

SMTRI J-REIT Index® 「ホテルインデックス」公表開始について

【参考資料】セクター別インデックスの活用事例

2022年7月1日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

今般、三井住友トラスト基礎研究所^(※)（以下「当社」）は、当社ホームページにて SMTRI J-REIT Index® シリーズの一つである「ホテルインデックス」の公表を開始しました。

新型コロナウイルスの影響を受け、セクター間のパフォーマンスに変化が生じており、特に業績への影響が大きかったホテルセクターについては、他のセクターと動きが大きく異なっています。

「ホテルインデックス」は 2019 年に算出を開始し、2020 年 2 月から顧客向けレポートには掲載していましたが、J-REIT 市場への理解をより多くの方に深めて頂くために、当社ホームページにも掲載することとしました。

SMTRI J-REIT Index® は、J-REIT 市場全体を表す「総合インデックス」とそれを構成する 7 つのセクター別サブインデックス（オフィス、住宅、商業、物流、ホテル、ヘルスケア¹、複合）で全セクターを網羅しています。

セクター別インデックスを活用することで、J-REIT 市場の全体像や各セクターの動向を把握することが可能です。具体的には、次ページ以降の【参考資料】をご参照ください。

■ SMTRI J-REIT Index® の概要

各インデックスは時価総額、配当込み指数、配当なし指数、予想配当利回り²から構成されます。

SMTRI J-REIT Index	組入れ対象銘柄	公表時期	算出基準日
総合インデックス	日本国内上場のすべての J-REIT 銘柄	2004年10月	2001年9月10日 = 1,000
オフィスインデックス	投資方針として、主にオフィスビルで運用する銘柄	2004年10月	2001年9月10日 = 1,000
住宅インデックス	投資方針として、主に賃貸住宅で運用する銘柄	2006年6月	2004年12月末 = 1,000
商業インデックス	投資方針として、主に商業施設で運用する銘柄	2014年8月	2012年12月末 = 1,000
物流インデックス	投資方針として、主に物流施設で運用する銘柄	2014年8月	2012年12月末 = 1,000
複合インデックス	投資方針として、二つ以上の用途で運用する銘柄	2014年8月	2012年12月末 = 1,000
ホテルインデックス	投資方針として、主にホテルで運用する銘柄	2022年7月	2013年12月末 = 1,000
ヘルスケアインデックス	投資方針として、主にヘルスケア施設で運用する銘柄	非公表	2015年12月末 = 1,000

SMTRI J-REIT Index® については以下をご参照ください。

- ・ヒストリカルデータ（時価総額、リターン、指数、予想配当利回り）：[「SMTRI J-REIT Index® データ」](#)
- ・各セクター別サブインデックスの構成銘柄：[「SMTRI J-REIT Index® 構成銘柄」](#)
- ・インデックスの定義および算出方法：[「SMTRI J-REIT Index® 算出方法」](#)

（※）金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 822 号、加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

