

2021年のJ-REIT市場と 2022年の展望

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



目次

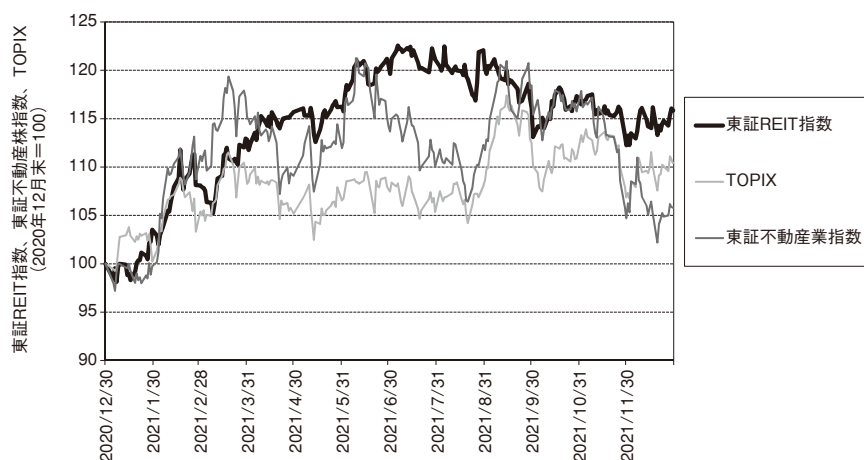
1. 2021年のJ-REIT市場パフォーマンス概要及びバリュエーションについて
2. 2022年のJ-REIT市場展望
3. 2021年のJ-REIT市場トピック①
「J-REIT市場創設20周年」
4. 2021年のJ-REIT市場トピック②
「2018年以来3年ぶりにJ-REITによるオフィスの取得額及び取得シェアが物流施設を上回る」
5. 2021年のJ-REIT市場トピック③
「J-REITによる物件売却額が過去最高となる」
6. 2021年のJ-REIT市場トピック④
「2021年のグリーンボンド発行額及び発行比率が過去最高、J-REIT初のグリーンエクイティ・オフリングによる公募増資も実施」

1. 2021年のJ-REIT市場パフォーマンス概要及びバリュエーションについて

2021年のJ-REIT市場パフォーマンス

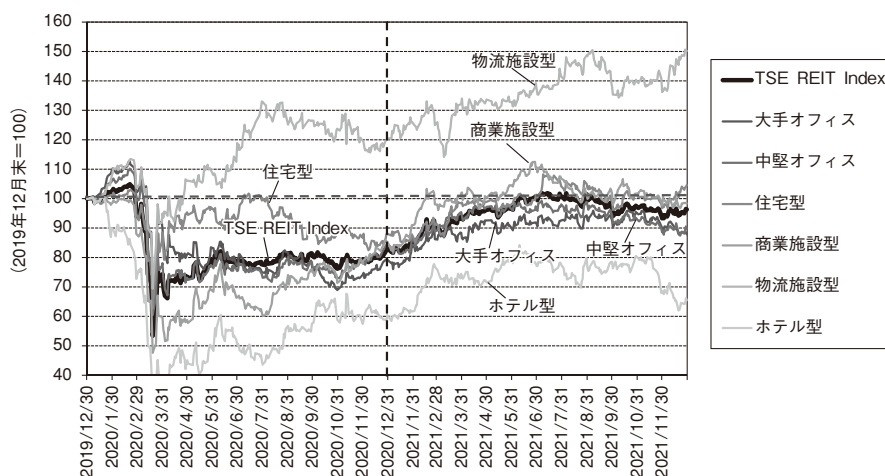
2021年12月末の東証REIT指数は2,066.33ポイントとなり、2020年12月末（1,783.90）との比較で15.8%上昇、配当込みのトータルリターンでは20.0%上昇した。2021年の東証REIT指数は1月から7月まで全ての月でプラスのパフォーマンスとなり堅調に推移した。しかしながら、8月から11月にかけてはJ-REITによる増資の増加による需給環境の悪化や金利上昇懸念等を背景に軟調な展開となった。そして12月後半に若干持ち直して2021年を終えた。2021年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は16兆9,957億円となり、2020年12月末時点の14兆3,980億円

(図1) 2021年の東証REIT指数、TOPIX、東証不動産業指数の推移 (2020年12月末=100)



(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(図2) 2020年以降のJ-REIT各タイプ主要銘柄のパフォーマンス (2019年12月末=100)



