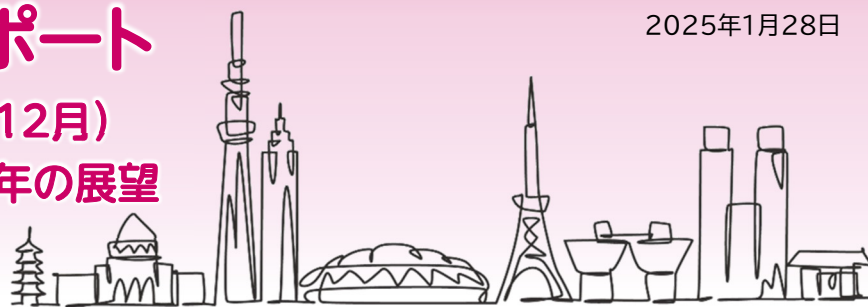


J-REIT四半期レポート

(2024年10月～2024年12月)

2024年の振り返りと2025年の展望



複数銘柄の自己投資口取得が好感されるも、日銀の利上げ観測などが重石に

2024年10月～12月のJ-REIT市場は下落しました。

10月は、過去最多となる5銘柄が自己投資口の取得を発表するなどポジティブな材料がありました。しかし、下旬に衆議院選挙、11月初めに世界が注目する米大統領選挙の開票を控えており、イベントに備えポジションを圧縮する動きによって月を通じ弱含みで推移しました。

11月は、米大統領選挙の結果を受けて株式市場が不安定な動きとなったことや日米長期金利が上昇したことなどが意識され、月半ばにかけて下落しました。月後半は、資金流入により一時下げ幅を縮小する場面もあったものの、グローバル株価指数であるMSCIジャパン・スタンダード指数（以下、MSCIジャパン）からJ-REIT大型銘柄が除外された影響や、12月の日銀金融政策決定会合での利上げの可能性が徐々に意識されたことなどから、月末にかけて再度下落する展開となりました。

12月前半は、月内の日銀金融政策決定会合での利上げの可能性が意識されたほか、クリスマス休暇を控えた海外投資家による手じまい売りに押されたことなどから下落しました。月後半は、複数銘柄が自己投資口の取得を発表したことや、日銀金融政策決定会合後の植田日銀総裁の会見を受け、早期利上げ観測が後退したことなどから切り返す展開となりましたが、月間では下落しました。

