J-REIT四半期レポート
（2023年7月～2023年9月）

ご参考資料
2023年10月30日

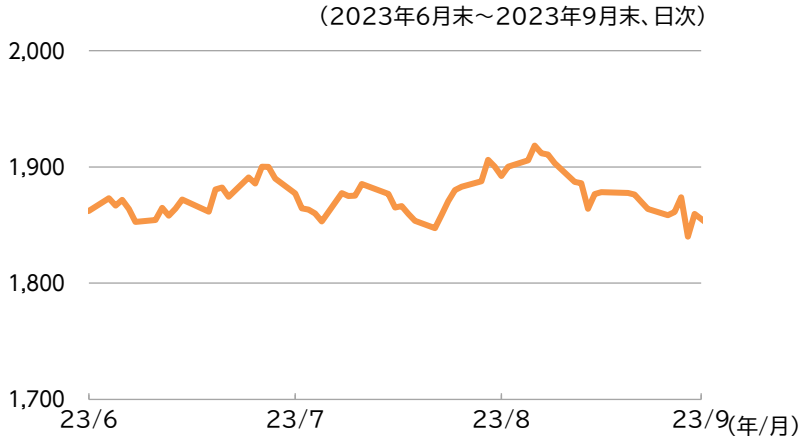
金融政策の見直しを横目にほぼ横ばい

2023年7～9月のJ-REIT市場はほぼ横ばいとなりました。

7月は、植田日銀総裁のハト派的な発言等を受けて上昇する場面もありましたが、月末の金融政策決定会合でYCC（イールドカーブ・コントロール）運用の柔軟化が発表されると上昇幅を若干縮小しました。

8月は、中国不動産企業の債務問題が意識される場面もありましたが、価格下落により利回りで見た割安感が強まったことや、ジャクソンホール会議でのパウエルFRB（米連邦準備理事会）議長の講演を無難に通過したことなどを受けて上昇しました。

（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

9月は、株式市場におけるリスクオンの動きが波及しJ-REIT市場も上昇して始まりましたが、日銀の金融政策決定会合を控え、植田日銀総裁のマイナス金利解除に関する発言などを受けて下落しました。後半は会合結果が現状維持となり市場に安心感が広がったものの、欧米における利上げの長期化や、足元の金利上昇などが意識され、軟調に推移しました。

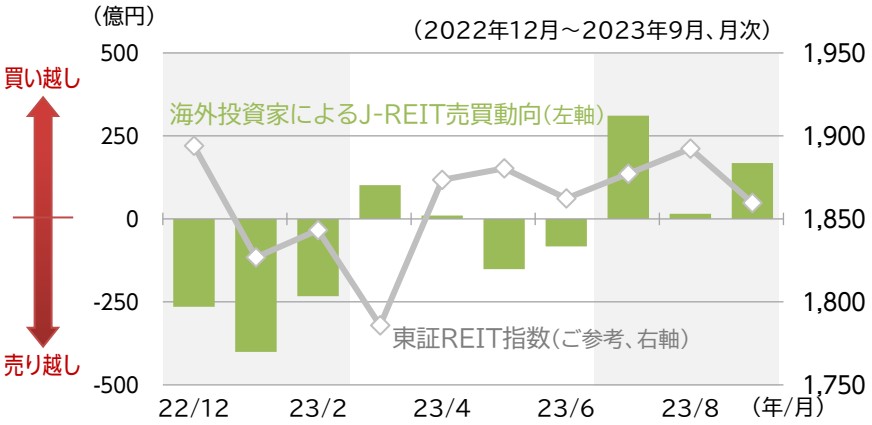
海外投資家はYCCの運用柔軟化を受けても買い越し

2022年12月のYCCの運用見直し等から2023年3月末にかけてのJ-REIT市場の下落局面では、日銀の政策変更に対して海外投資家が反応し大きく売り越しましたが、足元ではこの動きに変化が見られます。

