

2014年のJ-REIT市場回顧と 2015年の展望



SMBC日興証券株式会社 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

1. 2014年のJ-REIT市場概要

2014年12月末の東証REIT指数は1,897.92ポイントとなり、2013年12月末（1,515.01ポイント）との比較で25.3%上昇、配当込みのトータルリターンでは29.7%上昇した。同年末の東証REIT指数は2007年12月以来の高値水準にまで回復、同配当込指数は同年末に過去最高値を更新した。また、2014年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は10兆5,784億円となり、過去最高水準を更新した。同期間

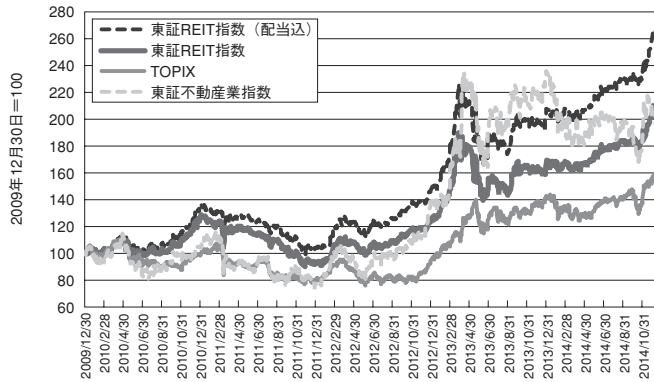
のTOPIXは8.1%上昇、配当込みのトータルリターンで10.3%の上昇となり、東証REIT指数はTOPIXをそれぞれ17.2ppt、19.4pptアウトパフォーム。2014年の東証REIT用途別指数を見ると、オフィス指数が18.6%上昇、住宅指数が43.6%上昇、商業・物流指数が27.8%上昇し、用途別では住宅指数が相対的に堅調であった。同期間における東証不動産業指数は15.7%の下落であり、東証REIT指数は東証不動産業指数を41.0pptアウトパフォームした。2014年12月末時点のJ-REIT市場全体における平均弊社予想分配金利回りが3.1%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドが2.8%であった。同月末時点のJ-REIT市場全体における鑑定評価額ベースのNAV倍率は1.61倍、インプライド・キャップレートは3.7%。

2014年の東証REIT指数について、1月から5月中頃までは1,450～1,500ポイントでの

目次

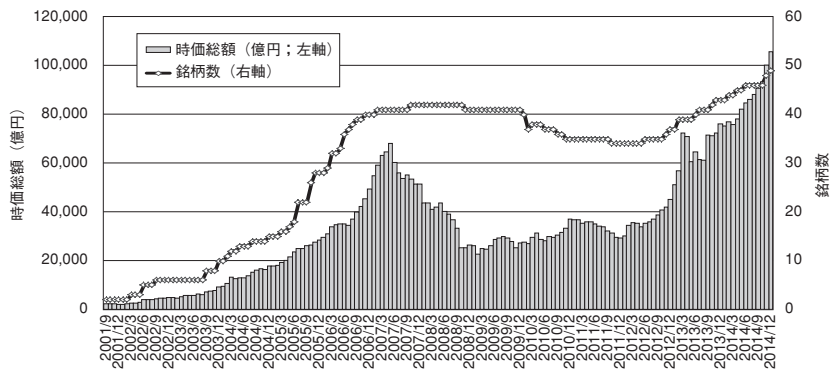
1. 2014年のJ-REIT市場概要
2. 2014年のJ-REIT市場における需給動向
3. J-REITによる資金調達状況
4. J-REITによる物件取得
5. 2015年のJ-REIT市場展望

(図表 1) 2009年末以降の東証REIT指数の推移



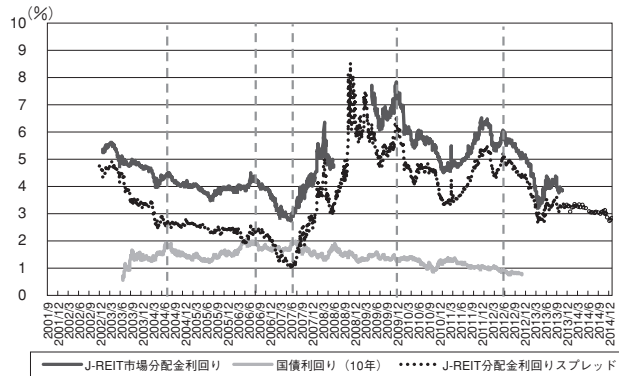
(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(図表 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

