

# 2012年のJ-REIT市場回顧と2013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

## 1. 2012年のJ-REIT市場概要

2012年12月末の東証REIT指数は1,114.68ポイントとなり、2011年12月末（834.36ポイント）との比較で33.6%上昇、配当込みのトータルリターンでは41.0%上昇し、力強いパフォーマンスであった。同期間のTOPIXは18.0%上昇、配当込みのトータルリターンで20.9%の上昇となり、東証REIT指数はTOPIXをそれぞれ15.6ppt、20.2pptアウトパフォームした。また、2012年の東証REIT指数のパフォーマンスは米国やオーストラリア

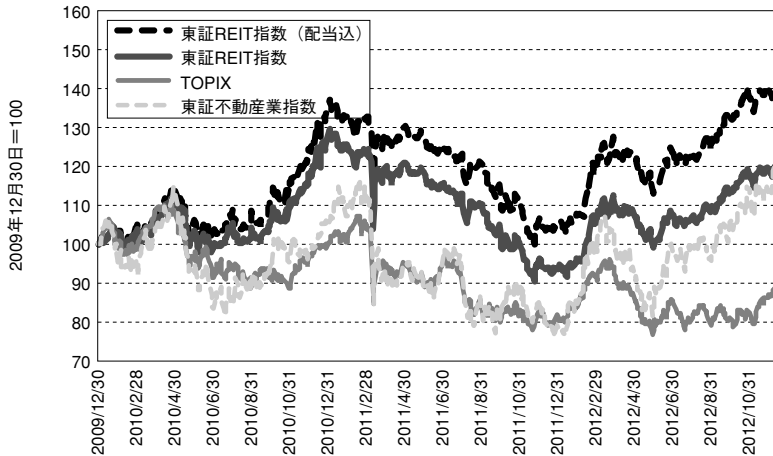
### 〈目次〉

1. 2012年のJ-REIT市場概要
2. 2012年のJ-REIT市場における需給動向
3. J-REITによる物件取得
4. J-REITによるエクイティファイナンス状況
5. 2013年のJ-REIT市場を取り巻くテーマ

のREIT市場に比較しても高く、シンガポールとほぼ同水準の高いパフォーマンスであった（現地通貨ベース）。

2012年のJ-REIT市場はファンダメンタルズ面、政策サポート面、需給面のいずれの面でも良好な状況であったため、好調なパフォーマンスを達成したと言えよう。ファンダメンタルズ面では良好な資金調達環境のもとで物件取得を積極的に積み上げてポートフォリオの収益性向上に努めたこと、2012年後半より東京都心のオフィス空室率が改善に転じ内部成長のネガティブ要因が徐々に払拭されつつあったことが挙げられる。政策サポート面では2013年度の投信法改正に向けて自己投資口取得の解禁等が具体化されたことによりNAVに対する投資口価格のディスカウント状態が改善されることが期待されたこと、日本銀行の買入れサポートによる投資口価格の下落リスクの低減が挙げられる。需給面ではこれらの状況を好感してJ-REIT特化型投信

(図1) 東証REIT指数、TOPIX、東証不動産業指数のパフォーマンス推移 (2009年12月30日=100)



(出所) 東京証券取引所よりSMBC日興証券作成

への資金流入が旺盛であったこと、地方銀行による継続的な買い越し、2012年後半からの外国人買いが挙げられる。

2012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は4.9%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドは4.1%である。2011年12月末時点の同分配金利回りは6.4%、分配金利回りスプレッドは5.4%であったが、投資口価格が上昇したことにより分配金利回りスプレッドは縮小した。ただし、2008年後半以前の時期と比較すると、現在の分配金利回りスプレッドは依然高水準にある。筆者はJ-REITの長期金利に対する分配金利回りスプレッドはクレジット市場の影響を受けやすいと考えている。2012年9月末時点におけるiTraxx JapanのCDSスプレッドは220bps程度と2012年6月末の180bps程度の水準から拡大。一方、世界的

なクレジット市場の落ち着きや自民党新政権誕生による国内デフレ脱却、さらなる金融緩和期待から、CDSスプレッドは2012年10月中旬頃から縮小し始め、2012年12月末時点では160bps程度となっている。

