J-REIT四半期レポート
（2023年4月～2023年6月）

ご参考資料
2023年7月31日

金融政策動向への過度な懸念が後退

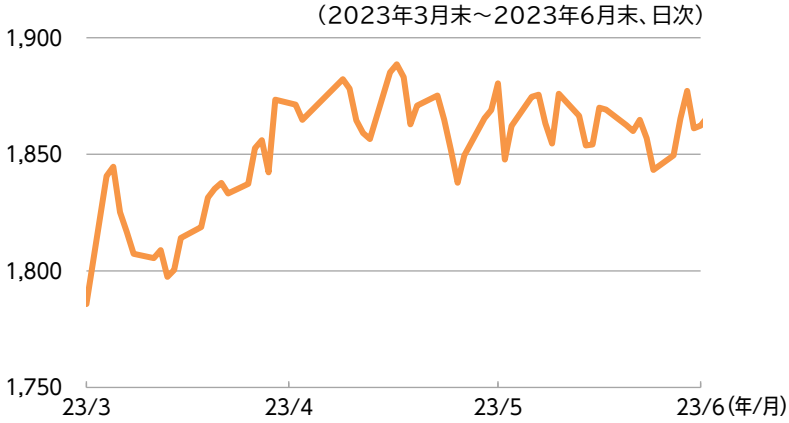
2023年4～6月のJ-REIT市場は緩やかに上昇しました。

4月は前月の反動から買いが先行し、上昇してスタートしましたが、植田日銀新総裁の就任会見を控える中で徐々に様子見姿勢が強まり、一旦上昇幅を縮小しました。総裁会見を無難に通過した後は、月末に新総裁就任後初の金融政策決定会合で現行の緩和策継続が決定され、一段高となりました。

5月前半は、新型コロナウイルスの感染症法上の位置付けが「5類」に移行された一方で、米国の債務上限問題の先行き不透明感が意識されるなど、外部環境を横目にもみ合う展開となりました。後半は、株式市場と比べたJ-REIT市場の出遅れ感が徐々に意識され、上昇しました。

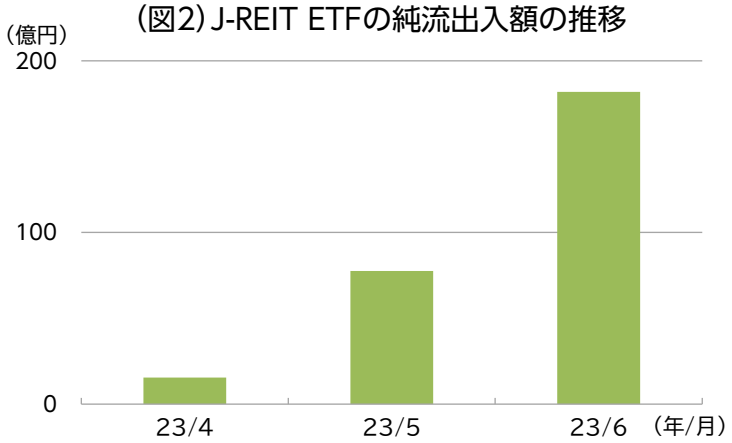
6月、前半は株式市場が堅調に推移する中、中旬に控える日銀金融政策決定会合が徐々に意識され、J-REIT市場はもみ合う展開となりました。後半は、会合結果が現状維持となり、J-REITの割安感に着目した押し目買いが下値を支えた一方で、積極的に上値を追う動きは限定的となりボックス圏での推移が継続しました。

（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



※純流出入額＝流入額－流出額
（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

地銀等によるETF投資は継続

J-REITの投資主体の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、4月は日銀の金融政策決定会合を控え様子見姿勢となりましたが、現行の金融緩和継続が確認されると5、6月の流入額は増加しました。

引き続き、J-REITにおいて業績面での大きな懸念はなく、不動産価格の動きにも変調は見られません。NAV倍率*は割安な水準で推移し、下値不安も限定的と考えられることから、今後もETFを通じた押し目買いが続くと予想されます。

