

公益財団法人トラスト未来フォーラム 御中

(公益財団法人トラスト未来フォーラム 委託研究)

J-REIT(不動産投資信託)市場の軌跡と展望
に関する調査

報告書

2024年8月

三井住友トラスト基礎研究所

【目次】

本調査の目的と意義および本調査の構成	2
1 本調査の目的と意義	2
2 本調査の構成	2
I 「信託」活用による J-REIT 市場の発展	3
1 J-REIT(不動産投資信託)の基本設計	3
2 J-REIT における信託の活用	4
3 投資信託を通じた資金流入	5
II J-REIT 市場の歩み、現状と課題	6
1 市場拡大の変遷	6
2 パフォーマンスと投資家動向	12
3 最近の市場動向と課題	16
III 不動産賃貸市場と J-REIT 市場の関係性	22
1 実物不動産投資、関連企業株式投資とのリスクリターン比較	22
2 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証	28
IV J-REIT 市場のパフォーマンス要因分析と金利上昇の影響	32
1 J-REIT 市場のパフォーマンス要因分析	32
2 金利上昇による J-REIT のファンダメンタルズへの影響	38
V J-REIT の投資主価値向上の取り組み	45
1 投資主価値向上のメカニズムとそのための手段	45
2 資産入替の推進	46
3 複合・総合化の広がり	49
4 自己投資口取得の意義	51
5 ESG 取り組みの加速	54
VI J-REIT 市場を牽引してきたセクターの変遷と今後の成長可能性	57
1 セクター別の分配金と NAV の成長ドライバーと背景の考察	57
2 新たな成長手段の可能性	71
3 次の成長セクターの可能性	73

本調査の目的と意義および本調査の構成

本報告書は、公益社団法人トラスト未来フォーラムによる「J-REIT(不動産投資信託)市場の軌跡と展望に関する調査」を株式会社三井住友トラスト基礎研究所(以下、当社)が受託し、調査した結果をとりまとめたものである。

1 本調査の目的と意義

信託 100 周年を機に、J-REIT 市場を再考する。

J-REIT 市場は 2001 年 9 月 10 日に 2 銘柄上場でスタートして以降、信託を活用して大きく成長してきた。J-REIT は投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」)に定める投資法人制度に基づいて設立され、投資対象の中心は信託受益権であり、その資産保管は信託銀行に委託する。投資商品としての側面では、J-REIT は J-REIT 投信や ETF といった投資信託に組み入れられることで、個人や金融機関を含む広範な投資家に不動産投資の機会を提供している。

しかし、最近の J-REIT 市場は、コロナ禍を経て、主要用途のオフィスの収益性は低下し、一方では不動産価格の高止まりで物件取得環境は厳しい状況が続いている。金利上昇により負債コストが増加する状況にもある。また、J-REIT の成長戦略にとって最も足枷となっているのが、大量供給を控えたオフィス賃貸市場や金利上昇が及ぼすマイナス影響に対する市場の強い懸念から投資口価格の低迷が続くことだ。

実際には、好調な住宅やホテル、安定した物流施設や商業施設など J-REIT の賃貸運営は必ずしも悪いわけではない。負債コストについても、高い固定金利比率と長い平均残存年数を活かし、金利上昇の影響を抑制する運営が行われている。また、好調な不動産売買市場の下での含み益の顕在化、これまで蓄積してきた内部留保の活用、追加的な利益超過分配により、分配金の安定マネジメントが行われており、投資口価格の浮上に向けた自己投資口取得、成長の継続を狙った総合型化の動きも広がっている。

J-REIT の運用実態と市場評価の乖離が生じ、成長停滞につながりかねない状況に置かれている今こそ、こうした J-REIT のファンダメンタルズや取り組みの効果を把握するとともに、オフィスを含む賃貸市場と J-REIT 市場の関係性、金利変動が J-REIT の投資口価格の変動や資産価値に与える影響等を検証し、J-REIT の新たな成長手段や次の成長セクターの可能性を探ることの意義は大きいと考える。

人生 100 年時代を迎え、貯蓄から投資への流れが求められ、2024 年には新 NISA がスタートした。世界金融危機後の停滞期も乗り越えて成長を遂げてきた J-REIT 市場は、新たな局面に対応し、持続的な成長を続けていけるか、個人の資産形成手段としても魅力ある商品性を維持できるか、当社が豊富に蓄積したデータや独自に算出している指標を用いて多角的に考察する。

2 本調査の構成

本調査では、第 I 章でまず、J-REIT における信託の活用を整理し、市場発展に信託が果たした役割を確認する。第 II 章では、J-REIT 市場拡大の変遷を整理することでこれまでの歩みを振り返り、J-REIT の不動産運用や財務運営における最近の課題に触れる。

第 III 章では、実物不動産投資等とのリスクリターン比較、賃貸市場悪化時の分配金耐性を分析することで、用途毎の賃貸市場と J-REIT 市場の関係性を明らかにする。第 IV 章では、J-REIT 投資口価格のパフォーマンス要因分析を行い、金利上昇局面における財務運営や保有不動産価値への影響を考察する。

第 V 章では、難しい運用環境の中で、J-REIT で広がりを見せる投資主価値向上のための取り組みとその効果について考察する。第 VI 章では、市場を牽引してきた各セクターの成長ドライバーを比較検証し、新たな成長手段や次の成長セクターの可能性を検討し、今後の市場を展望する。

なお、本報告書の執筆は、第 I 章、第 V 章を堀、第 II 章を藤本、第 III 章を中野、第 IV 章を小西、第 VI 章を高橋が担当、データ作成補助を小野寺が担当した。

I 「信託」活用による J-REIT 市場の発展

1 J-REIT(不動産投資信託)の基本設計

REIT(不動産投資信託)は1960年に米国で誕生して以来、世界各国で導入されてきた。日本においても2000年11月の投信法改正により、主として有価証券とされていた投資信託の運用対象に、新たに不動産等が加えられたことで、J-REITの組成が可能になった。

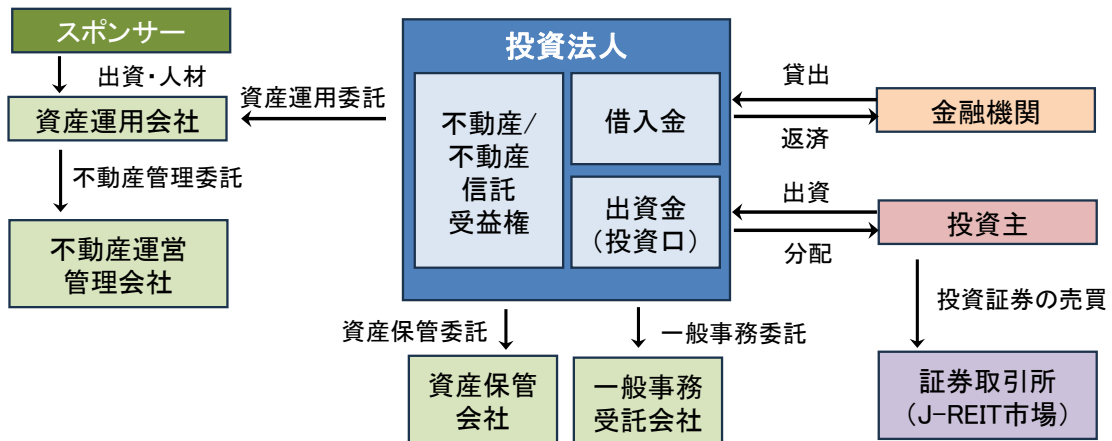
J-REITは投信法に定める投資法人制度に基づいて設立されており、投資法人は、投資口を発行して、投資主から集めた資金を不動産等に投資し、投資主は投資口数に応じて賃料収入等から得られた利益の分配を受け、投資主総会における議決権を持つ。

ただ、投資法人はあくまで「器」であり、実際の運用や管理等は外部委託することが義務付けられている(図表 I-1)。この仕組みは外部運用型と呼ばれ、米国 REIT が自ら資産運用業務を行う内部運用型であるのとは異なる。

外部運用型の場合、運用を委託する資産運用会社が不動産デベロッパーや総合商社、金融機関などのスポンサー企業から物件供給、物件運営管理、信用力、人材確保等といったサポートを得やすい反面、構造上、投資主とスポンサー企業との間の利益相反のリスクを潜在的に抱えている。このため J-REIT では、資産運用会社に支払う資産運用報酬について投資主利益と連動した報酬体系を採用したり、スポンサーが投資法人の投資主となるセイムポート出資を行ったり、スポンサー等の利害関係者から不動産を取得する際に弁護士や会計士といった外部の専門家を意思決定プロセスに関与させるなど、利益相反回避の工夫が行われている。

もともと外部運用型の J-REIT、内部運用型の米国 REIT とも、導管性要件の下で法人税が実質的に免除されている点は共通しており、REIT は税制面の優位性(二重課税の回避)によって高い分配金利回りを享受できる点が投資家にとって大きな魅力となっている。

図表 I-1 J-REIT の仕組み



出所)三井住友トラスト基礎研究所

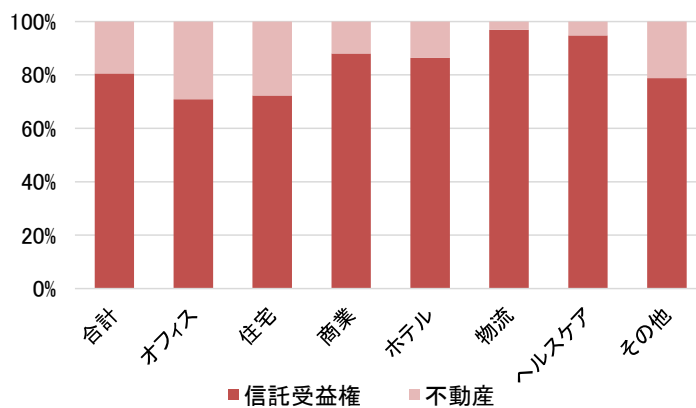
2 J-REIT における信託の活用

2-1 J-REIT における信託受益権取引

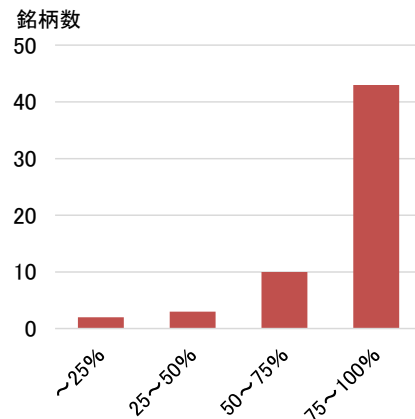
不動産投資ビークルが不動産を保有する場合、現物不動産を保有するよりも、不動産を裏付資産とした信託受益権を保有するケースが多い。信託受益権取引が多い理由には、①現物不動産と比べて、売買の際に不動産取得税が課されず、コストを安く抑えられる、②信託銀行等が介在することにより取引や管理の安全性、信頼性が高まる、③担保権の設定が容易といった点が挙げられる。一方で、信託銀行に対して委託手数料を負担する必要がある。

J-REIT の保有不動産においても不動産信託受益権が大半を占めている。2023 年 12 月時点で保有不動産に占める不動産信託受益権の比率は、取得価格ベースで 81%、物件数ベースでも 76%と高い(図表 I-2)。用途別では、オフィス、住宅が 70%程度に対して、受益権取引が一般化した後に売買市場が形成された物流施設、ヘルスケア施設は 95%程度と高く、用途によって多少の違いがみられる。また、銘柄別では、2/3 の銘柄が信託受益権比率 75~100%だが、少数ながら 50%以下の銘柄もみられた。現物不動産と信託受益権のどちらの形態で保有するかについては、売主の保有形態をそのまま引き継ぐケースもあるが、経済合理性で判断し取得後に切り替える運用も行われている。

図表 I-2 J-REIT の保有不動産における信託受益権比率



図表 I-3 信託受益権比率別の銘柄数



注 1) 信託受益権比率はいずれも取得価格の比率

注 2) 2023 年 12 月末時点の集計

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2-2 信託銀行による資産管理

図表 I-1 で示す通り、投信法は資産保全や相互牽制の観点から資産運用会社と資産保管会社を分離させており、投資法人は資産の保管に関する業務を資産保管会社に委託しなければならない。また、資産保管会社には、忠実義務、善管注意義務のほか、投資法人の資産と自己の固有資産を分別して管理することが規定されている。

したがって、資産運用会社、資産保管会社が万一破綻した場合でも、他の資産運用会社、他の資産保管会社に業務移管され、投資家の財産には影響を及ぼさない仕組みとなっている。資産保管会社は一般的に信託銀行がその役割を担っており、その具体的な業務としては、投資法人の保有資産に係わる書類の保管、投資法人の収受する金銭の保管や出納、法定帳簿の作成がある。

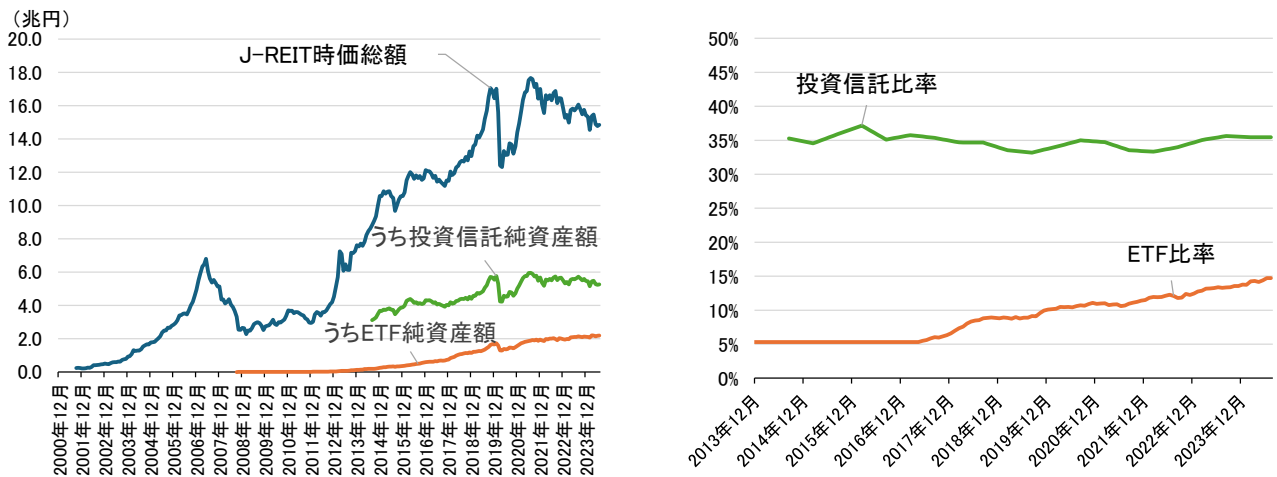
3 投資信託を通じた資金流入

2003年7月に投資信託協会のルール変更でJ-REITのファンドオブファンズが解禁された。それ以降、J-REITを対象とするファンドオブファンズ(以下、J-REIT 投信)が多数設定され、小口化、分散化に魅力を感じた個人投資家からの資金流入が増加した。2017年には毎月分配型投信からの資金流出が進み、その影響をJ-REIT投信も一時的に大きく受けたものの、2024年7月末でJ-REIT投信は130本を超え、純資産は約2.3兆円とJ-REIT時価総額の約16%相当に拡大している。

また、2008年9月には東証REIT指数連動型のETF(上場投資信託)が初めて上場し、金融機関によるETFを活用したJ-REIT投資が進んだ。2024年7月末でJ-REITETFは東証REIT指数以外に連動する銘柄も含めて20本超、純資産は2.1兆円と、J-REIT時価総額の約15%相当に拡大した(図表I-4)。J-REITETFの投資部門別保有純資産比率(2023年7月)では金融機関が90.6%を占める。機動的な売買が可能で、分散投資が手軽といったETF投資のメリットに加え、2014年4月にJ-REITの個別銘柄取引がインサイダー取引規制の対象となったことも、同規制の対象外であるJ-REITETFの投資増加につながった。

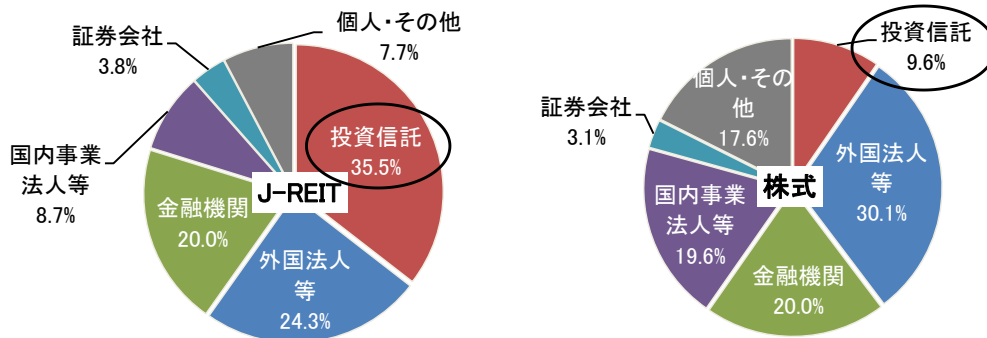
こうしたJ-REIT投信、J-REITETFを通じた資金流入により、ETFを含む投資信託はJ-REITの時価総額の拡大に寄与した。J-REITの投資部門別保有金額比率では投資信託が35.5%を占め、株式における同比率9.6%との比較からもJ-REITでは投資信託を通じた投資が広く行われていることが分かる(図表I-5)。

図表 I-4 J-REIT に投資する投資信託 (ETF) の純資産額と時価総額に占める比率の推移



注) 純資産額は投資信託が投資部門別保有金額比率で算出、ETFが公表資料を基に集計。投資信託純資産額にはETF純資産額を含む(出所) 東証証券取引所資料、各種公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所

図表 I-5 J-REIT と株式の投資部門別保有金額比率



注) 保有金額比率のJ-REITは2024年2月末現在。株式は2023年3月末現在、4証券取引所の上場株式が対象(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

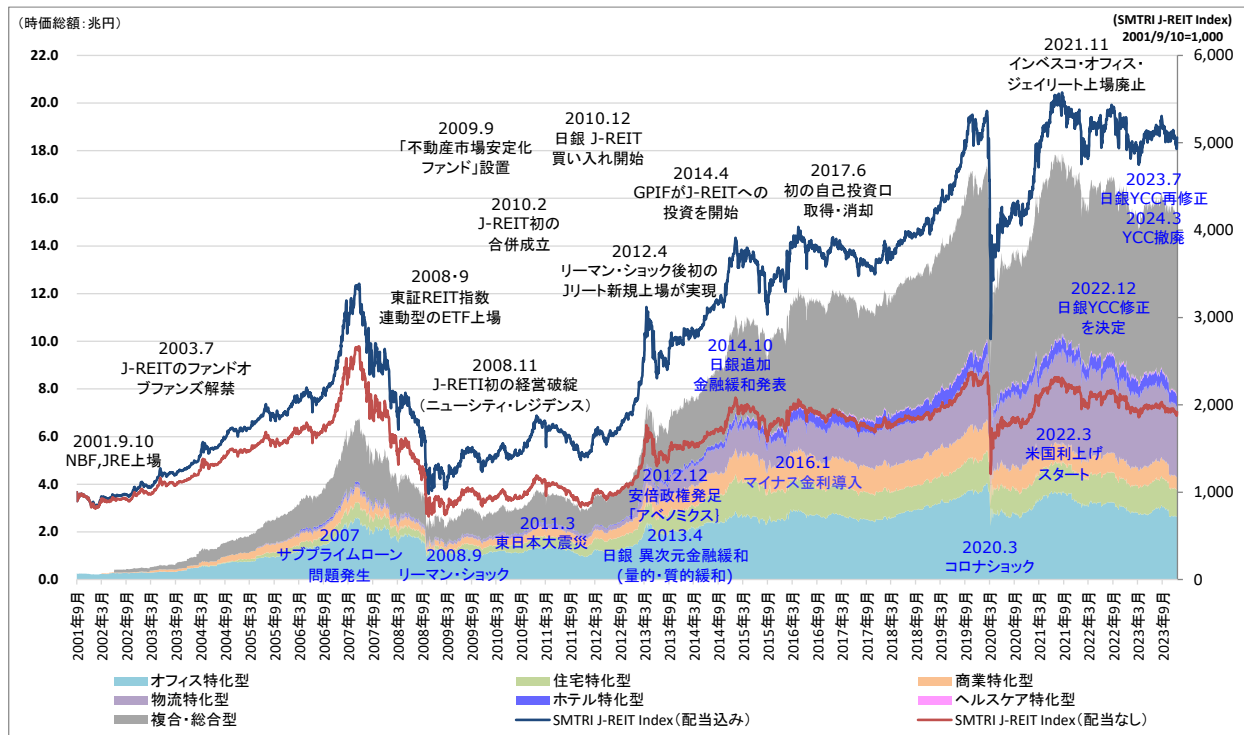
II J-REIT 市場の歩み、現状と課題

1 市場拡大の変遷

1-1 時価総額と銘柄数の推移

J-REIT 市場は、2001 年 9 月 10 日にオフィスビルを投資対象とする日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人の 2 銘柄の新規上場から始まった。市場創設時の時価総額 2,603 億円から、2023 年末時点の銘柄数は 58 銘柄、時価総額は 15.4 兆円に拡大した(図表 II-1、図表 II-2)。東証プライム市場の時価総額 833 兆円(1,656 社)に比べると市場規模は小さいが、東証プライム不動産の時価総額 16.5 兆円(52 社)(いずれも 2023 年末)と同等の市場規模となり、市場創設から 20 年超が経過し存在感のある市場に成長した。世界各国の上場 REIT の時価総額 260 兆円のうち、最大の米国市場の時価総額は 169 兆円で、時価総額比率で約 65%を占めるのに対し、J-REIT は 6%弱だが、米国に次ぐ 2 番目の市場規模となっている(2023 年 3 月末時点時価総額ベース)。

図表 II-1 J-REIT の時価総額と SMTRI J-REIT Index®(配当なし、配当込み)の推移



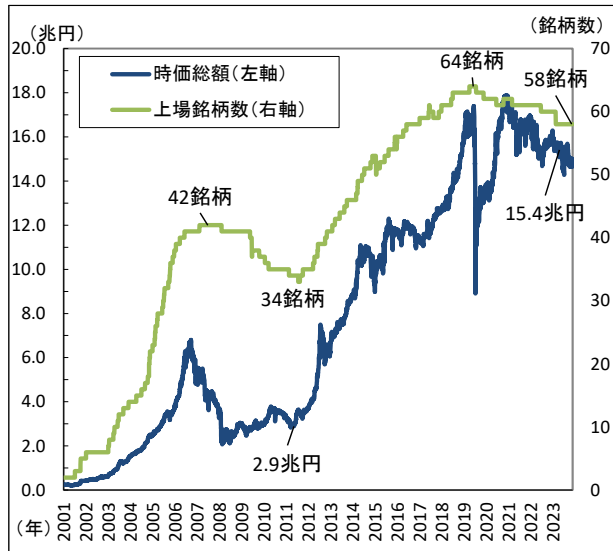
注) SMTRI J-REIT Index®は、三井住友トラスト基礎研究所の登録商標
出所) 投資法人開示資料、Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(1) 市場創設から金融危機まで

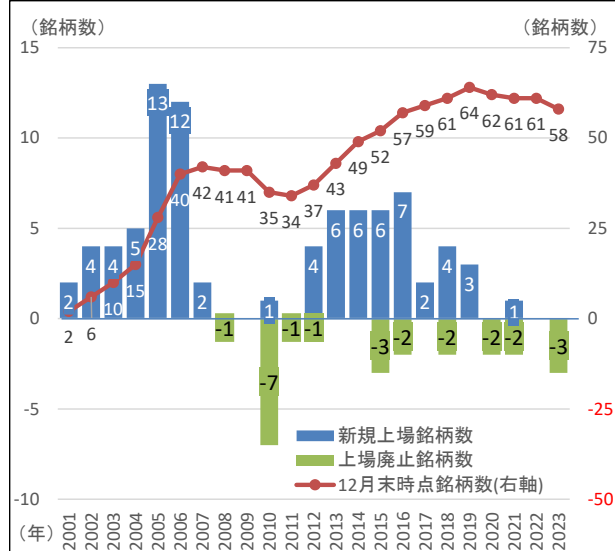
不動産証券化や不動産投資を促進する法整備が進み、2000 年 11 月の投信法の改正によって J-REIT 市場は誕生した。それまではオンバランスで保有していた不動産を、証券化によってファンド型で運用することで、国内外からの資金調達が可能となり、大手国内不動産会社やデベロッパーを中心に J-REIT 市場への参入が相次いだ。2003 年 7 月には J-REIT を組み入れたファンド・オブ・ファンズ(J-REIT の投資信託)が解禁され、投資信託を通じた個人投資家からの資金流入も増加し、J-REIT 市

場は順調に拡大を続けた。新規上場件数は、2005 年は過去最高の 13 銘柄、翌 2006 年は 12 銘柄が上場し、スポンサー企業の顔ぶれも信用力や資金力のやや低い新興不動産会社や外資系企業が増加した。相次ぐ新規上場で、2007 年末の銘柄数は 42 銘柄、時価総額は 5.1 兆円になった(図表 II-2、図表 II-3)。

図表 II-2 J-REIT の時価総額と銘柄数の推移



図表 II-3 新規上場銘柄数と上場廃止銘柄数の推移



注) 銘柄数は、新設合併における消滅投資法人及び吸収合併における消滅法人の上場廃止日から変更している
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(2) 金融危機と市場再編(スポンサー交代)

2007 年に米国サブプライムローン問題が発生し、当初、日本の不動産市場への影響は限定的だったものの、J-REIT については、主要な投資家である外国人投資家の投資態度が売り越しに転じたことで、2007 年 5 月をピークに投資口価格は大幅な下落に転じた。その後、2008 年 9 月のリーマンショックをきっかけに金融市場は世界的な混乱に陥り、国内金融機関の貸し出し態度は厳格化した。資金調達環境の悪化は J-REIT で初の経営破綻を招いた。ニューシティ・レジデンス投資法人は、取得予定資産の取得資金とリファイナンス資金の調達が困難な状況に陥り、2008 年 10 月、東京地裁に民事再生法適用を申請した。

J-REIT は、金融機関からの借入や公募増資によって国内外の投資家から調達した資金で不動産を取得し、その賃貸収入を投資家に分配する仕組みで、不動産開発事業に比べてリスクが低く、複数物件を保有しているためリスク分散の効果があり、収益安定性が相対的に高い。加えて、保守的な財務戦略を前提としており、安定性が高い商品特性だが、ニューシティ・レジデンス投資法人の破綻によって投資家の信頼性は大きく低下した。

リーマンショック前後から、新興不動産会社の経営破綻をきっかけとしたスポンサー企業の交代が始まり、J-REIT の運営リスクへの懸念が高まっていたが、ニューシティ・レジデンス投資法人の経営破綻によって J-REIT の資金調達リスクが顕在化した。投資法人の破綻回避のためのセーフティネットの必要性が問われることとなり、2009 年 9 月、投資法人への新たな資金供給を行い不動産市場の安定化を図ることを目的とした官民ファンド「不動産市場安定化ファンド」が組成された。平成 21 年度税制改正では、J-REIT の合併に関する税務上の取り扱いが整備され、2009 年 8 月、旧アドバンス・レジデンス投資法人と日本レジデンシャル投資法人による J-REIT 初の合併が発表された。旧アドバンス・レジ

