

2015年のJ-REIT市場回顧と 2016年の展望、提言

SMBC日興証券 株式調査部 シニアアナリスト

鳥井 裕史



■ 1. 2015年のJ-REIT市場概要

2015年12月末の東証REIT指数は1,747.54ポイントとなり、2014年12月末（1,897.92ポイント）との比較で7.9%下落、配当込みのトータルリターンでは4.8%下落した。2014年の大幅上昇（価格指数：+25.3%、配当込み指数：+29.7%）から一転し、2011年以来4年ぶりのマイナスパフォーマンスであった。一方、2015年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は10兆5,603億円となり、2014年12月末時点の10兆5,784億円の比較で0.2%減少するにとどまった。活発な公募増資により投資口価格下落のわりには時価総額の減少幅は軽微であった。

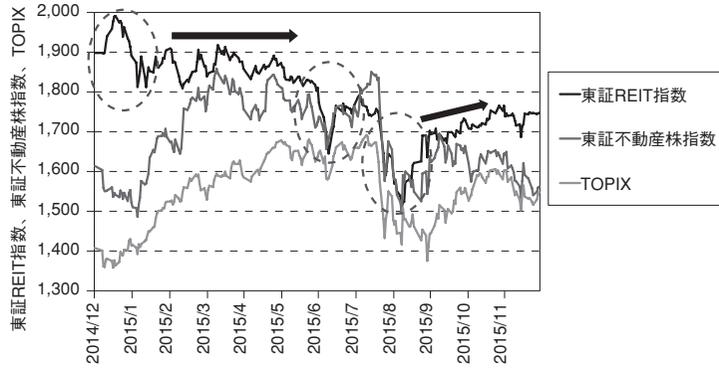
〈目次〉

1. 2015年のJ-REIT市場概要
2. 2016年のJ-REIT市場展望と提言

2015年の東証REIT指数について、1月上旬は好調な滑り出しで始まった。長期金利が低下傾向であったことや物件取得と公募増資の組み合わせで1口当たり分配金を上方修正する動きを好感したことが背景にあらう。ただし、1月下旬にかけては公募増資への対応での換金売り等で需給環境が軟化し上値の重い展開となった。2月から6月にかけては1,800~1,900ポイントのボックス圏での動きとなった。

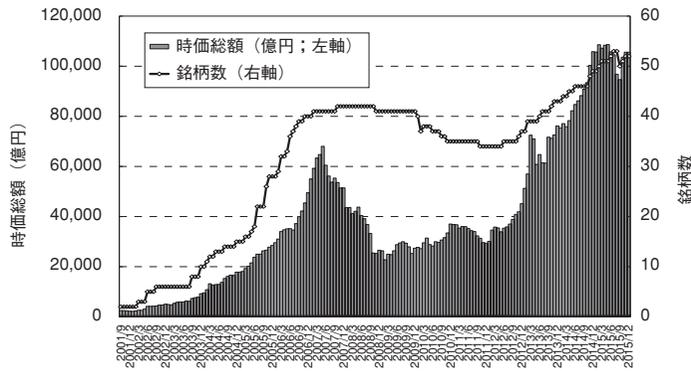
その後7~9月にかけては厳しい展開となり、9月8日には一時1,509.63ポイントにまで下落した。同期間についてはギリシャの財政危機や中国経済の減速懸念を背景としたグローバルマーケット全体の調整やJ-REITによる度重なる増資での需給環境悪化等が要因として考えられた。9月半ば以降はその調整局面も一段落し、2015年末に向けては安定的に推移して2015年を終えた。長期金利が0.3%前後で低位安定したこと、J-REITによる

(図1) 2015年の東証REIT指数推移



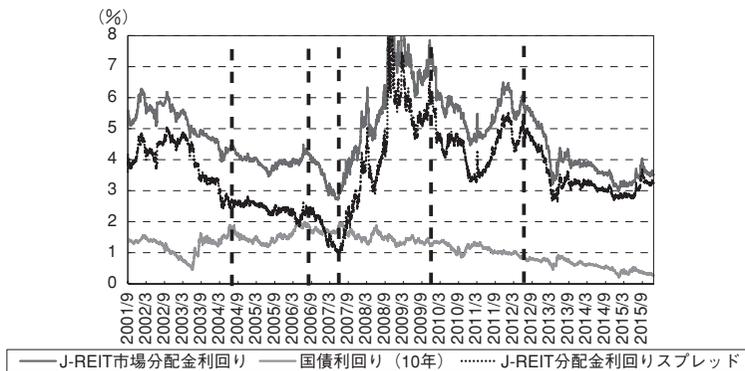
(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(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

