J-REIT四半期レポート
（2023年1月～2023年3月）

ご参考資料
2023年4月27日

金融政策や信用不安の影響を受けるも押し目買いにより下げ止まる

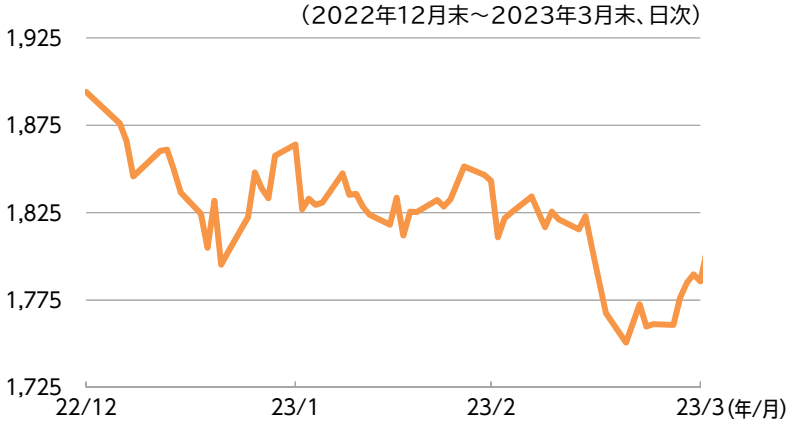
2023年1～3月のJ-REIT市場は下落しました。

1月は、月初から中旬にかけて日銀の金融政策決定会合への警戒感等から下落しました。その後、金融政策の基本方針が据え置かれたことや、新型コロナウイルスを「5類」へ移行する報道が好感され、月末にかけて下落幅を縮小しました。

2月は、米国における利上げの長期化が懸念される中、次期日銀総裁候補として植田氏が挙がり、金融政策の不透明感が意識される場面もありました。しかし、下旬の所信聴取で金融緩和政策を継続する方針が確認されると、J-REIT市場は上昇しました。

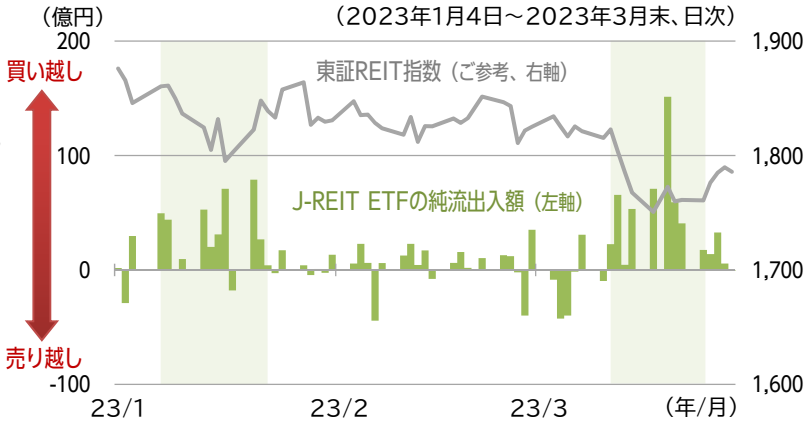
3月上旬は、黒田総裁の任期中最後の日銀金融政策決定会合を控え様子見姿勢が強く、さらに中旬にかけては米銀行の経営破綻や欧州金融機関の信用不安が報じられ、世界的なリスクオフの動きから下落しました。その後、欧米の政府や中央銀行から発表された支援策を背景に金融不安が和らいだことから、J-REIT市場の割安感に着目した資金流入が見られ、月末にかけて下落幅を縮小しました。

（図1）東証REIT指数の推移



（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

（図2）J-REIT ETFの純流出入額の推移



（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

下落局面では引き続き地銀等が反応

J-REIT市場の下落局面における押し目買い主体の1つとして、インカム志向が高いとされる地銀等の「機関投資家」が挙げられます。

地銀等「機関投資家」が主に投資を行っているJ-REIT ETF（上場投資信託）の資金動向を見ると、引き続き下落局面での資金流入が増加しており、押し目を拾う動きは継続していると言えます。

