

## 分析レポート

## 国内経済金融

## 急騰するJ-REIT市場と今後の投資環境

堀内 芳彦

## はじめに

不動産投資信託(J-REIT)市場が活況を呈している。J-REIT市場の価格動向を示す東証REIT指数でみると、2012年末の1,114ポイントから3月27日には08年1月以来4年2ヶ月月振りに1,700ポイント台を回復し、年初からの3カ月での上昇率は53%と12年の年間上昇率33%を大幅に上回る急騰をみせている(図表1)。

この主な要因としては、ファンダメンタルズ面で東京都心のオフィスの空室率が12年半ばより改善し始めたなかで、アベノミクスによる大胆な金融緩和策により不動産市況回復期待が高まったことなどが挙げられる。以下、J-REIT市場の足元の動向と今後の投資環境について、投資家動向等の需給面、不動産市況等のファンダメンタルズ面および政策サポート面からみていくこととする。

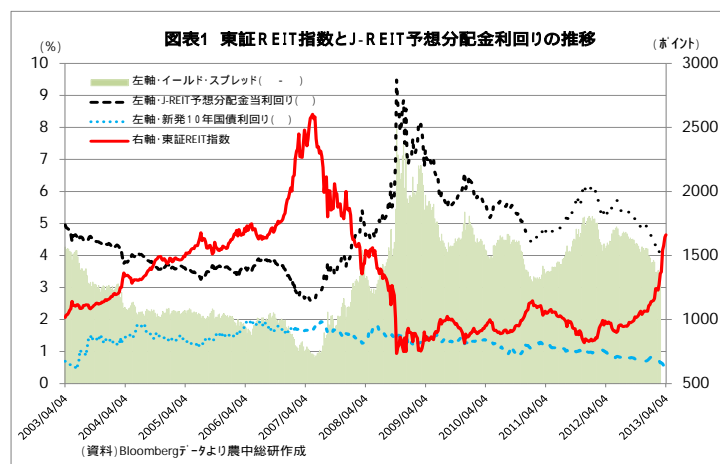
## 買い主体は銀行、投信、海外投資家

## ～日銀の買いが下支え～

J-REIT市場の12年の年間投資部門別売買状況によると、銀行が759億円の買い越し、投信が494億円の買い越し、海外投資家が514億円の買い越しの一方で、個人が1,604億円の売り越しとなっている。銀行の買い越しのうち、463億円が信託銀行経由での日銀の「資産買入等の基金」によるものである(図表2)。

10年10月に設定された日銀の「資産買入等の基金」でのJ-REITの買入枠は当初の500億円から段階的に12年10月に1,300億円に増枠され、13年3月末の買入残高は1,175億円となっており、相場の下支え役となっている。日銀新体制下での4月の金融政策決定会合ではJ-REITの保有残高を年間約300億円増加するペースで買入することが決定され、黒田総裁は会合後の会見で、「資産市場の典型である株式と不動産について、リスクプレミアムを引き下げる余地があるものについては思い切った拡大をした」とコメントしている。これを受け、期末の分配金取りや新年度入り直後の利益確定売りで1,700ポイントから一時1,514ポイントに下落した東証REIT指数は1,600ポイント台半ばまで上昇している。

個別の投資家動向でみると、銀行は12年4月以降10年国債利回りが1%割れとなるなかで買い越しが続いており、地銀中心に予想分配金利回り(年間予想分配金÷投資口価格)が5%台(図表1)にあったJ-REITを消去法ながらインカム狙い



で買ってきたようである。ただ、投資口価格の急騰で足元の分配金利回りは3%前半まで低下しており、国債利回りも低下しているとはいえ、単年度決算の銀行は、キャピタルロスを考慮すると現在の水準からの買いは慎重となるであろう。