7月にYCC運用の柔軟化が発表され長期金利は上昇したものの、海外投資家の買い越しが確認されています。金融政策の変化が想定よりも穏やかであり、J-REITの収益面への影響がそれ程大きくないと考えられます。今後も足元の利回りやNAV倍率*で見た割安感から、緩やかに買い越しが続くと期待されます。

＊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

（図2）海外投資家によるJ-REIT売買動向の推移



※東証REIT指数は各月の月末値を使用。
（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

※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 J-REIT物件が多く所在する三大都市圏は堅調

三大都市圏の基準地価は上昇率が拡大

2023年9月に国土交通省が発表した都道府県地価調査（基準地価）では、全国の全用途・住宅地・商業地はいずれも2年連続で上昇し、上昇率も拡大しました。

J-REITが保有する物件の約9割が所在する三大都市圏の全用途は3年連続で上昇しました。また、全用途・商業地は、東京圏で11年、大阪圏で2年、名古屋圏で3年連続で上昇するなど、堅調に推移しました。

地方4市については、いずれの用途でも11年連続で上昇し、相対的に高い上昇率がさらに拡大するなど、全国的に地価の回復が進んだ結果となりました。

（図3）2023年の基準地価変動率（前年比、%）

（2023年7月1日現在）

	全用途	住宅地	商業地
全国	**1.0**	**0.7**	**1.5**
三大都市圏	**2.7**	**2.2**	**4.0**
東京圏	3.1	2.6	4.3
大阪圏	1.8	1.1	3.6
名古屋圏	2.6	2.2	3.4
地方圏	**0.3**	**0.1**	**0.5**
地方4市	8.1	7.5	9.0

※地方4市は札幌市、仙台市、広島市、福岡市
（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

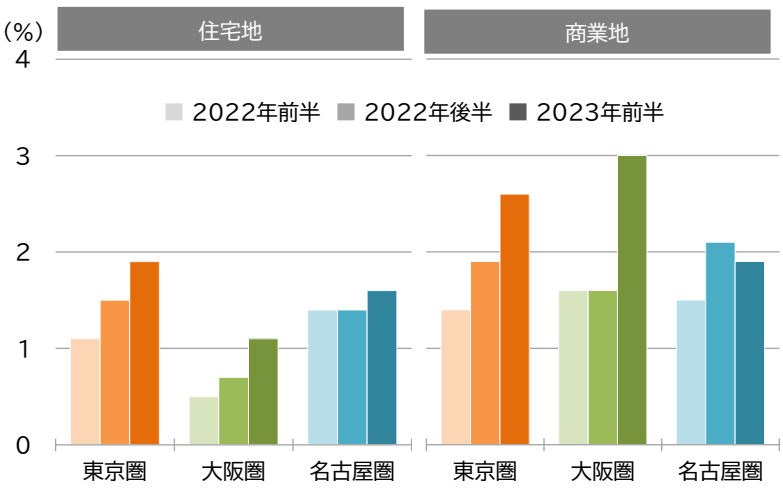
2023年前半の地価変動率も堅調さを維持

三大都市圏における地価変動率（公示地価と基準地価の共通地点）で見ると、2023年前半が概ね上昇率が拡大しています。住宅地はいずれの都市圏でも上昇率が拡大し、商業地においては、堅調なオフィス需要や再開発期待、インバウンドを含む観光客回復に伴う店舗需要などから、特に大阪圏が+3.0%と高い伸びを記録しました。

国土交通省は今回の調査結果について、住宅地は「都市中心部や生活利便性に優れた地域などでは、住宅需要は堅調であり、地価上昇が継続している」、商業地については「都市部を中心に、コロナ後の人流回復を受け店舗需要は回復傾向となり、オフィス需要も底堅く推移し、地価の回復傾向がより進んでいる」と説明しています。