(図表 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

ボックス圏での推移となっていたが、その後は長期金利の低位安定や東京都心におけるオフィス空室率及び賃料の着実な改善を好感しながら1,500ポイントを上抜け、8月下旬には1,650ポイント前後にまで上昇した。9月から10月下旬にかけては消費増税の反動からの国内消費等の回復が鈍く、国内景況感の改善が足踏みするとの懸念から東証REIT指数は伸び悩み、10月17日には1,600ポイントを下回った。一方、10月31日に日本銀行が「量的・質的金融緩和」の拡大を発表したことがポジティブサプライズとなったこと、2015年10月に予定されていた消費再増税の延期、衆議院解散・総選挙で自民党政権が圧勝したことを手掛かりに長期金利が0.3%台へ低下したこと等により東証REIT指数は再び上昇基調へ回復。2014年末の東証REIT指数は高値引けとなった。

■ 2. 2014年のJ-REIT市場における需給動向

東京証券取引所が公表している2014年1～12月の累計投資部門別売買状況によると、銀行が1,893億円の買い越し（除く日本銀行。日本銀行を含むと2,265億円の買い越し）、投資信託が1,073億円の買い越し、外国人が532億円の買い越しとなった一方、個人が3,435億円の売り越しであった。

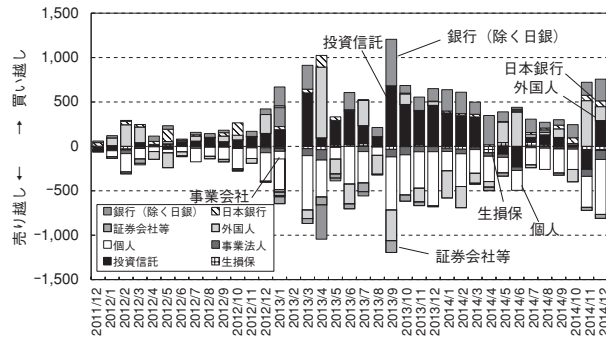
銀行は最大のJ-REITの買い手であった。同投資主体は2013年8月以降月次ベースで連

続しての買い越しであった。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り、買い意欲は旺盛であった。また、2013年4～5月に見られたような長期金利の大幅上昇局面がなかったこともJ-REITへの売りニーズの少なさと旺盛な買い意欲の継続をもたらしたと言えよう。

2014年の投資信託は銀行に次ぐ買い手であった。弊社が集計したデータによると、2013年12月末時点のJ-REIT特化型投信の残高は2兆2,645億円であった一方、2014年12月末時点では3兆2,785億円と前年同月比+45%と大幅増加。また、投資信託協会のデータによれば、2014年におけるJ-REIT特化型投信への純資金流入額は4,968億円であった。同資金流入額の一部は新規上場や公募増資というプライマリー市場へと流れたと思われるが、J-REIT市場の需給環境に大きな影響を及ぼした。同資金の主な出し手は国内個人投資家であるが、長期金利が非常に低水準にある状況下で同投資家層のインカムリターンのニーズにJ-REITが選好されたこと、日本銀行の買入れによる下値の固さが好感されたこと等により同特化型投信への資金流入が旺盛であったと考えられる。

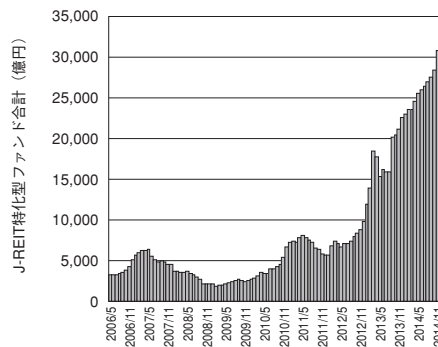
外国人は1～10月では141億円の売り越しでありほぼニュートラルスタンスであったが、11月は一転515億円の大規模買い越しであった。10月末に発表された日本銀行による追

(図表 4) 投資部門別売買動向 (単位: 億円)



