

## 2019年のJ-REIT市場の現状及び展望と課題

SMB C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<sup>1</sup>  
とりい ひろし

### J-REIT市場のパフォーマンス状況

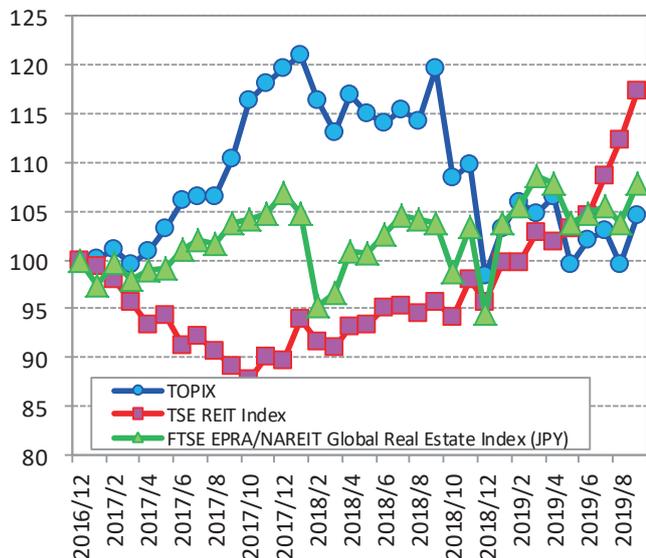
2019年9月末の東証REIT指数は2,177.18ポイントとなり、2018年12月末(1,774.06ポイント)との比較で22.7%上昇、配当込みのトータルリターンでは26.4%上昇した。同期間のTOPIXは6.3%上昇、配当込みのトータルリターンで8.8%上昇であり、東証REIT指数はTOPIXをそれぞれ16.5ppt、17.6ppt上回るパフォーマンスを上げている。2018年の東証REIT指数はTOPIXを24.5ppt上回るパフォーマンスであり、東証REIT指数は堅調なパフォーマンスを続けていると言えよう。また、東証REIT指数はグローバルでの代表的なREIT指数であるFTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index (円ベース)に対して2018年通年で18.2pptアウトパフォーマンス、2019年1~9月では同指数は8.7pptアウトパフォーマンスしている。

2019年9月末時点のJ-REIT市場全体の時価総

<sup>1</sup> 略歴：鳥井 裕史 SMB C日興証券株式会社 株式調査部 シニアアナリスト

大和総研、大和証券SMBCを経て2010年より現職。15年超にわたりJ-REIT市場の調査・分析に従事。Institutional Investor誌「All-Japan Research Team」REIT部門で2012~19年で8年連続1位。日経ヴェリタス誌「アナリストランキング」REIT部門で2016~2019年で4年連続1位。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。一般社団法人不動産証券化協会資格教育小委員会分科会委員。

(図1) 東証REIT指数、TOPIX、FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Indexのパフォーマンス (2016年12月末=100)



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

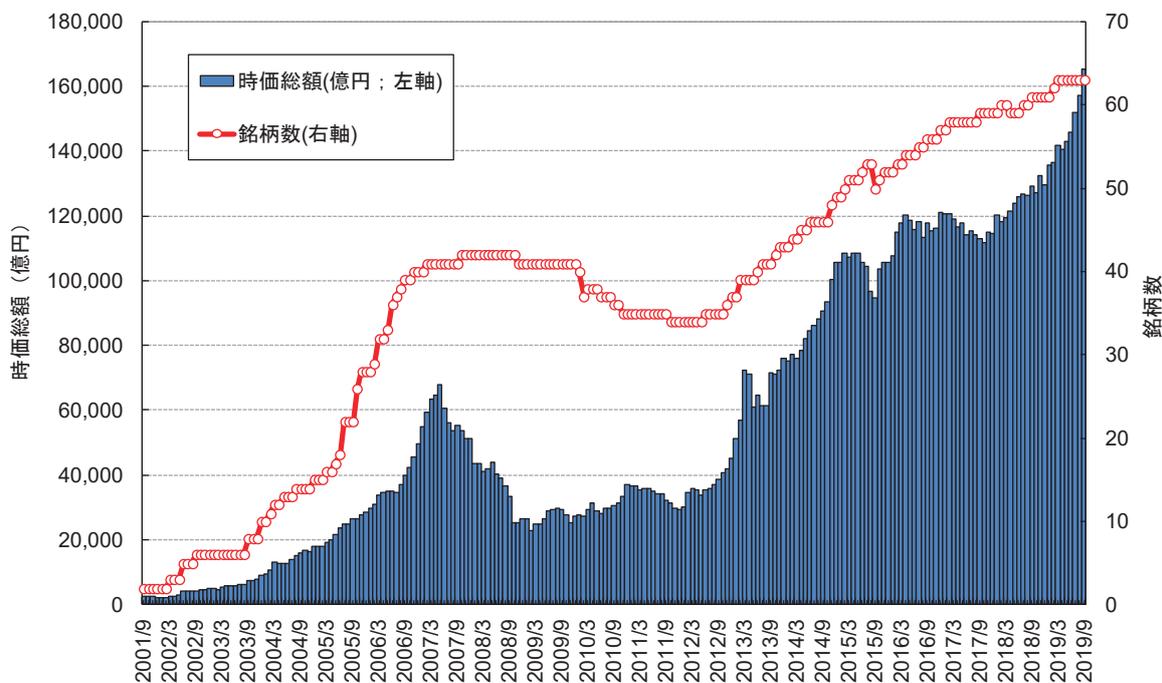
額は16兆5135億円となり、月末値ベースでは2001年9月の市場創設来最高額を更新した。投資口価格が底堅く推移したことに加え、公募増資等による積極的な資金調達も時価総額を増加させている要因として挙げられる。

