

2013年のJ-REIT市場回顧と 2014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. 2013年のJ-REIT市場概要

2013年12月末の東証REIT指数は1,515.01ポイントとなり、2012年12月末（1,114.68ポイント）との比較で35.9%上昇、配当込みのトータルリターンでは41.1%上昇した。2013年の東証REIT指数のパフォーマンスは2012年の33.6%を上回り過去最高であった。2013年

の東証REIT用途別指数を見ると、オフィス指数が36.6%上昇、住宅指数が25.7%上昇、商業・物流指数が40.7%上昇し、用途別では商業・物流指数が相対的に堅調であった。一方、同期間における東証不動産業指数は70.8%の上昇であり、東証不動産業指数は東証REIT指数を大幅に上回るパフォーマンスであった。

2013年の東証REIT指数は1～4月初旬にかけて日本銀行による追加金融緩和への期待から長期金利が0.8%から0.4%に低下したこと等を背景に大きく上昇し、3月27日に1,700.91ポイントの高値を付けた。一方、4月から6月にかけては長期金利が0.4%から0.9%へ上昇したことを嫌気し、6月13日に1,246.28ポイントにまで急反落。6月後半から7月中旬にかけて一時的に反発したものの、7月下旬～8月は軟調な展開となった。9月に2020年東京オリンピック開催が決定さ

〈目次〉

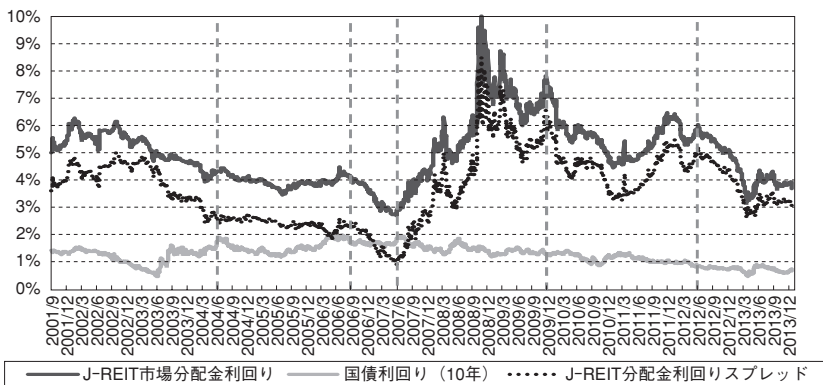
1. 2013年のJ-REIT市場概要
2. 2013年のJ-REIT市場における需給動向
3. J-REITによるエクイティファイナンス状況
4. J-REITによる物件取得
5. 2014年のJ-REIT市場展望
6. 2014年はヘルスケアリート元年か

(図1) 2012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2) 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

れると国内景況感のさらなる改善や不動産価格の上昇を期待し、9月末には1,500ポイント台に回復。10～12月にかけてはJ-REITによる活発な資金調達の実施により需給環境は軟化しもみ合いの展開となり概ね横ばい推移となった。

2013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3.7%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドが

3.0%であった。2012年12月末時点の同分配金利回りは4.9%、同スプレッドは4.1%であった。2013年は投資口価格が上昇したことにより分配金利回り及び分配金利回りスプレッドは縮小した。

2013年1～3月は日本銀行による追加の金融緩和期待等により投資口価格が大きく上昇したことにより、2013年3月末には分配金利回りは3.3%にまで低下した。2013年4月か

ら6月にかけて長期金利が上昇に転じると、分配金利回りスプレッドは2%台後半でほぼ横ばい推移となる中で、分配金利回りは長期金利に連動するように上昇し、2013年6月末時点では4.0%となり投資口価格は下落した。7月下旬から8月末にかけてJ-REIT市場は再び軟調に推移し分配金利回りは一時4.3%にまで上昇した一方、9月末にかけては再び長期金利が低下傾向となったこと等もあり、同月末時点の分配金利回りは3.7%、分配金利回りスプレッドは3.0%となった。2013年10～12月に関しては、東証REIT指数は概ね横ばいで推移したことから分配金利回りは3%台後半の水準で安定的に推移した。

