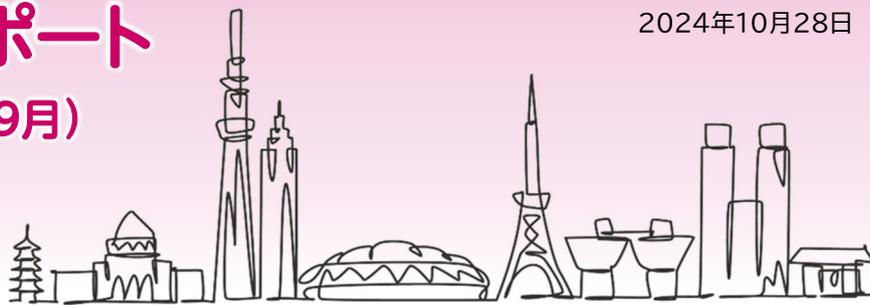


# J-REIT四半期レポート

(2024年7月～2024年9月)



## 米利下げにより上昇も、日銀会見や自民党総裁選が重石に

2024年7～9月のJ-REIT市場は概ね横ばいでした。

7月前半は、米CPI(消費者物価指数)の伸びが鈍化したことを受け、株式市場のリスクオンの流れがJ-REIT市場にも波及し上昇しました。後半は、日銀の追加利上げ観測を巡る報道を受け、急激に円高・株安が進行したことなどから下落しました。さらに月末には、日銀が金融政策決定会合で追加利上げを決定し、会合後の会見で植田総裁の姿勢がタカ派的と受け止められたことから、8月初めにかけて急落しました。

その後は割安感に着目した資金流入が見られたことや、8月後半に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)議長の講演を受けて米国の早期利下げ観測が高まり、投資家心理が改善したことなどから上昇しました。

9月前半は、日銀会合を控える中で様子見姿勢が強まったことなどから、横ばいで推移しました。後半は、米国における大幅な利下げや自民党総裁選を巡る思惑により上昇した株式市場の影響を受け、J-REIT市場も一時上昇しましたが、総裁選の結果が市場の想定外となったことで株式市場が急反落し、J-REIT市場も下落しました。

(図1) 東証REIT指数の推移

(2024年6月末～2024年9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

## 海外投資家は2カ月連続で大幅買い越し

海外投資家は、8、9月と2カ月連続でJ-REITを大幅に買い越しました。

8月は米国の早期利下げ観測が高まり、その後9月のFRBによる0.5%の利下げ決定を受け、世界的に金利が低下しREITに見直し機運が広がる中、J-REITにも資金が流入したと見られます。

足元国内の不動産投資環境や賃貸市況は良好で、日銀による政策変更の影響も予想程小さくなく、J-REITの収益面への影響も限定的と考えられます。

今後も金融政策の動向には注視が必要ですが、米国やオーストラリアのREIT市場と比較した利回りや資産価値における割安感は強く、見直し買いが継続する可能性に期待しています。

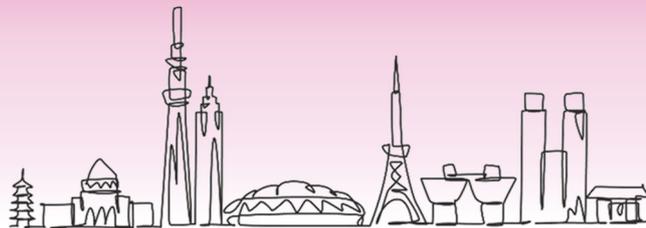
(図2) 海外投資家によるJ-REIT売買の推移

(2023年1月～2024年9月、月次)



(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

※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

# 三大都市圏を中心に地価は騰勢を強める

## 全国的に地価の回復が進展

2024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3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、4年連続で上昇し、上昇率も+3.9%と高い伸びを記録しています。特に商業地の上昇率が大きく、東京圏で12年、大阪圏で3年、名古屋圏で4年連続で上昇するなど、堅調に推移しています。

地方4市についても、全用途・住宅地・商業地のいずれも12年連続での上昇となり、全国的に地価の回復が進んだことが確認されました。

(図3) 2024年の基準地価変動率(前年比、%)

(2024年7月1日現在)

