

2023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. 2023年上期のJ-REIT市場

(1) 日銀による金融政策修正以降、株式に対するパフォーマンスの弱さが目立つ

2023年上期のJ-REITの配当込みのトータルリターンは+0.4%（2022年は-4.8%）となった。株式は日米ともに大きく上昇（TOPIX+22.7%、S&P500+16.9%）したが、米国リートは+3.0%と同様、J-REITのパフォーマンスは相対的に弱かった。

具体的に見ると、東証REIT指数（配当なし）

は2022年12月20日の日銀による金融政策修正で1,900pt台半ばから、P/NAV 1倍割れの1,800pt台半ばに100pt程度急落して以降、年明けも金利上昇懸念、不動産価格下落懸念で低調なスタートを切った。その後、世界的な金融システム不安の波及で2023年3月末にはさらに1,700pt台後半に下落。金融システム不安の後退や日米金利の落ち着き、新年度入りを背景に4月は反発したが上値は重く、5～6月は1,800pt台半ば～後半の狭いレンジで推移した。

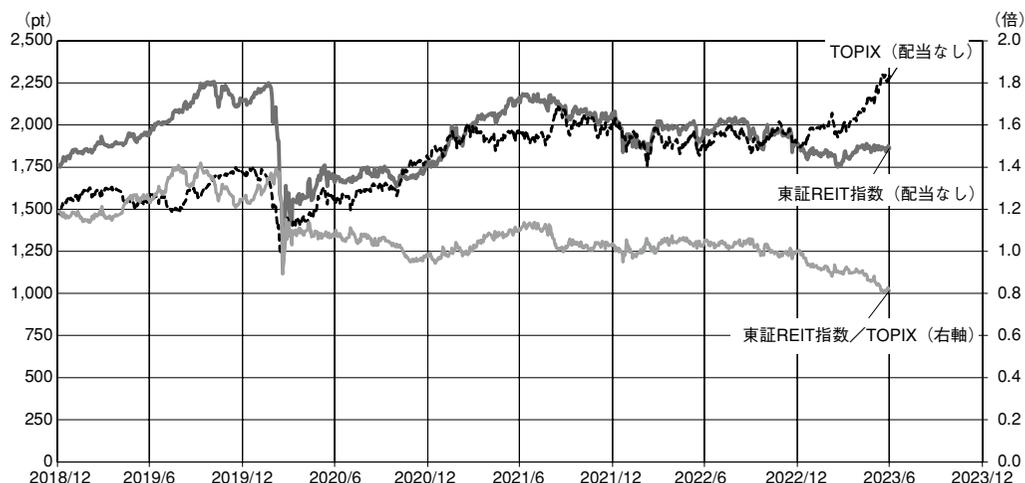
東証REIT指数をTOPIXで割った倍率は、2003年12月末以降の長期レンジ（平均値±1σ、1.01～1.29倍）の下限を割り込み、6月には、J-REIT初の破綻事例があった2008年10月の0.83倍以来の過去最低水準を更新して、6月末で0.81倍となった（図表1）。

J-REITはコロナ影響を受けやすい不動産賃貸業という特性から、2020年以降は株式を下回るパフォーマンスで推移してきた。金利

〈目次〉

1. 2023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

(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

上昇はJ-REITにとってキャップレート上昇を通じた不動産価格の下落、負債コストの増加、配当利回り魅力の低下と影響が大きいことから、2023年は株式とのパフォーマンス格差がさらに広がっている。

