

2016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 REIT投資顧問部

河合 延昭



1. 2016年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

2015年年間の東証REIT指数（配当込み）は-4.8%と、2012年以降3年続いた大幅上昇からマイナスに転じ、TOPIX（+12.1%）に対しては大きくアンダーパフォームした。前年からの追加金融緩和を好感した上昇で、東証REIT指数（配当無し）は年初に一時2,000ptを突破、配当利回りが2.9%を下回る局面もあった。ただ、その後は増資による需給悪化や旺盛な物件取得に対する質や価格へ

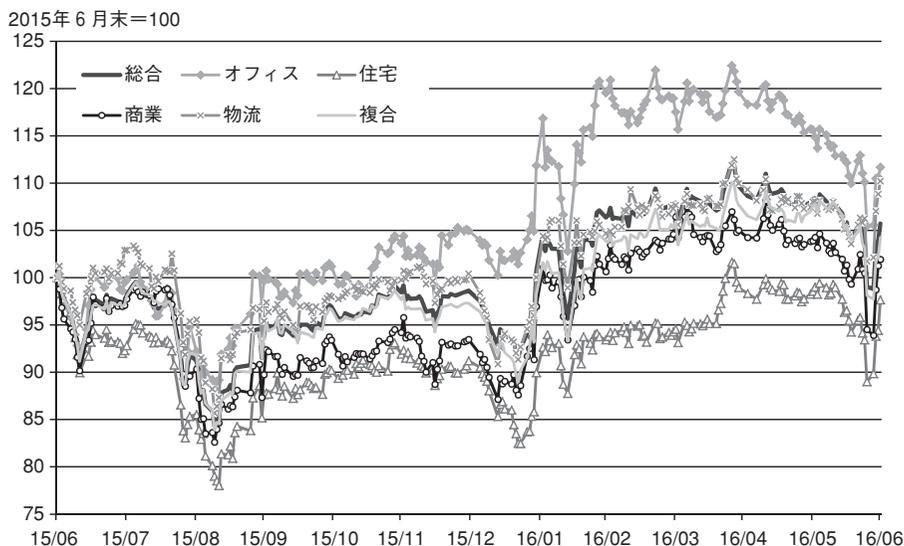
の懸念もあり上値が抑えられ、更にギリシャ問題や中国ショックといった外部要因にも影響を受け、9月には1,500pt程度まで下落、配当利回りは4%近くまで上昇した。その後は利回り魅力や着実な分配金成長等から回復基調に戻ったが年末の指数は1,747ptに止まった。

2016年6月末の東証REIT指数（配当込み）は2015年末比+7.2%と上昇、TOPIX（-18.5%）をアウトパフォームしている。1月は市場のリスク回避姿勢の強まりから一時1,620ptまで低下したが、29日に日銀がマイナス金利導入を決定したことを受け、直後の2日間で9.6%上昇、1,800pt台を回復。相対的な利回り魅力の向上や、各リートの支払利息低下による分配金押し上げへの期待が高まった。その後、10年国債利回りがマイナス圏まで低下する中、利回り魅力を下支えに概ね1,900pt前後で堅調に推移した。2月の売買代金は前月の約2倍、日銀の異次元緩和が発