	全用途	住宅地	商業地
全国	1.4	0.9	2.4
三大都市圏	3.9	3.0	6.2
東京圏	4.6	3.6	7.0
大阪圏	2.9	1.7	6.0
名古屋圏	2.9	2.5	3.8
地方圏	0.4	0.1	0.9
地方4市	6.8	5.6	8.7

※三大都市圏は東京圏、大阪圏、名古屋圏、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

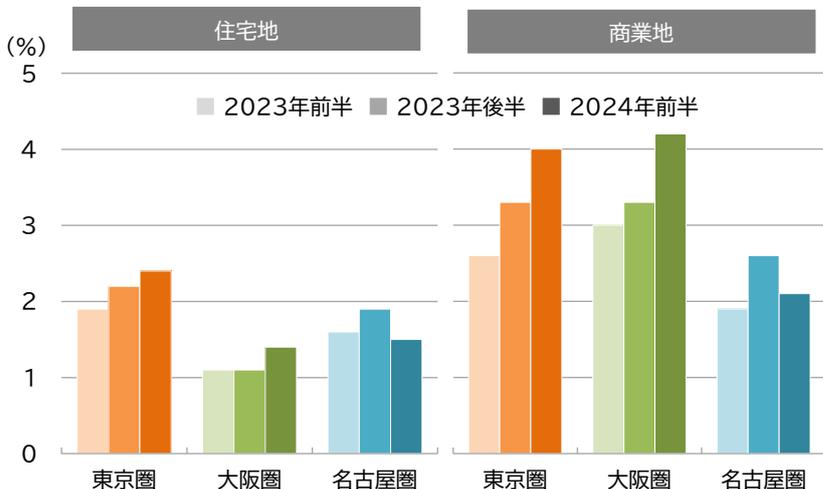
## 底堅い需要と収益性向上から、住宅地・商業地の地価上昇は継続

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、2024年前半は住宅地・商業地のいずれのエリアも上昇しました。特に東京圏、大阪圏の商業地については4%台の上昇と大幅な伸びが確認されています。東京では23区全てで上昇幅が拡大し、再開発等によりさらなる発展期待のある地点を中心に上昇が見られました。大阪では外国人を含む観光客の回復を背景に地価が上昇し、中心地では10%超の上昇も確認されました。

国土交通省は今回の調査結果について、住宅地は「低金利環境の継続などにより、引き続き住宅需要は堅調であり、地価上昇が継続している。特に、大都市圏の中心部などにおける地価上昇傾向が強まっている」、商業地については「主要都市では、店舗・ホテルなどの需要が堅調であり、オフィスについても空室率の低下傾向や賃料の上昇傾向によって収益性が向上していることなどから、地価上昇が継続している」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

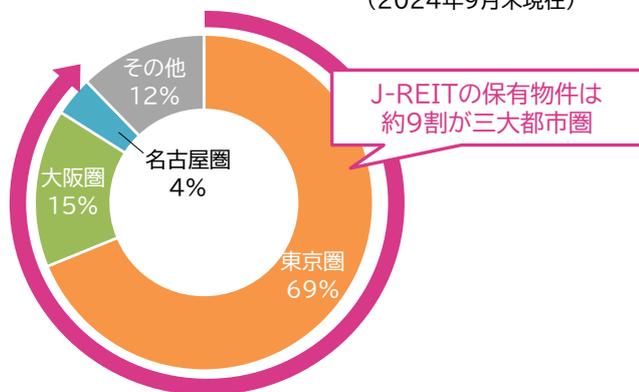
(2023年1月1日~2024年7月1日、半期毎)



※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

(図5) J-REIT保有不動産の地域別構成比

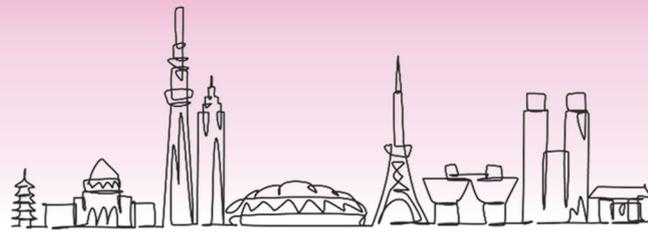
(2024年9月末現在)



