

不動産 投資 レポート

J-REIT ポートフォリオに期待される Aクラスビルの組み入れ増加

金融研究部門 不動産投資分析チーム 准主任研究員 増宮 守
(masumiya@nli-research.co.jp)

要 旨

- 最近、J-REIT による A クラスビル組み入れの動きが目立ってきた。しかし、現在のところ、J-REIT のオフィスポートフォリオにおいて A クラスビルの占める割合は極めて限られており、不動産会社などが圧倒的な数の物件を所有するなか、プライムオフィス市場で J-REIT の存在感は小さい。
- J-REIT による A クラスビル組み入れが増加すれば、J-REIT 市場にとって、①投資家からの注目度や認知度の向上、②二極化・選別化の進むオフィス市場での優位性確保、③市場規模拡大と流動性向上による大規模投資家への投資機会提供、また、不動産市場にとって、④取引市場の活性化、⑤A クラスビル市場の透明化、さらに、売り手の不動産会社にとって、⑥再投資による新たな開発推進や成長機会の獲得、などが期待できる。

シンガポールと東京における A クラスビルの所有者属性

	シンガポール		東京	
	物件数	比率	物件数	比率
REIT	19	38.8%	26	13.3%
グローバル投資家	9	18.4%	2	1.0%
国内投資家	0	0.0%	9	4.6%
国内不動産会社	16	32.7%	109	55.9%
自社使用・CRE	5	10.2%	49	25.1%
計	49	100%	195	100%

⇒
・RIETオフィスポートフォリオにおいてAクラスビルの占める割合
S-REIT保有のシンガポール市内オフィス25物件中の**76%**(注2)
J-REIT保有の都内オフィス566物件中の**4.6%**

(注1)調査対象はプライム立地で1980年以降竣工の大型オフィスビルを網羅するよう任意で選択、
各物件の主な所有者を独自に調査した上で集計(重複なし、REITは少数持分でも主な所有者としてカウント)
(注2)割合は物件数ベース、価額ベースではより高い数値となる。
(出所)ニッセイ基礎研究所

1. 東京のAクラスビル市場の特徴

先日、日本プライムリアルティ投資法人が、スポンサー企業の東京建物らが出資するSPCから「(仮称)大手町1-6計画」の底地を取得すると発表した。底地という形態ではあるが、J-REITが東京のプライム立地で最新の超高層ビルに投資することは非常に稀である。これまでも、六本木ヒルズ森タワー、東京汐留ビルディングなど、超高層ビルへの投資事例はあったものの、特に東京で最も賃料水準の高い大手町・丸の内エリアでの事例は限られていた。

J-REITが投資するAクラスビルについて、一定の定義に基づいて抽出したところ¹、東京のオフィスビルでは27物件あり、うち8物件は2011年以降の取引で取得されたものであった²(図表-1)。最近になって、Aクラスビルの取得が増加しており、今後もこのような傾向が続くかどうか注目される。

図表-1 J-REITが東京で投資するAクラスビル

物件名	建築年	階数	基準階面積(坪)	所有J-REIT
(仮称)大手町1-6計画(底地)	2014	38/B6	547	日本プライムリアルティ投資法人
平河町森タワー	2009	24/B2	480	グローバル・ワン不動産投資法人
汐留ビルディング	2007	24/B2	1185	ジャパニリアルエステイト投資法人
北の丸スクエア	2006	26/B2	567	ジャパニリアルエステイト投資法人
赤坂ガーデンシティ	2006	19/B2	470	ジャパニエクセレント投資法人
東京汐留ビルディング	2005	37/B4	1100	森トラスト総合リート投資法人
赤坂インターシティ	2005	29/B3	564	ジャパニエクセレント投資法人
NBFプラチナタワー	2005	26/B2	412	日本ビルファンド投資法人
二番町ガーデン	2004	14/B2	1197	ジャパニリアルエステイト投資法人
三菱重工ビル	2003	28/B3	590	日本ビルファンド投資法人
六本木ヒルズ森タワー	2003	54/B6	1409	森ヒルズリート投資法人
三菱信託銀行本店ビル	2003	29/B4	544	ジャパニリアルエステイト投資法人
愛宕グリーンヒルズ	2001	42/B2	449	森ヒルズリート投資法人
赤坂溜池タワー	2000	25/B2	404	森ヒルズリート投資法人
後楽森ビル	2000	19/B5	350	森ヒルズリート投資法人
ゲートシティ大崎ウエストタワー	1999	24/B4	1236	日本ビルファンド投資法人
西新宿三井ビルディング	1999	27/B2	498	日本ビルファンド投資法人
東京オペラシティビル	1996	54/B4	714	ジャパニリアルエステイト投資法人
新宿アイランドタワー	1995	44/B4	806	インヴィンシブル投資法人
新宿マイズタワー	1995	34/B3	533	大和証券オフィス投資法人
恵比寿ネオナート	1994	18/B2	384	ジャパニリアルエステイト投資法人
赤坂パークビル	1993	30/B2	660	ジャパニリアルエステイト投資法人
大手町ファーストスクウェア	1992	23/B5	517	グローバル・ワン不動産投資法人
日本電気本社ビル	1990	39/B3	-	トップリート投資法人
アーク森ビル	1986	37/B4	930	森ヒルズリート投資法人
芝NBFタワー	1986	18/B3	786	日本ビルファンド投資法人
NBF日比谷ビル	1984	26/B4	296	日本ビルファンド投資法人

