

1 地価動向

路線価は3年連続上昇、主要都市が伸び率を拡大

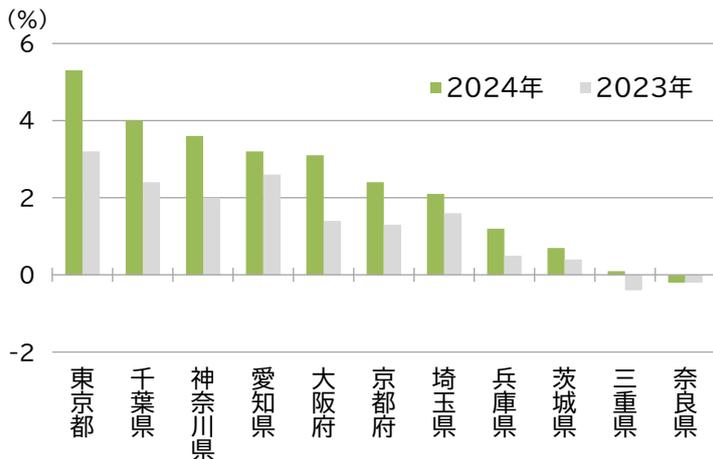
再開発やインバウンドによる押し上げで、コロナ禍からの回復が鮮明に

2024年1月1日時点の路線価は、全国平均で前年比+2.3%と3年連続でプラスとなり、現在の算出方法となった2010年以降で最大の上昇率を記録しました。新型コロナウイルスの感染症法上の分類が「5類」に移行し、訪日外国人人数も過去最高の水準となる中、コロナ禍からの回復が鮮明に表れる結果となりました。

J-REIT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+5.3%とトップで、力強い伸びを継続しています。また11年連続でプラスとなった千葉県や、鉄道新線が開業し主要駅の利便性が向上した神奈川県などで高い伸び率が確認されました。

都市別では、引き続き東京・銀座中央通りが日本の最高路線価を維持した他、インバウンド需要の回復や大規模再開発が進む大阪や、再開発促進策「天神ビッグバン」などにより市中心部の地価が高騰する福岡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)

(2024年1月1日時点)

順位	都市名 (所在地)	最高路線価 (万円)	対前年 変動率(%)
1	東京 (中央区銀座5丁目 銀座中央通り)	4,424	3.6
2	大阪 (北区角田町 御堂筋)	2,024	5.4
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)	1,696	1.0
4	名古屋 (中村区名駅1丁目 名駅通り)	1,288	0.6
5	福岡 (中央区天神2丁目 渡辺通り)	944	4.4

(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

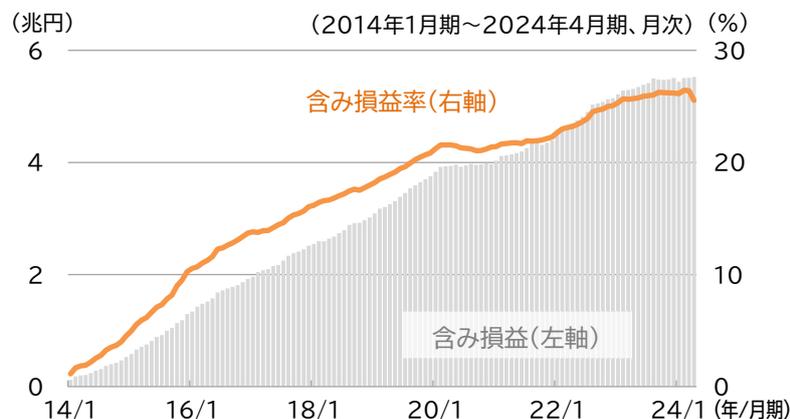
J-REITの含み益は過去最高の水準

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。

2024年4月期のJ-REIT市場の含み益は約5.5兆円と、過去最高の水準を維持しています。また、含み損益率(含み損益額÷取得価額)は約25.5%となっています。