2022年12月、日銀によるYCC（イールドカーブ・コントロール）の運用見直し以降、J-REIT市場は調整色を強めたものの、現時点で業績面での大きな懸念はなく、不動産価格にも変調は見られません。金融政策に対する市場の過度な警戒感を背景に、バリュエーション面での魅力は高まっています。今後は市場の見方が落ち着くにつれ、多様な投資家からの見直し買いが広がることが期待できると考えています。

※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 日銀新体制発足、現行政策は維持する方針

市場参加者の注目は「金融政策」以外へ

黒田総裁の任期満了に伴う新総裁人事により、2023年4月から、日銀は植田総裁による新たな体制を始動しました。

新体制においても、引き続き金融緩和が必要との姿勢に変化はなく、政府と日銀の共同声明内でも「直ちに見直す必要はない」との認識が再確認されました。2022年12月に発表されたYCCの許容上限引き上げを受け、市場ではさらなる金融政策変更の可能性が意識されていたものの、足元では金融政策転換観測は一旦後退しました。一方で、海外における金融不安等が浮上し、この影響を見極める必要があるなど市場における状況認識に変化が見られます。

債券市場参加者へのアンケートによると、今後の債券市場における変動要因としては、依然「短期金利/金融政策」が注視されているものの、徐々に「海外金利」、「景気動向」などいずれも債券価格の上昇要因(金利の低下要因)へと注目度が分散されてきています。

この変化を受けて、長期金利上昇の目安ともされるOIS10年物金利は、急上昇した2023年1月から一変し、10年国債利回りとの差もYCC調整前の水準まで縮小するなど落ち着きを取り戻しています。

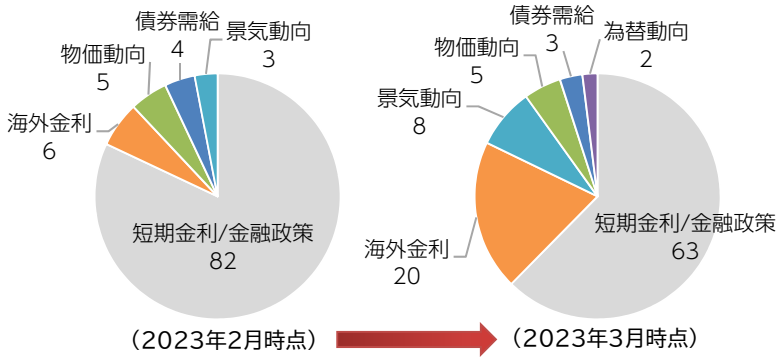
借入期間の分散・平準化により金利上昇の影響は限定的

J-REIT上場全銘柄における有利子負債の借入年数を見ると、当面、毎年全体の1割前後が返済・償還を迎えることが想定されます。

2022年末以降、国内金利は一時上昇したものの、足元では政策転換観測の後退を受けて落ち着きを取り戻しており、市場参加者からは仮に金融政策の調整が入っても「長期金利の適正水準は0.7～0.8%程度に留まる」との声も聞かれるなど、徐々に見方は変化してきていることが伺えます。

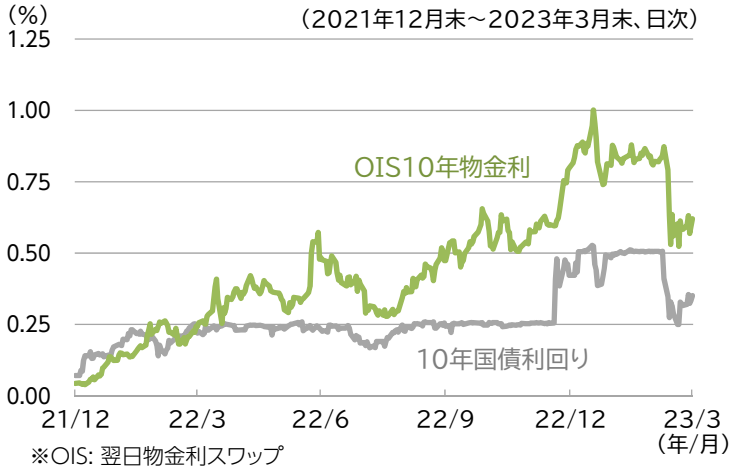
J-REITの借入期間についても分散・平準化が図られていることから、収益に対する借入金のコストの影響は緩和され、金利変動による配当金への影響はそれ程大きくならないと考えられます。