(注)プライム立地で1980年以降竣工の大型オフィスビルを抽出
色塗り部分は2011年以降の取得物件
(出所)ニッセイ基礎研究所

東京のプライムオフィス市場では、大手町・丸の内エリアを中心に大型新築ビルの竣工が相次ぎ、2012年だけでも2003年に次ぐ大量供給が予定されている。これらのうちAクラスビルと評価できる最新42物件の所有者・事業者をみると、J-REITはわずか5%と、その存在感は小さい(図表-2)。

¹ 三幸エステート・Aクラスビル・ガイドライン(対象エリア・都心5区主要オフィス街および周辺区オフィス集積地域、延床面積・10,000坪以上、基準階床面積・300坪以上、築年数・15年以内(但し大規模改修などによる見直しあり)、設備(原則)・天上高2.7m以上、個別空調、高い耐震環境性能)を参考に、独自にニッセイ基礎研究所にて抽出。

² 六本木ヒルズ森タワー、アーク森ビル、ゲートシティ大崎は、既に区分所有している物件の追加取得である。

図表-2 最新の A クラスビルの主な所有者属性

	東京		⇒ J-REIT所有2物件	物件名称	竣工年	高さ(M)	階数	保有するJ-REIT
	物件数	比率						
J-REIT	2	4.8%		(仮称)大手町1-6計画(底地)	2014	200	38	日本プライムリアルティ投資法人
グローバル投資家	0	0.0%		平河町森タワー	2009	102	24	グローバル・ワン不動産投資法人
国内投資家	0	0.0%						
国内不動産会社	28	66.7%						
自社使用・CRE	12	28.6%						
計	42	100%						

* 調査対象はプライム立地の竣工予定物件を含む最新の大型オフィスビル(2009~)を網羅するよう任意で選択、各物件の主な所有者を独自に調査した上で集計(重複なし、REITは少数持分でも主な所有者としてカウント)(出所)ニッセイ基礎研究所

これら 42 物件の大半は、大手不動産会社の開発物件であり、竣工後も長期にわたり所有していくと予想される。また、自社使用や CRE(企業不動産)戦略として、一般の事業法人が所有するケースも少なくない。これらの多くは、都心部に土地や築古のビルを所有する事業法人に、不動産会社が土地活用のアイデアを持ち込む形で建て替えられたものである。不動産会社は開発リスクを負わずに各種マネジメントフィーが得られ、事業法人にとっても土地を売却せずに活用できるという利点がある。また、金融機関が資金提供に積極的であることも、これらが多くみられる背景となっている。

新築ビルに限らず、賃貸オフィス市場を代表する A クラスビルのほとんどは、大手不動産会社や生命保険会社、さらには鉄道会社、通信会社などが長期所有している。これに対し、J-REIT や私募ファンド、海外投資家などが A クラスビルを取得・所有するケースは少ない。東京は世界最大の不動産ストックを持つ巨大市場ではあるが、ロンドンやシンガポールなどのグローバルに開放的な市場と比べ、国内ファンドや海外投資家にとって A クラスビルの取得機会は限られている。

例えば、S-REIT(シンガポール・リート)が都心部の A クラスビルの多数を所有しているシンガポールと比べると、東京のオフィス市場における J-REIT の存在感は小さい(図表-3)³。