（図4）共通地点における半年ごとの地価変動率

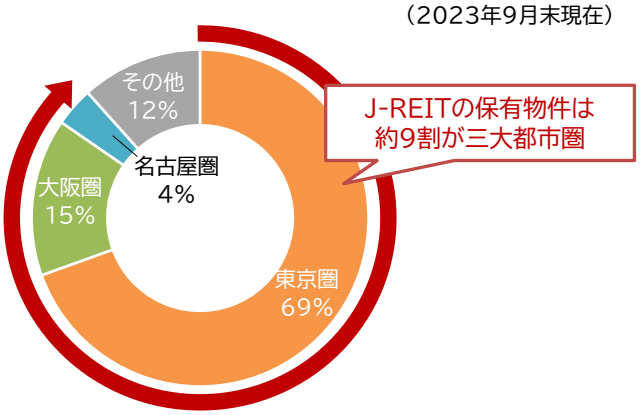
（2022年1月1日～2023年7月1日、半期毎）



※前半：1月1日～7月1日、後半：7月1日～翌年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

（ご参考）J-REIT保有不動産の地域別構成比

（2023年9月末現在）



※東京圏（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、茨城県）、大阪圏（大阪府、兵庫県、京都府、奈良県）、名古屋圏（愛知県、三重県）、取得価格ベース
※端数処理の関係で100%にならない場合があります。
（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

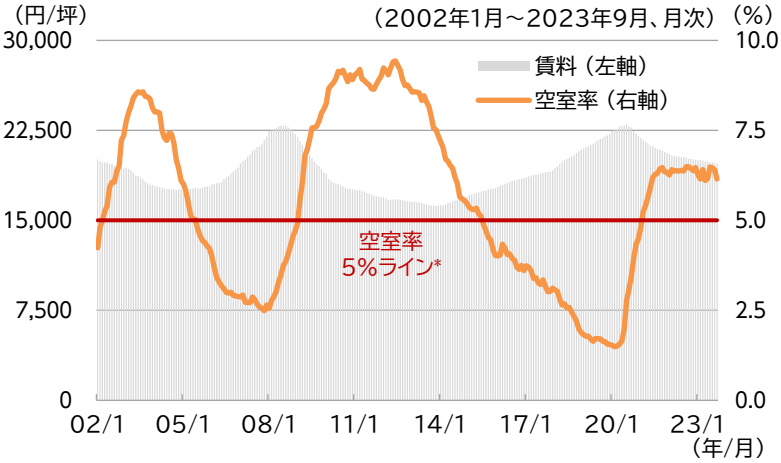
大規模ビル竣工も、空室率は小幅に低下

2023年9月の東京都心5区のオフィス空室率は6.15%と3カ月連続で低下しました。また、9月の平均賃料は19,750円/坪と緩やかながら38カ月連続で下落しています。

都心5区いずれにおいても前四半期比で空室率は低下しており、特に千代田区、渋谷区は既存ビルのリーシングが進展したことなどからそれぞれ3.49%、4.12%と、低位に推移しました。また、募集賃料は都心5区のうち、渋谷区、新宿区、港区の3区で小幅に上昇しており、エリアによって改善が確認されています。

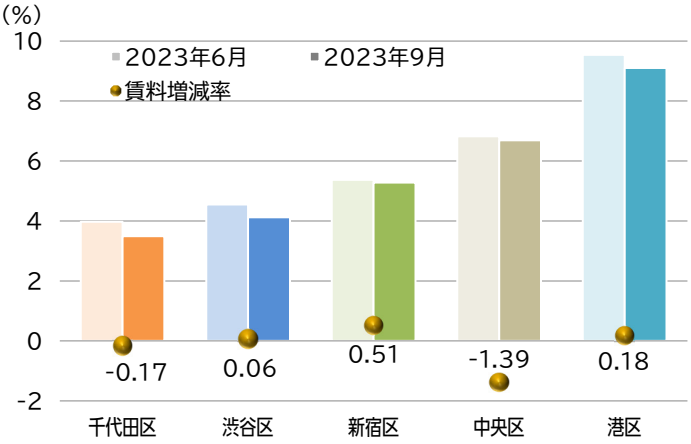
新型コロナウイルスの「5類」移行後、立地やスペックが良く競争優位性のあるビルにオフィスを移転するなど、埋め戻しの動きが進んでいると見られます。夏場の大型物件の竣工による供給の山場を越え、2023年内では渋谷区で2つの大型物件の竣工を残すのみとなりますが、報道によると大手IT企業を中心にリーシングが進展していることが確認されています。また、2024年の新規オフィスビル供給量は前年比で約半減となることが見込まれ、オフィス賃貸市場を過度に悲観する見方の後退が期待できると考えています。