(図3)今後6カ月で想定される債券価格の変動要因(%)



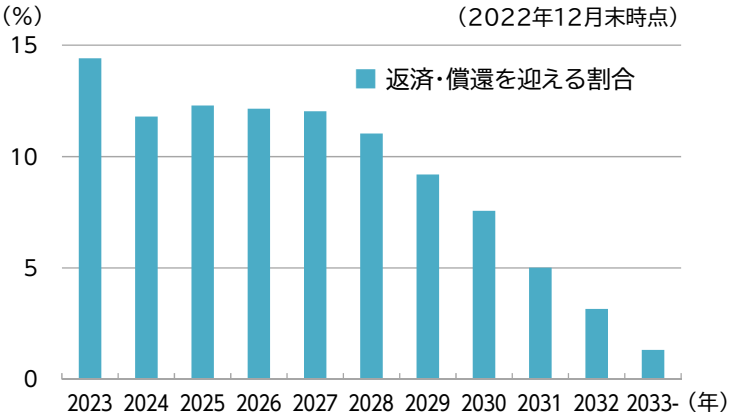
※債券市場参加者へのアンケート結果
※端数処理の関係で合計値が100%にならない場合があります
(出所)QUICK月次調査<債券>のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図4)OIS10年物金利と10年国債利回りの推移



※OIS: 翌日物金利スワップ
(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5)J-REIT有利子負債の返済・償還期限の分散状況



(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 地価上昇を背景に、含み益は最高水準を更新

三大都市圏は2年連続上昇

J-REITの主要投資地域である三大都市圏*の公示地価（2023年1月1日時点）は、「全用途」が前年比+2.1％、「住宅地」が同+1.7％、「商業地」が同+2.9％といずれも2年連続で上昇しました。2021年はコロナ禍の影響により地価は一時下落に転じましたが、足元で緩やかに景気が持ち直す中、都心部を中心に地価も上昇基調となっています。

公示地価と都道府県地価調査（基準地価）の共通地点における地価変動率は、2022年後半「住宅地」、「商業地」ともにさらに堅調な動きとなりました。

「住宅地」の需要は総じて堅調で、特に東京都心周辺の利便性の高い地域ではマンション、戸建住宅とも上昇傾向となりました。

「商業地」は、特に名古屋圏において中心部の人流増加により店舗の出店意欲が回復し、大規模再開発による発展期待が高まったほか、マンション用地としての需要が堅調であることを背景に、地価は上昇傾向で推移しました。

＊三大都市圏：東京圏、大阪圏、名古屋圏

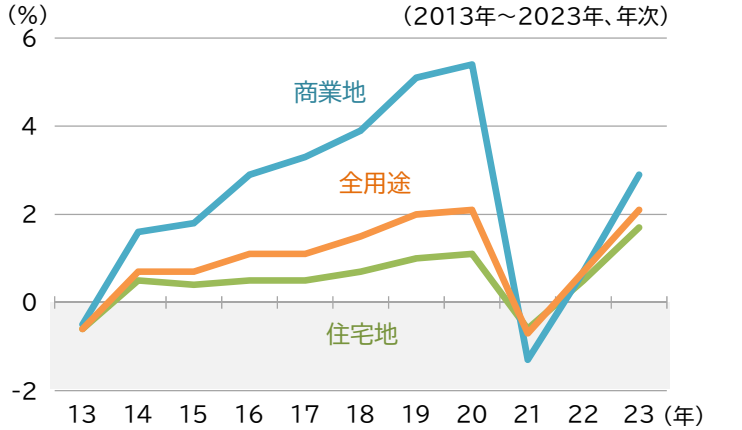
J-REITの含み益は最高水準を更新

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年下期のJ-REIT市場の含み益は合計約5.1兆円と、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。足元では、有利な売買環境を背景に、売却による譲渡益計上や内部留保の積み増しなど、大きな含み益を配当安定化のために戦略的に活用する動きが見られます。

