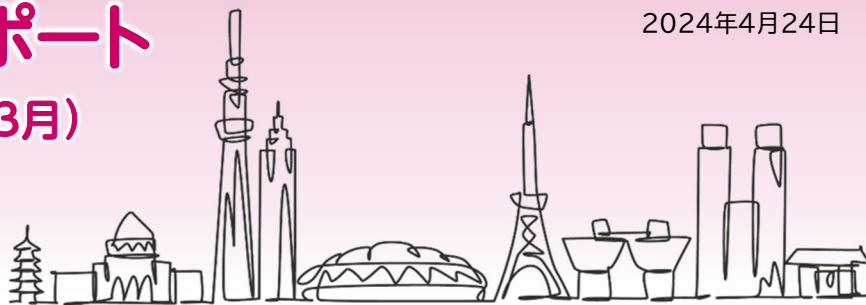


J-REIT四半期レポート

(2024年1月～2024年3月)



日銀の金融政策決定会合を通過し、一時1,800ポイント水準を回復

2024年1～3月のJ-REIT市場はほぼ横ばいでした。

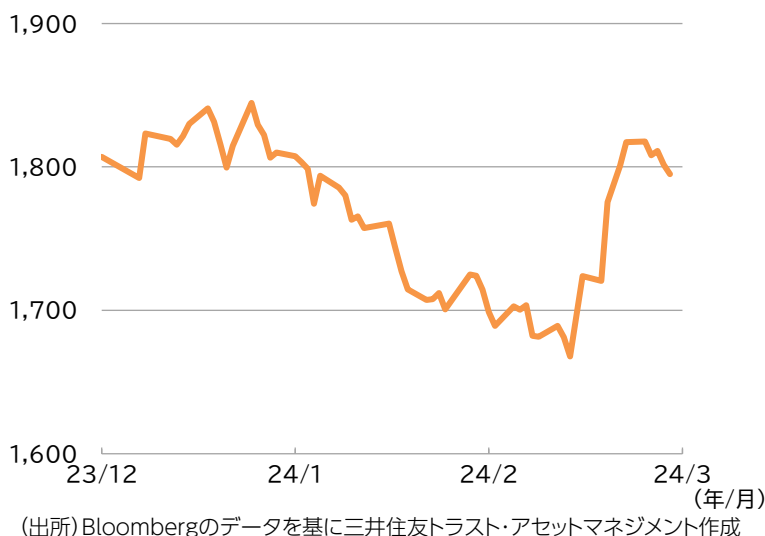
1月は、中旬にかけて新NISA(少額投資非課税制度)開始に伴う資金流入や、2023年12月の東京都心5区のオフィス平均賃料が41カ月ぶりに前月比上昇したことなどが好感される場面もありましたが、徐々に下旬に控える日銀金融政策決定会合が意識される展開となりました。金融政策の現状維持が決定された後も、引き続き金融政策の正常化過程にあるとの見方からあく抜け感が出づらく、上値の重い展開となりました。

2月は、上旬に1月の東京都心5区のオフィス空室率が2年8カ月ぶりに5%台に低下するなどオフィス市況が改善したものの、日銀の金融政策正常化観測を背景に軟調に推移しました。下旬は複数銘柄が公募増資を発表し短期的な需給悪化懸念が意識されました。

3月は、上旬は日銀の金融政策決定会合を前に警戒的な見方が根強く、軟調に推移しました。中旬にかけて、政策変更はJ-REITに大きく影響を与えるような内容にはないだろうとの見方からJ-REITに買い戻しが入り、金融政策の枠組みの見直しが概ね予想通りであったことが確認されると、さらに上昇する展開となりました。月末にかけては、反動から戻り売りがみられ、上昇幅を小幅に縮小しました。

(図1) 東証REIT指数の推移

(2023年12月末～2024年3月末、日次)



