

2023年の振り返りと2024年の展望

年末一時下振れするも膠着継続

2023年10～12月のJ-REIT市場は下落しました。

10月は中東の地政学リスクの高まりが意識された一方、割安感に着目した押し目買いが入り、一進一退の展開となりました。月末の日銀金融政策決定会合ではYCC(イールドカーブ・コントロール)の運用のさらなる柔軟化が発表されましたが、事前報道などで織り込みが進んでいたと見られ、市場に大きな反応はなく、前月末比マイナスで月内の取引を終えました。

11月は、米国の利上げ停止が意識される中、株式市場のリスクオフの流れがJ-REIT市場にも波及し底堅い動きが見られました。一方、引き続き日銀は金融政策の正常化過程にあるとの慎重な見方も根強かったことや、公募増資の発表による需給面での影響等もあり、もみ合いでの推移が継続しました。

12月は、年末年始が意識され積極的な売買は手控えられる中、一時1,800ポイントを割り込む展開となりました。月末にかけては、高い配当利回りに着目した資金流入が見られ下落幅を縮小しました。2023年末の東証REIT指数は1,800ポイントを回復し、2023年秋以降続く膠着レンジに戻る形となりました。

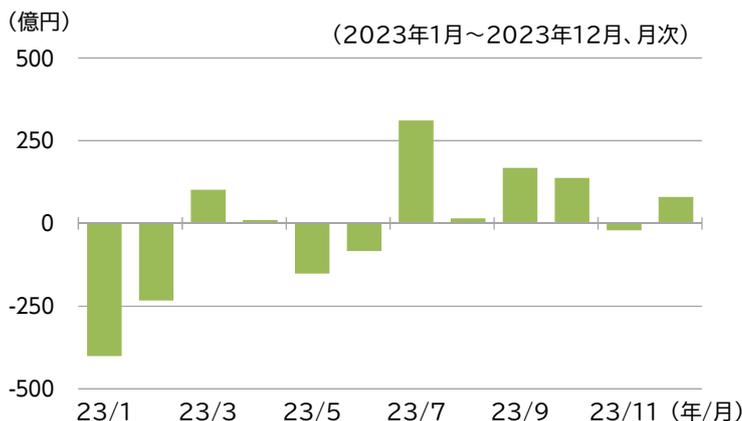
海外投資家は過剰に反応せず

2023年の海外投資家の売買動向をみると、2022年12月のYCC調整を受けて年初には過剰に売り越したものの、2度のYCC調整が発表された2023年後半には同様の売り越しは確認されませんでした。

7月に、YCC運用の柔軟化が発表され、これを受けて長期金利は上振れましたが買い越しとなりました。また10月末には、さらなるYCC運用の柔軟化が発表されましたが、懸念された11月の売買動向は小幅売り越しに留まりました。

金融政策の変化が緩やかでJ-REITの収益面に与える影響がそれほど大きくないと見られることから、金利上昇懸念が売り材料になりにくくなっているものと考えられます。

(図2) 海外投資家によるJ-REIT売買動向の推移

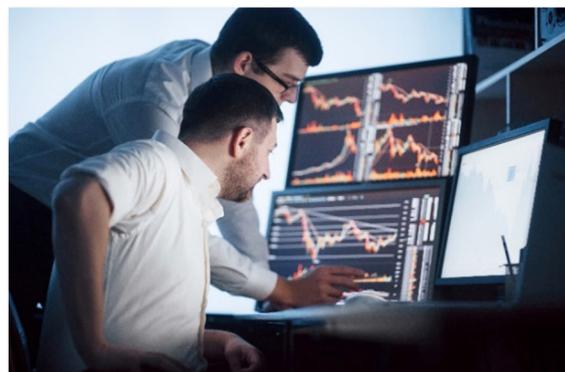
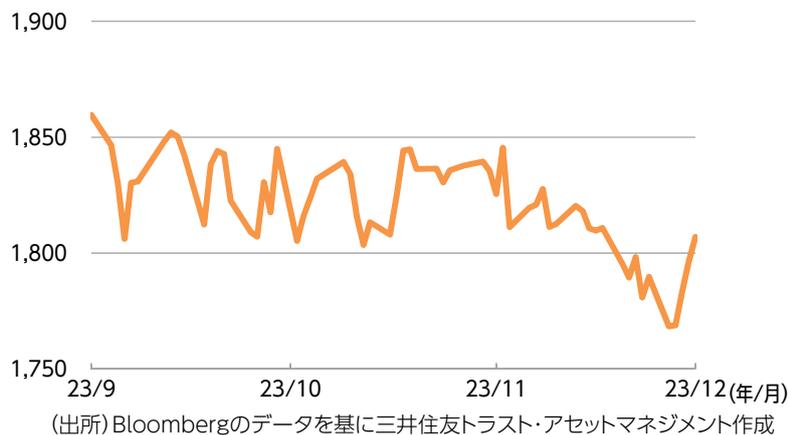


