

2014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. 2014年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

2013年年間の東証REIT指数（配当込み）は+41.1%と2012年同様の高いリターンとなり、2年連続で4割上昇を遂げた。2013年については日銀による異次元緩和や東京五輪開催決定をきっかけとした期待、つまり低金利前提でのJ-REITの利回り魅力への注目や資産価値上昇への期待が牽引した。一方、2014年に入り、市場はファンダメンタルズに基づいた動きにシフトしているとみられる。

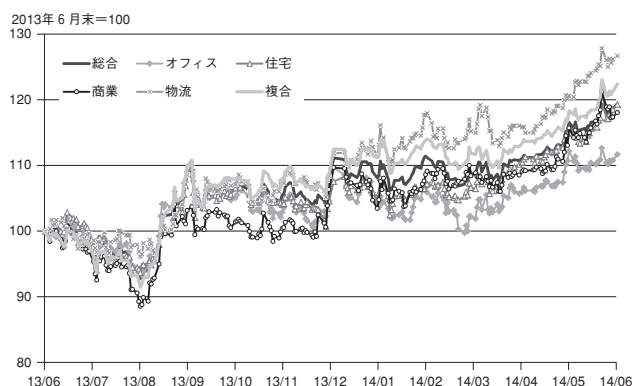
〈目次〉

1. 2014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で取得スピード鈍化
4. 今後の展望

不動産市場の回復期待が広がる中、2014年6月末の東証REIT指数（配当込み）は2013年末比+7.4%と概ね堅調に推移。1Q（1～3月）のトータルリターンは-2.4%とやや調整したものの、2Q（4～6月）は+10.0%と上昇に転じた。東証REIT指数（配当なし）は、長らく1,450～1,500の狭いレンジで推移してきたが、5月末には1,500を超え、6月中には一時1,600台を回復した。また時価総額は新規上場（IPO）もあって6月末で8.4兆円となった（2013年末7.6兆円）。

投資主体別の売買状況をみると、銀行の年初来の累積買い越し額は1,180億円となり（日銀による買入102億円含む）、2013年上期の790億円を上回る水準となった。銀行とともに昨年来、市場を牽引してきた投資信託は、3月まで買い越しが続いてきたが4月以降は売り越しとなっている。J-REITのFOFsへの資金流入は、4月まで毎月500億円台から600億円台で推移、2013年の勢いが続いた結

(図1) SMTRI J-REIT Indexの推移(直近1年) —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

果、純資産総額は投資口価格上昇もあって5月末には2.5兆円を超え、J-REIT時価総額の3割に相当するまでになった(2012年末1.0兆円、2013年末2.3兆円)。ただ5月には資金流入額が27億円にまで縮小、資金流入の鈍化がうかがわれる。その一方で、4月まで売り越しが続いていた海外投資家は売りが徐々に縮小、5月、6月は買い越しに転じている(図2)。2014年上期は利回り魅力を評価した資金流入が継続したと言えるが、今後、J-REITの利益成長・資産価値上昇を期待した海外投資家による買い越しが基調となるかが注目される。

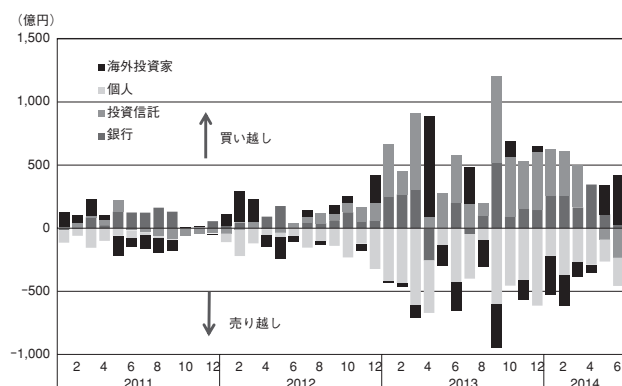
投資口価格上昇の結果、2014年6月末の予想配当利回りは平均年3.48%と2013年末の3.63%からやや低下、10年国債利回りとのイールドスプレッドは2.91%ptと昨年末の2.89%ptとほぼ同水準であった。ただ、東証REIT指数が1,450~1,500の狭いレンジで推移