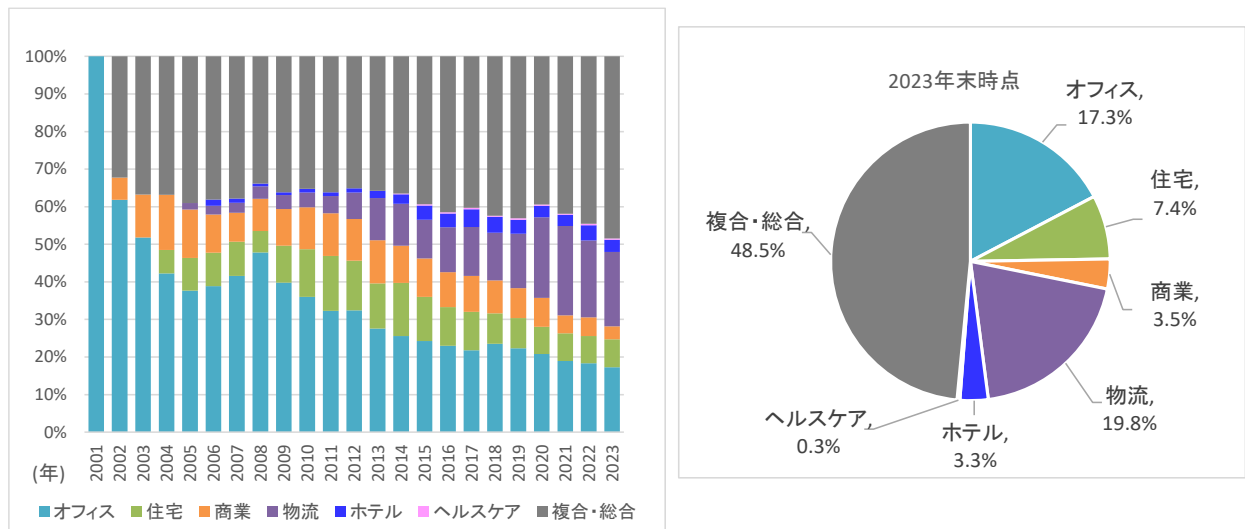
デンス投資法人のスポンサーであった伊藤忠商事が、日本レジデンシャル投資法人のスポンサーであったパンフィックホールディングスの破綻により、同法人の新スポンサーとなった上で新設合併をしたケースである。2008年から2011年にかけて行われたスポンサー交代の多くは、経営難に陥った新興不動産会社から、中堅・大手不動産デベロッパー、商社、証券会社等への変更であり、J-REITの信用力向上につながる再編が進んだ。一方、新規上場は停滞し、統廃合によって2011年末は34銘柄、時価総額は2.9兆円に減少した(図表II-2、図表II-3)。

(3) 異次元金融緩和と市場再編(合併)

スポンサー交代による信用力の改善、資金調達リスクに対するセーフティネットの設置のほか、日本銀行が金融政策の一環として2010年12月からJ-REITの買い入れを開始したことも投資口価格を下支えし、2011年3月に発生した東日本大震災までは投資口価格は緩やかな回復基調にあった。東日本大震災発生で投資口価格は再び下落に転じたが、2012年4月にはケネディクス・レジデンシャル投資法人(現KDX不動産投資法人)が約4年半ぶり、リーマンショック後初めて新規上場し、銘柄数の増加とともに投資口価格は回復局面を迎えた。2013年以降は「アベノミクス」による異次元金融緩和への期待が高まりJ-REIT市場も堅調に推移した。

2015年以降、上場廃止銘柄数が増加したが、信用力の低下によるスポンサー交代を伴う合併で上場廃止が進んだリーマンショック時とは状況が異なる。J-REITの銘柄は、特定の用途に投資する特化型と、複数の用途に分散投資する複合型(2つの用途)と総合型(3つ以上の用途)の3セクターに区分されるが、2015年以降は、特化型として上場していた同一スポンサー銘柄や中小型銘柄が、物件取得機会の拡大や分散投資効果によるポートフォリオの収益安定性向上を企図し、総合型に転換する合併が相次いだ。複合・総合型セクターの時価総額比率は2007年12月末時点の全42銘柄中18銘柄、時価総額比率38%から、2023年末時点では全58銘柄中30銘柄となり、時価総額比率は48%と、時価総額のほぼ半数を占める規模に拡大した(図表II-4)。

図表II-4 セクター別時価総額比率(右図は2023年末時点)



注)セクター分類は三井住友トラスト基礎研究所による
出所)投資法人開示資料、Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(4) コロナショック以降と金利上昇局面

コロナショックで 2020 年 3 月 19 日の時価総額は前日比-18.4%の過去最大の下落幅を記録した。コロナ禍において、オフィスや賃貸住宅の需要の変化や、ホテル収益の変動リスクが顕在化するなど、不動産賃貸市況の先行き懸念から投資口価格の回復は鈍く、時価総額は 2022 年 8 月 30 日をピークに低迷している。足元では、主要セクターであるオフィス賃貸市況の停滞、不動産価格の高騰、日本銀行のゼロ金利政策解除による金利上昇や、インフレによる運営コストの増加で、分配金の圧迫が懸念される難しい運用環境に直面している。

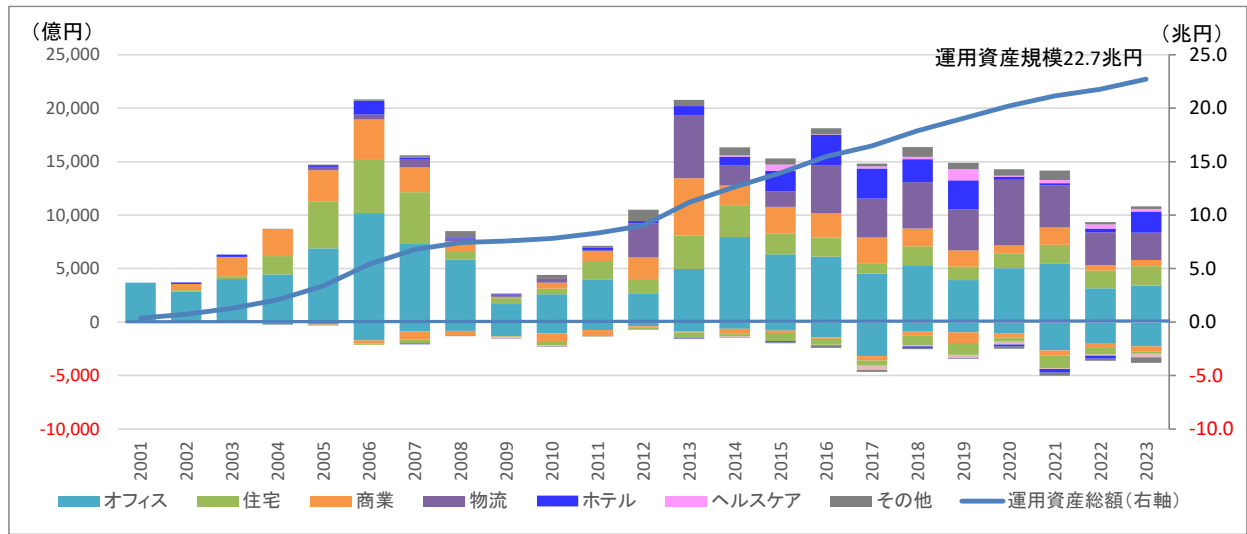
1-2 運用資産額の推移

2001 年 9 月に、オフィスビル特化型 2 銘柄、44 物件、3,194 億円からスタートした J-REIT の運用資産は、用途の多様化を進めながら資産規模を拡大させ、2023 年末の運用資産規模は約 4,700 物件、22.7 兆円に拡大した(図表 II-5)。J-REIT 市場の拡大とともに 2008 年にかけては前年比二桁増の規模拡大を進めたが、リーマンショック以降は資金調達環境の悪化で物件取得が鈍化した。2013 年以降は異次元金融緩和への期待感と低金利環境も後押しし、運用資産額の伸び率は再び前年比+10%程度の成長となったが、2017 年以降は不動産価格の上昇で、同伸び率は+5%程度に鈍化した(図表 II-6)。

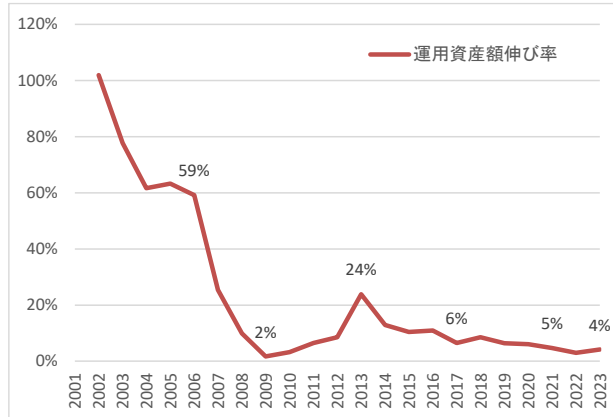
取得用途は、2002 年に住宅、商業施設、ホテルが投資対象となり、2005 年以降は物流施設、2006 年以降はその他(底地、パーキング、データセンター、R&D センター等)、2014 年にヘルスケア施設が投資対象に加わり用途の多様化が進んだ。2023 年末時点で J-REIT が保有する運用資産の投資比率は、オフィス 38.5%、住宅 14.8%、商業 13.8%、物流 20.2%、ホテル 8.0%となり、近年は物流やホテルの存在感が高まっている(図表 II-8)。投資対象エリアは、市場創設当初はオフィスや住宅が投資対象の中心であったため、テナント需要の厚い東京都心エリアに集中する傾向があったが、その後、周辺部や地方圏でも需要が見込める郊外型商業施設や物流施設、ホテルへ取得対象が広がり、投資エリアの分散も進んだ(図表 II-9)。

また、ポートフォリオの最適化と収益性の維持向上を図ることを目的に、競争力の低下した物件や収益低下リスクの高まった物件を譲渡し、譲渡資金を活用した資産の入替も行われ、運用資産額の約 1%~2%が毎年コンスタントに譲渡されてきた。(図表 II-7)。

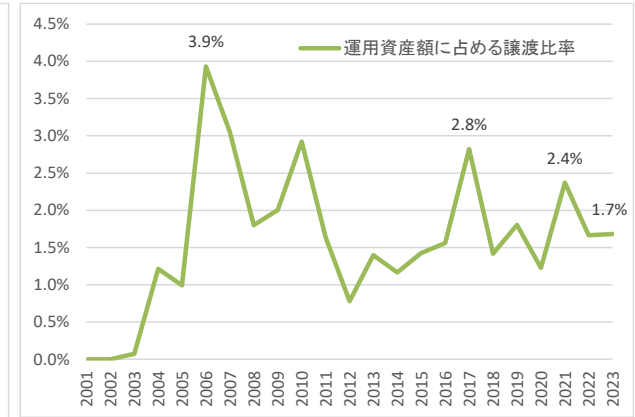
図表 II-5 運用資産額と物件取得額・譲渡額の推移



図表 II-6 運用資産額伸び率



図表 II-7 運用資産額に占める譲渡比率



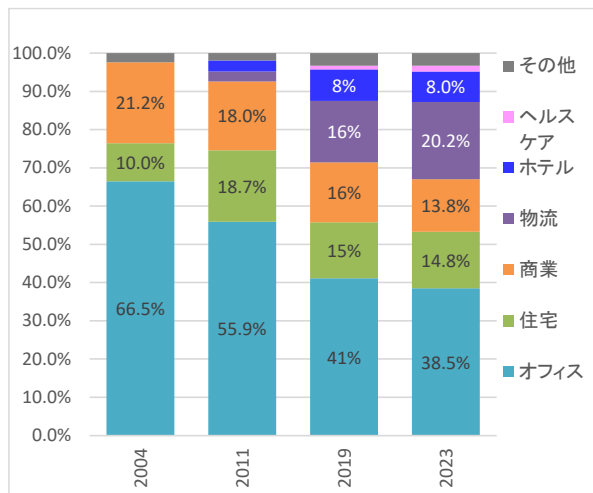
注 1) 取得、譲渡を決定を発表した時期で集計(実際の取得とは異なる)

注 2) 優先出資証券や匿名組合出資持分の譲渡は集計から除外

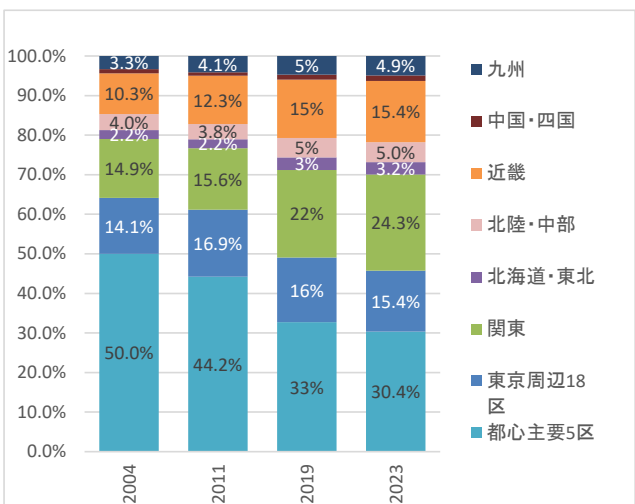
注 3) バルク売却で個別物件の譲渡価格が非開示の場合は、譲渡価格合計を鑑定評価額比で按分して反映

注 4) ヘルスケアセクターは 2014 年 4Q から追加しており、それ以前に譲渡したヘルスケア施設は住宅として集計出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 II-8 運用資産の投資用途別構成比(年末時点)



図表 II-9 運用資産の投資エリア別構成比(年末時点)



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

1-3 国内不動産ファンド市場の資産規模推移

不動産ファンド市場は、J-REIT 市場創設までは特定の機関投資家に限られたが、J-REIT 誕生による投資家層の拡大、J-REIT と同じスキームを活用しつつ非上場で運用する私募 REIT 等の多様な証券化商品の誕生、物流施設やホテル、ヘルスケア施設といったオペレーショナルアセットへの投資対象の拡大等が不動産ファンド市場の規模拡大を後押ししてきた。

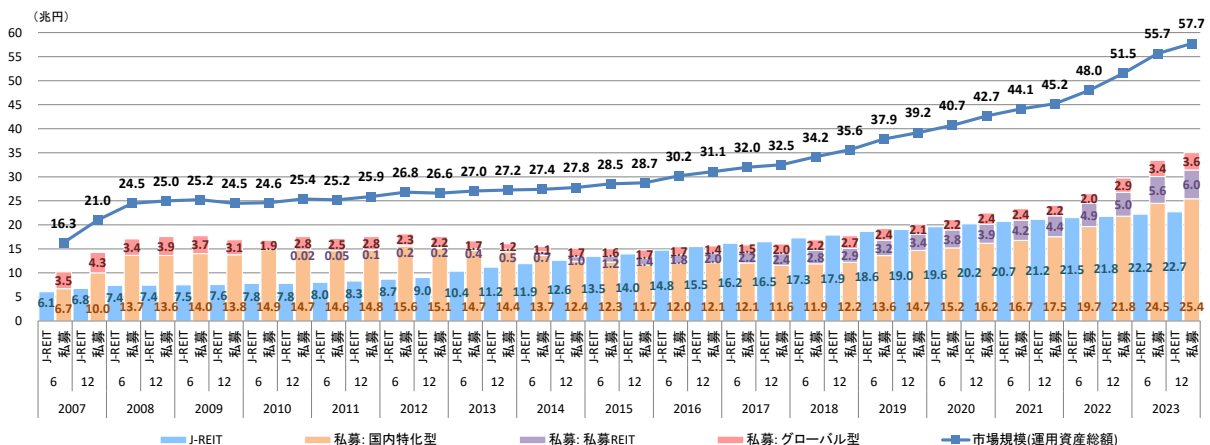
2023 年末時点の国内の不動産ファンド市場規模は推計 57.7 兆円で、内訳は、J-REIT が 22.7 兆円、私募 REIT を含めた不動産私募ファンドが 35.0 兆円となっている。J-REIT は、足元では成長スピードは鈍化しているが一貫して増加している。不動産私募ファンドは、2012 年以降は好調な不動産市況のもと、J-REIT 等へ物件売却を実行したため資産額が減少したが、マイナス金利政策が導入された 2016 年以降は増加に転じている。J-REIT と合わせた運用資産総額の規模拡大ペースは、2016 年から 2021 年は年率+4.5%~+10.5%、2022 年は同+13.5%、2023 年は同+11.8%であり、近年は年率二桁増の規模拡大が続いている(図表 II-10)。

不動産ファンド市場の規模拡大は、政策や新たな制度等の環境整備に後押しされた一面もある。2022 年 6 月に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の施策目標では、「優良な都市ストックの形成や地域経済の活性化等を促進するためには、更なる民間資金の活用を促していく必要があるため、地域の価値向上に向けた不動産投資市場の形成促進や J リートや特例事業者等が取得する不動産に係る流通税の特例措置等により不動産投資の推進を図る。」とし、不動産特定共同事業法上の特例事業者等が取得する不動産について、登録免許税の税率軽減(移転登記:2%→1.3%、保存登記:0.4%→0.3%)、不動産取得税の税率軽減(課税標準から 1/2 控除)の特例措置を令和 7 年(2025 年)3 月 31 日まで延長した。

国民経済計算書(2017 年)によれば、国内には約 2,606 兆円の不動産があり、そのうち、証券化された不動産を含む収益用不動産の規模は 224 兆円(※)と推計され、不動産ファンド市場の成長余地は大きいと考える。

(※)PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS “A Bird’s eye View of Global Estate Markets : 2017 update “ (円換算)

図表 II-10 私募ファンドと J-REIT の市場規模推移(運用資産総額)



出所)不動産証券化協会「私募リート・クォーターリー」、三井住友トラスト基礎研究所

2 パフォーマンスと投資家動向

2-1 投資主構成と売買動向

J-REIT 市場における主要な投資主構成は、投資信託 35.5%、外国法人等 24.3%、金融機関 20.0%、国内事業法人等 8.7%、証券会社 3.8%、個人・その他 7.7%(2024 年 2 月末時点の保有金額ベース、第 I 章図表 I-5)であり、この 10 年で大きな変動はない。一方、売買主体は各種政策や金融市場の影響を強く受けて変動している(図表 II-11)。特に売買金額で比率の高い外国人投資家、投資信託、金融機関の売買動向は J-REIT の投資口価格に与える影響が大きい。

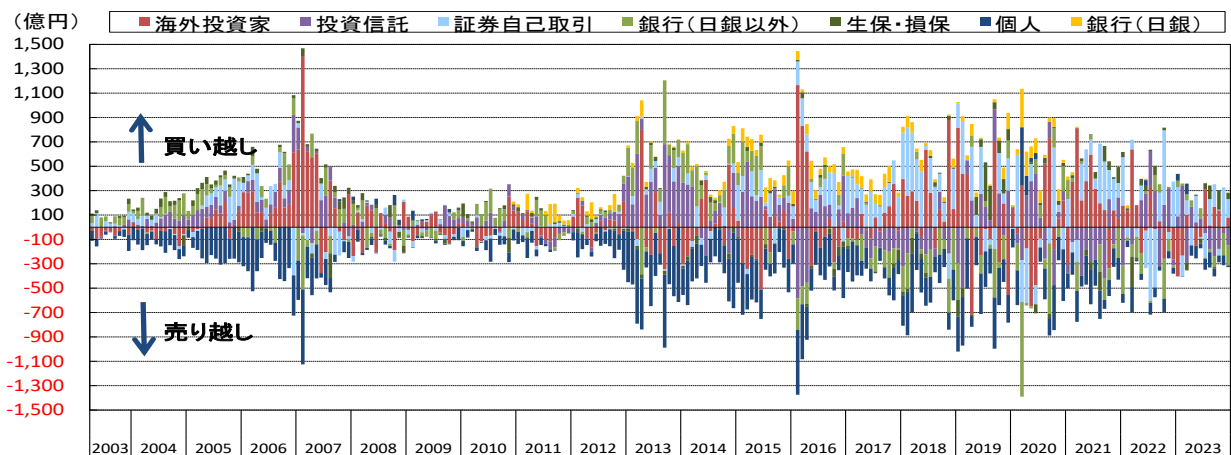
海外投資家は J-REIT 市場の主要なプレイヤーであり、2006 年からリーマンショックまでのファンドバブル期には、J-REIT への資金流入が拡大し、海外投資家の大幅な買い越しが市場拡大を牽引してきた。足元では日本銀行による YCC 撤廃で、金利上昇リスクが懸念され売り越し姿勢が強くなっている。

国内金融機関は、安定的に高い利回りが期待できる J-REIT 市場に投資を拡大してきた。特に地方銀行は、2002 年に J-REIT の損益を銀行の業務純益に計上可能となったことをきっかけに J-REIT への投資を活発化させた。地方銀行は個別銘柄の売買以外に J-REIT を対象とする上場投資信託(ETF)で売買することが多いとされる。ETF への資金流入は主体別売買動向では証券自己取引に反映される。

個別銘柄に投資する個人投資家の主な投資行動は、公募増資で J-REIT 銘柄を取得しその後売却をするため、売買動向では売り越しの主体である。2014 年に NISA(少額投資非課税制度)が開始され、投資信託を通じた個人の資金が流入し、投資信託の買い越しが続いた。2017 年に高リスク商品や毎月分配型投資信託等の特定商品の販売抑制、推奨商品の絞り込みが行われ、J-REIT の投資信託の多くが毎月分配型であったことから NISA の対象からはずれることとなり、2017 年以降売り越しに転じ、投資信託からの資金流出が続いた。

2010 年 12 月から 2022 年 6 月までは、金融緩和政策の下で日本銀行が J-REIT を買い入れ、買い入れ総額は 6,823 億円まで膨らみ、市場に一定の安心感をもたらしたが、2024 年 3 月 19 日以降、新規買入を終了している(図表 II-12)。

図表 II-11 J-REIT の投資部門別売買動向

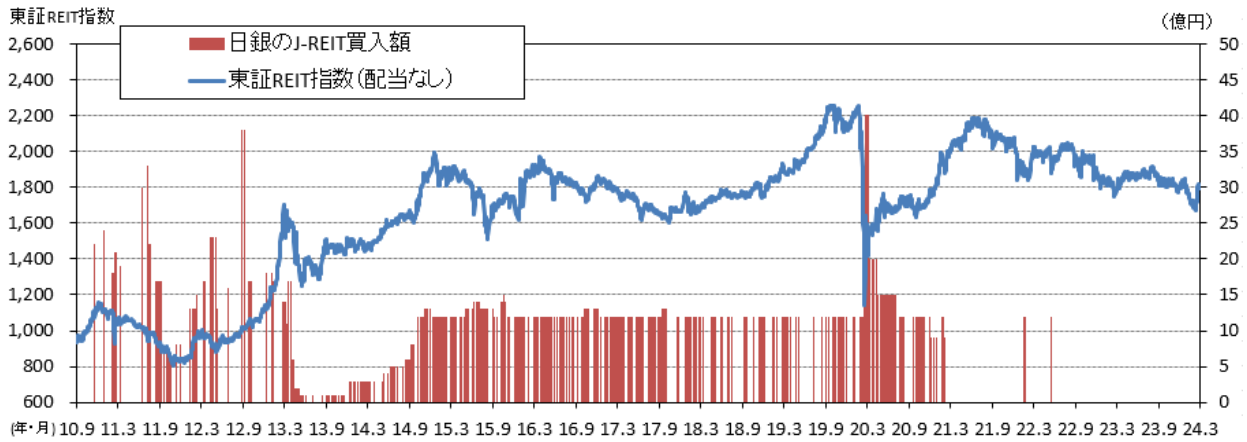


注)「銀行(日銀)」は、該当月の日本銀行による買入額、

「銀行(日銀以外)」は「銀行部門のネット買入額－日銀による買入額」として計算(日銀が J-REIT を売却していない前提)

出所)東京証券取引所および日本銀行資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(図表 II-12) 東証 REIT 指数と日銀の J-REIT 買入実績 (2024 年 3 月 19 日以降、新規買入を終了)



出所) 日本銀行資料および Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

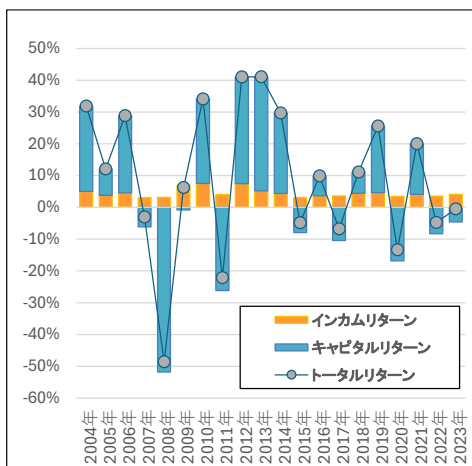
2-2 他資産とのパフォーマンス比較

(1) J-REIT のリターン特性

J-REIT のリターンは、不動産賃貸運営から得られる収益を投資家に分配するインカムリターンと、市場における投資口価格の変動に基づくキャピタルリターン、それらを合計したトータルリターンに分けられる。2008 年の金融危機時には J-REIT のトータルリターンは年間で-48.6%と急落し、その後の異次元金融緩和への期待から 2012 年に+41.0%、2013 年は+41.1%と大きく上昇した。J-REIT は投資家層が株式に比べて限定的であることや、制度・政策や金融市場等の外部要因の影響を強く受ける傾向があり、キャピタルリターンの変動幅が大きい。一方、賃貸不動産からの安定性の高いキャッシュフローに基づき、インカムリターンは 2004 年から 2023 年の 20 年間では、年最大+7.5%、最小+3.1%、平均+4.5%と安定している(図表 II-13)。

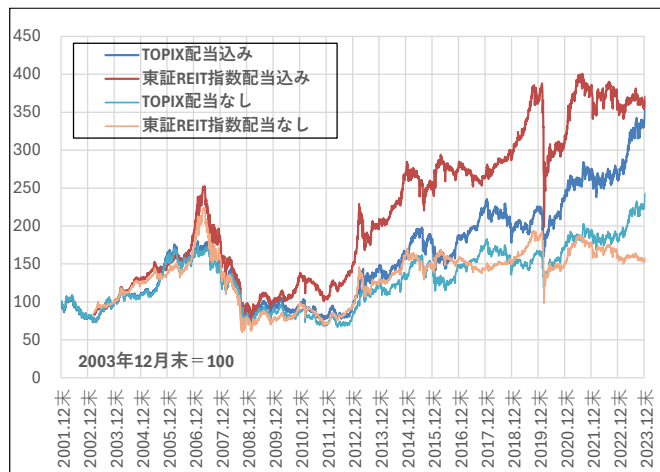
2003 年 12 月以降の J-REIT と株式のパフォーマンスを比べると、東証 REIT 指数は、配当なし指数では株式をアンダーパフォームしているものの、高水準で安定したインカムゲインによって配当込み指数では株式をアウトパフォームしている(図表 II-14)。

図表 II-13 J-REIT のリターンの推移



図表 II-14 TOPIX、東証 REIT 指数

(2003 年 12 月末 = 100)