J-REITが好調なパフォーマンスを続けている背景は(1)国内長期金利がマイナス圏で低位安定していることによりJ-REITのインカムゲインに着目された動きが継続したことに加え、(2)オフィスをはじめとして賃料増額を積み重ねていること、(3)超低金利下でデットコストを削減し続けていること、(4)増資を組み合わせながら積極的に物

件取得を実行すること、が挙げられよう。筆者の集計では(2)～(4)の要因により2019年上期におけるJ-REIT市場全体での一口当たり分配金は

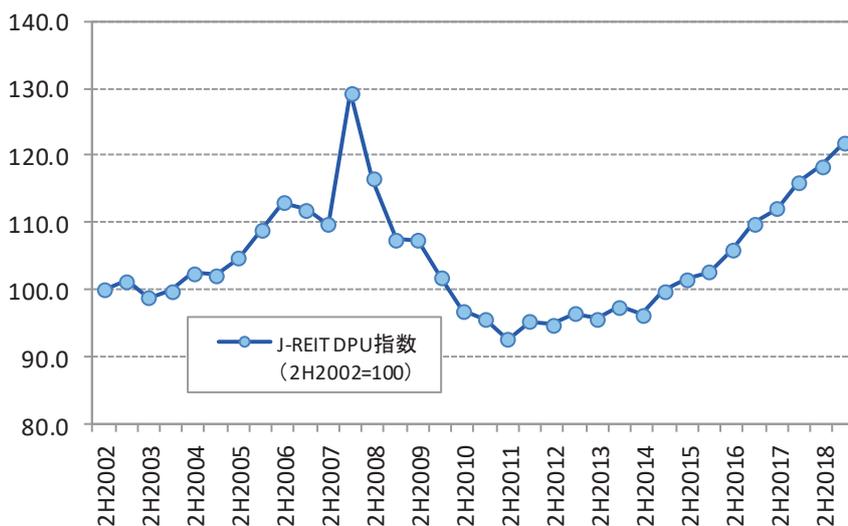
2014年上期からの5年間で25%増加、つまり年率5%のペースで増配を続けている。

(図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3) J-REIT市場全体の一口当たり分配金指数の推移 (2002年下期=100)



出所：SMBC日興証券

### J-REIT市場のバリュエーション推移について

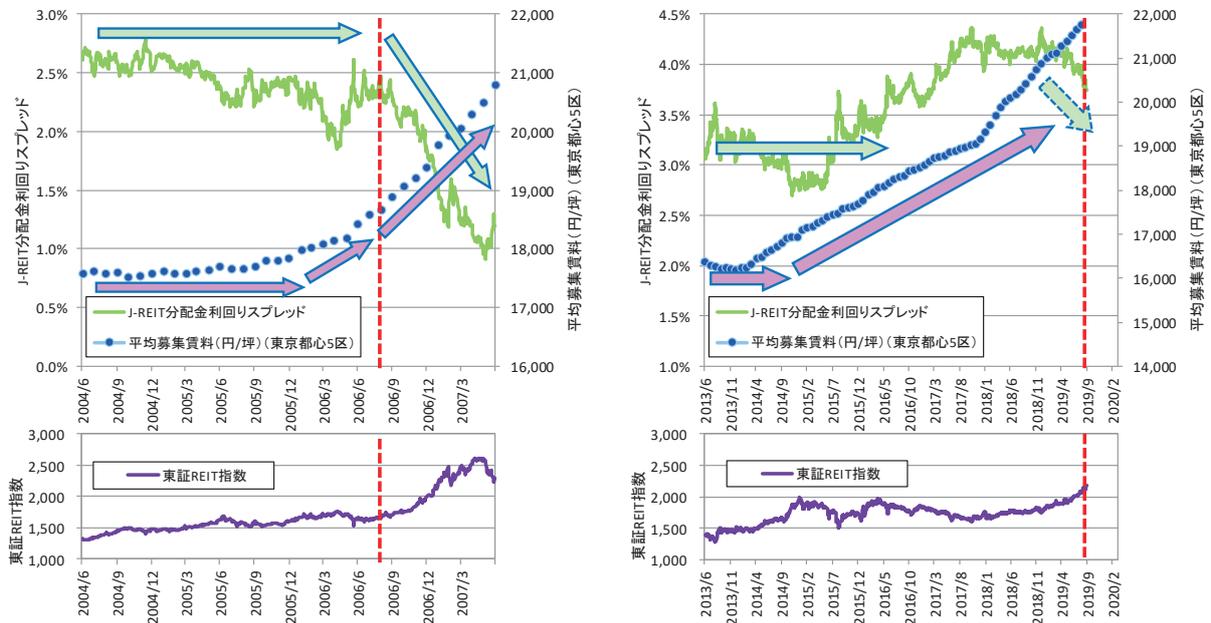
2019年9月末時点のJ-REIT市場全体における平均弊社予想分配金利回りが3.5%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドは3.7%であった。2018年12月末時点の同分配金利回りは4.3%、同スプレッドは4.3%であったことから分配金利回り、分配金利回りスプレッドともに低下した。

長期金利に対する分配金利回りスプレッドは低下傾向であるものの、2019年9月末時点の水準は2017年6月以前では2013年1月以来の高水準であることに変わりはなく、2013~15年の平均3.1%を上回る水準にある。同スプレッドが拡大する要因は将来の長期金利上昇や賃料下落、高値での物件取得と増資等による分配金減少リスクを懸念するためと考えられる。2013年1月時点ではオフィス賃料は下落傾向が続いていた。一方、足元では賃料上昇は継続しており、分配金は増加傾向