(図1) 東証REIT指数の推移

(2024年9月末～2024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

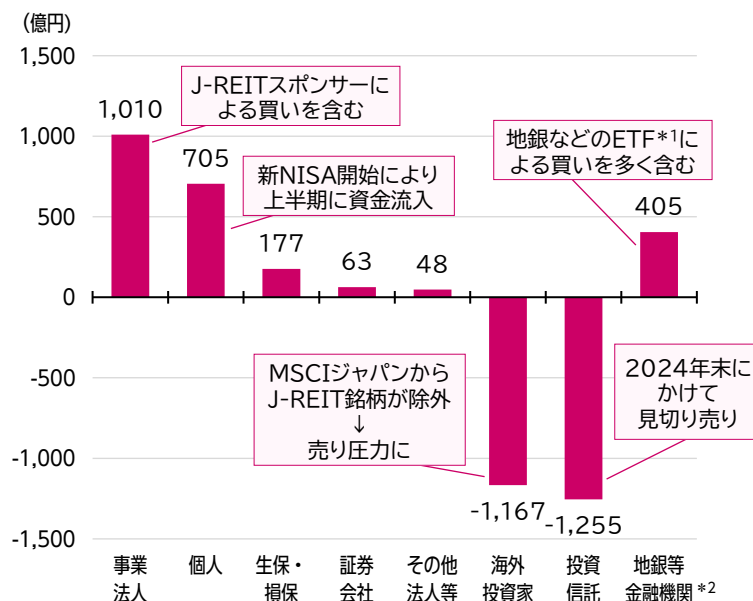
J-REIT市場 2024年の投資家別売買動向と2025年の見通し

2024年に東証REIT指数(配当込み)が4.0%の下落となった要因の1つとして、需給要因が考えられます。

1年を通して、日銀による利上げ観測など金融政策の正常化が意識され、J-REITの買い控え要因となりました。NISA(少額投資非課税制度)経由での個人や、地銀をはじめとした機関投資家からはバリュエーション(割高・割安を評価する指標)に着目した資金流入が見られました。一方、円安や株高により相対的にJ-REITの時価総額比率が減少し、MSCIジャパン採用銘柄から多くのJ-REIT大型銘柄が除外となったことが、株式や不動産株式と比べてJ-REIT固有の需給悪化要因になったと推定されます。加えて、2024年後半には投資信託を通じたJ-REITの見切り売りが出たことも、市場の押し下げ要因となったと考えられます。

2025年は、NISAを通じた個人のJ-REIT買いが2024年と同様に期待されます。また、積極化している自己投資口の取得も続くとみられ、需給好転からJ-REIT市場の回復の糸口があると見込まれます。

(図2) J-REIT 2024年の投資家別売買動向・集計



*1: 上場投資信託 *2: 証券会社自己、銀行、その他金融機関を合算
(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

※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 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

東証REIT指数の低迷に反して、 配当金は過去最高水準

J-REITの業績を示す指標の一つである配当金は、12月末に過去最高を更新しました。

今後も緩やかな景気拡大が見込まれる中、オフィス市況の改善による賃料増加や、賃貸住宅の賃料増加が一段と進展することが見込まれます。また、良好な不動産売買市場を背景とした物件譲渡による譲渡益や内部留保の還元を通じて、引き続き金利コスト増加の影響を吸収しつつ、配当金の成長が見込まれます。

2025年は、トランプ米大統領の政策運営に伴い、世界的に企業業績に対する不透明感が高まる恐れがありますが、その環境下でもJ-REITの増配基調は続くと期待されます。

1口当たり配当金は増加する一方、東証REIT指数は下落しています。良好な不動産市況やJ-REITの増配施策などにより1口当たり配当金が上昇するなか、J-REITの安定した収益性や相対的に高い配当利回りを見直す動きが出てくれば、東証REIT指数の反転が期待できると考えています。

過去と比べて 収益面、資産価値面から割安な水準

2024年12月末現在、配当利回りは5.0%となり、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。

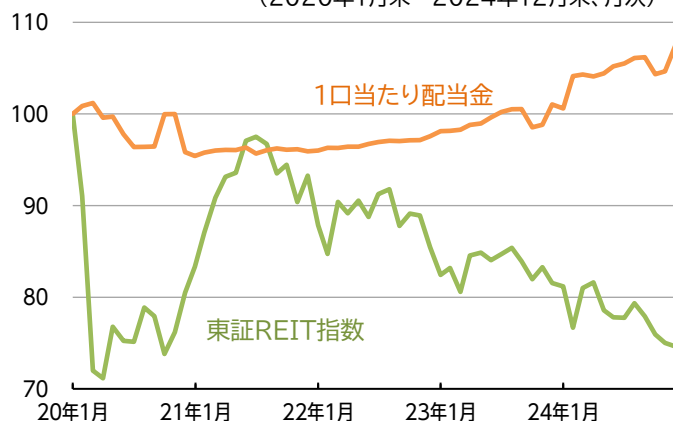
この混乱期を除いた配当利回りは、ほぼ4%を下回る水準で推移しており、過去との比較から足元割安な水準にあると考えられます。

またJ-REITが保有する物件を鑑定価格で全て売却し、借入金などの負債を全て返済した場合に残る価値が時価総額と比べてどれぐらいを示す指標であるNAV倍率*は2024年12月末現在で解散価値(1.0倍)を下回る0.8倍と割安な水準です。市場の混乱期を除けば、1倍を下回る水準での推移が定着したことはなく、足元の水準は非常に魅力的なバリュエーションであると言えます。