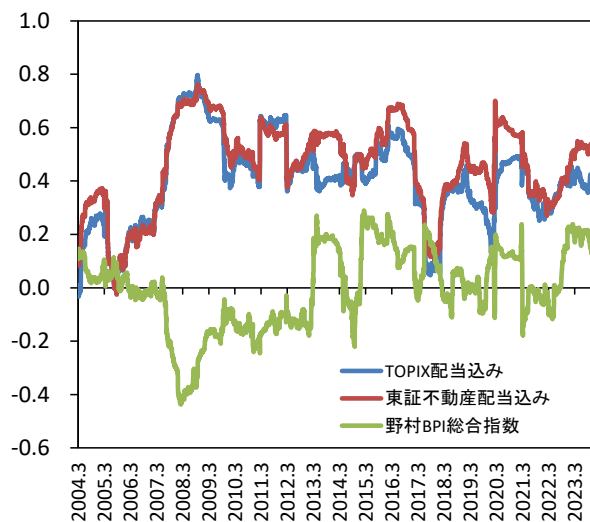
(出所) Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(2) 相関係数とボラティリティ

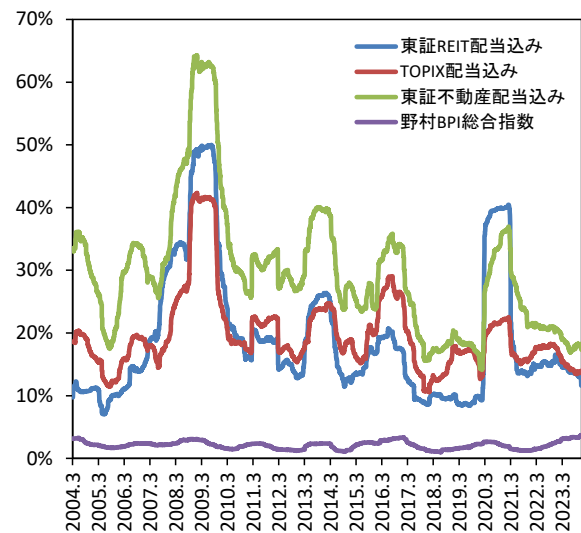
J-REIT は株式と債券の中間に位置するミドルリスク・ミドルリターンの商品として設計されている。他資産との相関を見ると、2006 年頃までは株式との相関性が低い状態が続いたが、リーマンショックをきっかけとした金融危機後の 2007 年以降は株式との相関が高まり、2016 年のマイナス金利導入後は、低金利下における J-REIT の資金調達環境改善が好感され、株式との相関は再び低下した。最近では金利上昇リスクやインフレによる収益性低下が懸念され、再び株式との相関がやや高まっている(図表 II-15)。

J-REIT のボラティリティは、投資法人の業績による内部要因ではなく、外部環境の影響を強く受ける傾向がある。金融危機後の 2008 年のボラティリティは最大 50%に拡大し、そのほか異次元金融緩和が開始した 2012 年以降、2016 年のマイナス金利導入時や 2020 年のコロナショック等の各局面でボラティリティが高まった。2023 年 12 月末は 11.6%で、その後も投資口価格は小幅な値動きが続き、ボラティリティは 11%~12%で推移している。(表 II-16)。

図表 II-15 J-REIT と他資産の相関係数



図表 II-16 J-REIT と他資産のボラティリティ



注 1) 相関係数は過去 250 日分(ローリング)の日次リターンから算出

注 2) ボラティリティは、過去 250 日分(ローリング)の日次リターンの標準偏差より年率換算。

出所)三井住友トラスト基礎研究所

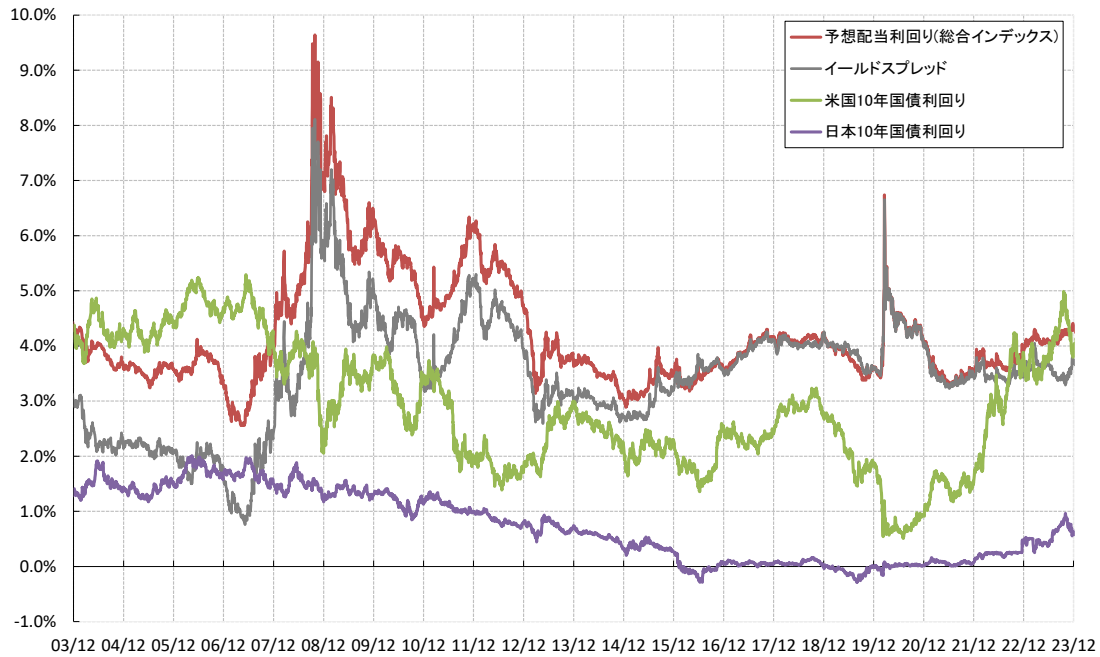
(3) 予想配当利回りとイールドスプレッド

投資口価格の変動で、J-REIT の予想配当利回りは、2007 年には 2%台に低下し、10 年国債利回りとのイールドスプレッドは 0.7%に縮小したが 2008 年の金融危機時には予想配当利回りは最大 9%台に急上昇し、イールドスプレッドは最大 8.1%に拡大した。2012 年の大規模金融緩和前までは、投資口価格の値動きの高さから予想配当利回りは 3%~5%台の範囲で大きく変動し、イールドスプレッドも 3%から 5%台で縮小と拡大を繰り返したが、2013 年以降は大規模金融緩和下で J-REIT の投資口価格は上昇し、配当利回りは 3%を下回り、イールドスプレッドは 2%台に縮小した局面もあった。マイナス金利が導入された 2016 年以降は、コロナショック時を除けば予想配当利回りは、概ね 3%~4%台前半で推移し、低金利環境下、イールドスプレッドは 3%~4%台前半で推移していた。

投資口価格および 10 年国債利回りの変動で、予想配当利回りといールドスプレッドは変動するが、

2003年12月末から2023年12月末の20年間の平均は予想配当利回りが4.21%、イールドスプレッドが3.47%である。2022年のYCC修正以降、10年国債利回りは上昇に転じ、2024年3月のYCC撤廃によって10年国債利回りは0.8%~1.0%に上昇し、投資口価格の低下で予想配当利回りは4%台半ばまで上昇しており、イールドスプレッドは3%半ば後半と長期平均を上回る水準である(図表II-17)。

図表 II-17 SMTRI J-REIT Index 予想配当利回りと10年国債利回り



注) イールドスプレッド=予想配当利回り(総合インデックス) - 日本10年国債利回り
 出所) 三井住友トラスト基礎研究所、予想配当金は投資法人開示資料、10年国債利回りは Bloomberg データによる

3 最近の市場動向と課題

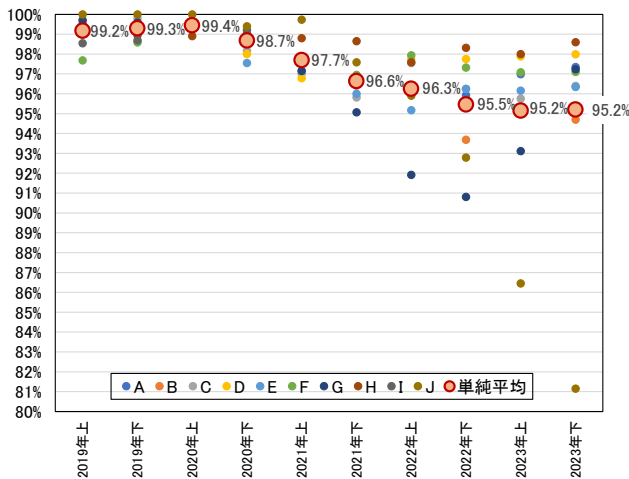
3-1 主要用途であるオフィスの運営状況

コロナ禍以降、J-REITの主要セクターであるオフィスの内部成長は鈍化している。オフィス特化型銘柄の稼働率の推移をみると、コロナ禍以降、稼働率は低下傾向にある。2023年下期のオフィス稼働率は95.2%（対象銘柄の単純平均）で、2023年上期からは変化がないが、コロナ影響前の99.4%を4.2pt下回る水準に低下した（図表Ⅱ-18）。オフィス稼働率の低下は、コロナ影響によるテナントのオフィス需要の変化のみならず、新規供給が活発化し、立地やグレードが上回る新築ビルへの移転による二次空室や、2023年下期も大口テナントの退去影響で稼働率が大きく低下した銘柄が見られた。

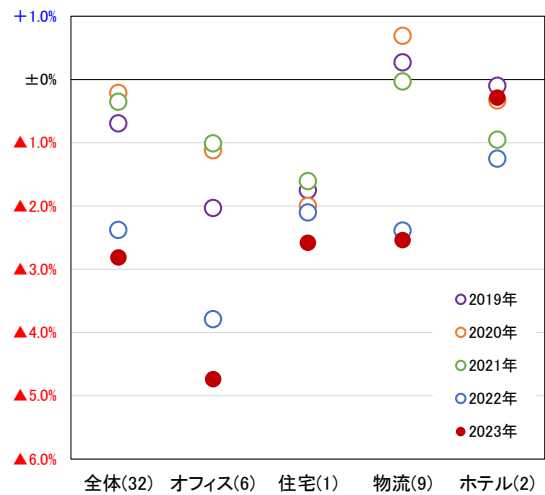
稼働率の低下は賃貸収入の減少に直結し、加えて、為替とインフレ影響によるエネルギーコスト増加が賃貸利益を圧迫している。コロナ前の2019年に比べて2023年のオフィスの水道光熱費は増加し、当期利益に占める水道光熱費収支の比率は2019年の-2.0%から2023年は-4.7%に拡大した。水道光熱費はオフィス以外の用途でも増加しているが、投資法人負担となる共用部が比較的大きいオフィスで、その影響が強くなった（図表Ⅱ-19）。

2024年に入り、オフィス稼働率は回復しており、それに伴い平均賃料単価は改善の兆しが見られる。水道光熱費もテナントへの転嫁が進められており、収支悪化には歯止めがかかりつつある。J-REIT市場全体の投資口価格の回復には、時価総額が大きいオフィスセクターの回復が不可欠である。

図表Ⅱ-18 オフィス稼働率の推移



図表Ⅱ-19 セクター別の水道光熱費収支の推移
（当期利益に対する水道光熱費収支の比率）



（左図）

注1) 集計対象はオフィス特化銘柄。21年上期までは10銘柄、21年下期以降は9銘柄

注2) 上期は1～6月、下期は7～12月の月末稼働率の平均値

（右図）

注1) 比率は対象銘柄の加重平均

注2) カッコ内は集計対象銘柄数。集計対象は全期間水道光熱費収入、支出を共に開示している銘柄

注3) 期間中にセクター変更した銘柄は除く

出所) 投資法人開示資料により三井住友トラスト基礎研究所作成

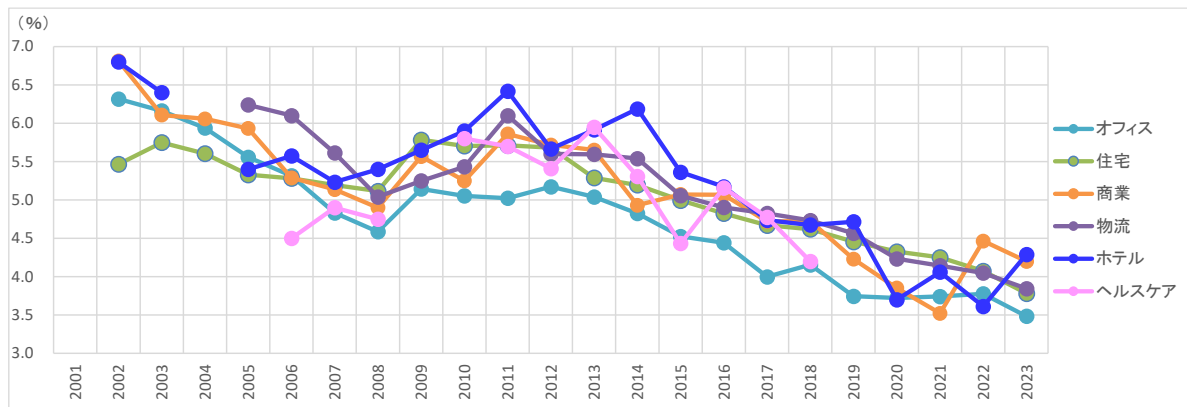
3-2 取得利回りの変化

図表 II-20 は、取得 NOI 利回りの代替指標として、取得物件の直接還元利回り(単純平均)の推移を示している。物件の質や取得件数に違いがある点は留意が必要だが、用途に限らず取得利回りが低下傾向にあることが確認できる。

市場創設当初から 2007 年にかけては、不動産投資プレイヤーの増加で物件取得競争が過熱化し、不動産価格の上昇で直接還元利回りは低下したが、世界的な金融危機で、不動産投資に対するリスクプレミアムが拡大し直接還元利回りは上昇に転じた。異次元金融緩和が始まった 2012 年以降は、低金利を背景に用途に限らず低下基調で推移している。足元では、用途間の利回り格差は一定程度維持されているがスプレッドは縮小傾向にある。J-REIT の主要な投資対象であるオフィスの水準を確認すると、市場創設当初の直接還元利回りは 5%~6% 台だったが、2013 年の異次元金融緩和導入で 5% を割り込み、2019 年以降は 3% 台後半に低下、足元ではもう一段の低下を見せている。

しかしながら、日本銀行の YCC 撤廃により、金利上昇局面を迎えており、今後の利回りの推移には注視が必要である。

図表 II-20 取得時の直接還元利回り(用途別)



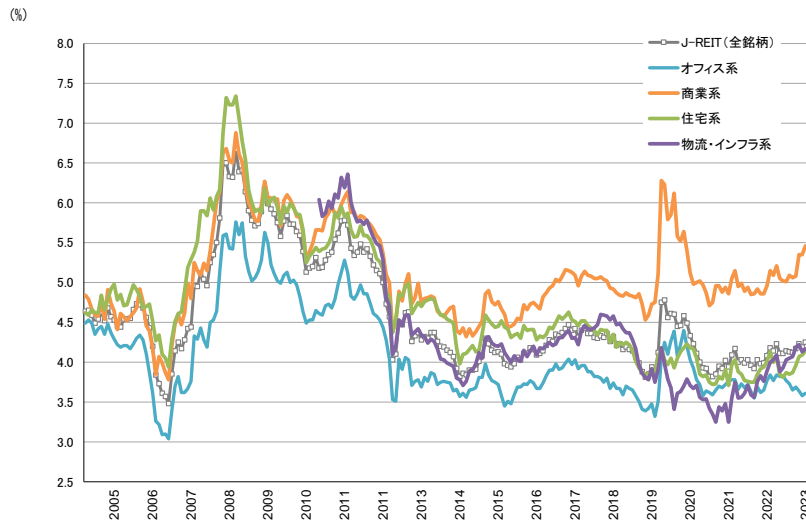
注) 取得発表した時期で集計(実際の取得日とは異なる)
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

3-3 インプライド・キャップレート推移

有利子負債比率などの他の要素を一定と仮定した場合、物件取得によって分配金の成長を実現するためには、新規に取得する物件の取得利回りがインプライド・キャップレートを上回る必要がある。そのため、J-REIT にとってインプライド・キャップレートは物件取得時におけるハードルレートとしての意味を持つ。インプライド・キャップレートは、保有不動産の NOI(不動産賃貸事業損益+減価償却費)を、J-REIT の買収価値であるネット有利子負債と時価総額の合計で除して算出するため、投資口価格が低下するとインプライド・キャップレートが上昇することになる。つまり、投資口価格が低下すると、インプライド・キャップレート(=ハードルレート)が上昇し、新規物件の取得が分配金成長に寄与するためには、より高い利回りが求められることになる。

2020 年以降の投資口価格低迷局面において、インプライド・キャップレートは上昇している。一方、不動産価格は高値圏で推移し、取得物件の利回りは低下しており、分配金成長につながる物件取得が難しい環境下にある(図表 II-21)。

図表 II-21 SMTRI J-REIT インプライド・キャップレート



注 1) インプライド・キャップレート=年間 NOI(Net Operating Income) ÷ (時価総額+ネット有利子負債+預り敷金・保証金)

注 2) 「J-REIT(全銘柄)」は、2014年3月までは主要大型銘柄、2014年4月から全銘柄に変更
出所)三井住友トラスト基礎研究所

3-4 NAV 指数と P/NAV

NAV (Net Asset Value) は、J-REIT 保有不動産の価値を時価評価した修正純資産額を示し、J-REIT を運用不動産の価値の面から評価する指標で、投資口価格を一口あたり NAV で除した指標が P/NAV である。

三井住友トラスト基礎研究所が算出している NAV 指数は、市場拡大期の 2004 年から 2007 年にかけて前年比二桁増のペースで成長した。サブプライムローン問題が発生した 2008 年から 2010 年は前年を下回ったが、2011 年を底に成長に転じ、2013 年から 2016 年は前年比 10%前後で成長した。2020 年以降、成長スピードはやや鈍化しているが、住宅や物流施設の不動産評価額の上昇で 2023 年の NAV 指数は前年比+3.1%となった(図表 II-22)。

P/NAV の 2003 年 12 月から 2023 年 12 月末まで 20 年間の長期平均は 1.19 倍で、年末ベースで過去に 1 倍を下回ったのは、2008 年から 2009 年の金融危機時の投資口下落局面や、東日本大震災が発生した 2011 年で、2020 年 3 月のコロナショック直後は 1 倍を割るも、2020 年末は 1.03 倍に回復した。日本銀行による YCC 修正決定後の 2022 年末は 1.0 倍に低下し、その後 1 倍割れが続き 2023 年末は 0.93 倍に低下した。2023 年の低下は、金利上昇懸念に加えて、J-REIT の主要用途であるオフィス賃貸市況が悪化したことで不動産価格の下落が懸念されたためと考える(図表 II-22)。不動産評価額からみる J-REIT 保有物件の資産価値は緩やかな上昇を維持しているが、P/NAV は 2024 年に入ってから 0.8 倍台に一段と低下しており、資産価値からみて割安な投資口価格が形成されている状態にある。

図表 II-22 NAV 指数と P/NAV の推移



注 1) NAV 指数 = 東証 REIT 指数 ÷ P/NAV。NAV は三井住友トラスト基礎研究所算出
 注 2) NAV のベースとなる不動産評価額は 3 月末、9 月末の年 2 回見直し
 出所) 三井住友トラスト基礎研究所

3-5 財務運営(負債)

J-REIT の主な資金調達手段は金融機関からの借入、投資法人債の発行、市場から調達する公募増資である。公募増資は、資本市場の環境に左右されるため、機動力のある物件取得には借入金の活用が必須となる。2006 年の市場拡大期においては、物件取得目的の新規借入と増資が活潑に行なわれた(図表 II-23)。

J-REIT は財務健全性の観点から LTV 水準の上限や運用の目安を設け、その範囲内で財務運営を行っている。LTV 水準は銘柄やセクターによって異なるが、総資産額ベースで概ね 40%~50%程度でコントロールされている。図表 II-24 の LTV は出資総額ベース(有利子負債残高 ÷ (有利子負債残高 + 出資総額 + 出資剰余金))であり、総資産ベースに比べて高くなるが、それでも 40%~50%の範囲で運用されており、出資総額ベースの 2006 年から 2023 年の長期平均は 47.5%(単純平均)。持続的な物件取得力の維持には、新規借入によって引き上げた LTV を増資で引き下げ、借入余力を確保する必要がある。

2007 年以降のリーマンショックをきっかけとした金融危機時は、投資口価格の低迷から増資困難な環境になり、借入で引き上げた LTV を引き下げる事ができず平均 LTV は 50%超に上昇した。J-REIT のスポンサー交代が活潑化した 2010 年以降は、投資口価格の回復に伴い増資が再開したことで LTV は徐々に改善し、2015 年以降は概ね 47%半ばで維持されている(図表 II-24)。

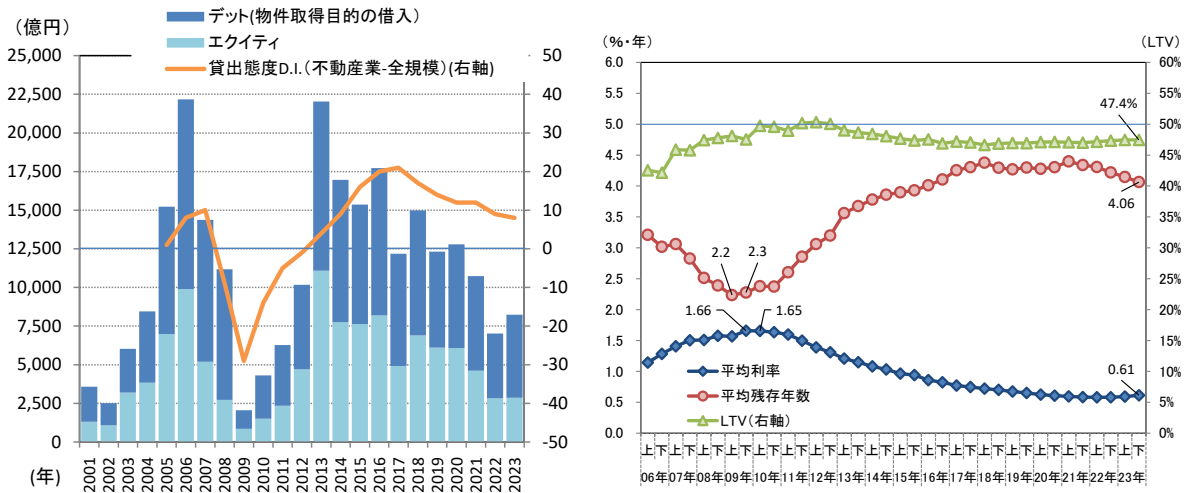
J-REIT は運用を継続する上で、物件取得目的の新規借入に加えて既存借入金のリファイナンスを定期的に行うが、リファイナンスリスクの軽減には年限の長期化と返済期限の分散が求められる。また、負債コスト増加は分配金を圧迫するため調達条件の変化にも注目する必要がある。

2007 年以降の金融危機時は、調達条件の悪化から平均残存年数は 2 年程度に短期化、平均利率は 1.6%台に上昇したが、金融機関の貸出態度は 2009 年を底に改善し、さらに信用力の高いスポンサー交代を背景に借入条件は改善し、負債コストの低下と残存年数の長期化が進んだ。2013 年以降は、ゼロ金利政策によって低コストでの調達が可能となり、平均利率は低水準で推移した。その後、2022 年以降は金利上昇懸念から、負債コスト上昇による分配金影響軽減のため、負債コストを維持し

ながら借入年限の短期化や、変動金利化する動きが出てきており、2023 年末の平均残存は 4.06 年にやや短期化した。平均利率は 0.61%と低水準が維持されている(図表 II-24)。

足元では、エクイティ調達に難しい環境下における LTV コントロールと、YCC 撤廃による金利上昇下における負債コストのコントロールが求められる局面を迎えている。

図表 II-23 物件取得目的の借入金とエクイティの推移 図表 II-24 借入金の調達条件と LTV の推移



注 1) (左図) 各指標は上期が 6 月末、下期が 12 月末時点における全銘柄加重平均値
 注 2) (右図) $LTV = \frac{\text{有利子負債残高}}{\text{有利子負債残高} + \text{出資総額} + \text{出資剰余金}}$
 出所) 日本銀行「企業期経済観測調査(短観)」および投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

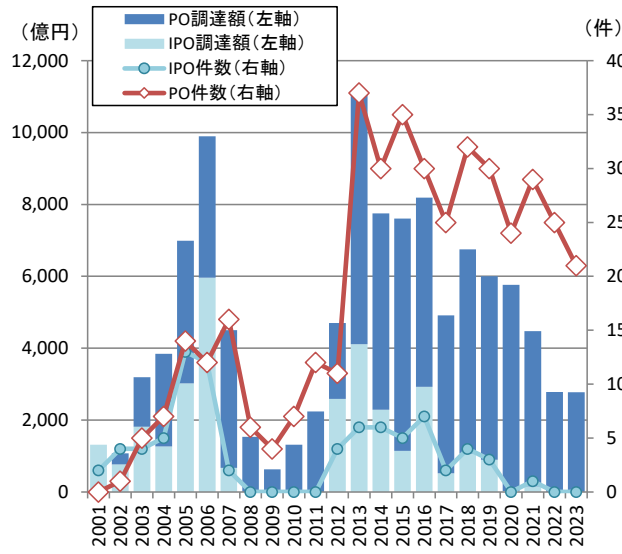
3-6 財務運営(エクイティ)

J-REIT は借入金以外の主要な資金調達手段である公募増資を定期的に行い、市場から物件取得資金を調達してきた(図表 II-25)。市場創設からリーマンショックまではコンスタントに公募増資が行われ、2006 年は 12 件、調達額は 3,900 億円だったが、2007 年以降は件数、金額ともに大きく減少した。

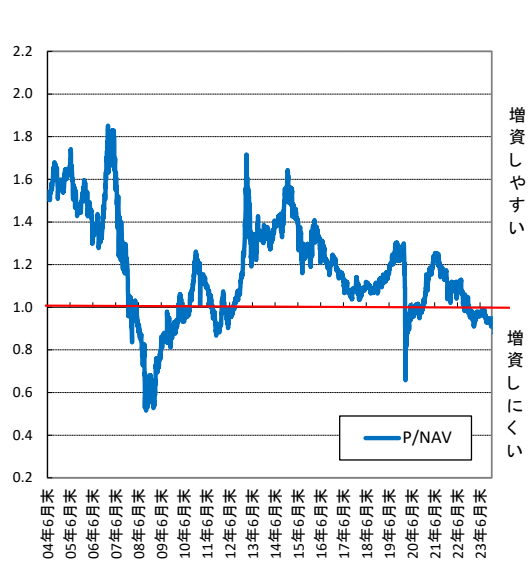
P/NAV は、1 倍を上回れば増資のハードルが下がるが、1 倍を下回るとハードルが上がる。リーマンショックをきっかけとした金融危機で J-REIT の投資口価格は低下し、2008 年に P/NAV は 0.51 倍にまで低下し公募増資が困難な環境が続いた(図表 II-26)。2012 年には投資口価格の回復とともに新規上場や公募増資が再開し、2013 年には異次元金融緩和の期待感から資金調達が活発化し 2020 年にかけて年間 4,000 億円から 6,000 億円の資金調達が行われた。コロナショックで一時的に大きく下がった P/NAV 水準は 2021 年には回復したが、国内外の金利上昇やインフレによるコスト増等が嫌気され投資口価格は低迷し P/NAV は下落基調に転じた。

