

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.239

2024.3.1

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。

## 金利上昇下における J-REIT の不動産取引

- 投資口価格の軟調な推移によって、J-REIT では不動産取得に困難が生じている
- J-REIT のローン調達などの特徴を踏まえると、金利上昇が進んだ場合はさらに不動産取得が難しくなる可能性がある
- 実物不動産市場の相対的な値付けが高いなか、J-REIT による保有不動産の若返りやポートフォリオのリバランスを目的とした入れ替え取引、J-REIT 投資家への利益還元を目的とした益出し取引が従前以上に目立つだろう

## J-REIT の不動産取得環境を考察

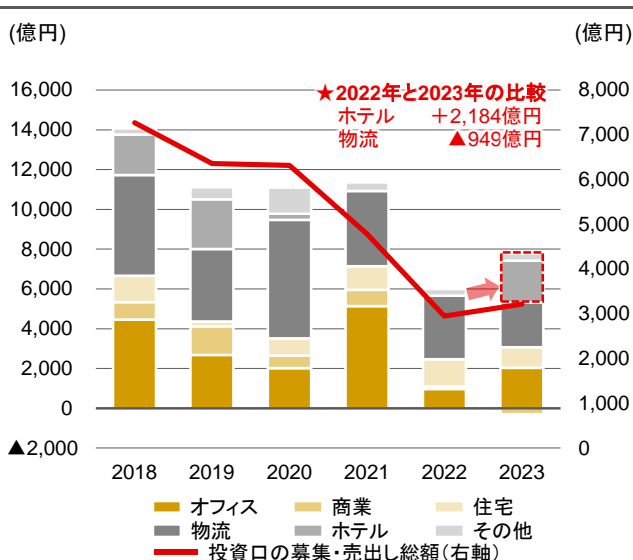
2023年のJ-REITの不動産純取得額<sup>1</sup>は、前年比+26.8%の7,493億円だった(図表1)。全体の数字を見れば前年比で増加しているものの、増加幅が大きかったホテルを除けば、取得額は前年比マイナスとなっている。J-REITは国内の実物不動産市場における不動産取引の2~3割程度を占める投資主体であり、その投資行動の背景を理解することは重要と言える。本稿では、市場データや市場関係者への取材を基に、足許でJ-REITによる不動産取得が困難である理由(主に2~3ページ)、それを踏まえた2024年の不動産取得環境の見通しと不動産取引について(主に3~5ページ)、筆者の見解を述べたい。

## 不動産取得困難の背景に 金利上昇の織り込み方の違い

J-REITの不動産取得が困難になった直接的な背景は、長期金利の上昇を受けて投資口価格が下落したことにある。図表2はJ-REITの予想分配金利回り、長期国債金利およびそれらのスプレッドを示している。長期金利上昇が始まった2022年以降、予想分配金利回りは長期金利上昇分そのまま上昇してきたことが分かる。上記のスプレッドはJ-REITのリスクプレミアム等と解釈されるが、上下動はありつつも3.5%前後で推移してきた。

投資口価格の下落でJ-REIT投資家が求める保有不動産への要求利回りであるインプライドキャップレート<sup>2</sup>が上昇したが、その一方で実物不動産市場においては不動産のキャップレートは

図表1: J-REITの不動産純取得額



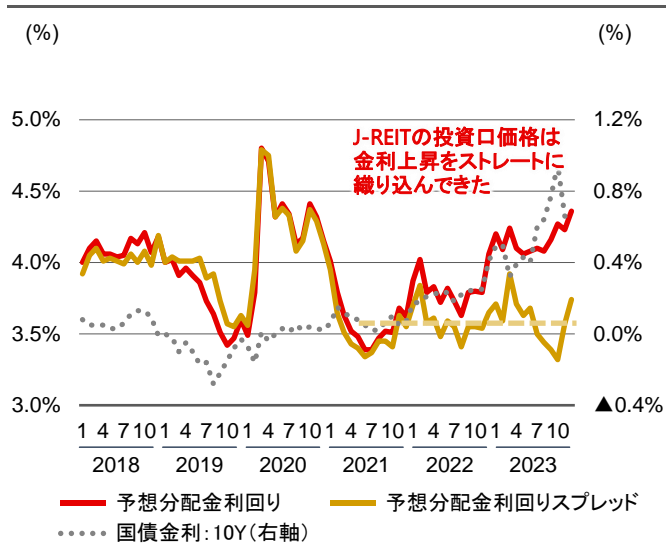
出所 不動産証券化協会「ARES マンスリーデータブック」を基に三菱UFJ信託銀行が作成