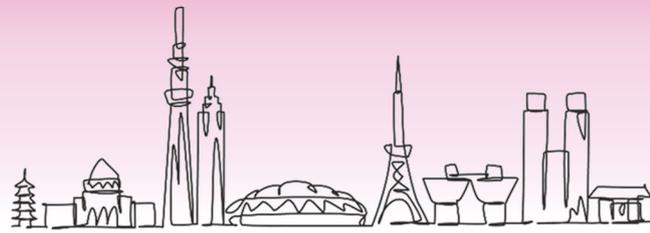
含み益の増加は、ストック面での評価を高めるだけでなく、物件売却時の利益計上ができるなど、フロー面から経営の自由度の高まりにも繋がります。足元では、有利な売買環境を背景に、売却による譲渡益計上や内部留保の積み増しなど、大きな含み益を配当安定化のために戦略的に活用する動きが見られます。

(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
(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

都心5区のオフィスは空室率、賃料ともに改善

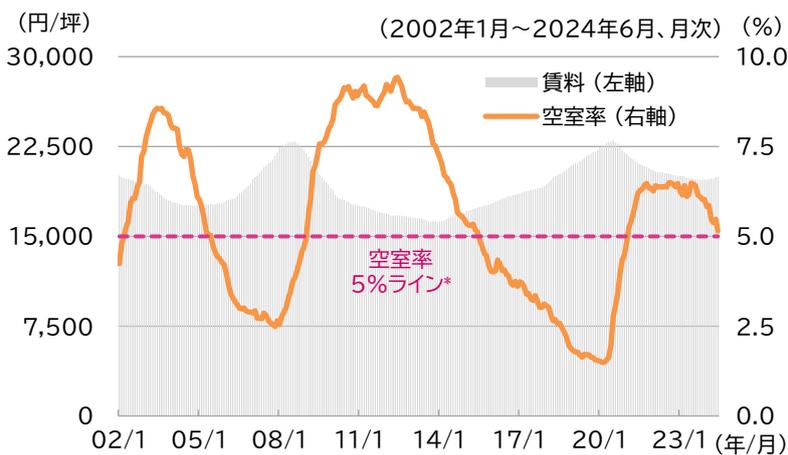
オフィス拡張の動きにより賃料は上昇傾向

2024年6月の東京都心5区のオフィス空室率は5.15%と、前四半期から0.32%、前年から1.33%低下しました。区ごとの空室率では概ね低下基調にあり、総じて堅調であることが確認されます。特に新宿区、渋谷区は5%を下回り、千代田区はさらに3%を下回る水準で推移するなど改善が進んでいます。

6月の平均賃料は19,979円/坪と5カ月連続で上昇し、2023年末の反転以降、騰勢を強めています。区別では、IT企業が集積する渋谷区が年初来+4.14%、プライムエリアとされる千代田区が同+1.15%と、5区内でも上昇率の伸びが確認できます。

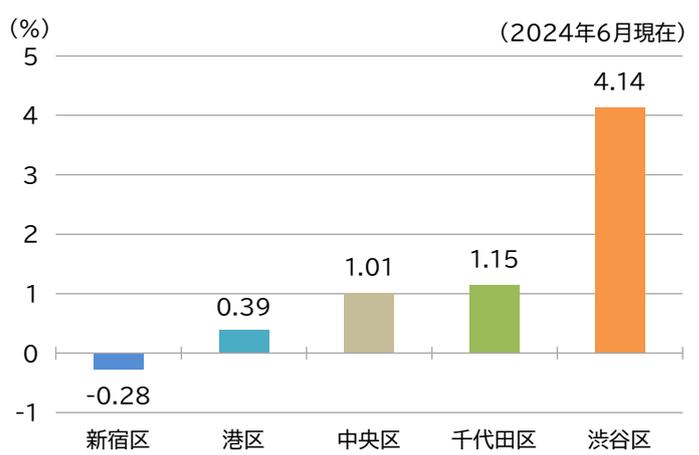
2024年の新規ビル供給量は前年比で約半減となる中、当四半期には竣工時点で既に満室の物件も確認されました。オフィス回帰の動きを背景に、空室率、賃料とも改善の動きが継続することが期待されます。