公募増資の動きが一段落し需給面で落ち着きが見られたこと、好調なオフィスやホテル市況を背景に各REITの賃料増額の動きが明確になったこと等が好感されたと言えよう。

2015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が3.5%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドが3.2%であった。分配金利回りスプレッドに関しては、2014年12月末～2015年6月までは概ね $2.8 \pm 0.1\%$ で安定推移。一方、2015年7～9月についてはギリシャの財政危機問題や中国経済の不透明感等グローバルでのクレジット市場に悪影響を及ぼす材料によりリスクプレミアムが拡大。それに連動するような形でJ-REIT市場の分配金利回りスプレッドも9月には一時3.5%超にまで拡大した。2015年9月半ば以降はこのような問題も一段落したものの、2015年12月末時点の分配金利回りスプレッドは3.2%と3%超の状態が続いている。なお、2015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1.31倍、インプライド・キャップレートは4.0%。

■ 2. 2016年のJ-REIT市場展望と提言

2016年のJ-REIT市場では①日本銀行の金融緩和により長期金利が非常に低い状況で、②東京都心を中心としたオフィス賃料上昇がJ-REITの保有物件に本格的に波及する内部

成長を期待する展開を想定。③外部成長への期待は高く持ちづらい一方、着実に外部成長を実現できる銘柄を個別にピックアップする必要があるだろう。

本章では①、②のトピックを記述するとともに、③に対する展望と提言を行いたい。

(1) 長期金利の低位安定とJ-REIT市場

2013年12月末時点で0.74%であった長期金利（10年国債利回り）は低下傾向をたどり、2014年10月31日に日本銀行が追加緩和を発表して以降はさらに低下し、2015年1月には一時0.20%にまで低下した。その後は下がりすぎの反動等もあり2015年前半には一転上昇に転じ、2015年6月には0.5%を超える水準となった。一方、2015年7月以降は再び低下に転じ10月～12月は0.3%前後で低位安定した状況となっている。

2013年後半～2015年末の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）は一時を除き概ね3%前後で推移していたことから判断すると、J-REITの分配金利回りは長期金利に連動して動いていたことになる。J-REITに要求される期待利回りは「 R_f （リスクフリーレート）+ R_p （リスクプレミアム）- G （期待成長率）」で表されるが、同期間について「 R_f 」である長期金利の動きが重要な価格決定要素になっていたと考えることができる。

長期金利動向についての国内要因は日本銀行による力強い金融緩和姿勢を通じて上昇す

(図4) 長期金利と東証REIT指数の推移



(注) 東京証券取引所、ブルームバーグ、SMBC日興証券

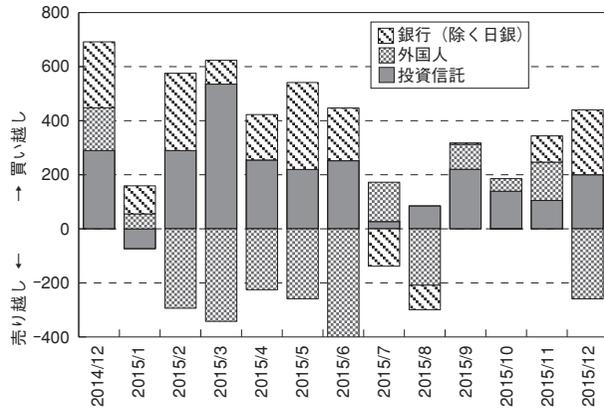
る兆しは見つけにくい。一方、米国の利上げ等海外の長期金利の変動が国内長期金利に影響を及ぼすという懸念を持っている意見が一部では見受けられる。ただし、欧州でも金融緩和方針が継続しているため、米国の金融政策のみに依存しているわけではなかろう。過去3年程度の日米独自の長期金利動向を見ると方向性は似たような動きになっているものの、各国の長期金利は各国の金融緩和政策やその地域のソプリリスクに依存するのではないかと筆者は考える。そのため、あくまでも国内長期金利は日本銀行の動向に注視すべきではないかと考える。いずれにしても2016年も国内長期金利は低位安定が期待され、J-REIT市場にとっては良好な環境が続くと考える。