*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。

(図3) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移

(2020年1月末～2024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～2024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

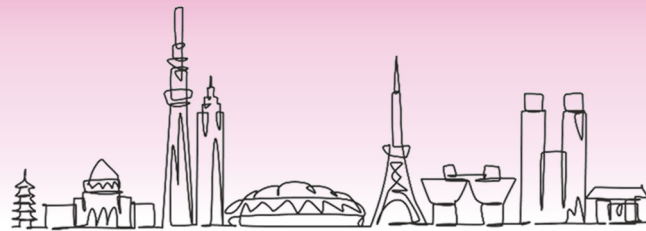
(図5) J-REITのNAV倍率の推移

(2003年12月末～2024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

※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

都心5区のオフィスの空室率、賃料は一段と改善

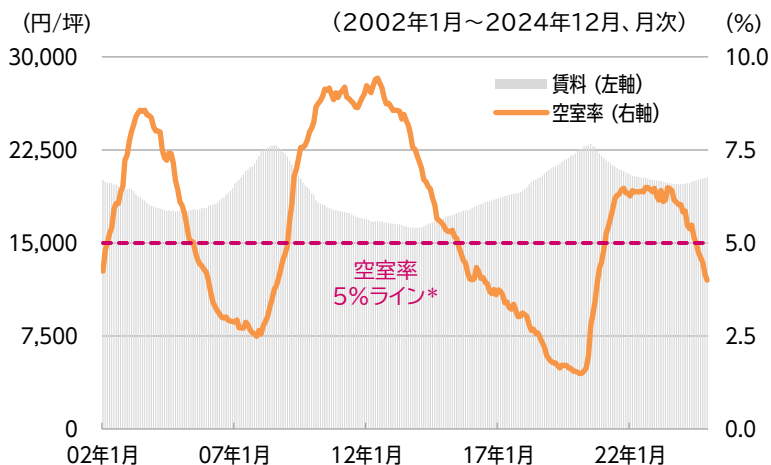
堅調なオフィス需要を背景に、賃料は上昇基調が続く

2024年12月の東京都心5区のオフィス空室率は4.0%と、前四半期から0.6%低下、前年から2.0%低下し引き続き堅調な需要が確認されました。区ごとの空室率も総じて低下基調にあり、プライムエリアとされる千代田区は2.3%を記録し、オフィス需要の減少が見られた湾岸エリアを擁する中央区、港区においても5%程度まで低下しました。

12月の平均賃料は20,296円/坪と11カ月連続で上昇し、2023年末の反転以降上昇傾向にあることが確認されました。区別でも5区全てが年初来で上昇し、IT企業が集積する渋谷区が年初来+6.7%、次いで新宿区も同+4.1%と賃料の伸びが強まっています。

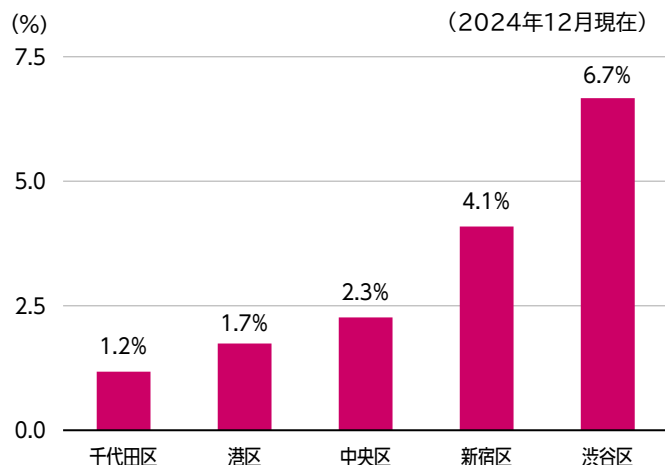
2025年のオフィス供給は2024年よりも増加しますが、入居テナントの内定状況は順調と観測されており、需給面からみた場合、足元の強い動きは続くことが期待されます。