にある。日本銀行による金融政策の効果もあり長期金利はマイナス圏で推移しており、今後も当面の間は0.0%を大きく超えることはなく低位安定推移となることが予想される。

これらの観点で、筆者は現在の分配金利回りスプレッドから判断してJ-REITには決して割高感があるとは考えていない。日本銀行による金融政策が着実に継続されること、オフィス市況が低迷する状況にはないこと等がマーケットにしっかりと認識されれば、分配金利回りスプレッドは低下し、投資口価格のさらなる上昇が期待される。仮にJ-REIT市場全体での年間増配率が+5%で長期金利が0.0%を上回らないという状況が継続すれば、東証REIT指数が2007年5月末に最高値を記録した2,612ポイントに到達する可能性も十分にあり得ると考える。

(図4) J-REITの分配金利回りスプレッドと都心5区募集賃料



出所：三鬼商事、ブルームバーグ、SMB C日興証券

J-REITを資産価値の観点から評価する指標としてNAV倍率(Net Asset Value)がある。

NAV倍率とは、投資口価格をREITが保有する不動産を時価換算(一般的にはREITが公表する6ヵ月ごとの決算期末時点での鑑定評価額を時価とする)したベースでの一口当たり純資産で除した数値である。不動産時価ベースの純資産倍率と言えよう。2019年9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1.26倍であった。

2019年9月末までの過去7年間における平均NAV倍率は1.20倍である。2019年9月末時点では同平均値を超過する水準にまで上昇し、2006年11月や2013年3月時点とほぼ同水準にある。これらの時期はJ-REIT市場に過熱感が生じる前の段階であり、その後は賃料上昇やキャップレートのさらなる低下を期待する流れとなり、NAV倍率は1.5倍を超過するまで上昇した。一方、足元ではキャップレートは低下傾向が続いており、かつ上昇の兆しは見えずらいこと、賃料上昇等によりNOIも増加傾向にあることから足元では不動産価格は上昇傾向が続いていると考えられる。

各REITが決算毎に公表する鑑定評価額は上昇傾向にあり、一口当たりNAVも上昇が続いている。筆者の集計データによれば、鑑定評価額をベース

としたJ-REIT市場全体でのNAV倍率1倍の水準は東証REIT指数換算で2016年12月末時点で1,530ポイント、2017年12月末時点で1,620ポイント、2019年9月末時点で1,725ポイントと上昇を続けている。J-REIT市場全体での保有物件の含み益(鑑定評価ベース)は2019年7月末時点で3.5兆円へと拡大し、含み損益率は+20%と改善が続いており、J-REIT市場発足来最高の含み益率となっている。

また、各REITが決算期末毎に公表する継続鑑定評価額は足元の取引価格事例に1~2年程度遅行する傾向がある。足元の実績キャップレートが1~2年前に比較すると20~30bps低下していることを勘案すると、実際の不動産価格は鑑定評価額よりも6%程度上昇していると考えられる。J-REIT市場全体の平均LTVは45%程度であるため、不動産価格が6%上昇すれば実質的なNAVは11%上昇することとなる。

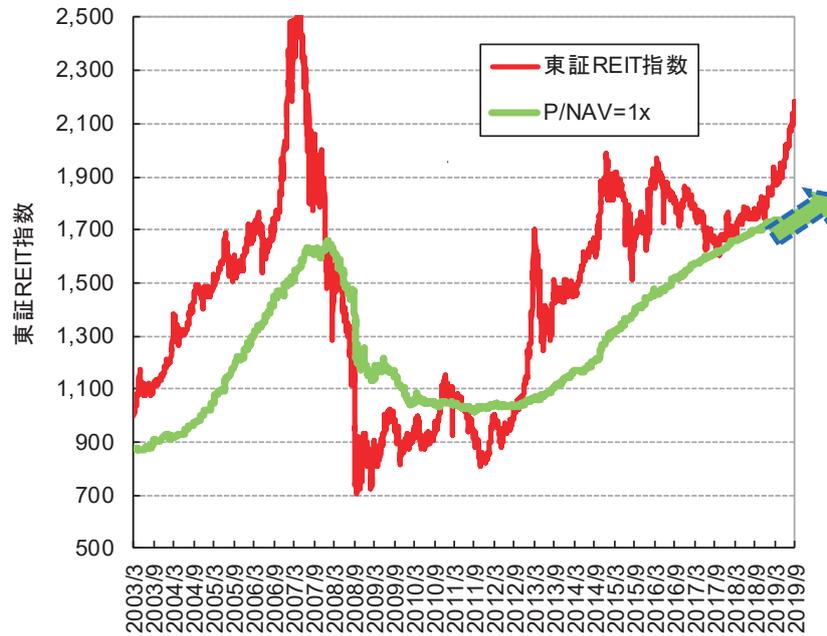
実際の取引価格をベースにすると、東証REIT指数で1,900ポイント程度(1,725ポイント×11%増)が実質的なNAV倍率1倍のラインと想定することもでき、2019年9月末時点での実質的なNAV倍率は1.15倍となり、過去7年間の平均値との比較では特段割高感はないと考える。

(図5) J-REIT市場全体のNAV倍率推移(鑑定評価額ベース)