(注) 「大手オフィス」はNBF (8951) 及びJRE (8952)、「中堅オフィス」はKDO (8972) 及びDOI (8976)、住宅型はADR (3269) 及びNAF (3226)、商業施設型はJMF (8953) 及びFRI (8964)、物流施設型はGLP (3281) 及びNPR (3283)、ホテル型はINV (8963) 及びJHR (8985) のそれぞれ単純平均パフォーマンス。

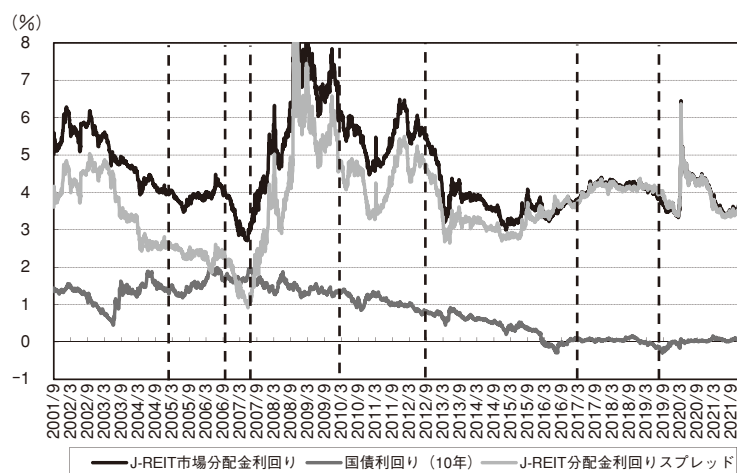
(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

の比較で18%増加した。

同期間のTOPIXは10.4%上昇、配当込みの
トータルリターンで12.7%上昇となり、東証

REIT指数はTOPIXをそれぞれ5.4ppt、
7.2pptアウトパフォーム。2018年及び2019年
はアウトパフォームしたものの、2020年は大

(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

幅アンダーパフォーム。2021年はアウトパフォームした。

2021年の東証REIT用途別指数を見ると、オフィス指数が11.7%上昇、住宅指数が19.2%上昇、商業・物流等指数が19.1%上昇、物流フォーカス指数が22.3%上昇。用途別では物流フォーカス指数、商業・物流等指数、住宅指数が相対的に堅調であった一方、オフィス指数が軟調であった。なお、商業・物流等指数には商業施設型、物流施設型の他、ホテル型も含められている。用途別指数だけではタイプ別のパフォーマンス特徴を正確に把握することが難しい場合がある。そこで、弊社では各タイプの主要2銘柄の単純パフォーマンス比較を行っている(図表2参照)。それによると、2021年の相対パフォーマンスは物流施設型が堅調であった一方、中堅オフィス型やホテル型が軟調であった。

J-REIT市場分配金利回り及び長期金利との差、NAV倍率の推移

2021年12月末時点のJ-REIT市場全体における平均弊社予想分配金利回りは3.5%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドも3.5%であった。2021年6月末時点の同分配金利回りは3.4%、同スプレッドも3.4%であったが、2021年7～12月の東証REIT指数が3.9%下落したこと等により分配金利回り及び分配金利回りスプレッドは2021年6月末に比較してそれぞれ13bps、12bps上昇した。

2020年12月末時点(分配金利回り：4.1%、同スプレッド：4.1%)との比較では2021年に東証REIT指数が15.8%上昇したこともあり、分配金利回り及び分配金利回りスプレッドはそれぞれ57bps、62bps低下した。これにより、2019年12月末水準(分配金利回り：3.5%、分配金利回りスプレッド：3.5%)と

(図4) J-REIT市場全体のNAV倍率の推移(鑑定評価額ベース)



(注) 鑑定評価額をベースとしたNAVを基準に計算
(出所) 会社資料、ブルームバーグ、SMBC日興証券

概ね同水準となった。

なお、J-REIT市場及びそれを取り巻く外部環境が安定していた2013～15年での同スプレッドは3.0～3.5%で推移していた。クレジット市場が継続的に安定推移し、かつ安定的な分配金の確保が確認されれば、J-REITの分配金利回りスプレッドが3.0～3.5%のレンジで推移すると考えられる。現状はこのレンジ内の上限近辺にあると言えよう。

2021年12月末時点のJ-REIT市場全体におけるNAV倍率(鑑定評価額ベース)は1.17倍であった。2020年12月末時点のNAV倍率1.01倍、インプライド・キャップレート4.2%との比較では投資口価格上昇(同期間の東証REIT指数は+15.8%)によりNAV倍率は上昇した。