¹ 2015 年 12 月末を基準日として算出しているが、当初、3 銘柄であった構成銘柄が現在は 1 銘柄のため、公表対象外としている。

² 各投資法人が公表した予想分配金をもとに三井住友トラスト基礎研究所が算出。

【参考資料】SMTRI J-REIT Index®セクター別インデックスの活用事例

■ 図表1 セクター別の時価総額比率の推移



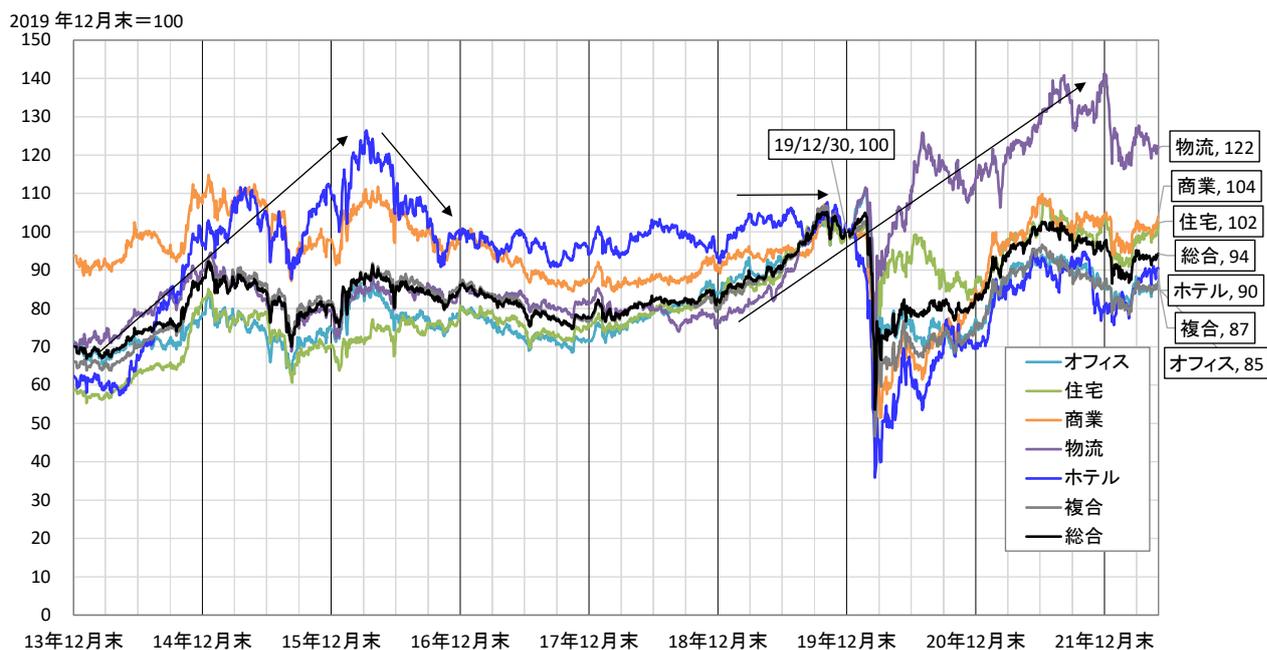
図表1では、各セクター別インデックスの「総合インデックス」に対する時価総額比率の推移をグラフ化している。セクター別の構成比を確認することで、J-REIT市場の特徴を把握できる。米国REIT、グローバルREITのセクター構成については、[【海外REITレポート】Withコロナ時代のグローバルREIT市場\(2020\)](#)を併せて参照されたい。

SMTRI J-REIT Index®のセクター分類は、各銘柄の投資方針に基づき、一つの用途に概ね8割以上投資するとしている銘柄を特化銘柄(オフィス、住宅、商業、物流、ホテル、ヘルスケア)、それ以外を複合銘柄としている。その時々の実際のポートフォリオ構成に基づいて分類しているわけではないため、例えば、ホテルが約9割を占めるインヴィンシブル投資法人、商業が約7割の日本都市ファンド投資法人、オフィスが約9割の森ヒルズリート投資法人も複合セクターとしている点には留意が必要である。この分類方法の結果として、複合セクターの比率が高くなる面はあるが、各特化セクターのパフォーマンスをより明確に表現できるメリットがある。具体的な各サブインデックスの構成銘柄については、「[SMTRI J-REIT Index® 構成銘柄](#)」を参照されたい。

「ホテルインデックス」の算出基準日である2013年12月末から2022年5月末までのセクター別の時価総額比率の推移を図表1で確認すると、オフィスは27.6%から19.4%に低下する一方、物流が11.2%から21.3%に上昇し、特化セクターとしては時価総額で最大となっていることがわかる。新型コロナウイルス感染拡大による影響を受ける前(以下「コロナ前」)の2019年12月末からの変化を見ても、オフィスが2.9pt低下する一方、物流は6.8pt上昇しており、市場の評価向上による投資口価格上昇、活発なPOによる投資口数増加がともに物流によるオフィス逆転につながっている。他方でホテルは2020年5月末で3.5%に過ぎないため、J-REIT市場全体への影響は大きくはない。また、複合は2013年12月末の35.8%から2022年5月の43.1%に上昇しているが、合併による特化型から複合型・総合型への転換の動きも影響している。例えば、2019年12月末と2022年5月末(以下「コロナ前後」)がともに43.1%だが、相対的なパフォーマンス不調は時価総額比率の低下に作用するも、商業特化の日本リートファンド投資法人が2021年3月の合併で総合型の日本都市ファンド投資法人となり、商業から複合に移ったことが上昇要因となった。