地銀等によるETF積み増しは継続

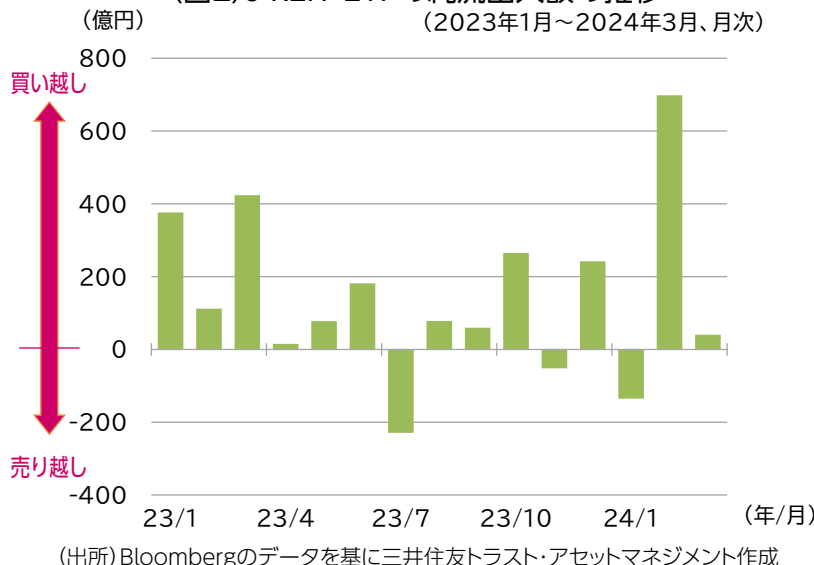
2023年に買い越しであった地銀等によるJ-REIT ETF(上場投資信託)を通じた資金流入は、2024年に入ってから継続しています。

2月のJ-REIT市場は日銀の金融政策正常化観測を背景に軟調に推移しましたが、この局面でも600億円を超える規模で買い越しが確認されました。3月は日銀金融政策決定会合や決算期末を控えていたものの、買い越しとなりました。

J-REIT ETFへの資金流入が堅調であった背景として、日銀の金融政策の変化が想定ほど小さくなく、J-REITの収益への影響がそれほど大きくないとみられることなどが影響したと考えています。今後も金融政策の動向には注意が必要ですが、当面の買い越し基調は続くものとみられます。

(図2) J-REIT ETFの純流出入額の推移

(2023年1月～2024年3月、月次)



※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 金融政策

日銀は金融政策の枠組み見直しを決定

長期金利は足元0.8%近辺で推移

2024年3月、日銀は金融政策の枠組みの見直しを決定しました。マイナス金利政策を解除し、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0~0.1%程度で推移するように促す短期金利の操作を主な政策手段に変更、YCC(イールドカーブ・コントロール)を廃止しました。日銀による利上げは2007年2月以来およそ17年ぶりで、日銀の金融政策は大きな転換点を迎えました。

一方で、事前の報道等で市場では織り込みが進んでいたことなどから、日本の長期金利は決定会合後も0.8%近辺で推移し、過度に懸念を織り込んでいたJ-REIT市場では、ポジティブな動きが広がりました。

日銀はJ-REIT新規買い入れを終了

日銀は今回の金融政策決定会合で、J-REITの新規の買い入れ終了を発表しました。

日銀のJ-REIT買入額はコロナショックで市場が急落した2020年を境に減少し、2022年6月を最後にJ-REITの新規の買い入れは行っておらず、実質的な効果がなくなって3年が経過した状態にあると言えます。

また足元では、保有分の売却方針などは示されていないことから、ただちに市場に影響を与える可能性は限定的とみています。

金利コスト増加による影響は限定的

金利上昇によってJ-REITの借入コストが懸念されませんが、業績への影響は限定的とみられます。

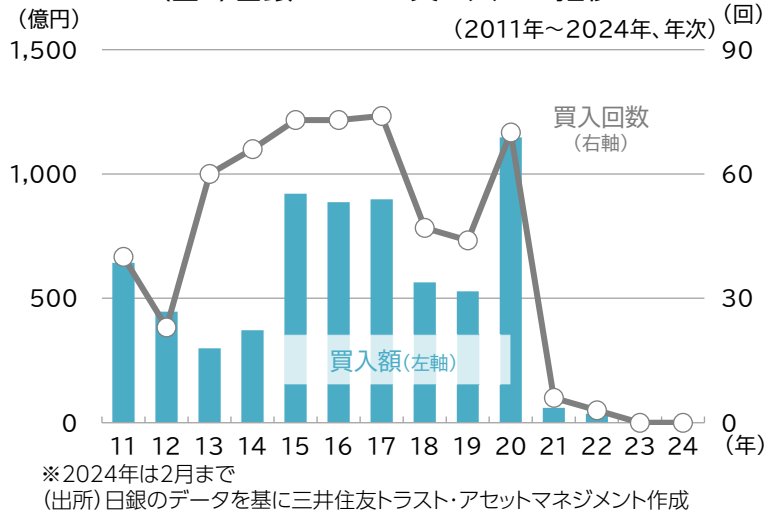
2024年3月末現在、J-REITの有利子負債の平均利率は0.6%程度、平均残存年数は4年程度、固定金利比率は87.2%と高くなっています。