資産価値の観点では、2011年12月末時点のJ-REIT市場全体におけるNAV倍率(鑑定評価額ベース)は0.81倍、インプライド・キャップレートは5.7%(実績NOIベース)であった一方、2012年12月末時点のNAV倍率は1.08倍、インプライド・キャップレートは4.9%であった。2012年は2013年度の投信法改正での自己投資口取得の解禁や日本銀行による買入れサポート、国内デフレ脱却に伴う資産価格の回復期待を背景に、J-REIT市場ではNAVディスカウント状態からの脱却を果たした。J-REIT市場全体のNAV倍率が1倍を超過してきたことから、今後は純資産

(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



価値を希薄化させずに増資を実施することが可能となった。増資を伴う物件取得を実施することにより、一口当たり収益性を高めていくことに期待したい。

## 2. 2012年のJ-REIT市場における需給動向

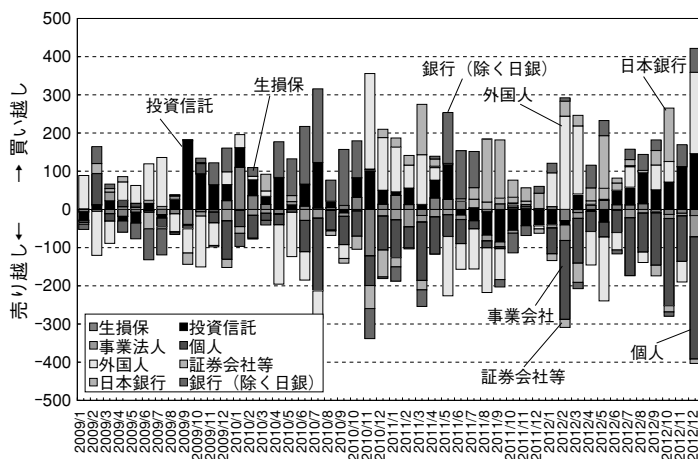
東京証券取引所が公表している2012年1～12月の累計投資部門別売買状況によると、投資信託が494億円の買い越し、銀行が313億円の買い越し（除く日本銀行。日本銀行を含むと759億円の買い越し）、外国人が514億円の買い越しとなった一方、個人が1,604億円の売り越しであった。

2012年1～12月の投資信託は494億円の買い越し。特に6月以降は継続的に買い越しており、6～12月の買い越し額は544億円に上

った。投信法改正等による政策期待、日本銀行による買入れサポートにより下値リスクが限定的と期待される状況下、J-REIT市場全体の分配金利回りが5%超で推移していたことが、個人投資家のインカムリターンのニーズに合致しJ-REIT特化型投信への資金流入を旺盛にした結果であると思われる。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9,475億円と2011年12月末の5,532億円に比較して3,943億円（+71%）増加した。

2012年1～12月の銀行（除く日本銀行）は313億円の買い越し。2012年初より買い越し姿勢を継続した。低金利下でインカムゲイン獲得のためのJ-REITに対する需要が強かったものと思われる。一方、2012年の東証REIT指数は前述したとおり大幅に上昇したため、2013年3月末の決算期末に向けて一部利益確定の売

(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

りが出てくる可能性がある点には留意したい。

2012年1～12月の外国人は514億円の買い越し。1～3月は日本銀行による追加金融緩和姿勢を好感し、積極的な買い姿勢となり511億円買い越した。一方、4～6月は欧州債務問題の浮上や国内景況感の回復遅れ等を背景に301億円を売り越し。9月以降は東京都心部のオフィス空室率が改善に転じたこと、投信法改正案が具体化し始めたことを好感し買い越しに転じ、9～10月で119億円を買い越した。11月は一時的に売り越しに転じたものの、12月は衆議院選挙で自民党が大勝し、同新政権の誕生により積極的なデフレ脱却姿勢を期待、単月で213億円を買い越した。

投信、銀行、外国人が買い越し姿勢である中、2012年も個人は大幅売り越しとなった(1～12月で1,604億円の売り越し)。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ている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引き続き大きな役割を果たすと考える。また、短期売買目的の個人投資家には極力販売せず、長期保有目的を持つ個人投資家の発掘に努めるべきであろう。そうでなければ需要の強い海外を含めた機関投資家への販売比率を引き上げることを検討すべきと考える。

