J-REIT四半期レポート

（2022年10月～2022年12月）

ご参考資料

2023年1月27日

2022年の振り返りと2023年の展望

金融政策動向に左右されつつも12月の押し目買いが下支え

2022年10～12月のJ-REIT市場は下落しました。

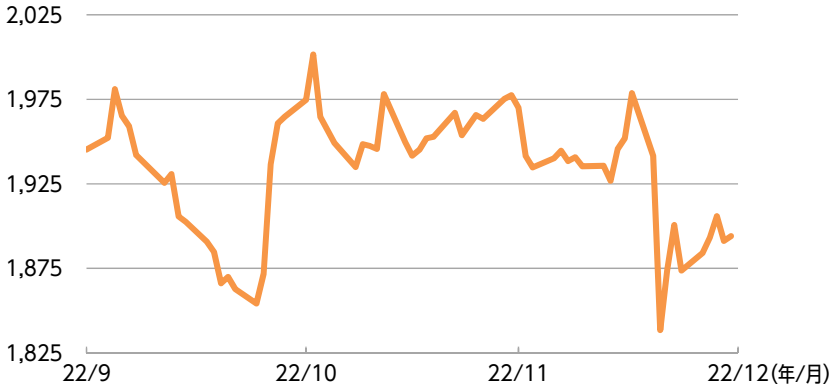
10月は、複数の銘柄による公募増資の発表が相次ぎ、需給悪化懸念から下落しましたが、月末には米国における金融引き締めペースの鈍化が意識され、市場心理が改善したことなどから上昇しました。

11月から12月中旬にかけては、米CPI（消費者物価指数）が市場予想を下回ったことからリスクオンの流れが見られた一方、欧米の金融引き締めが長期化する見通しが示されたことが嫌気されるなど、一進一退となりました。

12月中旬以降は、日銀による金融政策の一部見直しを受け、J-REIT市場は一時急落しました。しかし月末には、業績面への影響は限定的で市場の反応は過剰であったとの見方から、押し目買いが活発化し下げ幅を縮小しました。

（図1）東証REIT指数の推移

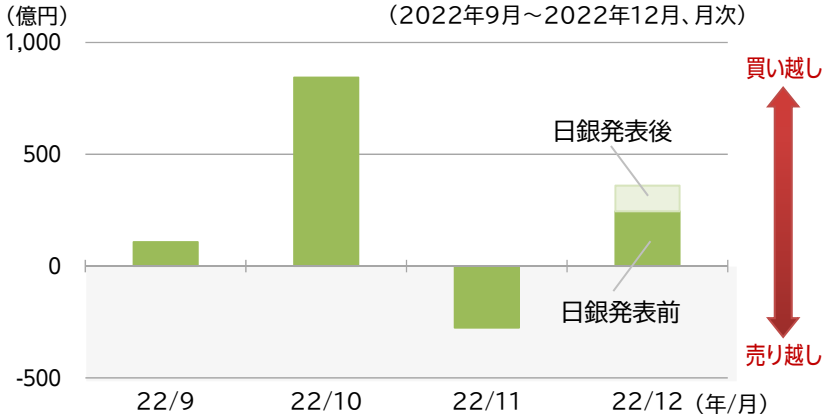
（2022年9月末～2022年12月末、日次）



（出所）Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

（図2）J-REIT ETFの純流出入額の推移

（2022年9月～2022年12月、月次）



（出所）Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

日銀サプライズによる急落局面では地銀等が買い越し

12月に日銀の発表を受けて一時急落した局面では、インカム志向が高いとされる地銀等の機関投資家によるJ-REIT買い越しの動きが確認されました。

地銀等の機関投資家が主に投資を行うJ-REIT ETF（上場投資信託）の資金動向から、12月の急落局面で資金が流入しており、押し目買いを行ったことが推定できます。