■ 2. 2013年のJ-REIT市場における需給動向

2013年の投資信託は4,241億円の買い越しとなり、最大のJ-REITの買い手であった。弊社が集計したデータによると、2012年12月末時点のJ-REIT特化型投信の残高は9,820億円であった一方、2013年12月末時点では2兆2,645億円と前年同月比2.3倍と大幅増加。また、投信協会のデータによれば、2013年のJ-REIT特化型投信への資金流入額は9,240億円であった。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、同投資家層のイン

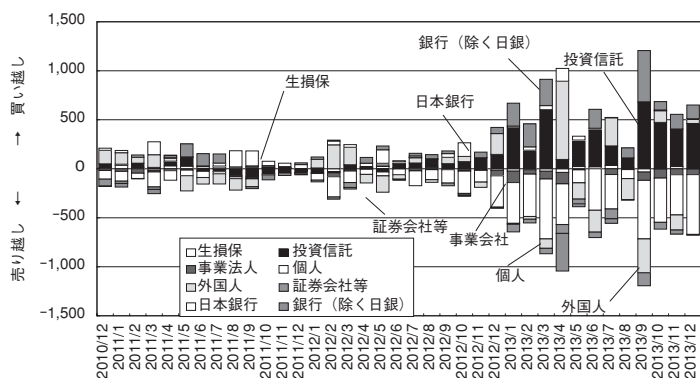
カムリターンのニーズに合致した他、国内景況感の改善や2020年に東京オリンピック開催が決定したこと等により不動産価格の上昇期待を背景として資金流入が旺盛であったと考えられる。

同年の銀行（除く日本銀行）は1,470億円の買い越しとなり、投信に続く買い手であった。2013年4月から5月にかけて長期金利が上昇し債券価格が下落したことに伴い、同損失を一部穴埋めするためにJ-REITを売却する動きが見られたものの、その時期以外は概ね買い越し基調であった。長期金利が低位で推移する状況下、J-REITの長期金利に対する分配金利回りスプレッドが3%超で推移していたことから、国債等他資産との比較で相対的にJ-REITの投資魅力が増していたことが背景にある。

同年の外国人は13億円の買い越し。2013年4月に発表された日本銀行による金融緩和策への期待から、同月は798億円の大幅買い越しとなったものの、その月以外の売り買いはまちまちの展開であった。2013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非常に高かった。他国のREIT市場との相対比較によりJ-REITはバリュエーション面で割安感に乏しかったこと等により買い越し基調とはならなかったと思われる。

投信、銀行が買い越し姿勢である中、2013年も個人は大幅売り越しとなった（4,949億円の売り越し）。J-REITによる新規上場や公

(図3) 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

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な要因と思われる。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。

2014年のJ-REIT市場における需給環境に関して、基本的にはJ-REIT特化型投信への継続的な資金流入には期待している。また、デフレ脱却とオフィス賃料の回復が具体化もしくは確固たる期待が持てる状況となれば外国投資家による資金流入も期待できよう。一方、投資口価格の上昇に伴いJ-REIT市場の分配金利回りは低下傾向にある。賃料上昇や物件取得により継続的に分配金を上昇させ

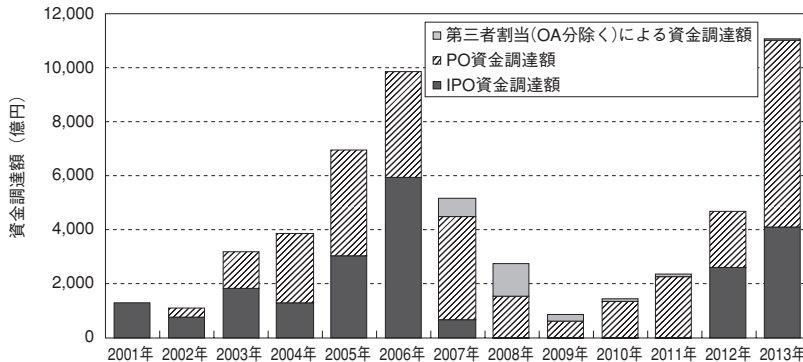
るとい「成長期待」が乏しいようであれば資金流入は細る可能性がある。

2013年ほどではないであろうが、J-REIT市場全体のNAV倍率が余裕を持って1倍を超過していることから2014年も新規上場や公募増資は引き続き実施されるものと思われる。一口当たり収益性を向上させるような公募増資であればファンダメンタルズ面の観点からは今後の成長のための資金調達としてプラスに評価したい。

