

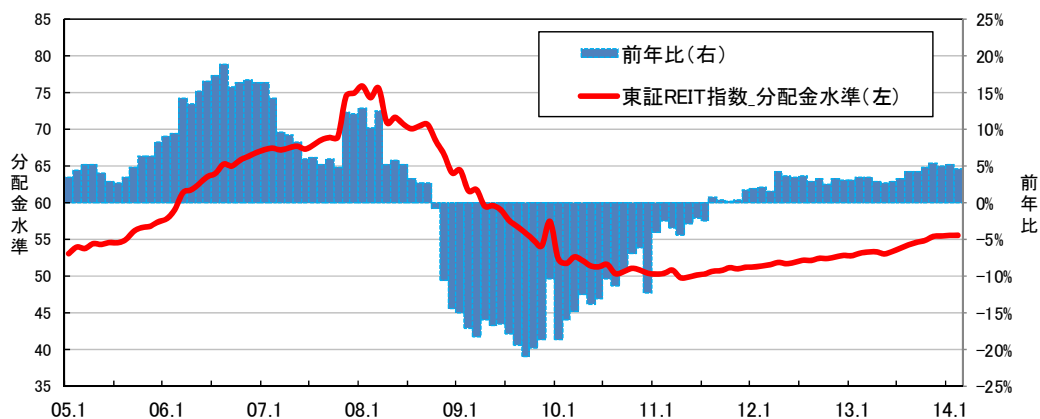
## (不動産投資)：岐路に立つJリートの外部成長戦略

Jリート市場は昨年 2.2 兆円の不動産を取得する外部成長を実現し、市場全体の分配金も上昇基調にある。一方で、不動産売買市場の取引利回りは低下し一部に過熱感が見られるため、Jリート各社は今後の外部成長戦略について難しい舵取りを問われることになる。

Jリート市場（不動産投資信託）の予想分配金水準は、2014年2月末時点で直近のボトムから12%増加、1年前と比べても5%増加し緩やかな上昇基調を維持している（図表1）。

こうした分配金の安定成長を支える原動力の1つが、Jリートの外部成長戦略である。外部成長戦略とは、エクイティ資金や借入金を調達し不動産を新規に取得、ポートフォリオの拡大や分散並びに質的向上を図ることで投資主価値を高めることを言う。稼働率や賃料を上げる内部成長戦略、財務基盤を強化する財務戦略とともに、Jリートの持続的成長に欠かせない運用手段であり、昨年は市場全体で2.2兆円の不動産を取得する外部成長を実現し、運用不動産額（取得価格ベース）は約11兆円に拡大した。

図表1：Jリート市場の予想分配金（東証REIT指数ベース）



(資料)ニッセイ基礎研究所

それでは、外部成長により1口当たり分配金(以下、DPS)はどのようにして増加するのであるか、Jリートの運用実績をもとに確かめてみたい。下図の通り、DPSは1口当たり純資産(BPS)と総資産利益率(ROA)、レバレッジ比率(LTV)の3つに分解できる。ここで、LTVを一定とすると、外部成長戦略により、①新たに発行する投資口価格(発行価額)がBPSを上回る(⇒BPS上昇)、②新規に取得する不動産利回りが既存ポートフォリオ利回りを上回る(⇒ROA上昇)、という2つの経路を通じて、DPSが増加することになる。

$$\frac{\text{分配金}}{\text{投資口数}} = \frac{\text{純資産}}{\text{投資口数}} \times \frac{\text{分配金}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{純資産}}$$

$\left( \begin{array}{c} \text{1口当たり利益} \\ \text{DPS} \uparrow \end{array} \right)$

$\left( \begin{array}{c} \text{①1口当たり純資産} \\ \text{BPS} \uparrow \end{array} \right)$