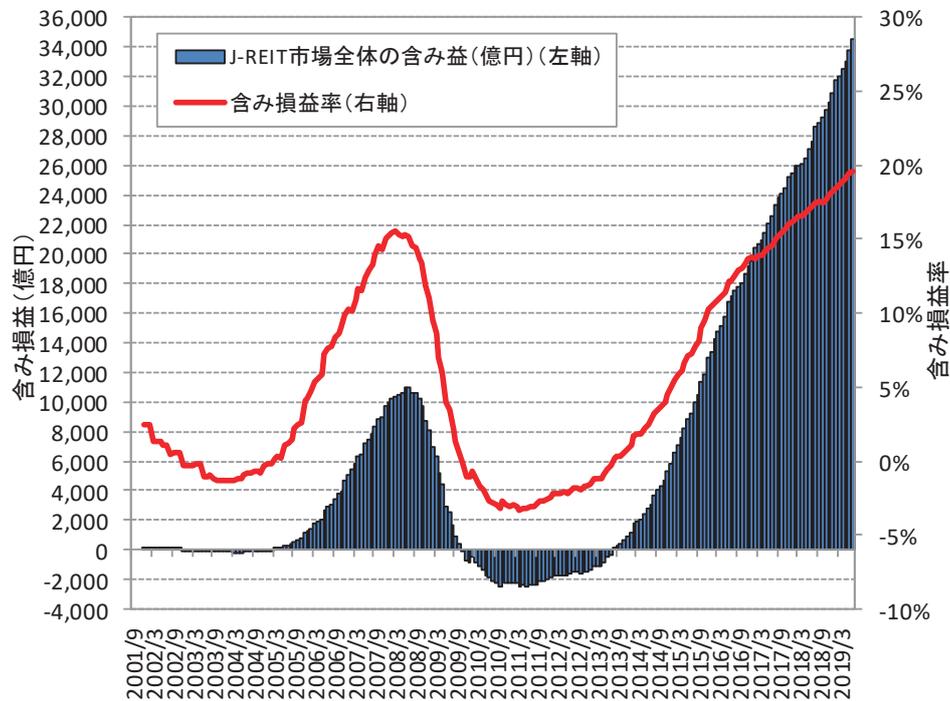
※鑑定評価額をベースとしたNAVを基準に計算  
出所：会社資料、SMBC日興証券

(図6) 東証REIT指数と鑑定評価額をベースとしたJ-REIT市場全体でのNAV倍率1倍の水準



※鑑定評価額をベースとしたNAVを基準に計算  
出所：会社資料、SMB C日興証券

(図7) J-REIT市場全体の保有物件の含み損益額及び含み損益率



※鑑定評価額をベースとしたNAVを基準に計算  
出所：会社資料、SMB C日興証券

### J-REITのファイナンス動向

2019年1～9月の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4,884億円（10月以降の確定予定分含む。新規上場時の売出し含む）。2018年通年実績の6,958億円に対する進捗率は70%であり、2018年1～9月実績6,224億円を22%下回る水準であった。ただし、2017年通年実績の5,351億円に対する進捗率は91%であり、同年実績は上回るペースにあると言えよう。J-REITの投資口価格の上昇に伴いインプライド・キャップレート（資本コスト）が低下したことから、J-REIT市場全体でのエクイティ調達環境は改善していると言えよう。

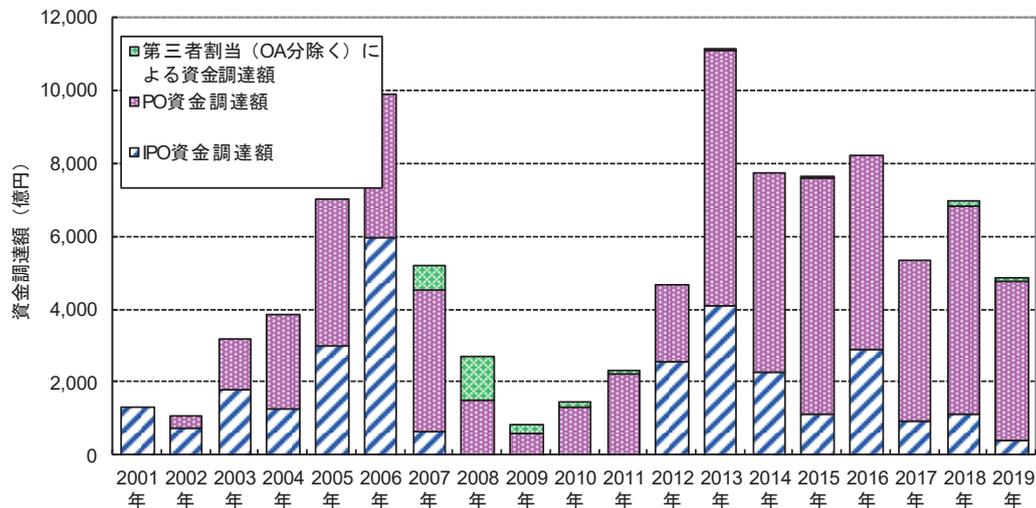
J-REIT市場におけるデット調達環境は引き続き良好である。2019年9月末時点のJ-REIT市場全体の有利子負債残高は8兆5562億円と2018年12月末（8兆1008億円）及び2017年12月末（7兆5187億円）に比較してそれぞれ4,554億円（+5%）、

1兆374億円（+13%）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、2019年9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0.66%であり、2018年12月末の0.70%、2017年12月末の0.76%に比較してそれぞれ4bps、10bps低下。超低金利環境下において借換え金利が従前の調達コストを下回る事例が大多数であり、同市場全体のデットコストは低下を続けている。平均残存年数は2019年9月末時点では4.3年となっている。