3. J-REITによるエクイティファイナンス状況

2013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1兆1,079億円。2012年の4,698億円との比較で約2.4倍の資金調達実績であったことに加え、従来の過去最高であった2006年(9,895億円)を上回り、過去最高額を更新した。2013年1~12

(図4) 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

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4,058億円 (OA分含む、以下同様)、既存REITによる公募増資が37件で6,963億円、第三者割当増資が1件で30億円であった。

2012年後半以降のJ-REIT市場では平均NAV倍率が1倍超の水準を回復したため、一口当たり純資産を希薄化させずに増資をしながら物件取得をしていくことが可能となった。これは2012年前半より議論され始めた投信法改正 (自己投資口取得解禁等) による資金調達・資本政策手段の多様化への期待や、日本銀行による買入れサポートの効果が顕在化した結果でもあろう。

また、2014年以降の不動産市況改善や不動産価格の上昇を見越し、各REITは今のうちに資金調達と物件取得をしておきたいという強いニーズを持っていることも、資金調達や物件取得を活発化させていること背景にあるだろう。各REITの公募増資の状況を見る

と、基本的には物件取得を同時に行うことにより、一口当たり分配金の向上を実現しているケースは多い。これはファンダメンタルズの観点からポジティブであると言えよう。今後の増資に関してもEPSや一口当たり分配金がいっしょに向上していくと期待できるものであれば引き続き高い評価ができればよい。一方、既存投資主の利益を毀損するような増資 (一口当たり収益性を低下させる増資) や、明らかに高値で質の劣る物件を取得するような事例が頻発するようであれば、J-REIT市場全体の信頼性を低下させることになりかねない。各REITに対してはしっかりと自覚 (投資主の利益を最大化させること) をもった運営を心掛けてほしい。

■ 4. J-REITによる物件取得

2013年のJ-REITによる物件取得実績は457物件で2兆2,268億円 (優先出資証券等は除

く、追加取得は含む)となり、暦年ベースで過去最高額となった(従来は2006年の2兆1,427億円が過去最高)。2012年の物件取得実績が7,848億円であったことから2013年の取得実績は前年比2.8倍と大幅に増加した。2013年のJ-REITによる物件取得は非常に活発であったと言えよう。2013年は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背景にある。

都市未来総合研究所のデータによると、2012年度の不動産売買市場に占めるJ-REITの買い手としてのシェア(金額ベース)は58%であった。2013年度は同数値と同水準もしくは上回ることが期待され、国内不動産の最大の買い手としてのJ-REITの存在感はより大きくなっていると考えられる。

2013年の用途別取得実績は、オフィスが83物件(5,440億円)、住宅が170物件(2,461億円)、商業施設が73物件(5,492億円)、物流・倉庫等が93物件(7,803億円)、ホテルが12物件(585億円)、その他(底地等)が26物件(488億円)であった。2013年の特徴として、物流施設や商業施設の取得実績が過去に比較して多かったことが挙げられる。物流施設型である日本プロロジスリート、物流・商業施設の複合型である野村不動産マスターファンド、商業施設型であるイオンリートの新規上場があった点も挙げられようが、国内物流施設の需要の高まりや国内消費の改善等により、これら用