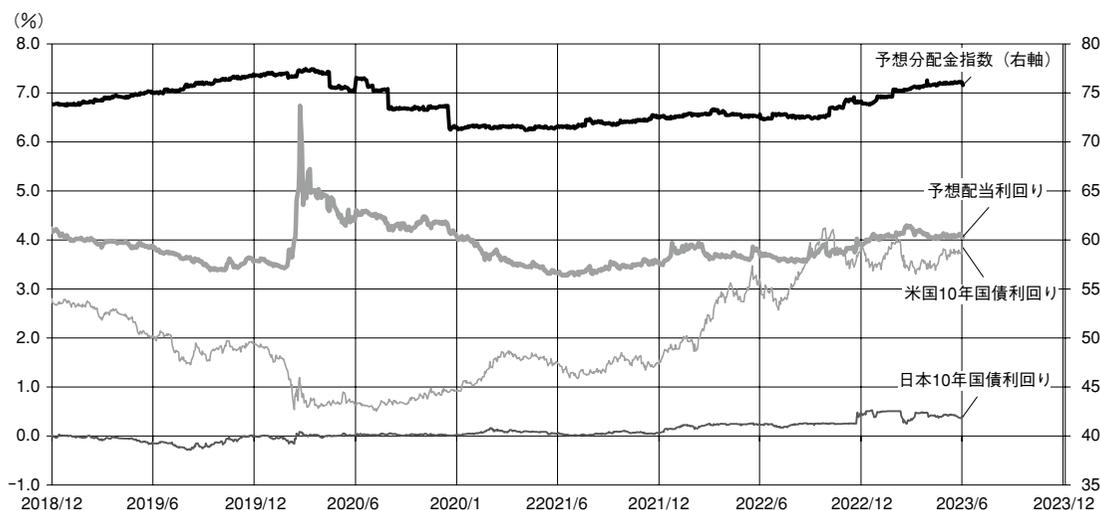
(2) 配当金は緩やかな回復継続も、予想配当利回りは4%超が定着

予想配当金の成長率は2022年+1.8%（2021年は+1.6%）と、2021年と同様緩やかに回復した。2023年も6月末までの成長率は+2.6%（6月末の予想配当金指数75.8）とプラス成長が続く（図表2）。この間のプラス成長継続はホテル銘柄の業績回復によるところが大きい。また、稼働率低下や水道光熱費増加で賃貸利益が下押しされているオフィス銘柄等においても、不動産売却益や内部留保の

取崩で配当金を安定化させる運用が行われている。

不動産売却益は、2022年下期（2022年6月期～2022年12月期）の決算で約半数の銘柄が計上し、この間の売却益の合計は245億円で、全銘柄の当期利益総額3,100億円に対する割合は8%であった。配当金と売却益を除く当期利益の乖離は銘柄によって異なるが、オフィス銘柄の中には、複数期に亘り配当金の2～3割を売却益の寄与が占めるケースもある。こうした継続的な配当金下支えが可能な背景には多額の不動産含み益とこれまで蓄積してきた内部留保がある。2022年下期におけるJ-REITの不動産含み益（鑑定評価額と簿価との差額）は合計5.1兆円で、鑑定評価額の上昇により過去最高を更新する。内部留保も約6割の銘柄が有し、同残高は2022年下期

(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

で合計1,589億円と全銘柄の実績分配総額3,130億円に対する割合は50.8%であった。

また、予想配当利回りは、2022年に米国の長期金利が4%を超えた局面でも3%台で推移したが、日銀による金融政策修正以降、2023年は4%超の水準が定着、2023年6月末は4.07%となった。

(3) NAVはプラス成長継続も、P/NAVは不動産価格下落懸念を織り込み1倍割れ

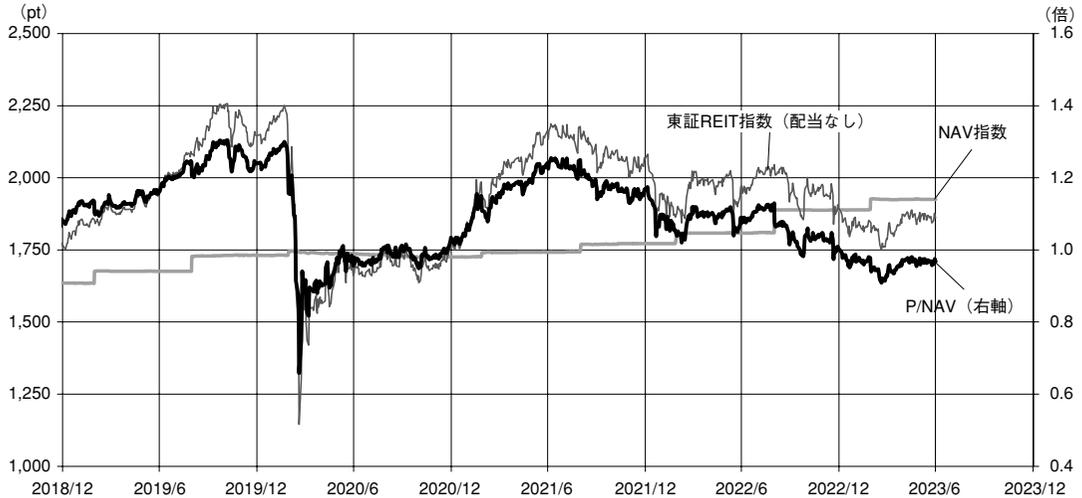
NAVの成長率は2022年に前年比+6.6% (2021年は+2.7%) と、力強い投資需要に支えられた不動産価格の上昇を背景に、ここ数年の中でも高い上昇率となった。2023年は前年よりペースが鈍化したが、6月末までの成