J-REITの保有物件は約9割が三大都市圏

※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

## 都心5区のオフィスは空室率、賃料ともに改善

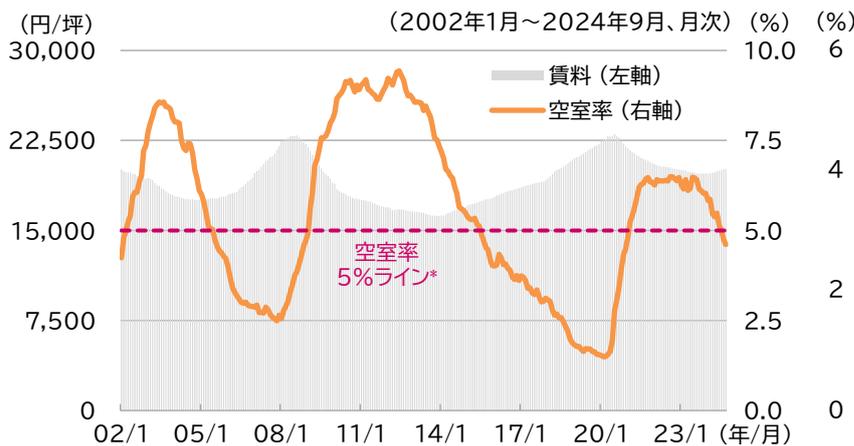
### 堅調なオフィス需要を背景に、賃料は上昇傾向

2024年9月の東京都心5区のオフィス空室率は4.61%と、前四半期から0.54%、前年から1.54%低下し、オフィス賃料反転の目安とされる5%を割り込みました。区ごとの空室率も概ね低下基調にあり、渋谷区は4%を下回り、プライムエリアとされる千代田区は3%を下回る水準で推移するなど、改善が顕著なエリアも確認できます。

9月の平均賃料は20,126円/坪と8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ています。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+5.45%、次いで新宿区も同+3.25%と改善が確認できます。

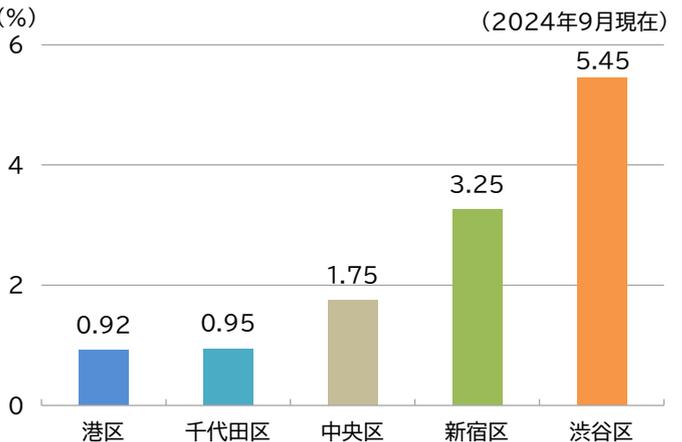
2024年の大型新規ビル供給も概ね出揃う中、当四半期はテナント入居が成約した新築ビル以外に既存物件の大型成約も見られました。堅調な需要を背景にオフィス市況に対する見方も変化しており、今後も改善が期待されます。