下落局面におけるJ-REITの需要は、インカム志向の投資家を中心に一定程度存在することなどから、今後も下値での押し目買いを狙う動きが予想されます。

※画像はイメージです

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

1 日銀の金融政策 金融政策の一部見直しも、J-REITへの影響は限定的

長期金利の変動幅は「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大

日銀は、2022年12月の金融政策決定会合で、これまでの長短金利操作の運用を一部見直すことを決定しました。国債の買入額を増やし、長期金利の変動許容幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大しました。

当初、今会合では政策変更なしと予想されていたことや、物価目標をめぐる政府・日銀の共同声明の見直し論が浮上していたこともあり、市場にとっては大きなサプライズとなりました。ただし、日銀は今回の決定について金融緩和の持続性を高めるための措置であることを強調しており、引き続き2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的緩和」を継続し、これまでの大規模緩和を変更するものではないとしています。

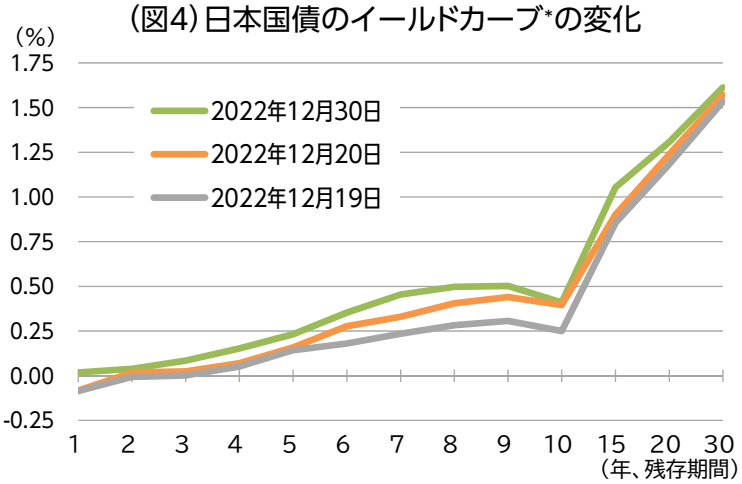
この発表を受けて、国債利回りは残存期間「5年超10年以下」を中心に上昇し、東証REIT指数も一時急落しましたが、その後イールドカーブは新たな変動許容幅に応じて日銀によりコントロールされています。

(図3) 12月の金融政策決定会合のポイント

1. 長期金利の変動許容幅を±0.25%程度から±0.5%程度に拡大
2. マイナス金利政策は維持
3. 長期国債の買入額を月間7.3兆円から9兆円程度に増額

(出所) 日銀発表資料を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図4) 日本国債のイールドカーブ*の変化



*イールドカーブは、縦軸を「利回り」、横軸を「残存期間」とする債券の利回り曲線
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

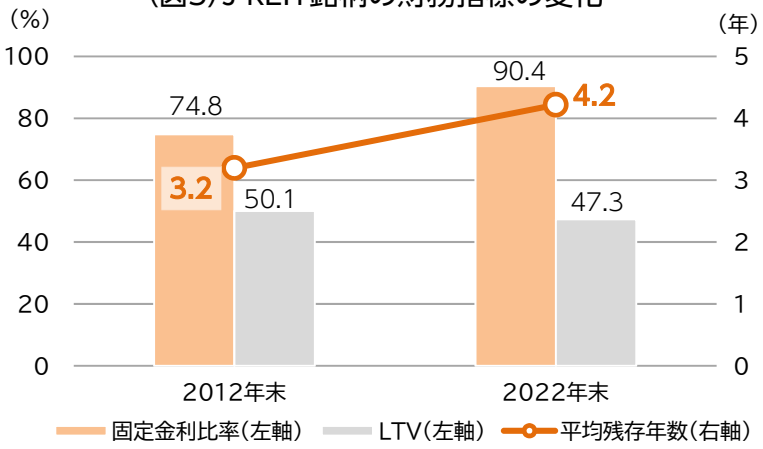
財務面での金利上昇耐性により J-REITへの影響は限定的

国内の低金利環境が続く中、J-REITは金利上昇に対する抵抗力を徐々に高めてきたことが確認できます。

各REITの有利子負債比率を示すLTVは低下しつつも、有利子負債の平均残存年数は10年前と比べて3.2年から4.2年に長期化し、また1年以上の借入契約のうち固定金利の割合は約75%から約90%に増加するなど、短期的な金利変動による影響を抑制しています。