長率は+1.9%とプラス成長が継続している。6月末のNAV指数 (P/NAV 1倍に相当) は1,925pt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年には米国金利上昇を背景とした一時的な投資口価格の下落局面においても1.0倍以上が維持され、平均1.1倍程度で推移した。しかし、日銀による金融政策修正を境に1.0倍をやや下回る水準での推移となり、6月末で0.97倍となった。

P/NAV 1倍割れが継続する背景には、最大用途のオフィス賃貸市況の悪化に、金利上昇が加わり、国内不動産価格の下落懸念が強まったものと捉えている。しかしながら、2023年に入っても、J-REITの保有物件の不動産鑑定評価額は収益安定性の高い住宅が半

(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

年で2～3%、物流施設が1%程度の上昇が続き、オフィスでも概ね横ばいを維持する。また、2023年5月に発表された日本不動産研究所による不動産投資家調査(2023年4月)をみても、オフィスについて期待利回りの上昇はなく、住宅や物流施設、ホテルでは半数程度のエリアで期待利回りが低下しており、不動産投資家の積極的な投資姿勢が確認された。

(4) 海外投資家は売り越し基調

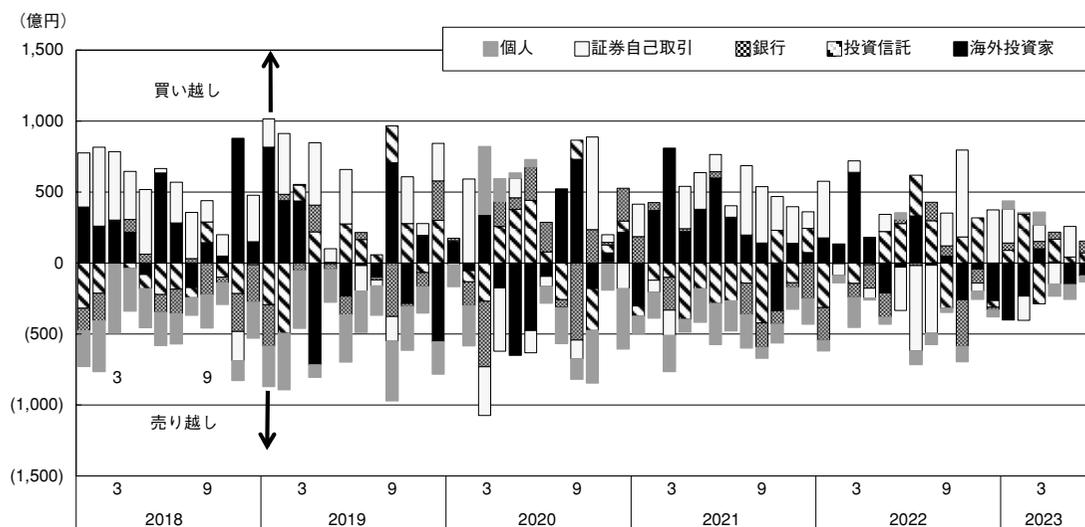
2023年上期は、海外投資家を中心とした買いで日本株が大きく上昇したのに対して、J-REITは金利上昇懸念を背景に海外投資家が売り越し基調だった。一方、予想配当利回りが4%超に上昇したことで、利回り魅力か

ら投資信託、銀行、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り、指数を下支えした(図表4)。なお、日銀による買入は2022年7月以降実施されていない。

2. セクター別のパフォーマンスと運用状況

2023年上期は、運用状況が安定的な住宅セクターのトータルリターンが+7.8%(2022年年間-7.1%)とアウトパフォームした。一方、ホテルセクターは-7.3%(同+25.4%)と、前年に業績回復期待で大きく上昇した反動で下落した。その他のセクターは、商業セクターが+2.6%(同+0.7%)、複合セクターが+0.6%(同+2.5%)、オフィスが+0.3%(同