2019年12月末までの過去10年間及び過去7

年間における平均NAV倍率はそれぞれ1.12倍、1.21倍であった。2021年12月末時点のNAV倍率は同2期間の中間に位置しており、新型コロナ問題発生前である2019年12月末時点(1.19倍)に比較して若干低水準となった。2021年12月末時点のNAV倍率から判断すると、現在のJ-REIT市場に過熱感や割高感は特になく、概ね適正水準にあると考える。

各REITが決算毎に公表する鑑定評価額をベースとした含み損益率は2011年後半以降改善が続いた。新型コロナウイルス問題が発生後の2020年3月から一時横ばいもしくは若干の低下となったが、2021年に入ると再び含み益率は上昇に転じた。2021年10月末時点でJ-REIT市場全体の含み益(鑑定評価額ベース)は4.34兆円、含み益率は+21.8%と高水準にあり、J-REIT市場発足来の最高水準に

(図5) ターゲット東証REIT指数に対する考え方

	ターゲット 東証REIT指数	考え方
ベア シナリオ2	1,600	さらなる賃貸市況悪化に加え、資金繰りリスクが悪化することにより2022年以降減配が続くシナリオ
ベア シナリオ1	1,800	2022年以降も賃貸市況に落ち着きが見られずにDPUが回復しないシナリオ
メイン シナリオ	2,200	新型コロナ問題が収束に向かい、2022年以降のDPUに改善が見通せるという想定
ブル シナリオ1	2,250	2022年以降のDPUに改善が見通せる状況でかつ長期金利が0.0%にとどまるシナリオ
ブル シナリオ2	2,500	オフィス市況が改善し、「賃料上昇+物件取得」での増配を続けるシナリオ

(出所) SMBC日興証券

ある。

足元では新型コロナ問題の影響により全般的に空室率が上昇し、賃料上昇を見込みにくい。ただし、低金利環境の継続やグローバルでのオルタナティブ投資ニーズの高まり等から不動産売買市場には資金流入が継続しており、キャップレートは低下基調が続いている。キャッシュフローの低下圧力の緩和とキャップレートの低下基調継続から、今後の鑑定評価額は引き続き高値推移となるだろう。

■ 2. 2022年のJ-REIT市場展望

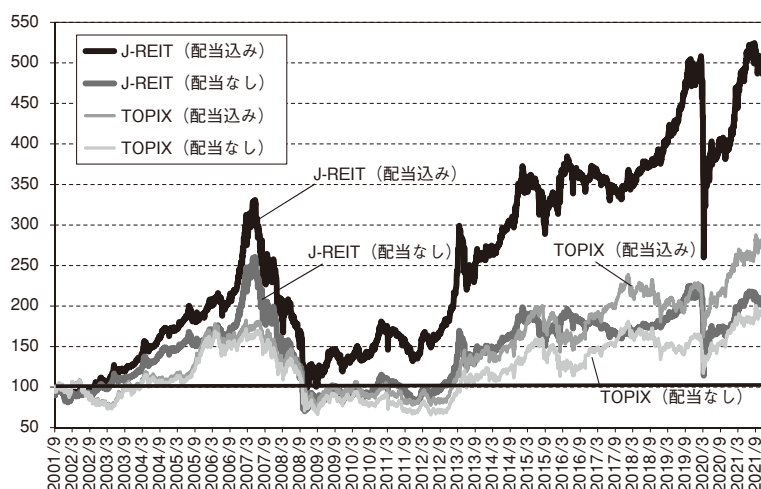
2022年前半の東証REIT指数見通し

2022年1～3月はJ-REIT市場の需給環境悪化懸念や金利上昇リスク等により不安定な相場となる可能性がある。例年1～3月は他四半期に比較してJ-REITによるエクイティファイナンスが高水準に上がることが背景にある。2021年の同四半期はコロナ禍で資金調達環境に不透明感があつたため低水準にとどま

ったものの、2022年は通常パターンに戻ると想定。2015～18年における同四半期の同指数を振り返ると100ポイント前後の調整は視野に入れる必要があるだろう。東証REIT指数は2,000ポイントを下回る局面が出て来こともあろう。その局面ではインカムゲインニーズから押し目買いを期待したい。

