

J-REIT 市場を取り巻く環境と今後の見通し

【ポイント】

1. J-REIT 市場は足元で堅調に推移しており、そのきっかけとなったのは日本銀行によるマイナス金利政策である。
2. 各 REIT が一方向に成長していくとは考えづらく、各アセットクラスにおけるリスクに目を向ける必要がある。
3. 投資家には中長期的な視点での投資行動が求められ、各 REIT には適切な情報開示と成長戦略の実行を期待したい。

1. J-REIT 市場のパフォーマンス動向

J-REIT（不動産投資信託）市場が活況を帯びている。過去 1 年間における J-REIT 市場のパフォーマンスを見ると、2015 年 9 月以降東証株価指数をアウトパフォームしているが、2016 年 1 月からその差はさらに開き、年初から 8 月末の東証株価指数は 11.9% 下落した一方で、東証 REIT 指数は 5.5% 上昇している（図表 1）。契機となったのは 1 月 29 日に日本銀行が導入を決定したマイナス金利政策であり、政策決定を受けて東証 REIT 指数は 2 日間で 9.6% 上昇した（図表 2）。マイナス金利政策導入後イールドカーブはフラット化し、投資家はイールドハンティングの対象の一つとして REIT へ目を向けたといえよう。6 月 24 日には英国の EU 離脱決定を受けて一時下落したものの、相対的に魅力的な分配金利回りと金融緩和期待から 5 営業日で水準を回復し、以降は安定的に推移している。

一方で、不動産業界の株価に目を向けてみると業績は堅調であるにもかかわらず東証株価指数をアンダーパフォームする局面が多く見られる。不動産会社における株主還元の見直しはまだ十分とは言えず予想配当利回りは 8 月末時点で 1.41% と、東証 REIT 指数の 3.35% に見劣りしており、株主還元姿勢や絶対利回りを意識した投資家が不動産株から REIT へ資金を振り向けていることも考えられよう。

このように J-REIT 市場を取り巻く環境

図表 1. 東証 REIT 指数と株価指数



図表 2. 東証 REIT 指数と 10 年国債利回り



は良好に見えるが、いくつかの視点からその背景と今後の動向を考察していきたい。

2. J-REIT 市場のアセット別動向

直近1年（2015年8月末～2016年8月末）のアセット別パフォーマンスは東証 REIT 指数が+11.6%であったのに対して、オフィス指数が+14.1%、商業・物流等指数が+10.3%、住宅指数が+7.8%となった。

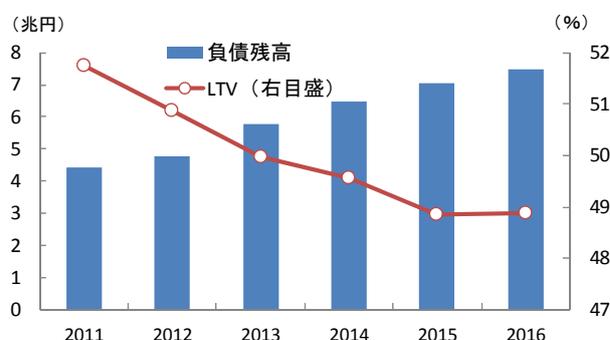
直近1年における東京都心5区（千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区）の平均空室率、平均賃料はともに改善傾向を示し、良好なファンダメンタルズを受けてオフィスセクターは好調だった。一方で2018年度以降には東京において大規模オフィスの大量供給が見込まれていることから今後の需給動向には注視が必要であり、中長期的な視点では小規模クラスの物件に安心感がある。物流セクターは電子商取引市場の活性化や3PL（荷主企業に代わって、最も効率的な物流戦略の企画立案や物流システムの構築の提案を行い、かつ、それを包括的に受託し、実行すること）事業の規模拡大により、堅調な推移となった。物流施設の契約期間は相対的に長いことからこの傾向は当面続くと思われるが、同時に供給も増えているため、今後はより先進的で様々な用途に対応できる質の高い施設を保有する REIT が好まれる傾向となろう。商業セクターは消費低迷によりショッピングセンターやスーパーマーケットの売上に減速感があり閉鎖となる店舗も多く伸び悩んだ。今後も引き続き郊外の商圈を中心に競争激化が予想されるため、物件の立地に特に注目する必要がある。ホテルについてはインバウンド需要と国内の余暇・レジャー需要の拡大の恩恵を受けたが、足元の円高進行によりインバウンド需要の環境は変化する可能性がある。ディフェンシブ性が高い住宅セクターはやや劣後したが、首都圏への人口流入が継続しており、今後は都心部の物件を保有する REIT が堅調に推移するだろう。