現時点での上昇幅であれば、金利上昇によるJ-REITの業績への影響はそれほど大きくないと見られ、市場の反応については冷静に判断する必要があると考えられます。

(図5) J-REIT銘柄の財務指標の変化



※LTVは有利子負債/(有利子負債+出資総額+出資剰余金)×100で算出、平均残存年数は全銘柄加重平均
(出所) 三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

2 地価動向 地価回復を背景に、J-REITは多額の売却益を計上

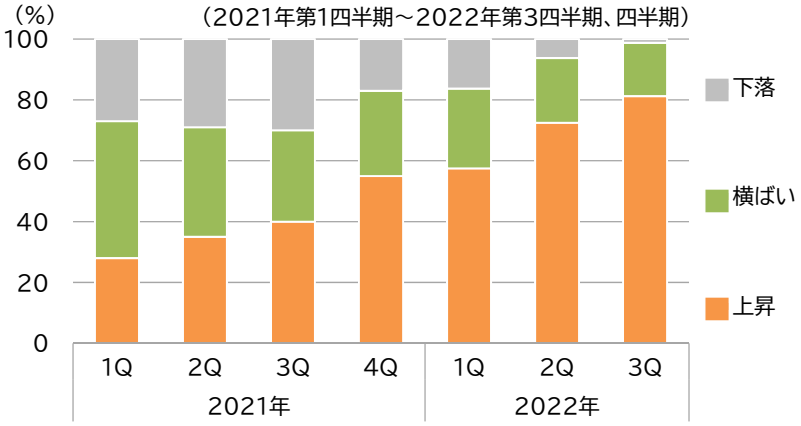
三大都市圏では下落地区がゼロに

2022年11月に発表された「主要都市の高度利用地地価動向報告～地価LOOKレポート～」によると、2022年第3四半期の上昇地区は、大阪圏での増加を主因に調査対象地区全体の81.3%と、前回72.5%から大きく増加しました。

またJ-REIT保有物件が多く所在する東京圏においても、74.3%の地区が上昇するなど引き続き堅調な地価動向が確認されました。

また今回、三大都市圏(東京、大阪、名古屋)における下落地区数がゼロとなったことも、コロナショック以降の地価回復を裏付ける結果となりました。

(図6) 高度利用地の地価動向推移(全国)



※1Q:第1四半期(1/1～4/1)、2Q:第2四半期(4/1～7/1)、3Q:第3四半期(7/1～10/1)、4Q:第4四半期(10/1～1/1)
(出所)国土交通省のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