(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

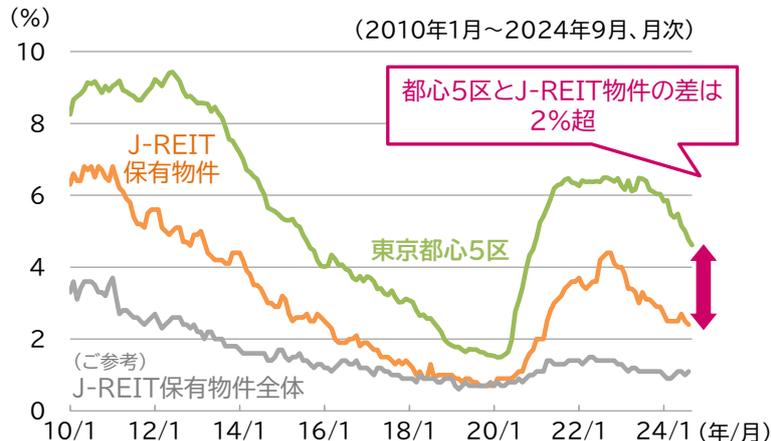
### J-REIT保有物件の空室率は依然低水準

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%を下回る水準となっています。

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。

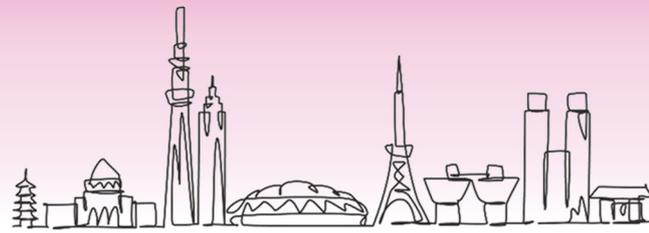
なお、J-REIT保有物件全体の空室率は、長期契約かつ高稼働である「物流」や「商業施設」などが含まれるため、J-REIT保有オフィス物件の空室率と比べさらに低位となっています。

(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 金融政策

日銀は7月末に追加利上げを決定

利上げ後も長期金利は1%を下回り推移

2024年3月、日銀はマイナス金利を解除し、17年ぶりの利上げに踏み切りました。その後2024年7月末の会合では、無担保コールレートの誘導目標を従来の0～0.1%から0.25%へ引き上げる追加利上げを決定しました。さらに、前回6月の会合で方針を示していた長期国債の買入減額については、四半期ごとに4,000億円程度減額する計画を発表しました。足元9月の会合では、現行の政策を据え置いています。

このような中、1%を上回る水準で推移していた国内長期金利は、日銀が追加利上げを決定した7月末以降低下に転じました。9月には米国が大幅利下げに踏み切ったことも影響し、月末にかけて1%を下回る水準で推移しており、今後金融政策正常化によるJ-REIT市場への先行き懸念は後退してくると見えています。

植田日銀総裁は、経済・物価が日銀の見通しに沿って推移すれば、今後も段階的に利上げを続ける方針を示しています。10月に誕生した石破新政権の下でも、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、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

金融政策の正常化が進められる中、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と見られます。

2024年9月末時点で、J-REITの有利子負債の平均利率は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、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85.8%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、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) 2024年における日銀の主な決定内容

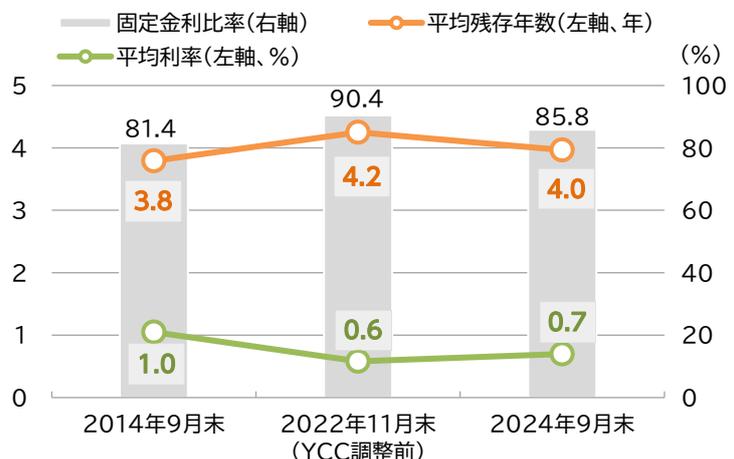
開催月	主な決定内容
3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ マイナス金利解除(政策金利は0～0.1%)</li> <li>・ YCC廃止</li> <li>・ ETF(上場投資信託)およびJ-REITの買入終了</li> </ul>
6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 次回会合で国債買入れの具体的な減額計画を決定</li> </ul>
7月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政策金利引き上げ(0.25%)</li> <li>・ 長期国債の月間買入予定額 (原則四半期ごとに4,000億円程度減額、2026年1～3月に3兆円程度に)</li> </ul>

※政策変更等が発表された開催月のみ掲載  
(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10) 東証REIT指数と日本10年国債利回りの推移

