt)。2020年上期も低金利環境が続いているが、新型コロナウイルスの影響による不動産市況とJ-REITの業績への不透明感からJ-REITのリ

(図表2) 投資部門別売買状況



(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

スクプレミアムは拡大した。なお、平均PBRは低下したものの依然として1倍を超えている(2019年末1.68倍、2020年6月末1.30倍)。

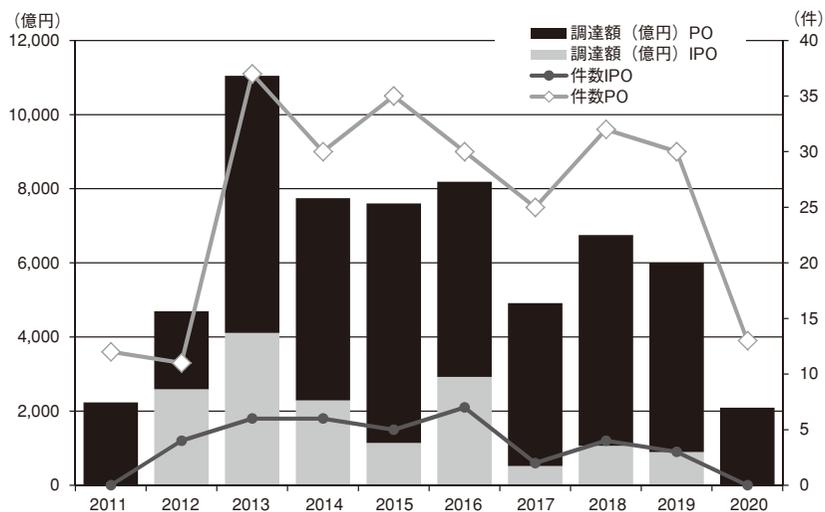
(2) J-REITセクター別のパフォーマンス

6月までに決算発表を行った銘柄について、今後の業績見通しとその前提をみると、新型コロナウイルス感染拡大による各セクターの業績影響度は、概ね、ホテル>商業>オフィス>住宅>物流の順となっている。ホテルは、客室稼働率の大幅な低下や一部ホテルの休業により運用状況が大きく悪化、ホテル収益等に連動する変動賃料の大幅減少を前提

とする銘柄が多く、固定賃料の一部減免を想定する銘柄もある。商業は、施設の休業や一部テナントからの賃料支払猶予や減額要請を受けた減収を見込んでいる。オフィスは、総じてオフィステナントへの影響は限定的との見方であるが、今後のテナントリーシングにおいて、一定のダウンタイムを見込むなど、若干の稼働率低下を前提にしている。ただし、影響の織り込み方は銘柄による温度差があり、見通しの難しさを表している。住宅は引き続き収益影響が軽微との認識である。物流は、通常通りの賃貸運営状況で特段の影響はみられない。

2020年上期のセクター別の配当込み指数

(図表3) J-REITのエクイティ調達額 (2020年6月発表分まで)



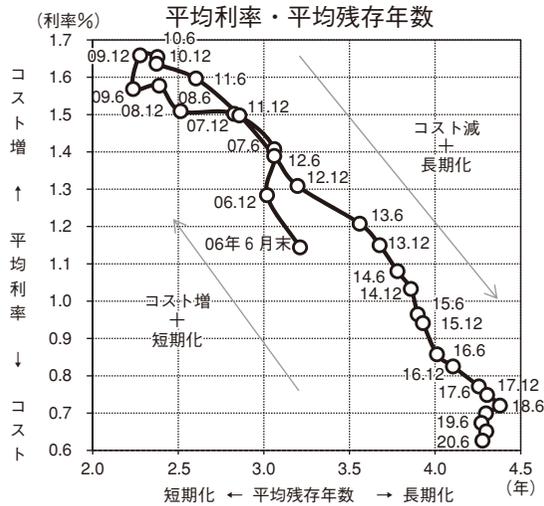
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