(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※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。

(図1) 東証REIT指数の推移

(2023年9月末～2023年12月末、日次)



※画像はイメージです



1 バリュエーション

配当利回り、NAV倍率ともに魅力的な水準

配当金は過去最高水準を更新

J-REITの業績を示す指標の一つである配当金は、新型コロナウイルスが「5類」に移行した後の経済活動の正常化を受けて上昇し、2023年末にはJ-REIT市場設立以来の最高水準を更新しました。

2024年も、ホテルなどの売上回復余地、好調な賃貸住宅運営の継続、オフィス稼働率の回復等が見込まれることから、金利コストを吸収し、配当金は成長が維持できると考えています。

配当から見たJ-REITの魅力は維持されていることから、外部環境の不透明感が後退すれば、配当金の方向感や安定性、投資口価格の割安感を見直す動きから東証REIT指数の回復が期待できると考えています。

(図3) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移

(2020年1月末～2023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4) J-REITの配当利回りの推移

(2003年12月末～2023年12月末、月次)



※配当利回りは東証REIT指数の実績配当利回り
(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

過去と比較し、収益、資産価値面から割安

配当利回り

2023年12月末の配当利回りは4.4%と、リーマンショックや東日本大震災、コロナショックの市場混乱期を除くと高い水準にあります。

この混乱期を除いた配当利回りは、ほぼ4%を下回る水準で推移しており、過去との比較から足元は売られ過ぎの水準にあると考えられます。

NAV倍率*

NAV倍率についても、市場混乱期以来の水準にまで下落し、1倍を割り込んで0.9倍まで調整が進んでいます。

NAV倍率は、REITが保有している物件を全て時価で売却し、借入金などの負債を全て返済したと仮定して、残った価値が時価総額と比べてどの程度かを示す指標です。足元の水準0.9倍は、解散価値からみて1割程度割安であることを示します。市場混乱期を除いた過去の推移から見ても、足元割安感が強まっています。

(図5) J-REITのNAV倍率の推移

(2003年12月末～2023年12月末、月次)



(出所) ARES (不動産証券化協会)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

*NAV倍率は、REITの保有不動産を時価評価した純資産価値に対する投資価格の割高・割安度を示す指標。1倍未満であると、投資価格が保有不動産の時価より割安に評価されていることを意味する。

※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 賃貸 不動産市場

オフィス空室率は改善、賃料は上向く兆しも

賃料は41カ月ぶりにプラス

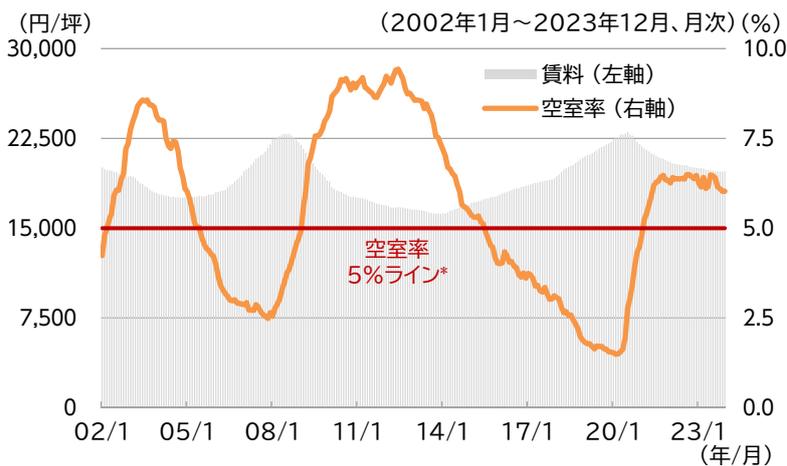
2023年12月の東京都心5区のオフィス空室率は6.03%と前四半期比で0.12%低下、2022年12月との比較では0.44%低下しました。