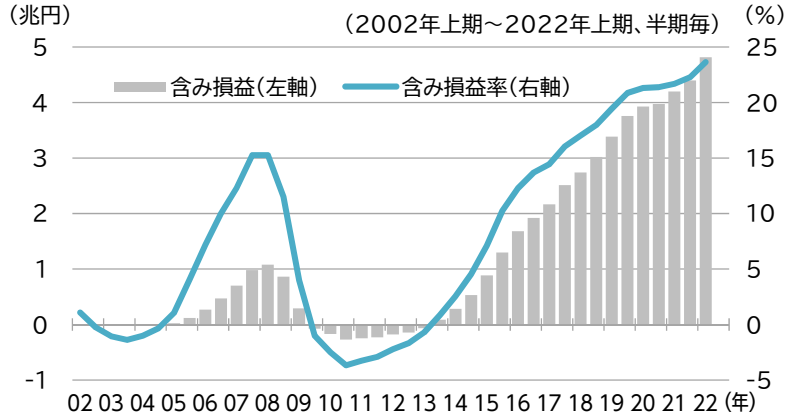
J-REITの含み益は最高水準を更新

堅調な地価動向は、J-REITが保有する不動産の含み損益にも表れています。

2022年上期のJ-REIT市場の含み益は合計約4.8兆円と、市場設立来最高の水準を更新しています。含み益の増加は、ストック面での評価を高めるだけでなく物件売却時の利益計上ができるなど、フロー面から経営の自由度の高まりにも繋がります。

含み損益率(含み損益額÷取得価額)は約24%と、多少の価格変動では物件譲渡時の収益に大きな影響はないと考えられます。

(図7) J-REIT保有不動産の含み損益の推移



※含み損益(不動産鑑定評価額－不動産帳簿価額)は、過去6カ月間に決算発表した銘柄の含み損益の合計値
(出所)三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

物件売却により含み益を実現 長期的に安定した配当を目指す

保有物件の売却により含み益を実現する動きは、これまでもJ-REITの安定した配当を支えてきました。

2022年においても、J-REITは物件売却により多額の収益を計上しています。

売却益は配当金の原資として活用されるだけでなく、将来の一時的な減益等に備えて内部留保される場合もあります。このような長期的に配当の安定化を目指す動きが、これまでの底堅い配当実績に繋がっていると言えます。

(図8) 2022年後半のJ-REITによる主な物件売却事例

物件名	売却価格 (売却益)	J-REIT銘柄
大手町ファーストスクエア	270億円 (+35億円)	グローバル・ワン不動産投資法人
東急銀座二丁目ビル	90億円 (+47億円)	東急リアル・エステート投資法人
新川崎三井ビルディング	240億円 (+18億円)	日本ビルファンド投資法人
いちご池之端ビル	106億円 (+55億円)	いちごオフィスリート投資法人
晴海フロント	391億円 (+139億円)	ジャパンリアルエステイト投資法人

※発表時点で譲渡完了していない取引は、売却予定価格・想定売却益を掲載
(出所)各種情報を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

3 賃貸不動産市場 オフィス空室率はエリアによって動きが多様化

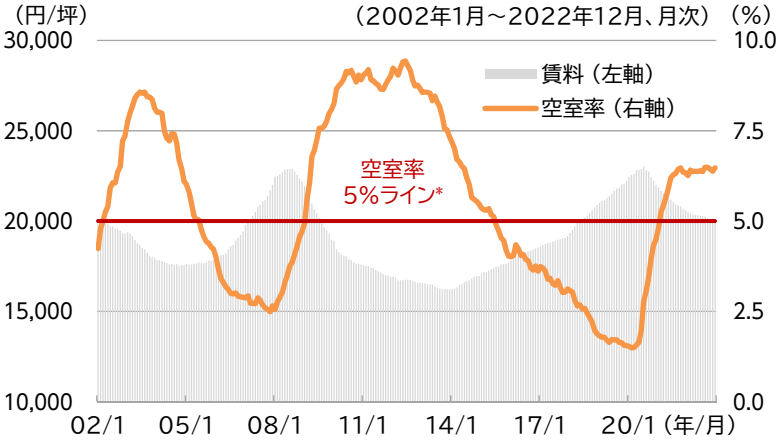
都心5区のオフィス空室率は横ばいも、「渋谷区」は大きく改善

2022年12月の東京都心5区のオフィス空室率は6.47%となり、2022年は年間を通して概ね横ばい推移となりました。また、12月の平均賃料は20,059円/坪と29カ月連続で下落しました。