〈目次〉

1. 2016年上期のJ-REIT市場
2. 資金調達：良好な調達環境が継続
3. 物件取得：外部成長姿勢は引き続き積極的
4. 今後の展望

(図1) SMTRI J-REIT Indexの推移 (直近1年、配当込み) —セクター別



(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

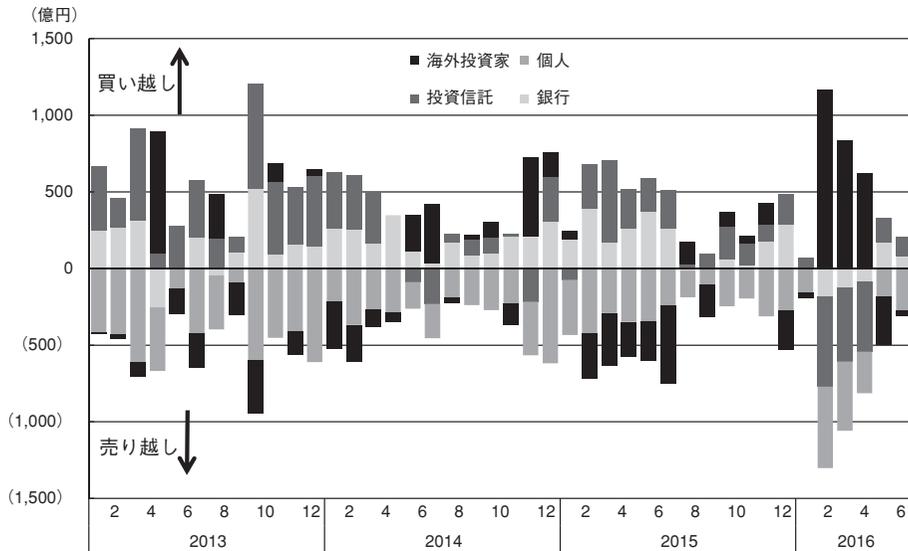
表された2013年4月を上回る史上最高を更新している。5月以降は、米国の早期利上げ観測が市場で高まり、J-REIT市場でも国内長期金利への影響が意識され利益確定の動きで下げに転じた。更に6月24日には英国のEU離脱決定を受け一時1,730pt前後まで下落。ただ、J-REITの収益安定性への評価や日銀による追加緩和期待の高まりから、株式に比べて下落幅は小さく、またその後の戻りも早く、6月末の指数は1,843ptまで回復した。なお、6月末の時価総額は11.5兆円と昨年末(10.5兆円)から増加した。

2016年上期の投資主体別の売買状況を見ると、マイナス金利導入決定後の3ヶ月間は、海外投資家の買い越し、銀行と投資信託の売

り越しという対照的な動きとなった。海外投資家の年初来の買い越し額は2,239億円。一方、銀行と投資信託の年初来の累積売り越し額は各々143億円(日銀による買入504億円を除けば647億円の売り越し)、1,170億円。2015年まではほぼ一貫して買い越しを続け市場を牽引してきた銀行と投資信託が利益確定の売りにまわった格好。5月からは海外投資家が売り越しに転じ、銀行と投資信託が買い越しに転じている(図2)。

2016年6月末の予想配当利回りは平均年3.45%と2015年末(3.46%)と同水準、10年国債利回りとのイールドスプレッドは3.67%pt。上期のイールドスプレッドは、4月まで概ね3.3%ptで推移(10年国債利回りがマイ

(図2) 投資主体別の売買動向



(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

ナスとなる状況下で配当利回りは低下)、5月以降は、10年国債利回りは更に低下したが、配当利回りは逆に上昇、スプレッドが拡大する結果となった。なお、平均PBRは1.55倍と2015年末の1.49倍からは上昇した。