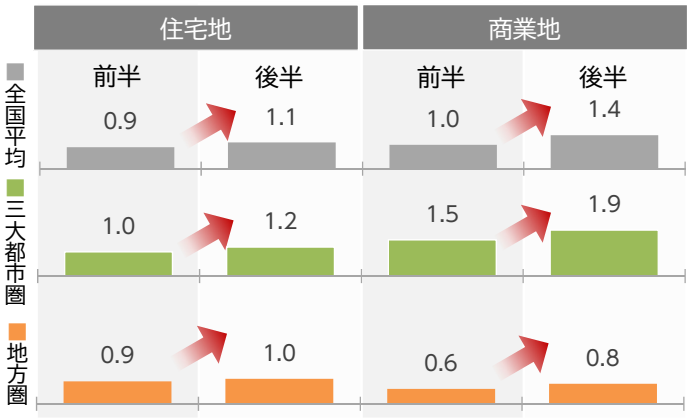
含み損益率（含み損益額÷取得価額）は約25％と高水準で推移し、多少の地価変動があったとしてもJ-REITのファンダメンタルズに与える影響は少ないと考えられます。

（図6）三大都市圏 用途別地価変動率の推移



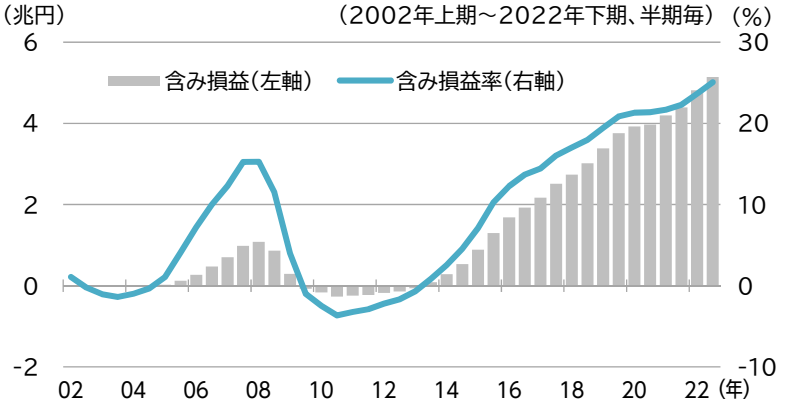
（出所）国土交通省のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

（図7）共通地点における半年ごとの地価変動率(%)



※前半：2022年1月1日～2022年7月1日、後半：2022年7月1日～2023年1月1日
（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8）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

※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

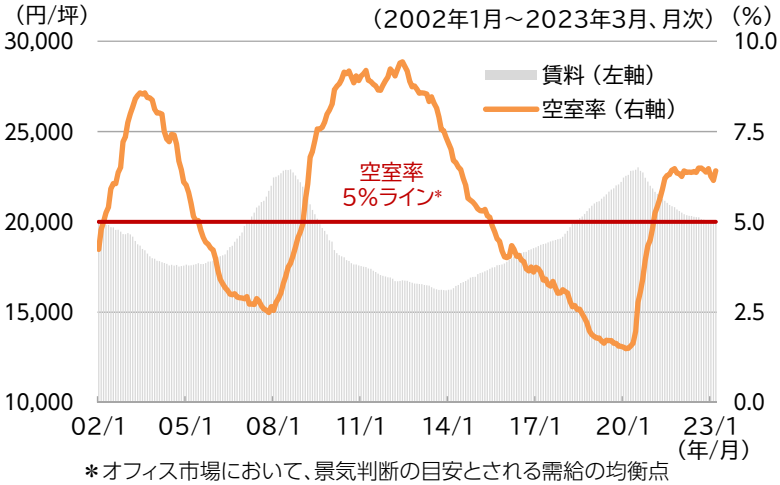
都心5区のオフィス空室率は横ばいも、千代田区や中央区では改善

2023年3月の東京都心5区のオフィス空室率は6.4%となり、足元では概ね横ばいに推移しています。また、3月の平均賃料は19,991円/坪と32カ月連続で下落しました。

区別の空室率では、相対的に弱含む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。2022年に堅調だった渋谷区や港区は一服し、空室率がやや上昇した一方、オフィス需要の逓減から厳しい環境が続いていた千代田区や中央区では、退去が出た場合の埋め戻しなどリーシングが進捗し改善が見られました。