2022年4月以降は需給環境や金利環境に落ち着きが見られれば、メインシナリオの妥当レンジで掲げる2,100～2,200ポイントで推移することを想定。他方、オフィス市況の反転が見えないうちはJ-REITに対する減配懸念が払拭されづらい、もしくは確かな増配期待が持ちづらいという状況により、上値を大きく追う展開も描きづらいと考える。逆に、オフィス市況に反転の兆しが見えてくれば、2,200ポイントを上回るポジティブシナリオも視野に入ってくると考える。

(図6) J-REITとTOPIXのパフォーマンス比較 (2001年9月10日=100)



(注) J-REIT：2003年3月末以降は東証REIT指数、それ以前はQUICK REIT Indexの数値を用いて計算。
(出所) QUICK、ブルームバーグ、SMBC日興証券

2022年後半から年末に向けて東証REIT指数見通し

2022年のJ-REIT市場にとって重要な項目は(1)長期金利、(2)外部成長の有効性、(3)オフィス市況、のそれぞれの動向と言えよう。仮に国内長期金利が0.0~0.2%の範囲内で低位安定し、かつ先行きもその傾向が続くということであれば、J-REITに対するインカムゲインニーズは衰えることなく下値の固い展開は継続しよう。まずは弊社がメインシナリオとして掲げるターゲット東証REIT指数レンジ2,100~2,200ポイントで推移しつつ、2,200ポイントを目指す展開を期待したい。

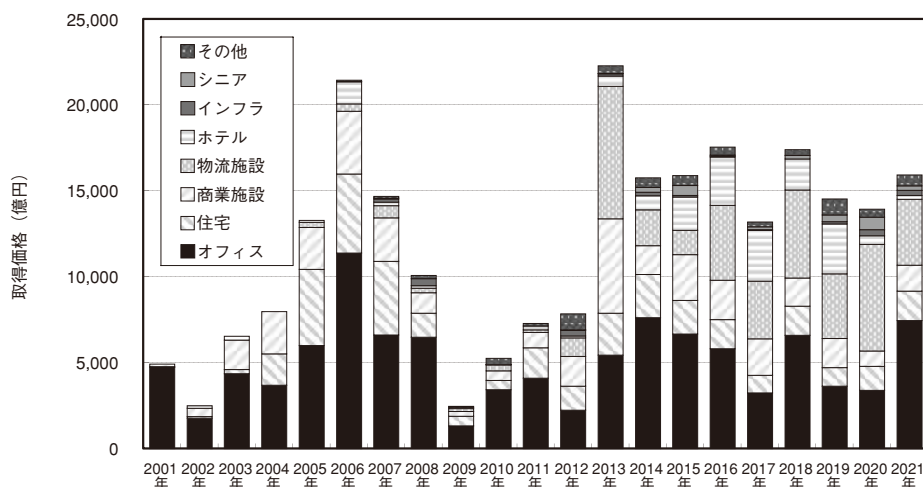
その上で、2021年半ば以降活発化している物件取得(+増資)が一口当たり収益性の向上に寄与し、それが継続的に実施されること

が見通せれば「外部成長」が投資口価格上昇のエンジンになり得よう。そして、その外部成長が低調なオフィス市況による「内部成長のマイナス」を補うものではなく、オフィス市況改善に伴い「外部成長と内部成長」がともに増配寄与することとなれば、東証REIT指数2,500ポイントも見えてくると期待したい。そのため、目先は各REITが実施するエクイティファイナンスが外部成長に寄与するのかという点と、オフィス市況動向を注意深く見守りたいと考える。

3. 2021年のJ-REIT市場トピック①「J-REIT市場創設20周年」

J-REIT市場は2021年9月10日に市場創設

(図7) J-REITによる物件取得実績 (暦年ベース)



(注) 優先出資証券等は除く。新規上場したREITの上場前取得分は上場日に取得したものとして計算
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

20周年を迎えた。2001年9月10日に日本ビルファンド (8951、NBF) とジャパンリアルエステイト (8952、JRE) が東証に上場してスタート。様々な外部環境の変化により安定期、活況期、低迷期をそれぞれ経つつ、また、市場未整備の課題を改善させながらJ-REIT市場は着実に資産規模と時価総額を拡大してきた。2001年9月末時点におけるJ-REIT市場全体の時価総額は2,500億円、取得価格総額は3,200億円程度にすぎなかったが、2021年9月末時点ではそれぞれ17.1兆円、21.1兆円へと拡大した。

J-REIT市場のパフォーマンスは各年で良し悪しはあったものの、分配金というインカムゲインは着実に積み上がり、2001年9月10日から2021年9月末までの約20年間での配当込みのトータルリターンは+400%となり、