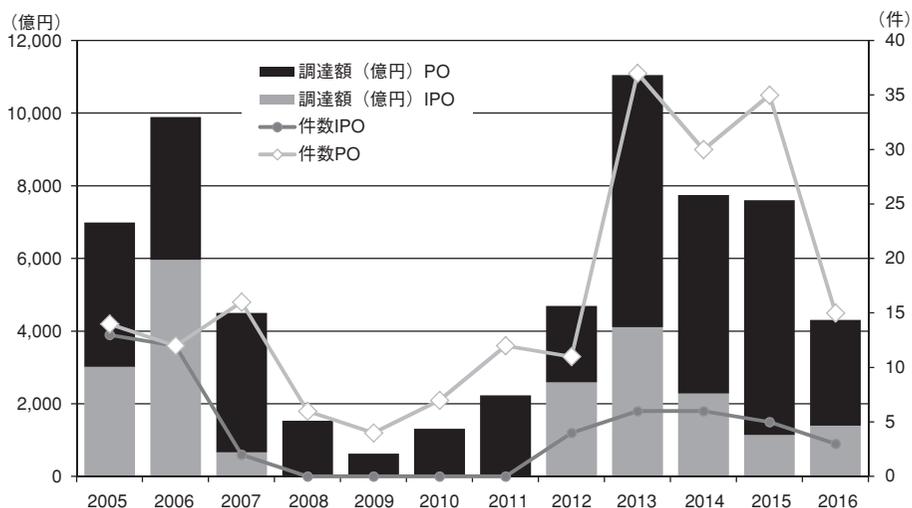
(2) J-REITセクター別のパフォーマンス

過去1年(2015年6月末から2016年6月末)のJ-REITのセクター別パフォーマンスをみると、オフィスセクターが+11.7%と最も高いリターンとなった。次いで物流セクターが+10.2%とともにJ-REIT全体(+5.7%)を上回った。一方、住宅セクターは-2.4%、商業が+1.9%、複合(2以上の不動産用途の組み合わせで運用する銘柄)が+4.3%で、

ともにJ-REIT全体を下回った。

予想配当利回りの推移(2015年6月末、同12月末、2016年6月末)は、オフィス(3.04%、3.03%、3.06%)、物流(3.45%、3.59%、3.49%)とほぼ横ばいであるのに対し、住宅(3.29%、3.73%、3.62%)、商業(3.43%、3.80%、3.61%)、複合(3.32%、3.54%、3.54%)は、2015年下期の調整局面で利回りが上昇、その後もオフィスとの利回り格差が残っている。前年同期間(2014年6月末から2015年6月末)は相対的に高い配当利回りへの選好から住宅、複合セクターが好パフォーマンスで、セクター間の利回り格差が縮小したが、2016年はオフィス等の利益成長期待の高いセクターへの選好がみられた(図1にはないが、ホテ

(図3) J-REITのエクイティ調達額 (2016年6月発表分まで)



(注1) IPO、PO時調達額は新投資口交付日ベースで集計、オーバーアロットメントに伴う第三者割当増資を含む
 (注2) 発行価格、第三者割当増資の発行口数未確定の銘柄は、会社想定をもとに集計
 (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

ル系銘柄も高いリターンとなっている)。

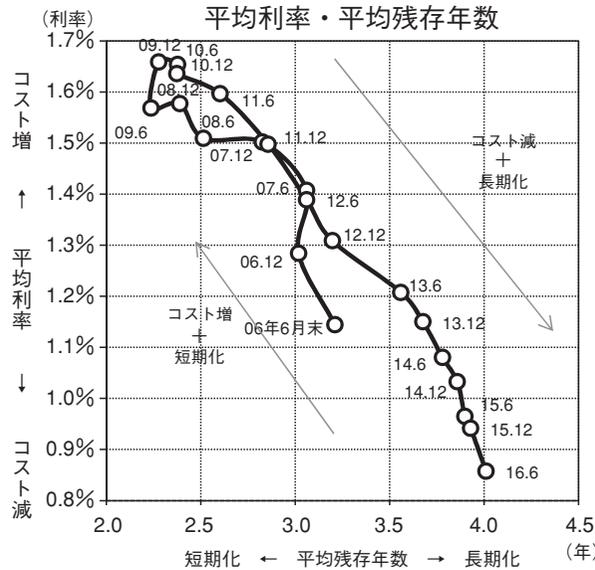
(3) 規模拡大メリットを追求する合併

4月に大和ハウス・レジデンシャルと大和ハウスリートが合併契約を締結した。2015年10月に野村不動産グループがスポンサーである3リートが合併したが、同一スポンサーのリート同士の合併で、市況安定下での合併(金融危機時と異なり正ののれんが発生する合併)としては2例目となる。また、5月には上記の3リートが合併して成立した野村不動産マスターファンドとトップリートが合併することを決定、合併契約を締結している。ともに、合併効力発生は9月1日の予定である。