<sup>1</sup> 本稿では、純取得額=取得額-譲渡額と定義する

<sup>2</sup> 「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)」と一般的に定義される世界が進むチカラになる。

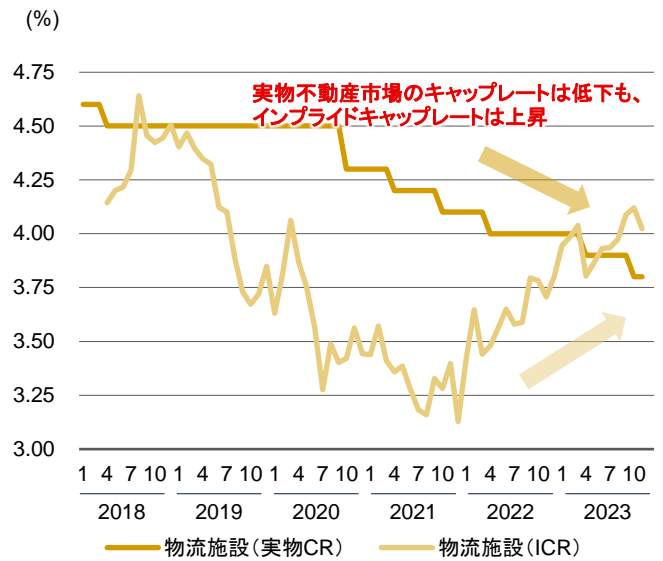
横ばいからやや低下傾向だった<sup>3</sup>。そのため、インプライドキャップレートを上回る不動産取得が難しくなった<sup>4</sup>。例として、不動産純取得額が最も減少した物流施設特化型 REIT について見てみると、筆者試算のインプライドキャップレートが 2022 年以降で 0.9% 上昇した一方、実物不動産市場のキャップレートは逆に 0.3% 低下していた（図表 3）。

図表 2: J-REIT の予想分配金利回りスプレッド



出所 日本取引所グループ公表情報、不動産証券化協会「ARES マンスリーデータブック」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

図表 3: 物流施設特化型 REIT のインプライドキャップレート



出所 日本不動産研究所「不動産投資家調査」、日本取引所グループ及び投資法人公表情報を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

## J-REIT のローン調達に注目

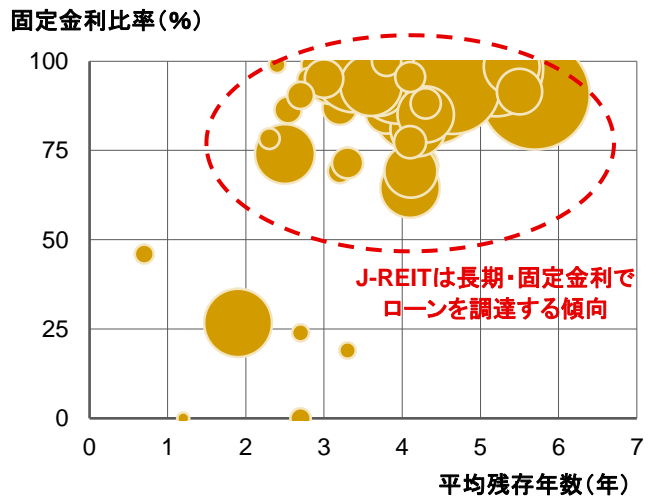
J-REIT ではどうして長期金利上昇をストレートに投資口価格に織り込んだのか。様々な要因が想定されるが<sup>5</sup>、本稿ではその一つとして J-REIT の特徴である長期・固定金利のローン調達に注目したい。