(図5) 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6) 東京都心5区のオフィス空室率の変化と賃料増減率(区別)



※賃料増減率は2023年9月時点における前四半期比
(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

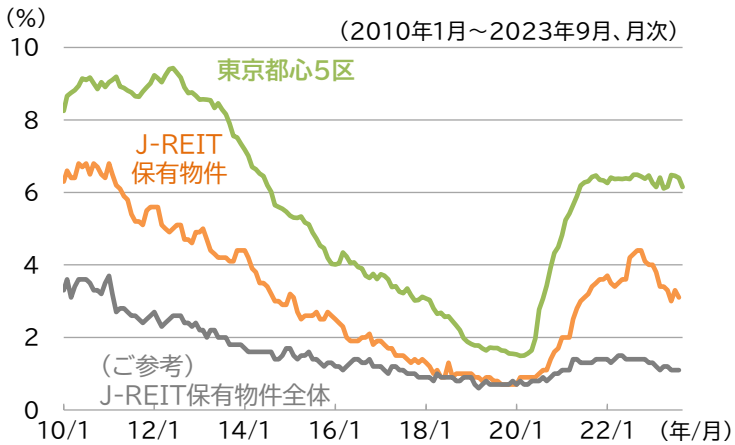
J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

J-REITが保有するオフィス物件空室率(稼働率から推計)は、都心5区と比べても、改善が進んでいます。

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、立地の利便性や築年数等の機能面で競争優位性があ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7) 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8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 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

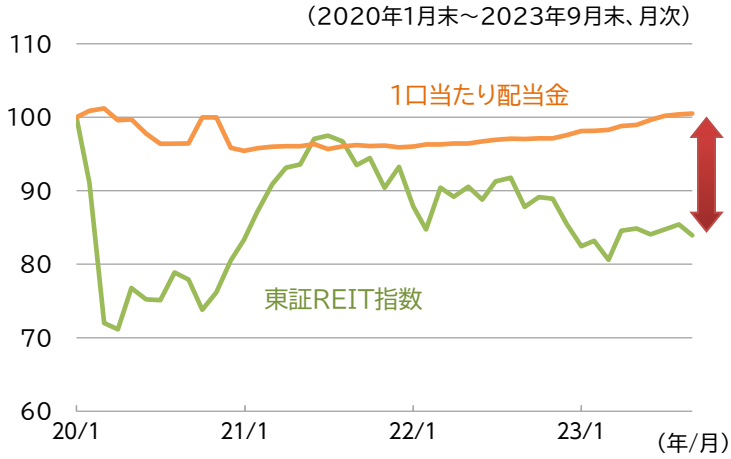
訪日外国人客数の増加を確認、さらなる業績への影響に期待

コロナ禍以降ホテルREITを中心とした配当金引き下げを背景に減少したJ-REIT市場全体の1口当たり配当金は、その後緩やかに増加し、足元ではコロナ禍前の水準を回復しています。

