

2013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. 2013年上期のJ-REIT市場

(1) 市場概況

昨年の政権交代前後から、金融緩和とデフレ脱却への期待を背景として、J-REITは低金利下での相対的な利回り魅力や資産価格上昇によるNAV上昇への期待などから選好され、投資資金が流入した。

2013年6月末の東証REIT指数（配当込み）は2012年末比+27.6%上昇。特に1Q（1～3月）のトータルリターンは+48.7%と2012

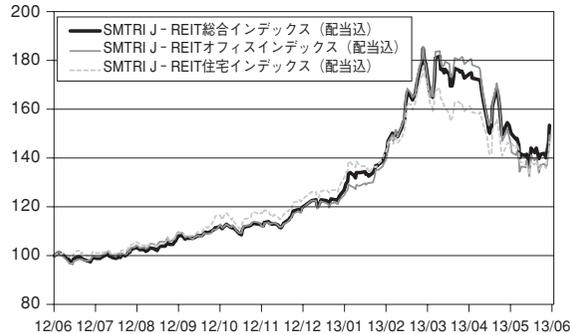
— <目次> —

1. 2013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：取得量は増大、取得スタンスは慎重さ維持
4. 今後の展望：分配利益の成長と金利上昇の影響

年年間を上回る水準であった。一方、2Q（4～6月）は利益確定売りや金利上昇に対する警戒感から同-14.2%と調整した。東証REIT指数（配当なし）は1Q（1～3月）で+47%と急上昇し、3月27日には約5年ぶりに1,700台を回復。また時価総額は新規上場（IPO）もあって3月27日に7.4兆円となり、2007年ピーク時の6.7兆円を超え過去最高となった。

投資主体別の売買状況をみると、投資信託の年初来の累積買い越し額は1,900億円超となり、銀行（日銀除く、同500億円超）とともに市場を牽引した。特に、J-REITのFOFsへの資金流入は年初から勢いを増し、純資産総額は投資口価格上昇もあって年初の1兆円弱から3月末には1.8兆円を超えた（J-REIT時価総額に占める比率は25%）。一方、3月まで小幅な売り越しが続いていた海外投資家は4月には約800億円の大規模買い越しに転じたが、5月以降は再び売り越しが続

(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

いている。

投資口価格上昇の結果、6月末の予想配当利回りは平均年3.82%と2012年末の4.72%から大幅に低下、10年国債利回りとのイールドスプレッドは3.93%から2.97%へ縮小した。また平均PBRは1.29倍と2012年末の1.03倍から大きく上昇している。

(2) 金融緩和期待の半面、金利敏感な動きに

4月4日、日銀は金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の導入を決定。量・質ともに次元の違う金融緩和を行うと発表した。J-REITの買入れ拡大に関しては、資産価格のプレミアムに働きかける観点から、J-REITの保有残高が、年間300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとし、保有残高は従来の2013年末1,300億円から1,400億円へ100億円増額するとともに、新たに2014年末の見通しを1,700億円とした。

なお銘柄別の買入れ限度については従来通りで、「AA格相当以上」、「銘柄別の買入れ限度は発行済投資口数の5%以内」といった条件の緩和はなされなかった。日銀の異次元緩和は、J-REITにとっては価格のダウンサイドリスクが抑制されるとともに、活発な公募増資と積極的な物件取得が継続し、市場規模の拡大にもつながると期待されるものであった。

一方、日銀による異次元緩和の導入決定後、4月中は比較的低位に抑えられていた10年国債利回りが5月に入り上昇、一時1%に到達し、その後も不安定な動きとなる中、J-REITは利益確定売りにも押され下落に転じた。また、日銀によるJ-REIT買入れは継続的に実施されてきたものの、4月末時点の買入れ累計額は1,338億円に到達、2013年末の買入れ枠（保有残高の目安）である1,400億円に近づきつつあった（昨年末1,111億円、6月末1,387億円）。買入れ枠の増額期待も出