### J-REIT のローン調達の特徴

J-REIT は投資口の買戻しや解約を原則として認めないクローズドエンド型<sup>6</sup>の金融商品であり、運用期間の定めがなく半永久的に運用されるゴーイングコンサーンが前提となっている。そのため、ローン調達にあたっては、固定金利を利用しつつ、長期に渡って返済時期を分散させることで資金繰りの安定化を狙

図表 4: J-REIT のローン残存年数と固定金利比率

(バブルの大きさは 2023 年末時点の時価総額に比例)



出所 投資法人公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成  
注 2023 年 11 月決算期時点

<sup>3</sup> 実物不動産市場のキャップレートの推移についての詳細は、拙稿『日本の不動産投資市場において金利はキャップレートを上昇させるか（2024 年 1 月）』を参照されたい

<sup>4</sup> J-REIT の不動産取得と投資口価格の関係についての詳細は、拙稿『J-REIT の不動産取引はなぜ減っているのか（2022 年 11 月）』を参照されたい

<sup>5</sup> ヒアリングにおいては、ローン調達の構造の他、J-REIT ではミドルリスク・ミドルリターンが求められる商品性や、株式や債券へ投資する投資家との重複などが J-REIT の投資口価格に金利上昇が反映されやすい背景として指摘があった

<sup>6</sup> クローズドエンド型とは、投資信託の分類のひとつ。組み入れ資産の時価等に基づく純資産価格での買戻しや解約を原則として世界が進むチカラになる。

う傾向がある（図表 4）。開示資料によれば、固定金利で調達したローンの返済を今後 7～9 年前後で平準化させている J-REIT が多い。筆者試算によるローンの平均残存年数は約 4 年、固定金利割合は 83% だった（2023 年 11 月決算期末時点）。

一方で、J-REIT 以外の実物不動産市場の参加者にとって、長期・固定金利でローン調達することは当たり前ではない。主な市場参加者として不動産私募ファンドを例に挙げたい。不動産私募ファンドの運用期間は 5～7 年で設定されることが多く<sup>7</sup>、J-REIT よりもローン調達の期間も自然と短くなる傾向がある。筆者のヒアリングによれば、足許の金利の先高観を受けて一部固定化の動きが見られるものの、「実際のところ、短期・変動金利の調達が大半」とされる。

### J-REIT は長期金利上昇の影響を蓄積

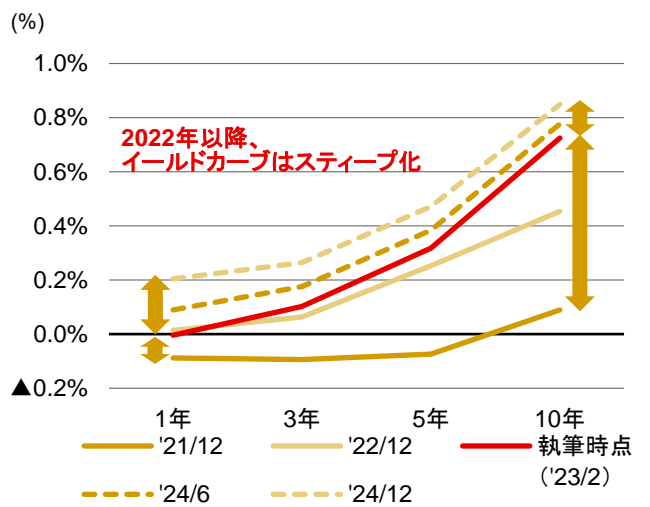
現在の金融市場のように、短期金利がさほど上昇せず長期金利の上昇幅が大きい、所謂イールドカーブがスティープ化している環境では（図表 5）、長期・固定金利の J-REIT のローン調達は他の実物不動産市場の参加者よりもファンド収支の悪化を被りやすいと思われる。金利が既に固定化されているローンについて影響は生じないものの、今後も上記のローン調達の特徴を維持する前提では、借り換えの度に長期金利上昇によるダメージを蓄積していくことになる。こうしたメカニズムを踏まえ、J-REIT 投資家は投資口価格に長期金利上昇を反映させるべきだと考えた可能性がある。