2013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人

投資家による資金流入も期待できよう。一方、J-REIT市場全体のNAV倍率が1倍を超過したことから、新規上場や公募増資が引き続き相次ぐ可能性もあり、これは一時的には需給の悪化要因となるだろう。ただし、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できる。そのため、短期的に需給面で軟調に推移した場合は押し目買いのタイミングと捉えたい。また、日本銀行による買入れサポートも相場下落時には期待できるため、J-REIT市場全体の平均NAV倍率1倍に相当する東証REIT指数1,030ポイントを大幅に下回る局面もあまり想定されない。そのため、2013年前半はJ-REITの資金調達に伴う一時的な需給環境の悪化は予想されるものの、2013年後半についてはファンダメンタルズの改善を確認する形で需給環境も良好になってくるものと予想する。

### ■ 3. J-REITによる物件取得

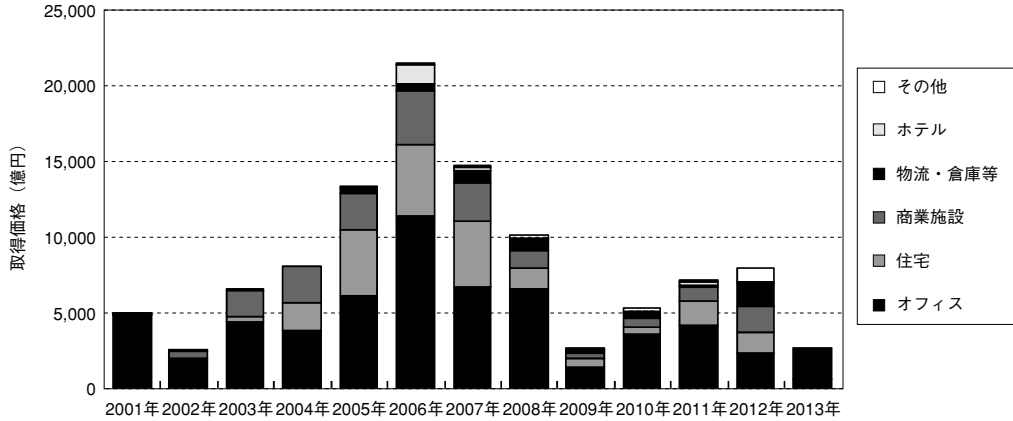
2012年のJ-REITによる物件取得実績は198物件で7,848億円（優先出資証券等は除く、追加取得は含む）となった。また、2012年中に発表し2013年に取得もしくは取得予定の物件は35物件で2,618億円ある。同取得予定分を含めると、2012年の発表ベースでは1兆円を超過する実績となった。2011年の取得実績が7,109億円であったため、2012年の物件取得は好調であったと考える。2012年は既存REIT

の積極的な物件取得に加え、アクティビア・プロパティーズ（3279）等4件の新規上場があったこともJ-REITによる物件取得額を上積みさせた要因として挙げられよう。2012年の用途別取得実績は、オフィスが38物件（2,237億円）、住宅が97物件（1,407億円）、商業施設が22物件（1,726億円）、物流・倉庫等が28物件（1,434億円）、ホテルが2物件（108億円）、その他（底地等）が11物件（936億円）であった。

都市未来総合研究所のデータによれば、2011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45%であった。2012年度については同数値と同水準もしくは上回ることが予想され、不動産の買い手としてのJ-REITの存在感はより大きなものになっていると考えられる。

2012年の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5.1%、住宅が5.8%、商業施設が5.3%、物流施設等が6.0%であった。また、東京23区及び首都圏における2012年の平均取得キャップレートはオフィスが4.9%、住宅が5.5%、商業施設が4.8%、物流施設等が5.9%。2011年の東京23区及び首都圏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、住宅を中心に2010～2011年に比較するとキャップレートは着実に低下傾向にある。これは不動産価格の上昇を示

(図4) J-REITによる物件取得実績



(注) 優先出資証券等は除く  
(出所) 会社資料よりSMBC日興証券作成

峻しており、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。

足元の取得キャップレートは前述した既存ポートフォリオのNOI利回りを上回っているため、同物件取得はポートフォリオの収益性向上には寄与していると言える。ただし、よりキャップレートが低下した場合はポートフォリオの収益性向上には寄与しなくなる可能性がある。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。