2023 年 12 月末の P/NAV は 0.93 倍で、1 倍を下回り、公募増資が容易ではない状態が長期化している。

図表 II-25 IPO・PO 調達額と件数の推移



図表 II-26 J-REIT P/NAV 推移



注1) (左図)IPO時調達額には、私募設立・私募増資、売り出しは含まない
 注2) (右図)NAV 評価は三井住友トラスト基礎研究所による
 出所)投資法人開示資料により三井住友トラスト基礎研究所作成

III 不動産賃貸市場と J-REIT 市場の関係性

1 実物不動産投資、関連企業株式投資とのリスクリターン比較

1-1 J-REIT の長期パフォーマンスの振り返り

投資対象として J-REIT のパフォーマンスを実物不動産投資、関連企業株式投資と比較するにあたり、まず、J-REIT の長期パフォーマンスを確認する。投資のリターンを「トータルリターン＝キャピタルリターン＋インカムリターン」と捉え、J-REIT のキャピタルリターンとして投資口価格（株価に相当）を指数化した「東証 REIT 指数（配当なし）」、インカムリターンとして「予想分配金指数」＝（東証 REIT 指数（配当なし）×予想配当利回り）の動きを振り返る。東証 REIT 指数（配当なし）を以下の通り分解し、

$$\text{東証 REIT 指数（配当なし）} = \text{予想分配金指数} \div \text{予想配当利回り}$$

$$\text{東証 REIT 指数（配当なし）} = \text{NAV 指数} \times \text{P/NAV}$$

図表 III-1 で東証 REIT 指数（配当なし）とファンダメンタルズ指標（予想分配金指数、NAV 指数）、図表 III-2 で 10 年国債利回りとバリュエーション指標（予想配当利回り、P/NAV）の推移を示した。

先にインカムリターンを表す予想分配金指数の推移を確認すると、好調なオフィス賃貸市況を背景に 2007 年 12 月に 73.8 まで上昇後、リーマンショック後のオフィス賃貸市況及び資金調達環境の悪化で 2010 年 11 月には 50.0 まで低下した。暫く低迷した後、オフィス賃貸市況の回復や金融緩和局面での順調な物件取得、物流やホテル等の成長セクターの拡大で 2019 年 12 月末には 76.8 とリーマンショック前を上回る水準まで上昇。コロナ禍によるホテル変動賃料の減少で 2020 年 12 月末には 71.4 まで低下したが、ホテル市況改善で 2023 年 12 月末は 78.1 とコロナ禍前水準を上回り、2024 年 7 月末 81.1 と過去最高値を更新している。

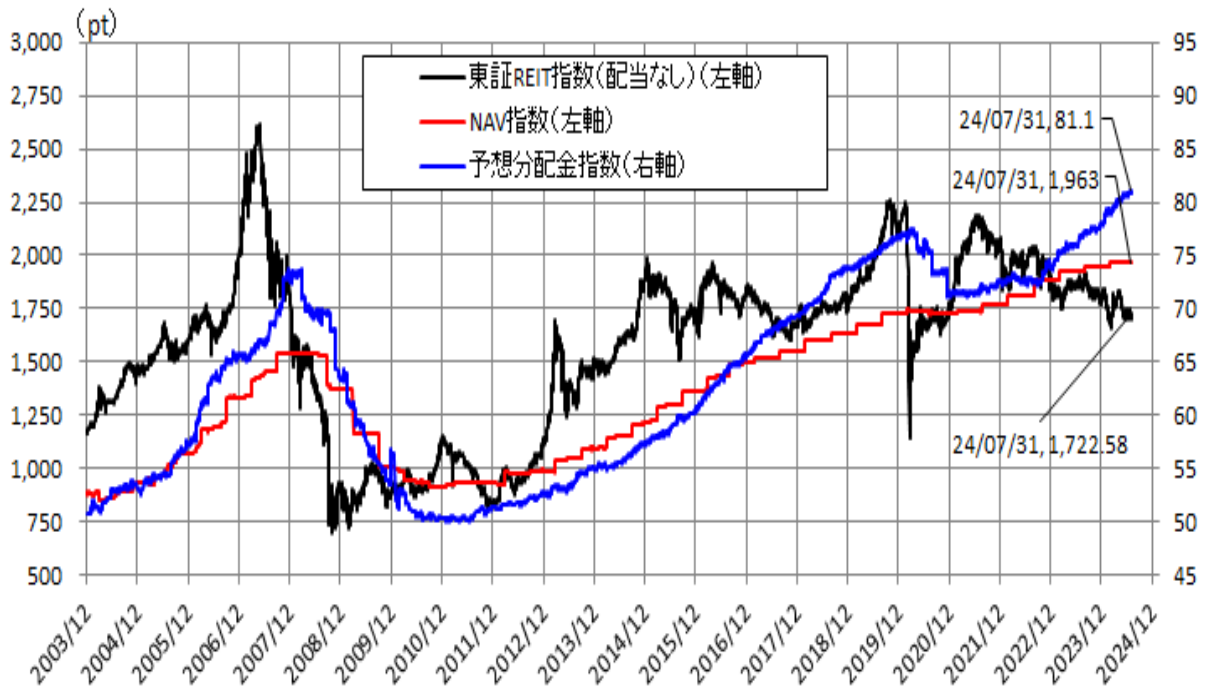
次にキャピタルリターンを表す東証 REIT 指数（配当なし）を確認するが、その前に分解式「東証 REIT 指数（配当なし）＝NAV 指数×P/NAV」における NAV 指数の推移を確認する。NAV 指数は J-REIT の保有不動産の価値から算出され、所謂解散価値に相当する。J-REIT の投資口は金融市場に上場されて独自の投資対象として売買、評価される以上、投資口価格がその解散価値である 1 口当たり NAV と常に一致することはないものの、両者の大幅な乖離が長期に亘り放置されることも考えづらいためである。このことは分解式における P/NAV の 1 倍からの乖離状況で確認できる。NAV 指数は増資や自己投資口取得による純資産の増減と保有不動産価値の増減の 2 要素で変動するが、後者の影響が大きい。NAV 指数は、活況な不動産売買市況を背景に 2007 年 11 月に 1,543 まで上昇後、世界金融危機後の不動産価格下落で 2010 年 9 月に 916 まで低下した。暫く低迷した後、大規模金融緩和下での不動産価格の上昇で 2019 年 12 月末には 1,731 と世界金融危機前を上回っていた。予想分配金指数とは異なり、コロナ禍でも安定推移し、コロナ後の更なる不動産価格の上昇で 2023 年 12 月末 1,946、2024 年 7 月末 1,963 と過去最高水準まで上昇しているが、足元では成長率鈍化がみられる。

そうした中で、東証 REIT 指数（配当なし）は概ね、ファンダメンタルズ指標である予想分配金指数、NAV 指数に連動、先行した動きを示してきたが、世界的な金融市場の動向や投資家心理等の影響を受け、乖離もみられる。東証 REIT 指数（配当なし）は、好調なオフィス賃貸、不動産売買市況を背景に 2007 年 5 月末に過去最高の 2,612.98pt まで上昇後、世界金融危機で 2008 年 10 月 28 日には過去最低の 704.46pt まで低下。2011 年 11 月までは 1,000pt 前後で推移したが、アベノミクスによる大規模金融緩和で上昇基調に転じ、コロナ禍前の 2019 年 12 月末には 2,145.49pt まで上昇していた。コロナショック

で2020年3月19日に1,145.53ptまで下落したが、コロナ対応の金融緩和を受けて、ファンダメンタルズ改善を先取りする形で2021年7月6日に2,186.18ptとコロナ禍を上回る水準まで上昇した。その後、予想分配金指数やNAV指数は上昇が続く一方、世界的な金利上昇の影響等で東証REIT指数(配当なし)は下落傾向となり、2023年12月末1,806.96pt、2024年7月末1,722.58ptとNAV指数からの下方乖離が広がっている。

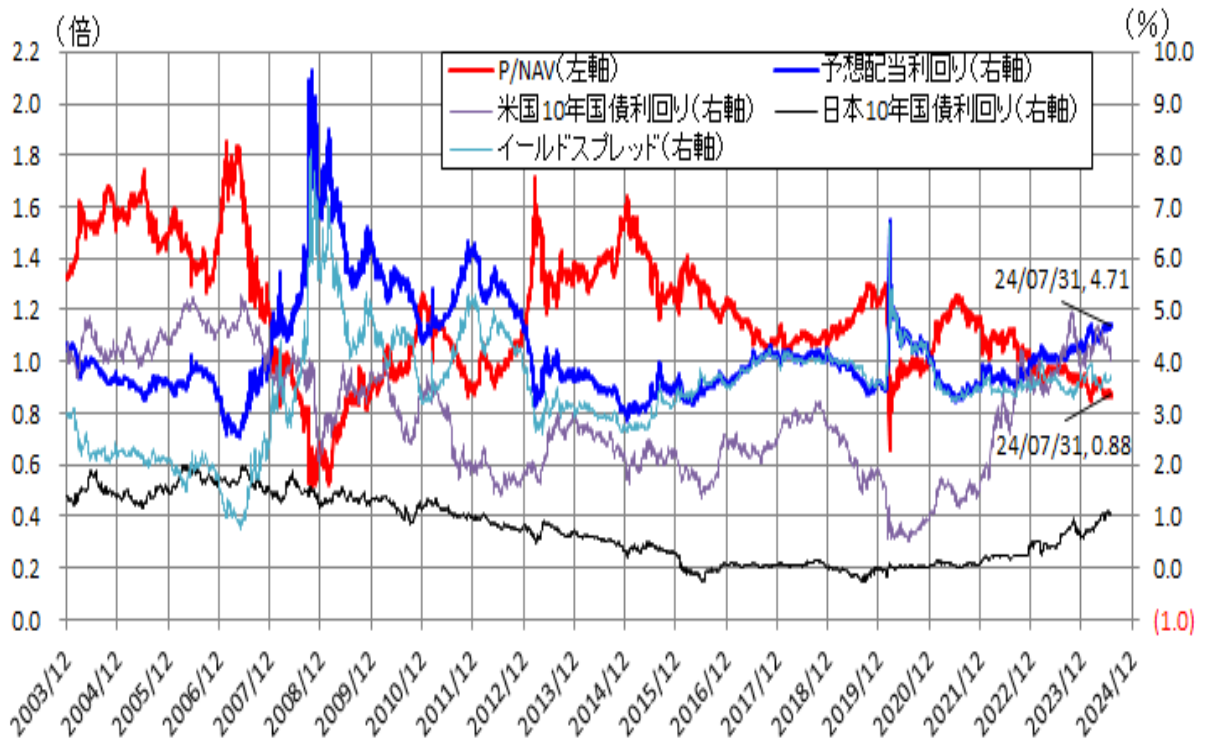
結果として、2024年7月末のバリュエーション指標は予想配当利回りが4.71%まで上昇、P/NAVが0.88倍まで低下している。これは、長期金利上昇に連動して予想配当利回りが上昇した、もしくは、将来の不動産価格下落を先取りしてP/NAVが1倍割れとなっているとの解釈も可能だが、果たしてそうだろうか。過去には、東証REIT指数はファンダメンタルズ指標に先行した場合もあれば、先行性なく乖離して見える局面もある。J-REIT市場の投資家が分配金やNAVの先行きについて正しく見通せていない可能性や将来の長期金利上昇を過度に警戒している可能性もある。より根本的には、保有不動産の売買市場とJ-REIT投資口の取引市場では売買対象物、売買プレイヤーが異なるため、両市場での評価が収斂するとも言いきれない。それでも、P/NAVの過去の動きからも、不動産保有ビークルであるJ-REITの投資口価格が保有不動産価値に基づくNAVを大きく下回る状況は長続きしないと考えている。軟調なJ-REIT市場が暗示するように将来、不動産価格が下落するのではなく、堅調な不動産売買市場及び分配金動向が反映される形でJ-REIT市場における評価が修正され、東証REIT指数(配当なし)は足元水準からは上昇する可能性が高いとみている。

図表Ⅲ-1 東証 REIT 指数(配当なし)とファンダメンタルズ指標(NAV 指数、予想分配金指数)の推移



注 1) 予想分配金指数＝東証 REIT 指数(配当なし) × 予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース。
 注 2) NAV 指数＝東証 REIT 指数(配当なし) ÷ P/NAV。NAV は三井住友トラスト基礎研究所算出。
 (出所) Bloomberg データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-2 日米 10 年国債利回りとバリュエーション指標(P/NAV、予想配当利回り)の推移



注 1) イールドスプレッド＝予想配当利回り－日本 10 年国債利回り
 (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 データによる

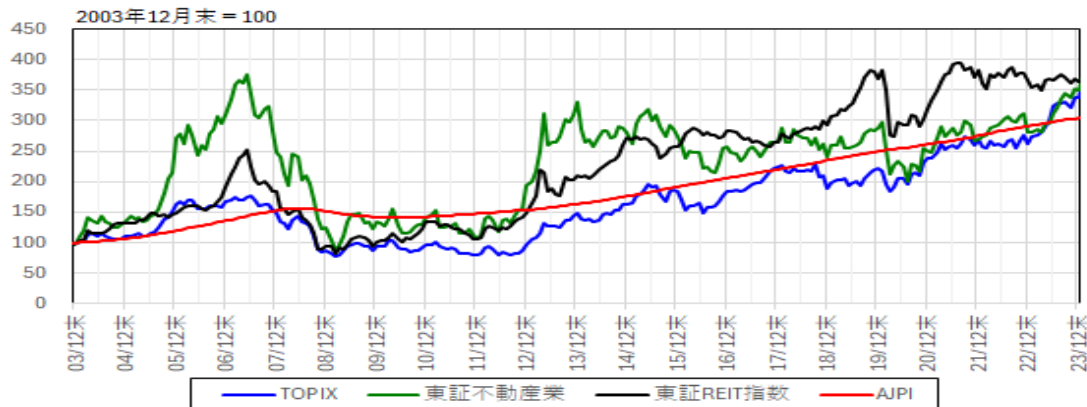
1-2 J-REIT と実物不動産、不動産株とのパフォーマンス比較

次に、J-REIT のパフォーマンスを実物不動産、不動産株、日本株と比較し、その特徴を確認する。

図表Ⅲ-3 は 2003 年 12 月末から 2023 年 12 月末の 20 年間について、2003 年 12 月末を 100 としたトータルリターン指数の推移、図表Ⅲ-4 はキャピタルリターン指数の推移であり、両者の差は配当再投資効果を含むインカムリターンと捉えることができる。トータルリターン指数として、TOPIX、東証不動産業、東証 REIT 指数は「配当込み指数」、実物不動産は「AJPI 総合指数」、キャピタルリターン指数として、TOPIX、東証不動産業、東証 REIT 指数は「配当なし指数」、実物不動産は「AJPI キャピタル指数」を用いている。なお、AJPI キャピタル指数は不動産鑑定評価額に基づいて算出されるため、実勢売買価格を速やかにダイレクトに表現できているとは限らない点は留意が必要である。

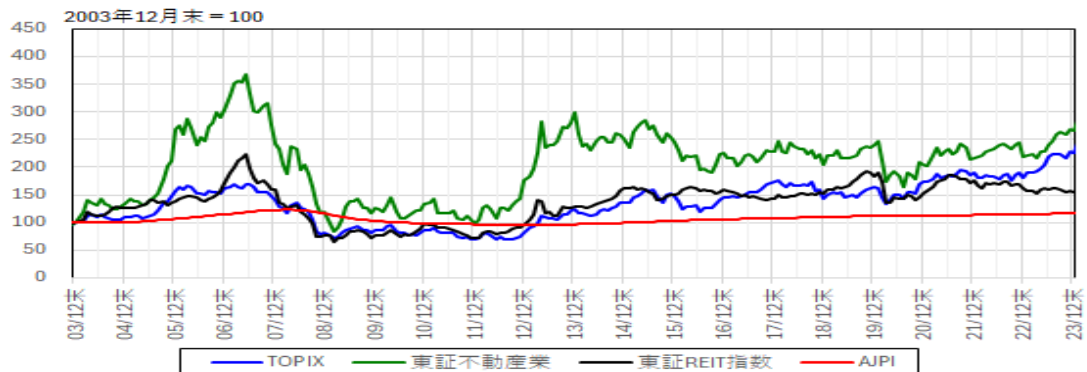
2 つの図表から、次の内容を読み取ることができる。①どの資産も金融経済環境の影響を受けるため、トータルリターン指数の長期的な動きは連動している。②財務レバレッジが効いていない実物不動産のキャピタルリターン指数の変動は上場市場で取引される他の 3 資産に比べて小さい。③東証 REIT 指数はキャピタルリターン指数でみると、不動産株、TOPIX(日本株全体)に見劣りするが、相対的に高いインカムリターンを加味したトータルリターン指数では遜色ない(2023 年 12 月末は東証 REIT 指数 363、東証不動産業 350、TOPIX337。インカムリターンの過去 20 年の年平均はそれぞれ +4.5%、+1.5%、+2.1%)。

図表Ⅲ-3 トータルリターン指数の推移(2003年12月末=100として再指数化)



注 1) TOPIX、東証業種別株価指数(不動産業)、東証 REIT 指数の配当込み指数、AJPI の総合指数を用いて算出
 注 2) AJPI の 2023 年 11 月~2023 年 12 月は速報値であり、将来変更される可能性がある。
 (出所) Bloomberg データ、ARES データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-4 キャピタルリターン指数の推移(2003年12月末=100として再指数化)

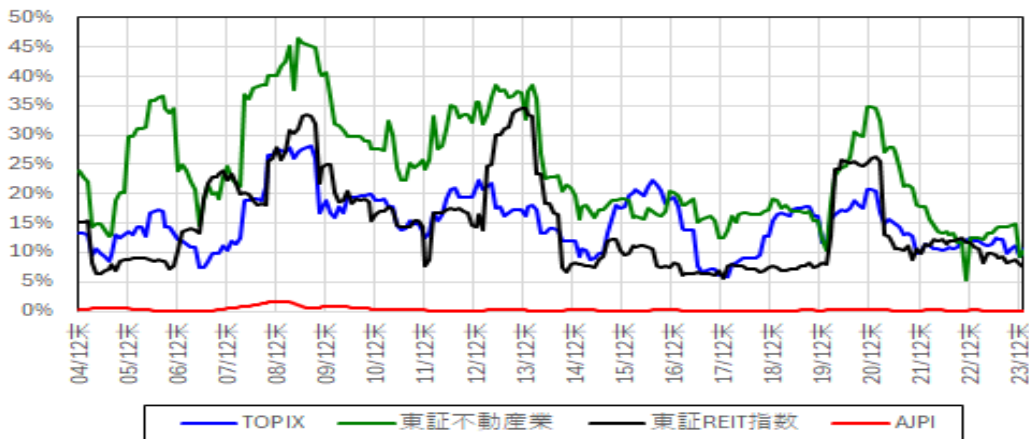


注 1) TOPIX、東証業種別株価指数(不動産業)、東証 REIT 指数の配当なし指数、AJPI のキャピタル指数を用いて算出
 注 2) AJPI の 2023 年 11 月~2023 年 12 月は速報値であり、将来変更される可能性がある。
 (出所) Bloomberg データ、ARES データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

続いて、図表Ⅲ-5で4資産のボラティリティの推移、図表Ⅲ-6～図表Ⅲ-9で1年毎のリターンの変動を確認する。AJPIのみ、図表Ⅲ-6の左目盛の幅が異なるように、実物不動産のボラティリティ、年次リターンの変動幅は他の3資産に比べて圧倒的に小さい。不動産は流動性が低いことも踏まえて投資家の想定投資期間が金融商品よりも相対的に長いと考えられ、その時々金融環境等の影響で急激に価格変動することが少ないことに加え、上場市場における実際の取引価格に基づく3指数と異なり、AJPIは鑑定評価額に基づくため、実勢の不動産価格よりも緩慢な変化となっている可能性もある。一方、不動産株は最もボラティリティが高い。J-REITのボラティリティは実物不動産より高いが、事業リスクが大きい不動産株よりは低い。日本株全体との比較では局面により上下するも平均的には同程度である。

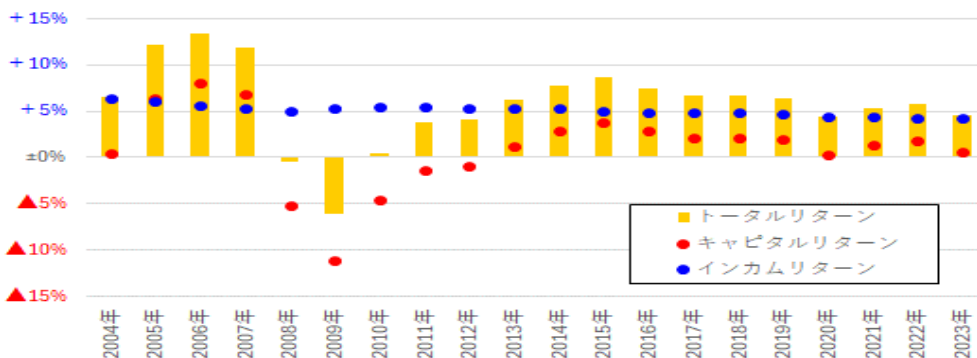
J-REITも上場している以上、実物不動産に比べて高い流動性の反面、資本市場の影響でキャピタルリターンは大きく上下する可能性がある。一方で、J-REITのインカムリターンは2004年から2023年の20年間で平均+4.5%、最大+7.5%、最小+3.1%と安定している。こうした特徴から、J-REITを株式と債券の中間的な金融商品とみる向きもある。こうした特徴を活かせば、短期的にキャピタルリターンを狙う投資行動も可能な局面はあるが、J-REITの投資口価格は中長期的には保有不動産価値と大きく乖離しないと捉え、中長期的な不動産価値のトレンドを踏まえつつ、中長期的に安定的なインカムリターンを期待する投資対象と位置付けることが基本と考えられる。

図表Ⅲ-5 ボラティリティの推移



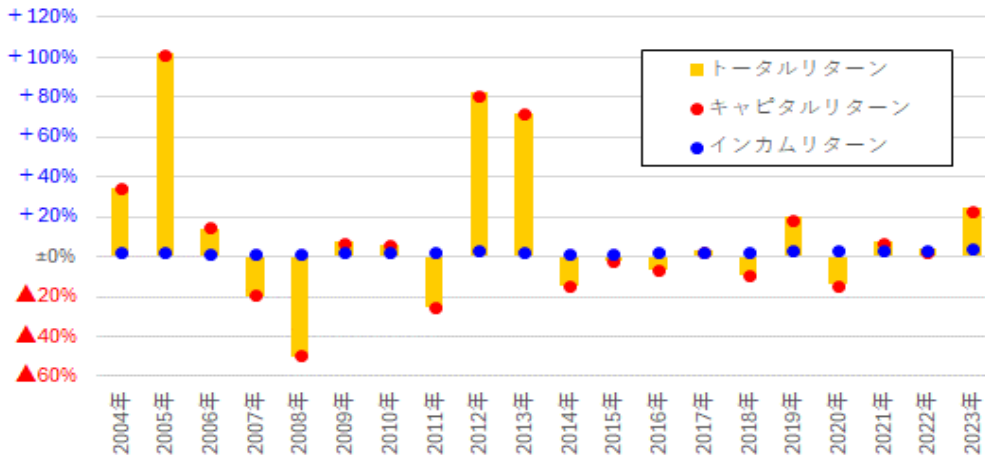
注1) 配当込み指数、総合指数の過去12ヵ月分(ローリング)の月次リターンの標準偏差を年率換算して算出
 注2) AJPIの2023年11月～2023年12月は速報値であり、将来変更される可能性がある。
 (出所) Bloomberg データ、ARES データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-6 AJPI 年次収益率



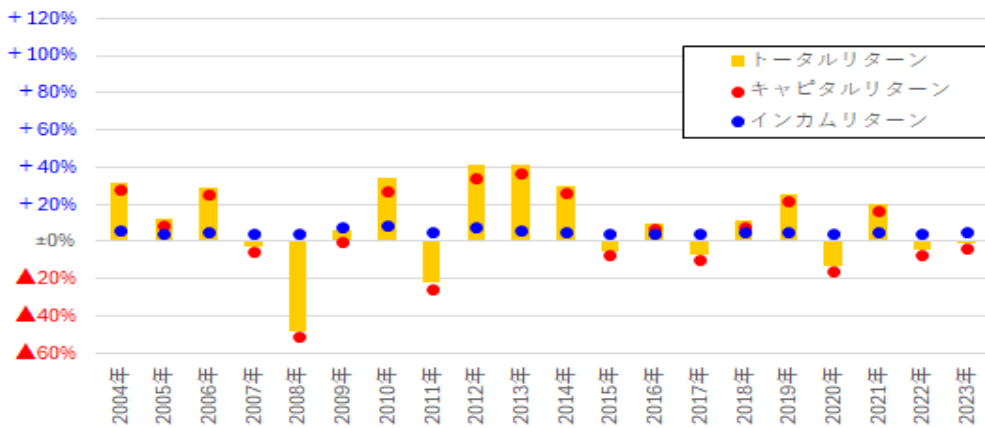
注1) トータルリターンは総合収益率、キャピタルリターンはキャピタル収益率、インカムリターンはインカム収益率
 注2) AJPIの2023年11月～2023年12月は速報値であり、将来変更される可能性がある。
 (出所) ARES データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-7 不動産株の年間トータルリターンの推移・内訳



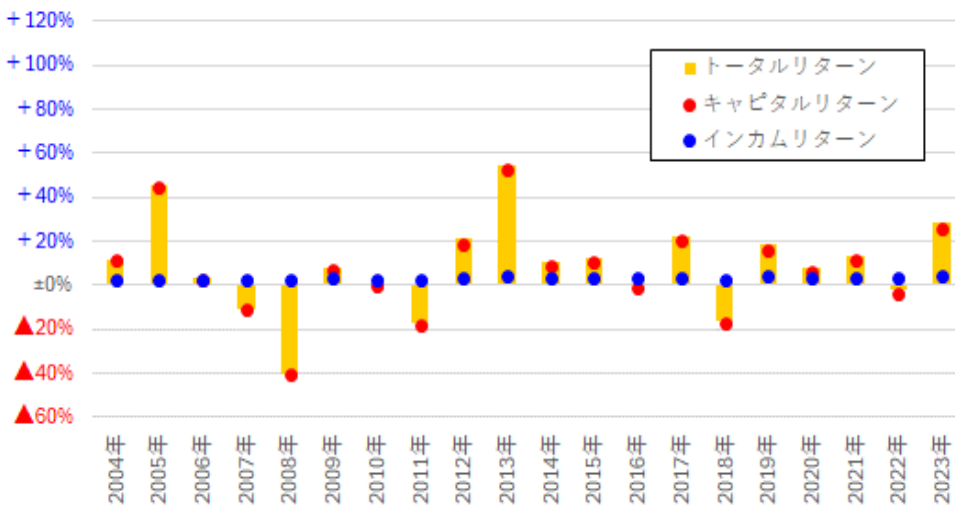
注 1)トータルリターンは配当込み指数の変化率、キャピタルリターンは配当なし指数の変化率、インカムリターンは両者の差として算出(出所)Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-8 J-REIT の年間トータルリターンの推移・内訳