### 2024 年も J-REIT の不動産取得環境は厳しいか

上記の J-REIT の特徴が維持されることを前提とすると、2024 年の J-REIT の不動産取得環境はどのように推移するだろうか。金融市場での予想を見ると（図表 5 の点線部分）、イールドカーブの形状は大きく変わらないと考えられているようだ。マイナス金利解除の可能性から短期ほど金利上昇幅が大きく予想されているものの、2022 年以降の累積的变化を踏まえると大勢は変わらない。J-REIT とその他の実物不動産市場参加者の金利上昇の織り込み方の違いがローン調達の特徴の違いによる部分が大いだとすれば、J-REIT の不動産取得が困難である環境は 2024 年も変わらない可能性が高い。

なお、三菱 UFJ 銀行の予想では、2024 年度末の政策金利（無担保コールレート）は現在の▲0.10%から 0.25%まで、長期金利は 1.1%まで上昇するとしている（図表 6）。

図表 5: 日本国債のイールドカーブ



出所 財務省公表情報等を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成  
注 予想部分は金融市場のスワップレートを基に試算

して認めていない型である

<sup>7</sup> 不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所の共同調査『不動産私募ファンドに関する実態調査（2023 年 7 月）』によれば、アンケート回答者における運用期間を 5～7 年で設定しているファンドの割合は 46% だった

世界が進むチカラになる。

図表 6: 三菱 UFJ 銀行による金融政策に関するコメント

- 2023年10月の「経済・物価情勢の展望」で示された政策委員による物価見通しでは、消費者物価指数(除く生鮮食品・エネルギー)でみれば、物価目標の達成が視野に入りつつある。
- 2024年も相応の賃上げが行われることは既に織り込まれていることを踏まえると、**マイナス金利の解除は春闘の結果(第一次速報)確認後の4月に行われ、長期金利の「ゼロ%程度」の操作目標も撤廃されると予想**。他方、上限の目途値は維持され、量的・質的金融緩和のストック効果は残存する下、**長期金利は2024年度後半にかけて1%台前半で推移すると予想**。
- その後、2024年度後半にもう1回の利上げが行われるものの、2024年度後半にはインフレ率が2%を割り込むなか、利上げは打ち止めになると予想。米国では利下げが行われ、日米金利差が縮小するなか、ドル円相場は円高基調で推移するとみる。

出所 三菱 UFJ 銀行「内外経済の見通し(2023年12月)」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

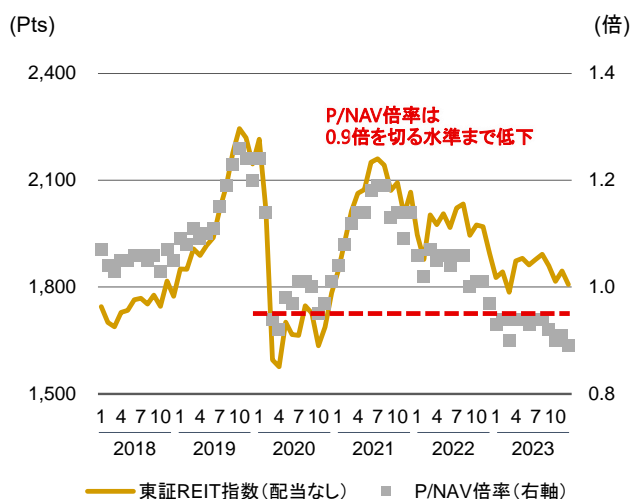
## 金利上昇下での不動産取引

前節の通り、J-REITによる不動産取得は進みにくい、つまりAUM(運用資産額)を成長させることは難しい可能性がある。筆者の見解では、(1) 保有物件の継続的な若返りとポートフォリオのリバランスを図るための入れ替え取引、(2) J-REIT投資家への利益還元を行うための益出し取引((1)とのミックス戦略を含む)が従前以上に目立つと考える。

J-REITとしては外部環境の変化に関わらず継続的な若返り及びポートフォリオの最適なバランス調整を図る必要があるが、公募増資のハードルが高いなかでは入れ替え取引に頼らざるを得ない。J-REIT投資家としては、P/NAV倍率が1倍を割れていることを踏まえても株主還元のための益出し取引のニーズは高いはずだ(図表7)。実際にこうした取引事例も散見されるようになってきた(図表9)。