(出所) 東京証券取引所よりSMBC日興証券作成

(図表 5) 日本国内で販売されているJ-REIT投信の残高推移



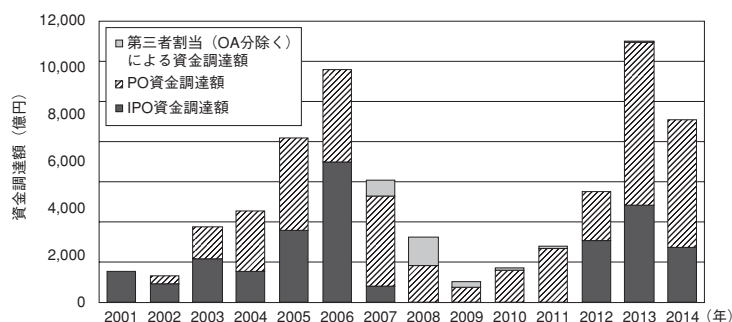
(出所) QUICK、SMBC日興証券

加緩和を好感したこと、それに付随する円安により海外投資家から見て日本の不動産価格が割安に映ったことも背景にあらう。2014年のJ-REIT市場は米国や豪州、シンガポール等他のREIT市場よりもパフォーマンスが高かったが、米ドルベースで見ると突出したパフォーマンスではなかったこともグローバル比較で見たJ-REITの割高感の抑制にもつながったと考えられる。

投信、銀行が買い越し姿勢である中、2014年も個人は大幅売り越しとなった。J-REIT

による新規上場や公募増資が活発となる中、これらを配分された個人投資家が取引所経由で売却したことが売り越しの主要因と思われる。J-REITはインカムゲインを獲得することに主眼を置いた金融商品である。新規上場や公募増資に参加する個人投資家の長期投資を促すような環境を作る必要がある。これは証券会社の営業姿勢が大きな役割を果たすと引き続き考える。2014年より始まったNISA等の活用により長期保有目的をもつ個人投資家の発掘に努めるべきであろう。

(図表 6) J-REITによるエクイティファイナンス実績



(注) PO (公募増資) 資金調達にはOA (オーバーアロットメント) による第三者割当増資分を含む
(出所) 会社資料よりSMBC日興証券作成

2015年のJ-REIT市場における需給環境に関して、全体としては引き続き良好と考える。2015年も日本銀行による強力な金融緩和により長期金利が低位安定するとの見通しからJ-REITの相対的な分配金利回りの高さは一定程度確保されるだろう。これを背景に個人投資家からのJ-REIT特化型投信への資金流入や地域金融機関等の銀行からの買い需要は継続基調であろう。また、オフィス賃料の上昇がJ-REITの保有物件にも実際に波及し始めることによる分配金上昇期待から外国人の買い需要も期待できよう。つまり、「オフィス賃料上昇」と「長期金利の低位安定」が共存する環境となったことに伴い、「インカムゲイン重視」と「キャピタルゲイン重視」の双方の投資家層が「J-REITを買える」状況であると考ええる。

3. J-REITによる資金調達状況

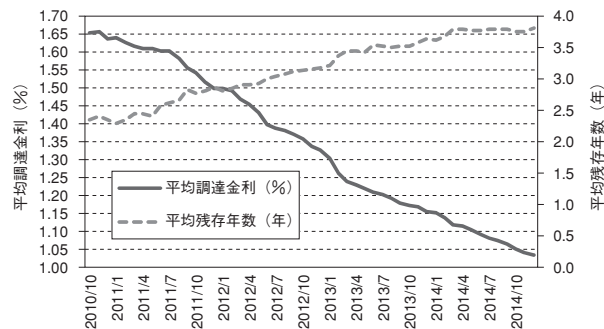
2014年のJ-REIT市場におけるエクイティ

ファイナンス実績は払込ベースで7,748億円。過去最高額であった2013年の1兆1,079億円には及ばなかったものの、2005年の水準(6,994億円)を超過、2006年に次ぐ過去3番目の水準であった。2014年1～12月の増資発表日ベースでの内訳は新規上場に伴う公募増資が6件で2,288億円(OA分含む、以下同様)、既存REITによる公募増資が30件で5,473億円であった。

2014年もJ-REITによる物件取得意欲が強い中、NAV倍率が余裕をもって1倍を超過した良好な資金調達環境を生かして積極的にエクイティファイナンスが実施された。2015年に関してもJ-REITによる物件取得ニーズは強いものと思われ、物件取得が可能となればエクイティファイナンスは実施されよう。スポンサーサポートが充実していたり、独自の物件取得力が強いREITは引き続き資金調達を実行するものと思われる。

J-REIT市場におけるデット調達環境は引き続き非常に良好。2014年12月末時点の

(図表 7) J-REIT市場全体の有利子負債コストと残存年数の推移



(出所) 会社資料よりSMBC日興証券作成

J-REIT市場全体の有利子負債残高は5兆8,327億円と2013年12月末(5兆1,948億円)に比較して6,378億円(+12%)増加。金融機関による貸し渋りの様子は引き続き見受けられず、残高は増加傾向を維持している。また、2014年12月末時点におけるJ-REIT市場全体の有利子負債調達コストは1.03%であり、2013年12月末の1.15%に比較して12bp低下、2010年以降低下傾向が続いている。平均残存年数も長期化傾向が続いており、2014年12月末時点では3.8年。