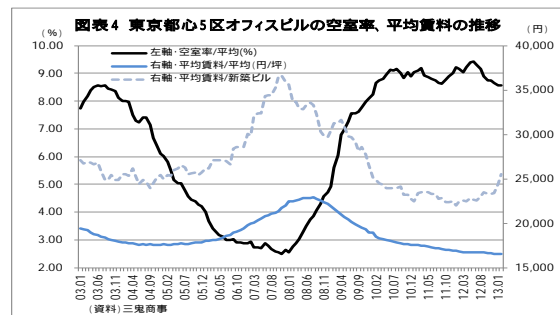
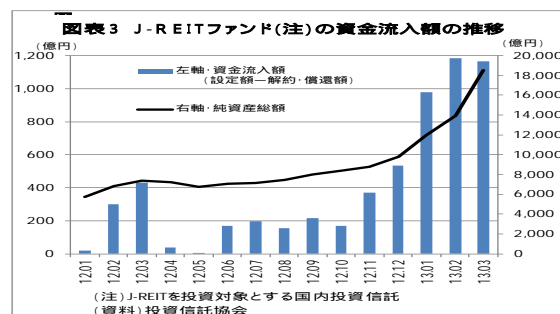
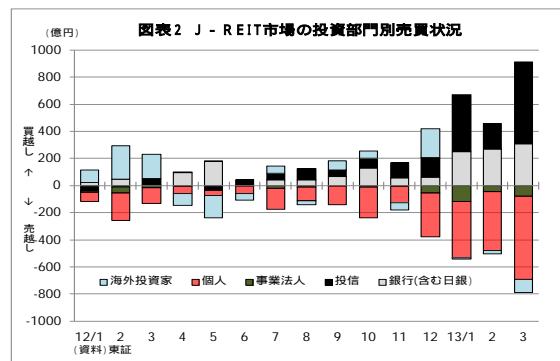
また、12年12月以降の株価の大幅な上昇による個人投資家の投資余力回復を背景に、J-REITを投資対象とする投信(J-REITファンド)への資金流入が急拡大し、流入額は1月977億円、2月1,183億円、3月1,167億円とかつてない規模となっている(図表3)。前述のとおりJ-REITの投資口価格の急騰による分配金利回りの低下により、J-REITファンドの分配金利回りの低下も予想され、毎月決算型のファンドのなかには、現状のファンド分配金の低下を防ぐため4月に入り買付申込みを一時停止をするファンドも出る状況で過熱感は拭えない。

一方、海外投資家は、安倍新政権への期待から12月に214億円の買い越しとなった後、1~3月は若干の売り越しとなっている。売買シェアで見ると海外投資家が4割を占め、モメンタム重視の足の速い資金も多いとみられることから、今後の動向には留意が必要であろう。

## 東京都心のオフィス市況は改善へ

J-REITはオフィスや賃貸マンション等の不動産に投資しその賃料を投資家に配当する投信で、J-REITの利益成長としては、既存投資物件の賃料引上げや稼働率向上等による内部成長と新規物件取得による資産規模拡大での外部成長がある。

J-REIT全体での保有不動産(13年2月末現在)の用途はオフィス50.6%、住宅18.7%、商業施設17.8%、物流施設7.2%



で、所在地は東京都が61.6%でこのうち都心5区で41.6%となっている。こうした保有不動産の状況から、J-REITの内部成長をみるうえで主なポイントの一つは東京都心のオフィス市況(図表4)である。

東京都心5区の平均賃料はリーマンショックのあった08年半ばをピークに低下傾向にある。空室率で見ると07年後半の2%台から10年前半に9%台に上昇。その後12年には都心5区中心に大量の大型ビル供給(注)による需給悪化懸念、いわゆる「オフィスビル2012年問題」があり、実際に都心5区の新築ビルの空室率は12年5月に39.2%まで上昇し、全体での空室率も12年6月に9.4%まで上昇した。しかし、その後は好立地で耐震性・

