

2024年上期のJ-REIT市場と 今後の展望

三井住友トラスト基礎研究所
REIT投資顧問部 上席主任研究員

堀 明希子



1. 2024年上期のJ-REIT市場

(1) マイナス金利解除で一旦あく抜けも、金利上昇で再度低下し、軟調な地合いが続く

2024年上期のJ-REITの配当込みのトータルリターンは-2.4%（2023年年間-0.5%）となった。TOPIXは+20.1%、S&P500は+15.3%と株式は日米ともに大きく上昇したが、米国リートは-2.2%と同様、J-REITのパフォーマンスは軟調だった。

東証REIT指数（配当なし）は2023年12月

〈目次〉

1. 2024年上期のJ-REIT市場
2. セクター別のパフォーマンスと運用状況
3. ESGへの取り組み
4. 今後の市場展望

末の1,806.96ptから、2024年3月の日銀金融政策決定会合を控えた警戒感で3月13日に1,667.87pt（予想配当利回り4.75%、P/NAV0.85倍）まで下落した。その後、材料視されていたマイナス金利解除の決定によるあく抜けで1,800pt超に反発、5月半ばまでは1,800ptを挟むレンジで推移した。ただ、5月後半以降は国内長期金利が1%を超えて上昇する中で更なる金利上昇への警戒感が強まり、6月は1,700pt台前半に低下した（2024年6月末1,724.02pt）。

J-REITにとって金利上昇の影響は負債コストの増加、キャップレート上昇を通じた不動産価格の下落、配当利回り魅力の低下におよぶため、J-REITの業績は足元堅調ながら、金利上昇に対する警戒感の中で、軟調な地合いが続く。高値を更新する株式とのパフォーマンス格差は拡大の一途で、東証REIT指数をTOPIXで割った倍率は、2003年12月末以降の長期レンジ（平均値 $\pm 1\sigma$ 、0.96~1.29倍）

(図表 1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



(出所) Bloombergデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

を大きく下回り、6月末で0.61倍と過去最低水準にある(図表1)。

(2) 分配金は成長継続も、予想配当利回りは長期平均を上回る水準に上昇

予想分配金の成長率は、2023年+5.7%(2022年は+1.8%)と前年に比べて加速した。2024年も6月末までの成長率は+3.3%(6月末の予想分配金指数は過去最高の80.7)と前年同様のペースで成長が続く(図表2)。2023年以降の分配金の成長はホテル収益の回復によるところが大きいですが、不動産売却益を投資主に還元する動きが多く銘柄に広がっており、2024年上期は全セクターがプラス成長となった。

不動産売却益は、2023年下期(2023年7月期~2023年12月期)の決算で約半数の銘柄が計上し、この間の不動産売却益の合計は301

億円であった。全銘柄の当期利益総額3,310億円の9%を占め、一部が分配金増加に寄与した。2024年上期は資産入替で大型オフィスの譲渡が相次ぎ、物件譲渡額が既に昨年年間を超えている。不動産売買市場は売却に有利な状況が続いており、譲渡価格は平均で鑑定評価額を8%、簿価を16%上回るため、不動産売却益による分配金の押し上げ効果が維持されている。

また、懸念される負債コストの増加については、高い固定金利比率と長い平均残存年数を活かし、変動金利や中期年限の借入も利用することで金利上昇の影響を抑制する運営が行われている。

一方、予想配当利回りは、2023年以降4%超の水準が定着している。2023年12月に入ると金利上昇に伴い2003年12月末以降の長期平均4.22%を上回り、その後上昇して6月末で

(図表2) 予想分配金指数、予想配当利回りと日米10年国債利回りの推移



(注) 予想分配金指数 = 東証REIT指数 × 予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所、予想分配金は投資法人開示資料、10年国債利回りはBloombergによる

4.68%となった。日本の10年国債利回り（6月末1.06%）とのイールドスプレッドも3.62%と、先行きの金利上昇や負債コスト増加の懸念を織り込み、長期平均3.47%を上回っている。

(3) NAVの成長率は鈍化ながらプラス継続も、P/NAVは0.9倍割れ

NAVの成長率は2023年に前年比+3.1%（2022年は+6.6%）と、前年よりペースが鈍化したが、住宅や物流施設の不動産評価額の上昇でプラス成長が続いた。2024年も6月末までの成長率は+1.0%とプラス成長を維持している。6月末のNAV指数（P/NAV1倍に相当）は1,965ptと過去最高水準である（図表3）。

J-REITのバリュエーション指標の1つであるP/NAVは、2022年12月の日銀による金融政策修正を境に1倍割れとなった。その後1倍に回復する場面が無いまま低下基調を辿り、6月末には0.88倍となった。

