

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.217 2022.11.30

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

J-REITの不動産取引はなぜ減っているのか

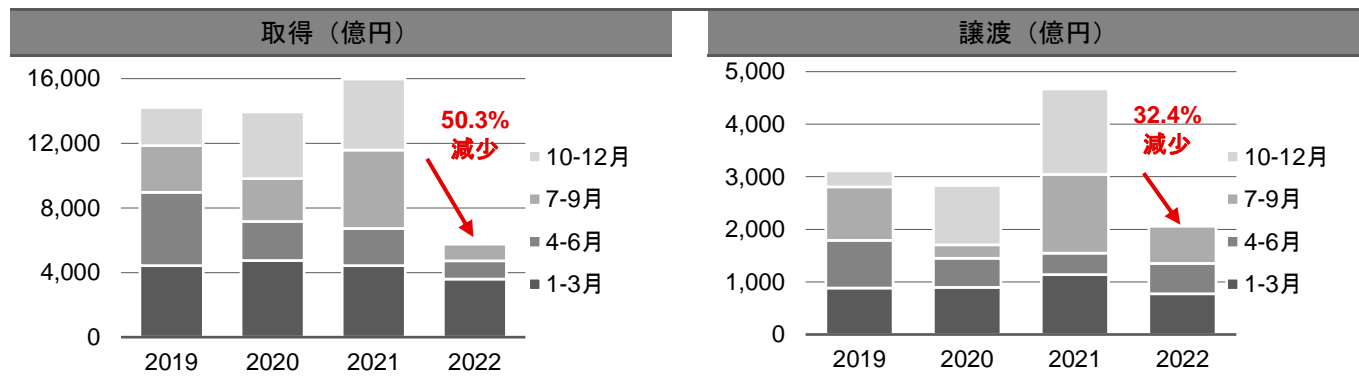
- 不動産投資市場の主要プレーヤーであるJ-REITの不動産取得は大幅に減少している。
- 投資口価格の下落、不動産投資市場での利回り低下によって、J-REIT投資家目線での望ましい外部成長の難易度が高まっている。
- 足許の投資口価格の推移を踏まえても、スポンサーからの不動産取得が中心となる構図に当面変化はないだろう。

J-REITは不動産投資市場の主要プレーヤー

不動産投資市場の3割程度¹を占めるJ-REITによる不動産取引は、足許、取得・譲渡ともに減少している（図表1）。2022年1月～9月において、取得は前年同期比50.3%減少の約5,760億円、譲渡は32.4%減少の約2,061億円となった。とりわけ、取得取引に大幅な減少が見られる。

本稿では不動産投資市場の主要プレーヤーであるJ-REITによる不動産取得に焦点を当て、足許の取引減少の背景やコロナ禍における取引の特徴について考察したい。

図表1: J-REITによる不動産取引（金額ベース）



出所 不動産証券化協会「ARES J-REIT Databook」を基に三菱UFJ信託銀行が作成

¹ JLL「ジャパンキャピタルフロー」によれば、J-REITの国内不動産投資に占める割合は2019年28%、2020年31%、2021年の36%だった

世界が進むチカラになる。

J-REITによる不動産取得の条件

増資金額が大幅に減少

J-REITの不動産取得が減少している理由は、直接的には公募増資等のエクイティ資金の調達が増えていることによる（図表2）。

J-REITは税制上の導管性要件²を満たすために、一般的に配当可能利益のほぼ全額を投資主に還元する。したがって、J-REITでは内部留保をほとんど行わないため、一定規模以上の物件取得による資産規模拡大、外部成長のためには公募増資等のエクイティ資金と借入を組み合わせた資金調達が必要になる。

2022年1月～9月のエクイティ資金の調達は前年同期比53.9%減少の1,686億円だった。特に4～6月期、7～9月期には、あまりエクイティ資金の調達が行われていないことが確認できる。