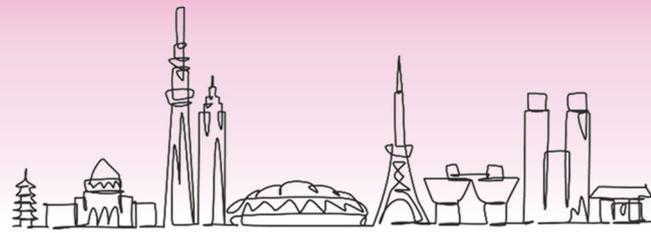


(図11) J-REIT銘柄の財務指標の変化



※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。



## 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、過去最高水準を維持しています。

今後は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の増加や、賃貸住宅の収益増加が一段と進展することが見込まれます。また、良好な不動産市場を背景に物件譲渡が行われていることや、内部留保活用による配当安定化の取り組みも依然継続していることから、引き続き金利コスト増加の影響を吸収しつつ、配当金の成長が維持できると考えています。

足元では業績期待が根強い株式市場の騰勢に目が向かい易い状況ですが、その中でもJ-REITの増配傾向は続くことが期待されます。1口当たり配当金は増加する一方で東証REIT指数は下落し、乖離はさらに拡大していますが、J-REITの安定した収益性を見直す動きが出て来れば、東証REIT指数の反転も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、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かを示す指標であるNAV倍率\*は0.85倍であり、これは解散価値から見て割安な水準です。市場の混乱期を除けば、これまでに1倍を下回ったことはなく、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9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



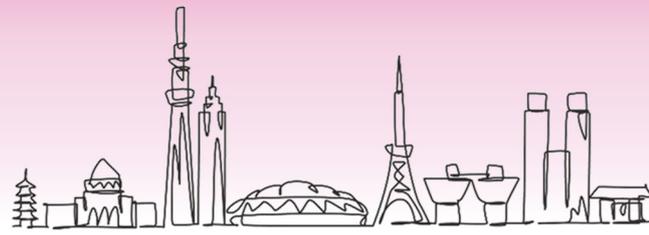
※配当利回りは東証REIT指数の実績配当利回り  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図14) J-REITのNAV倍率の推移



(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。



5

コラム

## 物価上昇に負けないJ-REITの魅力

### J-REITの配当、NAVは物価上昇を上回る

国内の物価が上昇し始めた2021年末以降、足元2024年9月までの2年9カ月で、CPI(除く生鮮食品)は8.2%上昇しました。

足元の前年同月比CPIは、日銀の物価目標2%をやや上回って推移していますが、今後は2%程度に落ち着くと見られる中で、日銀は市場への影響を配慮しつつ金融政策の正常化を進めると考えられます。

一方で同期間におけるJ-REITの配当金、NAVは、いずれも物価上昇率を上回る成長を見せています。この背景には、各REITが前期以上の配当を目標に物件の収益性向上、内部留保の充当、保有物件譲渡による含み益の還元といった様々な対策を実施してきたことがあります。

NAVについては、堅調な地価や不動産価格の上昇、また施策として、好調な不動産売買市場において含み損の物件を譲渡したことなども影響しています。

### インフレ連動の契約を進めるREITも

ホテルや賃貸住宅、契約期間が比較的短期のオフィス等は、賃料相場の変化を比較的早期に反映可能ですが、物流施設のテナントの場合、契約期間は長期固定化されている場合もあり、賃料相場の変化に適応しづらいものもあります。

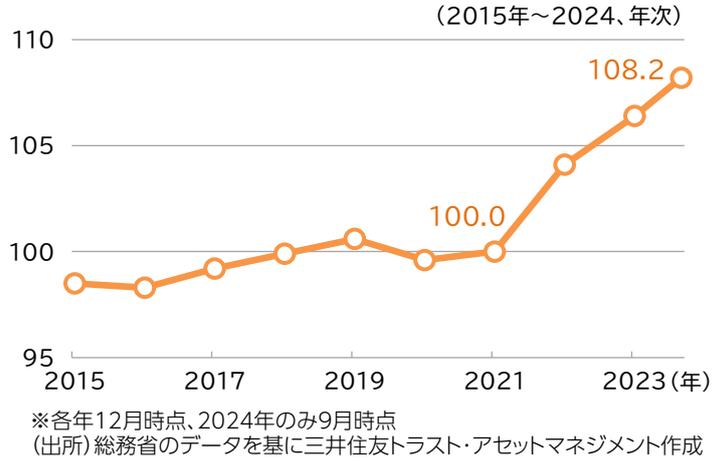
そこで、物流施設を運用するJ-REITにおいては、テナントと長期契約を締結する場合、物価変動率に応じて賃料の積極的な見直しが可能な契約を導入するなどのインフレ対応を進めているケースも確認されています。