注 1)トータルリターンは配当込み指数の変化率、キャピタルリターンは配当なし指数の変化率、インカムリターンは両者の差として算出(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

図表Ⅲ-9 日本株の年間トータルリターンの推移・内訳



注 1)トータルリターンは配当込み指数の変化率、キャピタルリターンは配当なし指数の変化率、インカムリターンは両者の差として算出(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

2 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証

2-1 コロナ禍前後での予想分配金指数の変化

ここでは、三井住友トラスト基礎研究所が算出している SMTRI J-REIT Index®を用いて、各セクターの分配金動向を確認する。図表Ⅲ-1 同様、「配当なし指数×予想配当利回り」で「予想分配金指数」を算出し、セクター間の比較を可能とするために、各セクターの予想分配金指数をコロナ禍前の 2019 年 12 月末を 100 として再指数化したのが図表Ⅲ-10 である。全銘柄を対象とした総合は 2024 年 7 月末で 106 となっており、J-REIT 全体の分配金水準はコロナ禍前を上回っていることが確認できる。セクター別では、コロナ禍前を下回っているのはホテルのみで、賃貸市況が軟化したオフィスを含む他のセクターは全てコロナ禍前を上回っている。

これは、第Ⅴ章で述べるように、オフィス銘柄を中心に多くの銘柄で、売却益や内部留保を活用した分配金安定マネジメントが行われているためである。賃貸利益に基づく実力以上の分配を行っているとの否定的な捉え方もされるが、前向きな評価も可能である。J-REIT は賃貸不動産の保有ビークルであるが、物件を取得し、賃貸運営するだけの存在ではない。長期保有を基本に物件の運営・管理を行いながら、各物件の競争力や不動産賃貸・売買市場の先行きを見通した資産入替を通じ、ポートフォリオの質の維持向上を図ることも求められる。また、内部留保には現金を伴わない合併時の「負ののれん発生益」由来のものも含まれるが、多くが過去の売却益の留保によるもので投資主への還元時期を先送りしたと捉えることができる。多額の売却益を売却実施期に一度に分配するのではなく、税制上の特例を活用して一部を内部留保することで、法人税負担の発生を避ける形で将来の分配金の安定化につなげる動きが一般化している。また、複数決算期に売却益を計上するための分割譲渡も広がっている。内部留保を活用した分配金コントロールは、当期利益を全額その期に分配するとの J-REIT の基本的な性質からは逸脱しているとも言えるが、売却益を含む利益総額を通算で投資主に還元することには変わりはなく、安定分配を求める投資主のニーズにも合致した動きと評価できる。但し、過度に売却益や内部留保に依存していないか等、各個別銘柄の状況には留意する必要がある。

図表Ⅲ-10 セクター別の予想分配金指数の推移



注 1) 予想分配金指数 = 各セクターインデックスの配当なし指数 × 予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース。

注 2) セクター間の比較を可能にするため、全インデックスの予想分配金指数を 2019 年 12 月末を 100 として再指数化 (出所) 東証 REIT 指数は Bloomberg、予想分配金指数は SMTRI J-REIT Index®をもとにトラスト基礎研究所作成

2-2 セクター別の予想分配金指数と賃貸市況との関係

売却益や内部留保活用による分配金マネジメントが広がっており、賃貸市況と J-REIT の分配金動向の連動性は低下しているが、セクターにより状況は異なる。ここでは、各セクターの賃料収入に関連する指標と予想分配金指数の推移を確認することで、セクター毎の分配金変動の特徴を確認する。

まず、コロナ禍前後で対照的な動きとなったオフィスとホテルを取り上げる。

J-REIT が保有するオフィスの過半が東京都心 5 区に所在するため、オフィスの分配金は従来、賃貸市況を表す都心 5 区の「稼働率×募集賃料」との連動性が高かったが、コロナ後の賃貸市況悪化局面では分配金の低下は見られなかった(図表Ⅲ-11)。分配金が低下したリーマンショック後と違い、不動産売買市場は堅調で売却益計上につながる物件譲渡が可能であり、内部留保も蓄積していたためである。従来に比べ、賃貸市況悪化に対する耐性が高まっていると言える。

他方、ホテルセクターはコロナ禍で大きく分配金が低下した。宿泊需要を表す全国の延べ宿泊者数(日本人と外国人の合計)に連動する形で、分配金が大きく上下していることが確認できる(図表Ⅲ-12)。ホテル銘柄の多くが保有ホテルの売上や利益に連動する変動賃料体系を採用しているためである。また、オフィスや住宅に比べ、ホテルに投資するプレイヤーの数は少ないこともあり、ホテル市況悪化局面での物件譲渡も困難で売却益による分配金下支えにも限界がある。

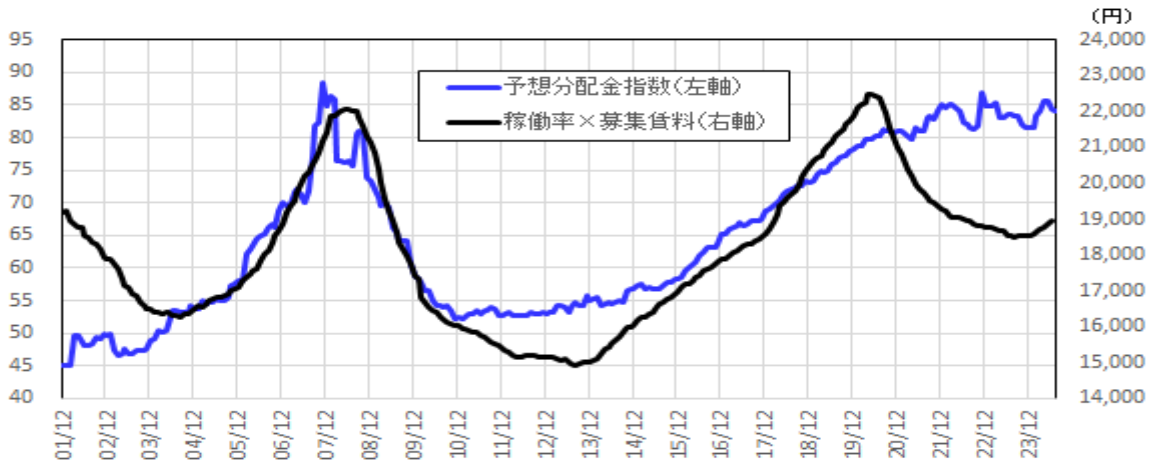
ホテル同様、商業施設はコロナ禍で売上低下が見られたが、商業セクターの分配金は安定している。J-REIT は多様なタイプの商業施設に投資しているため、特定の指標との連動性を語ることは難しいが、ここでは、全国の SC(ショッピングセンター)の売上高と商業特化 2 銘柄の予想分配金指数の平均値の関係を確認する。予想分配金指数について、商業セクターインデックスではなく、商業特化 2 銘柄の平均とするのは、コロナ禍前の 2019 年 12 月末には 5 銘柄だった商業特化銘柄が合併や投資方針変更で 2 銘柄に減少したため、対象銘柄変更による影響を排除するためである。SC 売上高はコロナ禍で低下した後に上昇に転じているが、この間、商業特化銘柄の分配金は安定的に推移した(図表Ⅲ-13)。保有物件の多くで賃料固定型の長期賃貸借スキームを採用しているため、市況変動に対する耐性は高い。

住宅はコロナ禍での都市間人口移動の変化を受けて稼働率が上下したが、分配金は安定している。J-REIT が保有する住宅の約 2/3 が東京 23 区に所在するため、都心 23 区への転入超過数と住宅特化銘柄の平均稼働率には連動性が見られるが(図表Ⅲ-14)、都心部への人口流入減少で稼働率が低下した局面でも分配金指数は安定推移した(図表Ⅲ-15)。オフィスに比べ、稼働率の低下程度が小さかったことに加え、オフィス銘柄同様、売却益や内部留保活用による分配金安定マネジメントが行われたためである。住宅銘柄は保有物件数が多く、住宅の売買プレイヤーも多いことから、相対的に物件売却による分配金コントロールの難易度は低い。

物流はコロナ禍で賃貸需要が拡大したセクターだが、大量供給の影響で稼働率はコロナ禍前に比べ、やや低下している。ただし、J-REIT が保有する物流施設の稼働率は物流施設賃貸市場の平均よりも高く、オフィスや住宅等、J-REIT の他のセクターと比べても高い。2003 年 12 月末以降の長期で見ると、稼働率に多少の変動はあったが、物流セクターの予想分配金指数は 20 年超に亘り、右肩上がりの成長を続けてきた(図表Ⅲ-16)。第Ⅵ章で述べるように、長期固定契約中心の物流セクターにおいては、賃貸運営における賃料収入の増減よりも、増資を通じた物件取得が分配金の成長ドライバーであったためである。

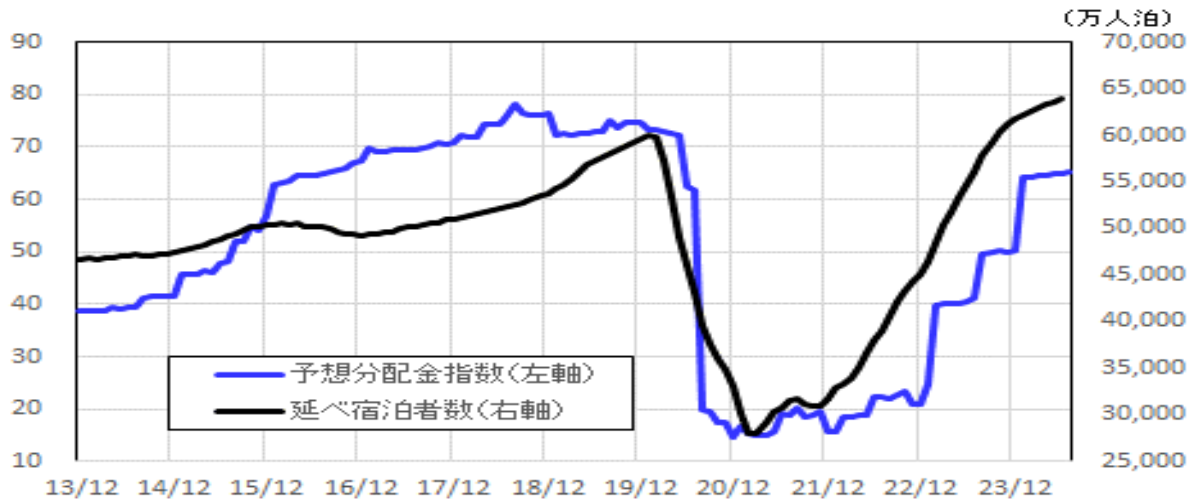
このように各セクターの分配金は賃料収入の背景となる各賃貸市場、賃貸借スキームに加え、物件売却の難易度、増資を通じた物件取得の可否によっても左右される。第Ⅴ章で述べるように、J-REIT 全体としては多額の含み益、内部留保を蓄積しており、賃貸市況悪化時の分配金の耐性は高まっている。

図表Ⅲ-11 オフィスセクターの予想分配金指数とオフィス賃貸市況



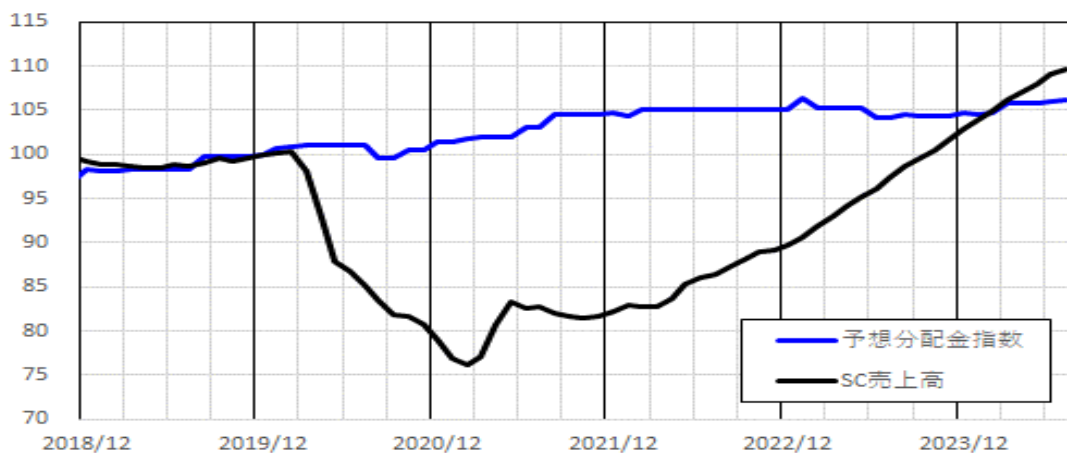
注 1) 稼働率×募集賃料は東京都心 5 区。予想分配金指数=配当なし指数×予想配当利回り。
 (出所) 三鬼商事データ、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-12 ホテルセクターの予想分配金指数と宿泊需要



注 1) 延べ宿泊者数は全国、日本人と外国人の合計の過去 12 ヶ月合計。予想分配金指数=配当なし指数×予想配当利回り。
 (出所) 観光庁データ、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-13 商業特化銘柄の予想分配金指数と商業施設の売上動向

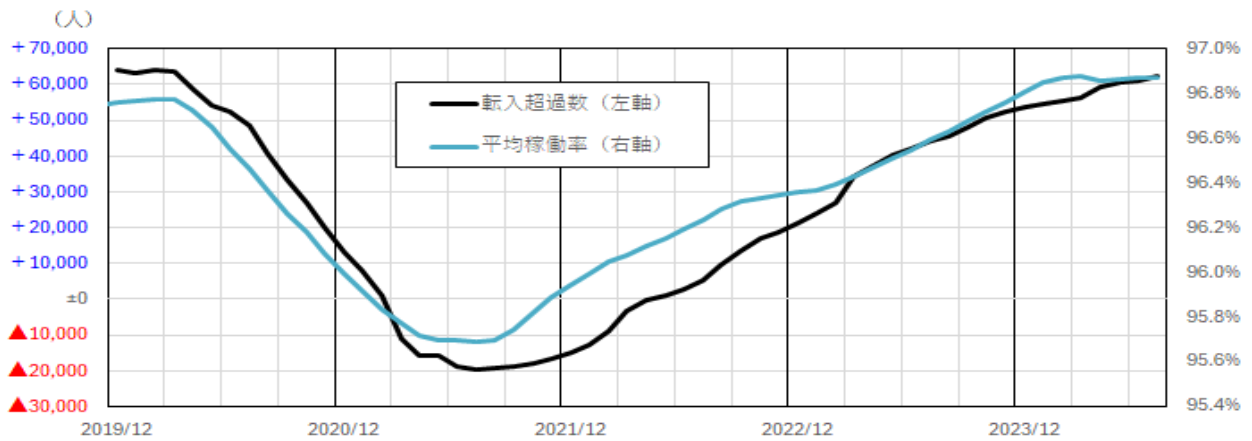


注 1) SC 売上高は全国の過去 12 ヶ月平均。予想分配金指数は会社予想の年間分配金を用いて算出。

注 2) SC 売上高、予想分配金指数ともに、2019 年 12 月末=100 として指数化

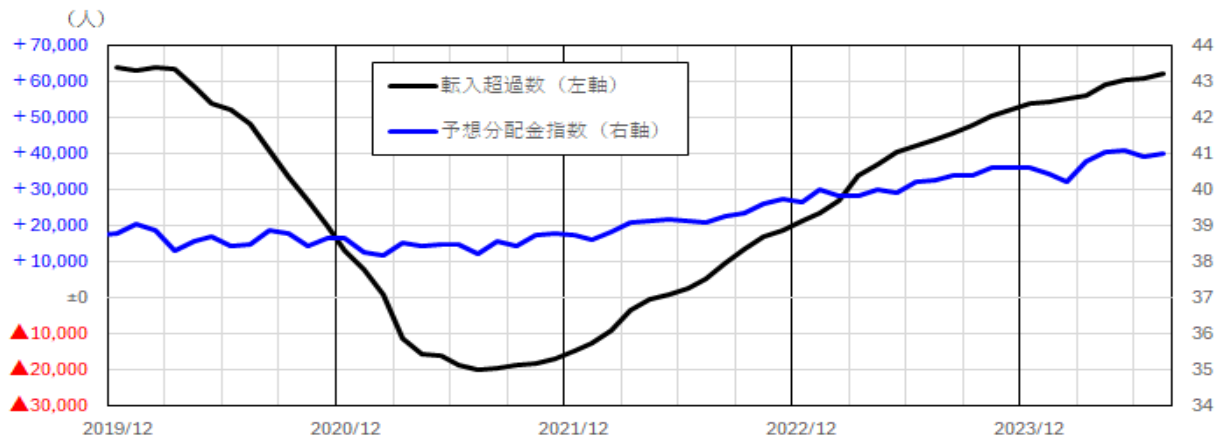
(出所) 一般社団法人日本ショッピングセンター協会データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-14 住宅特化銘柄の稼働率と東京 23 区の転入超過数



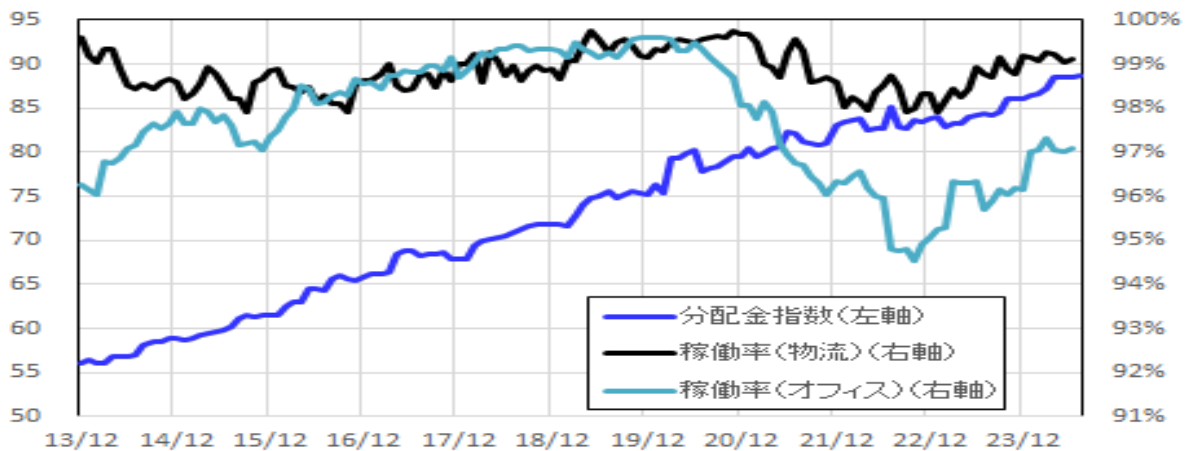
注 1) 転入超過数は過去 12 ヶ月合計。平均稼働率は住宅特化 5 銘柄の月次稼働率の過去 12 ヶ月平均。
 (出所) 総務省統計局データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-15 住宅セクターの予想分配金指数と東京 23 区の転入超過数



注 1) 転入超過数は過去 12 ヶ月合計。予想分配金指数 = 配当なし指数 × 予想配当利回り。
 (出所) 総務省統計局データ、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表Ⅲ-16 物流セクターの予想分配金指数と物流とオフィスの主要 2 銘柄の平均稼働率



注 1) 稼働率(物流)は GLP 投資法人と日本プロロジスリート投資法人の月次稼働率の平均、
 稼働率(オフィス)は日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人の月次稼働率の平均。
 予想分配金指数 = 配当なし指数 × 予想配当利回り。
 (出所) 投資法人開示資料、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

IV J-REIT 市場のパフォーマンス要因分析と金利上昇の影響

1 J-REIT 市場のパフォーマンス要因分析

1-1 J-REIT の市場パフォーマンスに影響する要因

J-REIT 市場のパフォーマンスは、株式市場要因、金利変動要因、不動産賃貸市場要因から、一般的に影響を受け変動すると考えられているが、本分析ではこれに景気要因を加えた 4 要因を用いて、要因分析を行うこととした。J-REIT 市場のパフォーマンスは各投資法人の投資口価格を加重平均した東証 REIT 指数の推移によって把握することが可能であり、投資口価格は上記 4 要因から次のような形で影響を受ける。【株式市場要因】J-REIT の投資口は株式市場に上場され日々売買されるため、株式市場全体の騰落に伴う投資家のリスク姿勢の変化を受けて、投資口価格は変動する。【金利変動要因】10 年国債利回りなど金利変動に伴う債券価格変化によって相対的な投資魅力度が変化することで、投資口価格は変動する。【不動産賃貸市場要因】J-REIT 保有物件の最大用途を占めるオフィス物件の賃貸収入（賃料×稼働率）が増減することで投資口価格は変動する。【景気要因】国内景気がインフレや所得の増加等を通じて不動産需要や賃料負担力に影響し、J-REIT の投資行動に変化が生じることで投資口価格は変動する。このように、それぞれの市場要因から J-REIT の投資口価格は影響を受けているため、J-REIT 市場のパフォーマンスの変動要因として採用することが妥当であると先行研究などにおいても考えられている。

要因分析は線形回帰モデル（重回帰式）を用いて行うこととし、図表 IV-1 に記載している各要因の変化を代表する指数や指標を説明変数として採用した。各説明変数は、採用した場合の回帰モデルの説明力や、各説明変数間や被説明変数との間の相関関係の強弱、p 値等の統計値を参考に選択している。各説明変数間の相関係数は図表 IV-2 に示したとおりである。

図表 IV-1 説明変数概要表

No.	説明変数	要因別分類	データ元
1	TOPIX配当込み	株式市場要因	Bloombergデータ
2	10年国債利回り	金利変動要因	Bloombergデータ
3	募集賃料×稼働率（オフィス）	不動産賃貸市場要因	三鬼商事データ
4	名目GDP(前年同期比)	景気要因	内閣府 GDP統計

出所) 三井住友トラスト基礎研究所が作成

図表 IV-2 説明変数間の相関関係表

	TOPIX配当込み	10年国債利回り	募集賃料×稼働率	名目GDP(前年同期比)
TOPIX配当込み	1.00	-0.58	0.47	0.43
10年国債利回り	-0.58	1.00	-0.22	-0.22
募集賃料×稼働率	0.47	-0.22	1.00	-0.27
名目GDP(前年同期比)	0.43	-0.22	-0.27	1.00

出所) 三井住友トラスト基礎研究所が作成

1-2 J-REIT 市場のパフォーマンス要因の分析期間

分析期間は東証 REIT 指数の算出が開始された 2003 年 3 月末から 2023 年 12 月までとし、同期間の月次データ(各月末値)を用いて分析を行った。分析にあたり J-REIT 市場のパフォーマンスに大きな影響を与えたマーケットイベントの時期や計測月数の長さなどを基準に分析期間を分割している。具体的には、図表 IV-3 に記載のとおりであり、【期間①】東証 REIT 指数の算出が開始された 2003 年 3 月からサブプライムローン問題によって株式市場が大きく暴落する以前の 2007 年 5 月まで、【期間②】サブプライムローン問題で株式市場が暴落を始めた 2007 年 6 月から、低調な推移が続き停滞期にあった 2011 年 12 月末まで、【期間③】第 2 次安倍政権下での経済政策(アベノミクス)の前期にあたる 2012 年 1 月から 2015 年 12 月まで、【期間④】マイナス金利導入等の量的・質的金融緩和政策が導入された 2016 年 1 月から、新型コロナウイルス流行が本格化する前の 2019 年 12 月まで、【期間⑤】コロナショックを受けた世界的な大規模金融緩和とその後の利上げ転換局面を含む 2020 年 1 月から 2023 年 12 月まで、とした。また概ね 4 年間から 5 年間を一つの分析期間としている。

図表 IV-3 分析期間の定義

	開始時点	終了時点	計測月数	期間呼称
期間①	2003/3/31	2007/5/31	51	J-REIT 創設期、リーマンショック前
期間②	2007/6/1	2011/12/31	55	サブプライム・ローン問題
期間③	2012/1/1	2015/12/31	48	アベノミクス前期
期間④	2016/1/1	2019/12/31	48	マイナス金利導入後(アベノミクス後期)
期間⑤	2020/1/1	2023/12/31	48	コロナショック後

出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

1-3 分析結果:各期間において J-REIT 市場に影響している要因

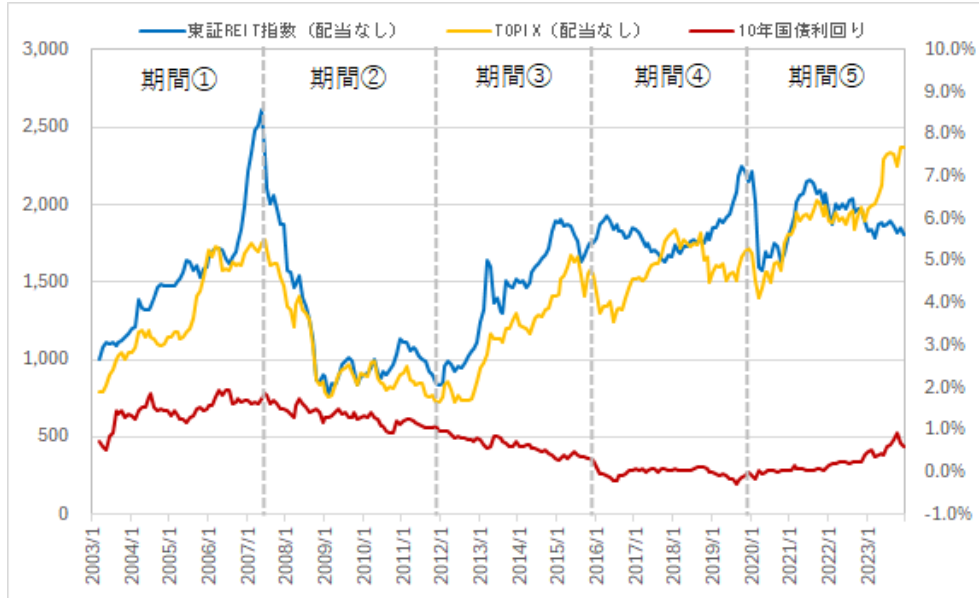
各要因の J-REIT 市場に対する影響度の確認は、被説明変数及び説明変数の月次データを回帰分析することで、係数を算定し、その係数を説明変数間で比較分析することで行っている。まず 2003 年以降 2023 年 12 月までの全期間を対象とする長期において影響度の高い要因を特定した上で、図表 IV-3 の期間区分に従って各期間(中期)において影響度が高い要因についても確認していく。長期と中期の両方で各要因の影響度を比較することで、長期的には影響が小さくても、中期的には影響が高まる性質の要因もあるなど、各要因の影響に対する理解を深めることを目的としている。なお、重回帰分析を行う際には各説明変数に標準化等の前処理を施すことで、算定した係数の大小により各説明変数の影響度を相対的に比較できるようにしている。

【全期間 (2003 年 3 月～2023 年 12 月)】

図表 IV-6 に記載した各説明変数の係数を絶対値の大きさを比較すると、株式市場要因 > 金利変動要因 > 不動産賃貸市場要因 > 景気要因の順で J-REIT 市場に対する影響度が大きいことが確認できる。特に、株式市場要因は係数が 0.69 と影響度が他の要因に比べ極めて大きく、その次に大きい金利変動要因(係数-0.35)と合わせることで J-REIT 市場パフォーマンス変動のほとんどを説明出来る結果となった。また、図表 IV-4、IV-5 で被説明変数及び説明変数の推移を確認すると、東証 REIT 指数と TOPIX はほとんどの期間で連動して動いている。一方、10 年国債利回りは、2010 年代以降において長期的に反対方向(逆相関)の動きが確認でき、短期的にも東証 REIT 指数が大きく変動した際に反対方向への変化が確認できるなど、回帰分析結果とも整合的である。加えて、不動産賃貸市場要因と景気要因については、係数を見ると長期的な影響度は他の 2 要因に比べてかなり小さいが、