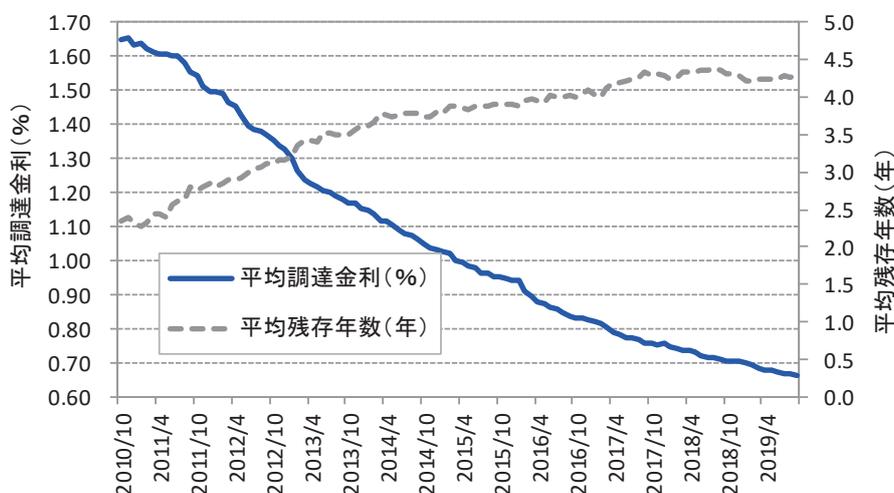
J-REIT市場全体における2019年7月末時点のLTVは簿価ベースで44%、鑑定時価ベースで37%である。簿価ベースのLTVは45%弱で概ね横ばいで推移しており、デットによる物件取得余力は確保していると考える。鑑定価格の継続的な上昇により時価ベースのLTVは低下が続いている。そのため財務健全性は確保されていると言えよう。

（図8）J-REITによるエクイティファイナンス実績（2019年9月30日時点、払込ベース、OA分含む）



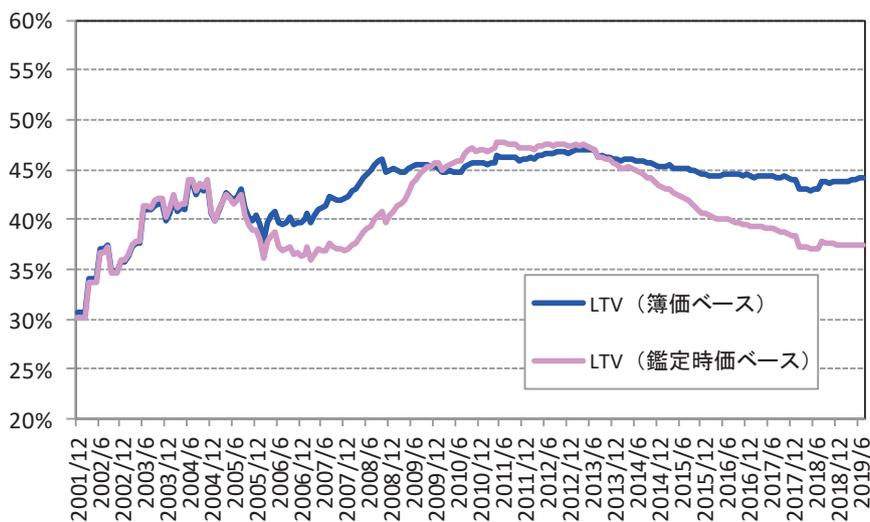
※PO（公募増資）資金調達にはOA（オーバーアロットメント）による第三者割当増資分を含む  
出所：会社資料、SMB C日興証券

(図9) 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、SMB C日興証券

(図10) J-REIT 市場全体のLTVの推移



出所：会社資料、SMB C日興証券

### J-REITの物件取得実績

2019年1～9月のJ-REITによる物件取得実績(9月末までに発表された10月以降に取得予定の物件を含める)は279物件で1兆2790億円(優先出資証券等は除く、追加取得は含む)となり、2018年通年実績の1兆7397億円に対する進捗率は74%。2017年通年実績の1兆3187億円に対する進捗率は97%であり、物件取得実績は着実に積み上がっていると言えよう。

前述した通り投資口価格が堅調に推移し、2019年9月末時点における同市場全体のNAV倍率は

1.2倍超、インプライド・キャップレートは3.8%に低下した。これにより、スポンサーパイプラインを豊富に有するREITが積極的に物件取得を実行に移したと言えよう。

今後も超低金利環境の継続により国内外の幅広い主体が旺盛な物件取得意欲を有し続けると考えられる。J-REITに関しては引き続きスポンサーサポートがより重要になるとともに、資本コストに見合う物件取得であるかを注目しておく必要がある。

物件取得の内訳を見ると、2019年1～9月の用

途別取得実績は、オフィスが49物件(3,114億円)、住宅が71物件(975億円)、商業施設が30物件(1,493億円)、物流・倉庫等が44物件(3,136億円)、ホテルが41物件(2,752億円)、その他(インフラ、シニア、底地等)が44物件(1,319億円)であった。

オフィスの取得シェアは全体の24%(2018年実績は38%)と2018年実績比較で大幅に低下。物流施設25%(同29%)は2018年に比較すると取得シェアは低下したものの、最大のシェアとなった。住宅は8%(同10%)に低下。一方、ホテルが22%(同10%)、その他(インフラ、シニア、底地等)が10%(同3%)、商業施設が12%(同9%)と取得シェアは上昇した。