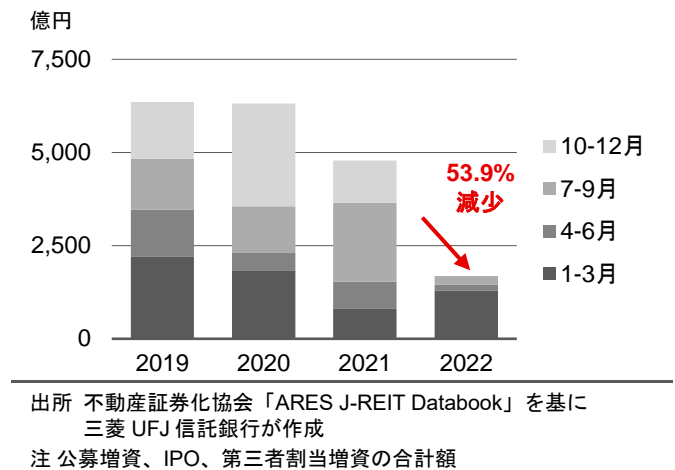
J-REIT投資家目線での有利、不利

エクイティ資金の調達が増える背景について検討する前に、J-REIT投資家目線で有利な増資、不動産取得の条件について確認したい。J-REITの運用会社は投資主価値の最大化を目指す責任があり、この責任を果たすことが全ての投資行動の判断軸となるためである。一般的にJ-REIT投資家目線での望ましい外部成長となるためには、(a) 一口当たり配当金の成長、(b) 一口当たりNAV³の成長、(c) 不動産ポートフォリオの質の向上（立地、築年など）、が主な条件として挙げられる⁴。

(a)、(b)の条件について補足すると、まず(a) 一口当たり配当金の成長のためには、J-REIT投資家のJ-REITが保有する不動産への要求利回り（インプライドキャップレート⁵）を上回るキャップレートで新しい不動産を取得する必要がある。投資口価格が下落（上昇）するほど要求利回りは上昇（低下）するため、この条件を満たすことは難しく（易しく）なる。

(b) 一口当たりNAVの成長のためには、プレミアム増資、つまりNAV倍率1倍超で増資を行う必要がある⁶。NAVの増減はJ-REITに対する持ち分の直接的な増減であり、J-REIT投資家の注目度も高い。当然ながら、投資口価格が下落（上昇）すると、プレミアム増資を実現することは難しく（易しく）なる。

図表2: J-REITによるエクイティ資金の調達金額



² 分配金を損金算入して法人税の課税を回避するための条件、を指す。配当可能利益の90%以上を投資主に分配することや筆頭投資主の投資口保有比率が50%以下であることなどが挙げられる

³ NAV (Net Asset Value) とは、時価評価後の純資産、を指す。NAV倍率とは、「投資口価格÷NAV」と定義され、言わば株式の保有資産時価評価後のPBR (Price Book value Ratio) である

⁴ 財務バランス等の他条件が一定であることを前提とする

⁵ 「次期の予想 NOI ÷ (金融市場で決まる時価総額 + ネット有利子負債 + テナントの預かり金)」と定義される

⁶ ディスカウント増資の場合でも、不動産を鑑定評価額対比で十分に割安な価格で購入することで一口当たりNAVは増加するが、継続的にそういった取引を実現することは難しいと考えられる

世界が進むチカラになる。

J-REITの不動産取得が難しい背景

これらの条件を念頭に足許の運用環境について見ていくと、(a) 投資口価格の下落、(b) 不動産投資市場での利回り低下、等が J-REIT の外部成長を困難にしていることが確認できる。