(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

-6.9%)、物流セクターが-1.9% (同-20.7%) となった。

セクター別の価格推移を示した図表5の通り、2019年12月末を100とした指数の回復度合いは、昨年以降調整が進んだ物流セクターで104、商業セクターが100、住宅セクターが99と、コロナ前と同程度かそれ以上に戻っている。一方、業績回復途上のホテルセクターは91で、難しい賃貸運営と不動産価格下落懸念が織り込まれたオフィスセクターは75と、引き続きコロナ前を下回っている。

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。

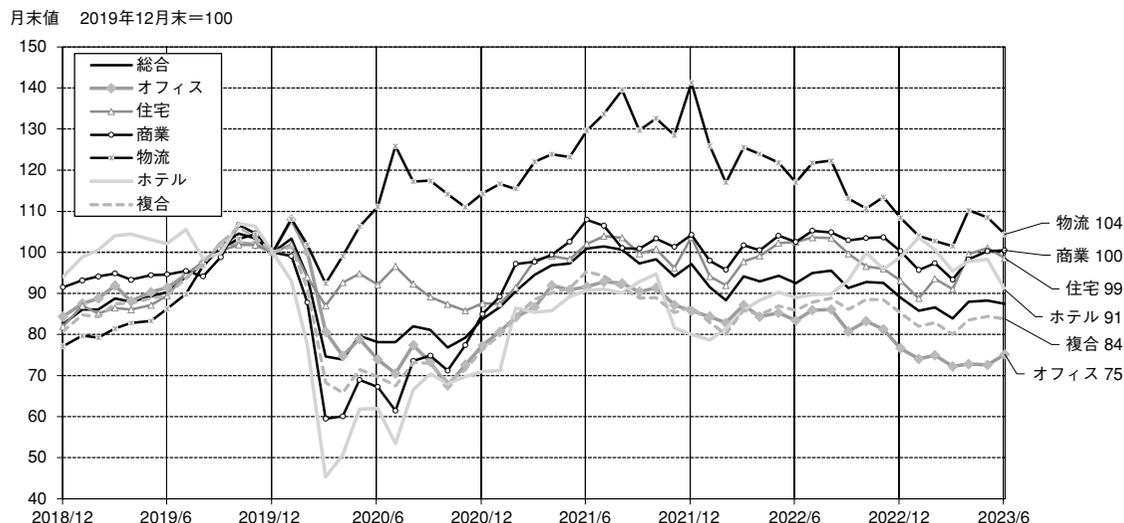
(1) オフィス

オフィス特化銘柄の2023年4月の稼働率は

単純平均で94.6%である。2019年12月の99.5%から2021年12月の96.3%へ大きく低下し、2022年以降は低下幅が緩やかになった。賃貸需要にはエリアや物件規模毎に強弱があり、主要物件で大口テナント退去が発生している銘柄もあるが、2023年に入り多くの銘柄で稼働率は下げ止まりがみられる。また、保有物件の平均賃料単価は、市場賃料が低下する中でテナント入替時、更新時ともに低下する銘柄もあるが、変動は総じて小さい。加えて、電気料金上昇に伴う水道光熱費収支の悪化についても、テナントへの請求方式の見直しで転嫁が進み、歯止めがかかる見通しが立ってきた。

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

(図表5) SMTRI J-REIT Indexの推移 (配当なし)



(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

念は根強く、オフィスセクターの予想配当利回りは2023年6月末4.30%と、全セクター平均の4.07%を上回る。2020年以降プラスに転じた市場平均との利回り差は、2022年に比べて拡大した。P/NAVも6月末で平均0.9倍を切る水準で、全銘柄が1倍を割れている。

(2) 住宅

住宅中心銘柄の2023年5月の稼働率は単純平均で96.5%である。季節性があるため各年5月の稼働率を比較すると、コロナ影響で下落した2020年95.9%、2021年95.6%から、2022年は96.1%と回復し、足元はコロナ前の2019年96.6%と概ね同水準となった。賃料単価は、都心シングルタイプでテナント入替時

の低下幅が縮小し、全体ではテナント入替時、更新時ともに上昇基調となっている。

堅調な運用状況を背景に、住宅セクターの予想配当利回りは2023年6月末で3.45%と、物流セクターと逆転し、全セクターの中で最も低い水準にある。P/NAVは6月末で平均1倍を若干上回る水準を維持した。

(3) 商業

商業特化銘柄は郊外型物件やマスターリース物件が多く、稼働率は99%超で推移した。都市型物件も稼働率、売上は改善しているが、回復度合いは施設タイプやテナント属性によって異なり、コロナ前を下回る物件が少なくない。