していた間は、イールドスプレッド3%ptが意識された動きとなっていた。なお、平均PBRは1.44倍と2013年末の1.38倍から上昇した。

(2) J-REITセクター別のパフォーマンス

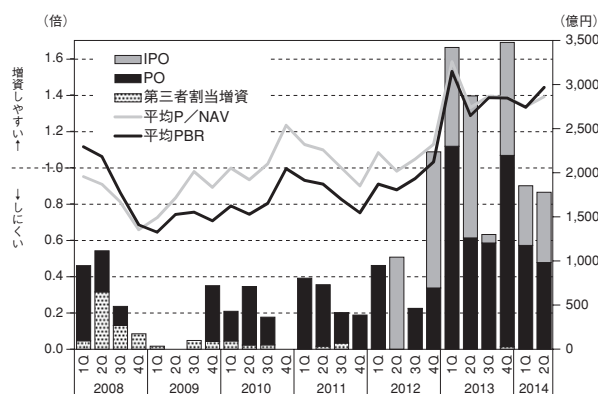
過去1年(2013年6月末から2014年6月末)のJ-REITのセクター別パフォーマンスをみると、物流セクターが+26.7%と最も高いリターンとなった。次いで複合セクター(2以上の不動産用途の組み合わせ運用する銘柄)が+22.4%で、ともにJ-REIT全体を上回った。住宅と商業は市場全体とほぼ同水準。一方、オフィスセクターは+11.7%と他セクターを下回った。不動産市場の回復期待のもと、オフィス賃料の上昇期待は高まってきているが、オフィスセクターの平均配当利回りは6月末で2.9%と他セクターが3%台から4%程度であるのに対して低い水準にある。安定

(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

(図3) J-REITエクイティ調達額とPBR、P/NAVの推移



(注1) 調達額は実行日で集計

(注2) IPO時調達額には、私募設立・私募増資、売り出しは含まない

(注3) PO時調達額は、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4) $PBR = \text{投資口価格} \div 1 \text{口当たり純資産額}$ 。純資産額は出資総額と出資剰余金の合計額(負ののれん発生益を含まない)により算出

(注5) $P/NAV = \text{時価総額} \div NAV$ (Net Asset Value)。投資口価格・時価総額は3ヶ月毎の月末値

(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。NAVは三井住友トラスト基礎研究所による算定

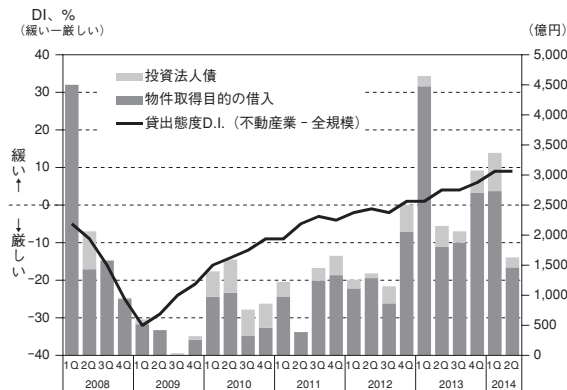
的な分配金への期待のもとで相対的に高い利
回りが選好された面もあると思われる。

2. 資金調達：良好な調達環境が継続

(1) エクイティ調達

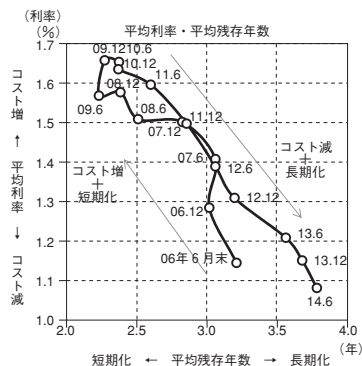
投資口価格の急上昇を受けて、年初から既

(図4) J-REITのデット資金調達額



(注) 金融機関の貸出態度D.I. (「緩い」 - 「厳しい」) は日本銀行の各年3,6,9,12月調査結果
(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査 (短観)」および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

(図5) J-REITのデット資金調達条件の変化



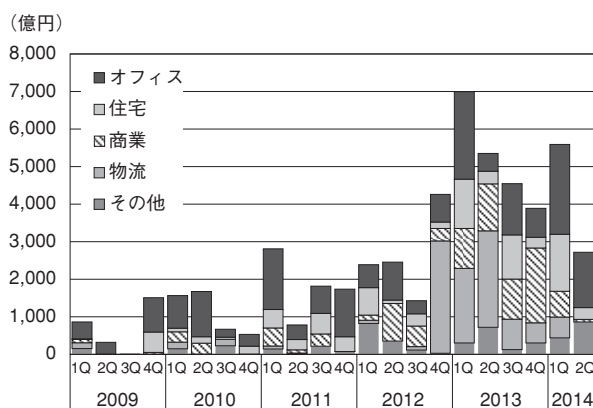
(注) 平均利率・平均残存年数は有利子負債の金額加重平均。各年6月末・12月末までの公表内容を集計して算出したもので、各時点における実際の残高に基づく数値とは異なる。

(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査 (短観)」および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

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15銘柄の公募増資(PO)と3銘柄のIPOが発表された。調達総額は約4,300億円となる見込みで、増資が活発化した2013年上期の6,300億円(2013年年間調達総額1兆1千億円)には及ばないものの依然として活発な資金調達が続いている(図3)。