オフィスの空室率を区ごとに見ると、相対的に環境が厳しいエリアと改善が進むエリアと、動きに差があることが確認できます。都心5区のうち「中央区」は、空室率の上昇が顕著で、日本橋、人形町、銀座などオフィス街のイメージが強いものの、月島、晴海など湾岸エリアにおけるオフィス需要の減少が主な要因と見られています。一方「中央区」以外の区では空室率の上昇が一服しており、中でも「渋谷区」は足元3%台まで大きく改善しています。

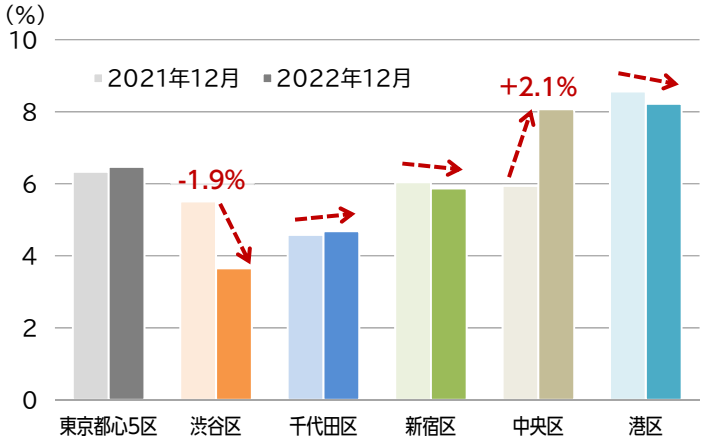
エリアごとに状況が変化する中、立地やスペックが良く競争優位性のあるオフィスビルを中心に、引き続き埋め戻しの動きが進んでいくことが見込まれます。

(図9) 東京都心5区のオフィス空室率と賃料の推移



＊オフィス市場において、景気判断の目安とされる需給の均衡点
※東京都心5区は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
(出所) 三鬼商事のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図10) 東京都心5区のオフィス空室率の変化(区別)



(出所) 三鬼商事のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

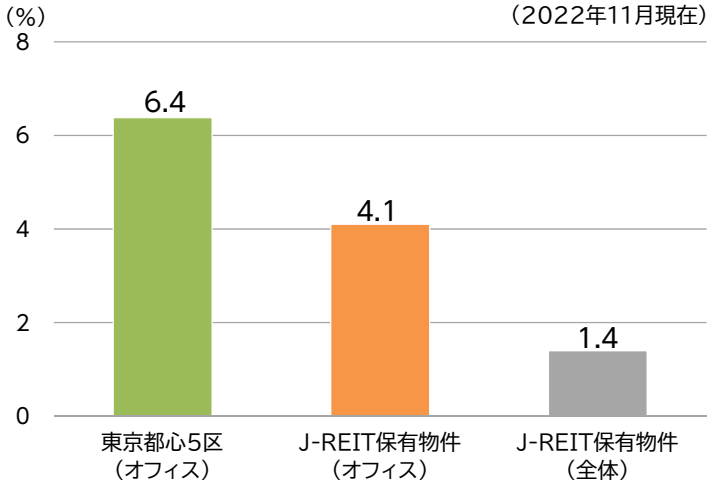
J-REIT保有物件の優位性は変化なし

J-REITが保有するオフィス物件の空室率(稼働率から推計)は比較的緩やかな動きが続き、都心5区と比べても低位で推移している状況に変化はありません。

J-REITが保有するオフィス物件の空室率の上昇が限定的である理由としては、不動産市場全体のオフィス物件と比較して、立地、機能面での競争力が高いことが挙げられます。また、退去が出た場合の埋め戻しなどリーシング活動がしっかり行われていることも、空室率の上昇抑制に繋がっていると考えられます。

なおJ-REIT保有物件全体の空室率は、長期契約かつ高稼働である「物流」や「商業施設」などが含まれるため、J-REIT保有オフィス物件の空室率と比べさらに低位となっています。