は、物流が前年末比+13.0%と唯一プラスとなり、新型コロナウイルスの影響による急落前の高値を0.8%上回った。それ以外のセクターは前年末比マイナス。住宅（前年末比-6.6%）はJ-REIT全体をアウトパフォームしたが、ホテル（同-36.8%）、商業（-31.0%）に加えてオフィス（-24.6%）もアンダーパフォームとなった。前年末から急落した3月19日までの下落はホテル（-63.8%）、商業（-54.1%）が大きかったが、3月19日以降6月末までの戻りはオフィス（+24.1%）が最も鈍い。

2020年6月末の予想分配金利回りは、低い順に、物流3.37%（2019年末から0.13pt低下）、住宅3.53%（同0.25pt上昇）、オフィス4.20%（同1.17pt上昇）、ホテル5.26%（同1.54pt上昇）、商業6.20%（同1.99pt上昇）、複合6.30%（同

1.65pt上昇）。相対的な収益安定性の高さから、物流と住宅が選好され、他セクターとの格差が拡大した。2019年は、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が最も低い利回りで、同年上期中の他セクターとオフィスとの利回り格差は、住宅は+0.4~0.5pt程度、商業+1.1~1.2pt程度、物流+0.9~1.0pt程度であった。新型コロナウイルスの影響による企業業績悪化やテレワークの浸透によりオフィス需要減速への懸念が生じているオフィスと、引き続きキャッシュフローが安定的で、外部成長による分配金成長も期待できる物流で序列が逆転、格差も拡大している点が注目される。

(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

2. 資金調達：エクイティは減少、デットに変化なし

(1) エクイティ調達

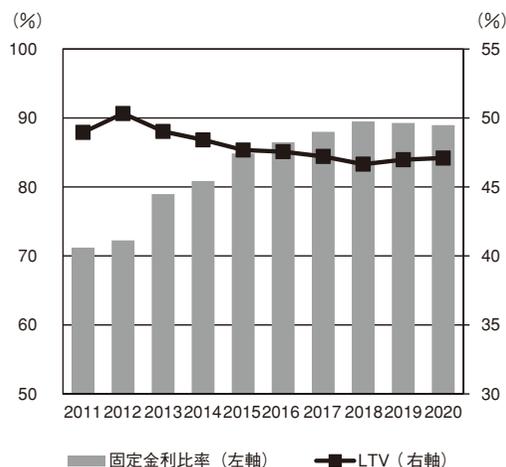
投資口価格が堅調に推移していた2月半ばまでに、既存11銘柄のPOが発表された。前年1～2月(7銘柄)を件数では上回ったが、1件当たりの増資規模は比較的小さく、調達額は前年並みであった。これらは前年同様、いわゆるプレミアム増資であり、LTVを適正レンジでコントロールしながら(レバレッジを引き上げることなく)、BPS向上によって増資後の予想分配金を維持向上させている。その後の新型コロナウイルス感染症拡大の影響による投資口価格下落でPO発表は途

絶えたが、6月に物流の2銘柄が4ヵ月ぶりにPOを発表した。結果として、2020年上期は既存13銘柄がPOを発表、その調達額は約2,070億円で、件数、調達額ともに前年同期(15件、約2,985億円)を下回る水準であった(図表3)。なお、IPOはなかった。

(2) デット調達

デット調達環境には、基本的に新型コロナウイルスの影響による変化はみられない。2020年6月末のJ-REITの有利子負債残高は8.9兆円、前年末から約2,580億円増加した(うち、借入金は2,469億円増、投資法人債は112億円増)。全体の有利子負債の平均残存年数は、4.28年、平均利率は0.63%で、前年末から残存年数はほぼ変わらず、利率は更に低下

(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

した(図表4)。低金利環境のもとで、既存債務の借換えによる利率低下が進んでいる。また、LTVを低位に維持しつつ、固定金利比率は89.0%と高水準を維持している。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)。