徐々に訪日外国人客数の回復も確認されており、ホテルなどの売上復調に伴い、J-REIT市場全体の配当金の回復が一段と見込まれます。

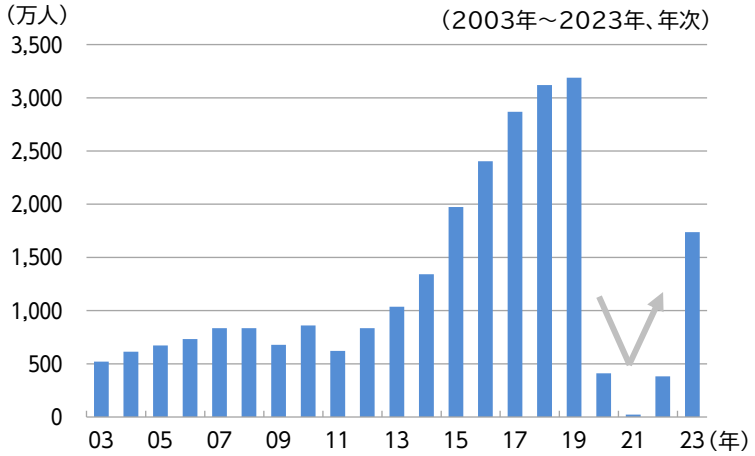
2022年末以降の東証REIT指数は上値が重い展開が続き、東証REIT指数と配当金の動きに乖離が広がっているものの、配当金は着実に増加しており利回り面での割安感はさらに高まる可能性があります。今後、配当金の方向感や安定性が確認されれば、東証REIT指数の回復も期待できると考えています。

(図8) 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9) 訪日外国人客数の推移



※2023年は9月時点。推計値を含む
(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。

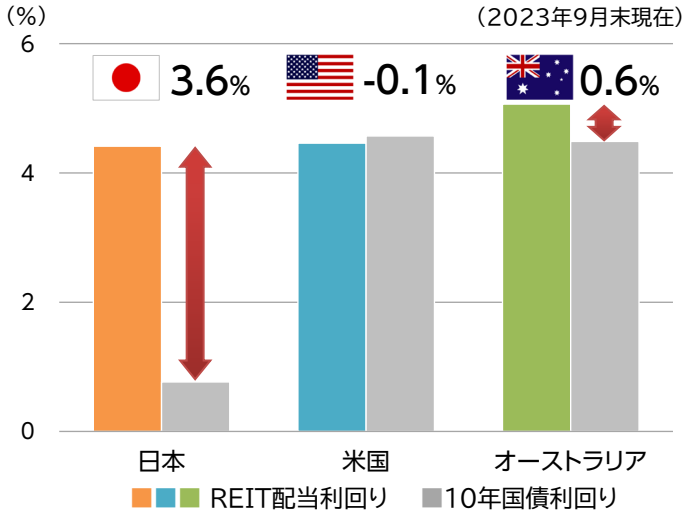
主要3カ国のリスクプレミアムを比較すると、米国が-0.1%、オーストラリアが0.6%であるのに対し、日本は3.6%と圧倒的に高い水準にあります。

根強いインフレの影響により、米国とオーストラリアでは長期金利の高止まりが続くと見込まれています。

日本では、植田日銀総裁下で金融政策の見直しが行われていますが、他の主要国と比較して日本の金融環境が良好であることには変わりなく、金融政策の見直しや10年国債利回りの動きに対する反応は落ち着いたものとなっています。

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10) 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。