(図11) 東京都心5区とJ-REIT保有物件の空室率比較



(出所) 一般社団法人投資信託協会、三鬼商事のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

4 バリュエーション 業績やリスクプレミアムから見ても割安感は継続

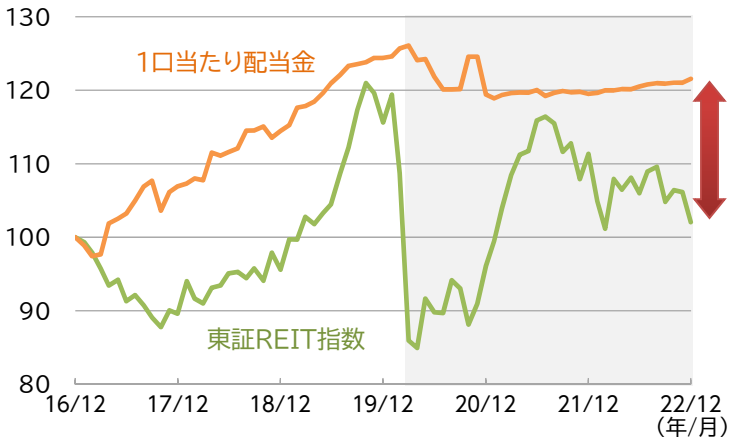
外国人観光客の受け入れ緩和でホテルなどの業績回復に期待

コロナ禍、主にホテルREITなどによる減配の影響を受けてきたJ-REIT市場全体の1口当たり配当金は、足元で緩やかな回復基調が続いています。今後訪日外国人客数の回復が見込まれる中、コロナ禍で低迷を続けてきたホテルなどの業績回復が、J-REIT市場全体の配当金上昇に寄与することが期待されます。

順調な業績回復により、J-REITの利回り水準の高まりと配当の安定性が確認されれば、東証REIT指数も復調することが見込まれます。

(図12) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移

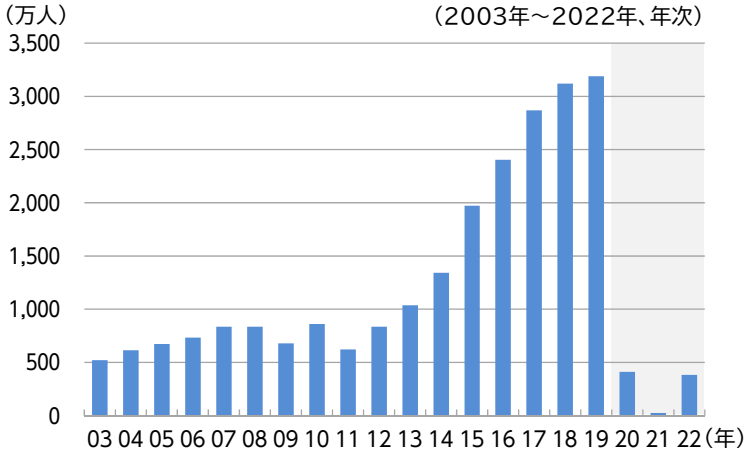
(2016年12月末～2022年12月末、月次)



※グラフの起点を100として指数化、1口当たり配当金は東証REIT指数の1口当たり実績配当金の直近12カ月合計を使用
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図13) 訪日外国人客数の推移

(2003年～2022年、年次)