TOPIXの+178%を大きく上回る結果となった。あらためてJ-REITの複利効果を含めた「インカムゲイン」の大きさは注目に値しよう。

4. 2021年のJ-REIT市場トピック②「2018年以來3年ぶりにJ-REITによるオフィスの取得額及び取得シェアが物流施設を上回る」

2021年のJ-REITによる物件取得実績は1兆5,921億円 (優先出資証券等は除く、追加取得は含む) となり、2020年通年実績の1兆3,925億円を14%上回った他、2019年通年実績の1兆4,525億円も10%上回り、旺盛であったと言えよう。特に、2021年7月以降は幅

広いタイプのREITでエクイティファイナンスが活発化したことも背景にあらう。

そして、オフィスの取得シェア（取得価格ベース、以下同様）は全体の47%を占めた。2020年実績（24%）との比較では大幅に上昇し、2018年以来3年ぶりにオフィスの取得額及び取得シェアがタイプ別で最大となった。このうち、NBFの大型3物件（新宿三井ビルディング、グラントウキョウサウスタワー、飯田橋グラン・ブルーム）の取得がオフィス全体の40%を占め、同3物件を除いたベースでは全体に占めるオフィスのシェアは35%であった。物流施設のシェアは24%（2020年：45%）と2020年に比較して大幅に低下しているように見える。ただし、NBF 3物件を除くベースで見ると全体の30%を占めた。住宅は11%（2020年：10%）とほぼ横ばい。商業施設は9%（同6%）と回復し、ホテルは1%（同4%）と取得シェアが大きく低下したままであった。

オフィス賃貸市場は空室率上昇等で厳しい環境であったものの、物件入替等によりポートフォリオの質を高めることを目的として各REITのオフィス投資への意欲は強かった。物流施設に関しては国内外デベロッパーが積極的に物流施設開発を行い、これらデベロッパーがスポンサーとなるREITに物流施設を売却する動きは引き続き継続された。

商業施設型については、2020年前半に各商業施設型REITの投資口価格は大きく下落し、増資を実施して資産規模拡大をできる環境で

なかったため取得事例は少なかった。一方、2021年に入ると投資口価格は回復してインプライド・キャップレートは低下。それにより、各商業施設型REITは公募増資により物件取得を実施して外部成長を再開する動きが見られた。

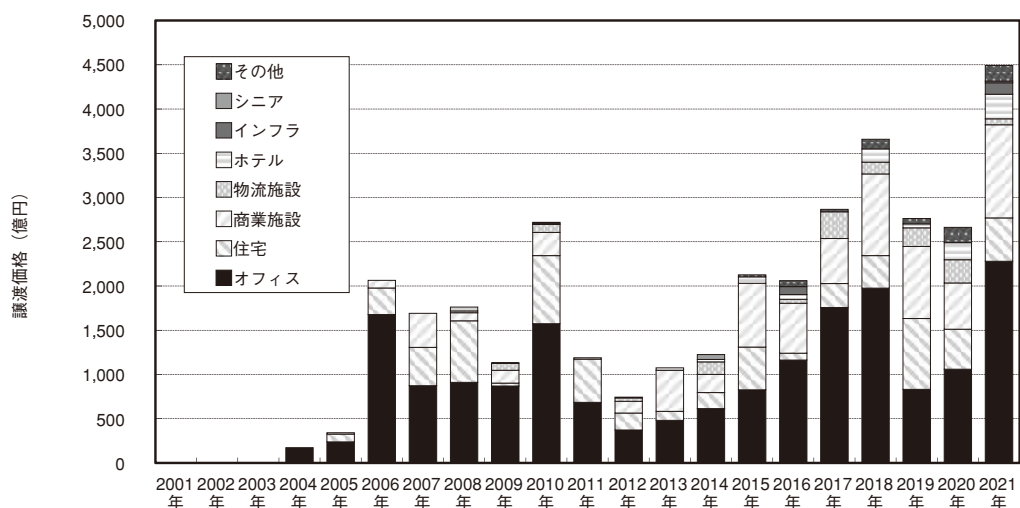
ホテルは星野リゾート・リート（3287、HRR）を除けば、新型コロナ問題等の影響を受けて同収益環境は低迷が継続。新規で資金調達可能な環境では無かったことから物件取得を実行できるような状況に無かったと言えよう。