区ごとにみると、千代田区、港区、新宿区が前期から緩やかに低下した一方、オフィス需要の減少が見られる湾岸エリアを擁する中央区や、市場規模の観点から新規物件の影響を受けやすい渋谷区が小幅に上昇しました。賃料については、空室率が3~4%台と低位な千代田区、渋谷区において前四半期比で上昇しました。

また、12月の平均賃料は19,748円/坪と前月比上昇し、41カ月ぶりに改善しました。2023年は、新型コロナウイルスが「5類」に移行した後、経済活動が正常化するにつれて空室率が徐々に改善し、オフィス賃料の下落ペースも緩やかになっていましたが、12月の反転でようやく底打ちの兆しが見えました。今後は募集条件の改善も期待されます。

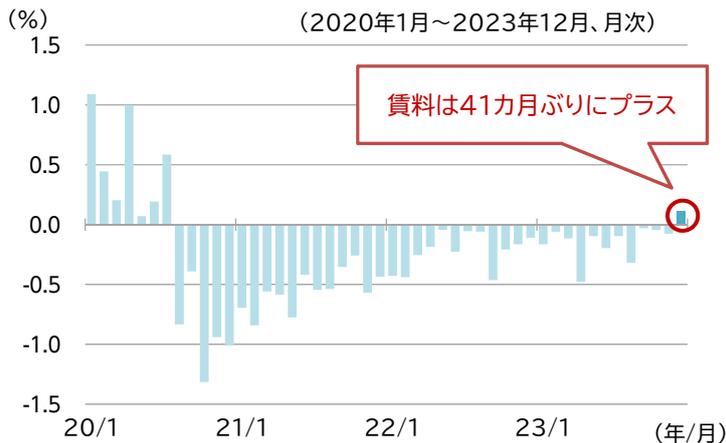
2024年の新規ビル供給量は前年比で約半減となることが見込まれるものの、オフィス賃貸市場を過度に悲観する見方の後退が期待されます。

(図6) 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7) 東京都心5区のオフィス賃料の推移(前月比)



(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

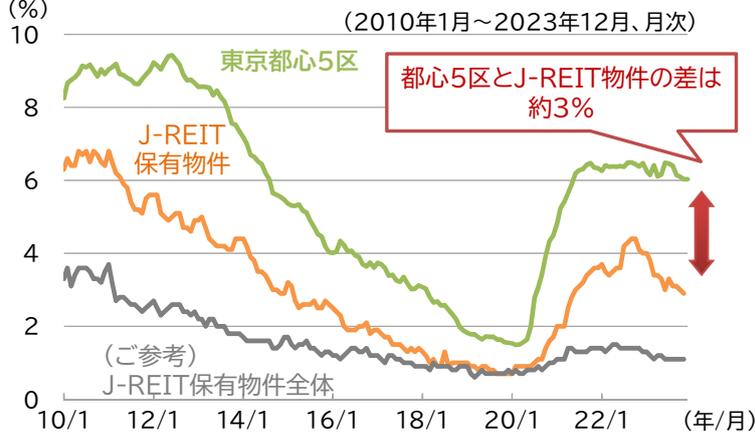
J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

J-REITが保有するオフィス物件空室率(稼働率から推計)は、比較的緩やかな動きが続き、足元は3%を下回る水準まで低下しています。

J-REITが保有するオフィス物件の空室率の上昇が東京都心5区と比較し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、立地の利便性や築年数等の機能面で競争優位性があること、売買市場が良好であることから稼働率の高い物件への入れ替えを進めていることが挙げられます。