合併後の運用資産規模は、前者が約5,000

億円、後者は約9,300億円に拡大する見込み。2015年10月の野村不動産グループの3リート合併と同じく、J-REIT市場でのポジショニング向上や、時価総額増大による流動性向上、ポートフォリオ運用・財務戦略の柔軟性向上等を企図したもので、金融危機時の再編とは異なる動きとして今後が注目される。また、これらの合併もあり、J-REIT市場では多様な不動産用途を組み入れる「総合型リート」の存在感が高まってきている。

(図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：良好な調達環境が継続

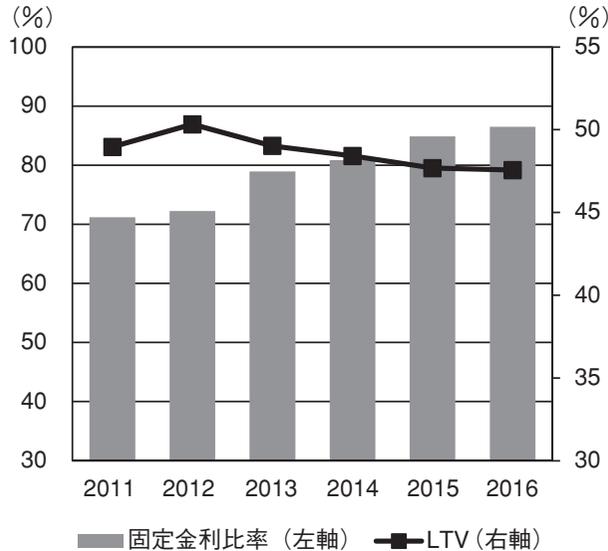
(1) エクイティ調達

平均PBR1.5倍を超える投資口価格水準のもと、2016年上期も良好な資金調達環境を背景に、6月末までに既存15銘柄のPOと3銘柄のIPOが発表された。ただ調達総額は約4,300億円となる見込みで前年同期を22%下回る。うち既存銘柄のPOは件数で8件減少、調達額は約2,900億円と36%減少した。

昨年のJ-REITのエクイティ調達は、上期に発表が集中する一方（他市場での大型上場

銘柄が下期に控えていたことも影響した模様)、下期は投資口価格の調整もあって大幅に減少した。このため、今上期発表のエクイティ調達額は、前年同期との比較では大きく減少しているが、昨年同期との比較では倍増し、昨年の年間調達額の過半には達している(図3)。PO銘柄のBPSは、増資前後で平均4%の増加で(個別銘柄では-2.7%から23.3%、マイナスは1銘柄のみ)、LTVを適正レンジでコントロールしながら、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。

(図5) J-REITの有利子負債～固定金利比率とLTVの変化 (各年6月末時点)



(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

(2) デット調達

デット調達環境は引き続き良好な状況が続いている。6月末のJ-REIT有利子負債残高は6.8兆円、前年末から約4,300億円増加した(うち、借入金は4,300億円増、投資法人債は12億円増)。

J-REIT全体の有利子負債の平均残存年数は昨年末3.9年から6月末4.0年へ長期化が進む一方、平均利率は0.94%から0.86%へ低下した。昨年末の利率低下は限定的であったが、マイナス金利導入後、利率低下が一段と進んでいる(図4)。また、LTVを低位に維持しつつ、固定金利比率は昨年6月末の85%から87%へ更に上昇させており、低金利が継