なお、この比率は各銘柄のセクター分類をもとに、市場評価が反映される時価総額を基準に集計したものであり、運用資産の用途別構成比(取得価格ベース、2022年5月末)では、依然オフィスが約4割を占める最大用途で、物流は約2割とオフィスの半分程度にとどまる。住宅と商業がともに14%、ホテルは7%である。

■ 図表2 セクター別のパフォーマンス(配当なし指数の推移)



キャピタルリターン(配当なし指数の変化率)

注1

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
総合	+25.4%	▲7.9%	+6.3%	▲10.1%	+6.5%	+21.2%	▲16.3%	+16.0%	▲3.0%
オフィス	+10.2%	▲5.3%	+7.0%	▲10.6%	+18.2%	+18.6%	▲22.7%	+10.9%	▲0.6%
住宅	+40.8%	▲14.5%	+14.4%	▲6.5%	+8.5%	+22.0%	▲12.4%	+18.4%	▲1.4%
商業	+16.7%	▲10.6%	+0.6%	▲11.6%	+5.0%	+9.3%	▲15.0%	+22.7%	▲0.2%
物流	+27.0%	▲11.4%	+8.5%	▲6.1%	▲5.1%	+29.6%	+14.3%	+23.6%	▲13.7%
ホテル	+55.9%	+12.9%	▲9.9%	▲4.9%	+0.0%	+6.4%	▲29.0%	+12.8%	+12.8%
複合	+33.0%	▲6.9%	+6.6%	▲12.1%	+5.2%	+23.8%	▲23.6%	+13.5%	+0.4%

注1) 2022年は2022年5月末までの5ヵ月間の変化率

セクター別のパフォーマンス(価格変化)を配当なし指数の推移をみることで確認する。

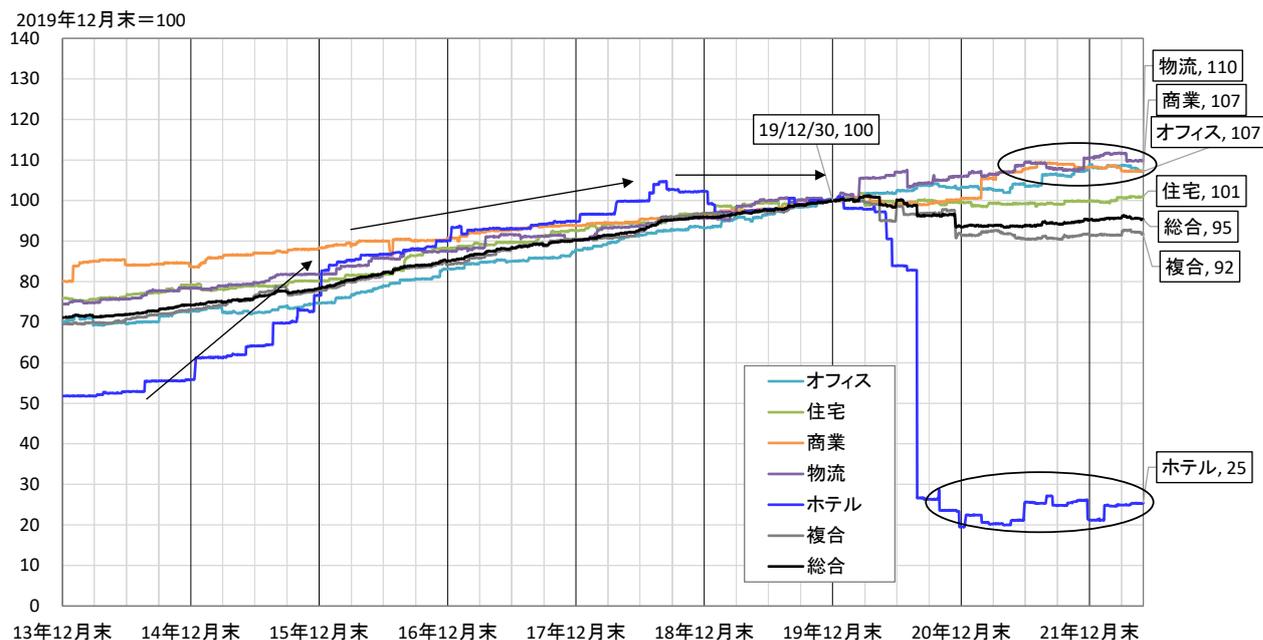
図表2は、2013年12月末から2022年5月末までの期間について、各セクターインデックスの配当なし指数をコロナ前の2019年12月末を100として再指数化したものだが、J-REIT市場全体を表す「総合インデックス」は94でコロナ前を6%下回る水準にとどまっていることがわかる。なお、この間、東証REIT指数(配当なし)は2019年12月末の2,145.49ptから2022年5月末の2,006.03ptに変化しており、浮動株比率の調整有無等の違い(SMTRI J-REIT Index®は浮動株比率を調整していない)で多少の差はあるものの、共にJ-REIT市場全体を対象とした指数であるため、両者は同様の動きであった(2020年1月～2022年5月の日次リターンの相関係数は1.0)。

