

2015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. 2015年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

2014年年間の東証REIT指数（配当込み）は+29.7%と、TOPIXや不動産株をアウトパフォームする高いリターンとなった。前半は、J-REIT予想配当利回りと10年国債利回りのイールドスプレッド3%ptを維持しながら概ね横ばい推移していたが、その後長期金利の低下傾向が鮮明になり、不動産市況の改善への期待も受けて徐々に上昇基調となった。更に、10月末の日銀による追加金融緩和

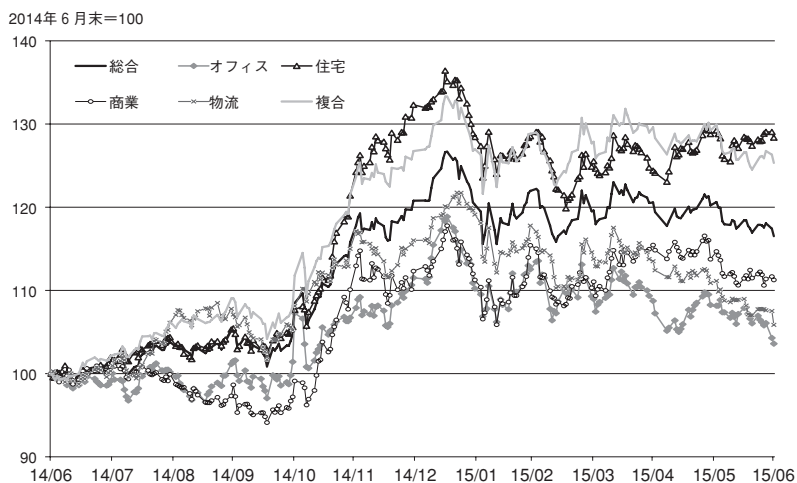
で上昇ピッチが加速、年末の東証REIT指数は1,897ptと年初来高値を更新した。

2015年6月末の東証REIT指数（配当込み）は2014年末比-3.5%と調整に転じた。1月前半は、10年国債利回りが0.3%台から一時0.2%を下回る水準まで低下、過去最低を記録するなど、金利水準の低下を好感して東証REIT指数（配当無し）は一時2,000ptを突破した。ただ、その後、長期金利の不安定な動きに加え、相次ぐ公募増資（PO）による需給悪化懸念もあり、1,800~1,900ptのボックス圏での推移が継続。6月に入り、東証REIT指数（配当込み）は前月比-3.1%と、月間では上期最大の下落となった。月初から欧米金利上昇を受け国内長期金利が一時0.5%台に乗せたことや、相次ぐ公募増資を受け、やや軟調に推移していたが、月末にかけてギリシャのデフォルト懸念等で投資家のリスク回避姿勢が強まったことも影響し、東証REIT指数（配当無し）は月末1,803ptと年初

目次

1. 2015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：売買市場の利回り低下のもとで取得スピード衰えず
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) 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

来安値を更新した。時価総額は1月には一時11兆円を超え、また3銘柄の新規上場 (IPO) があったものの、6月末では10.5兆円と昨年末と同水準にとどまっている。

投資主体別の売買状況を見ると、銀行の年初来の累積買い越し額は1,647億円となり (日銀による買入485億円含む)、2014年上期の1,180億円を上回る水準。銀行は2013年8月以降、一貫して買い越しとなっている。投資信託の年初来の累積買い越し額は1,478億円で、銀行とともに市場を牽引した。J-REIT投信への資金流入は、2014年下期以降の流入が続いており、純資産総額は5月末には3.5兆円を超え、J-REIT時価総額の3分の1に相当する (2013年末2.3兆円、2014年末3.3兆円)。その一方で、海外投資家は2月以降、5か月連続で売り越しており、特に6月は

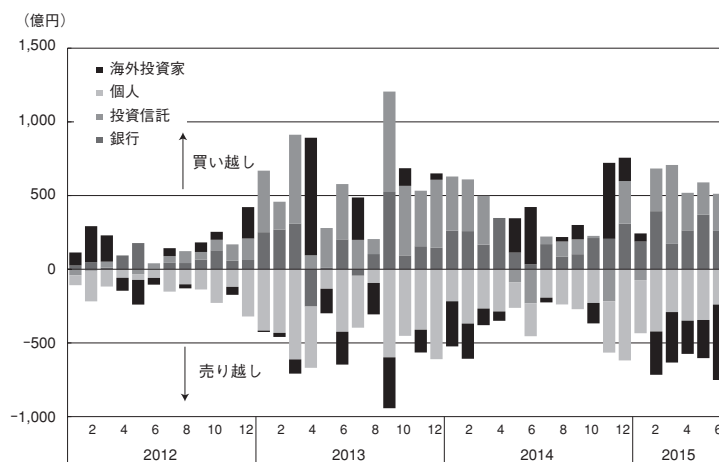
512億円と大幅売り越しとなった (図2)。

投資口価格下落の結果、2015年6月末の予想配当利回りは平均年3.26%と2014年末の3.02%から上昇、10年国債利回りとのイールドスプレッドは2.80%pt。上期のイールドスプレッドは、概ね2.7%pt~2.8%ptで推移していた (昨年末は2.69%pt)。なお、平均PBRは1.56倍と2014年末の1.68倍から低下した。

