

J-REITの信用力と投資の考え方

J-REIT — 次の局面に備えあり

不動産が活況を呈す中、J-REITは意外にもレバレッジを低下させ、新規の不動産購入を減らすなど、将来の調整局面に備えているように見える。10年ほど前の苦い経験から、不動産を高値掴みしたくないという判断があるのかもしれない。財務面では、グリーンボンドの発行や自社株買いなど、新たな動きも広がってきた。規律ある投資方針と保守的な財務戦略を背景に、総じて信用力は高位で安定、ESG投資の面からも魅力ある投資対象と考えられる。

1. 不動産の好況下でJ-REITはレバレッジを引き下げ

不動産投資法人（ここではJ-REITと略す）の業績が堅調だ。立地の良さに加えて、耐震性能や築年数など質の面でも優れた不動産で構成されるJ-REITのポートフォリオは、高い稼働率を誇っている。特に近年は、好景気等を背景に賃貸需要が強く、2019年8月末時点でJ-REITが保有する全物件の平均稼働率は99.3%（投資信託協会調べ）と極めて高い水準に上昇している。さらに、賃貸需要が強い都心部ではオフィスや住宅の賃料単価が上昇傾向にあり、J-REITの賃貸収入は緩やかな増加トレンドにある。

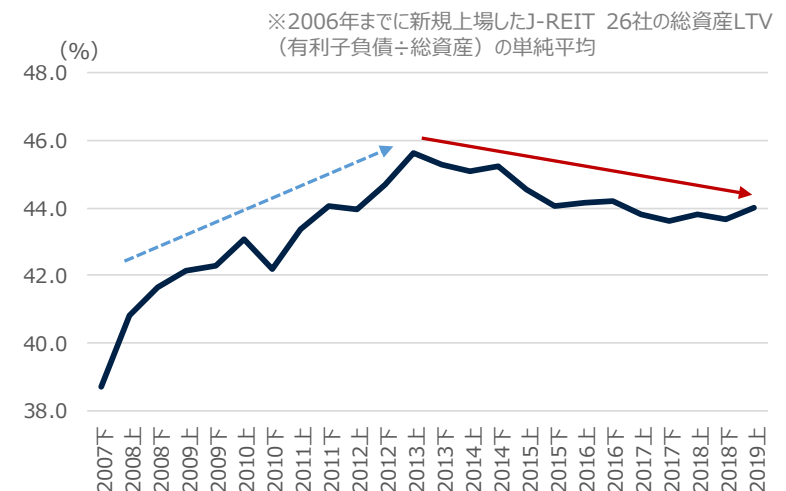
ここでは、財務レバレッジ（LTV＝有利子負債／総資産）の動きに注目したい。過去を振り返ると、世界金融危機後の2009年から12年にかけて、賃貸需要が低迷し（図表1参照）、不動産価格が調整した時期に、J-REITは借入金を増やして、即ち財務レバレッジを高めて、不動産を購入してきた（図表2、青矢印）。上場して間もないJ-REITのLTVがもともと低かったこともあるが、財務レバレッジの全体平均は上昇してきた。

ところが、J-REITは2013年をピークに不動産の新規購入を徐々に減らしたうえ（次頁 図表3）、増資や資産売却によって財務レバレッジを低下させている（図表2、赤矢印）。一般論として、賃貸需要が強く、賃料上昇が期待できる場合は、不動産価格の上昇期待も相俟って、不動産の投資・購入意欲が高まるはずだ。実際、図表1にある通り、オフィスの空室率は改善トレンドが明確である。さらに昨今の低金利下では、財務レバレッジを高めて、利益の増大を図ることも可能だろう。

【図表1】東京ビジネス地区オフィス平均空室率 (%)



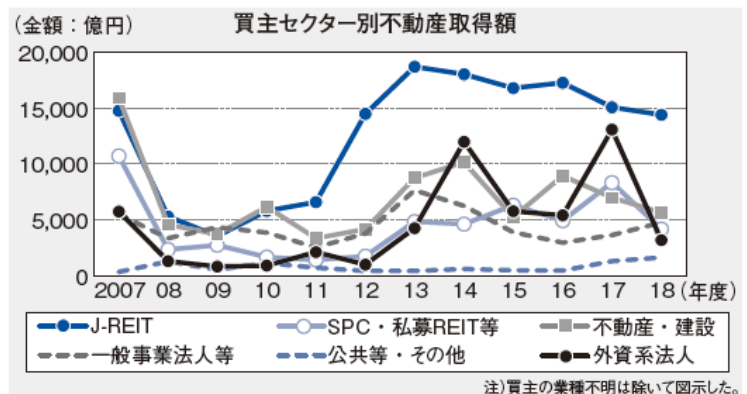
【図表2】J-REIT：総資産LTVの推移※



しかし、J-REITが一転、財務レバレッジを引き下げたのは、低金利等を背景に不動産価格が上昇し、投資利回りがJ-REITの目標に見合わなくなってしまったことが主因だろう。ホテルや地方のオフィス・商業施設などには、まだ相対的に高い利回りが残っているものの、概して空室発生等のリスクが高く、J-REITは組み入れにさほど積極的でない。

また、将来に市況が悪化して不動産が安くなった際、機動的に負債を調達できるようにレバレッジの引き上げ余地を残しておく意図があると考えられる。仮に、割高な物件を買い進めてレバレッジを上げてしまった場合、環境悪化時に収益不振や投資口価格（株式会社における株価）の低迷で増資がうまくいかず、レバレッジを下げられなくなったり、物件入替等で売却損が発生するリスクも想定される。2010年前後に不動産市況が悪化した際、J-REITが好況期に購入した不動産に含み損が発生した記憶はJ-REIT経営陣に今なお鮮明に残っているはずである。