好調なオフィス市況を反映し、賃料増額が見込まれるオフィスへの投資意欲は旺盛であるものの、物件価格も高く取得は容易でない。住宅に関しても同様だろう。物流施設に関しては国内外デベロッパーが積極的に物流施設開発を行い、これらデベロッパーがスポンサーとなるREITに物流施設を売却する動きは引き続き継続されている。ホテルに関しては2016年後半以降に大量供給の影響等を受けて同収益環境は鈍化したこともあり、2018年の同用途への投資は鈍化した。一方、売買市場での過熱感も薄れたことや長期的に見た同用途のポテンシャルの高さ等により、大型物件の売買も成立した。商業施設に関しては同用途を取り巻く環境は決して良い状況にはないことから取得競争も他用途に比較すると少なく、比較的旺盛であったと言える。

同期間における地域別の取得実績は東京23区が95物件(5,042億円)、首都圏が56物件(2,276億円)、名古屋市・大阪市・福岡市が32物件(1,228億円)、その他地域が96物件(4,244億円)であった。東京23区及び首都圏の比率は全体の57%と2018年実績である63%に比較して低下。東京23区の比率は39%と2018年通年実績の38%に比較して若干上昇した。同期間では東京23区でのオフィスビルやホテルの取得が高水準であったことが同比率上昇の要因として挙げられよう。また、

名古屋市・大阪市・福岡市の比率は全体の10%と2018年実績の16%を下回り、その他地域のシェアは33%(2018年:21%)に上昇した。このような点から、2019年1~9月のJ-REITの物件取得は「東京等の大都市部」中心で「質及び立地重視」の姿勢は保つ一方、地方圏で「利回り確保」も一定程度行われたと考える。また、物流施設とホテルの取得シェアが全体の46%を占めたことも地方圏の取得シェア拡大につながったものと考えられる。

2019年(9月末までに発表された物件)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3.9%、住宅が4.4%、商業施設が4.1%、物流施設が4.7%、ホテルが4.2%であった。2018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4.1%、住宅が4.5%、商業施設が4.2%、物流施設が4.6%、ホテルが4.3%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こと、質の違い等がある点は留意すべきであるが、2019年の取得キャップレートは2018年平均との比較ではオフィスで20bps、住宅及び商業施設で10bps低下し、物流施設及びホテルはほぼ横ばいであった。

また、同期間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3.9%、住宅が4.5%、商業施設が4.4%、物流施設が4.8%、ホテルが4.7%。同5用途の全地域における平均取得キャップレートは4.4%であり、2018年平均である4.5%から若干低下、2017年平均との比較では20~30bps低下している。直近決算期ベースのJ-REIT市場全体のNOI利回りは5.3%であり、最近の取得事例は既存ポートフォリオを下回る水準での取得である。キャップレートの低下は首都圏以外でも継続しており、不動産価格は引き続き上昇傾向が続いている。取得環境は厳しい一方、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よう。また、オフィスの取得については大半が東京23区に集中していた点

は付記しておきたい。

J-REIT 市場全体のインプライド・キャップレートと J-REIT による物件取得キャップレートを比較すると、2013～16 年まではインプライド・キャップレートが低下傾向である中、各 REIT はインプライド・キャップレートを大きく上回る水準で物件を取得できていた。つまり、投資家が要求するキャップレートよりも高いキャップレートで取得できており、増資を伴う場合でも一口当たり収益性を高めることができていたと言えよう。

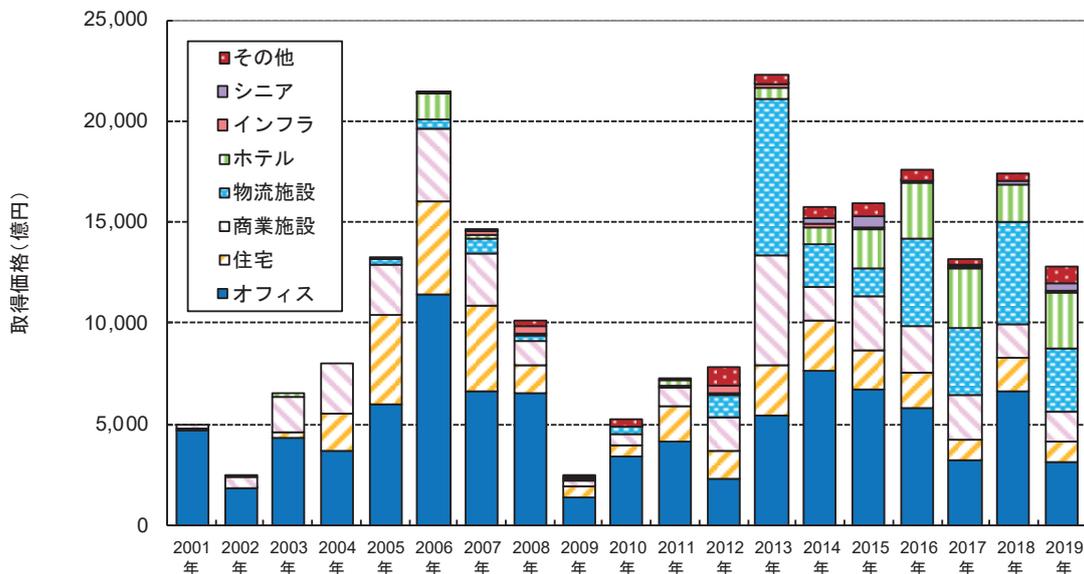
一方、2017 年から 2018 年にかけてはインプライド・キャップレートを下回る水準での取得事例が散見され、J-REIT 市場全体で見ても取得キャップレートとインプライド・キャップレートとの差は縮小傾向であった。インプライド・キャップレートはその時々の投資口価格から逆算されるハードルレート(資本コスト)と捉えることができる。取得物件の質や立地が既存ポートフォリオよりも良好であるならばインプライド・キャップレート