TOPIX(配当なし)について、同様に2019年12月末を100とすると、2022年5月末はコロナ前を11%上回る111であることから、コロナ前後の変化率を日本株全体とJ-REIT全体で比べると、J-REITが劣後している。但し、J-REITの中でもセクター別に強弱は異なる。物流はコロナ前の水準を明確に上回っており、商業、住宅はコロナ前と概ね同水準、オフィス、ホテル、複合はコロナ前に比べ1割以上低い水準である。なお、これは各セクターの傾向を示すもので、例えば、ホテルでも投資口価格がコロナ前を上回っている銘柄があることには留意されたい。

併せて、ホテルセクターのコロナ前までのパフォーマンスを確認すると、2014年から2015年にかけて大きく上昇した後、2016年に下落し、その後は概ね横ばいで、市場全体が大きく上昇した2019年の上昇も限定的であった。このような動きの背景には、分配金成長率の変化とそれに対する投資家の期待の変化があったと考えられる。

そこで、「投資口価格(配当なし指数) = 予想分配金(予想分配金指数) ÷ 予想配当利回り」に分解できることから、次頁以降で、セクター別パフォーマンスの内訳要素として、ファンダメンタルズ指標の予想分配金指数とバリュエーション指標の予想配当利回りの推移をそれぞれ見ていきたい。

■図表3 セクター別の予想分配金指数の推移



分配金成長率(分配金指数の変化率)

	注2							注1	
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
総合	+4.3%	+5.5%	+8.8%	+5.9%	+6.3%	+4.3%	▲6.5%	+1.8%	+0.1%
オフィス	+3.2%	+2.8%	+11.6%	+5.5%	+6.2%	+7.2%	+3.4%	+5.1%	▲1.4%
住宅	+4.4%	+1.3%	+9.8%	+5.0%	+4.5%	+3.4%	▲0.4%	+0.3%	+1.1%
商業	+4.7%	+5.5%	+2.8%	+3.2%	+3.2%	+3.4%	+0.5%	+7.7%	▲0.9%
物流	+5.3%	+4.3%	+7.0%	+3.2%	+5.9%	+4.6%	+5.8%	+4.5%	▲0.5%
ホテル	+7.8%	+37.0%	+17.9%	+5.1%	+7.9%	▲2.2%	▲80.5%	+8.4%	+20.1%
複合	+5.1%	+6.6%	+8.1%	+7.3%	+7.2%	+3.3%	▲8.7%	▲0.0%	+0.4%