図表-3 シンガポールと東京の A クラスビルの所有者属性

	シンガポール		東京		⇒
	物件数	比率	物件数	比率	
REIT	19	38.8%	26	13.3%	・RIETオフィスポートフォリオにおいてAクラスビルの占める割合 S-REIT保有のシンガポール市内オフィス25物件中の 76%(注2) J-REIT保有の都内オフィス566物件中の 4.6%
グローバル投資家	9	18.4%	2	1.0%	
国内投資家	0	0.0%	9	4.6%	
国内不動産会社	16	32.7%	109	55.9%	
自社使用・CRE	5	10.2%	49	25.1%	
計	49	100%	195	100%	

(注1)調査対象はプライム立地で1980年以降竣工の大型オフィスビルを網羅するよう任意で選択、各物件の主な所有者を独自に調査した上で集計(重複なし、REITは少数持分でも主な所有者としてカウント)
 (注2)割合は物件数ベース、価額ベースではより高い数値となる。
 (出所)ニッセイ基礎研究所

また、最近の東京における A クラスビルの新規供給量は非常に大きく、大手不動産会社などのビルオーナーのバランスシートは拡張している。低金利環境を利用して負債比率が高水準となってい

³ 増宮 守、「海外からの投資対象としてみた S-REIT(シンガポール・リート)の特徴～プライムオフィス市場におけるビルオーナーとしての圧倒的な存在感～」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート 2012/4/6

るビルオーナーも少なくなく、今後はバランスシート調整として、A クラスビルの売却を検討する可能性がある。また、東日本大震災以降、免震構造や非常用電源、防災備蓄など、高い防災性能を持つ最新鋭 A クラスビルの開発ニーズが高まっており、バランスシート調整のため、所有する一世代前の A クラスビルを売却する可能性も考えられる。

シンガポールの例にもみられるように、J-REIT が不動産市場において存在感を高めるにつれ、将来的には A クラスビルの組み入れが大きく進むことが予想される。そこで、以下では、J-REIT による A クラスビルの組み入れが増加した場合、市場にどのような影響がみられるのかを整理してみた。

2. J-REIT の A クラスビル組み入れ増加の市場への影響

一般に、A クラスビルは賃料水準が高いことや希少性があり競争力が強いことなどから、期待利回りが低い（リスクプレミアムが小さい）。中長期的には、市況改善に際した大幅な賃料引上げから A クラスビルの収益拡大が顕著となる期待もあるが、基本的に、ポートフォリオにおける A クラスビルの割合が高まれば、その J-REIT の分配金利回りは低下するとみられる。他方で、J-REIT の A クラスビル組み入れにより、J-REIT 市場やオフィス市場には、プラスの効果として以下のような影響が考えられる。

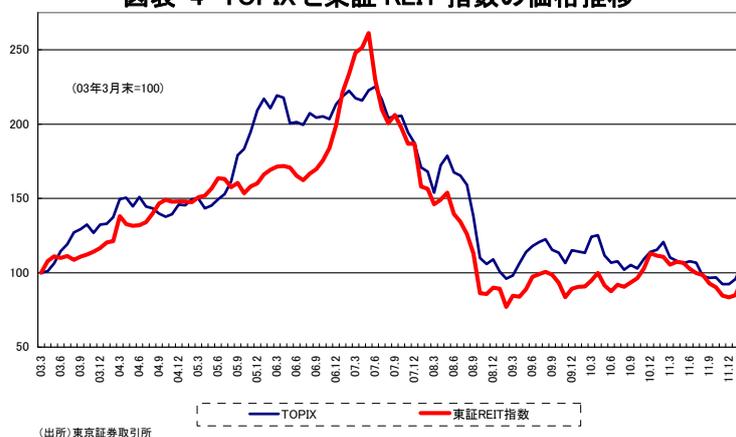
① 投資家からの注目増加や認知度の向上

A クラスビルの多くはランドマークビルとして広く認知されており、そのような物件のビルオーナーとして存在感が高まれば、当該 J-REIT、さらには J-REIT という不動産金融商品に対する注目度や認知度の向上が期待できる。特に個人投資家や海外投資家の間における効果が大きいと考えられる。