を下回る水準での取得が許容される場合もある。しかし、質や立地が優れていないにも関わらず物件取得により資産規模を拡大していくことは投資主価値を毀損することになる。

他方、2019 年に入ると東証 REIT 指数の上昇傾向が継続し、2019 年 9 月末時点での同市場平均インプライド・キャップレートは 3.8%にまで低下した。これにより、2019 年 2Q 以降についてはスポンサーサポート等を活用してインプライド・キャップレートを上回る水準で物件取得を実行できる事例が増加している。特に 2019 年に実施された物流施設型 REIT の取得事例は良好であったと考える。

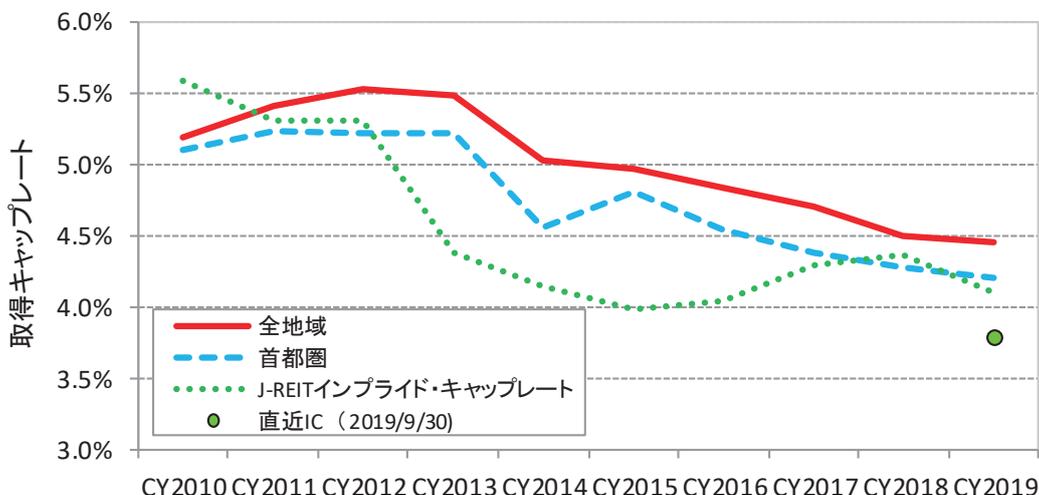
今後についても各 REIT は自らのインプライド・キャップレートを認識し、一口当たり収益性を向上できる物件取得が実現できれば、それは「外部成長」として評価されることとなろう。弊社ではその「外部成長」に期待したい。

(図 11) J-REIT による物件取得実績 (暦年ベース、2019 年 9 月末発表分まで)



出所：会社資料、SMB C日興証券

(図 12) J-REIT の平均取得キャップレート (全用途平均) 及びインプライド・キャップレートの推移 (暦年ベース)



※取得キャップレート：取得意思決定時の鑑定評価上のNCF/取得価格  
 ※J-REIT市場全体のインプライド・キャップレートは年平均ベース。2019年は1~9月平均値  
 出所：会社資料、SMB C日興証券

### J-REITにとってのESGの重要性

昨今、国内外のマーケットでは ESG という言葉が大きなテーマとなっている。ESG とは「環境 (Environment)」、「社会 (Social)」、「ガバナンス (Governance)」の頭文字を取ったものである。2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が「資産運用において ESG の視点を反映させる国連責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)」に署名したこと、2017年7月に ESG 指数をベンチマークとした運用開始を発表したこと等を背景に、同分野への注目が高まっている。

J-REIT市場及び国内不動産市場が質の向上を伴って成長していくためには ESG に対する取組みの重要性は高いものとする。各 J-REIT にとって ESG を重視することは既存投資家からの評価のみならず、持続可能性の観点からも重要であろう。

各 J-REIT が環境に配慮した運用を行うことは様々なメリットがあると考えられる。まず、保有する物件において館内照明器具の LED 化、温室効果ガス排出量削減、再生可能エネルギーの活用として屋根等に太陽光発電システムを導入すること、施設の外壁に断熱素材を採用すること等により、水道光熱費等のコスト削減が期待できる。また、こ

のような低コストが期待できる物件に入居したいという企業や ESG 投資を重視する金融機関等のテナントを誘致することにより、物件の稼働率向上や賃料の上昇も期待できよう。2015年7月に国土交通省が実施した「環境不動産普及促進検討委員会」でザイマックス不動産総合研究所が発表した資料によると、環境認証を取得している物件はこれ未取得していない物件よりも新規成約賃料が 4.4%高いというデータが示された。

現在は日銀による超金融緩和政策の下ではほぼ全ての REIT はデット調達に窮していない。ただし、通常の金融市場環境に戻った場合、「DBJ Green Building 認証」や「SMB C サステナブルビルディング認証」等各金融機関から認証を得た物件を組み込んでいた場合の方がこれらレンダーからの信頼は高いと言え、デット調達の面でもポジティブになると考えられる。このような点から J-REIT が「E: 環境」に配慮した運用をすることは持続可能性及び競争力の高いポートフォリオの構築に加え、資金調達の面でも有利に働くと考えられる。