注1) 2022年は2022年5月末までの5ヵ月間の変化率

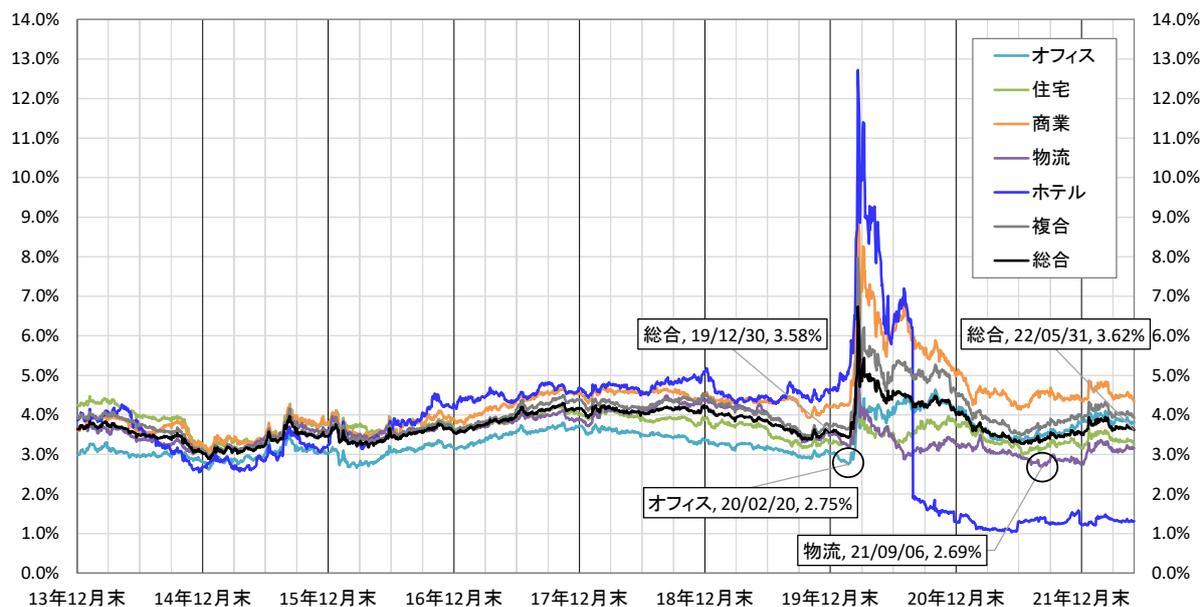
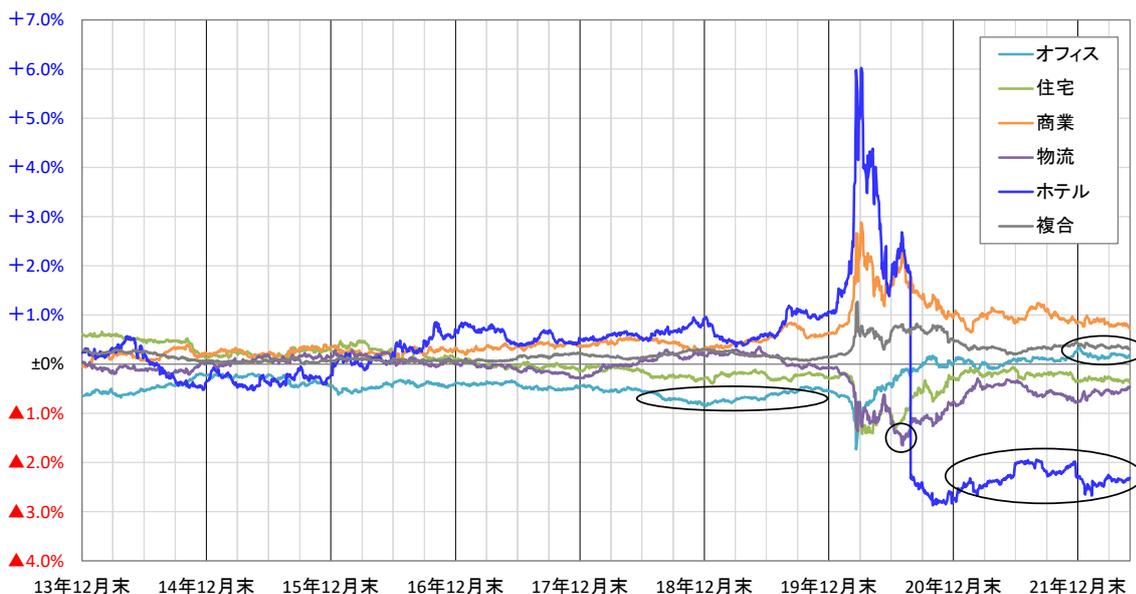
注2) 商業の2021年は、日本都市ファンドの合併(2021年3月1日)に伴うセクター変更も影響している