(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(年初来)



(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

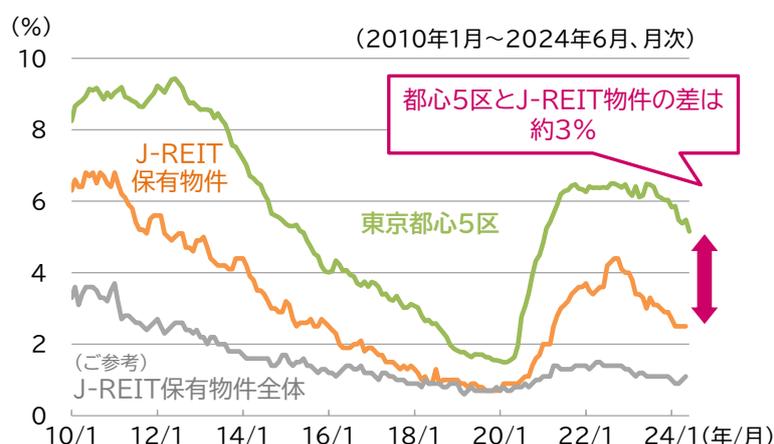
J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

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、足元3%を下回る水準を維持しています。

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。

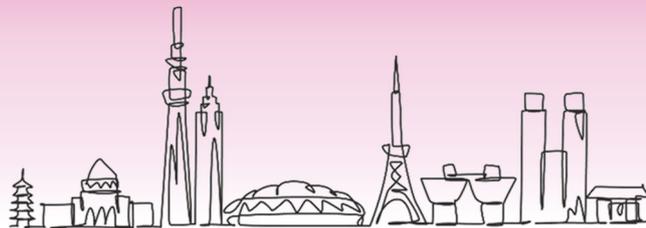
なお、J-REIT保有物件全体の空室率は、長期契約かつ高稼働である「物流」や「商業施設」などが含まれるため、J-REIT保有オフィス物件の空室率と比べさらに低位となっています。

(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5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 金融政策 日銀、7月からの国債買入れ減額方針を示す

長期金利は足元1.1%近辺で推移

2024年6月、日銀は7月の金融政策決定会合までの金融市場調節方針として、無担保コールレートの誘導目標の据え置き、政策金利の維持を決定しました。

注目されていた国債買入れについては、今回は継続するものの市場参加者の意見を確認し、7月の会合で今後1~2年程度の減額計画を決定する方針を示しました。

事前報道により国債買入れの減額は既に市場に織り込み済みでしたが、7月開始という期間の猶予から長期金利はやや低下しました。その後、月末にかけては、急速な円安進行などを受けて再び金融正常化加速への警戒感が高まり、長期金利は足元1.1%近辺で推移しています。

植田日銀総裁は、会合後の記者会見において、国債買入れに関し「減額する以上、相応の規模になると考えている」としつつも、「国債市場の安定に配慮するための柔軟性を確保しつつ予見可能な形で減額していくことが適切」、また「長期的に望ましい状態にまで1~2年で到達できるとは思っていない」と述べました。

市場への影響を配慮しつつ正常化を進める姿勢に変化はないと見られ、足元日銀が急速な金融引き締めへ転換する可能性は低いと考えられます。

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すが、業績への影響は限定的とみられます。

2024年6月末時点で、J-REITの有利子負債の平均利率は0.7%程度と金融緩和政策の修正前とほぼ同水準、また平均残存年数は4.0年程度とやや短期化、固定金利比率は87.0%と高水準を維持しています。