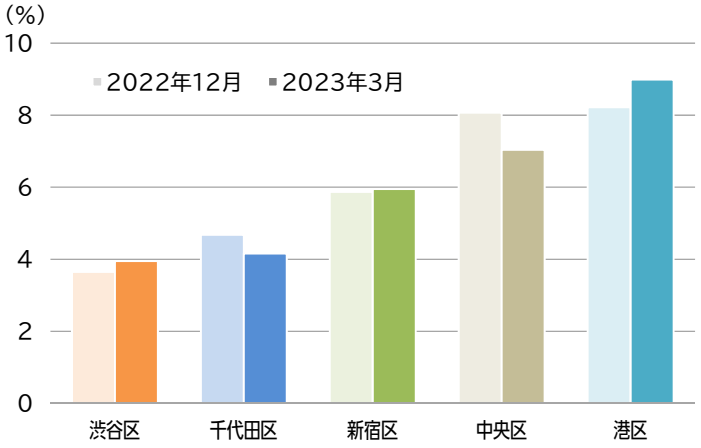
このようにエリアごとに状況が変化する中、立地や機能面で競争優位性があるオフィスビルを中心に埋め戻しの動きが継続するにつれ、物件ごとの選別が進んでいくことが見込まれます。

(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

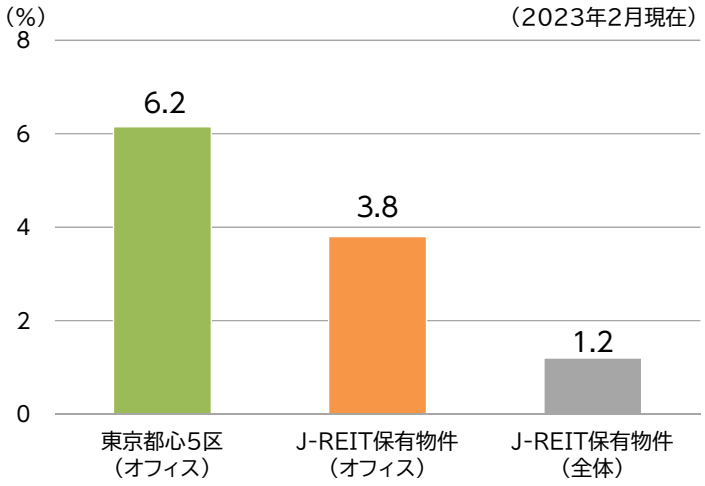
J-REIT保有物件の優位性は変化なし

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、立地や機能面で競争優位性があることが挙げられます。また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。

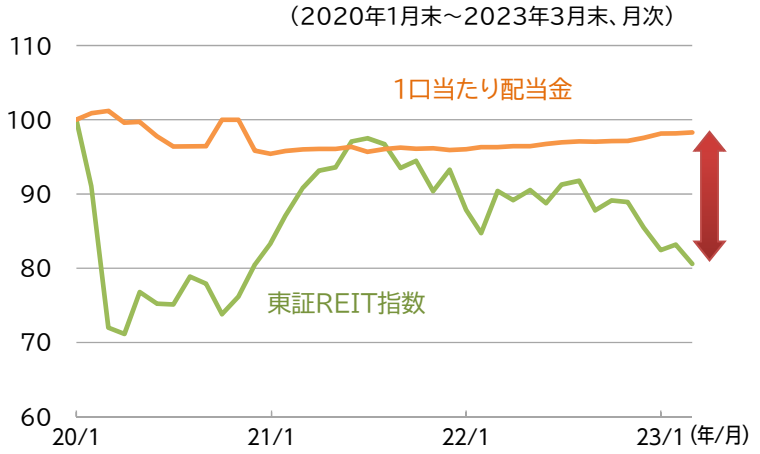
4 バリュエーション 業績やリスクプレミアムから見ても割安感は継続

外国人観光客の増加を確認、さらなる進展に期待

コロナショックを機に、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、緩やかな回復基調となっています。足元で徐々に訪日外国人客数の回復も確認されており、国内外の制限緩和等により今後さらなる増加が期待され、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。