＊不動産を時価評価した純資産価値に対する投資口価格の割安度を表す指標

※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 地価動向 路線価、全国平均は2年連続で前年比プラス

インバウンドや経済活動の回復などを背景に、三大都市圏で上昇

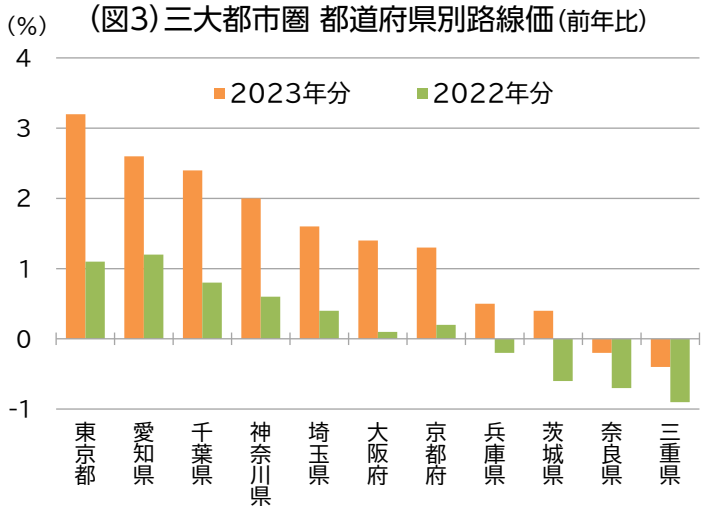
2023年1月1日時点の路線価は、全国平均で前年比+1.5%と2年連続でプラスとなりました。コロナ禍で落ち込んだインバウンドが戻りつつあることから、繁華街や観光地を中心に上昇が確認されています。

J-REITの保有物件が多く所在する三大都市圏*では、東京都が前年比+3.2%と最も上昇しました。また、コロナ禍で苦戦が続いていた大阪府、京都府、兵庫県など大阪圏も、プラスが確認されました。

都市別では、引き続き東京の銀座中央通りが国内最高路線価を維持した他、「2025年日本国際博覧会(大阪・関西万博)」を前に都市開発が進むと期待される大阪、再開発やマンション建設が活発な名古屋などのエリアで、力強い伸びが示されています。

＊三大都市圏:東京圏、大阪圏、名古屋圏

(図3)三大都市圏 都道府県別路線価(前年比)



(出所)国税庁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)都道府県庁所在都市の最高路線価 上位5都市

(2023年1月1日時点)

順位	都市名(所在地)	最高路線価(千円)	対前年変動率(%)
1	東京(中央区銀座5丁目 銀座中央通り)	42,720	1.1
2	大阪(北区角田町 御堂筋)	19,200	1.3
3	横浜(西区南幸1丁目 横浜駅西口バスターミナル前通り)	16,800	1.4
4	名古屋(中村区名駅1丁目 名駅通り)	12,800	2.6
5	福岡(中央区天神2丁目 渡辺通り)	9,040	2.7

(出所)国税庁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

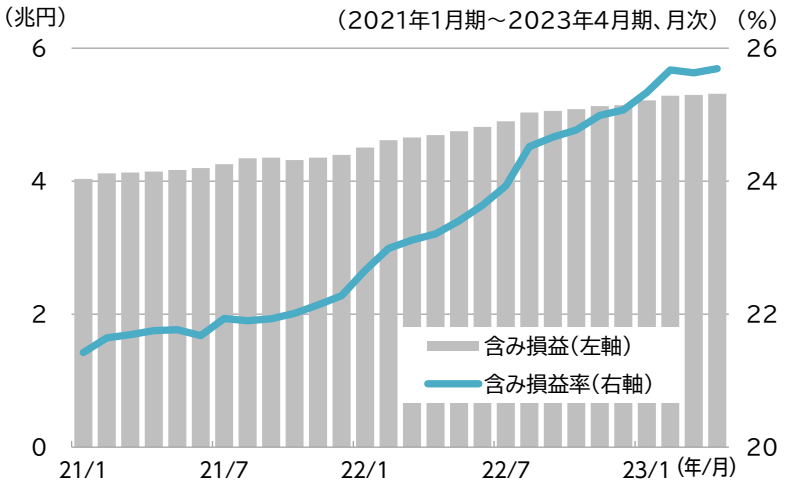
J-REITの含み益は最高水準を更新

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。

2023年4月時点のJ-REIT市場の含み益は約5.3兆円と、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、保有物件を売却し売却益を分配金原資に充てるなど、フロー面において経営の自由度向上にもつながります。