(2) J-REITセクター別のパフォーマンス

過去1年 (2014年6月末から2015年6月末) のJ-REITのセクター別パフォーマンスをみると、住宅セクターが+28.4%と最も高いリターンとなった。次いで複合セクター (2以上の不動産用途の組み合わせ運用する銘柄) が+25.3%で、ともにJ-REIT全体 (+16.5%)

(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

を上回った。一方、オフィスは+3.6%、物流は+5.9%とJ-REIT全体を大きく下回った。

予想配当利回りの推移(2014年6月末、同12月末、2015年6月末)は、住宅(3.96%、3.15%、3.29%)、複合(3.73%、3.09%、3.32%)、オフィス(2.94%、2.79%、3.04%)、物流(3.36%、3.05%、3.45%)。2014年下期の投資口価格上昇局面において、セクター間の利回り格差が一気に縮小したが、高パフォーマンスの住宅、複合セクターは、安定的配当金への期待のもとで相対的に高い配当利回りが選好されたものと思われる。

(3) J-REIT初となる正ののれんを生じる合併が決定

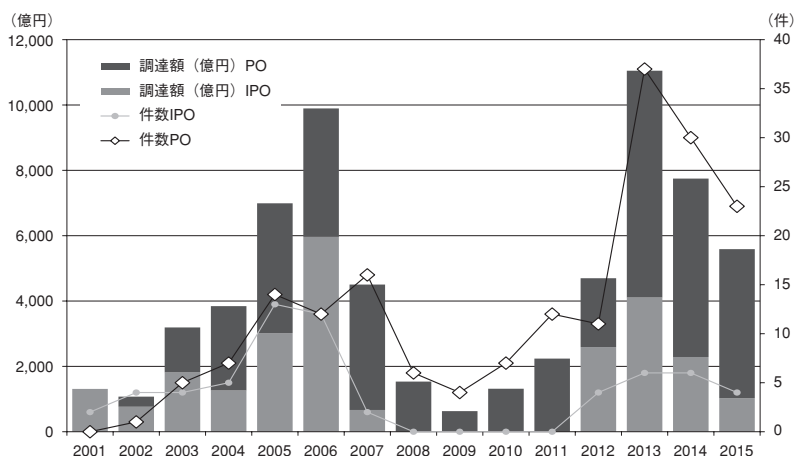
2015年度税制改正により、「一時差異等調整引当額」を計上することにより、税会不一致金額を税法上配当と取り扱われる利益超過

分配とすることが可能となり(利益超過配分の損金算入が可能)、「投資法人における税会不一致による二重課税の防止」のための手当がなされた。

これを受け、5月27日、野村不動産グループがスポンサーである野村不動産マスターファンド投資法人(NMF)、野村不動産オフィスファンド投資法人(NOF)、野村不動産レジデンシャル投資法人(NRF)の3リートが合併することを決定、合併契約を締結した(3リートを消滅投資法人とする新設合併方式)。その後、3リート全ての投資主総会における承認を経て、10月1日に合併効力発生(新リート:野村不動産マスターファンド成立)、10月2日上場との予定が発表されている。

3リートの発表によれば、今回の合併では、企業結合会計基準上の被取得企業である

(図3) J-REITのエクイティ調達額 (2015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

NOF及びNRFへの合併対価が、NOF及びNRFの時価純資産を上回るため、正ののれんが無形固定資産として計上される。正ののれんが計上される合併はJ-REIT初である。一方、のれん償却費は営業費用として計上され、これは税会不一致を発生させる項目で、法人税等の課税を生じさせる要因となるが、2015年度税制改正により、正ののれん償却費相当の利益超過分配の損金算入が可能となったものである。