過去P/NAVが1倍を下回る局面は金融危機やコロナショックなどに限られたが、現状1倍割れが継続する要因としては、最大用途のオフィス賃貸市況の悪化に、金利上昇が加わったことで国内不動産価格の将来の下落懸念が過度に織り込まれたためと捉えている。しかしながら、国内の不動産価格は2024年に入っても高値圏で推移している。価格上昇こそ鈍化したものの、J-REIT保有物件の不動産鑑定評価額は横ばいないし微増で推移し、売買価格や利回りにも変調はみられない。ま

(図表3) NAV指数とP/NAV、東証REIT指数(配当なし)



(注) NAV指数は三井住友トラスト基礎研究所算出。PNAV=東証REIT指数/NAV指数
(出所) 三井住友トラスト基礎研究所、東証REIT指数はBloombergによる

た、金利上昇懸念が高まる中、利回り商品のJ-REITに対して配当利回りをより重視する価格形成がなされることで、結果として、軟調な投資口価格が堅調に推移するNAVを下回っているといった見方もできる。

(4) エクイティ調達低調で、自己投資口取得が増加

J-REITの平均P/NAVはPOのハードルとなる1倍を下回っており、個別でみても1倍を超える銘柄は限られる。投資口価格の低迷により、2024年上期のエクイティ調達額は1,245億円(2023年上期1,413億円。発表日ベース)と昨年比減少しており、PO発表は6件にとどまった。

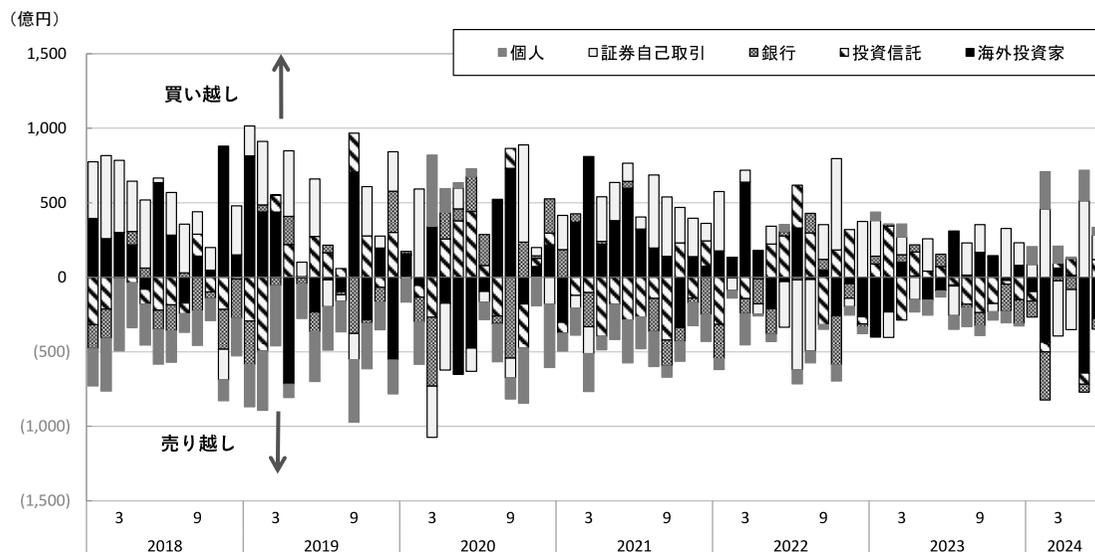
これに対して、自己投資口取得は2024年7

月末までの発表分で9件(2023年は年間3件)と、既に過去最多であった2022年の年間7件を上回った。J-REITの手元資金の活用方法としては、主に物件取得、借入返済、自己投資口取得があるが、高止まりする不動産価格に対して、投資口価格の割安感が増す中では、1口当たり指標の改善やアナウンスメント効果をもたらす自己投資口取得を求める市場の声は強まっている。これまで20銘柄が自己投資口取得を実施しており、最多で実施5回の銘柄もある。