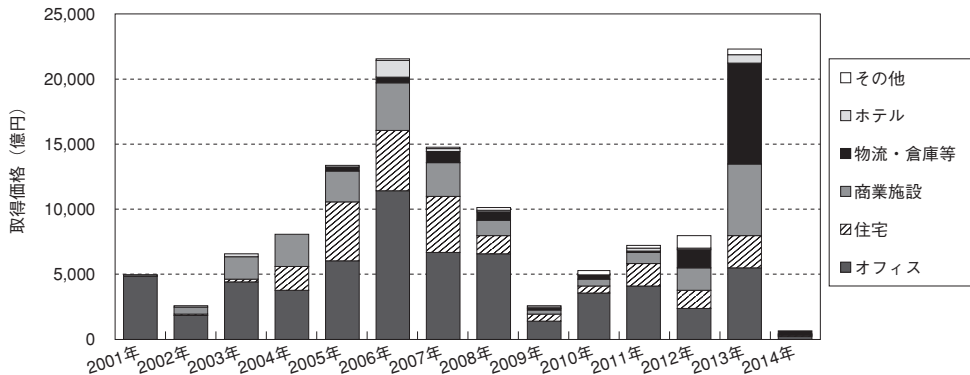
途のファンダメンタルズ回復による魅力の向上も背景にあると言えよう。

2013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4.8%、住宅が5.3%、商業施設が5.3%、物流施設等が5.5%であった。2011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4.9%、住宅が5.8%、商業施設が6.1%、物流施設等が6.3%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はあるものの、住宅、物流施設を中心に2011年との比較では着実にキャップレートは低下している。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思われるため、ポジティブな評価をすることができる。

一方、2013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5.0%、住宅が5.5%、商業施設が5.8%、物流施設等が5.6%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5.0%であったことから、これらの取得実績はポートフォリオの収益性向上に貢献していると言えよう。また、同年のJ-REIT市場全体の平均インプライド・キャップレート(4.3%)も上回る水準で取得できていた。

足元の取得キャップレートは既存ポートフォリオのNOI利回りを上回っているため、これら物件取得はポートフォリオの収益性向上

(図5) 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

には寄与していると言える。ただし、今後のキャップレートは不動産価格の先行き上昇期待から低下傾向は続くと考えられる。今後は一口当たり収益性の改善により着目するためにインプライド・キャップレートとの比較にも注目していく必要がある。

5. 2014年のJ-REIT市場展望

2014年の東証REIT指数について、弊社では1,570ポイントを通過点として1,800ポイントを目指す展開を想定する。

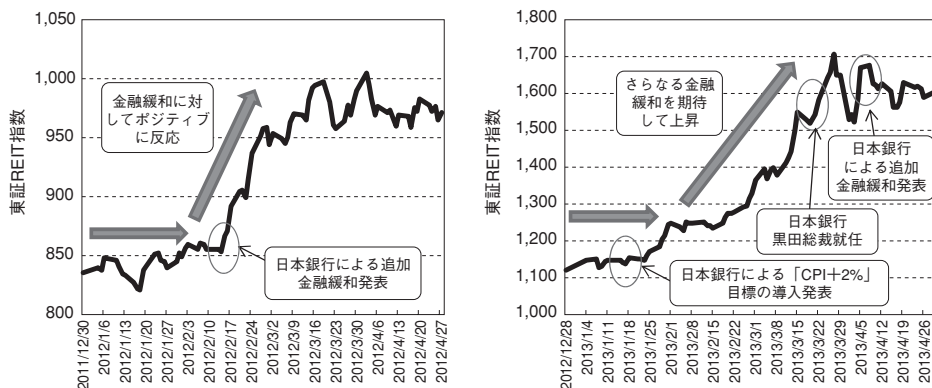
2013年は東京都心のオフィス空室率が着実に改善したことに加え、各REITは良好な資金調達環境を追い風に積極的に物件取得を実施し、分配金の底上げを実現。このような状況は2004年～2005年と類似しており、同期間のJ-REIT市場全体の分配金利回りスプレッドは2.5%程度で安定的に推移していた。このため、足元の外部環境やJ-REIT市場のフ

ァンダメンタルズ状況を勘案し長期金利の前提を1.0%とおいた場合、東証REIT指数はまずは1,570ポイントを目指す状況となろう (東証REIT指数が同水準に達した場合のJ-REIT市場全体の分配金利回りは3.5%となる)。