6月に発表された地価LOOKレポートによると、2023年第1四半期の地価上昇地区は前期を上回る73地区(前期71地区)となるなど、引き続き地価上昇が確認されており、堅調な地価動向はJ-REITの見直し買い要因の1つになることが期待されます。

(図5)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、含み損益率は含み損益÷不動産帳簿価額
(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。

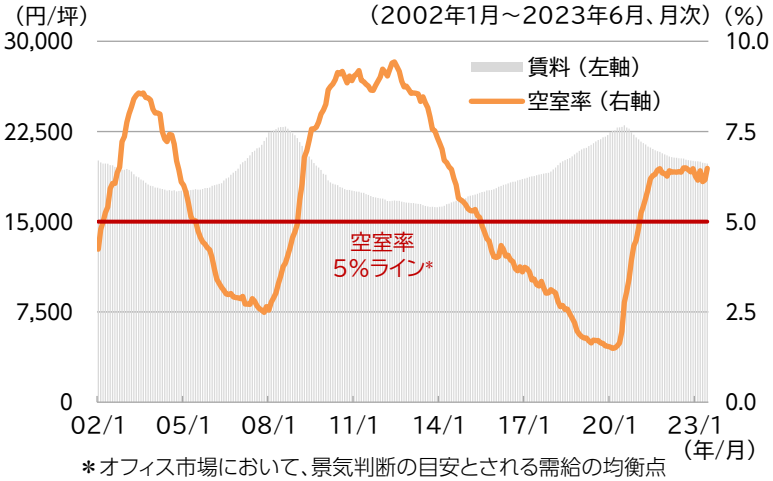
2 賃貸不動産市場 J-REIT保有物件の空室率は低水準を維持

大規模ビルの竣工が影響するも、都心5区内で好不調はまちまち

2023年6月の東京都心5区のオフィス空室率は6.48%と、6月に「麻布台ヒルズ森JPタワー」が空室を残して竣工した影響から、小幅に上昇しました。また6月の平均賃料は19,838円/坪と、緩やかながら35カ月連続で下落しています。区別の空室率では、新築ビルの竣工により港区が9.54%と上昇した一方、千代田区、渋谷区は需給の均衡点とされる5%以下の水準を維持しており、新宿区、中央区については2023年3月比で低下が確認できます。

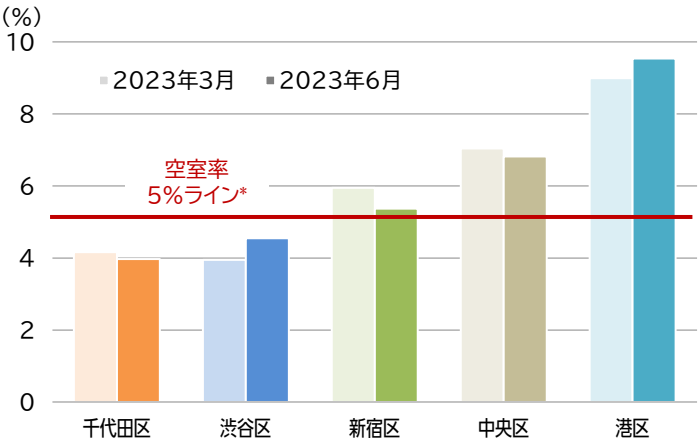
新型コロナウイルスが「5類」に移行した後は、立地やスペックが良く競争優位性のあるオフィスビルを中心に埋め戻しの動きが出てきており、引き続き物件の選別が進んでいると見られます。なお、募集面積を残している「虎ノ門ヒルズステーションタワー(港区)」の影響により、目先のオフィス空室率はもう一段の上昇が予想されますが、新築ビルの募集は年後半以降にずれ込む他、2024年の新規ビル供給量は前年比で約半減となることが見込まれ、オフィス賃貸市場に対して緩やかに影響することが考えられます。