(出所) 日本政府観光局のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

日銀の政策見直し後も魅力的なリスクプレミアムを維持

世界的な金利上昇を背景に、リスクプレミアムから見たJ-REITの魅力度も依然として高い状況です。

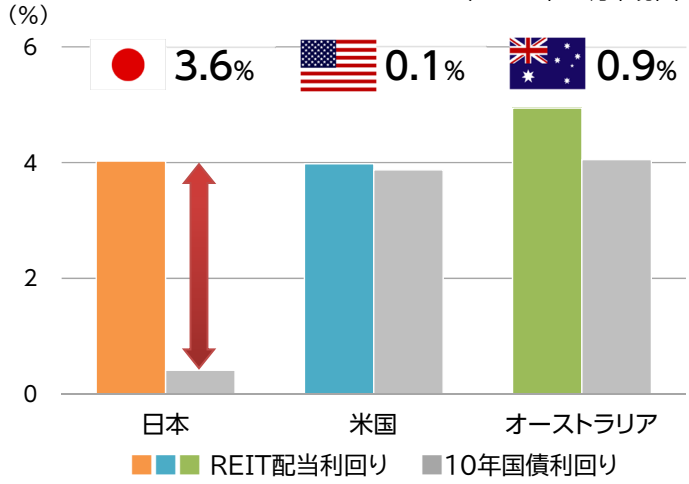
主要3カ国のリスクプレミアムを比較すると、米国が0.1%、オーストラリアが0.9%であるのに対し、日本は3.6%と圧倒的に高い水準にあります。

コロナショックからの経済回復やインフレ加速懸念を背景に、世界的に金融引き締めの動きが広がる中、米国とオーストラリアでは長期金利に対する上昇圧力が続くと見られます。

日本においても、2022年12月の日銀による政策の一部見直しを受けて長期金利は上昇しましたが、その影響は限定的で、リスクプレミアムの観点からも引き続きJ-REITの優位性は保たれていると考えられます。

(図14) 主要3カ国のリスクプレミアム比較

(2022年12月末現在)



※リスクプレミアム：REIT配当利回り－10年国債利回り
※各国のREIT配当利回りは、S&PグローバルREIT指数の各国の実績配当利回り
(出所) S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスおよびBloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

5 コラム 2022年の振り返りと2023年の展望

2022年は各資産ともほぼマイナス 中でもJ-REITは健闘

2022年の東証REIT指数（配当込み）は年初来▲4.8%となりました。欧米における急速な金融引き締めの影響が続く中で、リスク資産の1つとしてJ-REIT市場においても資金流出の動きが見られました。また、2022年末に日銀が政策の一部見直しを発表したことで、リスク回避の動きが強まり、東証REIT指数は下落しました。

各資産の収益率と比べると、「海外REIT」▲13.7%に対して「J-REIT」は▲4.8%と下げ留まったことが確認できます。また、相対的に利回りは低いものの安定性が強みである「国内債券」は▲5.2%と、安全資産との比較でみても「J-REIT」の下落率は小さかったと言えます。

2022年のJ-REIT市場は、年後半の下落により株式市場に対して若干劣後しましたが、安定した配当収入と相対的に高い利回り水準は「海外REIT」や「国内債券」と比べても優位であり、J-REITの魅力は様々な外部要因の影響を受けた2022年のパフォーマンスを見ても、一定の効果を発揮したと考えられます。

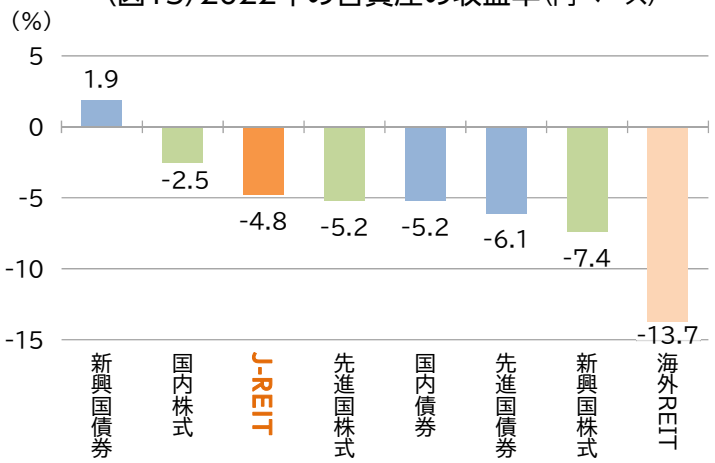
2023年のJ-REIT市場は 増配と割安感による買いに期待

J-REITの1口当たり配当金は、コロナショック時の2020年に、主にホテルREITの減配により減少したものの、2021、2022年は緩やかな回復傾向となりました。一方で、東証REIT指数は足元で下落しており、利回り面での魅力が高まっています。