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8) J-REIT保有物件のオフィス空室率の推移



*J-REIT保有物件、J-REIT保有物件全体は2023年11月まで
 (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。

3 金利動向 金利環境の変化とJ-REITへの影響

長期金利は足元0.6%近辺で推移

2022年末のYCC調整を受け、2023年の年間で日本の10年国債利回りは緩やかに上昇しました。7月末、10月末にYCCの柔軟化が段階的に進められ、海外金利の上昇に連れ高しましたが、米国を中心とした海外金利の上昇がピークアウトすると低下基調となり、2023年12月末時点で0.6%程度となりました。2023年のYCCの柔軟化は事実上YCCの撤廃ともいえますが、長期金利は1%以下の水準で推移しています。

今後、YCCの撤廃が行われたとしても、政策金利の大幅な引き上げなどがなければ、長期金利の上昇に対する警戒感が弱まってくるものと考えられます。

日本以外の主要国は利下げ転換見込み

海外ではインフレへの対処のため金融政策の引き締めが長期化しましたが、インフレの鎮静化を受け緩和に移行すると見られ、足元では日本以外の各国・地域は2024年半ばまでには利下げを始めると推定されています。

一方、日本は2024年半ばにマイナス金利を解除すると予想されていますが、政策金利の変更回数、水準感は大きなものではないと想定されています。また、欧米が利下げに転換する中での金融政策正常化であり、政策金利引き上げに対する警戒感は徐々に後退し、J-REITにとってもあく抜けに繋がることが期待されます。

調達金利への影響は軽微

2023年下期、J-REITの有利子負債の平均残存年数は若干低下したものの、平均利率やLTV(有利子負債比率)は横ばいとなりました。

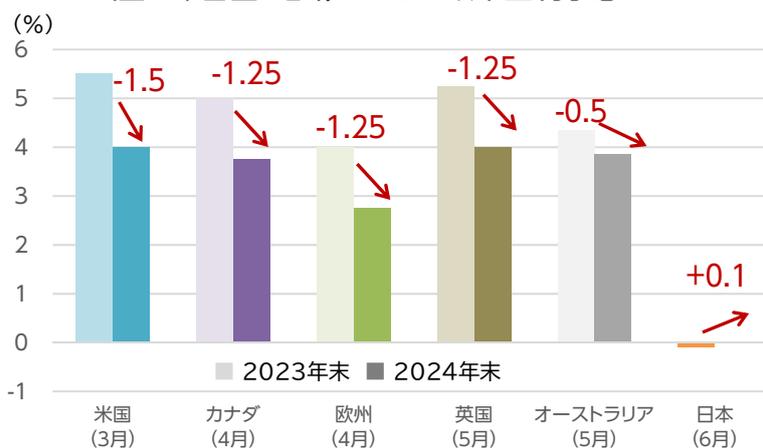
足元、各REIT投資法人は借入年数の調整(短期化や長短の組み合わせ)や変動金利の活用により、財務状況の再構築を図り、収益への影響を抑制しています。

これまでの低金利環境下において既に借入年数の長期・固定化を進めてきたことから、金融政策の変更が収益に与える影響は現状の水準や政策変更のスピード感であれば、マイルドに留まると想定されます。