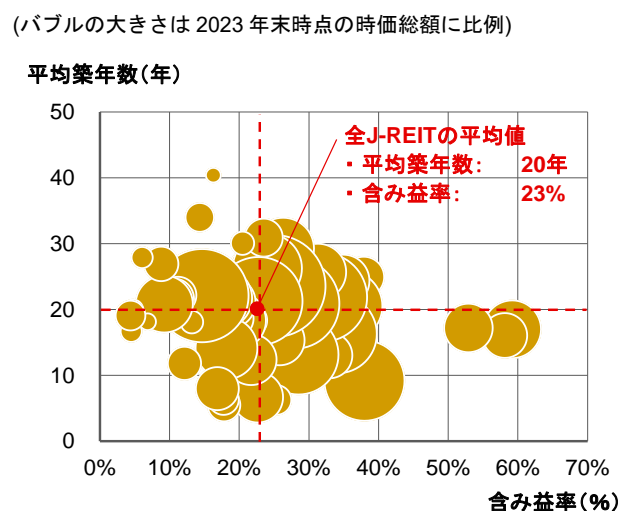
実物不動産市場での相対的な値付けが高い環境の下では、J-REITによるスポンサーからの取得割合が高まる傾向<sup>8</sup>が生じる。その結果として、スポンサーにとってのJ-REITの重要性やグループ内での位置づけ、スポンサーによって**J-REITの運用成果の二極化が進む可能性がある**だろう。引き続き、投資主価値の最大化に向けて不動産取引を続けるJ-REITの動向を注視したい。

図表 7: J-REIT の P/NAV 倍率



出所 財務省公表情報、不動産証券化協会「ARES マンスリーデータブック」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

図表 8: J-REIT の保有物件の平均築年数と含み益率



出所 投資法人公表情報等を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成  
注 2023年11月決算期時点

<sup>8</sup> スポンサーとの取引についての詳細は、拙稿『J-REITの不動産取引はなぜ減っているのか(2022年11月)』を参照されたい  
世界が進むチカラになる。



図表 9: 直近の J-REIT による入れ替え取引の具体例

公表日	入れ替え取引の具体例	左記の入れ替え取引の概要
2023 /6/29 (ジャパン エクセレント)	売: 興和川崎西口ビル(譲渡160.5億円/簿価188億円/1988年築) JEI京橋ビル(譲渡63億円/簿価27億円/1987年築)  買: BIZCORE築地(取得98億円/2019年築)	・稼働率が低迷していた興和川崎西口ビルを譲渡(譲渡損をJEI京橋ビルの譲渡益で相殺)。入れ替え物件として、 <b>築浅かつ100%稼働の物件を取得</b> (BIZCORE築地)。残り資金でさらなる物件取得を検討
2023 /10/26 (ラサール ロジポート)	売: ロジポート流山B棟の持分37.5% (譲渡131億円/簿価97億円/2008年築)  買: 犬山物流センター(取得33億円/2022年築) 今後追加取得予定の交換物件への間接投資 (特定社債と優先出資持分49%)	・ロジポート流山B棟の譲渡先との交換取引によってポートフォリオの収益性を維持しつつ手元資金を確保。売却益を含む手元資金については今後の成長投資に加え、 <b>自己投資口取得への充当も検討</b>
2024 /1/30 (サンケイ リアルエステート)	売: ブリーゼタワーの持分43.45%(譲渡180億円/簿価126億円/2008年築) 品川シーサイドTSタワーの持分50%(譲渡161億円/簿価212億円/2003年築)  買: ホテルインターゲート京都 四条新町(取得58億円/2017年築) ホテルインターゲート金沢(取得32.5億円/2019年築) グリッズプレミアムホテル大阪なんば(取得78億円/2021年築)	・リーシング苦戦、維持費用増加等の課題があったオフィスを売却し、市況環境回復が著しいホテルについて築浅の物件を取得する <b>大規模なポートフォリオリバランス</b> を実施

出所 投資法人公表情報等を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

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ます。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。