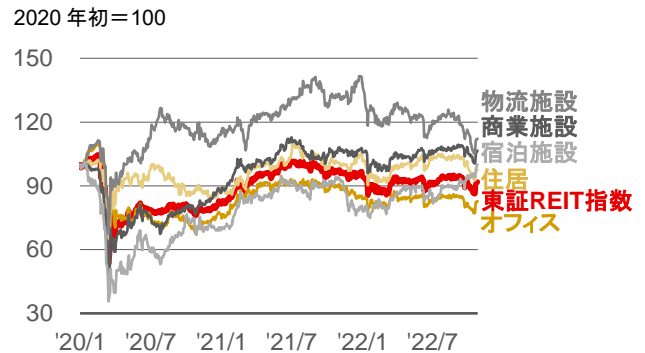
(a) 投資口価格の下落

東証 REIT 指数のコロナ禍以降の推移を振り返ると、コロナ禍当初の 2020 年前半には大幅に下落し、その後経済再開への期待から 2021 年年央にはコロナ禍前の水準まで回復していた (図表 3)。しかし、その後にロシア・ウクライナ情勢の変化による市場の不確実性の高まりや、世界的なインフレと利上げの動き等によって、コロナ禍前を下回る水準となっている。

不動産ポートフォリオからの収益に目立った改善が見られないなかで、投資口価格が下落

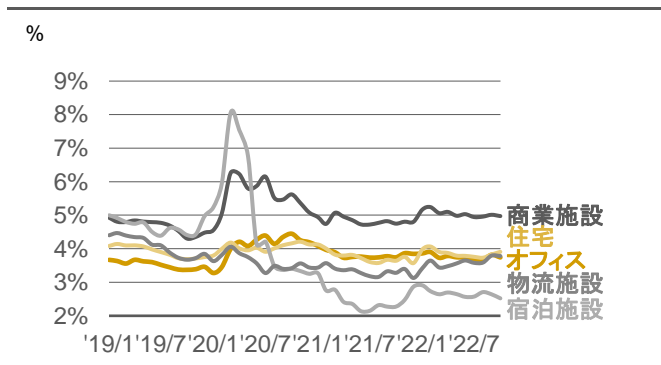
しているため、物流施設と住宅以外のアセットタイプでインプライドキャップレートはコロナ禍よりも高い水準となっている (図表 4)。また、NAV 倍率についても、市場全体ではコロナ禍前の 1.2 倍から足許は 1 倍程度まで低下している (図表 5)。

図表 3: 東証 REIT 指数、アセットタイプ別指数



出所 日本取引所グループ開示資料等を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

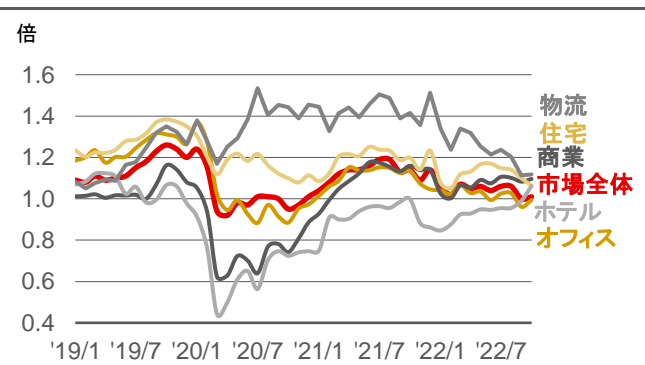
図表 4: アセットタイプ別のインプライドキャップレート¹ (NOI ベース)



出所 投資法人公表資料、日本取引所グループ開示資料等を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

1. 宿泊施設のインプライドキャップレートについては、分子の次期の予想 NOI が大幅に低下しているため低位である。取得時利回りとのギャップを確保できるように見えるが、鑑定利回りにおいて巡航状態の NOI を採用していることによるものであり、実際は取得のハードルが高い

図表 5: アセットタイプ別の NAV 倍率



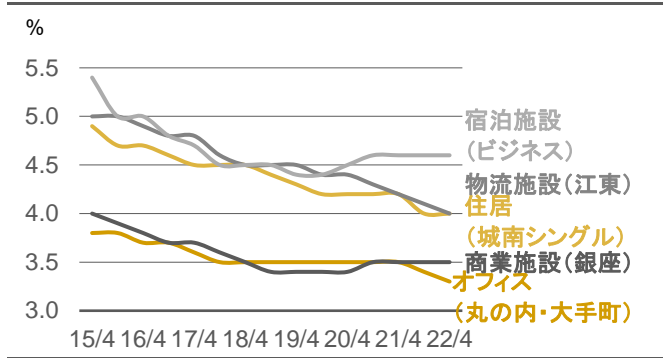
出所 資法人公表資料、日本取引所グループ開示資料等を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