3. 物件取得：外部成長スピードは鈍化

(1) 取得額は前年同期を下回る水準へ鈍化

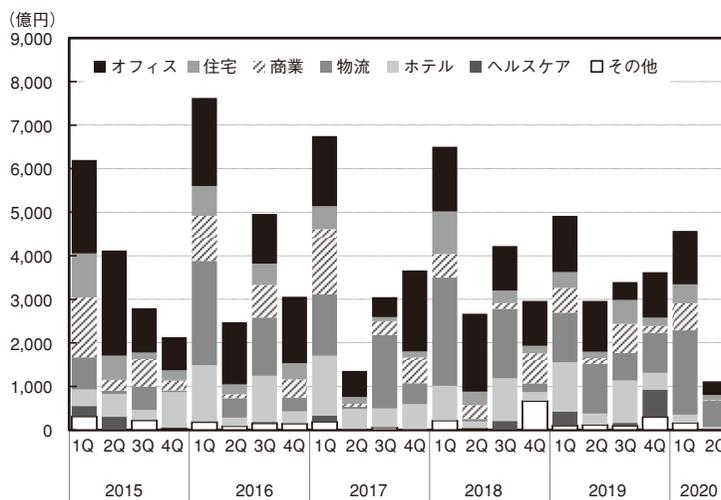
J-REITの運用資産額(取得価格ベース)は、2020年6月末時点で19.6兆円。2019年末から約5,900億円、3.1%増加した。ただ、

2019年上期の約7,400億円、4.1%増加に比べて拡大ペースは鈍化した。

既に2019年からJ-REITは、不動産取引価格の高止まり等、厳しい取得環境の継続を受け、運用不動産の収益性低下につながるような物件取得を抑制し始めていた。資金調達コストが低下しても、不動産の取得ペースは鈍化していたのである。こうした戦略の背景には、外部成長に依存せずとも、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にあったことも大きい。

一方、2020年上期は、3月に投資口価格が急落し、資金調達コストが上昇した。結果として、上期に発表された物件取得は合計5,687億円で前年同期比28%減少(図表6)。2019年年間取得額1.4兆円余りの38%相当に

(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

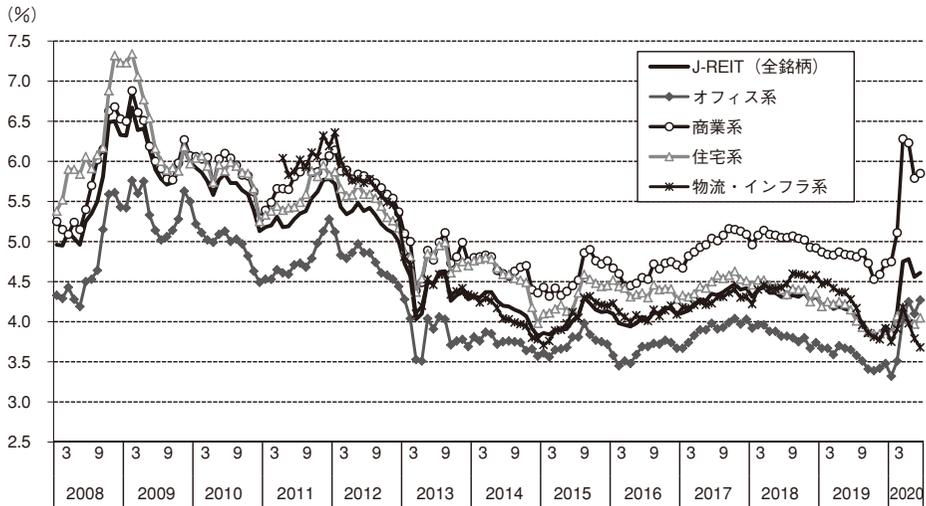
とどまっている。例年POが増加する1~2月は前年並みのペースで資金調達と物件取得発表が行われたものの、その後の停滞もあって、2Q(4~6月)の物件取得発表は1,117億円、前年同期比62%減少と取得ペースが急減速した。物件取得は、新規の資金調達を伴わない資産入替や自己資金による小規模な取得が多くなっている。なお、2019年上期は物件取得ペースが鈍化する一方で、物件譲渡発表額は2,008億円、前年同期比50.7%増加と活発な譲渡が行われたが、2020年上期は売却額も855億円へ大幅に減少した。

用途別にみると、物流施設は、前年同期と比較して取得発表額が11%増加、全体の45%を占めている。物流銘柄では、年明けからPOが相次ぎ、更に6月には2銘柄がPOを再

開するなど、資金調達力の強さが目立つ。住宅は、取得額は全体の10%にとどまるものの、賃貸運営の安定感もあり前年同期比9%増加した。一方、ホテルは83%減少、特に2Qの取得発表は1件のみと著しく停滞している。オフィスは、全体の27%を占める取得額で物流施設に次ぐが、賃貸市況の先行きに不透明感も残り、37%減とブレーキがかかっている。なお、既に2018年から減少傾向にあった商業施設は9%減である。