#### ■ 4. J-REITによるエクイティファイナンス状況

2012年のJ-REIT市場におけるエクイティファイナンスは合計15件で4,698億円(払込ペー

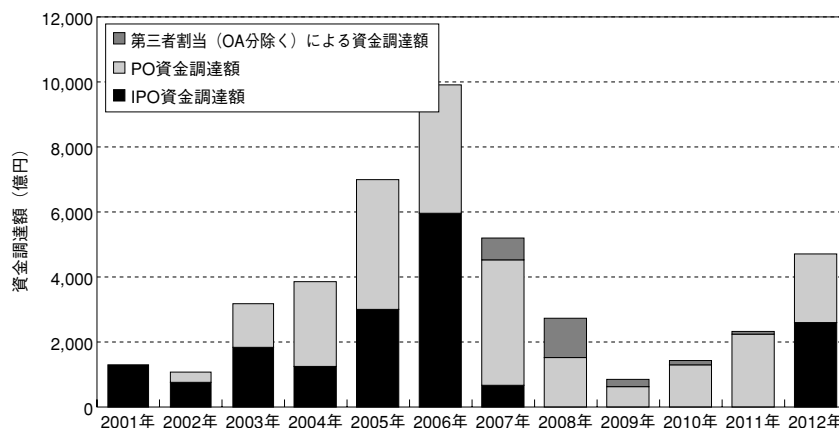
ス)。2011年実績の2,344億円比で2倍の資金調達額であった。2012年のエクイティファイナンスの内訳は、既存REITによる公募増資が11件で2,107億円、新規上場に伴う公募増資が4件で2,591億円、第三者割当増資はゼロであった。

2012年後半のJ-REIT市場では前述した通り平均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。そのため、LTVを上昇させなくても一口当たり分配金を維持、もしくは向上できる環境となったため、積極的な資金調達や新規上場が可能となった。

#### ■ 5. 2013年のJ-REIT市場を取り巻くテーマ

2013年のJ-REIT市場を取り巻くテーマと

(図5) 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

して、ファンダメンタルズ面では物件取得による収益性の底上げとオフィス賃料の回復に伴う内部成長の底打ちを挙げたい。政策面では日本銀行による下値サポートに加え、自民党新政権による成長戦略と本格的なデフレ脱却への取組みが挙げられよう。また、J-REIT自身のマネジメントに関しては利益超過分配や自己投資口取得等によるキャッシュマネジメントの工夫からもたらされるバリュエーション指標の変化、ガバナンス強化による投資主利益最大化に着目した姿勢変化等が挙げられる。また、先物市場の強化等を通じたJ-REIT市場の流動性向上に対する課題克服等も引き続き挙げたい。

2013年の政策に関しては前述した投信法の改正を着実に実行することがまずは重要であろう。また、日本銀行の買入れサポートに関して、日本銀行は「日本経済がデフレから脱

却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識、実質的なゼロ金利政策と資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて、強力な金融緩和を間断なく推進していく」と述べている一方、2012年10月に日本銀行が発表した「経済・物価情勢の展望 (2012年10月)」によると、2014年度の消費者物価指数見通し (消費税率の引き上げの影響を除く) は+0.8%であることから、現段階においては少なくとも2014年度までは強力な金融緩和姿勢を続けていくことが想定される。そのため、各J-REITが円滑な資金調達 (エクイティファイナンス) が可能となる分岐点であるNAV倍率1倍の水準、すなわち東証REIT指数に換算すると1,030ポイントを下値サポートラインとして積極的な買入れが期待できる。そのため、2013年の東証REIT指数は1,000ポイン

---

ト強の水準に下値サポートがあり、ダウンサイドリスクは限定的であると考える。

2012年12月に発足した自民党新政権に関しては「物価目標（+2%）」という公約を掲げている。これはJ-REIT市場にとっても追い風と言え、インフレ時代への突入はJ-REITの保有する資産価値の向上、すなわちNAVの上昇期待につながると言えよう。また、2008年（～2009年）の自民党政権では、その当時資金繰りに窮していたJ-REIT市場において、リファイナンスリスクを払拭するために迅速に「不動産市場安定化ファンド」の設立や「REIT同士の合併推進」を実現した経緯がある。今後の新政策には大いに期待したい。

2012年はJ-REIT市場が拡大・活性化していくための道筋が示された。また、投資口価格の上昇に伴い2012年末のJ-REIT市場全体の平均NAV倍率は1.08倍とディスカウント状態から脱し、J-REIT自身が円滑に資金調達をできる土台に乗ることができたと言えよう。今後はポートフォリオの収益性強化に向けて一段とマネジメント力を強化していくことが重要と考える。特に、「キャッシュマネジメントの工夫」と「ガバナンスの強化」に注目したい。まず、「キャッシュマネジメントの工夫」に関しては「利益超過分配」と「自己投資口取得」等が挙げられる。