(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区のオフィス賃料変化率(前年同月比)



(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

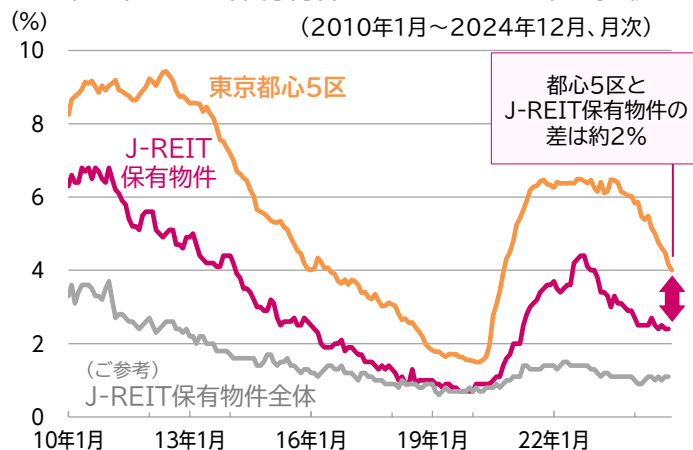
J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

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、2024年11月現在で2.4%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は、東京都心5区に比べ低位で推移しています。この背景として、J-REITが保有するオフィス物件は、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り、空室が見込まれるビルは早期に売却し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。

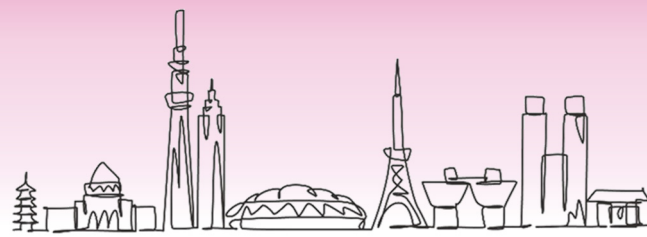
(図8) J-REIT保有物件のオフィス空室率の推移



※J-REIT保有物件、J-REIT保有物件全体は2024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。

当資料のお取扱いについては最終ページのご注意事項をご覧ください。



日銀、2025年1月に追加利上げを決定

金融市場は概ね落ち着いた動き

2025年1月、日銀は金融政策決定会合にて政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標水準を従来の0.25%程度から0.50%程度へ2008年10月以来、約17年ぶりの水準に引き上げることを決定しました。

今回の追加利上げ決定は事前に相当程度織り込まれていたとみられ、金融政策発表直後の金融市場の動きは概ね落ち着いたものになりました。東証REIT指数は、2024年に行われたマイナス金利解除、0.25%程度の利上げ実施時と同様に、あく抜けの動きがみられています。

日銀はこれまで2025年の春闘での賃上げ動向や、トランプ米大統領の政策を巡る不確実性を見極めたいとの考えを示していました。

今回の日銀総裁会見では、今回の利上げ決定の判断に至った背景として、しっかりとした賃上げ実施が見込まれることや、米経済が堅調であること、またトランプ米大統領の政策の大きな方向性が示される中でも金融市場は全体として落ち着いていることなどに言及しました。また、物価見通しについては、円安に伴う輸入物価の上振れなどを理由に、前回2024年10月時点の日銀金融政策決定会合見通しから上方修正されています。

金利コスト増加による影響は限定的

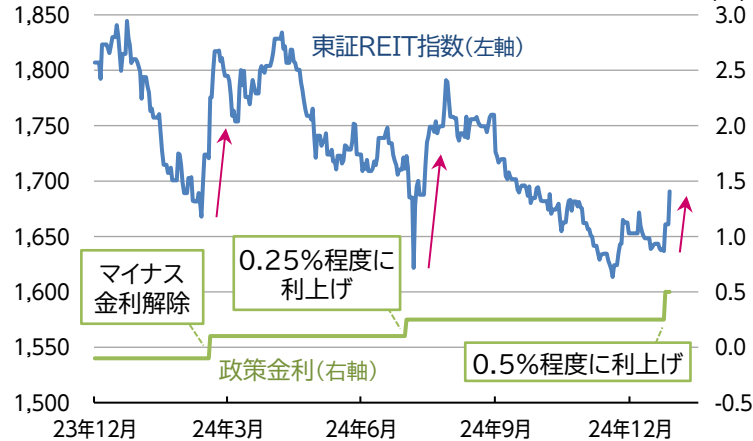
金融政策の正常化は緩やかに進められているなか、金利上昇に伴うJ-REITの借入コスト増加による業績への影響は限定的に留められています。