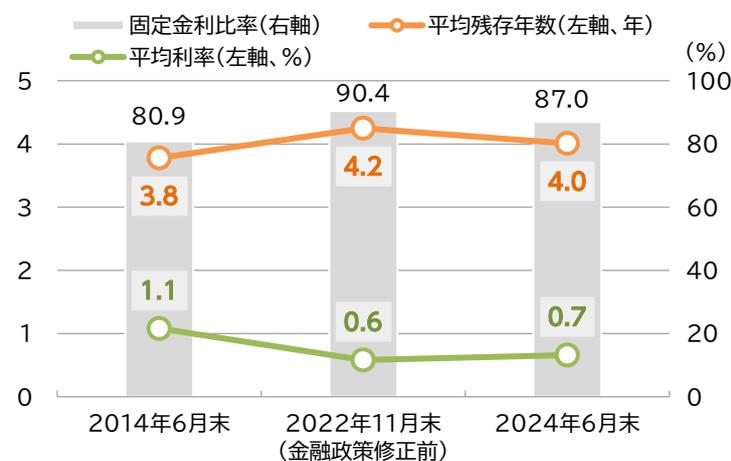
また、借入金の割合であるLTV(有利子負債比率)は50%以下と保有不動産の資産価値の半分以下となっており、今後金利上昇によるコスト増加は予見されるものの、現状程度の金利変化幅、上昇ピッチであれば、保有不動産から得られる賃料収入の拡大等が、金利上昇による借入コスト増加の影響を吸収できると考えています。

(図9) 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

(図10) J-REIT銘柄の財務指標の変化

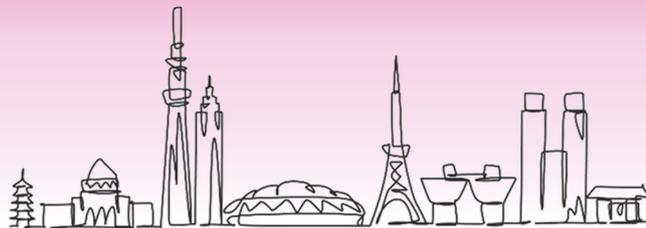


※平均残存年数、平均利率は全銘柄加重平均 (出所) 三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成



※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。



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

良好なファンダメンタルズを反映し、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2024年も堅調に推移し過去最高水準を更新しています。

引き続きホテルなどの売上復調に伴う増配余地があること、好調な賃貸住宅運営の継続が見込まれることや、オフィス市況の回復に沿って収益増加も期待できることから、金融政策の枠組み見直しによる借入コストの上昇を吸収しつつ、東証REIT指数の配当金は成長が維持できると考えています。

配当から見たJ-REITの魅力は高まっており、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。

過去と比べても収益、資産価値面から割安な水準

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。

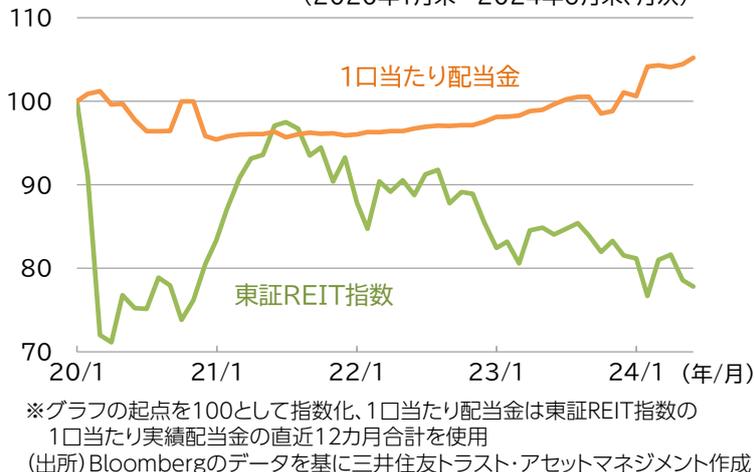
この混乱期を除いた配当利回りは、ほぼ4%を下回る水準で推移しており、相場の局面を勘案すると、過去との比較から足元割安な水準にあると考えられます。

NAV倍率*についても市場混乱期以来の水準にまで低下し、1倍を割り込む0.9倍まで調整が進んでいます。

この水準は、REITが保有物件を全て売却し借入金などの負債を全て返済したと仮定して、残った価値が鑑定価格と比べてどの程度かを示しており、足元の0.9倍は解散価値から見て割安な水準であると言えます。これまで市場の混乱期を除いて1倍割れはなく、魅力的なバリュエーションであると考えています。