「利益超過分配」とは文字通り会計上の利益を超過して分配金を出すことである。投信協会の「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」では減価償却費の60%の範囲

内で利益超過分配が認められているが、J-REIT市場発足来本格的に実施されることはなかった。会計上、利益超過分配は「出資の払い戻し」となるため投資主利益に対しては中立であるという見方がある。一方、それはあくまで会計上の話に過ぎず、キャッシュフローで生み出された果実を投資主に分配するという意味では投資主への有効な還元策と言える。シンガポールREIT等では決算期末の資産評価額は時価で洗い替えられるため、そもそも建物に対する減価償却費はなく、分配可能利益は生み出されたキャッシュフローに近い水準となっている。そのため一口当たり分配金は一口当たりFFOに近い水準である。

一方、各J-REITの直近決算期（2012年10月期）における減価償却費は営業収益の19%、営業利益の41%、経常利益の57%に相当する水準である。減価償却費はキャッシュの流出を伴わない費用であるため、同金額相当のキャッシュがJ-REITのバランスシートに留保されることとなる。J-REIT市場全体におけるペイアウト・レシオ（弊社想定標準化ベースの一口当たり分配金／一口当たりAFFO）は70%強であり、いかに減価償却費に伴ってキャッシュが留保されているかが見て取れよう。

2012年のJ-REIT（日本）、S-REIT（シンガポール）、A-REIT（オーストラリア）の分配金利回りの推移を見ると概ね同水準で推移している。仮に各J-REITがキャッシュマネジメントを柔軟に行うことにより分配金水準が向上すれば、グローバル比較で見たJ-REIT



---

の分配金利回りの魅力度が向上し、バリュエーションが切り上がる可能性がある。

ただし、本来減価償却費は資本的支出等既存物件の質の維持、向上に活用されるべきであることは言うまでもない。そのため、オフィスや住宅、ホテル等で日頃から修繕や資本的支出というメンテナンスが必要な用途に関してはこれらメンテナンスを優先すべきであり、利益超過分配は積極的に行うべきではない。一方、物流施設やショッピングセンター等は土地価格に比べて建物価格比率が高く、償却年数が短いという特性を有しているため、減価償却費が他の用途に比較して高めに計上される傾向がある。利益超過分配はこのような用途に投資をするJ-REITに向いていると言えよう。

次に、J-REIT市場が投資家により信頼されるためにはガバナンスをより強化していくことが重要である。とりわけ、前述した投信法改正でも取り上げられているように、スポンサーに対してではなく、投資主利益を最大化させていく姿勢を打ち出していくことが重要と考える。

従来よりスポンサー等の利害関係者よりREITが物件取得する際は、鑑定評価額以下で取得すること等を通じて利益相反取引に対しては十分に配慮されてきたと考える。一般競争入札で物件取得するよりもスポンサーからの取得の方がREITにとっては有益である場合が大半であったと思われる。また、スポンサー信用力を活用して低利でのデットファイナ

ンスもREITにとっては有益であったと考えている。一方、一部のREITではその開示姿勢が不十分であったことや資産運用会社に対する資産運用報酬体系が資産規模連動に重点を置かれて一口当たり収益性に必ずしも連動していなかったことが、結果として投資主重視の姿勢に疑念を持たれていたことも事実であろう。

それであれば、投信法改正でも触れられているように、利害関係者との物件売買時での鑑定評価額の前提を詳細に開示することにより、不透明感を払拭することがREITにとっても有益であると思われる。また、資産運用報酬体系を一口当たり純利益等の利益指標に連動するスキームを導入することにより、投資主重視の姿勢をアピールすればよいと考える。それによってREITへの評価が高まり投資口価格が上昇すれば、これまで以上に円滑な資金調達を実施することができ、物件取得、資産規模拡大を実現するポテンシャルを得ることができる。そうなれば、結果として物件供給をする役割であるスポンサーにとっても物件売却機会の増加が期待できよう。

ガバナンス体制を強化することにより、REITの一口当たり収益性が強化されることと資産規模の拡大ポテンシャルが高まることの両立が可能となり、投資家、資産運用会社、スポンサーいずれにとっても有益になることが期待できる。ガバナンス体制の強化はJ-REIT市場の拡大、活性化にとって必要不可欠なものとなる。