たが、現在の市場規模ではその余地は大きくなく、日銀買入れに対する期待の後退も市況に影響したとみられる。6月には長期金利がひとまず0.8%台で落ち着いたことに加えて、4月以降の価格調整でJ-REITの平均配当利回りは一時4.2%へ上昇、10年国債利回りとのイールドスプレッドが300bp超へ拡大した。利回り魅力などが再び見直され、月末に向けて持ち直す展開となった。

(3) J-REITの資金調達多様化等を盛り込んだ金商法等改正法が成立

6月12日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立。J-REITに関しては、金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキンググループ」最終報告に沿って、金商法および投信法が改正された。

J-REITの運営安定性を高めることが期待される資金調達・資本政策手段の多様化（自己投資口の取得、ライセンス・オフリングの導入など）、J-REITの信頼性を高めることに寄与するインサイダー取引規制の導入や、スポンサーなど利害関係者から投資物件を取得する場合に投資法人役員会の事前同意を義務づけることなどが盛り込まれた。また、J-REITを通じた海外不動産への投資ニーズがあることを受けて、J-REITが特別目的会社を通じて海外不動産を間接取得することを容認、海外不動産取得等のための過半議決権保有制限が見直されることとなった。

今後、資金調達・資本政策手段の多様化に

ついては公布日から1年6ヶ月以内、その他は1年以内に施行される予定である。

■ 2. 資金調達：良好な調達環境が継続

(1) エクイティ調達

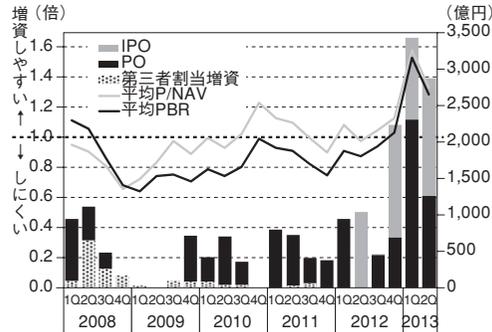
投資口価格の急上昇を受けて、年初から既存銘柄の公募増資が相次ぎ、IPOも続いた。6月末までに既存19銘柄の公募増資（PO）と4銘柄のIPOが発表された。調達総額は約6,800億円となる見込みで、増資が活発化した2012年の年間調達額（4,698億円）を大幅に上回るペースである（図2）。PO銘柄の増資発表時のPBRは平均1.3倍で、一部銘柄を除きすべて純資産額を上回る価格で増資が行われている。増資後の予想分配金とBPSの維持向上に寄与した内容と評価され、増資発表後の投資口価格も総じて堅調に推移した。

(2) デット調達

デット調達環境も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4.87兆円と、前年末から約4,780億円増加した（うち、借入金は4,580億円増、投資法人債は200億円増）。活発なIPO、POを背景として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。

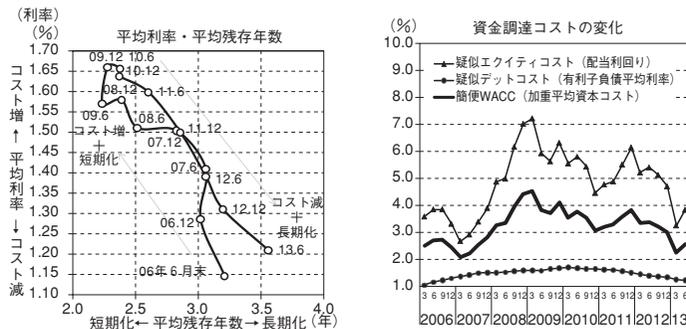
既存借入の借換えでは、特に長期借入スプレッドの低下により、5年を超える長期固定金利借入が増加している。物件取得目的の借

(図2) 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 = 投資口価格 ÷ 1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 = 時価総額 ÷ NAV (NetAssetValue)。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