*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。

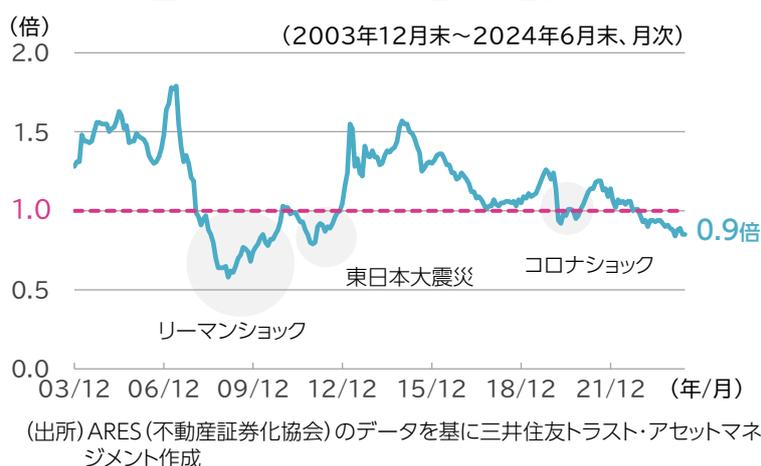
(図11) 1口当たり配当金と東証REIT指数の推移
(2020年1月末～2024年6月末、月次)



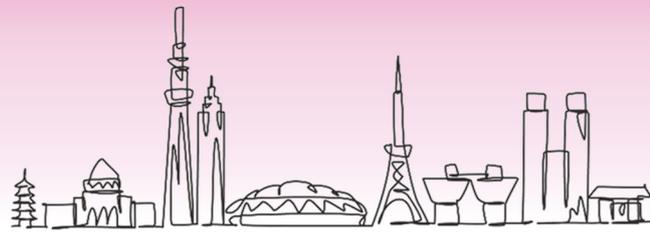
(図12) J-REITの配当利回りの推移
(2003年12月末～2024年6月末、月次)



(図13) J-REITのNAV倍率の推移
(2003年12月末～2024年6月末、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。



5

コラム

都心5区のオフィス市場予測が急改善

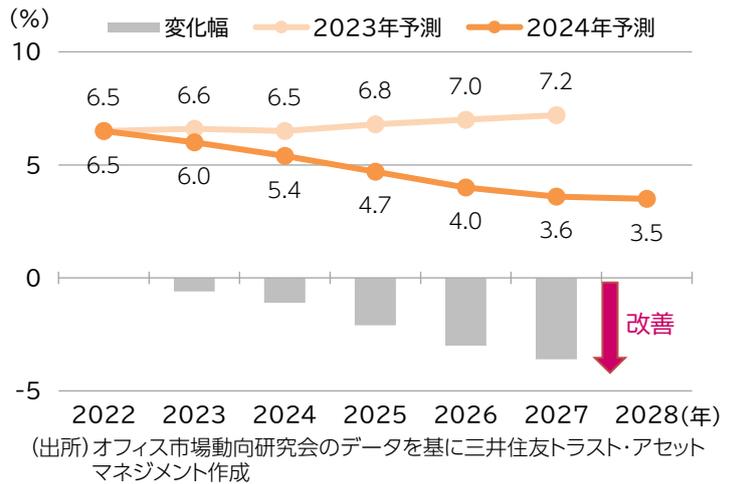
空室率、賃料とも前年の予測から大きく改善

2024年6月、オフィス市場動向研究会(一般財団法人日本不動産研究所、三鬼商事)は「オフィス市場動向に関する予測推計の結果」を公表しました。

2023年に公表された内容は、東京都心5区のオフィス空室率は2027年まで上昇が続くと予測でしたが、今回公表された内容は大きく改善する見方に変化しています。また賃料指数も上昇傾向に転換され、2028年までの5年間で約17%程度上昇するとの見通しです。