また、長期金利の動きはJ-REIT市場の需給環境にも大きな影響を及ぼす。2014年以降のJ-REIT特化型投信への純資金流入額を見

ると、2014年5～6月を除くと一貫して純資金流入はプラスで堅調である。2014年5～6月は旺盛な需要により約2,700億円の資金流入はあったものの、東証REIT指数が1,500ポイント前後から1,600ポイント前後にハイピッチで上昇して分配金利回りが低下し利益確定の資金流出が生じたことにより、一時的に純資金流入額はほぼゼロへと鈍化した。また、2015年10～11月は日本郵政グループの大型新規上場があったため、個人投資家の資金がそちらにシフトしたことにより資金流入は一時的に鈍化したものの、純資金流入がプラスである状況には変わらなかった。

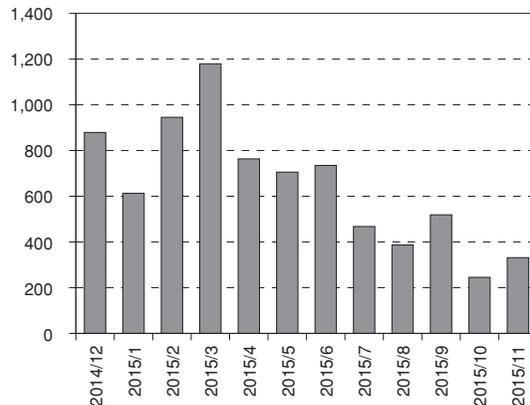
それ以外の局面に関しては堅調な資金流入超過の状況が続いている。同資金の主な出し手は国内個人投資家であるが、主な投資目的はインカムゲイン獲得であると考えられる。超低金利の日本では国内個人投資家による高水準なインカムゲイン商品への需要は根強い。長

(図5) 投資部門別売買動向 (単位: 億円)



(注) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(図6) J-REIT特化型投信への資金純流出入状況 (単位: 億円)



(注) 投資信託協会、SMBC日興証券

期金利の低下はJ-REITの相対的な魅力度を向上させるものであると考えられる。

また、2014～15年の銀行（除く日本銀行）も投信と同様にJ-REITをほぼ一貫して買い越し続けた。2002年12月より銀行はJ-REITから得られる収益を業務純益に計上することができる。国債の利回りや貸出し金利が低下

している状況において、J-REITの分配金利回りは地方銀行をはじめとする地域金融機関にとっては魅力的なアセットクラスである。このような超低金利環境においては、J-REIT投資は銀行にとって貴重な収益源であると考えられる。2015年7～8月はJ-REIT市場の下落に伴い一部ロスカット売りも散見さ

れたが、長期金利が低位にとどまり、かつJ-REIT市場が安定的に推移する状況下では今後も地方銀行によるJ-REITの買い越し姿勢は継続しよう。

このように、長期金利の低位安定は個人投資家からのJ-REIT特化型投信経由の買いと地方銀行を中心とした国内金融機関からの需要を生み出し、J-REIT市場の需給環境を下支えさせることが期待できよう。

(2) オフィスの賃料上昇がJ-REITの内 部成長に本格的に波及へ

2014年初より東京都心のオフィス賃料は着実に上昇しており、2015年も堅調な動きを見せた。三鬼商事が公表する東京都心5区の平均募集賃料は2013年12月にボトムを打ち、2015年12月まで24ヵ月連続で前月比プラス、2014年5月からは前年同月比でもプラスに転じている。2013年12月～2015年12月までの同賃料上昇率は9.2%となり、着実に上昇トレンドを描いている。

過去のオフィス賃料が上昇トレンドに入った局面として2006年のオフィス市況とJ-REIT市場動向について振り返りたい。この局面に関しては、2005年末まで横ばいで推移して以降市況賃料は徐々に上昇し始め、2006年中頃から本格的に上昇した。一方、J-REIT市場全体の長期金利に対する分配金利回りスプレッドは2006年中頃までは2.5%程度で安定的に推移した後、2006年9月頃から縮小トレンドに入り、東証REIT指数は

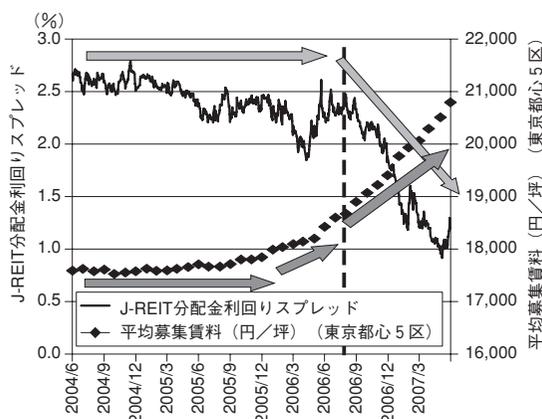
2006年9月末の1,696.72ポイントから2007年5月末には2,612.98ポイントにまで急上昇した。当時の状況から判断すると、J-REIT市場の分配金利回りスプレッド及び東証REIT指数は市況賃料がボトムから5%程度上昇し、かつ先行き見通しが明るくなった時点から動意づいていることが見て取れる。