PO銘柄の増資発表時のPBRは平均1.4倍程度で、2013年同様、一部銘柄を除き、純資産額を上回る価格で増資が行われている。増資後の予想分配金とBPSの維持向上に寄与した内容と評価され、増資発表後の投資口価格も総じて堅調に推移する銘柄が多かった。ただし、PBRが1倍程度あるいは1倍を下回る増資に

(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・譲渡の決定を発表した時期で集計(実際の取得・譲渡日とは異なる)

(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

よりBPSを低下させる銘柄もあった。不動産価格に先高感がある中、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、優良物件の取得機会を逃さないという姿勢がうかがわれる。

(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5.56兆円と、前年末から約3,300億円増加した(うち、借入金3,100億円増、投資法人債200億円増)。やや鈍化したとはいえ引き続き活発な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も増加した。

2014年上期に決定された既存借入の借換えでは、借入スプレッドの一段の低下もあり、5年から10年(一部10年超)の長期固定金利

借入も多くみられ、平均年限は約4.5年となっている。物件取得目的の借入も約4年、平均利率は0.7%と長期、低コストでの調達が継続している。

J-REIT全体の有利子負債の平均残存年数は昨年末3.7年から6月末3.8年へ、固定化比率は80%から81%となり、長期固定化比率は高い水準が維持されている。更に基準金利が低水準で推移する中で平均利率は1.15%から1.08%へ一段と低下した(図5)。

3. 物件取得：売買市場の利回り低下で取得スピード鈍化

(1) 2014年上期は0.8兆円の取得決定、取得スピードが鈍化

J-REIT市場の運用資産額(取得価格ベース)は、2014年6月末時点で11.9兆円に拡大、

2013年末（11.2兆円）から約7千億円の増加であった。半年で1兆円超増加した2013年上期に比べると拡大スピードが鈍化した。

J-REITが2014年上期に取得決定した物件は8,302億円。2013年上期（約1.2兆円）の7割弱にとどまった。また2013年年間の物件取得額2兆余りの4割相当である。うち既存銘柄による取得が5,798億円（2013年上期約7,480億円）、IPO銘柄が2,505億円（同約4,870億円）。良好な資金調達環境の継続と不動産市場の回復期待のもと、J-REIT以外のプレイヤーによる不動産取得も活発化しており、売買価格が上昇、利回りが低下している。分配金の維持向上を重視し、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厳しさを増してきている。

用途別には、オフィスが3,867億円と最も多く（上期合計の47%）、昨年上期の約2,500億円を上回った。IPO銘柄による取得が1,773億円に上ったこともあるが、既存銘柄も2,094億円の追加取得をしており、東京都心の大型物件など100億円を超える取引も活発に行われた。高い資金調達力を背景として、昨年同様、立地や規模面で競争力が高く、収益安定性と将来の賃料上昇期待をもてる大型ビルの取引につながったとみられる。一方で、物流施設は18物件・555億円にとどまった。大型物流系リートのIPOやPOが相次いだことで、全体の4割弱を占める約4,500億円を取得した2013年上期とは対照的となった。また、この上期は47物件・740億円のホテルが

取得されたことも注目される。これらホテルは、約定された固定賃料に加えてホテル売上に連動する変動賃料を組み込んだ物件が多く、今後の宿泊需要拡大による賃料上昇を期待したものといえる。

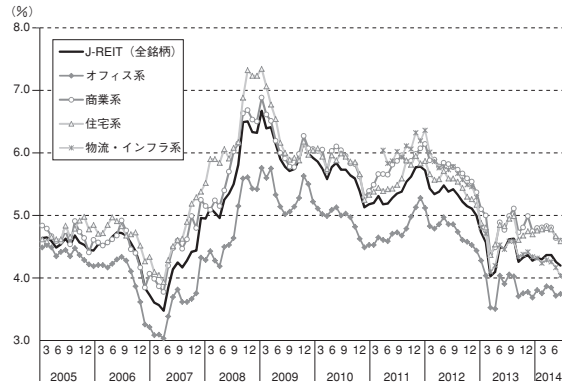
(2) 資本コスト低下が続く一方、慎重な取得姿勢を保つJ-REIT

昨今の不動産売買市場では、賃料上昇に対する楽観シナリオと低金利を前提としたバリュエーションが徐々に増えてきている模様であり、過熱感があるとの認識を示すJ-REIT資産運用会社も出てきている。分配金およびNAVの維持向上を運用目標とするJ-REITにとっては、運用資産の収益性を維持向上させる必要があり、不動産売買市場で価格上昇（＝利回り低下）が進めば、投資適格物件の追加取得が困難となり、外部成長が鈍化する懸念がある。

一方、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の資本コストは低下基調にある。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、2012年から低下基調にあるが、直近ではJ-REIT全銘柄平均で4.2%にまで低下している。オフィス系では昨年9月以来3%台後半で推移、物流系は4%にまで低下した（図7）。