2. 資金調達：良好な調達環境が継続

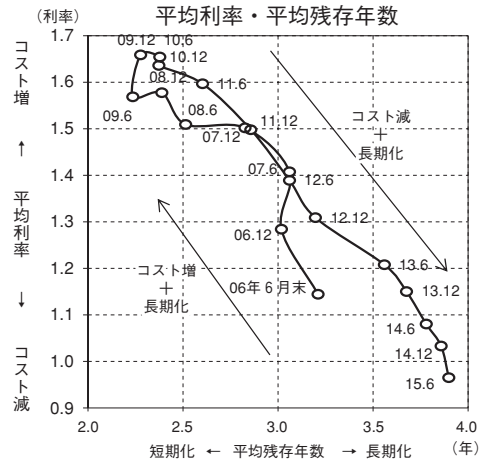
(1) エクイティ調達

平均PBR1.6倍を超える投資口価格水準のもと、年初から既存銘柄の公募増資が相次ぎ、

IPOも続いた。6月末までに既存23銘柄のPOと4銘柄のIPOが発表された。調達総額は約5,500億円となる見込みで、2014年上期の4,300億円を上回り、2014年年間調達額の7割超に相当する活発な資金調達が続いている(図3)。PO銘柄のBPSは、増資前後で平均7%の増加となっており(個別銘柄では-0.6%から19.9%)、増資により一旦LTVを引き下げる銘柄も多数あったものの、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格好である。

一方、増資発表後に投資口価格が下落する銘柄も散見された。急ピッチな増資発表が続いていることによる需給悪化も要因であるが、投資法人側が、低い資本コストを活用できる間にエクイティ調達を実行し、規模拡大を積極化しようとする中、市場(投資家)は、

(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

物件取得価格に対して、過熱感を警戒し始めている可能性もある。

(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6.22兆円と、前年末から約3,900億円増加した(うち、借入金は4,400億円増、投資法人債は500億円減)。引き続き活発なIPO、POを背景にJ-REITによる物件取得が増加しており、それに伴い新規借入が増加するとともに、投資法人債償還資金を借入金で調達する動きもみられた。

J-REIT全体の有利子負債の平均残存年数は昨年末3.8年から6月末3.9年へ長期化が進む一方、基準金利が低水準で推移する中で平均利率は1.03%から0.97%へ一段と低下した

(図4)。更に、緩やかにLTVを低下させつつ、固定金利比率は昨年6月末の81%から85%へ上昇しており、将来の金利上昇に備えた保守的な財務運営が継続している(図5)。

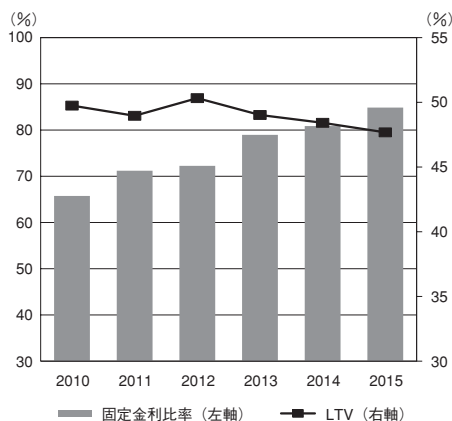
3. 物件取得：売買市場の利回り低下のもとで取得スピード衰えず

(1) 2015年上期は1.0兆円の取得決定、前年同期を上回る

J-REIT市場の運用資産額(取得価格ベース)は、2015年6月末時点で13.4兆円に拡大、2014年末(12.6兆円)から約8,300億円の増加であった。半年で1兆円超増加した2013年上期には及ばないものの、2014年上期(約7,200億円増加)を上回る拡大となった。

J-REITが2015年上期に取得決定した物件

(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

は1兆320億円。2014年上期(約0.8兆円)を上回り、既に2014年年間の物件取得額1.6兆円余りの6割超に相当する。うち既存銘柄による取得が8,690億円(2014年上期約5,800億円)、IPO銘柄が1,630億円(同約2,500億円)で、既存銘柄による取得が84%を占めており、増資による物件取得の活発さを表している(既存銘柄による取得比率は、2012年50%、2013年65%、2014年75%)。良好な資金調達環境のもと、取得競争が激化しており、売買価格が上昇、利回り低下が続いている。不動産取得において一定の利回り水準を確保したいJ-REITにとって取得環境は一層厳しさを増してきているが、良好な資金調達環境が物件取得を後押ししている。