(b) 不動産投資市場での利回り低下

一方で、不動産投資市場では、コロナ禍以降を振り返ると、キャップレートは低下傾向が継続していた (図表 6)。商業施設・ホテルについてはキャップレートが一時的に上昇した一方、コロナ禍の影響が軽微・ないしは追い風となった物流施設・住宅についてはキャップレートが低下した。さらに 2021 年度下期からは、投資ニーズの高まりで空室率上昇などが懸念されていたオフィスもキャップレートが低下した。この背景には国内外の不動産投資家の強い投資意欲がある。足許は海外投資家の一部に投資意欲の減退がみられるものの、投資意欲が旺盛な投資家が 6 割超を占めている (図表 7)。大宗として不動産投資市場は活況と言える。

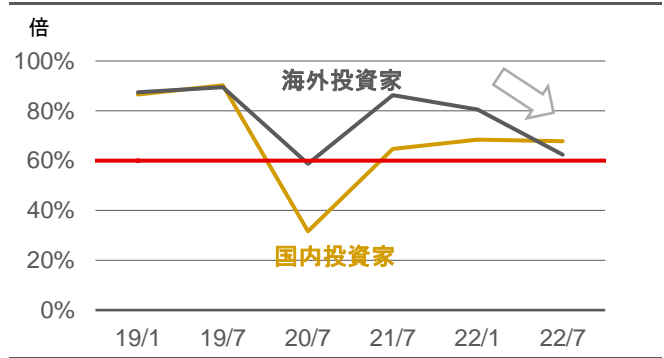
世界が進むチカラになる。

図表 6: アセットタイプ別の期待キャップレート (NOI ベース)



出所 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を基に
三菱 UFJ 信託銀行が作成

図表 7: 不動産投資家の投資意欲 (投資意欲が強い・やや強い回答割合)



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

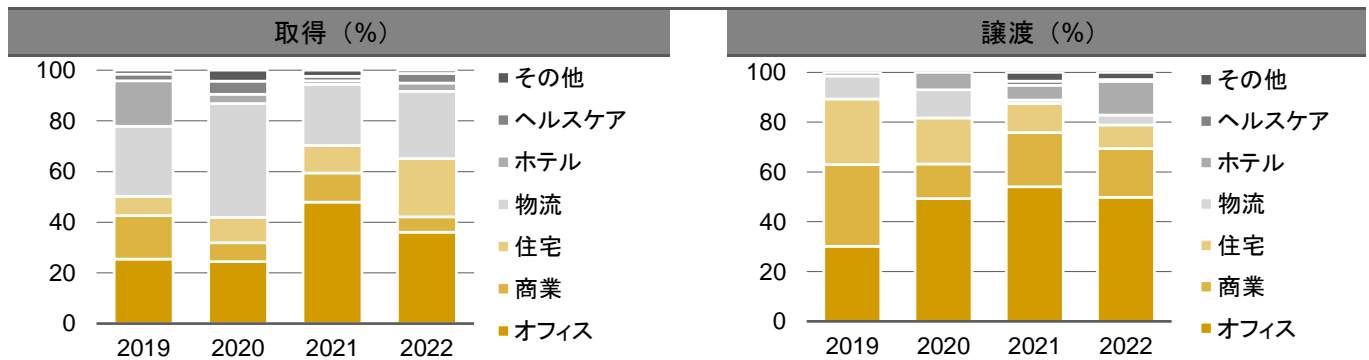
ただし、アセットタイプ間の格差は大きい。物流施設や住宅等の金融市場での評価の高いアセットについては足許の J-REIT 市場の相場下落の中でもインプライドキャップレートがコロナ禍前と変わっておらず、キャップレートギャップ⁷を相対的に確保し易いと言える。NAV 倍率も余裕をもって1倍超を維持している。一方で、金融市場での評価が低いオフィスではインプライドキャップレートは上昇している一方、実物不動産は利回り低下（値上がり）しているため、キャップレートギャップを確保しにくくなっている。