(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

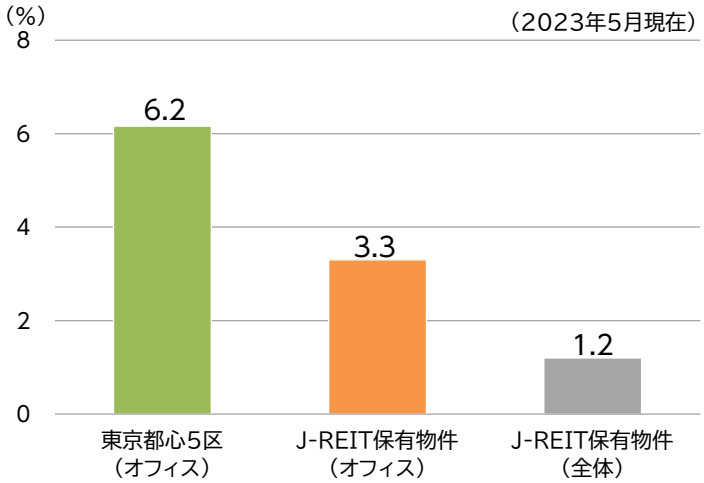
J-REIT保有物件の優位性は変化なし

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つな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8)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。

3 金利動向 金利環境の変化とJ-REITへの影響

米国の利上げペースは緩やかに

7月のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、0.25%の利上げが決定されました。6月のFOMCで既に年内0.5%の追加利上げが示唆されていたため、市場の予想通りの結果として、年内残り0.25%の利上げの可能性が意識されています。

次回9月のFOMCでは、物価や雇用の状況を確認しながら利上げ終了の時期を見極めていくと思われ、市場参加者の間では、政策金利は2023年後半をピークに、2024年には低下に向かうとの見方がなされています。

過去に見る日銀の調整対応

日米欧の政策金利の推移を見ると、日銀は欧米におけるいずれの金融引き締め局面においても、最終段階で調整を行い、その調整幅も大きくなかったと言えます。7月の日銀会合では、YCC*運用の柔軟化が決定されましたが、引き続き金融緩和を継続し物価目標の実現を目指すとして、従来の運営方針に大きな変化はないことが確認されました。金融政策の転換に対して慎重な姿勢が確認されたとも言え、2022年以降の世界的な金融引き締め局面における一連の政策運営も、過去と近い形になる可能性が考えられます。

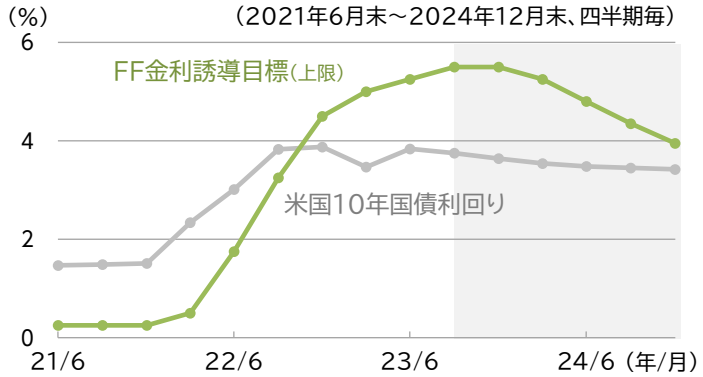
＊イールドカーブ・コントロール

日銀の緩和継続姿勢は変わらず J-REITの業績への影響はマイルドに

日銀の現体制下では、金融緩和策について今後「1年から1年半程度」の時間をかけて多角的にレビューを行い、特に賃金上昇の芽を摘まないようしっかり状況を確認し、当面は金融緩和の維持を継続するとの考えが示されています。7月の会合で決定したYCC運用の柔軟化も、金融緩和の持続性を高める狙いであることから、金融政策の転換・引き締めを懸念し長期金利が急上昇する可能性は限定的と考えられます。