2024年は新規供給が限られる中、空室率の低下から賃料は上昇に転換し、2025年は2023年以降の需要の増加から空室率は5%を割り込む水準まで低下し、賃料の上昇も継続するとの見方が示されています。

(図14) 東京都心5区 オフィス空室率予測の変化



東京オフィスのグローバルでの位置付け

大手不動産サービス会社ジョーンズ ラング ラサール (JLL)は、東京のオフィス市場について下落から上昇の転換点である「賃料のボトム」に位置づけられるとの見方を示しました。

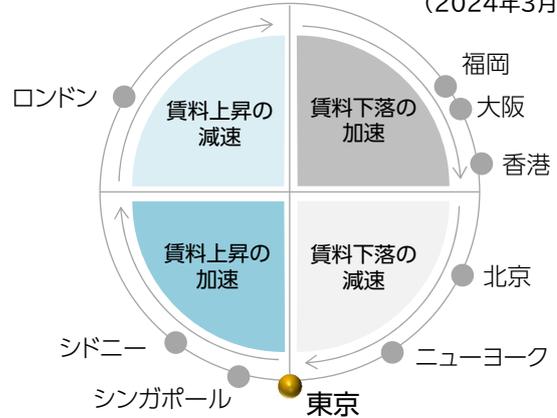
今後の見通しについても「2024年の新規供給も限定的なことから、空室率の上昇も一定程度抑えられることを前提として、賃料上昇のさらなる持続が期待される。また、供給が集中する2025年の物件も徐々にテナントを確保しており、建築コストの上昇で竣工の遅れが懸念される点は需給バランスを緩和し、賃料上昇をサポートする材料である。コロナ禍を経てニューノーマルという新たな働き方が求められる東京のオフィス市場でもようやく賃料の上昇が期待される」としています。

東証REITオフィス指数は、コロナ禍前の水準から▲27.5%と東証REIT指数の▲19.6%に対して8%近く劣後し、オフィスREITは他のセクターと比べてもJ-REIT市場全体の出遅れ要因となっているセクターと言えます。

今後オフィス市場の底打ちによりオフィスREITの収益拡大が確認されれば、もみ合いが続くJ-REIT市場の反転期待がさらに高まりそうです。

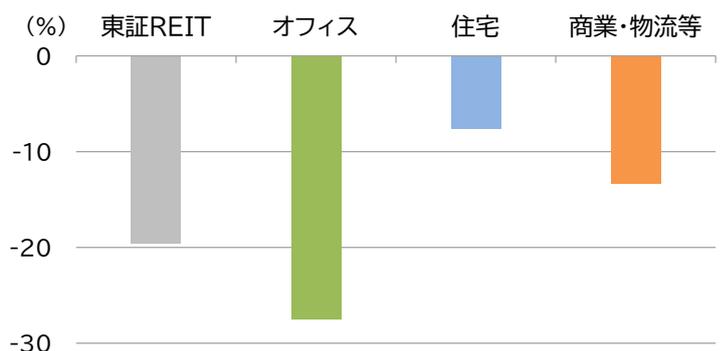
(図15) オフィスプロパティクック

(2024年3月末現在)



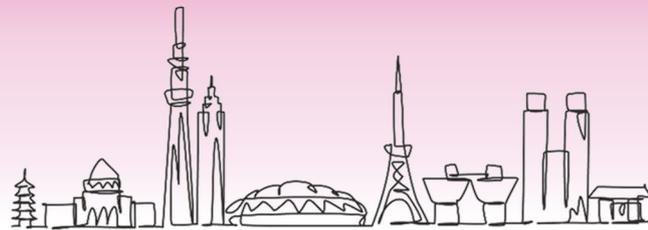
※上記はイメージ図です
(出所) JLL「2024年第1四半期 Japan Property Digest」を基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図16) 東証REIT指数と各セクター指数の騰落率比較



※騰落率は2019年末～2024年6月末
(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。



【 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。