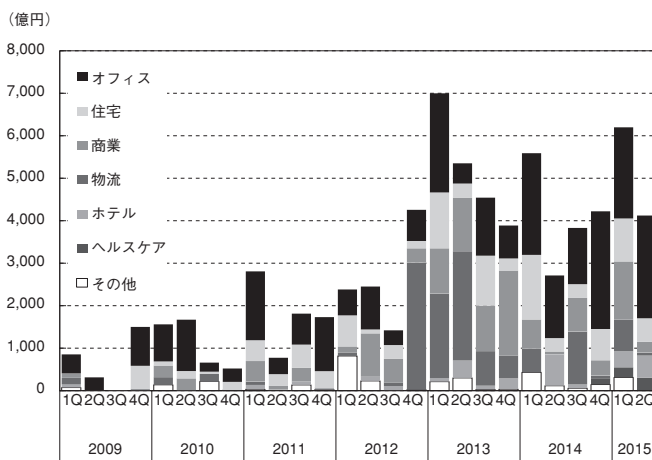
用途別には、賃料上昇期待を背景として、オフィスが4,563億円と最も多く(上期合計

の44%)、昨年上期の約3,800億円を上回った。ホテルは、訪日外国人数の増加傾向が継続していることなどを背景にホテル系銘柄が活発に取得しており、既に903億円と昨年年度の830億円を上回っている。また、2014年11月に第1号銘柄が上場したヘルスケアセクターは、今年3月と7月にも新規上場が実現し、532億円の取得が決定されている(IPO2銘柄で516億円)。

(2) 資本コストは依然低位ながら反転上昇、外部成長への影響に注目

2014年以降、不動産売買市場では、賃料上昇への強い期待と低金利を前提としたバリュエーションが増え、取引価格の上昇が続いている。既に2014年上期において、過熱感があるとの認識を示すJ-REIT資産運用会社も出

(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

てきていたが、2015年上期も、J-REITの物件取得意欲は衰えていない。

低位推移するデット調達コストに加え、投資口価格上昇に伴い、J-REITの資本コストは2012年から2014年にかけて、ほぼ一貫して低下基調にあった。ただ、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を底に僅かではあるが上昇に転じている。J-REIT全銘柄平均では、2014年末の3.8%から6月末には4.0%に上昇、オフィス系では同様に3.5%にまで低下した後、3.8%へ上昇している(図7)。

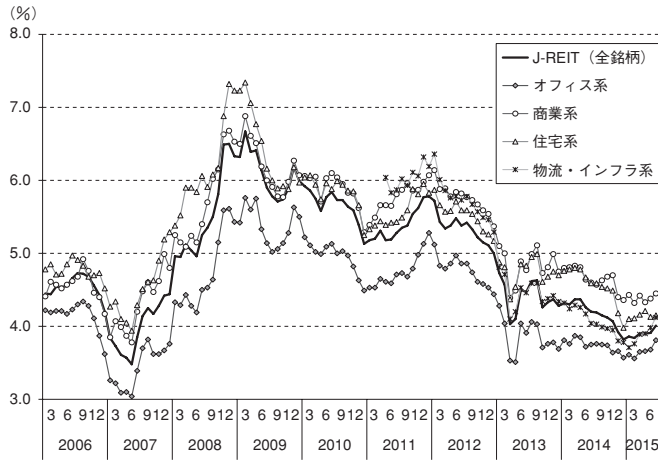
分配金成長は、主に増資によるBPS向上により実現されても、調達資金により取得した物件が、ポートフォリオの収益性向上(ROA

向上)につながらない外部成長は、規模拡大のメリットを考慮したとしても、市場から容易に評価されるものではない。インプライド・キャップレートの上昇は、J-REITの外部成長に対する市場の「質」重視の姿勢を示すシグナルかも知れない。

4. 今後の展望

2015年5月までの東証REIT指数は、年初からのハイペースの増資による需給悪化が上値を抑え、金利変動の影響を受けながら1,800~1,900ptのボックス圏で推移した。6月前半は長期金利の上昇に伴い1,800pt台を維持しながらも弱含みで推移したが、後半にはギリシャ金融支援の協議難航で市場心理が悪化し、7月に入ってギリシャ国民投票の結

(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

果や中国株式市場の調整を受けて急落、J-REITの予想配当利回りは、平均3.58%まで上昇、イールドスプレッドは3.13%となっている(7月10日)。

当面、J-REIT市場は、長期金利の変動や外部環境変化に影響を受けながら推移すると思われるが、今後、2016年にかけては、主にオフィス賃貸市場の賃料上昇がJ-REIT保有資産の賃貸収益上昇につながり、内部成長期待の本格化につながる可能性がある。その場合、配当利回りと10年国債利回りとのイールドスプレッドは、現状よりも縮小していくとみられる。更に、内部成長に加え、保有資産価値上昇によるNAV成長期待への注目が高まる可能性もある。今後、J-REIT市場が直近の調整局面を本格的に脱することができるか否かは、着実な内部成長による分配金成長と、ポートフォリオの質と収益性向上につ

ながる質の高い外部成長(物件入替を含む)にかかっていると考えている。