(5) 金利上昇下で海外投資家が売り越しに転じ、新NISAで個人が買い越し

2024年上期は、金利上昇を嫌気して海外投

(図表 4) 投資部門別売買状況



(出所) 東京証券取引所資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

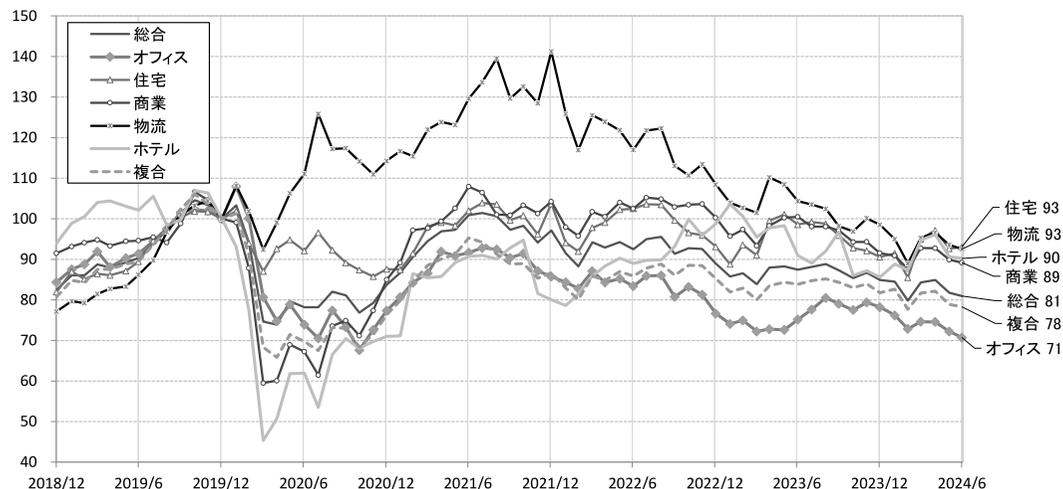
資家が売り越しに転じた。売越額の累計は、1,374億円である。対して、個人投資家の買越額は累計で752億円となった。POでの投資口取得は統計上、買いとしてカウントされないため、個人投資家は売り越しとなる傾向があったが、2024年に入り、新NISAの成長投資枠を通じた資金流入で買い越しが継続している。一方、新NISAのつみたて投資枠から毎月分配型投信が除外されたことで、投資信託は昨年より売り越しが続いていたが、3月に買い越しに転じた。また、銀行は昨年以降売り越しが続くが、売越額は3月以降縮小。ETFの設定動向が反映される証券自己取引は買い越しとなっている(図表4)。

2. セクター別のパフォーマンスと運用状況

2024年上期は、業績改善が進むホテルセクターのトータルリターンが+6.4% (2023年年間-10.1%)と反発し、賃貸運営が好調な住宅セクターは+4.7% (同+0.8%)とアウトパフォーマンスが継続した。一方、昨年後半に反発したオフィスセクターは-7.5% (同+6.5%)と大きくマイナスに転じ、外部成長中心の成長に対する期待が低下した物流セクターも-4.0% (同-5.5%)とマイナスが続いた。その他のセクターは、商業セクターが-0.2% (同-4.5%)、複合セクターが-1.9% (同+0.3%)となった。

(図表5) SMTRI J-REIT Indexの推移 (配当無し)

月末値 2019年12月末=100



(注1) J-REIT全体を「総合」と称し、2つ以上の不動産用途の組合せで運用する銘柄を「複合」セクターとしている

(注2) セクター間の比較を可能にするため、全インデックスを2019年12月末=100として再指数化

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所

セクター別の価格推移を示した図表5は、コロナ前の2019年12月末を100とした指数の居所をみている。昨年以降、物流セクターを中心に下落したため、全セクターが2024年6月末で100を下回るが、住宅セクターと物流セクターは93と相対的に高く、ホテルは90まで回復、商業セクターが89と続く。他方、オフィスセクターは71と最も低く、保有資産の4割をオフィスが占める複合セクターも78にとどまる。

各セクターの最近の運用状況やバリュエーションを以下にまとめる。

(1) オフィス

オフィス特化銘柄の2024年5月の稼働率は

単純平均で97.2%である。2019年12月の99.4%は下回るものの、オフィス市況の改善に連れて2023年1月の95.3%を底に回復が進んだ。2022年には主要物件での大口テナント退去発生により、稼働率が90%前後と低い銘柄もあったが、低稼働物件の譲渡やリーシングの進展で、直近では銘柄間の稼働率の格差も縮小している。また、保有物件の平均賃料単価の変動は依然小さいものの、市場賃料の底打ち反転に伴い、テナント入替時の賃料増減率がプラスに転じる銘柄が増加するなど改善の兆しがみられる。

とはいえ、オフィス市場では今後も大量供給が控える中で、賃貸市況に対する先行き懸念は根強い。オフィスセクターの予想配当利

回りは2024年6月末4.61%と、全セクター平均の4.68%と同程度の水準にとどまる。P/NAVは6月末で平均0.8倍程度と、全セクターの中で最も低い。オフィス特化銘柄のPOは2023年4月以降2024年7月末まで発表が無く、その間自己投資口取得は3件発表された。

