

金融緩和期待に依存せず、着実な運用が続く J-REIT

2013年6月28日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 主任研究員 堀 明希子

＜要約・概要＞金融緩和期待を背景とした投資口価格の上昇で、J-REIT の物件取得は活発化している。ただ、その取得スタンスは慎重さを維持し、投資主価値の回復を重視した物件取得が続く。金融緩和期待で乱高下した J-REIT 市場も、これからは J-REIT の中長期を見据えた着実な運用に評価の軸足を移していくのではないだろうか。

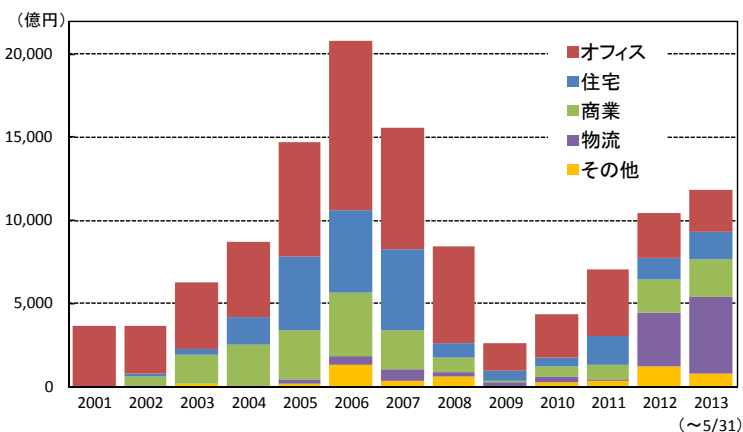
J-REIT の物件取得は既に昨年年間実績を上回る。金融緩和を背景とした資本コストの低下が追い風

J-REIT が 2013 年に発表した物件取得は、5 月末時点で合計 1 兆 1,851 億円にのぼり、取得が活発化した 2012 年の年間金額 1 兆 509 億円を超えた(図表 1)。うち既存銘柄による取得が 7,132 億円、IPO (新規上場)銘柄が 4,719 億円で、2013 年は既存銘柄による物件取得も活発化している(2012 年年間の既存銘柄による取得発表は 5,268 億円)。

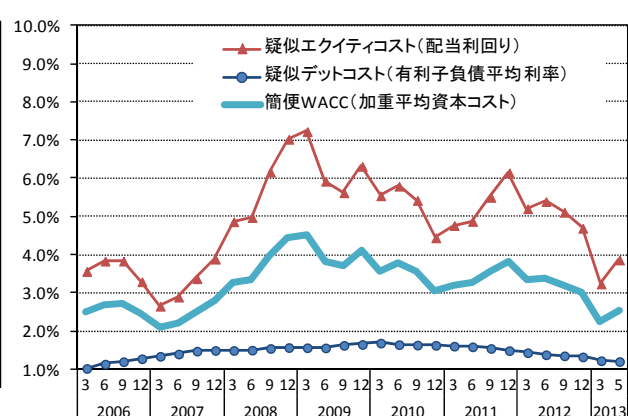
物件取得を後押ししているのが、投資口価格の上昇である。昨年の政権交代前後から、金融緩和とデフレ脱却への期待を背景に J-REIT 市場に投資資金が流入。2013 年 1~3 月に東証 REIT 指数(配当なし)が+47%と急上昇するなかで、年初から既存銘柄の公募増資が相次いだ。日本ビルファンド投資法人が昨年の 3 倍規模を調達した大型増資を皮切りに 5 月末までに既存 17 銘柄の公募増資と 3 銘柄の IPO が発表された。調達総額は 6,250 億円に達し、昨年を大幅に上回るペースでエクイティ調達が行われている(2012 年年間の調達額 4,698 億円)。

併せて、デット調達環境も引き続き良好で、2013 年に発表された物件取得目的の借入および投資法人債は平均年限 4.7 年、平均利率 0.7%と極めて有利な調達条件である。デットの平均利率も 2006 年下期と同水準にまで低下し、今年 3 月末時点の J-REIT の資本コストは 2006 年末~2007 年初の水準に到達していた(図表 2)。