各セクターの分配金動向を確認するために、配当なし指数に予想配当利回りを掛けることで、予想分配金指数を算出する。この指数は、各時点において投資法人が開示している予想分配金をもとに算出するものであり、日次ベースで各セクターの分配金のトレンド、水準感を把握できるメリットがある。

図表3はセクター間の比較を可能にするために、各セクターの予想分配金指数をコロナ前の2019年12月末を100として再指数化したものだが、ホテルのみ、コロナ影響で分配金が大きく低下していることがわかる(2022年5月末の予想分配金指数25)。複合(同92)もコロナ前を下回っているが、ホテルに投資している銘柄の分配金低下が影響している。一方、商業(同107)、オフィス(同107)は共にコロナ前を上回っている。商業は飲食ビル等の都心型物件の一部ではコロナ影響を受けているものの、郊外型物件ではコロナ影響は限定的でマスターリース物件も多いことから、分配金の下落は見られなかった。オフィスはコロナ影響で賃貸市況が軟化し、稼働率は低下しているが、高値圏推移が続く不動産売買市場を背景に売却益や内部留保活用で分配金をマネジメントできている。

併せて、実績分配金については、当社が半年毎(3月、9月)に当社ホームページに掲載している「[J-REITレビュー](#)」を参照されたい。2022年3月公表の「[J-REITレビュー2021年下期](#)」p7では、コロナによる業績影響(以下「コロナ影響」)のあった商業銘柄とホテル銘柄の分配金について、2017年～2021年の5年間における年間分配金の推移を対比しており、商業銘柄は安定成長している一方、ホテル銘柄は大幅に低下していることが示されている。また、コロナ前後でのオフィス稼働率の変化については、「[J-REITレビュー2021年下期](#)」p6において、オフィス特化銘柄の稼働率について、上期(1月～6月)、下期(7月～12月)の平均稼働率の推移をグラフ化しているが、コロナ影響前のピークだった20年上期の99.4%から、21年下期には96.6%まで2.8pt低下していることがわかる。