### オフィス賃料回復でさらなる増配に期待

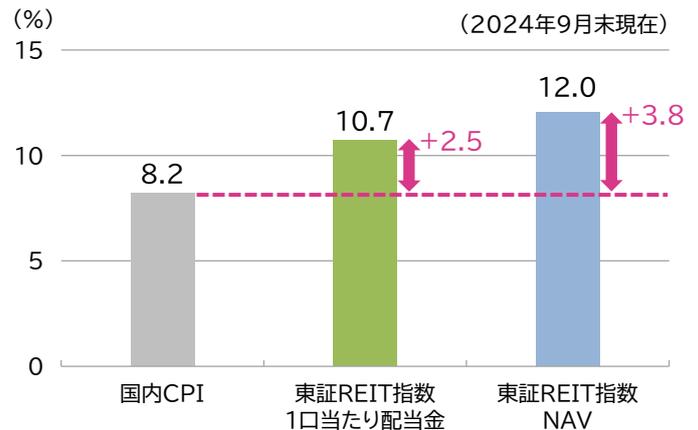
今後のオフィス賃貸市況の回復が期待され、J-REITの保有物件についても賃料増加による増配期待がさらに高まると考えています。

足元では増資による物件取得で配当を引き上げる施策は打ちづらい環境ですが、金利コスト上昇の影響を吸収し、賃料増加による物件の収益性向上、入替えによる譲渡益計上などから増配を目指そうとする各REITの姿勢に変化はありません。各REITの運営面での努力、工夫により物価上昇に負けずに、魅力を維持、向上させていくことが期待できるのではないかと考えています。

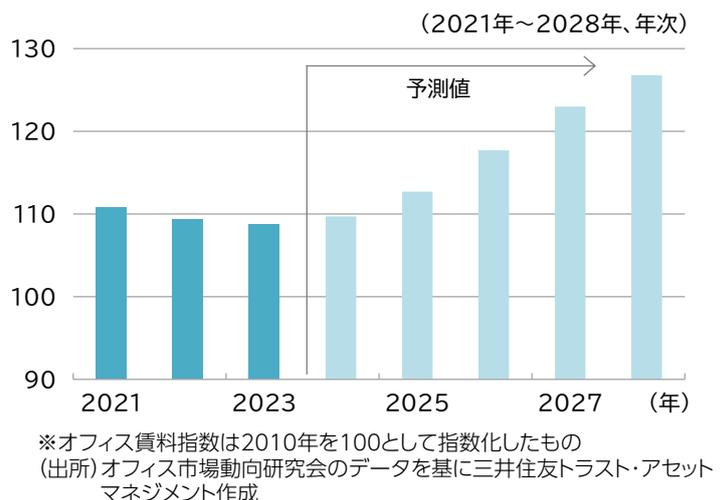
(図15) 国内CPI(除く生鮮食品)の推移



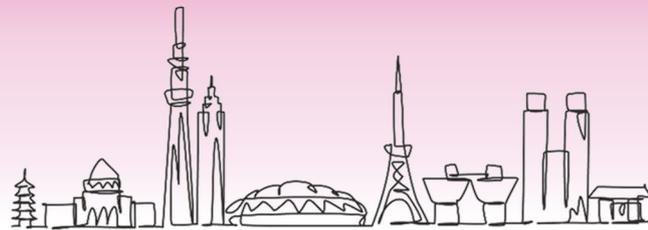
(図16) 国内CPI(除く生鮮食品)とJ-REITの配当金、NAVの変化



(図17) 東京都心5区 オフィス賃料指数の推移



※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。