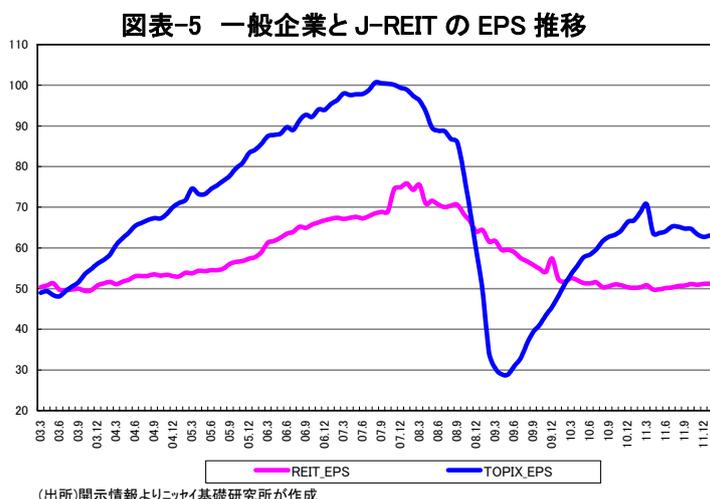
残念ながら、現在の J-REIT は、ファンドブーム時におきた市場の過熱とリーマン・ショック後の低迷により、本来のミドルリスク・ミドルリターン特性がトラックレコードに表れていない。特に個人投資家の間では、J-REIT という不動産金融商品自体が十分に認知されていない。

現在、J-REIT の投資口価格の推移は株価指数と似通った動きとなっており、市場は J-REIT を株式のひとつのセクターと認識しているといえる(図表-4)。

図表-4 TOPIX と東証 REIT 指数の価格推移



幅広く不確定要素を有する一般企業と比べ、J-REITの収益構造は、分散投資された不動産から安定的に賃料収入を得るシンプルなものである。例えば、昨年の東日本大震災においても、J-REITの所有する不動産はほとんど無傷で、収益に大きな変動はみられなかった。実際に、J-REITの収益推移の安定性は一般企業と異質であり(図表-5)、ミドルリスク・ミドルリターン資産特性といえる⁴。



今後、J-REITにおけるAクラスビルの組み入れが増加し、幅広い投資家からの注目度や認知度が高まれば、J-REITの価格推移は本来の安定的な収益を反映した動きに収斂していく可能性がある。その際、安定的な金融商品としてAクラスビル取得増加による配当金利回りの低下も受け入れられ易くなるだろう。また、Aクラスビルは、特に中小ビルの情報収集が難しい海外投資家に好まれることから、Aクラスビルの組み入れ増加は、海外投資家からの注目度や認知度の向上に効果的に寄与すると考えられる。

② 二極化・選別化が進むオフィス市場での優位性確保

東日本大震災以降、企業のBCP(事業継続計画)志向や省エネ志向の強まりを背景に、オフィス市場においても持続可能性の高いAクラスビル(サステナブルビル)を選好する動きが目立ってきた。特に、最新鋭のAクラスビルでは建築・設備仕様の高度化が著しく、古い設備のままの既存ビルとの性能格差が拡大している。耐震性の強化に加え、非常用電源設備の設置と性能向上、防災備蓄品の充実、さらには、太陽光発電装置や断熱性の高い窓ガラスや全館LED照明など、以前は高コストや過剰装備として敬遠されていた様々な機能が付与されるようになっている。昨年実施した不動産市況アンケートにおいても、特に市場における二極化の進展を予想する声が多かった(図表-6)⁵。

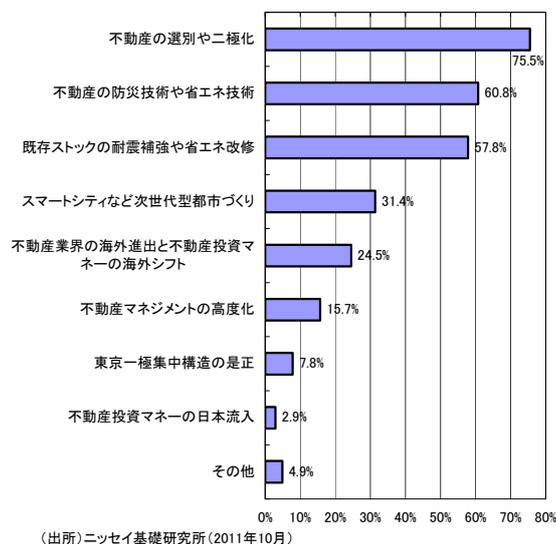
これまで、J-REITの所有する物件は、ほとんどが1981年以降の新耐震建築基準を満たしていることから、市場平均以上の品質と評価されてきた。しかし、現在のようなビルスペックの高度化が進む中、優良な資産の取得や適切な資産入れ替えを怠れば、J-REITのポートフォリオが比較劣位になる可能性がある。