3月の急落以降、セクター間で強弱はあるものの投資口価格は反発している。平均P/NAVも一時は0.6倍台まで低下したが、6月末には1倍程度まで回復した。また、低いデットコストに変化は無く、金融危機時と比べれば資金調達コストの上昇は限定的である。

(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

各J-REITの物件取得姿勢は、ホテル投資に慎重姿勢を示す銘柄はみられるものの、全体としては取得意欲に大きな退潮はみられない。ただし、取得価格については、2019年以上に慎重さを増しているようにも伺える。新型コロナウイルス感染症拡大を機に先行き不透明感が強まり、また不動産価格の調整可能性も認識され始めている。今後、不動産売買市場で価格調整が生じれば、中長期的な資産規模拡大やポートフォリオ強化に向けて優良資産を取得したいとするリートが多い。しかし、今のところ不動産売買市場では価格調整が生じておらず、売り手と買い手の価格目線のギャップは依然として大きい状況にある。

(2) インプライド・キャップレートは上昇、セクター間序列が変化

J-REITの投資口価格から逆算されるJ-REIT不動産への期待利回り (J-REITのインプライド・キャップレート) は、2018年から緩やかな低下が続いていたが、新型コロナウイルスの影響により反転上昇した (図表7)。2020年6月末のJ-REIT全銘柄平均は4.6%、前年末比0.7pt上昇。

これまで長期間にわたり、インプライド・キャップレートが最も低いセクターはオフィス系で、次に住宅系ないし物流・インフラ系という序列であった。これが新型コロナウイルスの影響を受けて逆転した。2020年6月末の水準は、低い順に物流・インフラ系3.7%、住宅系4.1%、オフィス系4.3%、商業系5.9%となっている。2019年は全セクターが緩やか

に低下したが、2020年上期は物流・インフラ系のみが低下（前年末比0.2pt低下）、住宅はわずかに上昇（同0.2pt上昇）、オフィスと商業系は大幅に上昇した（オフィス系同0.8pt上昇、商業系同1.1pt上昇）。結果としてセクター間格差も拡大している。

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引き続き低い水準にある。例えば、2020年上期取得物件の鑑定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）は平均4.4%である（前年上期平均4.5%）。これは、2019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。かつ、2020年上期中のインプライド・キャップレートよりも概ね0.2pt低く、資本市場の要求利回りを満たさない水準である。J-REIT投資家の期待利回りに鑑みれば、各リートは物件取得に慎重にならざるを得ない。ただし、上期に取得された物流施設と住宅の鑑定NOI利回りはともに平均4.5~4.6%で、両セクターのインプライド・キャップレートを上回っており注目される。

■ 4. 今後の展望と期待

2019年のJ-REITの好調さの背景には、日米長期金利の低下に加えて、株式市場の先行き懸念や不透明感が強まるなかで、J-REITの業績と分配金安定性の高さへの期待が高ま

り、結果として投資口価格にも安定感があつたことがあげられる。2020年上期は、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により様相が一変した。しかし、安定的な分配金に基づく利回り魅力というJ-REITがもつ商品特性への投資家の期待は失われていない。それは、2020年上期の物流や住宅セクターの相対的な堅調さが示している。また、物流や住宅以外でも、内部留保の取り崩しや借入による物件取得、物件譲渡による売却益計上、自己投資口取得等の分配金下支えにつながる取り組みも複数のリートで行われている。

足元では、経済活動再開後の「第2波」への警戒もあり、投資家のリスク回避姿勢が続くことも予想される。J-REIT市場全体の動きや新たに形成されたセクター間格差についても、当分の間は直近の状況が継続する可能性があるだろう。当然、新型コロナウイルス感染症の影響長期化は最大のリスク要因である。J-REIT市場が再び堅調さを取り戻すには、まずは経済活動が正常化に向かい、不動産市況の先行きに対する懸念が払拭される必要がある。ファンダメンタルズに対する懸念が後退していけば、世界的な金融緩和で溢れた待機資金が流入し復調する可能性もあるだろう。