防災性・省エネ性能の高いビルを中心に空室率の改善が進み13年2月には新規ビルで23.9%、全体で8.0%まで低下している。一般的に空室率のピークアウトから半年程度でオフィスビルの賃料も底打ちするといわれており、実際に新規ビルの賃料が1月以降上向き兆しをみせている。ただし、オフィス市場は景気に対して遅行性があるといわれており、全体の賃料の本格的な回復は当分先になると思われる。

(注)12年の東京23区の大型ビル(延床面積5千㎡以上)供給は220万㎡で、2001~11年の平均供給量の1.5倍の規模

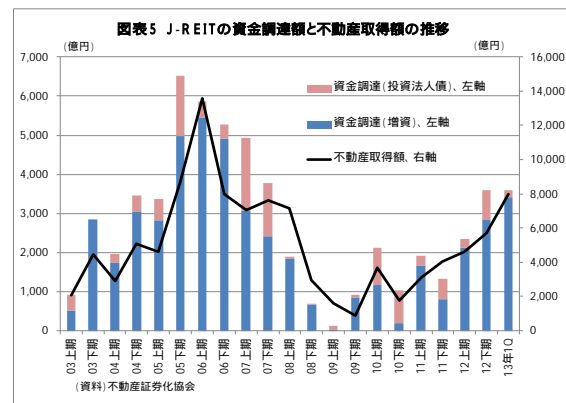
### 拡大する J-REIT の増資と物件取得

次に J-REIT の外部成長の要因となる不動産取得状況をみると、12年は10,344億円と前年比44.5%と大きく拡大し、13年第1四半期は7,999億円と四半期ベースでは過去最大額となっている(図表5)。

この背景には投資口価格上昇による資金調達環境の改善がある。12年の公募増資による資金調達額は4,964億円と前年から倍増し、13年第1四半期は3,422億円と四半期ベースでは過去最大の増資額となっている(図表5)。公募増資のうち、12年4社、13年2社が新規上場投資法人によるものである。

このうち3社が物流施設を主な投資対象とする投資法人で、この3社による物流施設の取得額は5千億円規模となっている。この背景にはネット通販の普及や宅配便需要の拡大等で機能性の高い物流施設へのニーズの高まりがあり、3社のうち2社は外資系である。

取得物件では、大手電機メーカーの本社ビルなど企業不動産も複数みられ、企

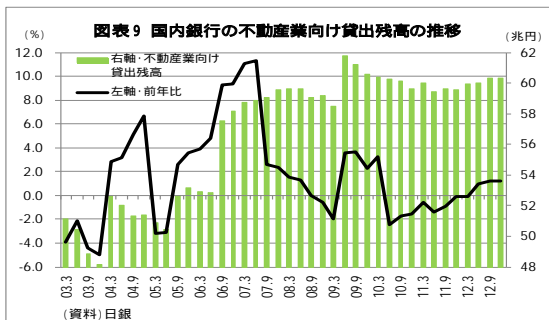
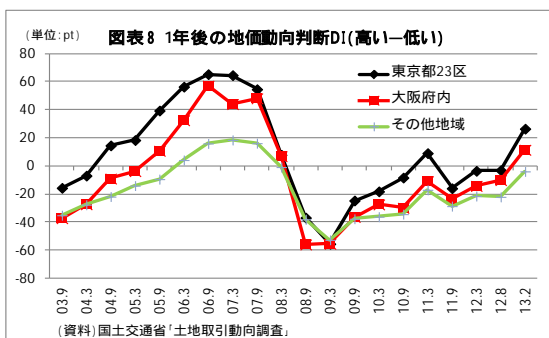
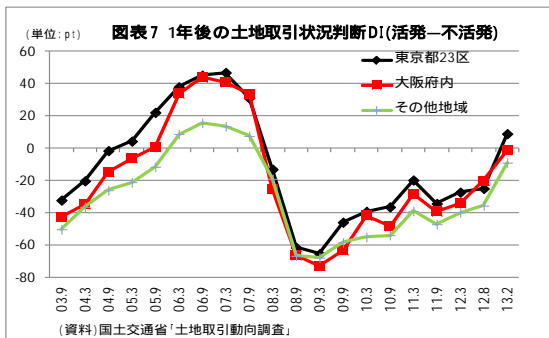
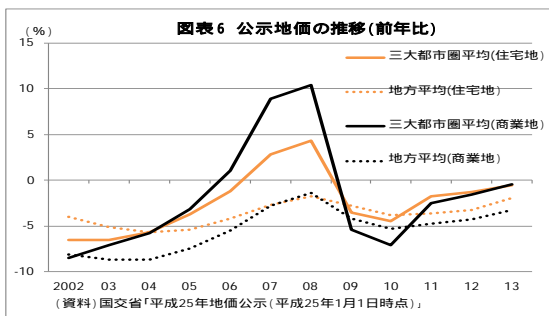