2023年は日銀の金融政策動向が注目されるものの、金利上昇によるJ-REITの業績への影響は限定的と見られ、1口当たり配当金は引き続き緩やかな回復を見込んでいます。

2022年末のJ-REITの配当利回りは3.9%と、コロナショック前の2019年末よりも高く、金融政策動向など市場における先行き不透明感の後退とともに、インカム目的での投資資金の流入が期待できる状況になると予想します。

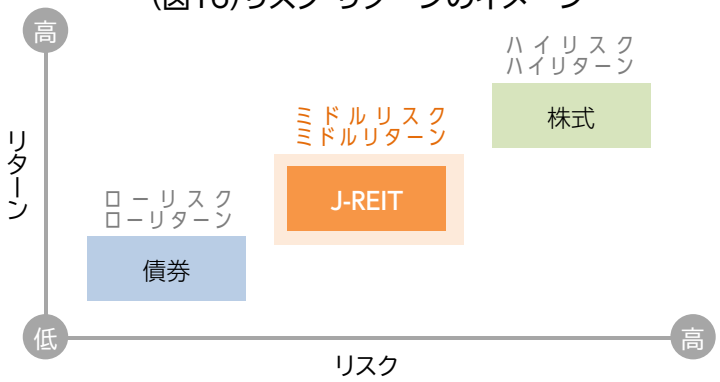
（図15）2022年の各資産の収益率（円ベース）



※国内株式：TOPIX（東証株価指数）（配当込み）、先進国株式：MSCIコクサイ・インデックス（配当込み）*、新興国株式：MSCIエマージング・マーケット・インデックス（配当込み）*、国内債券：NOMURA-BPI総合、先進国債券：FTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国債券：JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックスーエマージング・マーケッツ・グローバル・ディバーシファイド*、J-REIT：東証REIT指数（配当込み）、海外REIT：S&P先進国REIT指数（除く日本、配当込み）＊は米ドルベースを円換算

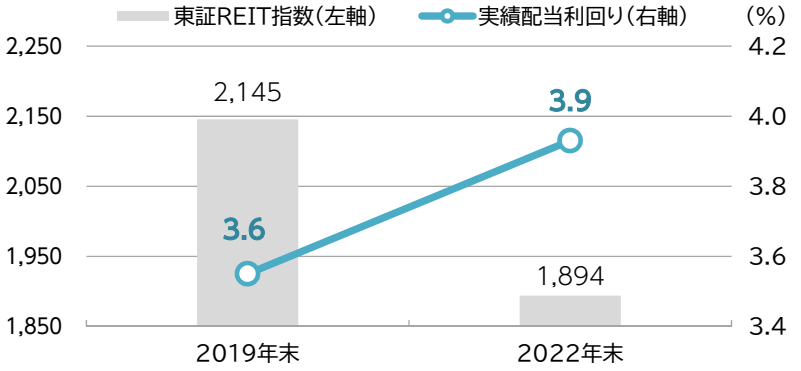
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

（図16）リスク・リターンのイメージ



※将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

（図17）東証REIT指数と配当利回りの変化



（出所）Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

【 ご留意事項 】

- 当資料は三井住友トラスト・アセットマネジメントが投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- ご購入のお申込みの際は最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクを伴います。）に投資しますので基準価額は変動します。したがって、投資元本や利回りが保証されるものではありません。ファンドの運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。
- 投資信託は預貯金や保険契約とは異なり預金保険機構および保険契約者保護機構等の保護の対象ではありません。また、証券会社以外でご購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると判断した各種情報等に基づき作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、今後予告なく変更される場合があります。
- 当資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。