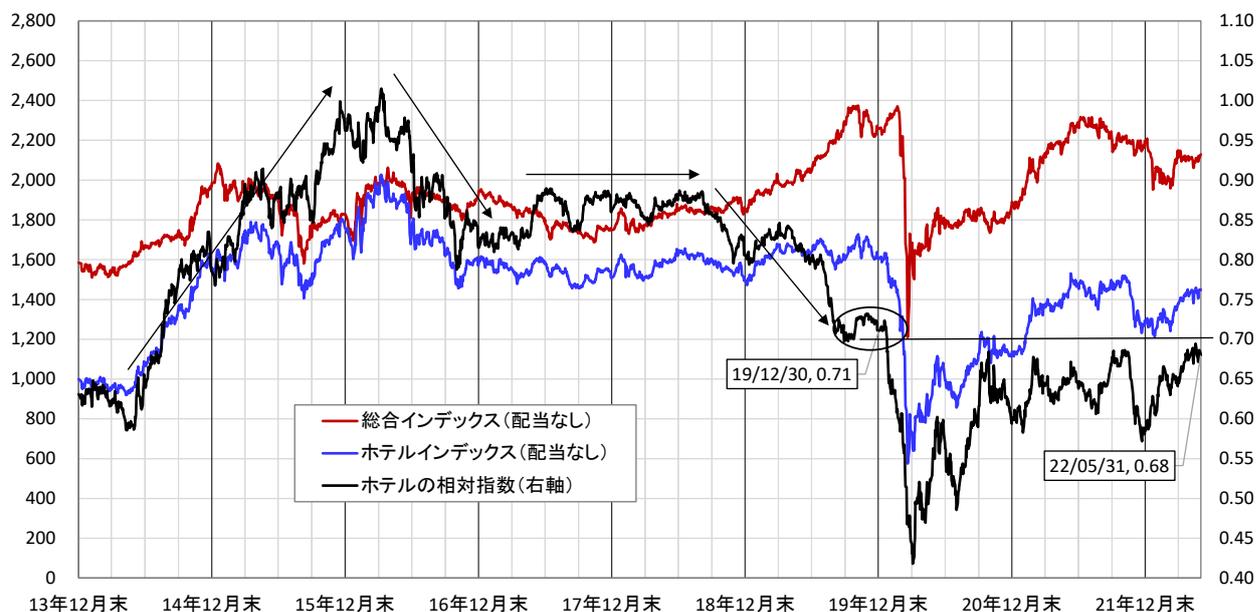
■ 図表4 セクター別の予想配当利回りの推移

■ 図表5 セクター別の相対予想配当利回りの推移

J-REITの代表的なバリュエーション指標である予想配当利回りの推移を確認する。予想配当利回りには分配金の安定性や成長性に対する投資家の評価(期待)が反映されると考えられるが、図表4は各セクターの予想配当利回りそのもの、図表5は各セクターの相対的な評価を見やすくするために、「総合インデックス」との利回り差(以下「スプレッド」)をみたものである。マイナスのスプレッド(当該セクターの予想配当利回り<「総合インデックス」の予想配当利回り)は、当該セクターの分配金の安定性や成長性が市場全体よりも相対的に高く評価されていることを意味する。コロナ前後の変化として、オフィスの評価が下がり、物流の評価が高まっている。オフィスのスプレッドはコロナ前のマイナスから、コロナ後はプラスに転じており、分配金は安定的にマネジメントできているものの、賃貸市場の先行き懸念が反映されていると考えられる。物流は好調な業績が評価され、コロナ後に利回りが低下したが、スプレッドのマイナス幅は各セクターのコロナ影響が顕在化して間もない2020年7月末頃が最大であった。

ホテルのマイナススプレッドが大きいのは、分配金が極めて低水準にもかかわらず、将来の業績回復を先取りして投資口価格が回復しているためである。次頁では、相対指数を用いてセクターの相対評価の居所を確認する。

■ 図表6 ホテルセクターの相対指数の推移



ホテルセクターに対する相対評価の変化、居所を確認するために、「ホテルインデックス(配当なし)」を「総合インデックス(配当なし)」で割ってホテルセクターの相対指数を算出した。相対指数は、そのセクターが J-REIT 市場全体に対してアウトパフォームする局面で上昇、アンダーパフォームする局面で下落する。相対指数の変化に加え、水準を見ることで過去と比較した現在の相対評価の居所を把握することができる。

ホテルセクターの相対指数について、「ホテルインデックス」の算出基準日である 2013 年 12 月末から 2022 年 5 月末までの推移を図表6で確認すると、コロナ以前(～2019 年)とコロナ以後(2020 年～)でそれぞれ以下のように捉えることができる。

コロナ以前は大きく 4 つの局面に大別でき、2014 年から 2015 年にかけて大きく上昇した後、2016 年に下落し、その後は概ね横ばい、2018 年後半から 2019 年後半にかけて下落し、2019 年 12 月末は 0.71 であった。このような推移の背景には、図表3で確認した分配金成長率の変化があったと考えられるが、インバウンドの急成長、成長率鈍化を経て、2019 年後半にはインバウンドが減少に転じたこと、加えて供給増加によるホテルマーケットの需給の緩みが変動賃料に影響し、相対指数は 0.7 をやや上回る水準で膠着していた。

コロナ以後はコロナ前水準の 0.7 程度を上限に、数ヵ月サイクルで上下を繰り返してきた。この動きは新型コロナウイルスの新規感染者数の増減と概ね連動しており、新規感染者数が増加すると相対指数は低下、新規感染者数が減少すると相対指数は上昇する傾向が見られた。但し、新規感染者数が落ち着いて、ホテルセクターの相対評価が高まる局面でも、相対指数はコロナ前の 0.71 を上回ることはなかった。

現在は、今後のホテル業績の回復が期待されている状況にあるが、相対指数が 2019 年以前の水準に回復していくかどうか、受け入れが再開されたインバウンドの動向にも注目したい。

【本件のお問い合わせ先】

REIT 投資顧問部

<https://www.smtri.jp/contact/form-reit/index.php>

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-8574 東京都港区芝 3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル 11 階

<https://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
5. SMTRI J-REIT Index は当社が独自に開発した J-REIT インデックスです。SMTRI J-REIT Index は当社の知的財産であり、SMTRI J-REIT Index の算出、数値の公表、利用など SMTRI J-REIT Index に関する権利は当社が所有しております。「SMTRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。