(図3) J-REITの有利子負債調達条件および資金調達コストの変化

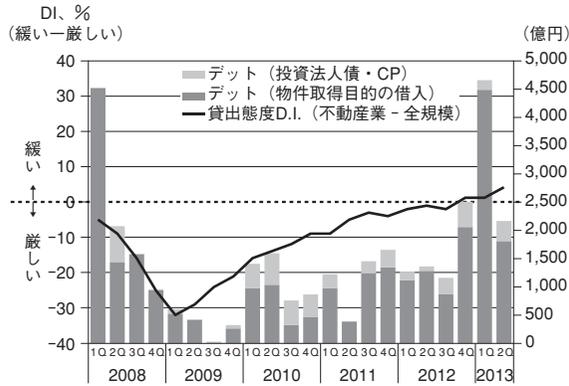


- (注1) 左図の平均利率・平均残存年数は有利子負債の金額加重平均。各年6月末・12月末までの公表内容を集計して算出したもので、各時点における実際の残高に基づく数値とは異なる
- (注2) 右図の簡便WACC (Weighted average cost of capital、加重平均資本コスト) = (1-LTV) × 疑似エクイティコスト + LTV × 疑似デットコストとして算出。エクイティコストには平均配当利回り、デットコストには有利子負債平均利率を代用 (左図の縦軸と同じ)
- LTV = 有利子負債 ÷ (有利子負債 + 出資総額 + 出資剰余金) として算出
- (出所) 投資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

入も、2013年1Q発表分で平均年限5.0年、平均利率は0.7%、2Q発表分では平均年限5.5年、平均利率1.1%と長期・低コストで調達されている。

J-REIT全体の有利子負債の平均残存年数は昨年末3.2年から6月末3.6年に長期化、固定化比率も75%から79%に上昇した。一方で平均利率は2006年並みの水準にまで低下、今

(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

年上期のJ-REITの資本コストは2006年末から2007年上期頃の水準に達している (図3)。

3. 物件取得：取得量は増大、取得スタンスは慎重さ維持

(1) 2013年上期：既に昨年年間を上回る1.2兆円の取得決定

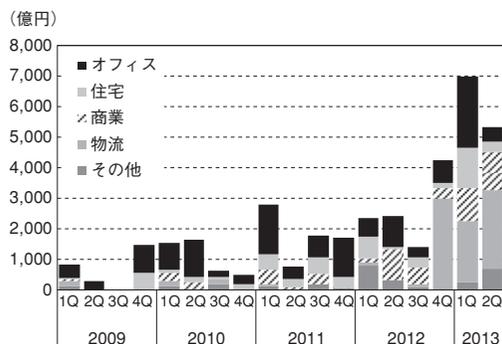
J-REIT市場の運用資産額 (取得価格合計) は、2013年6月末時点で10.4兆円に拡大、2012年末から約1兆円増加した (2010年末7.8兆円、2011年末8.3兆円、2012年末9.0兆円)。

良好な資金調達環境を背景とした資本コストの低下で、J-REITが2013年上期に発表した物件取得は1兆2,349億円に達し、取得が活発化した2012年の年間金額1兆509億円を超えた。うち既存銘柄による取得が7,480億円、IPO銘柄が4,869億円。2012年年間では既存銘柄5,268億円、IPO銘柄5,241億円であっ

た。

用途別には、大型物流系リートのIPOやPOが相次いだこともあって、物流施設の取得額が約4,500億円と2012年年間に比べても約1,400億円増加、取得額全体の4割弱を占めた。またJ-REIT運用資産額における物流施設の割合は2012年末の3.6%から9.5%へ高まる見込みで、運用対象としての物流施設の存在感が急速に高まっている。一方、オフィスの取得額は約2,500億円と2012年年間をやや下回る水準であるが、100億円以上の大型取引では、昨年からの件数、金額ともに増加 (9件、1,800億円)、500億円超の大型取引もみられた (図5)。投資口価格上昇でオフィス系リートの資金調達力が大きく回復し、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。