不動産は人々にとって「住む (住宅)」、「働く (オフィス)」、「消費する (商業施設、ホテル)」ことに関してなくてはならない重要な資産である。ま

た、それらを支えるインフラ（物流施設等）も必要不可欠である。人々が快適に過ごすために、不動産はまさに社会にとってなくてはならないものである。

「住み心地」、「働きやすさ」、「消費・レジャーの充実」、それらを支える「物流インフラの構築」という場所を提供することは不動産オーナーであるJ-REITが重要な役割を担うと言えよう。この役割を担い、「テナント満足度の向上」を通じて高水準な稼働率及び対価としての適性賃料を確保することがJ-REITの収益源泉となる。

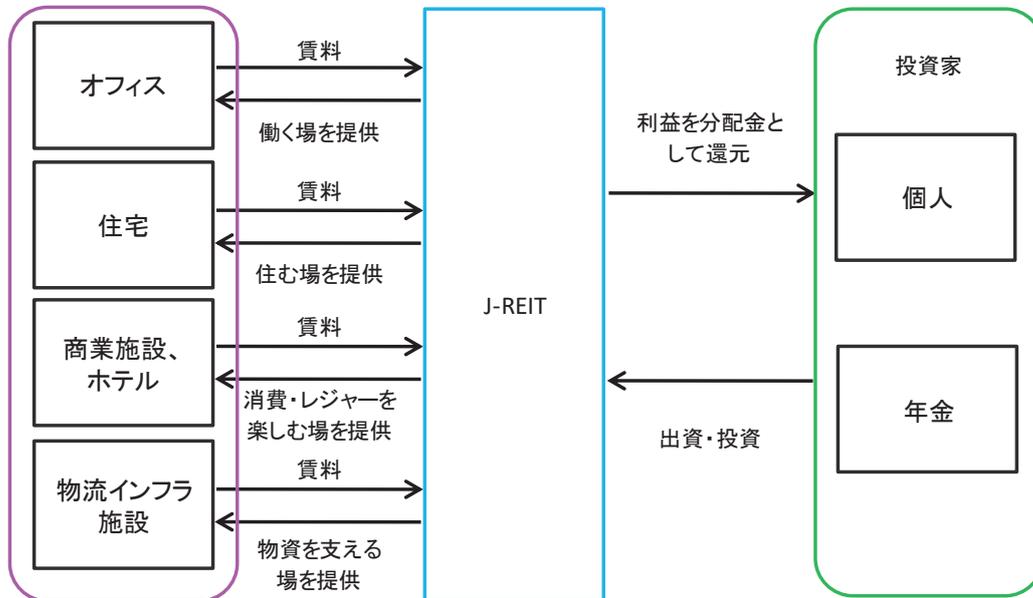
また、J-REITは賃料収入を源泉とした利益を原則としてほぼ全額投資家に分配することにより、法人税を実質的に免除された金融商品である。国債等他の国内金融商品に比較して高いインカムゲインを実現している。分配金という形で投資家に分配することも社会に貢献する仕組みと言える。

J-REITにとっての「ガバナンス」とは「投資主利益の最大化を目的として運用を行う」という点

に尽きるだろう。逆に、ガバナンスが欠如する場合に多く見られる点はスポンサーとの利益相反問題である。REITが物件を取得及び保有できるのは投資主が出資するからに他ならない。スポンサーからの物件パイプラインを活用した資産規模拡大は投資主利益を拡大させるためにあるべきだろう。決してスポンサー保有物件の出口としてREITを活用し、投資主利益を毀損させるものであってはならないことは言うまでもない。

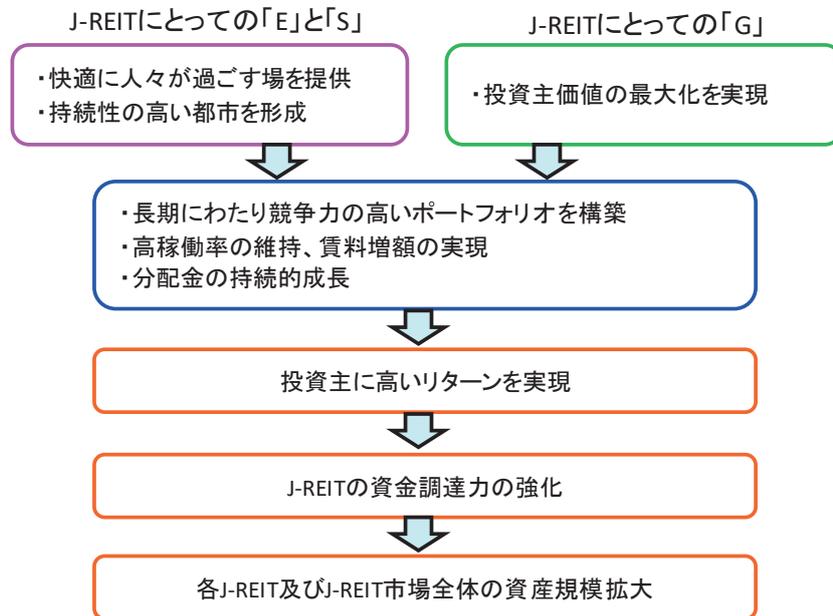
J-REITの投資主構成は投信を含めると個人投資家や年金資金が大半である。国民の資産形成にとってJ-REITは重要な投資対象であろう。J-REITにおけるガバナンスの強化は非常に重要である。また、ガバナンスが欠如し投資口価格が低迷すればJ-REIT自身も資金調達ができずに運営に行き詰まり、サステナビリティ（持続可能性）が保てないことになる。長期にわたってJ-REITが安定的に運営されるためには「ガバナンスの強化」は非常に重要である。

(図13) 社会を支えるJ-REITの役割



出所：SMBC日興証券

(図14) J-REIT にとっての ESG とその効果



出所：SMB C日興証券