当時の状況についてはオフィスの市況賃料と実際の継続賃料との間には5～10%程度のギャップ（市況賃料<継続賃料）が生じていた。一方、市況賃料の上昇に伴いこのギャップが解消もしくは「市況賃料>継続賃料」という状況に転じた段階から実際の継続賃料が増額改定できるような状況に入るとの見通しが立ったことが分配金利回りスプレッドの縮小の背景として考えられる。

筆者による各オフィス型REITへのヒアリングや公表資料によると、2013年末時点で市況賃料と継続賃料とのギャップも5～10%程度であった。足元では市況賃料が上述の通り9.2%上昇してきたことにより、「市況賃料>継続賃料」という状況になった。このようなこともあり、2015年後半の各J-REITが保有するオフィスで賃料増額改定が実現しており、同要因による1口当たり分配金の向上は着実に進み始めている。

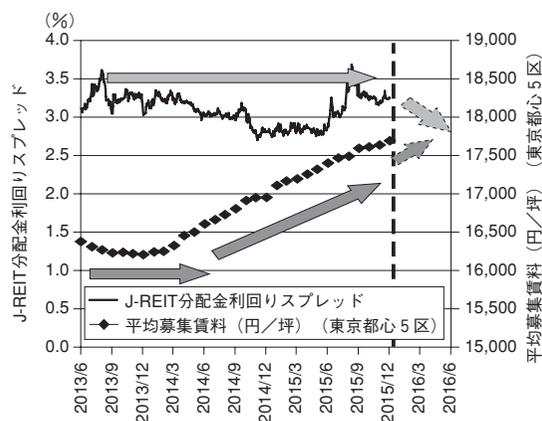
例えば、ジャパンリアルエステイト(8952)が2015年11月に公表した15/9期決算及び見通しによれば、15/9期に既存物件の賃料改定による要因が09/3期以来6年半ぶりにプラス転換。16/9期にテナントが入れ替わる

(図7) 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 (2004年後半～2007年前半)



(注) 三鬼商事、ブルームバーグ、SMBC日興証券

(図8) 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 (2013年後半～)



(注) 三鬼商事、ブルームバーグ、SMBC日興証券

際の新規貸付賃料単価が返室賃料単価を18.9%上回ることを想定している。ケネディクス・オフィス(8972)が2015年12月に公表した15/10期決算及び見通しでは16/4期及び16/10期に賃料改定を迎えるテナントに対して、減額改定はほぼゼロとなり、賃料増額での平均増額率は16/4期が+16.8%、16/10

期が+12.0%に達する見通しを示した。

一方、2013年後半～2014年末のJ-REITの長期金利に対する分配金利回りスプレッドを見ると、3%前後で概ね横ばい推移をしている。海外のクレジット市場動向や需給環境要因によるものもあるが、現状ではオフィス賃料上昇期待を織り込んでいるようには思えな

い。このままオフィスの市況賃料と各J-REITの賃料増額トレンドが継続するのであれば、2016年は同賃料上昇期待を織り込むことにより分配金利回りスプレッドは低下し、東証REIT指数は上昇トレンドを描くものと期待する。

(3) エクイティファイナンスは義務ではなく、1口当たり収益性を向上させる手段である。安易な新規上場をするくらいなら、既存REITに物件売却を

2015年もJ-REITは良好な資金調達環境を背景に積極的に物件取得を進めた。2015年のJ-REITによる物件取得実績は1兆5,893億円（優先出資証券等は除く、追加取得は含む）となり、2014年の1兆5,753億円を超過し、2013年及び2006年に次ぐ過去3番目の高水準となり、J-REITによる物件取得は旺盛であったと言えよう。また、2015年のJ-REIT市場におけるエクイティファイナンス実績は払込ベースで7,629億円。2014年通年実績の7,748億円とほぼ同水準で過去から見ても高水準であった。

一方、J-REITや国内外私募ファンドが積極的に物件取得を進めてきたことが背景となり、都心部の不動産価格は上昇し、取得キャップレートは低下傾向が続いている。弊社が集計したデータによると、2015年後半にJ-REITが取得した東京23区内のオフィスや賃貸住宅のキャップレートは1年程前に比較