⁴ 岩佐 浩人、「真価が問われるJ-REITの収益安定性」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート2009/5/8

⁵ 増宮 守、「防災・省エネ性で市場は二極化へ、投資セクター選好に変化もー第8回不動産市況アンケート結果」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート2011/10/19

長期安定的な分配金が期待される J-REIT は、二極化・選別化が進むオフィス市場においても、長期的に比較優位なポートフォリオを維持することが求められる。A クラスビルの組み入れ増加は、そのための効果的な手段のひとつと考えられる。

図表-6 不動産市場において長期的に進むとみられる変化



③ J-REIT 市場の規模拡大と流動性向上のドライバーとしての期待

J-REIT が A クラスビル組み入れを加速し、その分の市場規模拡大が進めば、J-REIT の流動性向上につながる。現在、J-REIT の時価総額は約 3.5 兆円であるが、この規模では、大規模な投資家が支障なく売買できる流動性が確保されていない。大規模な投資家がポートフォリオを変更する場合、多くの銘柄でマーケットインパクトを抑えることが難しい。よって、市場規模の拡大は、流動性の向上、ひいては大規模な投資家層に J-REIT 投資への門戸を開くことに繋がる。

④ 不動産取引市場の活性化

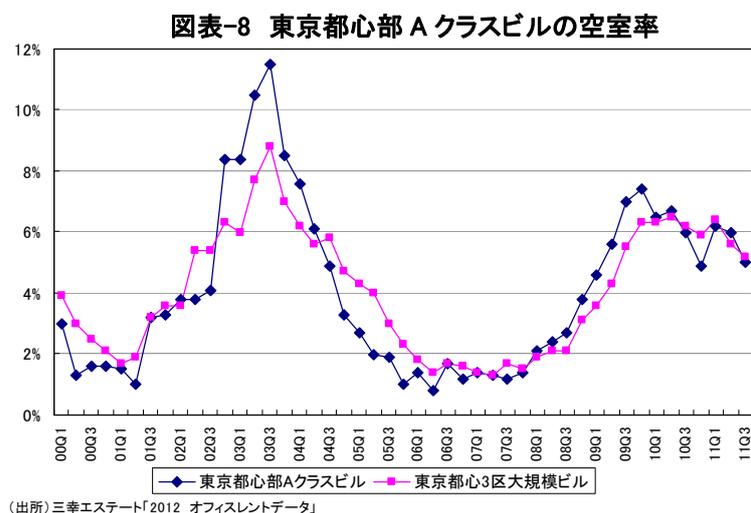
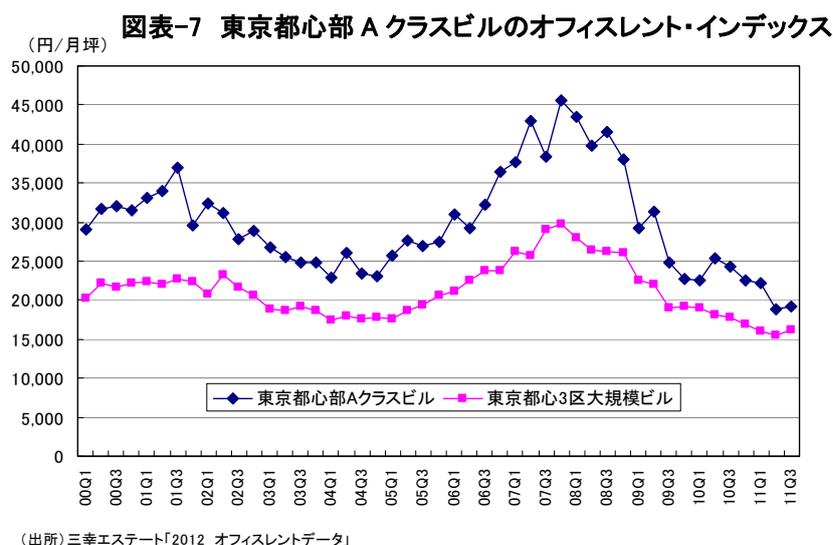
不動産会社などの A クラスビルオーナーは、バランスシートでビルを長期所有することを基本とし、市場への売却には消極的である。そのため、現在、A クラスビル市場の流動性は非常に低くとどまっている。対して、J-REIT は市場からの物件取得や資産の入れ替えでポートフォリオの成長を目指す投資家であり、J-REIT が A クラスビルを積極的に取得する場合、A クラスビル市場の流動性向上が期待できる。その際は、海外投資家や年金基金など、これまで動きのみられなかった投資家が現物不動産市場に魅力を見出し参入してくる可能性もあり、不動産取引市場全体の活性化が期待できる。