2024年12月末時点では、J-REITの有利子負債の平均残存年数を3.9年程度へ短期化させるほか、変動金利を活用し固定金利比率を85.8%へ小幅に低下させる等の対応を行っています。その結果、平均利率は0.7%程度とYCC(イールドカーブ・コントロール)調整前とほぼ同水準を維持しています。

借入金の割合であるLTV(有利子負債比率)は50%以下と保有不動産の資産価値の半分以下となっています。今後、金利上昇によるコスト増加は予見されるものの、保有不動産から得られる賃料収入の拡大や借入年数の短期化等の柔軟な対応により、金利上昇に伴う借入コスト増加の影響を吸収できると考えています。

(図9) 東証REIT指数と政策金利の推移

(2023年12月末～2025年1月27日、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

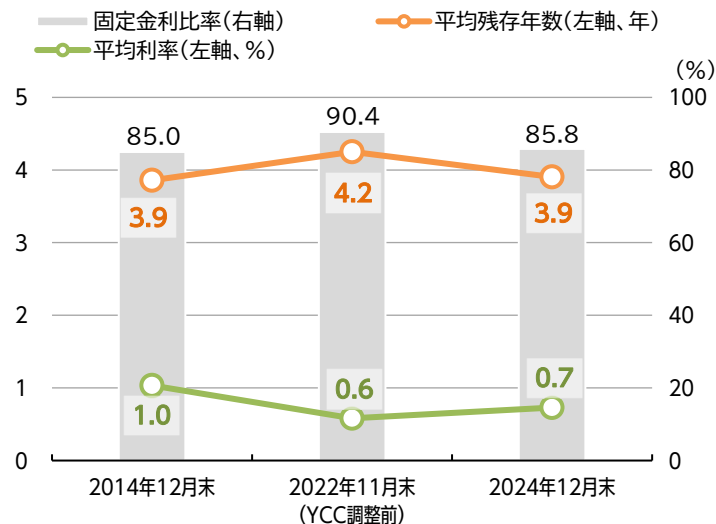
(図10) 日銀政策委員の見通し(中央値、前年度比)

(2025年1月 日銀金融政策決定会合)

コアCPI	2024年度	2025年度	2026年度
今回 (2025年1月)	+2.7%	+2.4%	+2.0%
前回 (2024年10月)	+2.5%	+1.9%	+1.9%

※コアCPI: CPI(消費者物価指数)から生鮮食品を除いて計算された指数
(出所) 日銀の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

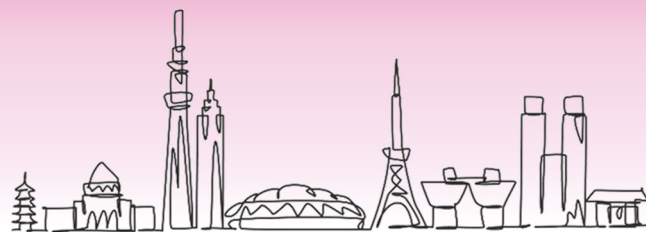
(図11) J-REIT銘柄の財務指標の変化



※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。

当資料のお取扱いについては最終ページのご留意事項をご覧ください。



4 地価動向 全国的に地価の上昇が継続

全国的に地価の上昇が続く

2024年11月に公表された「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、2024年第3四半期は調査対象の全80地区において3期連続で上昇し、全国的に地価が引き続き上昇しました。