今後も各 REIT が一方方向に成長していくとは考えづらく、各アセットクラスにおけるリスクに目を向けることが必要だろう。

3. J-REIT 市場における資金調達環境について

日本銀行のマイナス金利政策導入により、デッドによる資金調達環境は以前にも増して良好といえる。2016年6月末時点の J-REIT 市場の負債残高は7兆4,683億円と、企業の資金需要低迷が続く環境下で金融機関の貸出意欲が旺盛なことから、引き続き増加傾向にある（図表3）。また、J-REIT 市場の有利子負債調達コストは低下、平均残存年数も長期化が続いており、金利も変動金利から固定金利の割合が高まっている。デットコストの低下は分配金の向上に寄与し、借入期間の長期固定化は分配金の安定に繋がる。一方で、REIT の LTV（資産総額に対する借入金の割合）は低下傾向となっており、6月末時点で48.9%と健全性の基準と言われている60%を大きく下回っている。エクイティ調達も利用しながら LTV を低く保つことで、借入余力を残しながら物件取得を進めていることが窺える。低金利が続くとみられる中、良好な資金調達環境は引き続き J-REIT 市場への追い風となるだろう。

図表3. REIT の負債残高と LTV



(資料) 投資信託協会より富国生命作成
(備考) 各年12月末、2016年は6月末

4. 日本銀行の J-REIT 買入れについて

日本銀行は 2014 年 10 月に、量的緩和により買入れを決めた当初の買入枠である年間 300 億円から 3 倍の 900 億円に増額した。2016 年 1~8 月の日本銀行による REIT の買入れは合計 51 回、買入れ額は 612 億円であり、1 回当たりの買入れ額は 12 億円であった。2016 年 1 月は中国経済の減速懸念などで、東証株価指数をはじめ J-REIT 市場も低迷していたことで、買入枠を超過するペースで買入れを進めた一方、その後の J-REIT 市場は堅調に推移したこともあり 3 月は 2 回のみのお買入れだった。5~8 月の累計買入れ額は 324 億円であり、買入枠を上回るペースであったが、比較的軟調だった 5 月の買入れが多かった。8 月末時点の買入枠の消化率は 68% 程度と進捗のペースはほぼ買入枠通りだが、月別で見ると市場の低迷時に買入れが多く、日本銀行の市場を下支えしようとする意図が垣間見られる。

2015 年 12 月の金融政策決定会合において、各銘柄の買入れ限度額を従来の発行済投資口の 5% 以内から 10% 以内に引き上げた。大量保有報告書によれば日本銀行が保有する銘柄のうちすでに 15 銘柄が時価総額の 5% を超える保有となっているが、政策変更に伴い各銘柄の買入れ制約は低下している。日本銀行は買入れの条件を、① AA 格相当以上のもので、② 取引所で売買の成立した日数が年間 200 日以上あり、かつ年間の売買の累計額が 200 億円以上であることなどとしているが、今後は買入枠の増額に加えて格付条件の緩和が注目点となろう。

5. J-REIT 市場の今後について

金利低下に伴うコスト削減効果や不動産市場における良好な需給環境に加えて、日本銀行による買い支えが期待できることから、J-REIT 市場は当面堅調な推移が想定される。一方で、このような環境であるからこそマーケットが変調するサインを見極めるために常にアンテナを張っておく必要がある。足元ではインバウンドやオフィスの需要など各資産セクターの動向について具に見ておくことが重要だ。また、各国の金融政策や景気動向、日本国債の信用力の低下などにより、市中金利が上昇してくる局面においては J-REIT 市場に逆風が吹く可能性があるため、特に注意が必要だろう。

ホテル REIT やヘルスケア REIT が新規に上場してから日が浅い中、今年に入って再生可能エネルギーの発電設備へ投資するインフラ REIT が新規に上場した。地球温暖化対策やエネルギー自給率の向上を通じて地球にやさしい持続的な環境を作ることを目的に掲げている。また、地方物件への投資により、まちの活性化や雇用の創出を通じて地域への貢献を目指す REIT も新規に上場しており、今後も温泉施設への投資に特化した REIT の上場が予定されている。

このように J-REIT 市場では伝統的なアセットに加えて様々な投資対象が台頭している。国内での伝統的なアセットの成長余力に限りが出てきたという見方もあるが、むしろ様々なアセットへの分散投資が可能となることは、超過リターン獲得の機会につながることもあろう。その際に投資家として大切なことは利回りや足元の環境だけに捉われるのではなく、投資対象が他と差別化されたユニークな収益源を持っていて持続的成長が可能なのかという中長期の視点である。一方で、各 REIT には中長期的な成長戦略の発信と実行、適切な情報開示が求められる。投資家と REIT 双方によるこれらの取り組みを通じて今後の J-REIT 市場のさらなる発展に期待したい。

(株式会社グループ 田口 智也)