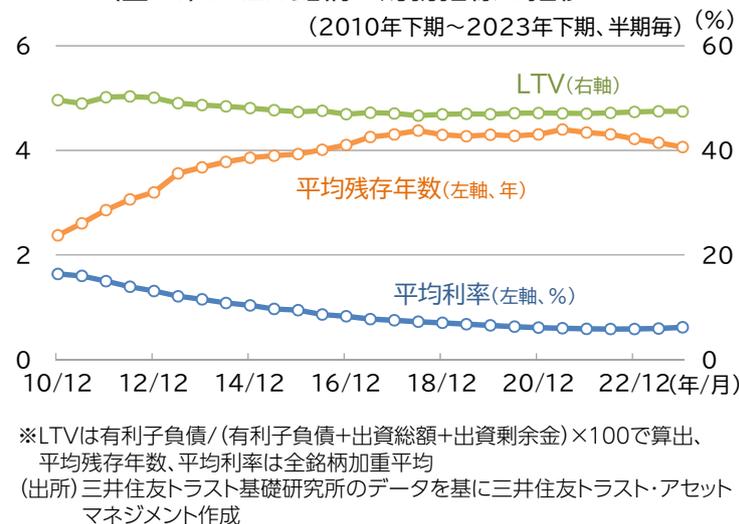
(図9) 東証REIT指数と日本10年国債利回りの推移



(図10) 各国・地域における政策金利予想



(図11) J-REIT銘柄の財務指標の推移



※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 地価動向 地価は堅調に推移

全国的な地価の上昇基調は継続

2023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、2023年第3四半期は調査対象地区全体の9割超が上昇し、全国的な地価上昇の継続が確認されました。

用途別にみると、住宅地は堅調なマンション需要を背景に6期連続で全ての地区で上昇、商業地は人流の回復を受け、店舗需要の回復傾向が継続したほか、東京都心部でオフィス需要の持ち直し傾向が見られ、57地区のうち55地区が上昇しました。

J-REIT保有物件が多く所在する三大都市圏含む全国で下落地区数がゼロとなり、コロナショック以降の地価の上昇基調は継続しています。

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。

2023年上期のJ-REIT全体の含み益は合計約5.4兆円と、市場設立以来最高の水準で推移しています。また、含み損益率(含み損益÷不動産帳簿価額)は約26%となっています。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、物件譲渡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。

多額の含み益は安定配当の可能性を強める

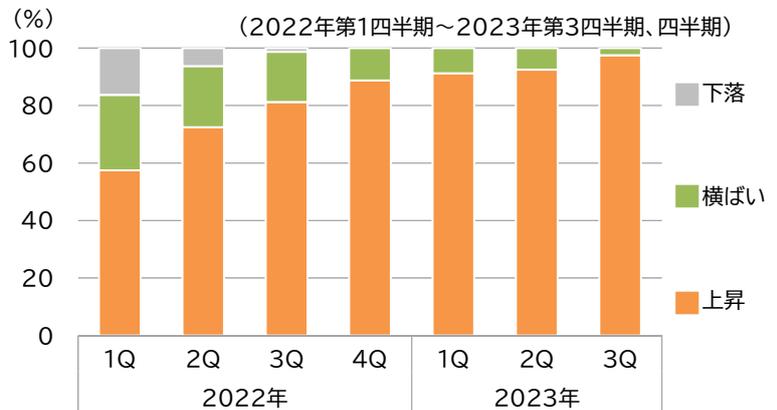
物件譲渡により不動産の含み益を売買益にする動きも引き続き確認されています。J-REITはポートフォリオの質向上などを図るため、物件の今後の収益性や修繕投資予定額、エリア分散などの方針に基づき、物件の譲渡を行ってきました。

譲渡益は利益計上されるほか、一定の条件下で内部留保が可能であり、銘柄によっては将来の配当の原資として活用されます。

足元の多額の含み益は、市場設立来、時間が経過したことで積み上げられた長年の成果であり、過去のリーマンショックや東日本大震災等の市場混乱期にはなかった、今のJ-REITの配当安定化を高める大きな強みと言えます。

※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。

(図12) 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

(図13) 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

(図14) 2023年以降のJ-REITによる主な物件譲渡事例

物件名	譲渡価格(譲渡益)	J-REIT銘柄
つくば三井ビルディング	109億円 (+43億円)	日本ビルファンド投資法人
ラウンドクロス芝大門	48億円 (+24億円)	オリックス不動産投資法人
GLP江別	35億円 (+22億円)	GLP投資法人
パナソニック東京汐留ビル	67億円 (+20億円)	日本ビルファンド投資法人
NBF芝公園ビル	85億円 (+16億円)	日本ビルファンド投資法人

※発表時点で譲渡完了していない取引は、譲渡予定価格・想定譲渡益を掲載
(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