その上で、2014年は企業業績の改善や物価上昇基調等を通じてオフィスをはじめとして賃料上昇を織り込む展開を想定する。オフィスの市況賃料とJ-REITが保有する賃料水準には-5%前後のギャップが存在すると想定されるが、市況賃料の上昇を通じて同ギャップはプラスに転換し、賃料増額改定が実現できる環境になっていくものと期待する。このような状況下、今後5年程度の期間を経てJ-REITの保有するオフィスの賃料収入は10%程度の上昇を実現していくことを想定した場合、弊社では東証REIT指数は1,800ポイントへ上昇することを予想する。

東証REIT指数の上昇タイミングに関しては、日本銀行による追加金融緩和の有無によ

(図6) 2011年末～2012年4月末、及び2012年末～2013年4月末までの東証REIT指数の推移



(出所) 東証、SMBC日興証券

り異なると想定。仮に追加金融緩和が2014年春頃までに実現される場合、東証REIT指数は1～3月に力強い動きとなり、一気に東証REIT指数は1,800ポイントまで上昇する可能性がある。

2012年は2月14日に、2013年は4月4日にそれぞれ追加金融緩和が発表された。東証REIT指数は2011年末の834.36ポイントから2012年4月末に970.61ポイントへ16%上昇。また、2012年末の1,114.68ポイントから2013年4月末の1,599.42ポイントへ43%上昇した。追加緩和の程度にもよるものの、金融緩和策は長期金利の低位安定や不動産価格の上昇期待を反映し、J-REIT市場にはポジティブに反応しやすい。

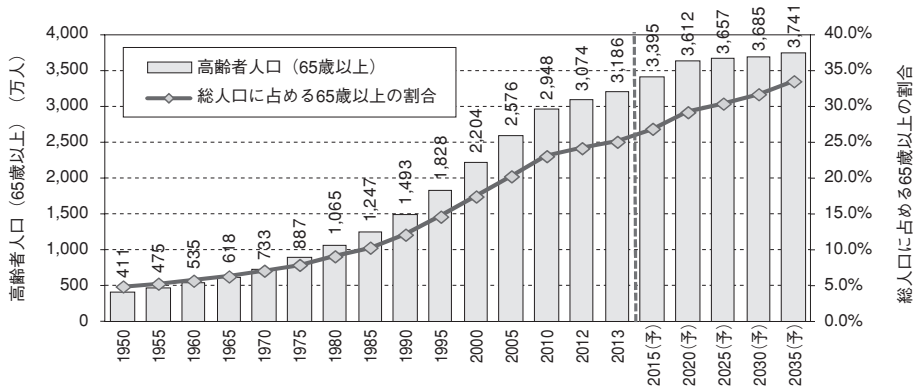
一方、追加の金融緩和策が同タイミングで実施されない場合は、2014年前半は1,570ポイントまでの水準で安定推移した後、2014年後半にかけてオフィス賃料の上昇に合わせるように指数水準を切り上げていく展開を想定

する。リスクファクターは賃料上昇を伴わない状況での長期金利上昇が挙げられよう。仮に長期金利に対する分配金利回りスプレッドが一定で推移した場合、長期金利の上昇は分配金利回りの上昇につながり、投資口価格にはネガティブに作用するためである。

6. 2014年はヘルスケアリート元年か

日本において今後高齢化がますます進展することが予想される。総務省統計局の人口推計データによると、2013年9月15日時点の65歳以上の高齢者の人口は3,186万人であり、2020年には3,612万人へ、高齢者の単身・夫婦世帯は2010年の1,038万世帯から2020年に1,319万世帯へ増加することが予想されている。高齢化の進展に伴い、サービス付き高齢者向け住宅や有料老人ホームといった高齢者向け住宅はより一層の供給が求められてい

(図7) 高齢者人口(65歳以上)及び総人口に占める高齢者人口の割合の推移



(注) 2015年以降の値は「日本の将来推計人口(2012年1月推計)」(国立社会保障・人口問題研究所)の推計値(出所)「人口推計」(総務省統計局)、「国勢調査」、「日本の将来推計人口(2012年1月推計)」(国立社会保障・人口問題研究所)、SMBC日興証券

る。政府の「住生活基本計画」(2011年3月)によると、高齢者人口に対する高齢者向け住宅の割合を2020年に3~5%とする目標が掲げられた。このような状況の中、2011年10月に「サービス付き高齢者向け住宅」制度が創設され、登録が開始された。