図表 1 J-REIT の物件取得額の推移(発表日ベース)



図表 2 J-REIT の資本コスト(WACC)の変化



注1) 物件取得額は取得決定の発表時期で集計。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

注2) 簡便 WACC = (1-LTV) × 平均配当利回り + LTV × 有利子負債平均利率として算出

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

資本コストの急速な低下ほどには取得目線を下げず ～ 都心オフィスビルの取得利回りで検証

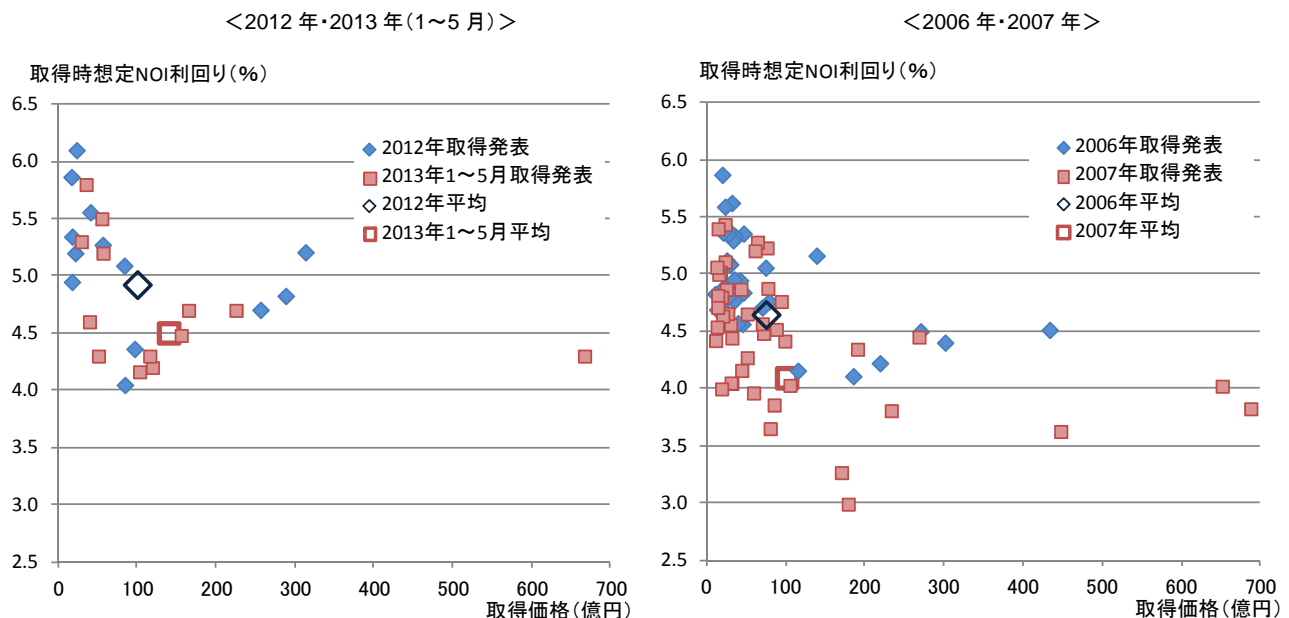
IPOを含むエクイティ調達増加に伴って、取得物件の規模は昨年比べて大型化している。オフィスビル、商業施設、物流施設のいずれの用途でも100億円超の物件が取得総額の6～7割を占める(2012年は4～5割)。

ただ、現在までのところ、J-REITの取得目線は資本コストの急速な低下ほどには下がらず、慎重なスタンスが維持されている。

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、取得時想定NOI利回りの平均は、2012年年間の4.9%から2013年1～5月では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(図表3左)。