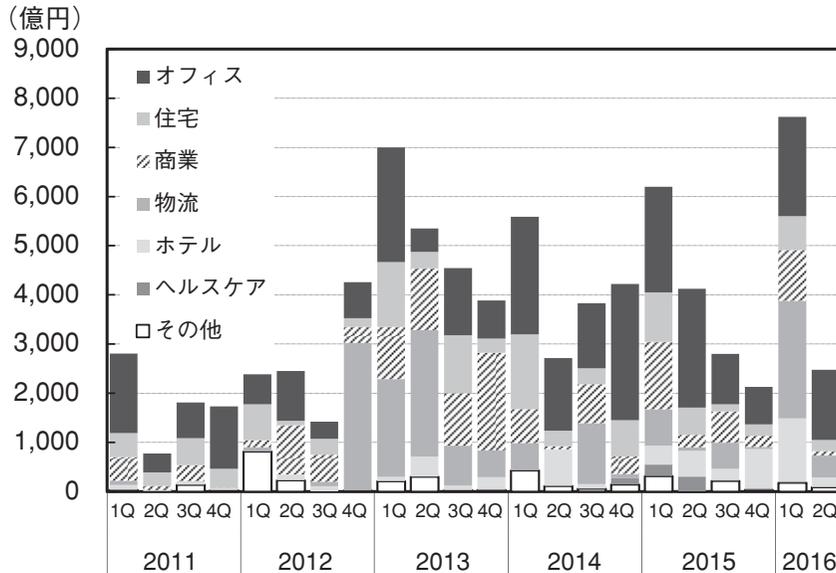
続する状況下においても、将来の金利上昇にも備えた保守的な財務運営が継続している(図5)。

3. 物件取得：外部成長姿勢は引き続き積極的

(1) 2016年上期は1.0兆円の取得決定、前年同期並み

J-REIT市場の運用資産額(取得価格ベース)は、2016年6月末時点で14.7兆円に拡大、2015年末(13.9兆円)から約8,100億円の増加。前年上期並みの増加額で規模拡大スピードは衰えていない(2015年上期約8,300億円増加、

(図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

2014年上期約7,200億円増加)。

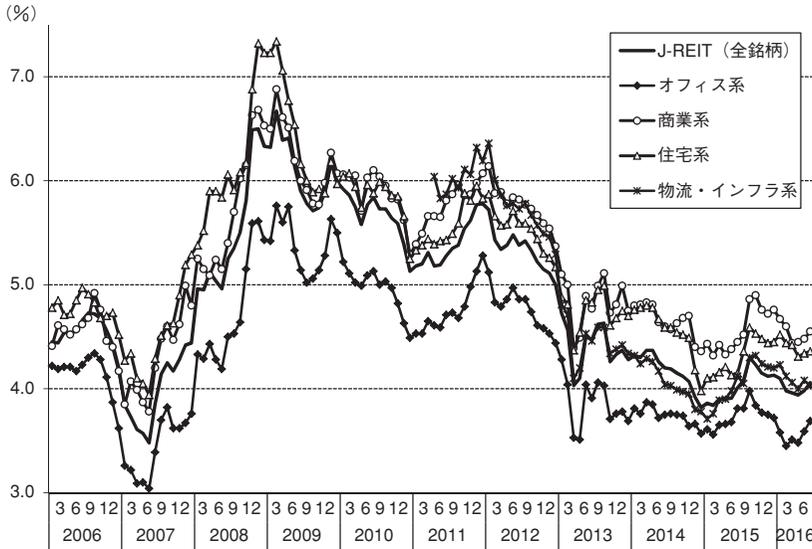
2016年上期発表の物件取得額は約1兆100億円と前年同期を2%下回ったが、既に2015年年間取得額1.5兆円余りの6割超に相当する(前年同期も同様)。今上期のエクイティ調達額は、前年同期との比較では大きく減少しているが、物件取得額はエクイティ調達額ほどには減少していない。低コストの借入金や自己資金を活用した取得が進んでいることに加え、物件売却資金による物件取得(資産入替)も目立つ。今上期発表の物件譲渡額は1,320億円と前年同期のほぼ倍増となっている。

用途別には、オフィスが約3,400億円と最

も多い状況に変わらないが、昨年上期から24%減少した。物流施設は物流特化リートのIPOもあり同3.5倍。インバウンド需要の増加を背景にホテル運営収益が好調なホテル系銘柄では、引き続き活発な物件取得を続けており、既に1,400億円超と昨年年間の8割弱に達している。既存銘柄の物件取得額は、約7,700億円と前年同期比で11%減少。ホテル、物流施設、商業施設は増加したが、オフィスや住宅の減少がそれを上回った。