用途別にみると、住宅地は引き続き堅調なマンション需要を背景に10期連続で全ての調査地区が上昇しました。商業地も3期連続で全ての調査地区が上昇し、各地での再開発事業の進展や国内外からの観光客の増加、底堅いオフィス需要などが上昇に影響したとされています。

J-REITの含み益は最高水準

堅調な地価動向は、J-REITが保有する物件の含み益にも表れています。

2024年10月期のJ-REIT全体の含み益は合計約5.9兆円と、市場設立以来最高の水準で推移しています。簿価比で見た含み益率は26.4%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、物件売却時に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。

J-REITは含み益を実現 投資主への還元姿勢を強める

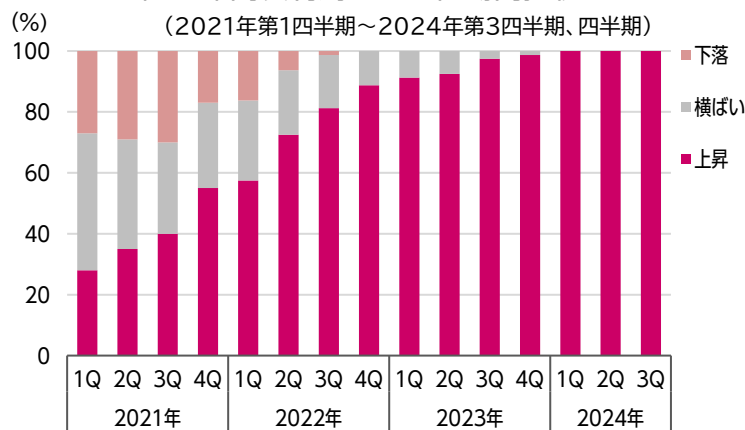
堅調な不動産市況を背景に、J-REITは物件の譲渡を実施し、譲渡益の計上や投資家への還元を進めています。

過去5年の物件譲渡金額の推移をみると、2024年は市場設立以来最大の約6,623億円となりました。譲渡により発生した譲渡益は、分配金の増加に寄与しました。

2024年後半には譲渡益の還元方針を見直し、今まで譲渡益を計上した際は、譲渡益の一部を将来の安定分配のため内部留保していたものを、内部留保の割合を削減し分配金を増加させる方針を打ち出す銘柄も出てきています。

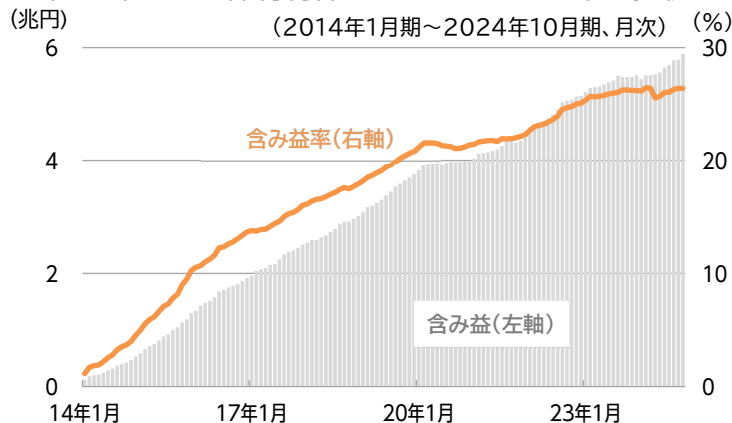
引き続き、投資主還元策が強化されることとなった場合、2024年以上の分配金の増加が見込めると考えられます。