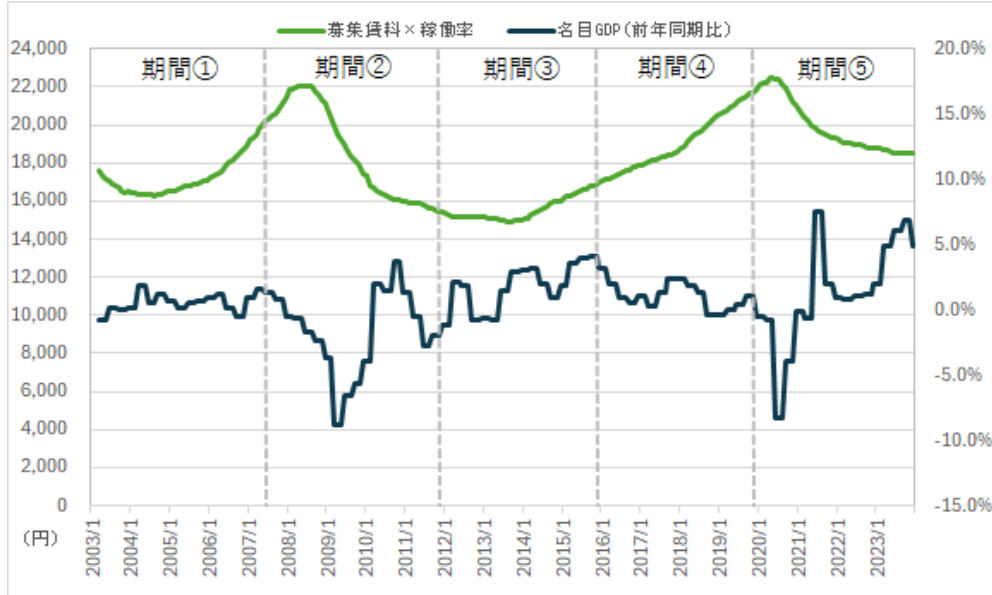
特定の区分期間(中期)において影響度が大きく高まることを後ほど確認している。なお、全期間のデータで作成した回帰分析モデルの決定係数は 0.94 と高いことから、長期的な J-REIT 市場の変動は 4 要因により十分に説明されている。

図表 IV-4 株式市場及び債券市場インデックスの推移



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

図表 IV-5 不動産賃貸市場及び国内経済の指標推移



出所) 三鬼商事データ及び内閣府 GDP 統計をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 IV-6 重回帰分析の結果 係数表(全期間)

	TOPIX配当込み	10年国債利回り	募集賃料×稼働率	名目GDP原系列(前年同期比)	自由度調整済決定係数
偏回帰係数	0.69 ***	-0.35 ***	0.05 *	0.03 -	0.94

注 1) ***は p 値を用いた有意性検定で 0.1% 有意、**は 1% 有意、*は 5% 有意であることを示す

注 2) 自由度調整済決定係数とは、変数の数が増えれば多いほど決定係数が高くなることを防ぐため、変数の数に応じて調整を加えた決定係数である

出所) 三井住友トラスト基礎研究所が作成

【分析期間①(2003年3月～2007年5月)】

この分析期間について図表 IV-7 の係数表を確認すると、不動産賃貸市場要因の係数が最も大きく、その次に株式市場要因、景気要因の係数が大きくなっていることが分かる。これは J-REIT 創設期においてはオフィス物件が J-REIT 全体に占める割合が現在に比べ高かったことから(2003年12月末:約76%、2023年12月末:約39%)、オフィスの賃料収入の増加、それに伴い投資家に還元される分配金の増加が東証 REIT 指数の変動に大きく影響していたことが要因として考えられる。また、同期間は、世界経済が好調に推移したことで国内経済においても企業収益の改善につながり、株式相場全体を押し上げたことが、東証 REIT 指数の上昇にも寄与したとみられる。一方、金利変動要因の係数は極めて低く、統計的な有意性も確認できなかった。10年国債利回りは日銀による量的金融緩和政策の解除を巡る懸念等から概ね上昇傾向で推移したものの、東証 REIT 指数は上昇を継続したことから、影響度が低くなったと考えられる。当該期間の回帰分析モデルの決定係数は 0.57 で、分析結果はある程度の信頼性を持つと考えている。

図表 IV-7 重回帰分析の結果 係数表【分析期間①】

	TOPIX配当込み	10年国債利回り	募集賃料×稼働率	名目GDP原系列(前年同期比)	自由度調整済決定係数
偏回帰係数	0.40 **	-0.02 —	0.53 ***	0.29 ***	0.57

出所)三井住友トラスト基礎研究所が作成

【分析期間②(2007年6月～2011年12月)】

当分析期間は、サブプライムローン問題やリーマンショックによって株式市場全体が歴史的な暴落をむかえ、その後回復に転じるまでの景気後退期にあたる期間である。図表 IV-8 の係数を確認すると株式市場要因の係数が 1.26 と極めて高く、株式市場要因で東証 REIT 指数の相場変動はほとんど説明可能であることが分かる。金利変動要因についても-0.21 と、金融緩和により金利が低下するにつれて東証 REIT 指数も回復に転じるなど株式市場要因に比べ影響度は小さいものの一定の影響を受けていたと考えられる。一方で、不動産賃貸市場要因の係数は本来想定する数値とは正負が異なっており、景気要因の影響度についても係数が極めて小さく統計的な有意性も確認できなかった。これは図表 IV-4、IV-5 で見るとサブプライムローンという金融商品に関連する問題で株式市場が大幅に低下したものの、その時点ではまだ実体の不動産賃貸市場は好調に推移しており、米国を中心とした世界経済の悪化により時間を空けて賃貸収益が低下に転じたことや、国内経済が 2009 年頃から回復に転じた後も株式市場は金融危機後の投資家心理の悪化等の影響により低調に推移したことが要因と考えられる。当期間のデータで作成したモデルの決定係数は 0.78 であり、本分析結果は相対的に高い信頼性を持つと考えている。

図表 IV-8 重回帰分析の結果 係数表【分析期間②】

	TOPIX配当込み	10年国債利回り	募集賃料×稼働率	名目GDP原系列(前年同期比)	自由度調整済決定係数
偏回帰係数	1.26 ***	-0.21 *	-0.26 ***	-0.01 —	0.78

出所)三井住友トラスト基礎研究所が作成

【分析期間③(2012年1月～2015年12月)】

アベノミクス前期に該当するこの期間について図表 IV-9 を見ると、TOPIX の係数が 0.80 と影響度が高く、10 年国債利回りの係数も -0.48 と、株式市場要因と金利変動要因が当該期間において J-REIT 市場のパフォーマンスに大きく影響していたことが分かる。当分析期間では、2012 年 12 月にアベノミクスが開始され、TOPIX と東証 REIT 指数はともに大きく上昇した。そして、2013 年から始まった大規模金融緩和によって国内金利が低下を続けたこともあり株式市場は 2015 年後半に中国など世界的な景気減速で下げに転じるまでのほとんどの期間で好調に推移した。一方で、不動産賃貸市場要因及び景気要因の係数は小さく、想定とは異なる負数となっている。これは、不動産市況や国内景気が大きく後退したわけではないものの、前述のように金融政策がより強く影響し東証 REIT 指数が上昇したことが要因と考えられる。また、当分析期間のデータで作成したモデルの決定係数は 0.90 で、分析結果の信用性は十分に高いと考えられる。

図表 IV-9 重回帰分析の結果 係数表【分析期間③】

	TOPIX配当込み	10年国債利回り	募集賃料×稼働率	名目GDP原系列(前年同期比)	自由度調整済決定係数
偏回帰係数	0.80 ***	-0.48 ***	-0.23 ***	-0.12 ***	0.90

出所)三井住友トラスト基礎研究所が作成

【分析期間④(2016年1月～2019年12月)】

マイナス金利導入後のこの期間について図表 IV-10 に表示した各説明変数の係数を見ると、TOPIX と 10 年国債利回りの係数が他の分析期間に比べ相対的に小さくなっていることが分かる。これは、2016 年 9 月に金融庁が J-REIT を組み入れた投資信託について懸念を表明したことで、東証 REIT 指数が TOPIX を大きくアンダーパフォームし、逆に、2018 年以降には TOPIX が失速したのに対して、東証 REIT 指数は好調な国内不動産市場や低金利環境における相対的に高い配当利回りの再評価等により上昇に転じるなど、TOPIX と東証 REIT 指数が逆方向に推移した期間が長くなったことで、TOPIX の係数が負数でかつ小さくなったと考えられる。また、10 年国債利回りについてはマイナス金利政策下でイールドカーブ・コントロールによって当該分析期間のほとんどにおいて 0% 近辺で維持されていたことから影響度が低くなったと考えられる。一方で、不動産賃貸市場要因の説明変数の係数は相対的に高くなっている。これは前述のように好調な不動産市況を背景に東証 REIT 指数が上昇に転じたためと考えられる。また、景気要因の係数は 0.2 と不動産賃貸市場要因より係数が小さいものの一定のプラス影響はあったと見られる。分析期間①と同様に株式市場要因と金利変動要因の影響が弱くなったことで相対的にその他要因の影響度が高くなったと考えられる。ただし、当期間のデータで作成したモデルの決定係数は計算上マイナスとなっており、分析結果の統計的な信頼性は低いと考えられる。

図表 IV-10 重回帰分析の結果 係数表【分析期間④】

	TOPIX配当込み	10年国債利回り	募集賃料×稼働率	名目GDP原系列(前年同期比)	自由度調整済決定係数
偏回帰係数	-0.37 *	-0.20 —	1.09 ***	0.20 *	-0.01

出所)三井住友トラスト基礎研究所が作成

【分析期間⑤(2020年1月～2023年12月)】

2020年3月に新型コロナウイルスの世界的な流行を受けて、株式市場は一時急落したものの、世界的な景気刺激策と大規模金融緩和により株式市場は急回復することとなった。2023年以降は大規模金融緩和の正常化への動きを受けて、10年国債利回りが上昇、金利上昇懸念から東証REIT指数はTOPIXをアンダーパフォームすることとなった。図表IV-11を見るとTOPIXの係数は0.51と、10年国債利回りの-0.71と比べると絶対値が小さく影響度は相対的に小さいことが分かる。これは2022年末頃までは東証REIT指数は株式市場全体と連動して推移していたものの、2023年以降は金利上昇によりTOPIXをアンダーパフォームするようになったことで両者の相関関係が弱まったためと考えられる。また、不動産賃貸市場要因の係数は-0.69でありその絶対値は大きいものの、本来の想定とは正負の異なる値となっている。これは2020年～2021年のコロナ禍において賃貸収益(賃料×稼働率)が低調に推移する中でも東証REIT指数は大規模金融緩和の影響で上昇しており、逆に2022年以降は不動産賃貸市場が底打ちし回復に転じたにもかかわらず、東証REIT指数は国内金利上昇を受けて低下傾向にあったことで、負の相関関係が成立したのだと考えられる。景気要因の係数は0.19と低く、統計的な有意性も確認することは出来なかった。当期間のモデルの決定係数は0.47であり、分析結果はある程度の信頼性を持つと考えられる。

図表IV-11 重回帰分析の結果 係数表【分析期間⑤】

	TOPIX配当込み	10年国債利回り	募集賃料×稼働率	名目GDP原系列(前年同期比)	自由度調整済決定係数
偏回帰係数	0.51 *	-0.71 ***	-0.69 ***	0.19 -	0.47

出所)三井住友トラスト基礎研究所が作成

1-4 各分析期間を通じた考察

前述のように長期での要因分析では、株式市場要因と金利変動要因の影響度が極めて高く、2要因でJ-REIT市場パフォーマンスの変動のほとんどを説明可能であるという結果が得られた。また、中期の分析でも、期間②のサブプライムローン問題や期間③のアベノミクス開始のように金融市場全体に大きな影響を与えるイベントがあったときには、2要因の相対的な影響度がさらに強まり、それ以外の要因は統計的に意味のある影響を確認できなくなるなどの傾向が見られた。一方で、期間①や期間④のようなJ-REIT市場特有の問題、具体的にはJ-REIT市場創設や、金融庁のJ-REITを組み入れた投資信託への懸念表明などにより、J-REIT市場が株式市場全体とは異なる動きをしていた期間においては、株式市場要因と金利変動要因の影響が弱くなったことで不動産賃貸市場要因と景気要因の相対的な影響度が強まっていたことが確認できた。以上のことから、長期分析やJ-REIT市場を含む金融市場全体に大きな影響を与えるイベントがあった中期の分析では株式市場要因と金利変動要因を、J-REIT市場特有の問題によって株式市場や金利変動から想定される変動とは乖離した動きをしている際には、J-REIT投資法人の賃貸収益に影響する不動産賃貸市場要因や景気要因をより重視した分析を行うことが、J-REIT市場パフォーマンスを予測する上で重要だと考えている。

2 金利上昇による J-REIT のファンダメンタルズへの影響

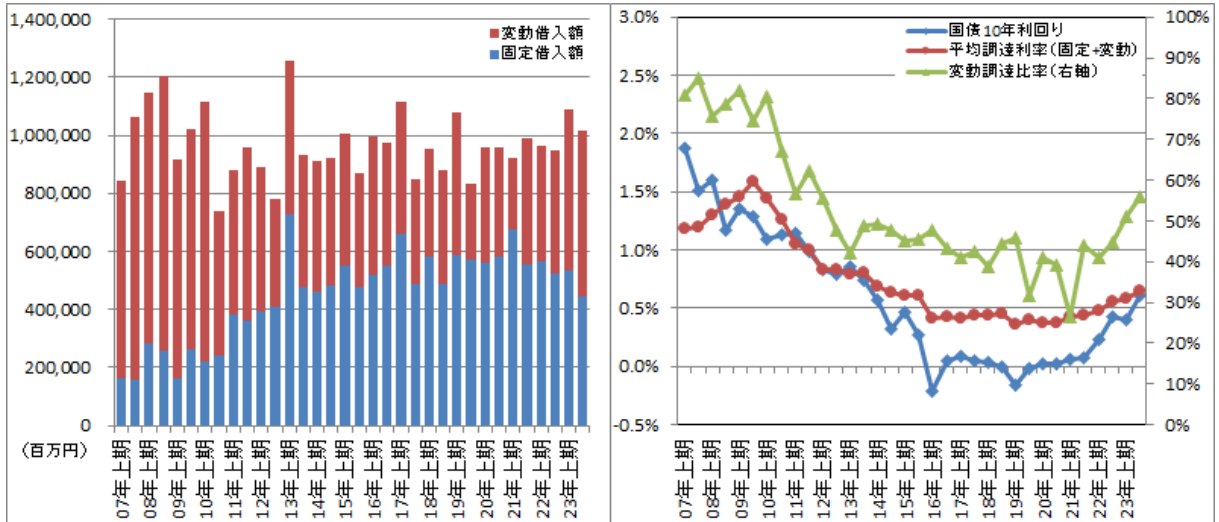
2-1 金利上昇によるデット調達コストの変化

(1) 借入における変動・固定金利比率と調達条件の変化

J-REIT が物件を新たに取得する場合、その取得資金の一定割合を金融機関からの借入金を用いて調達することが一般的であり、金利上昇で金融機関等への支払利息などの負債コストが増加すると投資法人の分配金の原資となる運用収益は減少することとなる。そのため、各投資法人は金利上昇による負債コストの増加を考慮し、金融環境に応じて固定・変動金利の借入比率や、借入期間等の借入条件の調整を行う。そのうち、J-REIT の過去の借入金調達額(固定・変動)と変動金利での調達比率等を示したのが図表 IV-12 である。なお、IV-12 は借り換えを含む新規調達(フロー)における変動比率であり、有利子負債残高(ストック)における変動比率ではないことに留意されたい。図表 IV-12(右)を確認すると 2016 年までの金利低下局面、それから 2021 年までの低金利環境下において、変動金利調達比率は概ね低下傾向となっており、2021 年上期の 26.6%を底として、その後は金融緩和終了を受けて 2023 年下期の 56.1%まで急速に上昇、2012 年上期の 55.7%とほぼ同水準となっている。

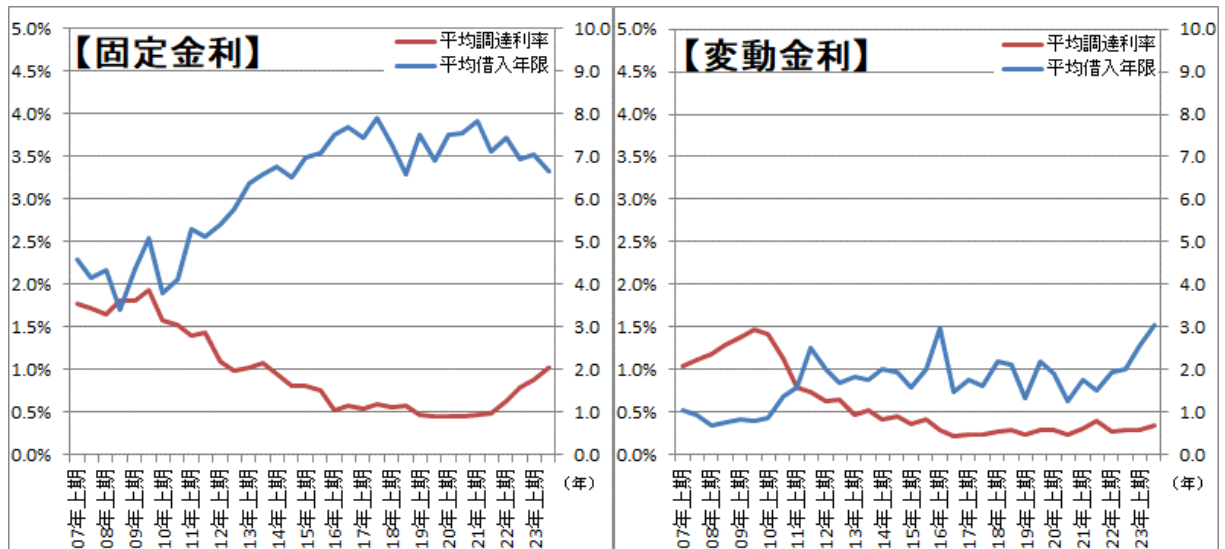
2021 年上期以降の金融行動は次のように考察している。投資法人は一般的に固定金利調達を多くすることで長期安定調達を志向しており、金利上昇(順イールドカーブ)局面における負債コスト増加の抑制には、固定金利の借入期間の短期化が選択肢となる。実際、図表 IV-13 のとおり、固定金利の借入期間は 2021 年上期の 7.8 年から 2023 年下期には 6.7 年に短期化している。それでも、2023 年下期の固定金利の平均調達利率は 1.0%となり、アベノミクス開始時の 2012 年頃の水準まで上昇している。2021 年以降のように長期金利が急速に上昇した場合、借入期間の調整だけでは十分な負債コスト削減効果が得られないこともある。そのような場合には固定金利水準 > 変動金利水準の金利差を活かして、上述したような変動金利調達比率を引き上げることが選択肢となる。こうした調整により、全体(固定+変動)の平均調達利率の上昇ペースは、2021 年上期 0.4%に対して 2023 年下期 0.6%と平均固定調達利率の上昇ペースより緩やかなものに留まっている。一方で、長期安定調達の観点からは有利子負債残高(ストック)の残存年数が過度に短期化することは避ける必要があり、変動金利の平均借入期間は 2021 年上期の 1.8 年から 2023 年下期には 3.1 年に長期化させている。ただし、これもまた変動金利での長期借入を増やし過ぎると将来の金利上昇リスク=負債コスト増加リスクが大きくなるため留意が必要である。このように、財務戦略上は、平均調達利率=足元の負債コスト、平均残存年数=安定調達度、変動調達比率=将来の金利上昇・負債コスト増加リスクを適度にバランスさせる必要がある。その点、図表 IV-14 の有利子負債残高(ストック)における調達条件を見ると、2021 年上期末の平均調達利率 0.6%、平均残存年数 4.4 年、変動調達比率 8.9%に対して、2023 年下期時点は各々 0.6%、4.1 年、11.4%であり、何れも変化は小さく、ストックで見た財務内容の変化はまだ限定的である。財務内容の健全性を維持しつつ、負債コストの増加抑制を実現していることが確認できる。

図表 IV-12 借入における固定金利と変動金利の内訳、変動調達比率の推移



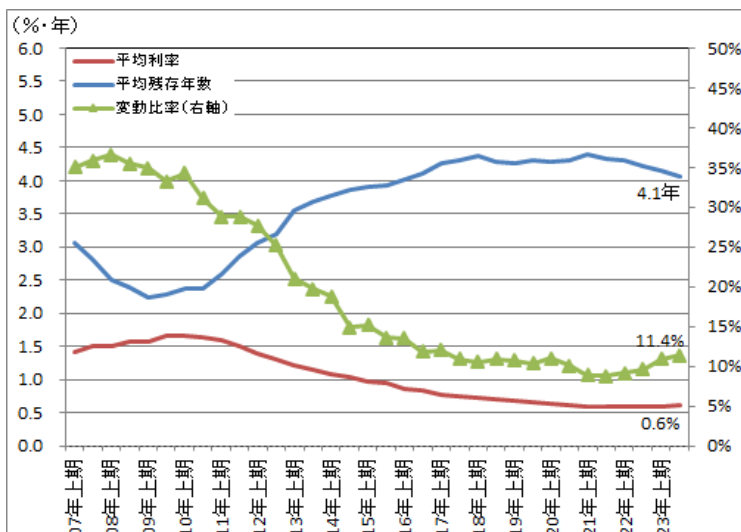
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 IV-13 固定・変動金利借入の調達条件推移



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 IV-14 J-REITの有利子負債残高の調達条件および変動比率の変化



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

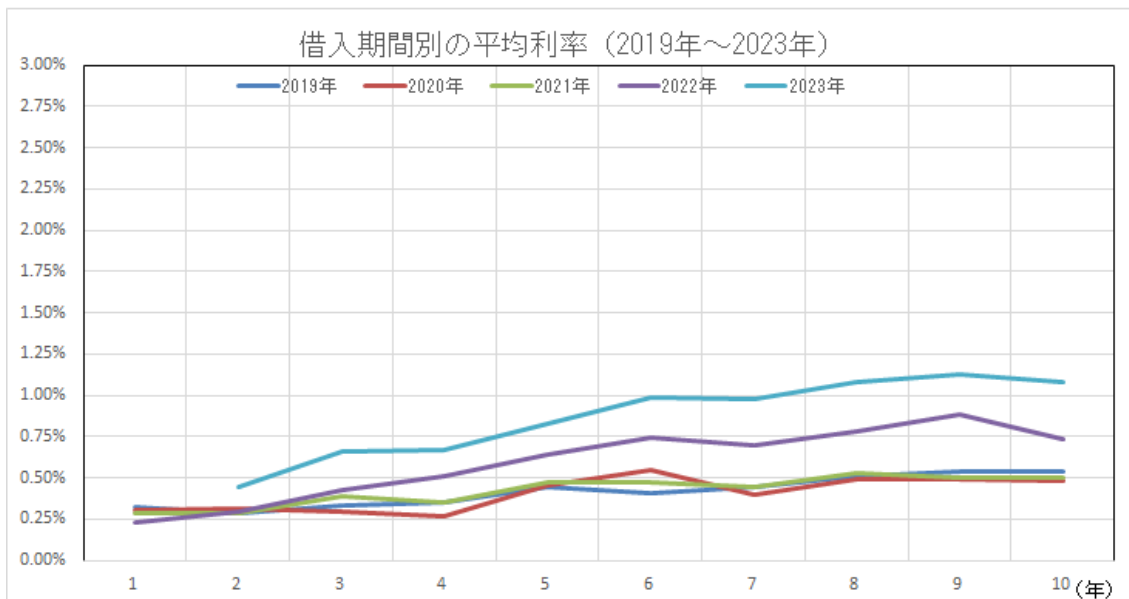
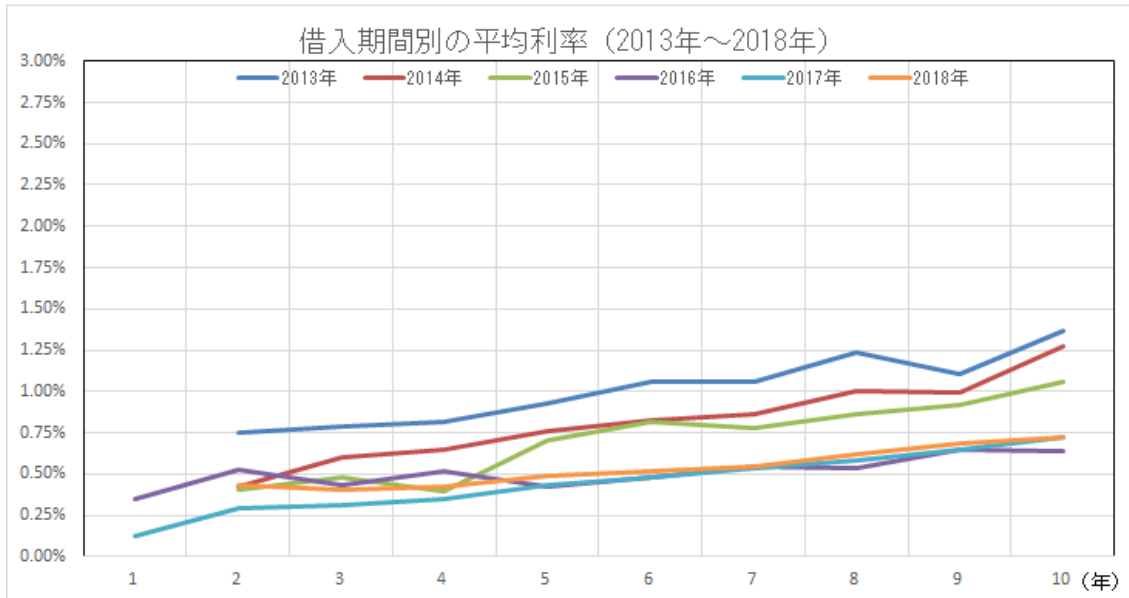
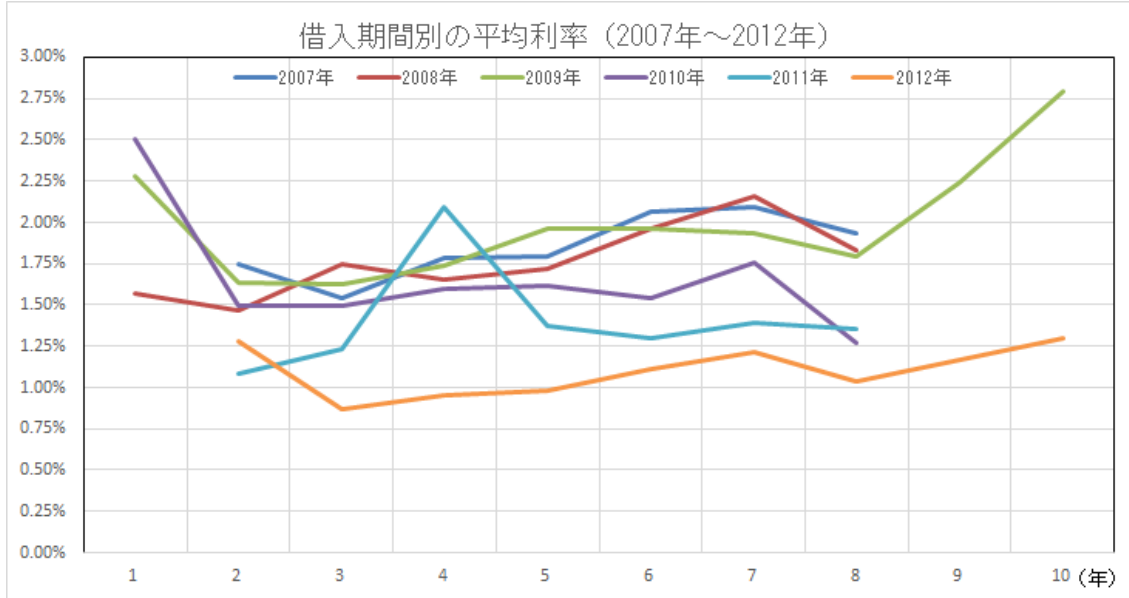
(2) 固定金利借入の借入期間別でみた平均調達利率の変化