コロナ禍における J-REIT の不動産取得の特徴

アセットタイプ別の取引割合はオフィス・物流施設・住宅が高い

こうした環境下で J-REIT の不動産取引の内容はどのように変化しているだろうか。不動産取得を金額ベースでアセットタイプ別にみると、オフィス・物流が継続的に高い取引割合を占め、住宅も2割を超える水準まで上昇している（図表 8）。オフィスについては、金融市場での評価は高くはないものの、強力なスポンサーサポートによって大型取引も成立している。物流施設と住宅については、金融市場では低いインプライドキャップレートと高い NAV 倍率を維持している。さらに、これらのアセットタイプでも、スポンサーサポートを得て取引が成立している例が多い。一方、金融市場での評価が低いホテル等では取引割合の低下が見られる。

図表 8: J-REIT による不動産取得・譲渡のアセットタイプ別割合 (金額ベース)



出所 不動産証券化協会「ARES J-REIT Databook」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

⁷ 本稿では、J-REIT のインプライドキャップレートと新規取得する不動産のキャップレートの差、と定義する
世界が進むチカラになる。

スポンサーからの取得割合が上昇

前述の通り、アセットタイプ間の格差はあるものの、概して、J-REIT 投資家にとって望ましい外部成長は難しい環境である。そういった環境下で、J-REIT のスポンサーからの取得割合が増える傾向が見られる。

例として、J-REIT が行ったオフィスの不動産取引についてスポンサー・非スポンサーに分けると、スポンサーからの取得割合は 2019 年に 67.7% だったが、2022 年には 82.2% まで上昇している（図表 9）。不動産市場から直接取得する難易度が高いため、スポンサーが物件を拠出しているようだ。

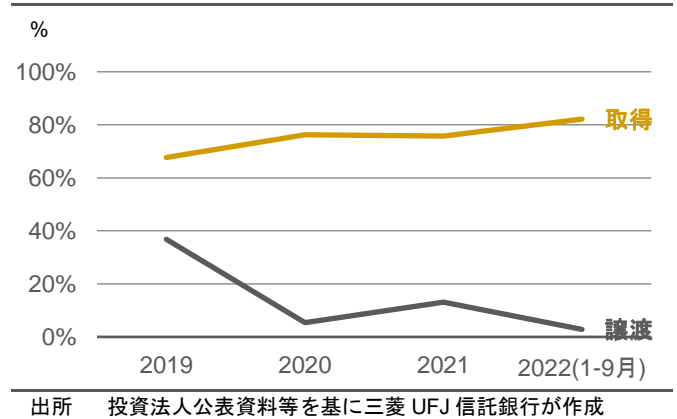
スポンサーとしては、J-REIT を継続的に成長させたいというインセンティブが働く。必ずしも短期での不動産売却損益の大小だけで不動産を譲渡していないと考えられ、結果としてスポンサーからの取得割合が上昇していると思われる。なお、スポンサーにとっての J-REIT の重要性や位置づけによって、その扱いは大きく変わってくるかもしれない。

当面の取得はスポンサー中心、譲渡は不動産投資市場中心に

足許の投資口価格の推移を踏まえても、スポンサーからの不動産取得が中心となる構図に当面変化はないだろう。一方、不動産投資市場での価格上昇を捉え、J-REIT の非スポンサーへの不動産の売却が増えていることも特筆される（図表 9）。J-REIT 投資家にとっては保有する J-REIT が売却益を実現できる機会である一方、不動産投資市場のプレーヤーとしては、豊富な物件を保有する J-REIT は魅力的な交渉相手に映る。また、明確な投資ロジックを持っているため、市場原理をベースとした交渉がしやすい相手とも言える。

引き続き、投資主価値の最大化に向けて不動産取引を続ける J-REIT の動向を注視したい。

図表 9: スポンサー・利害関係者関連取引の割合
(オフィス、金額ベース)



三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部
船窪 芳和

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されており、弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

世界が進むチカラになる。