(図5) 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

(2) 投資主価値の回復を重視した物件取得が続く

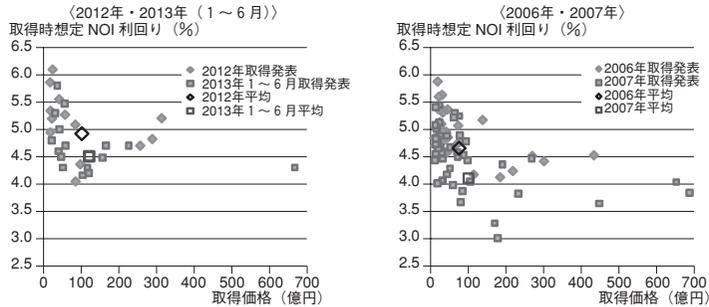
エクイティ調達額の増加に伴い、取得物件の規模はオフィスビルだけでなく、商業施設や物流施設でも昨年に比べて大型化、100億円超の物件が取得総額の6～7割を占めている(2012年は4～5割)。このような状況下、投資口価格の急上昇と資本コストの急速な低下を受けて、J-REITの物件取得に対して価格、利回り面での過熱感も指摘され始めた。

ただ現在のところ、J-REITが取得する物件の利回りは資本コストの低下ほどには下がっていない。例えば、既存銘柄が取得した都心6区のオフィスビルでみると、物件規模の大型化に伴って、取得時点の想定NOI利回りの平均は、2012年年間の4.9%から2013年上期は4.5%に低下したが、個々の物件では昨年と同じく4%台前半が下限となっている。同じように資本コスト低下とともに物件取得

が活発化した2006～2007年では、2006年が平均4.6%、2007年が平均4.1%であり、特に2007年は鑑定評価額を上回る価格での取得やNOI利回りが3%台の取得物件も増加していた(図6)。

2006年から2007年は多くのJ-REITが資産規模拡大を進めた時期であった。この間、資本コストの低下を利用して低収益物件も多く取得されたが、現状ではそれらの物件がポートフォリオの収益性を押し下げ、資産価値も低下させる結果となっている。これに対して2013年は、多くの銘柄が既存ポートフォリオの利回り水準と同等かそれを上回る物件を取得し、分配金や純資産価値を回復、向上させる運用を行っている。

(図6) 取得物件のNOI利回りと規模の変化(東京都心6区オフィス)



(注) 対象は既存銘柄が取得した10億円以上の物件。取得時想定NOI利回りは三井住友トラスト基礎研究所予想。各年の平均は加重平均

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所

4. 今後の展望：分配利益の成長と金利上昇の影響

2013年下期から来年にかけては、日銀の異次元金融緩和のもとで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を一層本格化させていくものと考えられる。また今後、オフィス賃貸市況の回復基調が鮮明になるにつれ、資産価値の先高感も手伝ってオフィスへの投資増加が予想される。この局面では保有オフィスの賃貸収入上昇による内部成長も分配利益の底上げに貢献することが期待される。一方、物流施設や住宅などキャッシュフローが安定している資産タイプの物件取得は引き続き活発な状況が続くと見込まれる。

中期的には、2016年以降、東京オフィス市場における新規供給増加による賃貸市場の需給の緩みにより、賃料上昇がピークアウトする可能性があるほか、長期金利が本格上昇す

る可能性も議論の対象となつてこよう。この場合、J-REITの内部成長と外部成長の両面で利益成長期待が後退し、配当利回り魅力も薄れてくるかもしれない。

このような見通しの前提に立てば、2013年下期以降のJ-REITの新規取得物件の利回りと資金調達コストの関係がどうなるか、さらに不動産市況回復局面での内部成長がどの程度となるか、注目されるところである。将来の金利上昇局面において、J-REITがどの程度の分配金成長を実現できるかが、J-REIT市場の持続的な成長のうえで重要となると思われる。