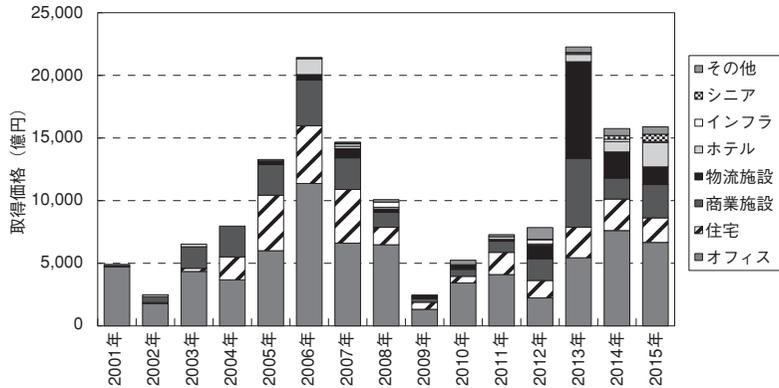
すると20~30bps低下している。

J-REITを分析する投資尺度としてインプライド・キャップレートがある。これは投資家（現在の投資口価格）がREITに要求する取得キャップレートと読み取ることもできる。理論的には、資本構成を変えずに（LTV水準は一定に）増資をして物件取得をする際、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をすれば1口当たり分配金を上昇させることができる。逆にインプライド・キャップレートよりも低いキャップレートで物件取得をすれば1口当たり分配金は希薄化してしまう。

2015年前半までは各REITともにインプライド・キャップレートよりも高いキャップレートで物件取得をすることができていた。一方、足元での取得キャップレートとインプライド・キャップレートとの乖離幅は縮小しており、以前に比べると物件取得による1口当たり分配金の向上は難易度が増している。

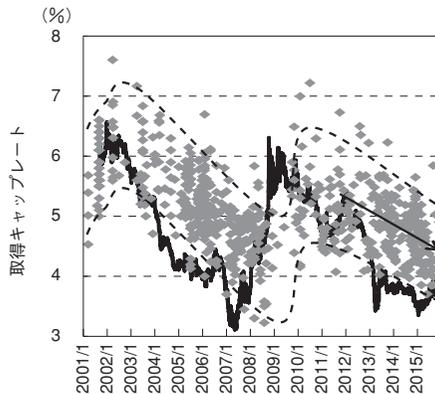
各REITは物件取得や資産規模拡大を総じて「外部成長」という傾向が強い。一方、筆者の視点からすると、1口当たり収益性を向上させる物件取得やエクイティファイナンスが「外部成長」である。1口当たり収益性を向上させていなければ成長とは言えない。エクイティファイナンスは1口当たり収益性を向上させるための手段であり、それができないのであればするべきではない。物件取得競争の激化に伴い、全てのREITが総じて外部成長ができる環境ではなくなってきた。各

(図9) 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10) J-REITの取得キャップレート (オフィス/東京23区)



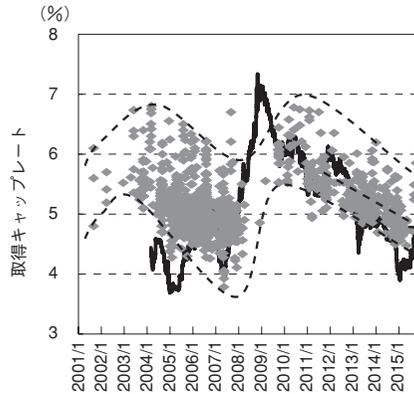
(注) 取得キャップレート：取得意思決定時の鑑定評価上のNCF/取得価格。
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

REITにとって投資主価値の向上に力点を置いているかどうか問われる局面であると言えよう。

また、筆者は安易な新規上場に対しても危惧している。一部のスポンサー企業は自らが保有する物件の単なる出口の手段として「J-REITを新規上場させ、上場時に物件を売

却して終わり」と考えているものもいるように感じられる。一方、J-REITの投資家の視点からすると、新規上場してくるREITが将来の外部成長や内部成長をいかに実現していくのか、投資主価値の向上に資することを実行するかに着目している。「単なる出口」手段としてJ-REITを考えているのであればわ

(図11) 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。
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

わざわざ新規上場させるのではなく、既存REITに物件売却すればよい。そうすれば既存REITにとっても外部成長の材料となるのでポジティブである。今後新規上場を考えているスポンサー企業はREITの中長期的な成長戦略を真剣に検討した上でそれを実行すべきかどうかを熟考してもらいたい。