調達年毎に借入期間と平均調達利率の関係(以下、イールドカーブ)を表示したのが図表 IV-15 である。なお、このイールドカーブは、金融市場全体のイールドカーブではなく、J-REIT が実際に調達している期間別のイールドカーブであることに留意されたい。

10 年国債利回りの低下に伴って、イールドカーブ全体は 2016 年まで下方へシフトしていたことがわかる。10 年国債利回りがマイナス圏まで低下した 2016 年以降は概ね同水準での推移が続き、コロナ禍で大規模金融緩和が実施された 2020 年を見ると借入期間 7 年が 6 年を下回るなど一部順イールドが崩れたりもするものの、基本的には順イールドの状態での推移が続いている。そして、10 年国債利回りが上昇に転じた 2022 年以降はイールドカーブが上方へのシフトを始めていることが確認できる。なお、2012 年～2021 年までのほとんどの期間で借入期間 10 年の平均利率は他の借入期間を上回り推移しているが、2022 年や 2023 年は借入期間 8～9 年の平均利率を下回るなどの傾向が見られた。これは、借入期間 10 年等の長期で借入を行う、上場年数が長く既に十分な資産規模のある投資法人では金利上昇下で外部成長に伴う新規借入等を抑制したことが要因として考えられる。

このように固定金利借入の条件は変化することから、金融環境に応じて財務内容の健全性を維持しつつ負債コストの増加を抑えるために、前述したような変動金利調達比率や借入期間等の調整が行われる。

図表 IV-15 J-REITにおける借入期間別の平均利率 ※固定金利借入が対象



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2-2 金利上昇局面での資産価値の変動

(1) 既存物件の鑑定評価額の変化率と10年国債利回り水準の相関性

本章では金利上昇が不動産の資産価値の変化に与える影響について分析を行う。J-REITにおいて保有する不動産の資産価値を把握する際には、決算期末ごとに鑑定機関によって算出された不動産鑑定評価額を用いることが一般的である。そこで、本分析では各投資法人が決算発表時に公表する保有物件の決算期末時点の鑑定評価額の半年前からの変化率を算定することで資産価値の変化を分析する。図表 IV-16 は J-REIT 市場に上場する全銘柄が保有する全物件（以下、全体）、もしくはオフィス、住宅など各用途別に各決算期末の鑑定評価額を集計し、半年前の集計額と比較することで算出した既存物件の鑑定評価額の変化率推移を示したものである。なお、集計は既存物件のみを対象としており、対象期間の途中で取得・譲渡した物件は集計の対象外としている。図表 IV-16 をみると、既存物件の鑑定評価額の変化率はサブプライムローン問題により株式市場が暴落した 2007～2009 年に大きく低下し、アベノミクスが始まった 2012～2015 年には大きく上昇していることなどが分かる。

一方、不動産価格評価に用いられる期待利回り水準に影響を与える長期金利指標である 10 年国債利回りの推移を見ると 2006 年上期からマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策導入が決定された 2016 年上期にかけて緩やかに低下した後は、2021 年下期まで 0% 近辺でほぼ横ばい、それ以降は国内金利上昇懸念等の要因で緩やかな上昇傾向が見られる。この 2 つの推移を比較すると変化の連動性、相関性はそれほど高くないように見える。

そこで加えて、TOPIX（配当なし）並びに東証 REIT 指数（配当なし）との比較を行ってみた。不動産を投資商品として捉えた場合には、その価格は株式など他の投資対象資産の価格変化の影響を受けるとの考えの下、株式市場の指数である TOPIX（配当なし）を取り上げ、また投資法人の増資を伴う物件取得環境が、延いては不動産需要の増減を通じて不動産価格に影響を与えるとの考えの下、東証 REIT 指数（配当なし）を取り上げた。その結果、先述したサブプライムローン問題による下落や、アベノミクス開始時の上昇など、その変化に一定の相関性を確認することができた。

(2) 統計値を用いた既存物件の鑑定評価額の変化率と各指数の相関関係の確認

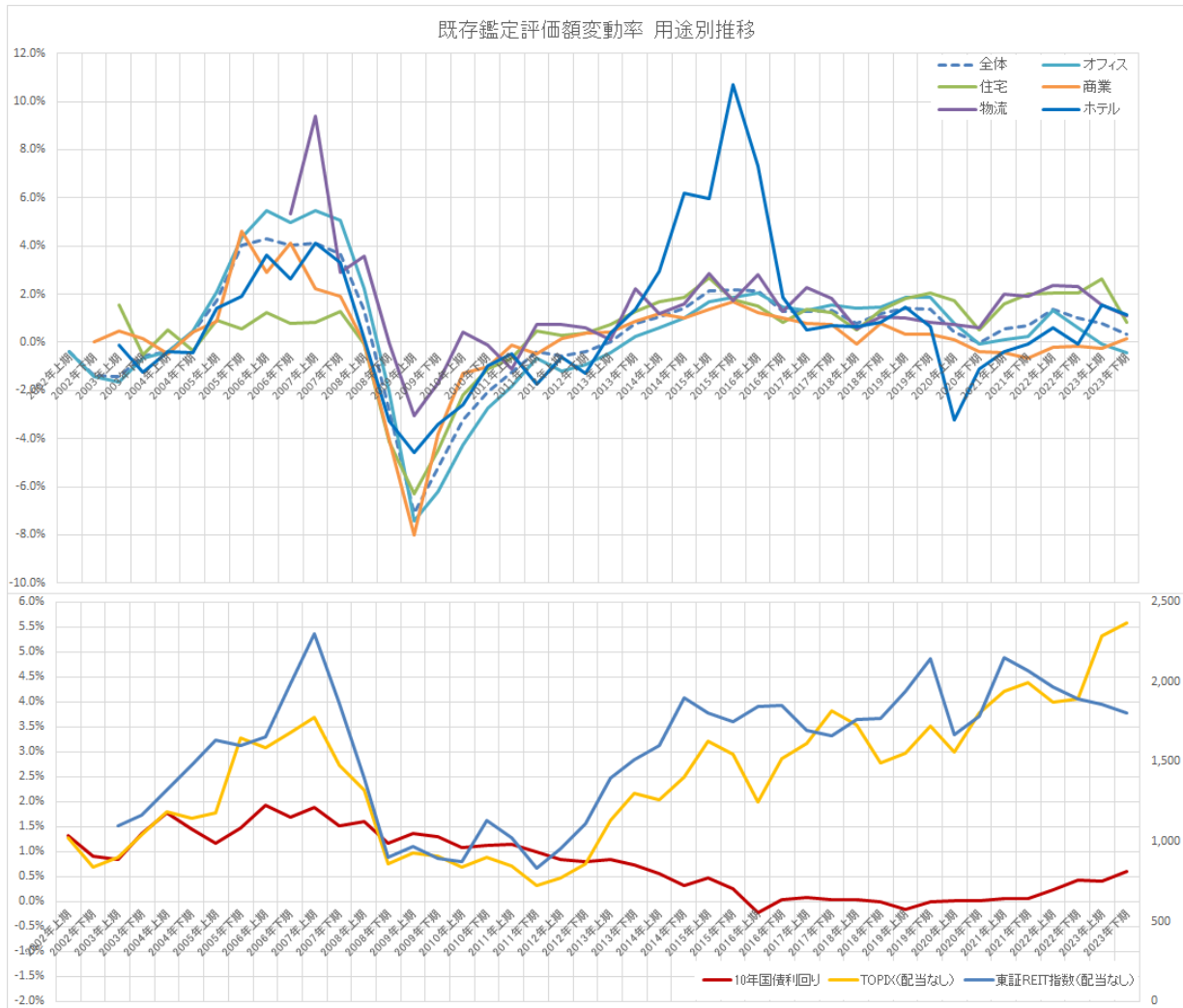
既存物件鑑定評価額の変化率と、10 年国債利回りや TOPIX（配当なし）、東証 REIT 指数（配当なし）との間で相関係数を算出した結果が図表 IV-17 のとおりである。なお、計算期間は東証 REIT 指数の算定開始時期（2003 年 3 月末）の關係で 2003 年上期末から 2023 年下期末としている。10 年国債利回りなど各指数と保有物件全体との相関係数を確認すると、TOPIX（配当なし）が約 0.6、東証 REIT 指数（配当なし）が約 0.7 と一定の正の相関関係が確認できるのに対して、10 年国債利回りは約 -0.1 とその絶対値は低く、統計的な有意性も確認することは出来なかった。また、用途別では、企業業績などの景気影響を強く受けるオフィスや、投資家層が幅広く流動性の高い住宅と東証 REIT 指数との相関が他用途（商業やホテル）に比べ強いことが確認できた。

各指数と既存物件の鑑定評価額の変化率（全体）の相関関係を散布図として図示したものが図表 IV-18 である。上段の 10 年国債利回りとの散布図を確認すると図中において丸で囲った箇所、J-REIT 創設時期（2003 年上期～2006 年下期）やサブプライムローン問題前後の時期（2007 年上期～2009 年下期）を表す点が他の点の集合から乖離していることが確認できる。これは J-REIT 創設期における J-REIT の投資基準を満たす属性の物件に対する急速な需要や流動性の高まりや、株式市場における金融資産価格の過度な騰落などにより、10 年国債利回りの水準

から本来想定される不動産価格から大きく乖離した資産価格形成が行われたことが要因だと考えられる。一方、TOPIX(配当なし)や東証 REIT 指数(配当なし)についても、同時期を表す点は、他の点からはやや乖離した座標に位置するものの、株式市場自体が不動産価格と同方向に変化しており、10年国債利回りとの散布図との比較で乖離幅は限定的であったことから、このように東証 REIT 指数(配当なし)や TOPIX(配当なし)との相関係数が高くなったのと考えられる。

これらの分析結果から、過去においては、J-REIT 保有物件の資産価値は金利変動よりも株式市場や J-REIT 市場といった資本市場との連動性が高いことが確認できた。

図表 IV-16 J-REIT の既存鑑定評価額変化率の用途別推移



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 IV-17 J-REIT の用途別の既存物件の鑑定評価額の変化率と各指標の相関係数

	10年国債利回り	TOPIX (配当なし)	東証REIT指数 (配当なし)
鑑定評価額変化率 「全体」	-0.07	0.55	0.73
「オフィス」	0.01	0.51	0.71
「住宅」	-0.46	0.58	0.70
「商業」	0.01	0.35	0.51
「ホテル」	-0.17	0.35	0.56

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 IV-18 J-REIT の既存鑑定評価額変化率と各指標との相関関係



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

V J-REIT の投資主価値向上の取り組み

1 投資主価値向上のメカニズムとそのための手段

J-REIT の投資主価値とは投資主に帰属する経済的価値を示し、具体的には収益指標である 1 口当たり分配金 (Dividend Per Share。以下 DPS) と資産価値指標である 1 口当たり NAV (Net Asset Value。保有不動産を時価評価した純資産価値) によって表される。銘柄によって投資方針や成長戦略は様々だが、全銘柄共通の運用目的は投資主価値の最大化であり、投資主価値向上とその期待が投資口価格の上昇につながる (図表 V-1)。

DPS は、ROA (総資産利益率)、BPS (1 口当たり純資産額)、LTV (有利子負債/総資産) の 3 要素に分解できる。また、NAV は、BPS に保有不動産の 1 口当たり含み損益を加算したものである。

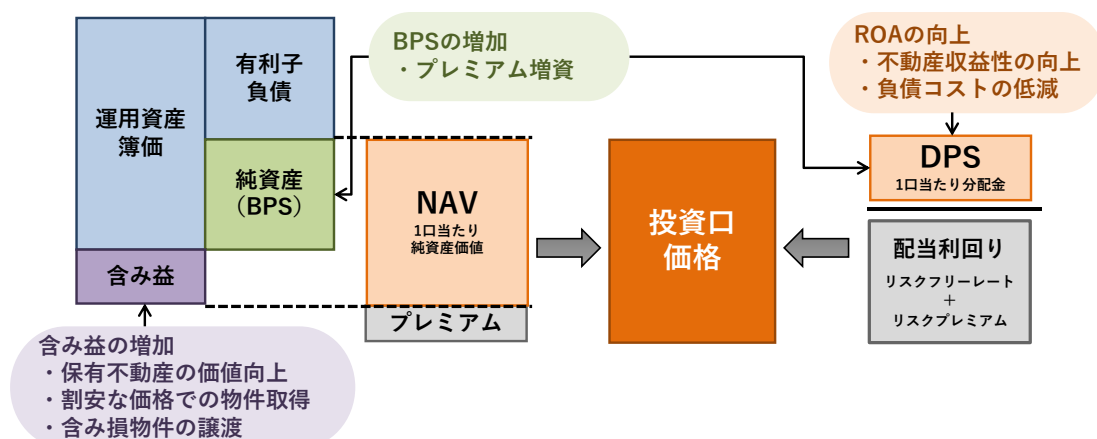
ROA 向上の手段としては、不動産収益性の向上と負債コストの低減があり、不動産収益性は外部成長と内部成長の相互作用で向上する。外部成長とは物件売買を伴うもので、既存ポートフォリオ平均を上回る収益性の物件を取得、あるいは既存ポートフォリオ平均を下回る収益性の物件を譲渡することによってたらされる。内部成長とは保有不動産の賃貸運営によるもので、賃料収入の増加や賃貸費用の削減である。また、負債コストは、基準金利の低下に加え、信用力向上による融資条件の改善によって低減する。

LTV の引き上げも分配金成長には寄与するが、限界がある。J-REIT は LTV (総資産ベース) を 40~50% 程度の範囲でコントロールすることによって保守的な財務体質の維持に努めている。また、増資による資金調達は機動性に劣るため、物件取得の際、借入金による資金調達ができるよう LTV の余力を確保しておく必要がある。従って、LTV の引き上げは、増資後に低下した LTV を引き上げる、あるいは低 LTV で上場した銘柄が順次 LTV を引き上げていくといったことに限られる。

NAV の成長につながる含み益増加の手段には、保有不動産の評価額上昇、割安な価格での物件取得、含み損物件の譲渡がある。

分配金と NAV の両方の成長に寄与する BPS の増加は、BPS を上回る投資口価格で増資すること (プレミアム増資) により実現できる。J-REIT は利益のほとんどを分配するため物件を追加的に取得して投資主価値向上を図るには外部からの資金調達に頼らざるをえないため、事業会社より頻繁に増資を行うことになる。また、増資を行う際には、口数増加による 1 口当たり利益の希薄化を避けるため、物件取得を併せて行う必要がある。プレミアム増資で投資主価値向上が可能となる半面、まとまった取得物件を確保しながら、変化の大きい金融市場の中でエクイティ調達を継続していくことは容易ではない。

図表 V-1 投資主価値と投資口価格の概念図



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

実際、市場の下落で 2022 年以降はエクイティ調達額が大きく減少し、増資による BPS 向上が多くの銘柄で難しくなっている。また、不動産価格の高止まりや、金利上昇、水道光熱費収支の悪化などで、ROA には下押し圧力がかかっている。

こうした外部成長、内部成長ともに難しい環境下、広がりを見せている投資主価値向上の 4 つの取り組み(①資産入替、②複合、総合化、③自己投資口取得、④ESG の取り組み)について、その動向を概観し、効果について考察する。

2 資産入替の推進

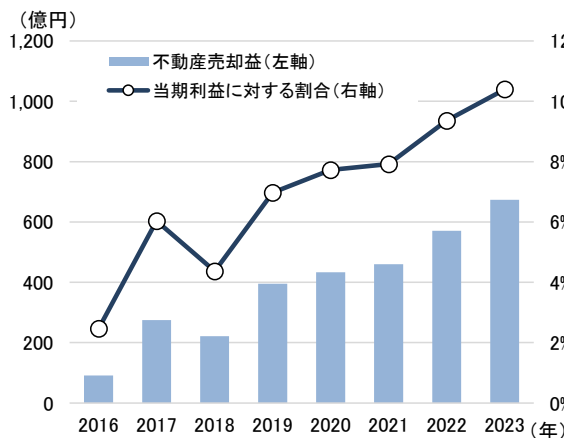
2-1 売却益による分配金、NAV への影響

以前は、低金利下で不動産売買環境が活況の中、物件譲渡で得られた売却益を税制上の特例を活用して将来の分配金安定化のために最大限内部留保する銘柄が多かった。しかしながら、コロナ禍では売却益を賃貸利益の悪化を補うために活用し、また金利上昇局面に転じて低迷する市場においては売却益の積極分配で分配金水準を引き上げる動きもみられる。

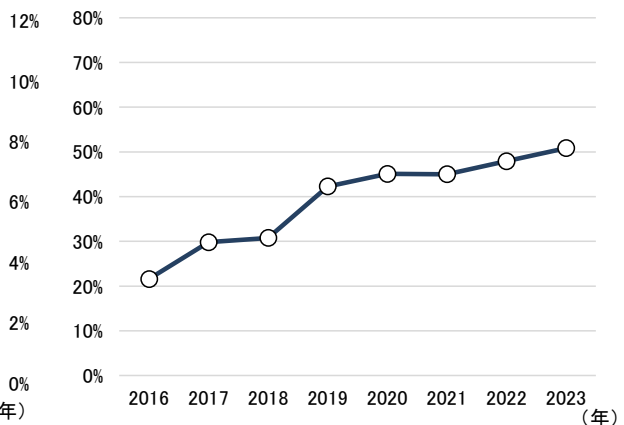
売却益は年々増加しており、当期利益総額に対する割合、売却益を計上した銘柄数の割合も上昇傾向にある(図表 V-2、V-3)。2023 年は約半数の銘柄が売却益を計上し、売却益は年間合計で 673 億円、全銘柄の当期利益総額 6,480 億円に対する割合は 10.4%であった。

では実際に売却益が分配金引き上げにどの程度寄与しているか。

図表 V-2 不動産売却益の推移



図表 V-3 売却益を計上した銘柄数の割合



注)不動産売却益(ネット)＝不動産等売却益－不動産等売却損。不動産等交換差損益を含む
出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

分配金水準はコロナ禍前の 19 年以降少し低下したが、2023 年にはコロナ前を若干上回る水準に回復している。この間、売却益影響を除いた巡航 EPS の分配金に対する比率は、2019 年下期の 98%から 2023 年下期には 93%に低下した(図表 V-4)。

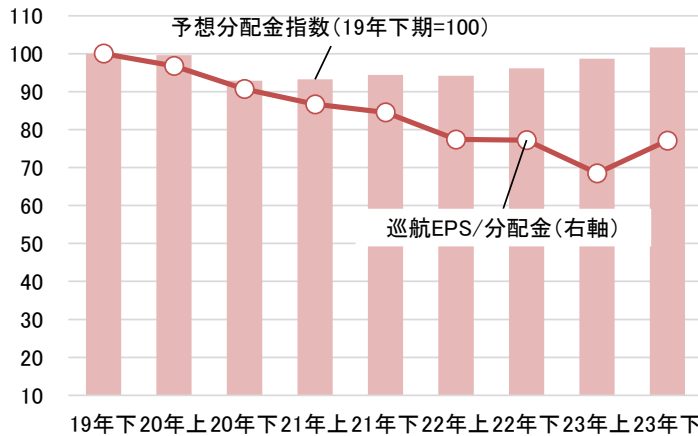
巡航 EPS と分配金との差は、売却益の分配、内部留保の取崩による分配、利益超過分配(減価償却費等を原資とした会計上の利益を超えた分配)のいずれかであるが、利益超過分配は主に物流銘柄による継続的なものが多くを占め、それ以外の銘柄では少ない。巡航 EPS の分配金に対する比率の低下は、オフィス銘柄や複合・総合型銘柄等が売却益や内部留保の取崩を拡大させ、分配金の維

持向上を図っていることを示している。

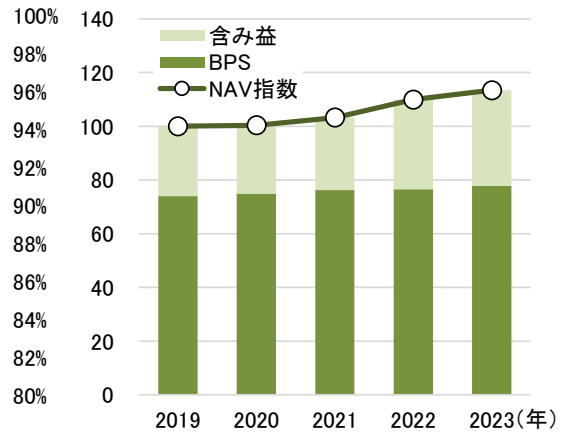
また、物件譲渡で含み益の一部を顕在化させている中であっても、保有物件の更なる評価額上昇により含み益が増加することで NAV の成長は継続している(図表 V-5)。NAV は 2019 年末から 2023 年末にかけて 13%増加した。

因みに、J-REIT の保有不動産の含み益(鑑定評価額と簿価との差額)は 2023 年 12 月末で全銘柄合計 5.5 兆円と多額で、鑑定評価額の上昇により過去最高を更新している(図表 V-6)。分配金安定化の下支えとなる内部留保残高も売却益の一部を繰り入れることで、J-REIT 全体として分配総額の 50%程度の水準が維持されている(図表 V-7)。

図表 V-4 分配金指数、巡航 EPS/分配金比率の推移

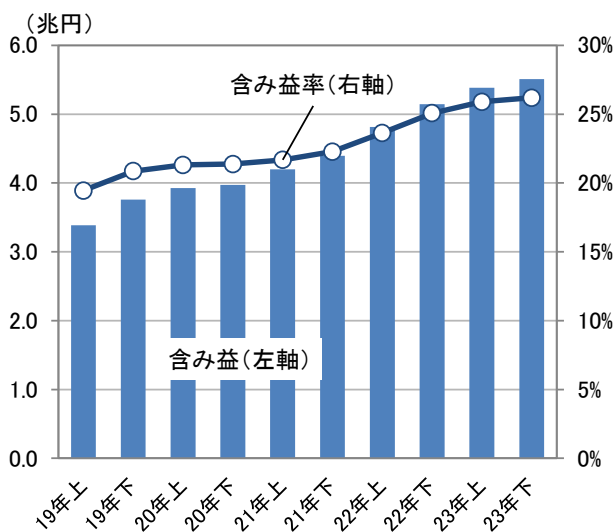


図表 V-5 NAV 指数の推移

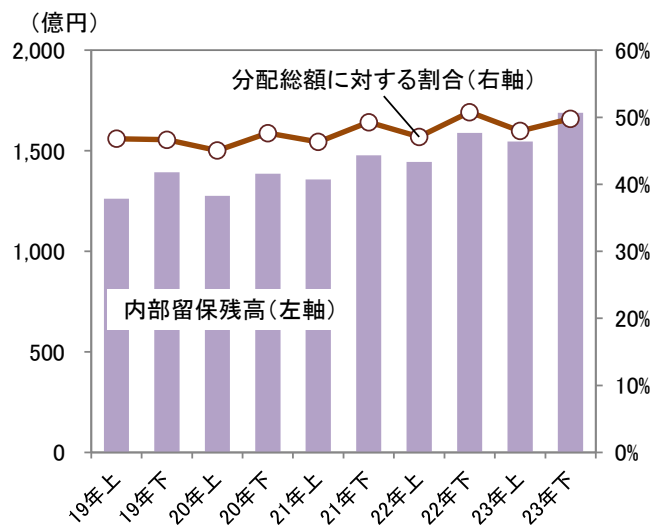


注 1) 予想分配金指数=東証 REIT 指数×予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース。19 年下期=100 として再指数化
 注 2) 巡航 EPS/分配金は集計対象の中央値の推移。巡航 EPS=(経常利益-売却損益+のれん償却額)/発行済投資口数
 注 3) NAV 指数=東証 REIT 指数÷P/NAV。NAV は三井住友トラスト基礎研究所算出。2019 年末=100 として再指数化
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 V-6 含み益、含み益率の推移



図表 V-7 内部留保残高の推移



注 1) 含み益=鑑定評価額合計-帳簿価額合計。含み益率=含み益÷帳簿価額合計
 注 2) 内部留保残高は任意積立金残高のほか、繰延税金負債、繰越利益を集計
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2-2 資産入替によるオフィスポートフォリオの変化

資産入替は、含み益の顕在化による分配金の下支えだけでなく、ポートフォリオの質や収益性の向上にも寄与している。

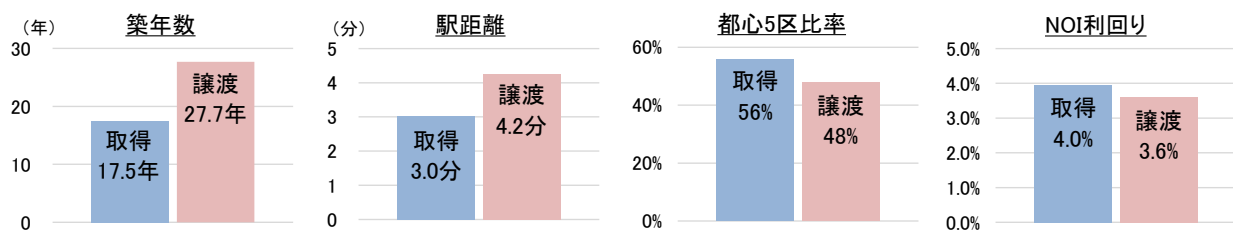
J-REIT の不動産取引において最も多くを占めるオフィスについて、2019～2023 年の 5 年間に発表された取得物件、譲渡物件を対象に集計した。この結果、築年数の平均は取得物件が 17.5 年と、譲渡物件の 27.7 年に対して約 10 年若返り、駅距離の平均も取得物件が 3.0 分と譲渡物件の 4.2 分からさらに短縮、都心 5 区の比率は取得物件が 56%と譲渡物件の 48%を上回った。収益性についても、鑑定 NOI で算出した取得物件の NOI 利回りは 4.0%と、実績 NOI で算出した譲渡物件の NOI 利回り 3.6%より高くなった(図表 V-8①)。