⑤ A クラスビル市場の透明化

現在、A クラスビルの大半は大手不動産会社が所有し、特に新築時点では多くが賃貸仲介会社を介さず自社で直接営業されている。そのため、そのような賃貸募集条件の多くは市場データに反映されていない。そのため、A クラスビル市場の把握、分析は困難なものとなっている。三幸エステ

ート・ニッセイ基礎研究所の開発したオフィスレント・インデックス(新規の成約賃料)をみると、データに限られるなか A クラスビルの賃料推移は、それ以下の大規模ビル全体を対象としたインデックスよりも変動が大きくなっている。また、空室率も、一般に考えられているほど低位で安定しているわけではなく、それ以下の大規模ビル全体よりも変動が大きい(図表-7、8)。

一般に、Aクラスビルは期待利回りが低い(リスクプレミアムが小さい)が、J-REITの組み入れにより、個別の事業収支や資産価格が開示されれば、それら低い利回りの背景をより明確に把握できると考えられる。このように、J-REITの組み入れでAクラスビルデータの蓄積が進めば、事例が少ないために実態がわかりにくかったAクラスビル市場の透明性向上が期待できる。

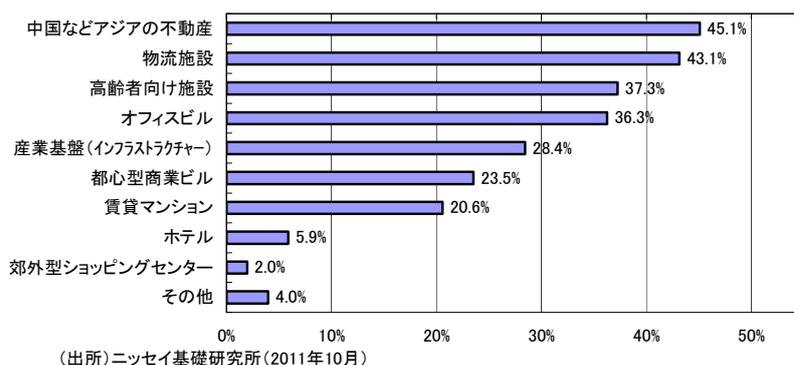


⑥ 再投資による新たな開発推進や成長機会の獲得

上記の不動産取引市場活性化の恩恵を受けられる他、Aクラスビルの売り手である不動産会社は、売却で得た資金の再投資により、新たな開発事業の推進や、海外展開など新たな成長機会を追求することができる。例えば、シンガポールのキャピタランドは、自国などで開発した不動産の売却を進める一方で、売却代金を中国などアジア新興国市場の開発案件に積極的に再投資している。

不動産市場関係者はアジアの不動産市場に特に注目しており（図表-9）、大手不動産会社やハウスメーカーはアジア各国に積極的に進出しはじめている。不動産各社にとって、国内でJ-REITとの共存共栄モデルを確かなものにしつつ、アジアの経済成長の取り込みを進めることが、長期的な成長戦略のひとつになるのではないだろうか。

図表-9 今後中長期的に価格上昇や市場拡大が期待されるセクター



おわりに

昨年、J-REITは市場創設10周年を迎えた。市場創設以来、不動産市場のデータ整備が飛躍的に進んだことから、J-REITが不動産市場のデータインフラ整備に大きく貢献したことは明らかである。しかし、J-REITの金融商品としての魅力は、市場で広く認識されているとはいえない。J-REITが、広く認知されているAクラスビルを積極的にポートフォリオに組み入れ、それにより様々なポジティブな影響が市場に表れることを期待している。

以上

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。