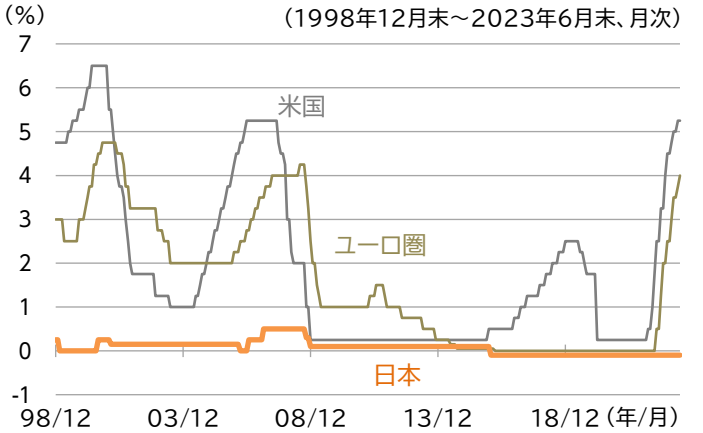
J-REITは借入期間の分散も図られていることから、収益に対する借入金のコストの影響はマイルドなものであり、配当への影響も一時懸念されたほど大きくはないと見込まれます。

(図9) FF金利誘導目標(上限)と米国10年国債利回りの推移



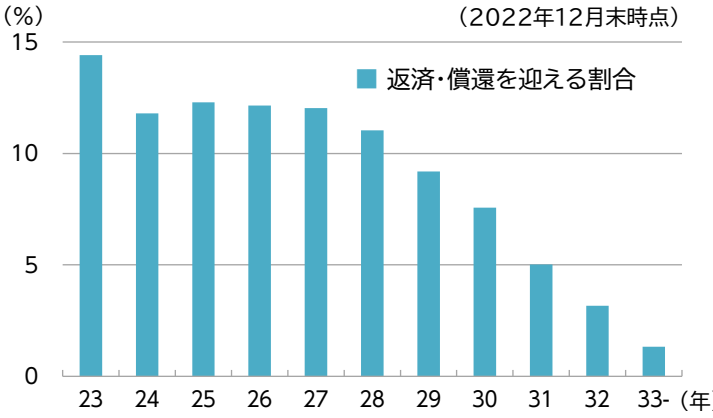
※FF（フェデラル・ファンド）金利、2023年9月末以降はBloomberg集計によるアナリスト予測値
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図10) 日米欧における政策金利の推移



(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11) 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。

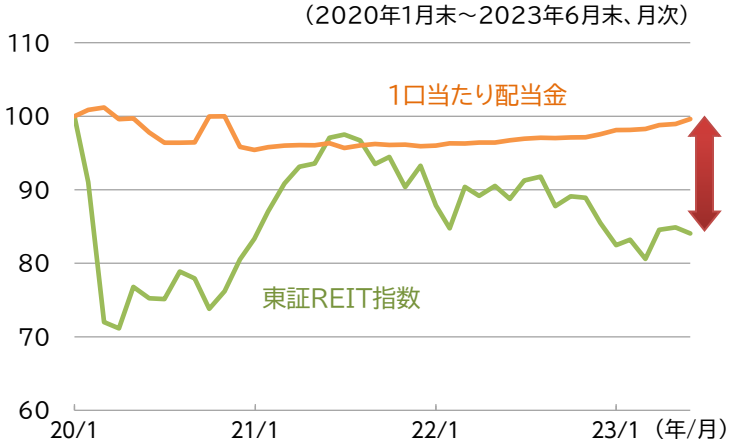
4 バリュエーション 業績やリスクプレミアムから見ても割安感は継続

訪日外国人客数の増加を確認、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などの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、今後さらなる増加によりホテルなどの業績が回復すれば、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。