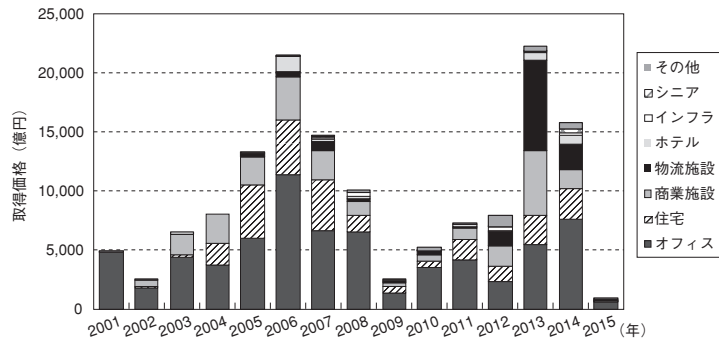
各REITはまとまった物件取得の際にはエクイティファイナンスを実施している。今後このような状況が続く環境であれば、各REITのデット返済能力やLTVの引き下げ力が向上すると言える。そうなれば、各レンダーはREITに対して融資をしやすくなり、今後も継続的にデットを供給できる状況が続くと考えられる。

4. J-REITによる物件取得

2014年のJ-REITによる物件取得実績は387物件で1兆5,753億円(優先出資証券等は除く、追加取得は含む)。暦年ベースで過去最高額であった2013年の2兆2,268億円には及ばなかったものの、2007年の1兆4,671億円を超過し、2006年に次ぐ過去3番目の水準であり、物件取得は活発であったと言えよう。また、2014年中に発表し、2015年に取得する予定の物件は15物件で849億円ある。2014年も2013年と同様に、J-REIT市場全体のNAV倍率が余裕をもって1倍を超過し、資金調達環境が良好であったことに加え、今後の不動産価格上昇、賃料上昇が期待されていることが、取得が活発であったことの背景にあらう。

2014年の用途別取得実績は、オフィスが92物件(7,613億円)、住宅が134物件(2,516億円)、商業施設が34物件(1,675億円)、物流・倉庫等が38物件(2,083億円)、ホテルが48物件(830

(図表 8) 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

億円)、その他（インフラ、シニア、底地等）が41物件（1,037億円）であった。2013年は新規上場銘柄であった日本プロロジスリート、GLP J-REIT、イオンリート、野村不動産マスターファンド等の登場で物流施設と商業施設の取得額が高水準であった。2014年に関しては全物件取得に占めるオフィスの割合が48%と最も多く、2013年のオフィス取得実績（5,440億円）を40%上回った。オフィス市況の改善への期待の高まりが背景にあると言える。また、宿泊特化型ホテルを中心にホテルの取得が増加している。同期間における地域別の取得実績は東京23区が170物件（8,851億円）、首都圏が55物件（2,391億円）、名古屋市・大阪市・福岡市が66物件（2,383億円）、その他地域が96物件（2,128億円）であり、東京23区及び首都圏の比率は全体の71%を確保した。

2014年の東京23区及び首都圏における平均取得キャップレート（鑑定評価上のNCF／

取得価格、取得価格加重平均）はオフィスが4.6%、住宅が5.2%、商業施設が4.5%、物流施設が5.1%、ホテルが5.9%であった。2013年の同地域における平均取得キャップレートはオフィスが4.8%、住宅が5.3%、商業施設が5.3%、物流施設が5.5%、ホテルが5.8%であった。これらは実際の取得事例であるため、取得キャップレートにはばらつきがあること、質の違い等がある点は留意すべきであるが、各用途ともに取得キャップレートは低下傾向となっている。特に、首都圏の物流施設は2011～2012年に比較して足元では100bps程度の低下が確認されている。オフィス及び住宅に関しては2012年との比較で30～50bps程度低下。これは不動産価格の上昇を示唆しており、J-REITが保有する不動産価値やNAVの改善につながっているものと言える。商業施設に関しては取得物件のタイプが郊外型施設から都市型店舗にシフトしていることがJ-REIT取得物件のキャップレート低

(図表 9) 長期金利と東証REIT指数の推移



(出所) 東証、ブルームバーグ、SMBC日興証券

下の要因であると思われる。

一方、2014年の全地域における平均取得キャップレート（取得価格加重平均）はオフィスが4.7%、住宅が5.4%、商業施設が5.1%、物流施設が5.3%、ホテルが6.2%であり、同5用途の平均取得キャップレートは5.0%であった。直近決算期ベースのJ-REIT市場全体のNOI利回りは5.2%であり同水準を若干下回ったものの、2014年通年のJ-REIT市場全体の平均インプライド・キャップレート（4.1%）を上回る水準で取得できていた。