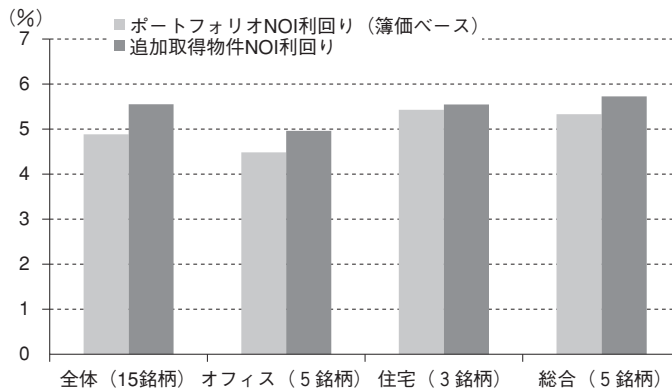
このような状況下で、インプライド・キャップレートを意識して物件取得に積極的に取り組むと表明する銘柄や、自らの運用方針策

(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

(図8) 2014年上期増資銘柄の取得物件利回り



(注) 増資15銘柄には、オフィス型、住宅型、総合型銘柄以外に物流・インフラ型1銘柄とホテル型1銘柄を含む
(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

定上の資本コストを見直した結果、物件取得利回りの目線（ハードル）を引き下げた銘柄もある。今後、資本コストの低位安定を前提に、将来的なNAV成長（資産価値上昇）への期待から、東京都心の大型優良オフィスや都心商業施設などへの積極投資を検討する銘柄が増えてくる可能性がある。ただし現在は、ほとんどの銘柄が追加取得によってポートフ

ォリオ利回りを上昇させていく必要性を認識しており、将来的な成長期待がある低利回り物件も、高利回り物件との組み合わせで取得するなどの工夫をしている。2013年と同様、J-REITの取得物件の利回りは資本コストの低下ほどには下がっておらず、過熱感を増す不動産売買市場において、J-REITは総じて慎重な取得姿勢を保っている。

J-REITの物件取得姿勢を示す例として、2014年上期に増資を決定した15銘柄について、調達資金により取得した物件の利回りをみたのが（図8）である。いずれもポートフォリオNOI利回りを上回る水準の物件取得となっている。2014年6月末のJ-REIT全銘柄のポートフォリオNOI利回りは平均5%程度で、インプライド・キャップレートとのスプレッドは0.7%ptある。このポートフォリオNOI利回りをも上回る取得物件利回りとインプライド・キャップレートのスプレッド分が、低コストの資金調達により外部成長を継続することで創出される投資主価値の増大ということができる。

■ 4. 今後の展望

J-REITは、当面、低金利下での利回り魅力が引き続き市場評価の軸となって推移する可能性がある。利回り評価を支える要素としては、低金利下での資金調達コストの低下だけでなく、J-REIT各銘柄の財務基盤の強化が一層進んでいる点も重要なポイントとなろう。2014年下期から来年以降は、オフィス賃料や不動産価格の上昇がより鮮明になってくることが、また、主要銘柄の業績見通しにおいて利益成長が明確に示されてくれば、賃料と不動産価格の強い上昇期待がJ-REIT市場で醸成され、市場の評価が、配当利回り魅力から分配金成長、NAV成長期待へとシフトすることも考えられる。この場合は、配当利回

りと10年国債利回りとのイールドスプレッドが現状よりも縮小する可能性がある。

一方、今後も良好な資金調達環境が継続し、J-REITは低水準の資本コストを活かして、物件取得による外部成長に意欲的に取り組むものと考えられる。2014年上期にみられたように、オフィス賃貸市況の回復見通しを背景として、利益成長期待のもとでオフィスなどへの投資増加も引き続き予想される。この点、インプライド・キャップレートやポートフォリオ利回りを上回る物件取得が継続されるのか、あるいは2006年から2007年にみられたように、強い賃料上昇シナリオと有利な資金調達を前提とした取得利回りの低下が顕在化するのか、注視していく必要がある。

最後に、今上期はホテルへの投資増加が目されたが、現在、複数のヘルスケア・リートが今年中の上場を目指して準備を進めている。2013年は物流セクターの存在感が一気に高まったが、今後は、ホテルやヘルスケア施設などのオペレーショナル・アセットを運用対象に組み入れる銘柄の増加が予想される。J-REITの運用資産タイプの多様化は一層進むものと考えられるが、オフィスや住宅、商業施設といったトラックレコードの長いセクターに加え、物流、ホテル、ヘルスケアといったセクターも運用実績を積み重ね、市場において適正に評価され成長していくことが、J-REIT市場の持続的な発展に向け期待されることである。