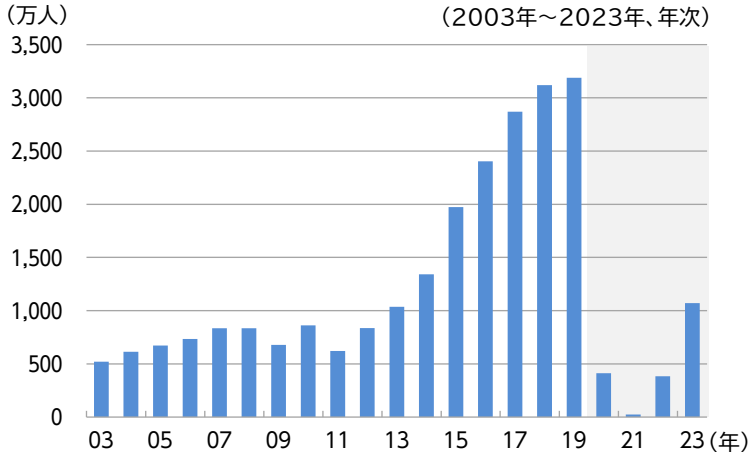
足元の東証REIT指数は、コロナ禍前の水準には及ばず上値が重い展開が続いていることから、業績回復に伴い利回り面での割安感がさらに高まる可能性があります。J-REITの利回り水準の高まりと配当の安定性が確認されれば、東証REIT指数も復調することが見込まれます。

(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6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

主要3カ国の中でも魅力的なリスクプレミアムを維持

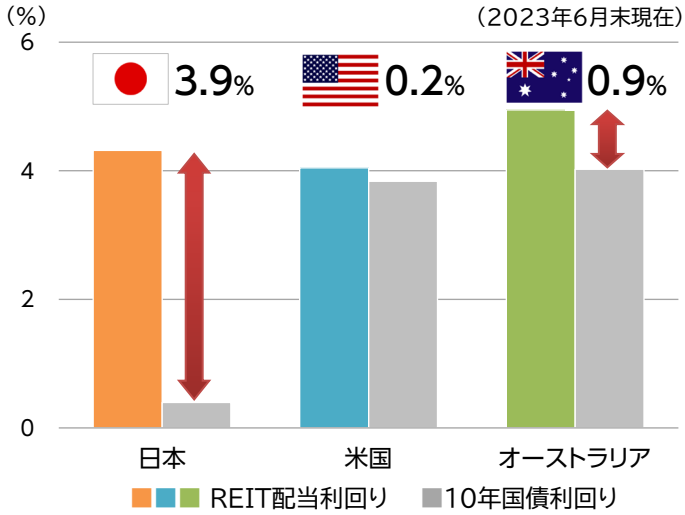
世界的な金利上昇を背景に、リスクプレミアムから見たJ-REITの魅力度も依然として高い状況です。

主要3カ国のリスクプレミアムを比較すると、米国が0.2%、オーストラリアが0.9%であるのに対し、日本は3.9%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に一服感はあるものの、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。

日本は、植田日銀総裁下でも、当面金融緩和の継続が見込まれます。YCCの調整を踏まえても、相対的な金利水準の低さにより、引き続きリスクプレミアムから見た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。

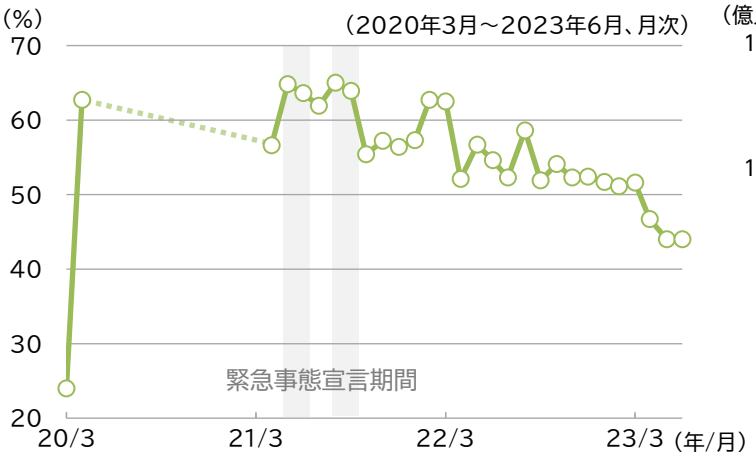
5 コラム 「5類」移行を機にオフィス需要は増加の兆しか

都内のテレワーク実施率は減少傾向

東京都の調査によると、6月のテレワーク実施率は44%と、コロナ禍以降で最も低い水準となりました。5月には新型コロナウイルスの感染症法上の位置付けが「5類」に移行されたことから、企業の感染防止対策などが緩和方向に進んだことも影響していると思われます。