また、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おり、今後金利上昇によるコスト増加は予見されるものの、現状程度の金利変化幅であれば、保有不動産から得られる賃料収入の拡大等が、金利上昇による借入コスト増加の影響を吸収できると考えています。

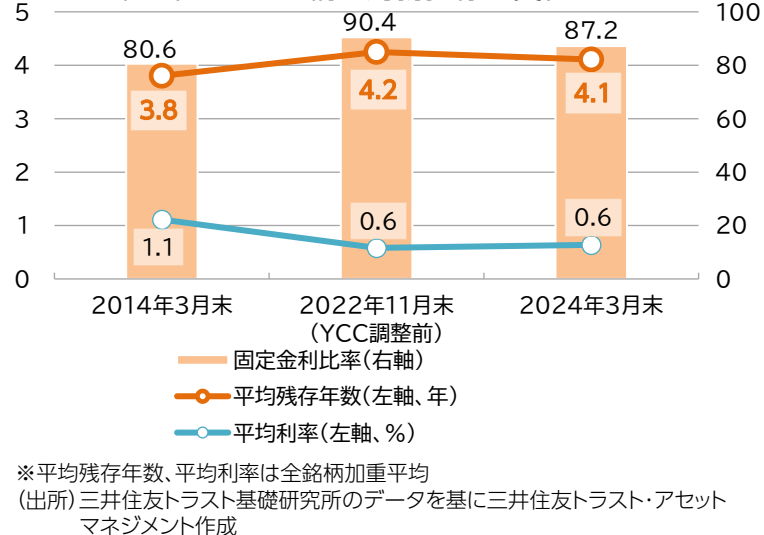
(図3) 東証REIT指数と日本10年国債利回りの推移



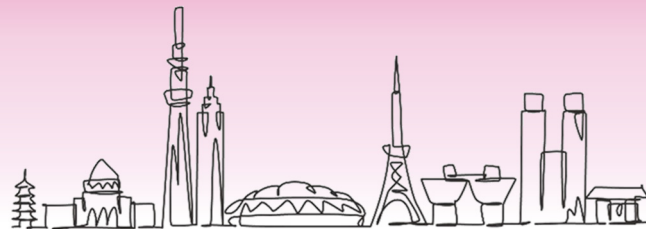
(図4) 日銀のJ-REIT買い入れの推移



(図5) J-REIT銘柄の財務指標の変化



※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 全国的に力強い地価の上昇を確認

三大都市圏は3年連続上昇、2023年後半に上昇を強める

J-REITの主要投資地域である三大都市圏の公示地価(2024年1月1日時点)は、「全用途」が前年比+3.5%、「住宅地」が同+2.8%、「商業地」が同+5.2%といずれも3年連続で上昇しました。

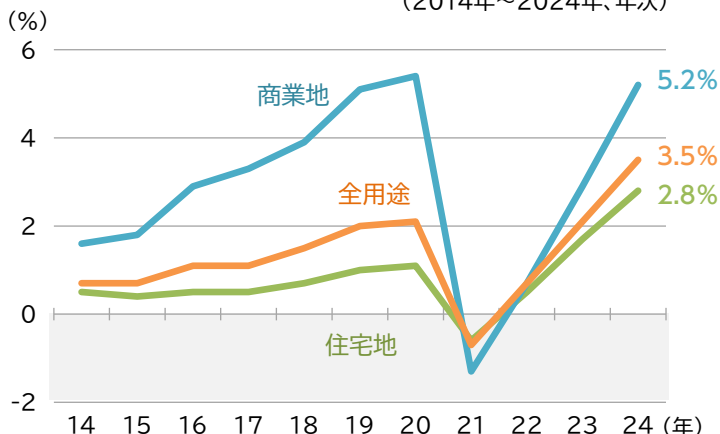
「住宅地」は、都市中心部や、利便性・住環境に優れた地域などで住宅需要が堅調であり、地価上昇が継続しました。特に、東京23区は全ての区で上昇率が拡大するなど、力強い伸びが確認されました。