同様に良好な資金調達環境で物件取得が活発化した2006～2007年を振り返ると、都心6区のオフィスビルの取得時想定NOI利回りは2006年が平均4.6%、2007年が平均4.1%で、2007年は鑑定評価額を上回る価格での取得やNOI利回りが4%未満の取得物件も増えていった(図表3右)。

図表3 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SMTRI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

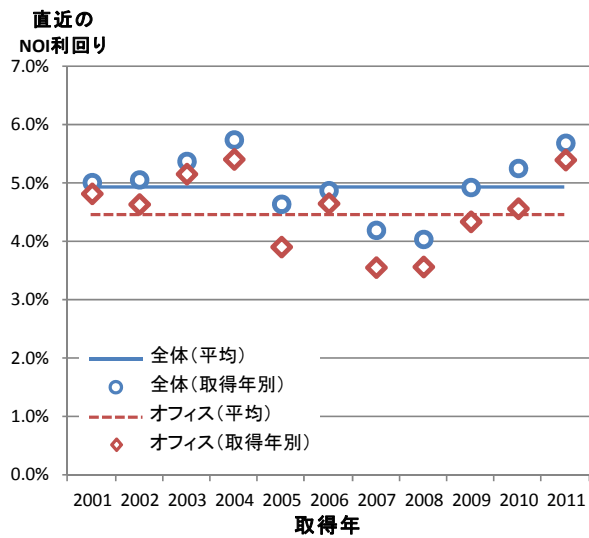
慎重姿勢の背景には過去の教訓も ～ 取得年別にみたNOI利回りと含み損益の現状

現在のJ-REITの取得スタンスには、今後のオフィス賃料見通しに対する運用会社の慎重な見方があると思われる。また、一定のブレーキをかけているのが、オフィス市況回復への強い期待や資本コストの低下を背景に積極化した過去の物件取得の教訓であろう。

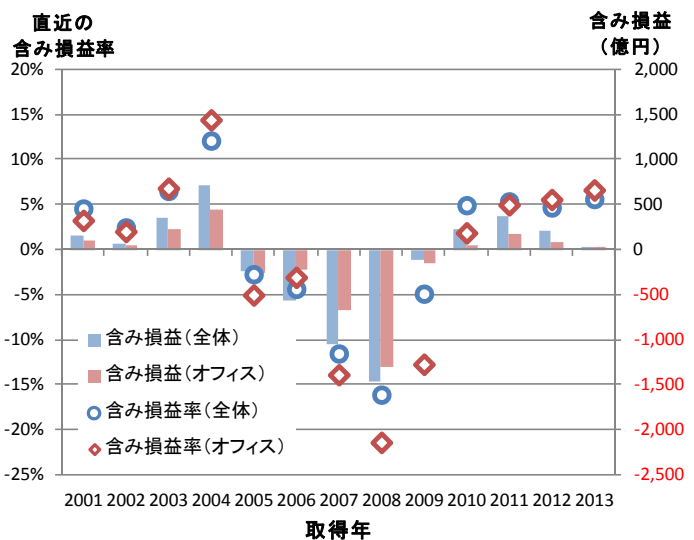
J-REIT全体の平均NOI利回りは2005年下期の5.7%から直近では4.9%へ、含み損益率も同じくプラス4.4%からマイナス1.8%へ悪化した。なかでもオフィスビルは平均NOI利回りが5.7%から4.5%へ、含み損益率がプラス5.2%からマイナス3.3%へと大幅に悪化している。

直近のNOI利回りと含み損益率を物件の取得年別に切り分けてみると、資金調達環境が良好で資産規模が拡大した時期の取得物件が、現状、ポートフォリオ全体の収益性を引き下げ、含み損を大きく抱えていることがわかる(図表4、5)。特に、オフィスビルに関しては、金融危機に至る2008年においても資金調達力を有する一部銘柄がむしろ物件取得の好機到来と捉えて買い進んだ結果、悪化の度合いがより大きくなっている。