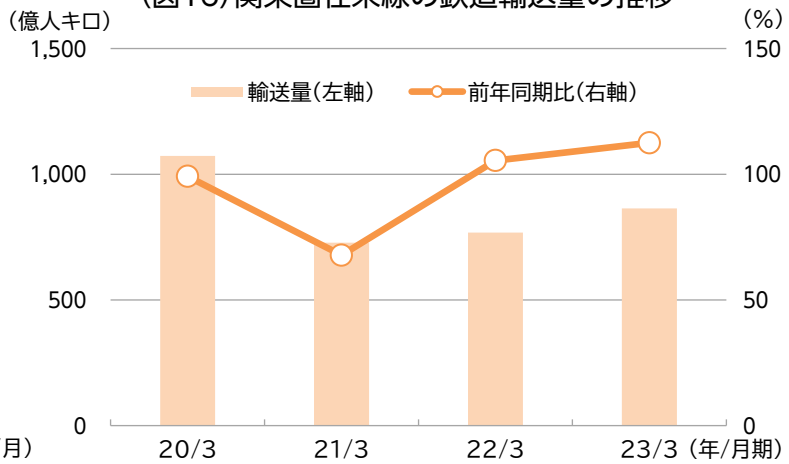
コロナ禍ではテレワークの進展により鉄道輸送者数にも変化が表れましたが、関東圏在来線の鉄道輸送量の推移からは、「5類」移行前の2023年3月時点で既に増加傾向が見られ、人々の往来が戻り通勤通学の動きも正常化に向かっていることが推測できます。

(図15) 東京都におけるテレワーク実施率の推移



※2020年5月～2021年3月はデータなし
(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

(図16) 関東圏在来線の鉄道輸送量の推移



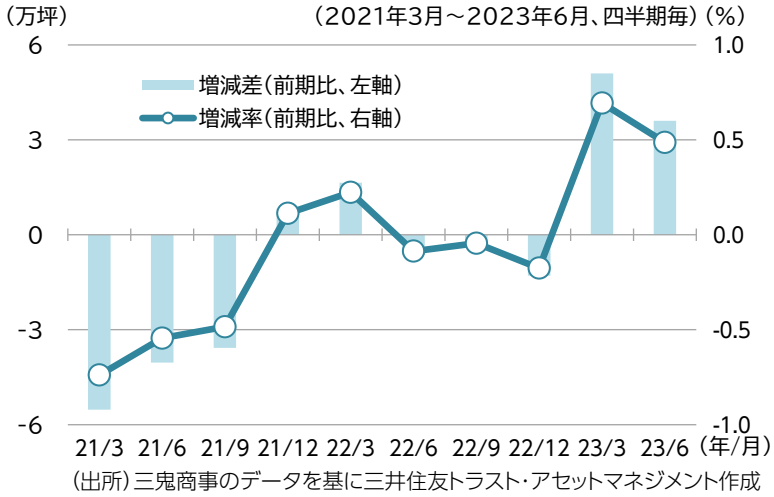
(出所) JR東日本のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

都心5区のオフィス需要は増加の兆しか

コロナ禍においては、テレワークを積極的に導入した企業を中心にオフィス利用面積は減少しましたが、6月に日本経済新聞社が実施した「社長100人アンケート」では、現在の従業員の出社日について「週5日もしくは基本全日出社」との回答が11%に上ったと報道されるなど、新型コロナウイルスが「5類」に移行されたこともあって、テレワークの活用に関する企業の考え方は一層多様化していると見られます。

ここ数年におけるテレワークやハイブリッドワークを経て、足元ではコミュニケーションの場としてオフィスの役割を意識する企業も見られ、駅近など立地競争力の高い物件を選好するなどの動きが広がっており、賃貸オフィス需要の増加につながっている可能性があると考えられます。

(図17) 都心5区におけるオフィス需要の推移



(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

※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。