■ 5. 2021年のJ-REIT市場トピック③「J-REITによる物件売却額が過去最高となる」

2021年のJ-REITによる物件譲渡総額は4,492億円であり過去最高の売却額となった。従来の最高額であった2018年（譲渡価格総額：3,657億円）を834億円上回った。用途別の譲渡実績（譲渡価格ベース）を見るとオフィスが2,280億円（全体の51%）、住宅が489億円（11%）、商業施設が1,052億円（23%）、物流施設が68億円（2%）、ホテルが277億円（6%）、その他が325億円（7%）であった。特にオフィスと商業施設の物件売却が目立った他、ホテルの売却事例も成立した。

代表的な売却事例は、日本ビルファンド（8951、NBF）による「中野坂上サンブライトツイン（譲渡価格：400億円、譲渡日：

(図8) J-REITによる物件譲渡実績(譲渡額ベース)(暦年ベース)



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

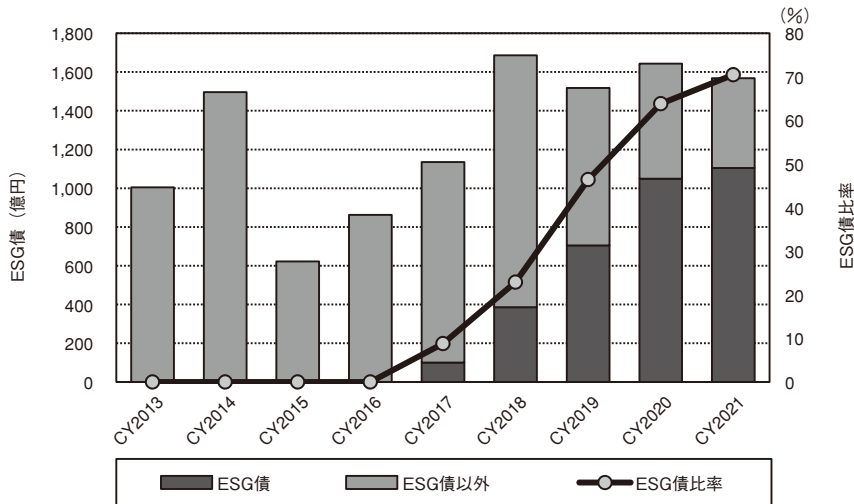
2021年9月)」や「NBF南青山ビル(316億円、2021年3月)」の他、東急リアル・エステート(8957、TRE)による「世田谷ビジネススクエア(228億円、2021年12月)」、NTT都市開発リート(8956、NUD)による「スフィアタワー天王洲(180億円、2021年12月)」等が挙げられ、オフィスの売却事例が目立った。

これら物件売却は一部を除きポートフォリオの質向上を目的とした物件入替や不動産売買市場の活況を活かした売却益の計上が物件売却理由として挙げられる。今後についてもこのような流れが続くことは十分に考えられよう。

6. 2021年のJ-REIT市場トピック④「2021年のグリーンbond発行額及び発行比率が過去最高、J-REIT初のグリーンエクイティ・オフディングによる公募増資も実施」

2021年のESG債(グリーンbond、ソーシャルbond、サステナビリティbond)の発行額は1,105億円、投資法人債発行額全体の71%となり、ともに過去最高を更新した。2017年3月にジャパンリアルエステイト(8952、JRE)がJ-REITで初めて「DBJ Green Building認証付私募債」を発行、2018年5月に日本リートファンド(8953、JRF、現・日本都市ファンド)がJ-REITで初めてグリーンbondを発行した。それ以降、

(図9) J-REITの投資法人債発行額及びESG発行額の推移



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

J-REIT市場においてESG債の発行が増加。2021年の同発行市場ではその流れが加速した。投資法人債発行市場においてESG債が既に主流となり、資金調達においてもESGに着目する動きが浸透してきたと言える。

また、2021年1月に日本プロロジスリート(3283、NPR)がJ-REIT初となるグリーンエクイティ・オフアリングの実施を発表、374億円を調達した。同年11月には2回目のグリーンエクイティ・オフアリングの実施を発表。グリーンエクイティ・オフアリングの実施は、同REITのESGへの強いコミットメントを示すものであるとともに、投資家層の更なる拡大及びエクイティ資金調達力の中長期的な強化に資するものであったと言えよう。また、同年9月にCREロジスティクスファンド(3487、CRL)もグリーンエクイティ・オフ

アリングの実施を発表、131億円を調達した。投資法人債発行市場ほどではないが、投資口発行市場においてもESGに着目する動きが始まっている。

(2021年12月末時点のJ-REIT市場の状況をもとに作成しています)