【図表3】



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」
(みずほ信託銀行のシンクタンク)

出所：みずほ信託銀行「不動産トピックス」2019年6月号より許可を得て転載

2. 資本政策・資金調達には新たな動き

レバレッジを調整する一方で、J-REITの資本政策、負債による資金調達にも新たな動きがみられる。2013年の投信法の改正により、投資法人による自己投資口（株式会社における株式）の取得（以下、自社株買い）が可能となり、実際に数社のJ-REITがこれを実践している。

J-REITはその制度設計上、純利益のほぼ全額を投資主（株式会社における株主）に分配することから、剰余資金は減価償却費から資本的支出を差し引いた金額の蓄積に限られ、自社株買いの原資が大きい訳ではない。それでも現金を負債返済の代わりに自社株買いに充てるのだから、財務には当然マイナスである。

しかしながら、J-REITの信用力を評価するにあたって、自社株買いは必ずしもネガティブとは限らない。自社株買いによるアナウンスメント効果等によって、低迷する投資口価格が上昇すれば、逆説的だが増資がやりやすくなり、新たな物件の購入により資産を拡大できる場合があるためである。例えば、投資口価格が一口当たり純資産を下回っているJ-REITは、資産購入のために増資をしたくとも、ほとんどの場合は希薄化により一口当たり分配金（株式会社におけるEPS）の減少を招くなど、既存投資主の価値を毀損するため、増資そのものが難しい。元来、J-REITが資産規模と利益の持続的成長を図るためには、増資を続ける必要があることから、投資口価格の維持・向上は重要な経営課題である。資本政策の一つとして自社株買いが活用され始めたことは、クレジット投資家としても注目できよう。

負債による資金調達面では、グリーンボンドの発行が急増している。2018年5月の日本リテールファンド投資法人による発行以来、既に15社のJ-REITがグリーンボンドを発行した（2019年9月末現在、PGIM調べ）。J-REITの組み入れ資産の環境性能は高いものが多く、その調達（再調達）資金としてグリーンボンドは適しやすい。発行体にとっては資金調達手段の拡充につながるほか、グリーンボンドの発行が増えることで投資家層が広がり、投資法人債市場全体の厚みや流動性の向上も期待されることから、クレジット投資の観点では歓迎される動きと認識している。

3. 信用力評価のポイントと投資論点～向こう数年間が試金石に～

近年注目されているESG投資の側面では、Environment（環境）の点でJ-REITは多くのグリーン適格資産を有しているし、Social（社会）の点でも「働きやすい」「住みやすい」場を提供している。

ただし、Governance（ガバナンス）の評価は複雑である。一般的に、J-REITは投資主価値の増大に専念し、スポンサー（J-REITの資産運用会社の大株主である不動産会社等）が保有する物件の単なる出口にならないように運営されるべき、と考えられている。

即ち、スポンサーとの利益相反が無いかどうか、ガバナンス評価では重要となる。半面、クレジット評価においては、スポンサーとの距離の近さも重視される。特に金融環境が悪化した際のJ-REITのリファイナンスの成否は、スポンサーからのサポート期待に依るところが大きいと考える。規律あるガバナンス運営は当然確保されるべきだが、スポンサーと良好な関係を築いているかどうかも投資判断のポイントになるだろう。

以上のように、J-REIT各社は、好況下でも規律ある投資目線を変えず、財務の健全性を向上させて、高い信用力を維持している。ESGの面からも安定した評価を下せるし、グリーンボンドなどの新たな投資機会も見出せる。その一方で、J-REITが発行する社債（投資法人債）のспредは割安に見える。AA格の主な投資法人債（図表4）の国債対比のспредは50～60bpsの水準にあるが、同じAA格の事業債平均に比べて10～20bp程度ワイドである。単純比較は難しいものの、前述の堅調なファンダメンタルズに照らせば、投資法人債には一定の投資魅力があると捉えられるだろう。

【図表4】 AA格の主な不動産投資法人

AA格の主な不動産投資法人	R&I 格付	回号	クーポン (%)	спред (bps)	満期
ジャパンリアルエステイト	AA	12	0.23	51.3	2023/11/01
日本ビルファンド	AA	16	0.22	60.4	2025/05/23
アドバンス・レジデンス	AA-	31	0.22	55.0	2024/07/24
オリックス不動産	AA-	10	0.89	64.5	2024/12/19
大和証券オフィス	AA-	4	1.00	64.9	2024/09/12
大和ハウスリート	AA-	1	0.83	60.0	2024/12/24
日本プライムリアルティ	AA-	22	0.83	60.0	2024/12/04
日本リートールファンド	AA-	13	0.20	54.9	2024/06/25
日本ロジスティクスファンド	AA-	2	1.28	59.9	2025/12/26
R&I AA格の事業債 平均（日本証券業協会の売買参考統計値）				43.7	

спредは国債対比で残存5年程度

出所：BloombergデータよりPGIMジャパン作成 2019年9月末時点

上記に記載されているJ-REITは、例示のみを目的としたもので、これらの銘柄の売買あるいは投資運用サービスの提供、推奨、勧誘を意図したものではありません。また、投資に関する意思決定の材料として用いるべきものではありません。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

文中の投資見解にかかわる部分は、ファンダメンタルズ並びに価格等の相対位置のみに基づくもので、当社の投資方針、実績等と必ずしも一致しない場合があります。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会