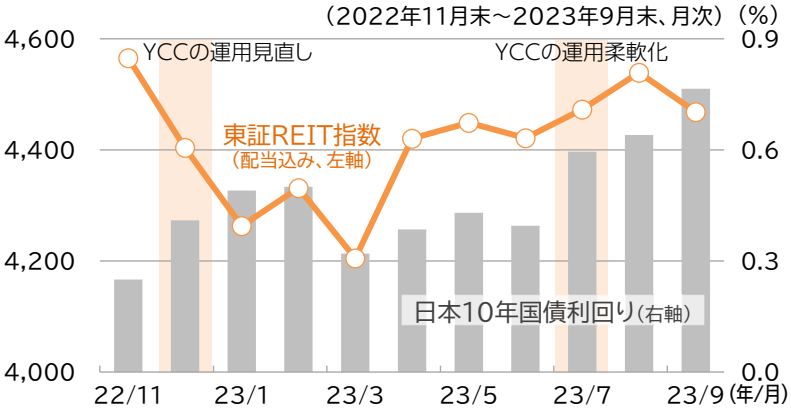
4 金利動向 金利環境の変化とJ-REITへの影響

政策や金利に対する感応度は低下

これまで国内の金融政策や金利の動向は、J-REIT市場の投資家心理に影響してきましたが、足元ではその捉え方に変化が生じてきているようです。

東証REIT指数と10年国債利回りの推移を見ると、2022年12月の日銀によるYCCの運用見直し等を受け、2023年3月末にかけて東証REIT指数は大きく調整しました。その後10年国債利回りは0.4%前後の水準が続き、2023年7月末のYCCの運用柔軟化後はさらに上昇したものの、東証REIT指数は前回のような大きな調整には至らず落ち着いた動きとなっています。

(図11)東証REIT指数と日本10年国債利回りの推移



(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

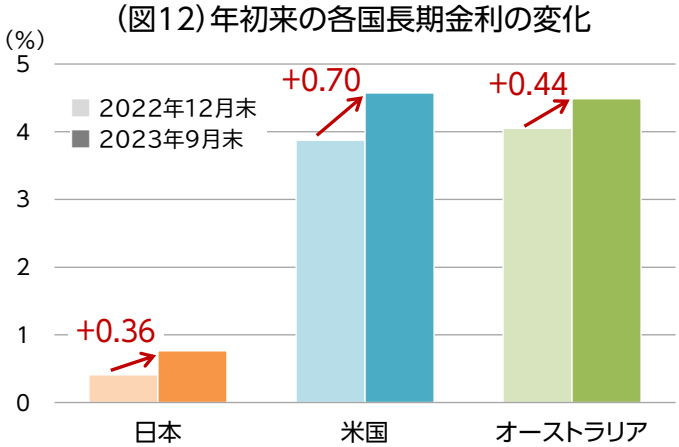
日本の金利上昇幅は相対的に小さい

YCCの調整に伴い国内金利に動きが見られますが、世界的な金利上昇下、海外主要国においても金利水準は変化しています。

日米豪における2022年末からの10年国債利回りの変化を見ると、日本は+0.36%と相対的に上昇幅は小さく、足元の水準も0.8%程度です。一方、米国やオーストラリアは足元4.5%前後で推移し、変化幅は日本より大きくなっています。

相対的に良好な賃貸不動産市況に加え、金利環境の落ち着きも、日本の不動産市場が見直される要因と考えられます。

(図12)年初来の各国長期金利の変化



(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

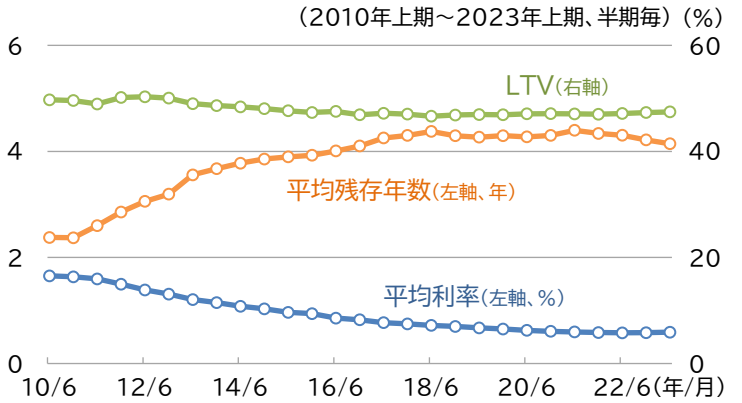
J-REITの調達金利への影響

2023年上期、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、収益への影響を抑制しつつ財務状況の再構築を図っています。