(図12) 高度利用地の地価動向推移



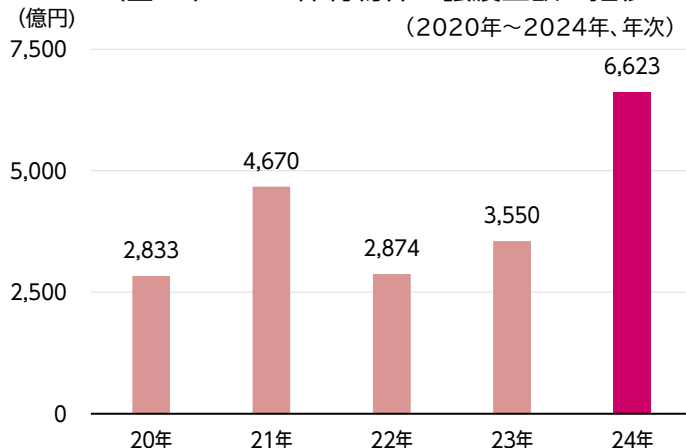
※各期間は以下の通りです。1Q:第1四半期(1/1～4/1)、2Q:第2四半期(4/1～7/1)、3Q:第3四半期(7/1～10/1)、4Q:第4四半期(10/1～1/1)
(出所)国土交通省のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図13) J-REIT保有物件の含み益と含み益率の推移



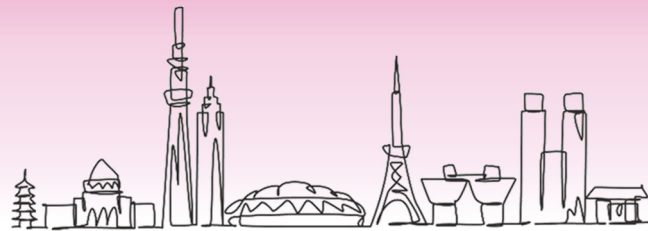
※含み益(不動産鑑定評価額－不動産帳簿価額)は、過去6カ月間に決算発表した銘柄の含み益の合計値。含み益率は含み益÷不動産帳簿価額。
(出所)三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図14) J-REIT保有物件の譲渡金額の推移



(出所)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

※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。



2024年の振り返りと2025年の展望

2024年のJ-REITは主要資産に劣後

2024年、J-REITは4.0%下落し、国内外の各資産に対して収益率が劣後しました。

2024年も2023年同様に国内外の株式が大きく上昇しました。主要国・地域で金融政策を引き締めから段階的な緩和にシフトするなか、金融環境の改善期待から海外REITは上昇しました。一方、日本では17年ぶりにマイナス金利が解除されましたが、利上げペースは緩やかで実質的な影響は大きくないにも関わらず、J-REITは下落しました。

不動産関連商品との利回り比較でも割安

金利上昇が資産の利回りに影響を及ぼす可能性のある不動産関連の商品で比較すると、J-REITの配当利回りは相対的に高いことがわかります。

2024年10月時点で、都内Aクラスビルは2.8%、東京・城南地区のワンルームマンションは3.4%が取引相場と推定されます。また、最新の不動産関連商品である不動産STや非上場の私募REITの配当利回りは4%程度といわれています。一方、上場取引されているJ-REITの配当利回りはさらに高く、2024年12月末時点で5.0%です。

2024年のJ-REIT下落により配当利回りは上昇し、他の不動産関連の商品と比べ金利上昇の影響を極端に織り込んだ水準まで調整していると分析しています。

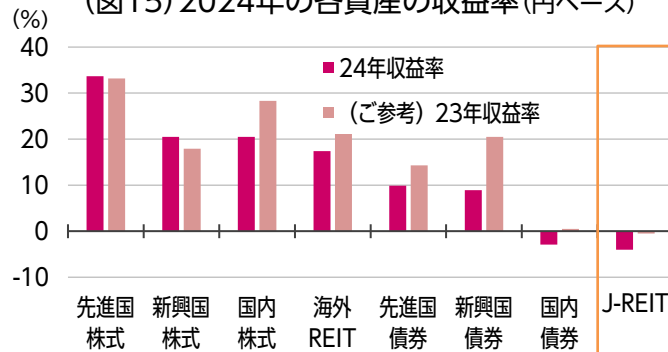
2025年、J-REITはパフォーマンス挽回へ

上場取引されているJ-REITは非上場の私募REITなどと異なり、投資家の売買の偏りが投資口価格の動きに反映します。このため、足元では需給要因がネガティブに影響し、実体と乖離し行き過ぎた水準まで売り込まれていると考えられています。現在の割安な水準から慎重な回復目線として、現状売れ行きが好調とみられる私募REITや不動産STと同水準の配当利回り4%程度までの回復は十分期待できるとみています。