(2) 住宅

住宅中心銘柄の2024年6月の稼働率は単純平均で96.9%である。季節性があるため各年6月の稼働率を比較すると、コロナ影響で下落した2020年および2021年の95.9%から、2022年は96.4%に回復し、2023年以降はコロナ前の2019年96.9%と概ね同水準で推移する。賃料単価は、所在エリア等のポートフォリオ特性の違いから銘柄による強弱はあるものの、いずれも明確な上昇が続いており、運営状況は好調である。

住宅セクターの予想配当利回りは2024年6月末で3.72%と、2023年12月末比で唯一低下し、全セクターの中で最も低い。P/NAVの平均は6月末で1倍に近い水準を維持している。

(3) 商業

商業特化銘柄は昨年後半の合併による消滅や運用ガイドラインの変更による総合型銘柄への転換に伴って2銘柄に減少した。都市型物件は飲食ビルも含めて稼働率、売上が改善。コロナ禍での賃料減額により賃料収入がコロナ前を下回る物件も残るが、インバウンド需要の増加等を背景に、歩合賃料の増加や賃料

増額の事例も増えてきた。

予想配当利回りは2024年6月末で5.00%と、全セクターの中で最も高い。

(4) 物流

物流特化銘柄の2024年6月の稼働率は単純平均で99.0%である。2023年12月の99.7%から若干低下したが、一部銘柄の影響によるもので、物流賃貸市場は新規供給増で稼働率が低下する中、多くの銘柄は高稼働率を維持している。底堅い賃貸需要を背景に賃料増額の基調にも変化が無い。

物流セクターの予想配当利回りは2024年6月末で4.46%と、住宅セクターの3.72%に次いで低いが、その差は0.74pt（2023年12月末は0.28pt）に拡大した。金利上昇や外部成長鈍化を背景に昨年後半から投資口価格の下落が進み、P/NAVは平均で0.9倍を若干下回る程度まで低下した。POの発表は2023年8月以降2024年7月末までで1件のみ、その間自己投資口取得は3件発表された。

(5) ホテル

料飲部門の回復の遅れやコスト増の影響はあるが、ホテルの宿泊部門の営業状況はインバウンド需要の回復等で改善が継続している。ホテル系銘柄のRevPAR（販売可能客室数当たり宿泊売上高）は2023年に2019年を上回り、2024年は前年同期比でプラスが続く。

一方、分配金の回復度合いは銘柄で異なり、2023年年間分配金は平均で2019年の72%の水

準、2024年年間予想分配金は100%を上回る銘柄もあるが、平均では84%の水準である。

2024年に入り投資口価格が上昇したことで、ホテル系銘柄のPOは3件と相次いだ。

■ 3. ESGへの取り組み

(1) 環境認証の取得比率は65%に向上

J-REITではポートフォリオのグリーン化を可視化するために、保有物件について環境認証の取得を推進しており、環境認証の取得比率をKPIに設定する銘柄が多い。J-REIT全保有物件に占めるCASBEE認証、BELS認証、DBJ Green Building認証のいずれかの環境認証を取得している物件の比率は、賃貸可能面積ベースで2019年5月末時点の44%から2023年5月末時点で62%、さらに2024年5月末時点では65%と上昇が続いている。2024年には全銘柄が少なくとも1物件で環境認証を取得し、全物件で認証を取得する銘柄も出てきた。ただ、用途別の取得割合は、物流、商業施設、オフィスが8割前後で、住宅、ホテルは3割程度と差が大きい。同一セクター内でも銘柄による取得比率の違いはあるものの、保有物件の用途の影響を受ける傾向が強い。

(2) この1年で広がりをみせた取り組み

ESGで先行する銘柄を中心に、この1年で広がりをみせた取り組みとしては、GHG排出量削減目標のSBT (Science Based

Targets) 認定の取得、TCFD提言に沿った気候変動がもたらす財務的影響額の開示があげられる。また、資産運用報酬におけるサステナビリティ連動報酬も、複数銘柄が採用を開始した。

■ 4. 今後の市場展望

J-REIT市場は7月も1,700pt台前半での推移と膠着状態が続くが、現状のバリュエーションは金利上昇によるマイナス影響が過度に材料視された水準と捉えている。

緩やかな金利上昇を前提にすれば、J-REITの負債コストの増加は返済期限の分散と金利上昇影響を抑制する運営によって小幅にとどまり、不動産価格は国内外の豊富な不動産投資資金や日本の相対的なイールドギャップの厚さから安定推移が続くとみている。

したがって2024年下期は、金融政策の先行きについて不確実性が低下し、J-REITの堅調なファンダメンタルズや割安感が見直されることでバリュエーションの改善が進むと考えている。

J-REITのファンダメンタルズについては、最大用途のオフィスの賃料変化、売却益還元の更なる積極化、自己投資口取得の広がり、M&Aといった点に注目している。

(本稿は2024年7月末時点のJ-REIT市場の状況をもとに作成)