「商業地」は、都市部を中心に、人流回復を受けて店舗需要の回復傾向が続いたほか、オフィス需要も底堅く推移しました。特にインバウンド回復に伴い店舗等の需要が増加したことで東京圏、大阪圏はともに5%を超える高い伸びを記録しました。

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をみると、2023年後半は特に堅調さを強め、三大都市圏の商業地はいずれも相対的に強い動きとなっていたことが確認されました。

(図6) 三大都市圏 用途別地価変動率の推移

(2014年~2024年、年次)



(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(%)

	住宅地		商業地	
	前半	後半	前半	後半
全国	1.4	1.5	1.9	2.3
三大都市圏	1.6	1.9	2.6	3.2
東京圏	1.9	2.2	2.6	3.3
大阪圏	1.1	1.1	3.0	3.3
名古屋圏	1.6	1.9	1.9	2.6

※前半：2023年1月1日~2023年7月1日、後半：2023年7月1日~2024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

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年下期のJ-REIT市場の含み益は合計約5.5兆円となりました。また、含み損益率(含み損益額÷取得価額)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。

(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

都心5区のオフィスは空室率、賃料ともに改善傾向

賃料の底打ち感が強まる

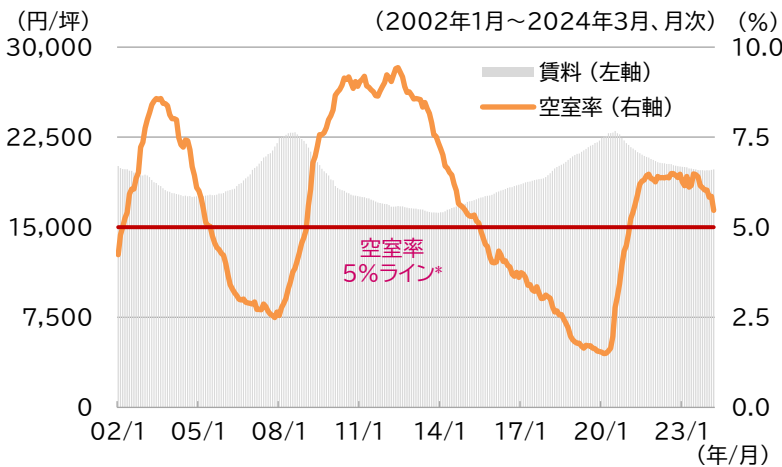
2024年3月の東京都心5区のオフィス空室率は5.47%と前四半期(2023年12月)から0.56%低下、前年(2023年3月)から0.94%低下しました。

区ごとの空室率では、渋谷区を除き前四半期から緩やかに低下し、総じて堅調であることが確認されました。特に新宿区、渋谷区は5%前後で推移している他、千代田区は3%を下回る水準を記録するなど、低位で推移しています。

また、3月の平均賃料は19,820円/坪と上昇し、2023年12月の賃料反転からさらに底打ち感が強まる内容となりました。区ごとにみると、強い需要により渋谷区が3%超と伸びを強め、その影響が波及したのか新宿区がマイナスからプラスに転換、港区についても下落率が縮小し、渋谷区で先行していた改善の動きが徐々に広がってきています。

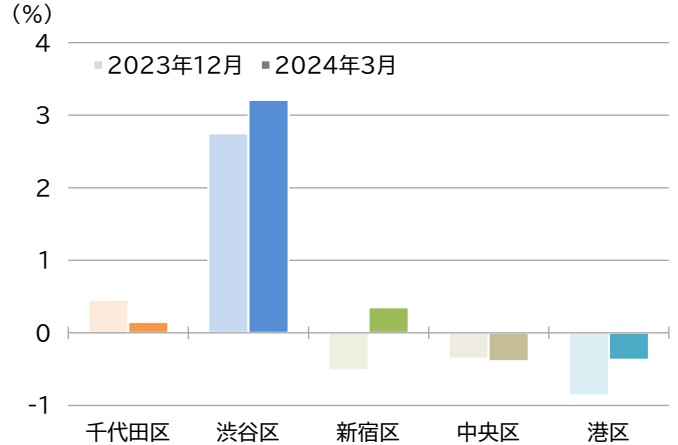
2024年の新規ビル供給量は前年比で約半減する中、足元のオフィス回帰に支えられ、空室率、賃料ともに改善の動きが継続することが期待されます。