図表4 取得年別にみた直近の NOI 利回り



図表5 取得年別にみた直近の含み損益



注1) NOI 利回り、含み損益はいずれも直近決算期(12.10~13.3期)で集計。追加取得物件は当初の取得年で集計
 注2) NOI 利回りは簿価ベース。含み損益は鑑定評価額-簿価、含み損益率は(鑑定評価額-簿価)/簿価で算出
 注3) NOI 利回りは固都税費用化前の2012年以降取得分、NOI が非開示およびマイナスの物件を除外
 注4) 含み損益は合併により引き継いだ物件を除外して集計
 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

収益性、資産価値の回復を重視した物件取得が続く

J-REIT の運用目的は投資主価値の最大化であり、投資主価値とは分配金と資産価値によって表される。分配金成長は、短期的な LTV の変動を除けば、ROA (総資産利益率) と BPS (1 口当たり純資産額) の成長の掛け算である。また、資産価値、すなわち 1 口当たり NAV (純資産価値) の増大は、保有不動産の 1 口当たり含み益と BPS の増加を足し合わせたものとなる。

ROA 向上の手段としては、不動産収益性の向上とデット調達コストの低減があり、不動産収益性は外部成長と内部成長の相互作用で向上する。一方、BPS の増大は BPS を上回る投資口価格での増資(プレミアム増資)、そして 1 口当たり含み益の増加は保有不動産の鑑定評価額上昇、割安な価格での物件取得などにより実現される。

過去の資産規模拡大期には、資本コストの低下やポートフォリオ利回りの高さを利用して低収益物件も多く買い進まれたが、前述の通り、現状ではそれらの物件が ROA を押し下げ、含み損も大きく抱える結果となっている。

これに対して、2013 年は、概ね全ての銘柄でプレミアム増資を実現しているが、多くの銘柄が ROA の改善につながるよう、引き続き既存ポートフォリオと同等かそれ以上の利回りの物件ポートフォリオを取得し、①LTV 水準を維持して分配金の回復、成長を明確に示す、②あるいは予想分配金を維持しつつ LTV を下げることでその後の物件取得による分配金向上を期待させるといった運用を行っている。そして、いずれの場合も鑑定評価額を下回る価格で物件を取得し、不動産含み益と増資による BPS 成長と併せて NAV の維持向上を図っている。今年 1~5 月に取得されたオフィスビル全体で見れば、取得時想定 NOI 利回りは平均 4.9%と既存オフィスビルの直近の平均 NOI 利回り 4.5%より高く、取得価格は鑑定評価額を平均で 3.5%下回る。

金融緩和期待で乱高下した市場。今後は J-REIT の着実な運用を評価する段階に

4 月以降の J-REIT 市場は、急上昇後の利益確定売りとその後の長期金利の上昇をきっかけに調整色を強め、東証 REIT 指数は既にピークから 25%ほど下げた。これまで投資口価格上昇のドライバーであった金融緩和に対する期待は、長期金利の不安定さへの懸念や日銀による J-REIT 買入れへの期待後退と、やや陰りがみられている。

ただ、それでも投資口価格が BPS や NAV を超える銘柄は多く、J-REIT の資金調達力は維持されている。5 月

以降も過去最大規模の IPO や上場後半年足らずでの大型増資など、公募増資 5 件、IPO2 件が発表されており、J-REIT のエクイティ調達および物件取得は停滞していない。また、オフィス系リートの運用状況においては既存ポートフォリオの利益の回復見通しにまだまだ力強さが感じられないが、J-REIT は短期的な金融緩和期待だけに依存せず、分配金や NAV の維持向上を重視した外部成長を継続している。

過去の内部成長は、低収益物件の取得で一部打ち消された面があったが、今の慎重な取得スタンスが継続されれば、今後の賃料上昇局面では内部成長を最大化する運用が期待できる。金融緩和期待で乱高下した J-REIT 市場も、これからは J-REIT の中長期を見据えた着実な運用に評価の軸足を移していくのではないだろうか。

以上

【お問い合わせ】 REIT 投資顧問部

<https://www.smtri.jp/contact/form-reit/reit.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。