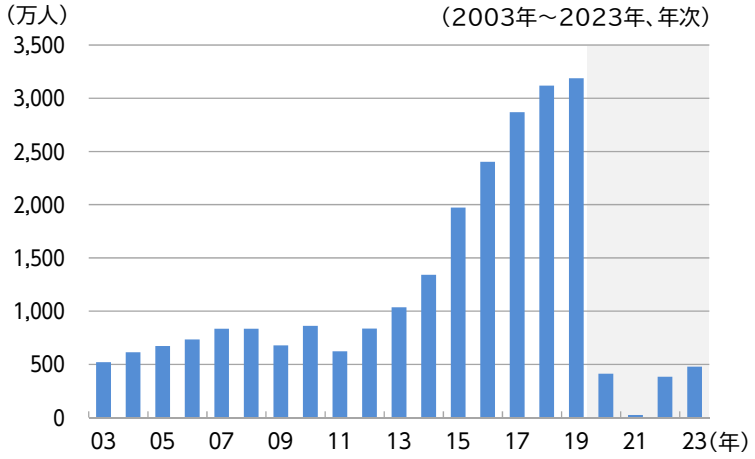
順調な業績回復により、J-REITの利回り水準の高まりと配当の安定性が確認されれば、東証REIT指数も復調することが見込まれます。

(図12) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移



※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



※2023年3月時点
(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

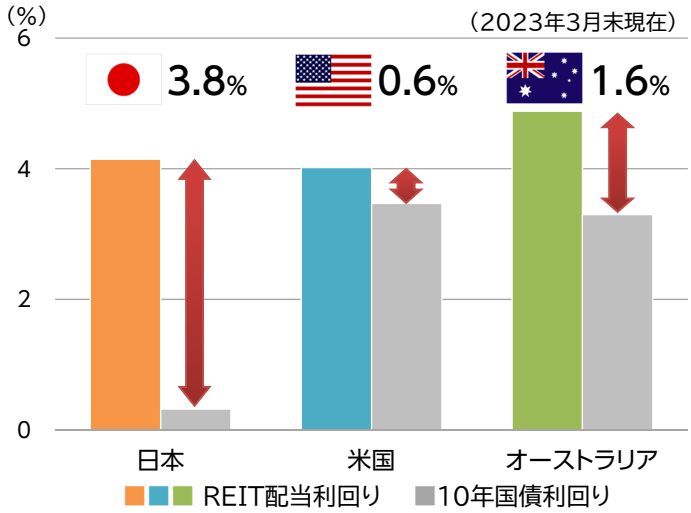
世界的な金利上昇を背景に、リスクプレミアムから見たJ-REITの魅力度も依然として高い状況です。

主要3カ国のリスクプレミアムを比較すると、米国が0.6%、オーストラリアが1.6%であるのに対し、日本は3.8%と圧倒的に高い水準にあります。

インフレを背景とした世界的な金融引き締めは継続しており、米国とオーストラリアでは長期金利が依然高水準で推移している状況です。

日本においても、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たもののその影響は限定的で、日銀新総裁の下でも当面の金融緩和継続が見込まれることから、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くと考えられます。

(図14) 主要3カ国のリスクプレミアム比較



※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 良好な不動産取引市場、人口回復も後押し

需給や資金面においても不動産取引市場は良好な環境

2022年末以降、長期金利の水準は変化しましたが国内における不動産売買の活発な動きに変化はなく、「不動産鑑定の問い合わせ件数」はコロナ禍前と比べても高い水準が続いています。

日本は世界的にも経済状況や資金調達環境が良好であり、不動産投資における需給環境は悪くない状況にあると見られます。

2023年4月に公表された日銀短観によると、不動産業界における資金繰りや金融機関の融資態度を示したDI値は、過去20年においても良好な水準であることが確認できます。

資金面においても、長期金利の変動による影響は特段見られていないと言えそうです。

※資金繰り判断DI＝資金繰りが「楽である」と回答した社数の構成比－「苦しい」と回答した社数の構成比
貸出態度判断DI＝金融機関の貸出態度に関して「緩い」と回答した社数の構成比－「厳しい」と回答した社数の構成比