2023年の振り返りと2024年の見通し

2023年のJ-REITは主要資産に劣後

2023年の投資成果を振り返ると、J-REITは年初来で▲0.5%となりました。

2023年は、国内外の株式市場が大幅に上昇した一方で、欧米の金融引き締めが進む中、日本においても日銀の政策修正観測が意識され、J-REIT市場は年間を通じて上値の重い展開が続き、他の主要資産に比べて劣後する結果となりました。パフォーマンスは相対的に劣後したものの、J-REITの配当金は堅調に増加を続けたことから、割安感が高まりました。

2024年は、堅調な業績と割安感から見直し買いを期待

2024年は、日銀による金融政策正常化や欧米中銀による利下げが予想されています。

J-REIT市場においては、足元の業績・財務面から見ても金利上昇による業績への影響は軽微に留まると考えられます。2024年も増配の継続が見込まれ、金融政策の正常化は、市場における金利への警戒感の後退に繋がるあく抜け材料になると見ています。

また2023年末時点の配当利回りは、コロナショック前の2020年1月末時点と比べて高く、NAV倍率も割安であることから、市場の先行き不透明感が後退するにつれ見直し買いが期待できると考えています。

新NISAの投資対象としても魅力的

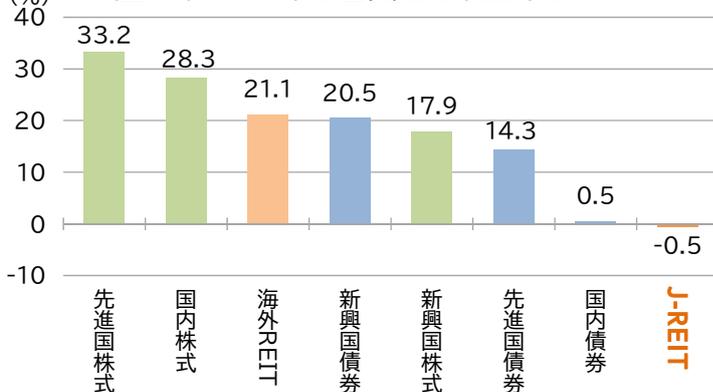
2024年1月からの新NISA開始を機に投資を始める新規投資家にとっても、足元で高い配当利回りを維持しているJ-REITは投資対象として魅力的です。

J-REITに長期投資した場合の収益を価格変動による「キャピタル収益」と配当による「インカム収益」に分けると、安定した「インカム収益」の積み上げが「キャピタル収益」の下振れを吸収し、全体の収益を下支えていることがわかります。

相対的に高い配当を享受できるJ-REITは、中長期での資産形成を推奨するNISAに適したインカム商品の一つと考えられ、新NISAの開始はJ-REIT市場にとってもポジティブなイベントとして期待されます。

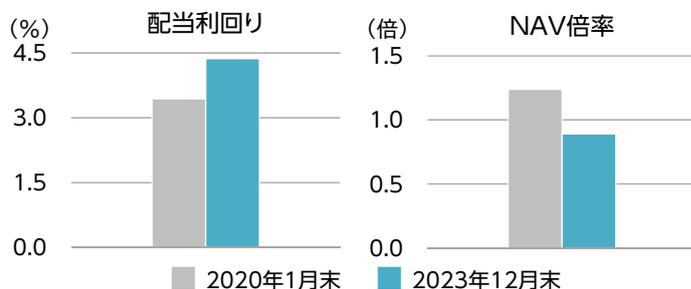
※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

(図15) 2023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・エマージング・マーケット・グローバル・ディバースファイド、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) J-REITの配当利回りとNAV倍率



※配当利回りは東証REIT指数の実績配当利回り
(出所) Bloomberg、ARES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17) 東証REIT指数の総合収益の推移



※総合収益は東証REIT指数（配当込み）の月末データを、キャピタル収益は東証REIT指数（配当除き）の月末データを基に算出。インカム収益は、総合収益からキャピタル収益を差し引いたもの。
(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



【 ご注意事項 】

- 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へ帰属します。
- 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。