コロナ禍でも比較的安定分配を維持できた商業セクターではあるが、予想配当利回りは2023年6月末で4.45%と、オフィスセクターを上回り最も高い。人口動態の変化やEC市場拡大といった同セクターに対する将来的な環境悪化の懸念は、コロナ前から変わっていない。

(4) 物流

物流賃貸市場は新規供給増で稼働率がやや低下するものの、物流特化銘柄の稼働率は単純平均で2022年12月の99.5%から2023年5月の99.4%と高水準で推移した。力強い賃貸需要を背景に賃料増額の基調にも変化がない。

物流セクターの予想配当利回りは2023年6月末で3.76%と、全セクター平均を下回り、住宅セクターに次いで低い。P/NAVは住宅と同様、平均で1倍を若干上回る程度と、2022年に比べて低下したが、新年度入りの投資口価格反発後は主要銘柄で公募増資が相次いだ。

(5) ホテル

2022年11月以降、政府の観光促進策やインバウンド需要の回復でホテルの運営状況は大きく改善し、ホテル銘柄のRevPAR（販売可能客室数当たり宿泊売上高）は2019年同月上回る月が増えてきた。また、ホテル銘柄の財務運営では、リファイナンス時の借入年限の短期化や手元資金を活用した借入残高削減の動きも一段落した模様である。

もっともホテル銘柄の変動賃料はGOP（ホテル営業粗利益）に連動する物件が多く、宿泊需要回復による売上の増加に比べて、エネルギーコストや人件費等費用増の影響でGOPの回復は鈍い。そのため、2022年年間分配金は平均で2019年の40%の水準、2023年年間予想分配金も58%の水準と、分配金は回復途上にある。その意味では、2019年12月末比で平均約9割まで戻ったホテル銘柄の投資口価格は業績回復を先取りした水準と言える。

3. ESGへの取り組み

ESGに関しては、全体の2/3の銘柄がESGレポートを開示し、規模の小さい銘柄を含め情報開示の充実が進む。環境への取り組みでは、多くの銘柄が気候変動への対応として位置付ける環境認証の取得が続いている。また、ガバナンスの観点では、資産運用報酬の体系や水準に投資家の注目が集まっている。

(1) 環境認証の取得比率は6割に向上

テナント企業や投資家の脱炭素を目指す動きが顕著となる状況を見据えて、J-REITでは保有物件の環境性能に客観性を持たせ、ポートフォリオのグリーン化を可視化するために、保有物件における環境認証の取得を推進している。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2022年5月末時点で58%、さらに2023年5月末時点では62%と上昇が続く。9割超の銘柄が保有物件について何らかの環境認証を取得しており、約5割の銘柄がポートフォリオの過半について認証を取得している。

(2) 資産運用報酬～投資主利益との連動性、水準の妥当性

運用業務を受託する資産運用会社に支払う資産運用報酬の体系は、銘柄によって異なるが、投資主との利害を一致させるよう、分配金や投資口価格に連動する報酬体系の導入が広がっている。分配金等1口当たり指標に連動する報酬体系を採用している銘柄は全体の6割、投資口価格に連動する報酬体系を採用する銘柄は1割である。併せて、資産運用報酬の水準は総資産比で平均約0.5%、分配総額比で平均約17%だが、そのレンジは総資産比が概ね0.2～0.8%、分配総額比が概ね8～25%と、銘柄によってばらつきがある。最近、資産運用報酬水準の高い銘柄に対して報酬引き下げ等の投資主提案がされ、臨時投資主総会が開催された事例がある。賃貸収益、水道光熱費、投資口価格にストレスがかかる環境下、資産運用報酬水準の妥当性を改めて見直すきっかけとなっている。

■ 4. 今後の市場展望

2023年下期については、ホテル収益の回復、不動産価格の高値圏推移を想定し、分配金とNAVの上昇継続を見込む。2023年上期は、金利上昇や不動産価格調整への懸念がJ-REITの上値を抑えてきたが、日銀の金融緩和姿勢継続で国内金利の上昇は限られる、国内不動産価格は堅調であるとの認識が市場で浸透していけば、オフィス賃貸市況は改善しなくとも昨年12月以前のP/NAV1倍超への回復は期待できる。6月には長らく軟調に推移してきたオフィスセクターが反発しており、J-REIT浮上のきっかけになるか注目している。

(本稿は2023年6月末時点のJ-REIT市場の状況をもとに作成)