業の不動産流動化の受け皿としての機能が再開されている。また、リーマンショック後の資金調達難で凍結されていた銀座の商業ビルの開発案件も動き出すなど J-REIT が不動産市場の改善を後押ししつつある。

ただし、現在、優良物件の品薄感は強いといわれる一方で、リーマンショック後に塩漬けされた多くの不動産を抱える私募ファンドが高値売却の機会を待っているとの声も聞かれる。05、06年に急増した新規上場の投資法人が無茶な運用を行ったことで08年に破綻する法人が出るなど J-REIT の信用を低下させた経緯もあり、投資法人も投資家を無視するようなキャップレート(総合還元利回り=純営業利益÷投資額)での取得は行わないと思われるが、個別銘柄選定においてはこの点にも留意が必要であろう。

### 不動産業向け銀行貸出動向に留意

不動産市況全般の動きとして、13年1月の公示地価をみると、住宅地、商業地とも5年連続の下落となったが下落率は縮小している(図表6)。この調査は1月1日時点の調査のためアベノミクスの影響はほとんど含まれていないと思われるが、上場企業等主要企業を対象とする2月の国交省「土地取引動向調査」をみる



と、1年後の土地取引状況判断DIが東京23区でプラスに(図表7)、1年後の地価動向判断DIが東京23区、大阪府でプラスに転化しており(図表8)、アベノミクスの影響が企業の土地取引マインドにあらわれ始めている。

今後の不動産市況について、足元のJ-REITの急騰から、06~08年のファンド

を經由した内外の投資マネー流入による3大都市圏での不動産バブルの再燃を懸念する声もある。当時は、06~07年と銀行の不動産業向け貸出が前年比約10%と大きく拡大し、3大都市圏の商業地価格も07~08年と前年比約10%上昇した経緯があるからだ。足元の銀行の不動産向け貸出は12年6月に前年比プラスに転じたが12月は1.2%増(図表9)とまだ不動産バブルを懸念する状況にはない。ただし、前述のとおり日銀の政策のターゲットの一つとなっている今後の不動産市況をみるうえで、銀行の貸出動向には留意が必要であろう。また、J-REITの個別の銘柄選定においても銀行借入の動向は要チェックポイントである。

### おわりに

金融審議会は12年12月に2013年投信法改正に向けた最終報告案を発表した。J-REITに関しては、資金調達手段の多様化による財務基盤強化策として、新投資口予約権無償割当増資、無償減資、自社投資口取得などの制度改正が予定されている。また、国交省はヘルスケア施設供給促進のためヘルスケアREIT設立に向けた課題整理を行う検討会を昨年立ち上げ、3月にその検討結果が発表されたが、今後こうした時代のニーズに沿った新型のREITの登場が見込まれている。

このように、政策面からもJ-REIT市場の活性化が期待されるなかで、投資法人においては、資金調達環境が好転した状況下でも、基本的には長期投資でミドルリスク・ミドルリターンの商品特性を踏まえ、投資家ニーズ、および少子高齢化・環境価値重視など新たな時代ニーズを捉えた不動産投資・運用姿勢が期待される。