これまでの低金利環境下において既に借入年数の長期・固定化を進めてきていたことから、金融政策の変更による影響はコントロール可能であり、足元の金利水準や政策変更のスピード感であれば、収益に与える影響はマイルドに留めることができると想定されます。

(図13)J-REIT銘柄の財務指標の推移



※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、平均利率は全銘柄加重平均
(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。

5 コラム 新NISA開始でJ-REIT市場への資金流入を期待

2024年1月から始まる新NISA

現行NISA(少額投資非課税制度)の抜本的拡充・恒久化を図るため、2024年1月から新しいNISAが始まります。現行NISAからの主な変更点としては、「年間投資枠の拡大」や「非課税保有期間の無期限化」などが挙げられます。

現行NISAでは最大120万円であった年間投資枠を、新NISAでは「つみたて投資枠」として120万円、「成長投資枠」として240万円まで拡大し、両枠を併用した場合には最大で年間360万円の非課税枠が利用可能になります。

J-REIT個別銘柄は、上場している60銘柄全てが新NISAの「成長投資枠」の対象であり、またJ-REIT ETF(上場投資信託)は17銘柄、J-REIT特化型の公募投資信託は46ファンドが選出*されています。他にもJ-REITを投資対象の一つとするバランスファンドなども選定されています。

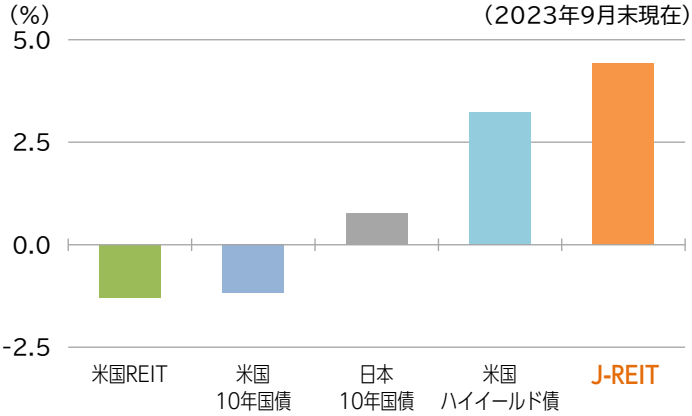
＊2023年10月2日現在の一般社団法人投資信託協会データ

(図14)新NISAの概要

	つみたて投資枠	成長投資枠
年間投資枠	120万円	240万円
非課税保有期間	無期限化	
非課税保有限度額	1,800万円	
		1,200万円
口座開設期間	恒久化	
投資対象商品	長期の積立・分散投資に適した一定の投資信託	上場株式・投資信託等
対象年齢	18歳以上	

※2023年9月末現在の情報であり、今後税制等は変更となる場合があります。
(出所)金融庁「新しいNISA」を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図15)日米インカム資産の利回り比較



※REIT:S&PグローバルREIT指数の実績配当利回り、米国ハイイールド債:ICE BofA US・ハイイールド債券インデックス、米ドル建資産の利回りは為替ヘッジコスト控除後、為替ヘッジコストはスポットレートおよび1カ月物フォワードレートを基に計算した概算値であり、実際の為替ヘッジコストとは異なります。
(出所)Bloomberg、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス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

新NISA投資対象としてのJ-REIT

日米の代表的なインカム資産のうち、為替ヘッジコストを考慮すると、足元ではJ-REITの利回りが最も高い水準となっています。

J-REITは、複数の保有不動産からの賃貸料収入を背景に比較的業績が安定していることから、相対的に高い配当を得られる円建商品として、中長期での資産形成を推奨するNISAに適した投資対象の一つと考えられます。

新NISAの「年間投資枠の拡大」は、既存投資家を後押しするだけでなく、新規投資家が参入する良い機会と見られます。また「非課税保有期間の無期限化」も、中長期投資に適したJ-REITにとって追い風と見ています。新NISAの開始により、J-REIT市場へのさらなる資金流入が期待できると考えます。

※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。

【 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。