(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区のオフィス賃料増減率



※ 賃料増減率は前四半期比
 (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

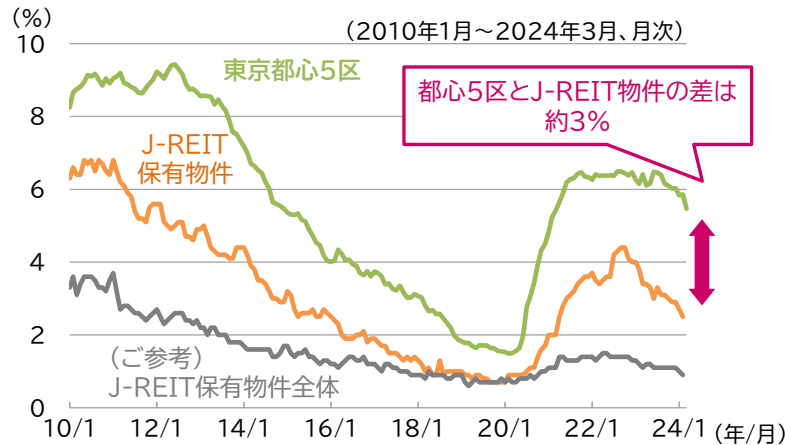
J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

J-REITが保有するオフィス物件空室率(稼働率から推計)も改善傾向にあり、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、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。

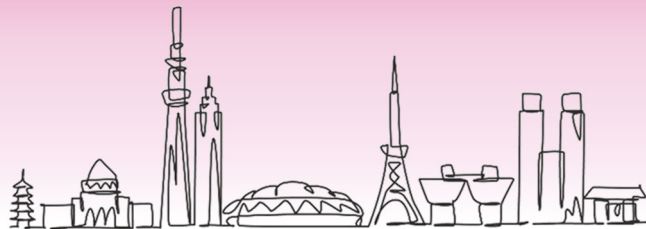
なお、J-REIT保有物件全体の空室率は、長期契約かつ高稼働である「物流」や「商業施設」などが含まれるため、J-REIT保有オフィス物件の空室率と比べさらに低位となっています。

(図11) 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2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。



4 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

上向く市場環境、投資家への還元対応等により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2023年に過去最高水準を更新し、2024年に入ってから堅調に推移しています。引き続きホテルなどの売上復調に伴う配当回復余地が残されていること、好調な賃貸住宅運営の継続が見込まれることや、稼働率の回復のみならず賃料の底打ち感もみられるオフィス市況の回復も期待できることから、金融政策の枠組みの見直しによる金利コストの上昇を吸収しつつ、東証REIT指数の配当金は堅調に推移すると考えています。

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、足元の配当金の増加傾向や安定性、投資口価格の割安感を見直す動きから東証REIT指数の反転が期待できると考えています。

過去と比較し、収益、資産価値面から割安

配当利回りは4%超の水準で、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、相場の局面を勘案すると、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。

金融政策正常化に向けた議論が徐々に進展する中、不動産価格の先行きに対する影響を見極めたいとの見方も影響し、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。

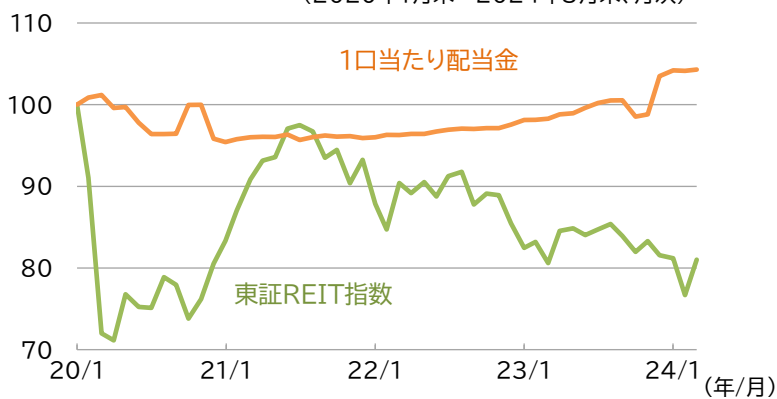
NAV倍率は、REITが保有している物件を全て時価で売却し、借入金などの負債を全て返済したと仮定して、残った価値が時価総額と比べてどの程度かを示す指標です。足元の水準0.9倍は、解散価値からみて1割程度割安であることを示します。市場混乱期を除いて1割割れはなかった水準であり、足元では割安感が強まっています。