2025年は、J-REITの需給環境の改善が見込まれます。トランプ米大統領の政策運営に伴い、世界的に株式市場の先行き不透明感が増す恐れもあり、ここ2年間の内外株式一辺倒だった物色動向が変化に至れば、相対的に安定した収益性と高い配当利回りを強みとするJ-REITへ投資資金の流入が期待されます。行き過ぎた現状とは逆に、J-REITが上場していることがプラスに働き、パフォーマンス挽回局面が来るものと考えています。

※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。

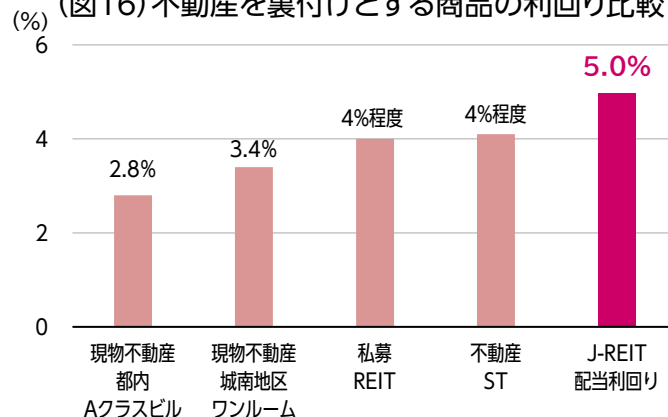
(図15) 2024年の各資産の収益率(円ベース)



※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)*、国内株式:TOPIX(東証株価指数)(配当込み)、海外REIT:S&P先進国REIT指数(除く日本、配当込み)、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*、国内債券:NOMURA-BPI総合、J-REIT:東証REIT指数(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

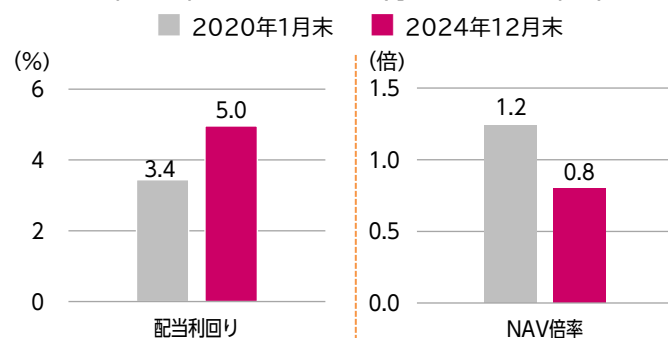
(図16) 不動産を裏付けとする商品の利回り比較



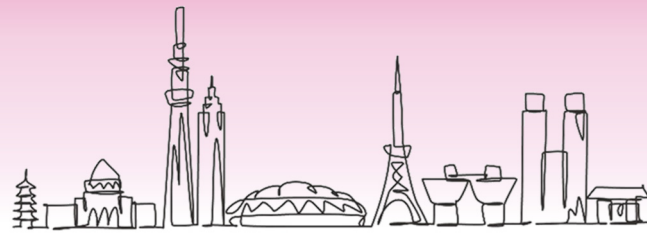
※現物不動産は、2024年10月時点の取引利回りの中央値。私募REITは、資料作成時点の利回り。不動産STは、当社調べによる2024年発行案件の加重平均利回り。J-REIT配当利回りは、2024年12月末時点の東証REIT指数の実績配当利回り。

(出所)一般財団法人日本不動産研究所「第51回不動産投資家調査」、各種資料および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

(図17) 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



【 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。