「サービス付き高齢者向け住宅」とは、バリアフリー(段差解消、手すり設置等)となっている他、少なくとも安否確認や生活相談サービスを提供する施設である。また、食事や介護(入浴、排泄の介助等)、生活支援(買い物代行、病院への送り迎え等)のサービスが提供されるかはそれぞれの住宅によって異なる。厚生労働省のデータによれば、サービス付き高齢者向け住宅の登録状況は2013年12月末時点で4,205物件、135千戸へと急速に増加している。また、「高齢者住まい法」によれば、同制度創設後10年(2021年)で60万戸を目指すこととされている。

「有料老人ホーム」とは、老人を入居させ、「食事の提供」、「介護(入浴、排泄、食事)」、「洗濯、掃除等の家事」、「健康管理」のいずれかのサービス(複数も可)を提供している施設である。厚生労働省のデータによると、有料老人ホームは2003年以降急速に増加しており、2012年時点では施設数が7,500棟を超え、定員数は30万人を超える。

このように、今後高齢者向け施設の大規模な供給が必要とされる中、ヘルスケアリートを立ち上げて、同施設の開発資金等の資金調達手段に活用することにより、同施設の供給を促進することが必要とされている。2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」においては健康長寿産業が戦略的分野として位置付けられ、医療・介護サービスの強化に加え、民間資金の活用により高齢者向け住環境の整備も主要施策として掲げられている。また、2013年12月に閣議決定された「好循環実現の

ための経済対策」では「ヘルスケアリートの上場推進等を通じたヘルスケア施設向けの資金供給の促進」が掲げられており、同リートを立ち上げようとする枠組みの整備が進められている。

これに先立ち、国土交通省主催（金融庁と厚生労働省もオブザーバーとして参加）の「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」が2012年10月から2013年3月に行われた。また、不動産証券化協会が事務局（金融庁、国土交通省、厚生労働省がオブザーバー）となる「ヘルスケア施設供給促進のためのREITの活用に関する実務者検討委員会」が2013年7月から2013年12月に行われた。これら検討委員会によると、社会的ニーズに伴う重要性の大きさ等から、ヘルスケアリートの主な投資対象は「サービス付き高齢者向け住宅」と「有料老人ホーム」が中心となると思われる。

ヘルスケアリート設立の意義として、ヘルスケア施設の運営事業者（以下、オペレーター）が同施設を売却することにより今後の開発資金や運転資金等を得ることができる。また、ヘルスケアリートに投資する投資家はオペレーターが支払う賃料を原資とした分配金を得ることができる。一方、投資家にとってはヘルスケア施設のオペレーターの賃料支払能力にかなり依存した投資となり、一般的な不動産投資に比較すると、オペレーターの信用リスクに着目した投資になると言えよう。

また、ヘルスケア施設の特性としては、介護保険制度等の制度改正による事業リスクや建物設備、構造の特殊性等により転用が難しい点は特有のリスク要因として挙げられる。一方、ヘルスケア施設はオフィスや一般の住宅と異なり、立地条件よりも提供するサービスが重要であることから、他の用途での不動産投資としては厳しい立地、地域でも整備が可能というメリットもある。

高齢化の進展により高齢者向け住宅への需要は強いことに加え、今後ヘルスケア施設の供給を促進していく必要性が高い。そのため、ヘルスケアリートの立ち上げは社会的意義として非常に大きいものと言えよう。他方、投資家サイドから見た課題としては賃料収入の安定性を裏付けるオペレーターの信用力が非常に重要であることから、その点に関する詳細かつ必要な情報開示が不可欠であると言えよう。2013年12月には大和リアル・エステート・アセット・マネジメント（大和証券グループ本社の100%子会社）が日本初のヘルスケア施設特化型REITの組成に向けて、「日本ヘルスケア投資法人」の設立、登録に向けた各種手続きを行うことを発表。2014年中に同REITの東証への上場を目指している。その他にも数社がヘルスケアリートの立ち上げに向けて準備活動を行っている模様であり、2014年は日本においてヘルスケアリート元年となることが期待されよう。