金利動向への警戒感や好調な国内株式への資金シフトなどでJ-REIT市場は軟調な動きとなっていました。しかしながら足元のJ-REITの業績は堅調であり、今後は割安感への魅力から、配当利回り、NAV倍率の是正すなわちJ-REITの買い戻しが期待されます。

*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。

※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) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移
(2020年1月末～2024年3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13) J-REITの配当利回りの推移

(2003年12月末～2024年3月末、月次)



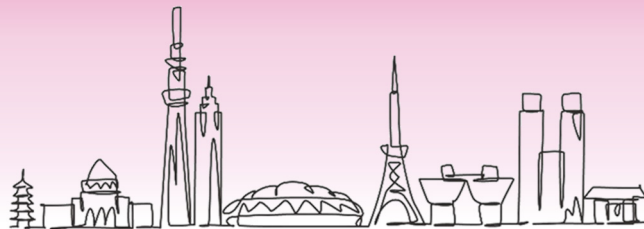
※配当利回りは東証REIT指数の実績配当利回り
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図14) J-REITのNAV倍率の推移

(2003年12月末～2024年3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



5

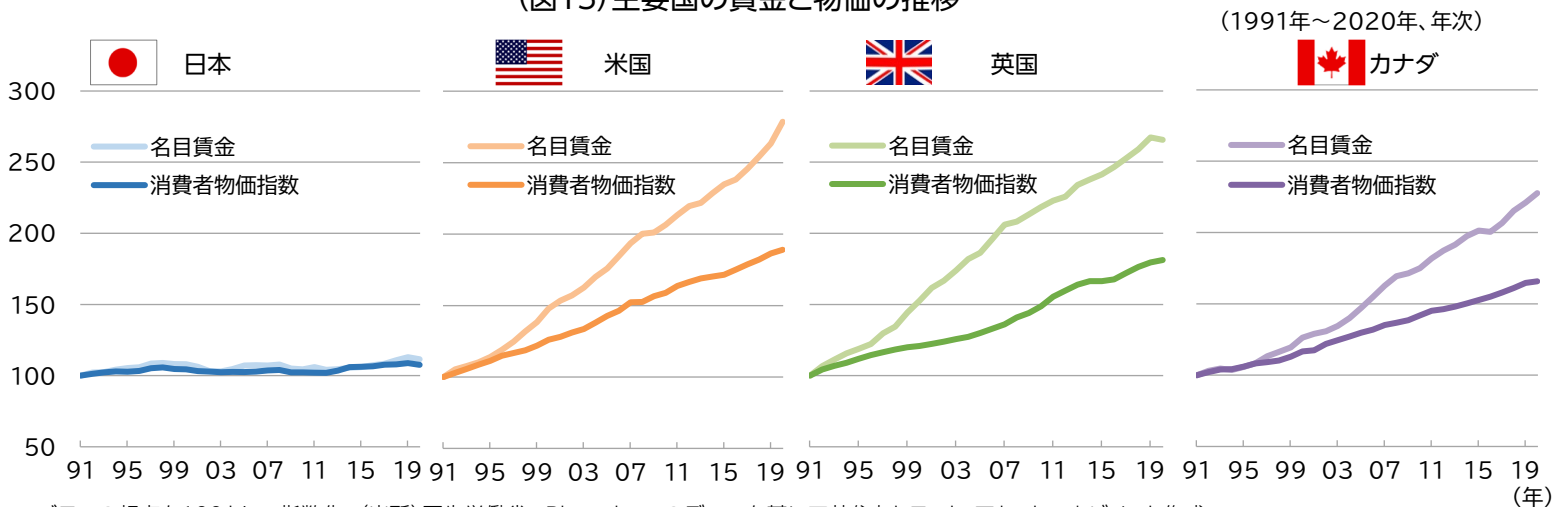
コラム

賃金と物価の上昇局面における不動産価格

賃金と物価上昇の関係性

2024年3月の日銀による金融政策の枠組みの見直しは、賃金と物価の好循環が見通せるようになったことが決め手と説明されています。世界の先進国のうち、主要国における賃金と物価の長期推移をみると、日本は相対的に賃金、物価の動きは小さくほぼ横ばい推移となっているのに対して、米国や英国、カナダについては、賃金と物価が並行して上昇する環境が長らく定着していたことが確認できます。