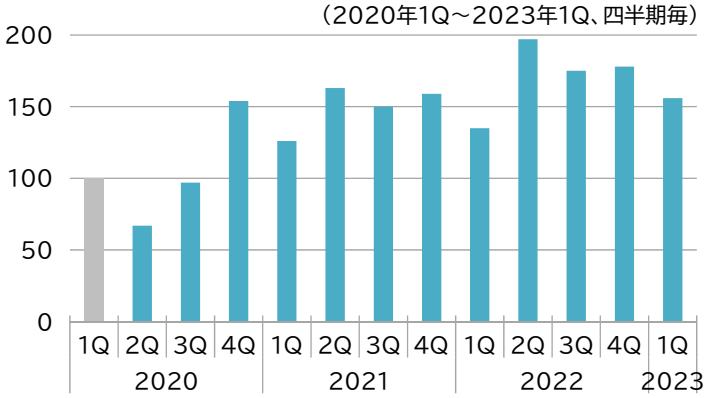
東京23区、再び人口増加で住宅需要期待が高まる

コロナ禍においては、人口の東京一極集中に変調が見られたとの報道がありました。実際に東京23区の人口は比較可能な2014年以来初めて減少したものの、2022年半ばからは再び人口流入に転じ、足元における毎月の流入人数（前年同月比）は徐々に増加しています。

東京23区の人口は、例年、新年度入り直後の4月、5月に流入が拡大する季節性があります。今後コロナ禍前の流入ペースに復調すれば、過去最高であった2020年5月の976万人を更新する可能性も考えられます。

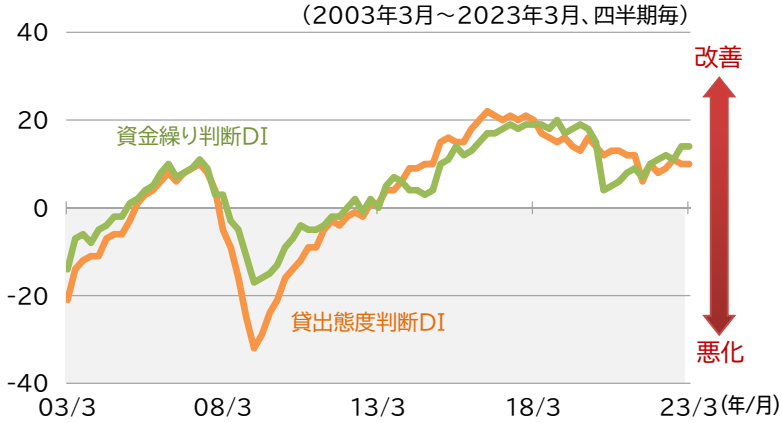
人口流入に伴い、J-REITが多く保有している東京23区の住宅空室率も改善に向かっていることが確認されています。人口の増加は不動産の賃貸・購入といった住宅需要の増加に繋がることから、J-REIT市場にもポジティブな影響があると見ています。

（図15）不動産鑑定の問い合わせ件数の推移



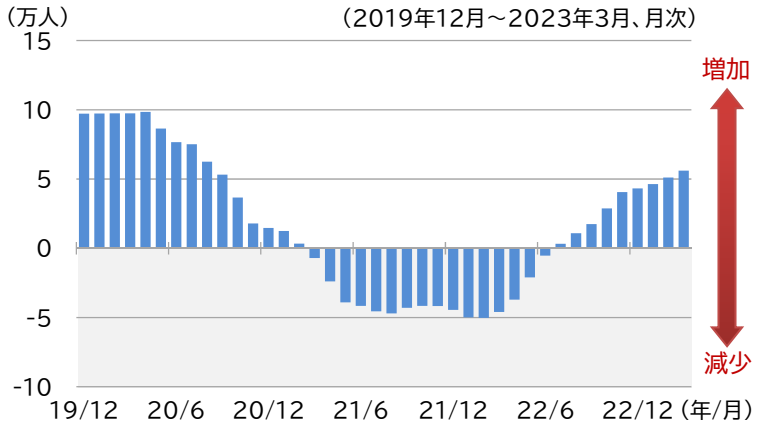
※2020年1Qを100として指数化
（出所）大和不動産鑑定株式会社のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

（図16）不動産業界における資金繰り判断DI、貸出態度判断DI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

（図17）東京23区の人口増減数（前年同月比）



（出所）東京都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。