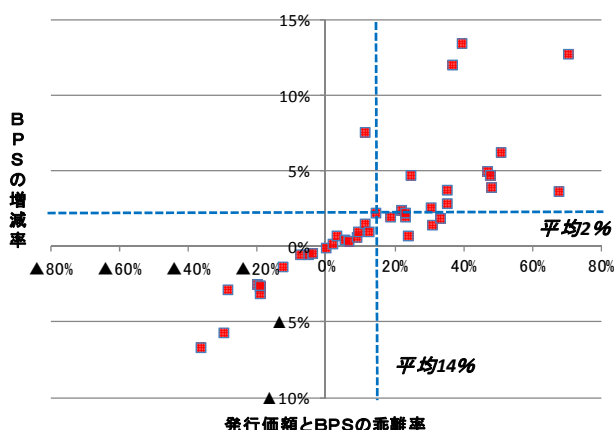
$\left( \begin{array}{c} \text{②総資産利益率} \\ \text{ROA} \uparrow \end{array} \right)$

$\left( \begin{array}{c} \text{レバレッジ比率} \\ \frac{1}{1-LTV} \end{array} \right)$

まず、①について、昨年1月以降に行われた公募増資41件（約7,500億円）を対象に、エクイティ資金の調達に伴うBPSへのインパクトを確認する。図表2は、横軸に発行価額とBPSの乖離率、縦軸に増資後のBPS増減率を示している。これによると、公募増資の発行価額がBPSを平均14%（▲37%～70%）上回ったことで、各社のBPSは平均で2%上昇（▲7%～14%）し、DPSに対してプラスに寄与する結果となった。

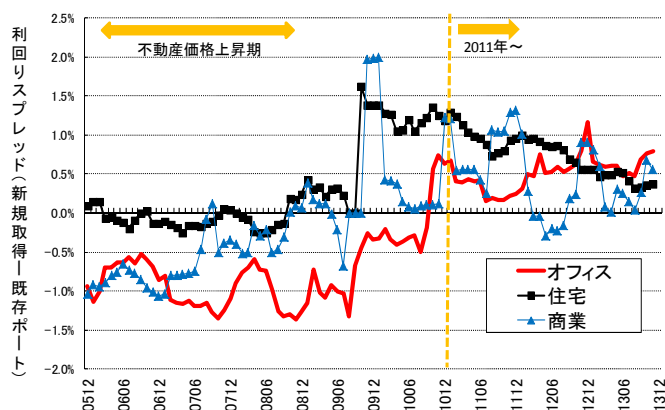
次に、②について、新規に取得した不動産利回りと既存ポートフォリオの実績利回りを比較するため、オフィス・住宅・商業セクター毎に取得時点における両者の利回りスプレッド（6ヶ月平均）を集計した（図表3）。2011年以降の利回りスプレッドについて見てみると、オフィスは、賃料下落に伴う既存ポートの利回り低下に留意しなければならないが、スプレッドは概ね0.5%以上を確保している。住宅は、スプレッドが縮小傾向にあるものの一貫してプラスを維持している。商業についてもプラス圏で推移しており、2011年以降の平均スプレッドは、オフィスで0.5%、住宅で0.7%、商業で0.5%であった。前回の不動産価格上昇期（2006～2008年）における外部成長は、オフィス・商業を中心に既存ポートフォリオを下回る利回りで不動産を取得したのに対して、今回は、既存ポート利回りを意識した利回り重視の姿勢で不動産を選別取得していることがわかる。

図表2: 公募増資によるBPSの増減率



(資料)ニッセイ基礎研究所

図表3: 新規取得と既存ポートの利回りスプレッド



(資料)ニッセイ基礎研究所

このようにJリート各社は、現在、外部成長によりBPSとROAを高めてDPSの維持・向上に努めている。一方、日銀による異次元緩和などを背景に国内外の投資マネーが不動産投資市場に流入し、実勢の取引利回りが低下し需要の強い一部のエリアやセクターでは過熱感が見られる。また、外部成長戦略はいわゆる高値掴みや負債レバレッジに依存した過剰投資のリスクを内包しており、時に投資主価値に深刻で重大なダメージをもたらすことがある。

したがって、Jリート各社は今後の外部成長戦略について、現在の利回り重視の姿勢を維持するのか、マーケットトレンドを受け入れて物件取得の利回り目線を下げるのか、あるいは将来の不動産サイクルを見据えて外部成長ペースを緩める、ないしは物件売却の好機と判断するのか、自らのマーケットポジションと照らし合わせながら難しい舵取りを問われることになりそうだ。

(岩佐 浩人)