(図15) 主要国の賃金と物価の推移



※グラフの起点を100として指数化 (出所)厚生労働省、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

賃金、物価上昇下での住宅価格

さらに1991年から2020年までの各国における賃金、物価の変化と住宅価格を比べると、日本はバブル崩壊以降のデフレがスパイラル化し、いずれも小幅な動きの中、住宅価格はマイナスとなったのに対して、米、英、カナダはいずれも、物価の伸びに対して賃金の伸びは倍程度になり、住宅価格は賃金の伸びを上回ったことが確認できます。

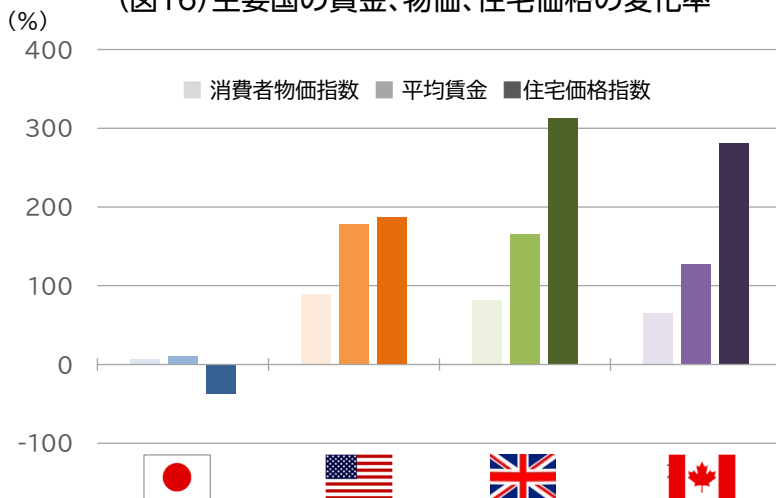
もちろん、各国固有の要因や経済環境、物価上昇の影響度合い等の前提条件は異なりますが、米、英、カナダの過去事例から見ると、日本においても賃金と物価の好循環が定着した局面では、少なくとも住宅価格が賃金、物価の伸びに対して下落するような事態にはならないのではないかと考えられます。

日銀は引き続き緩和的な金融政策を実施する方針を示し、10年国債利回りの急騰を防ぐため買いオペを継続するとしており、現時点で長期金利に大きな変化は見られていません。緩和的な金利水準は維持された状態にあり、不動産の取得意欲を急減させるほどの影響は見られておらず、東京都心における住宅の賃料水準については、コロナ禍前の水準を上回る事例も確認されています。

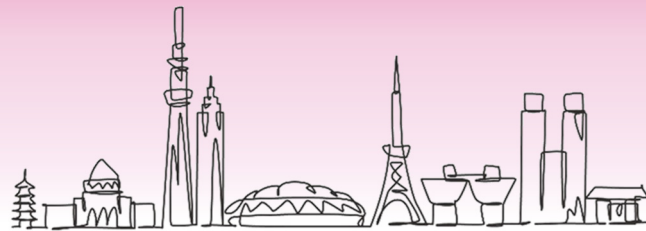
他の先進国における過去の事例から見た場合、日本においても2024年の春闘の賃上げ率5%程度(第4回集計結果)が今後も定着し、日銀が目標とする2%の「物価安定の目標」が達成され、賃金と物価の好循環が定着することとなれば、不動産価格の上昇によってJ-REITの割安感はさらに高まる可能性があるのではないかと考えています。

※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16) 主要国の賃金、物価、住宅価格の変化率



※変化率は、2020年における1991年比 (出所)厚生労働省、Bloomberg、OECD(経済協力開発機構)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。