物件入替では、地方物件や築古物件を売却して築浅の都心オフィスやホテルに入れ替える取組みのほか、商業施設では郊外型商業施設を売却して都市型物件を取得する動きもあ

(図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

る。デベロッパーと都心エリアにおいて相互売買を行い築浅物件への入替を行う例もみられた。各リートとも資産入替によってポートフォリオの質向上を図ることに加え、不動産売却益を運用資産におけるテナント退去やリニューアルに伴う一時的な利益減少に充てるほか、内部留保を積み増すなど将来の分配金水準の安定化のためにも活用しており注目される。

(2) 資本コストは低下基調から低位で底ばい推移へ

J-REITの投資口価格から逆算される不動産キャップレート (J-REITのインプライド・キャップレート) は、2014年末ないし2015年1Qに底打ち、緩やかではあるが上昇に転

じた可能性がある (図7)。

J-REIT全銘柄平均では、2014年末の3.8%から2015年下期には4%超へ上昇、マイナス金利導入後に再び4%を下回る水準にまで低下したが、6月末4.1%とほぼ底打ったとみられる。オフィス系では同様に3.5%にまで低下した後、4%へ上昇、今上期に再び3.5%へ低下しているが、2012年以降の低下基調から、2015年以降は変動しつつも基本的には底ばい推移とみられる。更に、オフィスに比べて収益上昇期待が小さいものの、収益安定性や流動性向上への評価から、2014年にオフィスとの利回り格差を一気に縮小させた住宅や物流についても、2015年以降に反転上昇している。このようなセクター毎の動きからも、利回り水準としては依然として低位にあり、

資産価値としてみれば高値圏での推移が続いている状況と言えるが、少なくとも過熱感が増している状況ではない。このような市場のシグナルを受け、各リートは引き続き外部成長に意欲的な姿勢であるものの、取得物件の価格面では総じて慎重さを保っていると言うことができよう。

■ 4. 今後の展望

現在、J-REITの内部成長については、主にオフィスやホテルを中心とした賃料上昇、マイナス金利下での負債コストの一段の低下等が利益を押し上げている状況にある。英国のEU離脱決定が世界経済へ及ぼす影響の大きさは現時点で見極めにくいだが、世界経済の減速懸念、円高進行による企業業績悪化を通じた今後の賃料上昇への影響、東京オフィス市場における2018年以降の供給増加の影響には注視が必要であろう。ただ、J-REIT市場（投資家）がオフィス等で期待している増収ペースは緩やかなものと考えられ、当面は期待に沿った内部成長が継続すると思われる。また、外部成長についても、PBRが平均1.5倍超と引き続き高く、J-REITの資金調達力（物件取得力）は維持され、外部成長による分配金成長の継続も可能とみている。更にマイナス金利下で資本コストが一層低下しており、成長期待の高い物件を取得しようとする動きが加速する可能性もある。

J-REITの予想配当利回りは、昨年末の3.5

%からマイナス金利導入後に低下、6月に上昇するまでは概ね3.3%程度で推移してきた。一方、配当利回りと10年国債利回りとのイーロッドスプレッドは、10年国債利回りの低下が続く中、昨年6月末2.8%から、昨年末に3.2%、今年6月末には3.7%へと拡大している。J-REITの利回り魅力の向上である半面、リスクプレミアムの拡大でもある。J-REITの増配基調や低金利環境の継続という見方は後退していないが、外部環境の先行き懸念から投資家のリスク回避姿勢が緩和していないとみられる。

今後、J-REIT市場が引き続き堅調に推移するためには、着実な内部成長と外部成長による分配金成長実績の積み上げに加え、将来起こりうる急激な外部環境変化をも想定し、中長期的視野に立ったポートフォリオ構築（規模拡大、資産入替）や、たゆまぬ財務基盤強化の取組みを通じた環境変化への耐性向上がますます重要となつてこよう。また、各リートが中長期的な見通しに基づく明確な運用戦略を市場へ発信することも求められていると考える。