■ 5. 2015年のJ-REIT市場展望

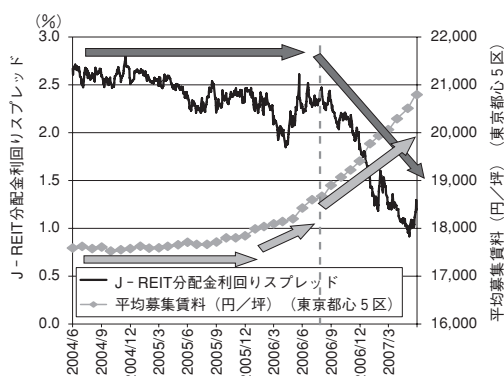
2015年のJ-REIT市場は2014年の流れを引き継ぎ堅調なパフォーマンスで推移すると予想する。背景には、①日本銀行の金融緩和による長期金利の低位安定、②東京都心を中心としたオフィス賃料の上昇がJ-REITの保有する物件にも波及、③高NAV倍率を活用し

たプレミアム増資での1口当たり分配金及びNAVの向上、が挙げられる。

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、2014年12月末時点で0.33%となった。J-REIT市場全体の分配金利回りは長期金利の低下に連動するように低下し、その結果として東証REIT指数は堅調に推移した。

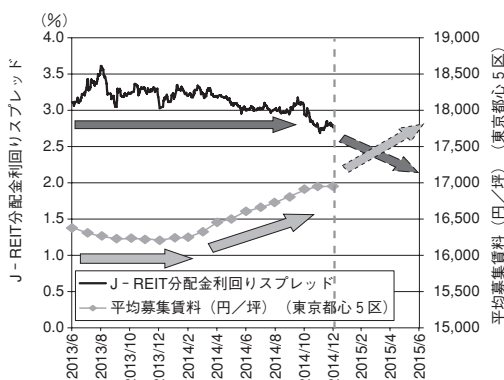
基本的な理論式から述べると、2014年初から11月上旬頃までの分配金利回りスプレッドは3%前後で安定的に推移していたことから判断すると、J-REITに要求される期待利回り「 R_f （リスクフリーレート）+ R_p （リスクプレミアム）- G （期待成長率）」はリスクフリーレートである長期金利が低下したことにより低下したと言えるだろう。そのため、弊社では同期間の東証REIT指数が堅調であった要因はあくまで長期金利の低下であり、

(図表10) 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後半～2007年前半)



(出所) 三鬼商事、ブルームバーグ、SMBC日興証券

(図表11) 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～)



(出所) 三鬼商事、ブルームバーグ、SMBC日興証券

リスクプレミアムの低下や期待成長率の上昇を織り込んだものではないと考えている。

2014年初より東京都心のオフィス賃料は着実に上昇を続けている。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、2014年12月まで12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～2014年12月までの同賃料上昇率は4.6%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。

当時の状況でも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。

弊社による各オフィス型REITへのヒアリング等によると、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5%程度上昇してきたことから同ギャップは概ね解消したと考えることができる。2015年のオフィス市況賃料が着実に上昇トレンドを描けば、「市況賃料>継続賃料」という状況になり、各J-REITは保有するオフィスで賃料増額改定を着実に実現し、1口当たり分配金を向上させることができるだろう。

2013年後半以降のJ-REITの長期金利に対する分配金利回りスプレッドの推移を見る

と、2014年11月前半頃までは3%前後で安定的に推移していたが、11月中頃から徐々に低下トレンドを描き始める局面に入った。2015年はオフィスの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。

一方、リスクファクターについても意識を持っておきたい局面と考える。目先については海外のクレジット市場の混乱に伴うリスクプレミアムの上昇が挙げられる。同リスクはJ-REITのファンダメンタルズに直接影響があるとは考えづらいものの、投資口価格に対しては変動要因となる。また、2~5年程度での中長期的な視点では日本銀行の金融緩和の終了に伴う長期金利の上昇とオフィス賃料上昇期待の変動である。

現段階で具体的な時期は明言できないが、日本銀行による金融緩和が終了して長期金利が上昇する状況となった場合、どの程度のダウンサイドリスクを見ておけばよいのか、もしくは東証REIT指数が下落しないためにはどの程度のオフィス賃料上昇期待を持つ必要があるのか、という点については中長期的な目線として認識しておきたい。