集計対象期間はコロナ禍を含むとはいえ、豊富な不動産投資資金が日本に流入し、不動産価格は高値圏での推移が継続していた。一方、賃貸環境は悪化し、J-REIT が保有するオフィスも賃貸利益の減少に見舞われた。その中で、J-REIT は将来的な立地競争力や需給動向を勘案し、築古で多額の追加投資の必要性が生じる物件の譲渡を中心に入替を進めた。譲渡物件の実績 NOI が稼働率や賃料単価の低下で鑑定 NOI を下回るにも係わらず、鑑定評価額を平均 14%上回る価格で譲渡し、加えて、鑑定評価額を平均 5%下回る価格で物件の取得を行うことで、エリアや立地を妥協することなく、収益改善につなげている。同様の改善結果は、オフィス特化型銘柄の取得譲渡に限定して比較しても確認できた(図表 V-8②)。

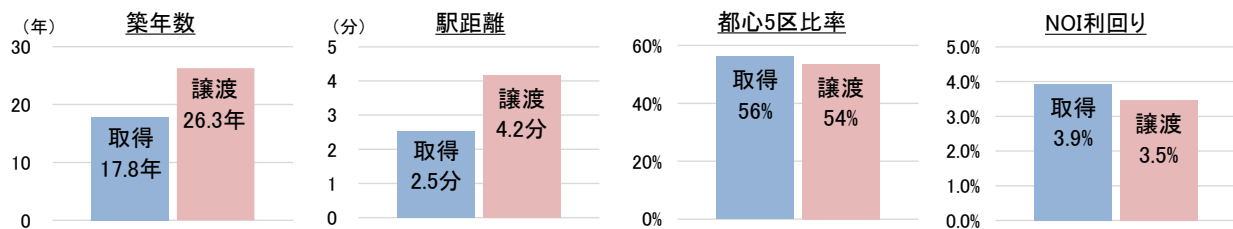
図表 V-8 オフィスの取得物件、譲渡物件の比較

【集計対象】	2019～2023 年に取得、譲渡発表のオフィス物件で、下記全データの開示がある物件 部分譲渡の物件は除く
【築年数】	取得日、譲渡日における築年数。取得価格、譲渡価格で加重平均
【駅距離】	最寄り駅までの徒歩所要時間。取得価格、譲渡価格で加重平均
【都心 5 区比率】	取得価格、譲渡価格の比率
【NOI 利回り】	鑑定 NOI / 取得価格、実績 NOI / 譲渡価格。取得価格、譲渡価格で加重平均

① 集計対象 : 取得物件 265 件 2 兆 997 億円、譲渡物件 154 件 8,448 億円



② 上記のうちオフィス特化型銘柄の取得物件、譲渡物件
集計対象 : 取得物件 111 件 1 兆 940 億円、譲渡物件 66 件 4,623 億円



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

3 複合・総合化の広がり

3-1 複合・総合型銘柄増加の背景

J-REIT では、特定の用途に投資する特化型銘柄に対して、2 つ(複合型)、または 3 つ(総合型)以上の用途に分散投資する複合・総合型銘柄が増加している。三井住友トラスト基礎研究所が算出している SMTRI J-REIT Index® の分類では、複合・総合型セクターの銘柄数は全 58 銘柄中 30 銘柄で、時価総額比率は 2013 年 12 月末 36% から 2018 年 12 月末 42% に上昇、さらに 2023 年 12 月末時点では 48% まで高まり、特化型セクター合計とほぼ同程度の比率となった。過去 5 年間の比率上昇には、合併に伴う総合化が 4 件、投資方針変更に伴う総合化が 3 件あったことが影響している(図表 V-9)。

コロナ禍を挟む 2019~2023 年の期間において、J-REIT は賃貸市況の先行き懸念等から投資口価格の低迷でエクイティ調達環境が悪化した一方、不動産価格の高止まりで厳しい物件取得環境が続き、外部成長が制約された。また、コロナ禍でオフィス需要の構造変化やホテルの収益変動リスクの顕在化が生じたほか、金利上昇やインフレによるコスト増加が懸念される状況にもなった。

こうした環境変化や課題認識のもと、合併のハードルが低い同一スポンサー傘下同士の合併や小型銘柄の投資方針変更による投資対象拡大が相次いだ。総合化によって物件取得機会を広げ、資産規模拡大を加速させることは、市場におけるプレゼンスと流動性の向上、分散効果によるポートフォリオの収益安定性に寄与する。特に合併は資産規模を飛躍的に拡大させ、短期間でこの効果を楽しむことができる。また、複数の用途を投資対象とすることは、特定用途のリスクを薄めるだけでなく、成長期待のある用途への投資拡大でポートフォリオの収益力を向上させたり、競争力や収益力が低下した物件を別の用途の物件と資産入替したりと、運用の柔軟性が高まる。実際、合併で総合型に転換した銘柄では、その後 PO を伴う外部成長で規模拡大が進展した銘柄もある。また、用途構成の最適化を図りながら含み益の顕在化を加速する動き、成長期待の高い用途に積極投資する動きもみられる。

図表 V-9 2019~2023 年の総合化の事例

【合併に伴う総合化】

投資法人名	合併効力発生日	投資法人名(合併前)	セクター(合併前)
大和証券リビング	2020年4月	日本賃貸住宅	住宅特化
		日本ヘルスケア	ヘルスケア特化
日本都市ファンド	2021年3月	日本リテールファンド MCUBS MidCity	商業特化 複合・総合
森トラストリート	2023年3月	森トラスト総合リート	複合・総合
		森トラスト・ホテルリート	ホテル特化
KDX不動産	2023年11月	ケネディクス・オフィス	オフィス特化
		ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	複合・総合
		ケネディクス商業リート	商業特化

【投資方針変更に伴う総合化】

投資法人名	変更日	セクター(変更前)
日本ホテル&レジデンシャル	2023年2月	ホテル特化
エスコンジャパンリート	2023年10月	商業特化
サンケイリアルエステート	2023年10月	オフィス特化

注)セクター分類は三井住友トラスト基礎研究所
出所)三井住友トラスト基礎研究所

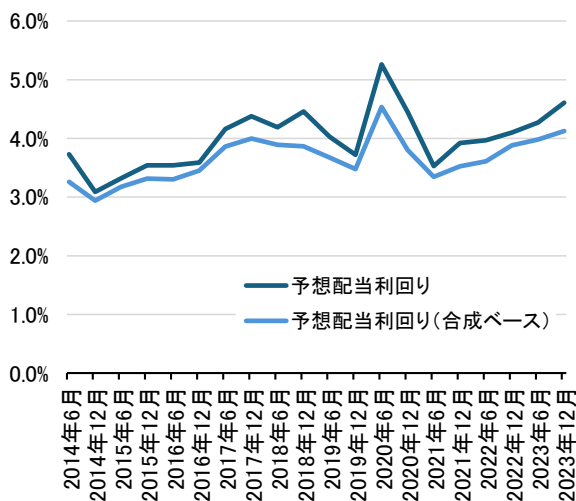
3-2 特化型銘柄とのバリュエーション比較

ただ一方で、複合・総合型銘柄に対してはコングロリット・ディスカウントが生じているとの指摘がある。コングロリット・ディスカウントとは、多角化企業が同じ産業で活動する専門企業に比べて市場から低く評価される傾向を指す。

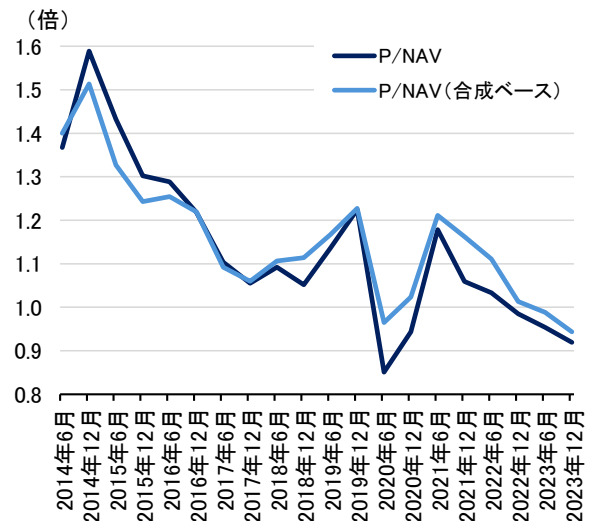
J-REIT の複合・総合型セクターのバリュエーションを、同セクターの保有不動産の用途比率と各特化型セクターのバリュエーションを掛け合わせて算出した合成ベースのバリュエーションと比較した結果、予想配当利回りは合成ベースを上回り、P/NAV も 2018 年以降は合成ベースを下回った。この比較からは、やはり一定程度ディスカウントが生じていると捉えられる(図表 V-10、V-11)。

複合・総合型セクターの保有不動産は、2023 年 12 月末時点でオフィス 43%、住宅 17%、商業施設 20%、物流施設 8%、ホテル 10%と、J-REIT 全体と比べて商業施設、オフィスの比率が高く、物流施設の比率が低い。また、同セクターの主要銘柄は比較的ホテルを多く保有する。特に合成ベースのバリュエーションとの乖離が拡大した 2020 年 6 月および 2021 年 12 月～2022 年 6 月を振り返ると、前者のコロナ急落後の商業施設やホテルの収益悪化が強く意識された局面では、実力以上に両用途のマイナス影響が市場で意識された。また、後者のホテル収益の回復期待が高まった局面では、賃貸運営の厳しさから下落したオフィスのマイナス影響を強く受けて、市場評価が回復しにくかった。複合・総合型セクターの分かりにくさゆえに、運営状況の方向性が用途によって異なるような局面では、特に悪化懸念の高いセクターに市場評価が引っ張られ、ディスカウントが拡大しやすいといえる。

図表 V-10 複合・総合型セクターの予想配当利回り



図表 V-11 複合・総合型セクターの P/NAV



出所)三井住友トラスト基礎研究所。予想配当金は投資法人開示資料による。NAV 評価は三井住友トラスト基礎研究所による

4 自己投資口取得の意義

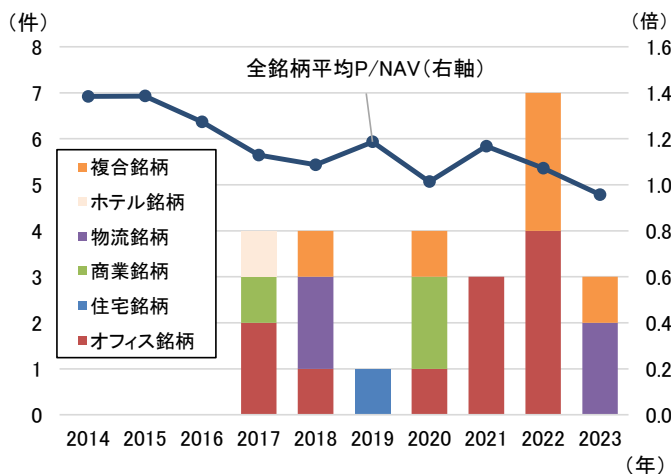
4-1 自己投資口取得の実施動向

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。このうち、自己投資口の取得は、金融危機後にエクイティ調達が困難になった経緯から、金融資本市場の動向が投資口価格に与える影響を緩和する資本政策の手段として、2013年の投信法改正で導入された。投資口価格の低迷でP/NAVが1倍を大きく下回り、資本コストを上回る収益性の物件を取得することが難しい場合に、自己投資口取得は有効である。自己投資口取得は、主に、投資口数の減少を通じて1口当たり指標を改善し、投資口価格水準が割安であることを投資家に訴求するアナウンスメント効果がある。

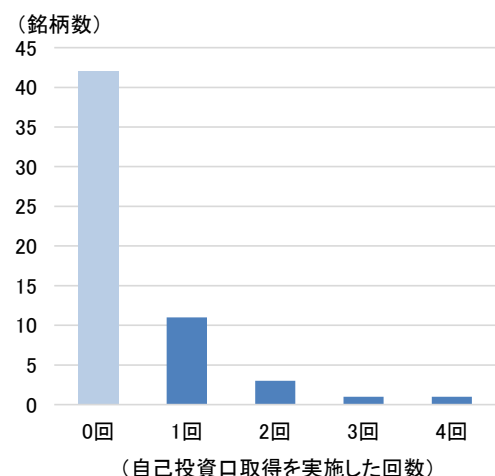
導入後数年はJ-REIT市場が金融緩和を背景に好調に推移したため実施されなかったが、2017年に投資信託からの資金流出を受けて市場が下落する中、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人(2021年11月、TOBにより上場廃止)がJ-REIT初の自己投資口取得の実施を発表した。これを皮切りに2017年以降、自己投資口の取得は毎年行われ、2021年、2022年には貸貸市況の悪化でバリュエーションが低下したオフィス銘柄が相次いで実施し、2022年の自己投資口取得件数は7件と年間で過去最多となった(図表V-12)。2023年には金利上昇で大きく下落した物流銘柄でも自己投資口取得の動きがみられた。2023年12月末までに自己投資口取得は合計26件実施されている。実施銘柄は17銘柄と全体の3割程度に上り、うち6銘柄は複数回実施し、最多は大和証券オフィス投資法人の4回である(図表V-13)。取得価格総額は26億円で、取得資金には手元資金や物件譲渡代金が充てられている。

投資口数は過去26件の平均では1.06%減少しており、実施17銘柄に関しては、実施回数や取得規模によって違いはあるものの、最小0.6%、最大3.9%(複数回実施銘柄は累計)の範囲で1口当たりの利益が押し上げられたことになる。次項では自己投資口取得の投資口価格への影響を分析する。

図表 V-12 自己投資口取得件数と P/NAV の推移



図表 V-13 自己投資口取得実施回数別の銘柄数



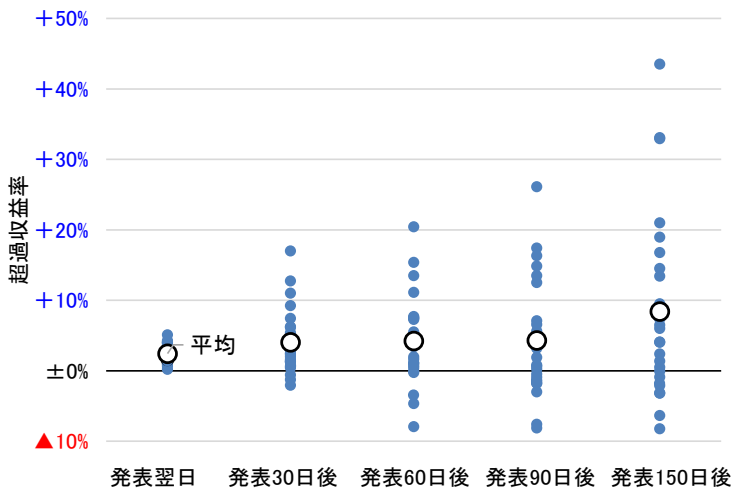
注 1) 自己投資口取得件数は発表日ベースで集計。P/NAV は各年の日次平均値、NAV 評価は三井住友トラスト基礎研究所による
 注 2) 自己投資口取得実施回数は 2023 年 12 月末時点の上場 58 銘柄が対象
 出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

4-2 自己投資口取得発表後の投資口価格動向

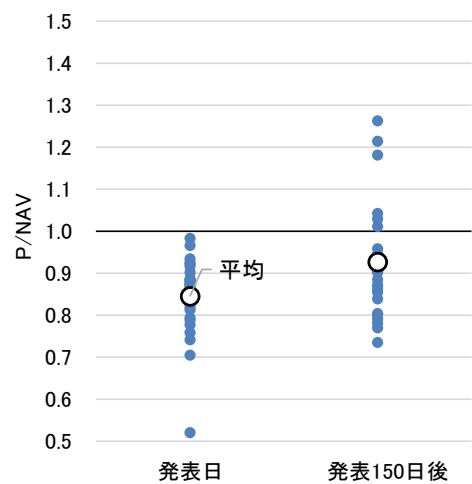
一般に、株式市場では自社株買いのアナウンスを受けた市場反応で、自社株買い企業は市場収益率を上回る相対的に高い株価上昇率がみられると言われるが、J-REIT 市場ではどうか。

2023 年までに発表された自己投資口取得 26 件について、発表翌日から発表 150 日後までの当該銘柄と東証 REIT 指数とのリターンの差を示す超過収益率をみてみると、発表翌日は全件プラスで、超過収益率は平均 2.5% となった。その後も超過収益率は平均でプラス、個別にも過半はプラスで推移した(図表 V-14)。また、実施 26 件の P/NAV は、発表日時点で平均 0.84 倍、中には 0.5 倍台と大幅なディスカウント状態の銘柄もあったが、発表 150 日後の時点では平均 0.93 倍と、バリュエーションの割安解消も一部進んだ様子が窺える(図表 V-15)。ただ、時間の経過とともに超過収益率のばらつきが拡大し、マイナスとなるケースもみられた。

図表 V-14 発表後の超過収益率の分布



図表 V-15 発表後の P/NAV の変化



注 1) いずれも東証 REIT 指数に対する超過収益率

注 2) P/NAV は鑑定 NAV で算出

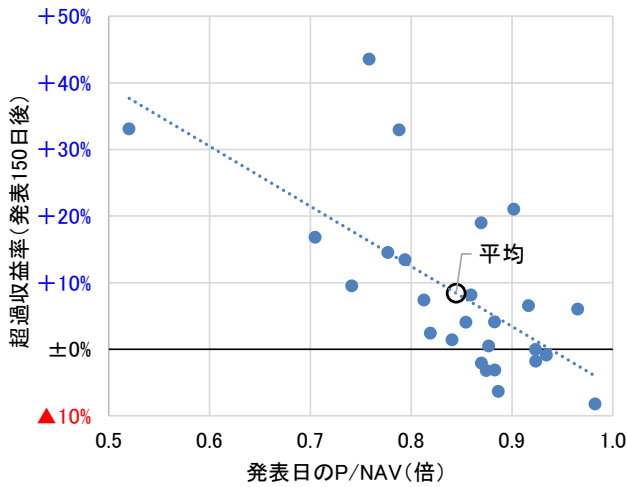
出所) 投資法人開示資料、Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

超過収益率の差が生じる一因として、発表時の P/NAV 水準が挙げられる。発表日の P/NAV と発表 150 日後の超過収益率の関係を見ると、発表日の P/NAV が 1 倍を大きく下回っていたほどその後の超過収益率が高い傾向にあることがわかる(図表 V-16)。P/NAV が 1 倍を大きく下回るほど、アナウンスメント効果が強まり、自己投資口取得に資金を振り向ける有効性も高まるため、市場の評価もそれに応じて高くなったといえる。最近では、P/NAV 0.9 倍未満の投資口価格を買付の水準に設定する銘柄、自己投資口取得の検討基準を 0.9 倍未満と明示する銘柄もみられる。

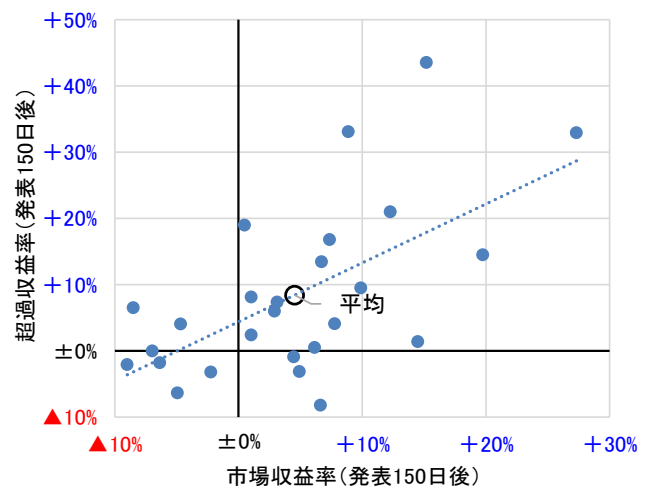
また、発表 150 日後の市場収益率(東証 REIT 指数のリターン)と超過収益率との関係では、市場収益率が高いほど超過収益率も高い傾向がみられた(図表 V-17)。

投資信託からの資金流出で下落した後の 2018 年、2019 年の上昇局面、コロナ急落後の 2021 年にかけての回復局面においては、自己投資口取得実施銘柄の超過収益率はプラスが持続し、高い水準となった。一方、2022 年、2023 年に実施した銘柄では、その後の金利上昇で市場平均の P/NAV が 1 倍割れとなる中、超過収益率のプラスが持続しない銘柄が散見された。

図表 V-16 発表日の P/NAV と 150 日後の超過収益率



図表 V-17 150 日後の市場収益率と超過収益率



注 1) いずれも東証 REIT 指数に対する超過収益率

注 2) P/NAV は鑑定 NAV で算出

出所) 投資法人開示資料、Bloomberg データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

4-3 J-REIT にとっての自己投資口取得の位置づけ

J-REIT の場合、自己投資口取得を継続するには余剰資金が少なく、過度な実施は資産縮小や LTV 上昇に陥る可能性がある。また、優良な物件取得機会がないといった取得パイプラインへのマイナス評価にもつながりかねない。J-REIT は中長期的な安定運用を目指す上で資金調達をして資産規模を拡大させ続ける必要がある。したがって、自己投資口取得は、市場評価を改善して PO を伴う成長サイクルに回帰するための非常時手段と捉えている。

自己投資口取得を実施した 17 銘柄のうち、その後 2023 年 12 月末までに PO を実施したのは 8 銘柄と約半数である。自己投資口取得は口数減少に相当する 1 口当たり利益の増加をもたらし、アナウンスを受けた市場も短期的には総じて好感することが確認出来た。しかし、市場全体が低迷する最近のような状況下では、自己投資口取得の実施だけでは十分とはいえない。保有物件の堅調な運営状況と、資産入替によるポートフォリオの強化や売却益の還元といった取り組みを同時に示すことが、市場評価の持続的な改善には必要と考える。

5 ESG 取り組みの加速

5-1 気候変動リスクへの対応

中長期的な投資主価値の向上という観点では、ESG への取り組みも忘れてはならない。特に、地球温暖化による異常気象や自然災害が激甚化しつつある中、気候変動リスクは不動産の収益性や資産価値、資金調達 of 全てにおいて影響を及ぼし、J-REIT の投資主価値を左右する重要な問題となる。


TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)提言は、気候変動の影響をシナリオ分析により財務的なインパクトに落とし込んで開示することを求めており、J-REIT でも TCFD 提言に沿った開示が広がっている。TCFD 提言では気候変動リスクを移行リスクと物理リスクに分類し、移行リスクは脱炭素社会を実現するための新しい規制、税制、技術等によって生じるリスク、物理リスクは気候変動が引き起こす自然災害で資産損壊等の直接的な被害が生じるリスクを指す。

J-REIT 各銘柄の TCFD 開示をまとめると、J-REIT において想定される気候変動リスク(機会)は、図表 V-18 の通り整理でき、リスクに対する主な対応としては①GHG 排出量の削減、②環境認証取得比率の向上、③グリーンファイナンスの拡大となっている。

①については、多くの銘柄が 2050 年ネットゼロを掲げ、LED 照明や高効率空調への更新、再生可能エネルギーの活用などによって排出量削減に取り組み、排出量の実績開示を行っている。②③の動向は次に詳細を紹介する。

図表 V-18 J-REIT の気候変動リスク(機会)と対応

移行リスク (機会)	政策・法規制	・炭素税導入や排出量取引制度の拡大によるGHG排出コストの増加 ・省エネ規制の強化に伴う改修コストの増加
	技術	・省エネ技術の進化、普及による新技術導入コストの増加
	市場	・規制強化やテナントの志向変化に伴う環境性能の低い(高い)物件の需要減少(増加)
	評判	・気候変動リスクへの対応の遅れ(先行)による資金調達コストの上昇(低下)
物理リスク	急性	・台風や洪水被害による修繕コストや損害保険料の増加
	慢性	・気温上昇によるエネルギーコストの増加



移行リスクに対する対応	GHG 排出量の削減・環境認証取得比率の向上・グリーンファイナンスの拡大
-------------	--------------------------------------

出所)三井住友トラスト基礎研究所

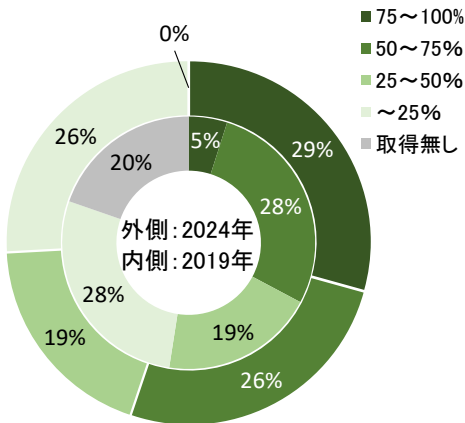
5-2 環境認証の取得状況

急速な脱炭素社会の実現を想定する 1.5℃シナリオの世界観では、物理リスクが低下する一方、移行リスクが高くなる。その中で、財務的インパクトが比較的大きいと試算されているのが、環境性能の差が及ぼす賃貸収益への影響である。法規制強化の下で、環境性能が低い物件はネットゼロ達成を目指すテナントニーズに応えられず、需要の低下、賃貸収益の減少を招くと想定されている。

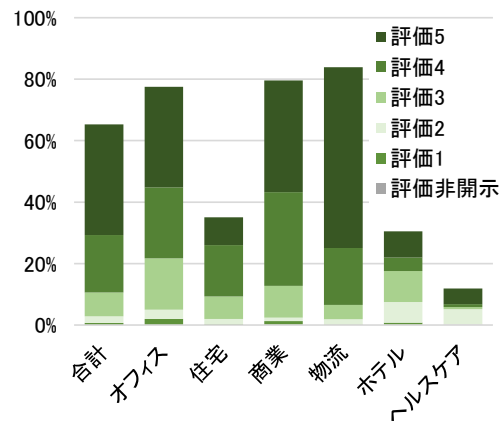
このため、J-REIT はリスクへの対応として保有物件における環境認証の取得を推進している。J-REIT 全保有物件に占める CASBEE 認証、BELS 認証、DBJ Green Building 認証のいずれかの環境認証を取得している物件の比率は、賃貸可能面積ベースで 2019 年 44%から、2023 年 62%、2024 年 65%と上昇が続いている(いずれも 5 月末時点)。2024 年には、全銘柄が少なくとも 1 物件以上で環境認証を取得し、取得比率 50%以上の銘柄は全体の 55%で、75%以上の銘柄は 29%を占める(図表 V-19)。

ただ、銘柄によって取得比率はまだばらつきがある。これは保有物件の環境性能や取り組みスタンスの違いもあるが、用途による影響が大きい。用途別の比較では、物流施設、商業施設、オフィスが 8割前後と高く、住宅、ホテルは 3割程度と差が大きい。また、環境認証の 5段階評価の内訳をみても、最高位の評価の占める割合が物流施設は 70%であるのに対して、住宅は 25%と開きがある(図表 V-20)。住宅は 1 物件当たりの規模が小さく、保有物件数が多いことに加えて、収集可能なエネルギーデータの制約等認証の取りづらさもある。このため、銘柄による取得比率を比較する際にはポートフォリオの用途構成を考慮する必要がある。

図表 V-19 環境認証取得比率の銘柄数の割合



図表 V-20 用途別の環境認証取得比率(2024年)



注 1) 取得比率は CASBEE 認証、BELS 認証、DBJ Green Building 認証のいずれかの認証を取得している物件の賃貸可能面積の割合
 注 2) 各年ともに 5 月末時点
 注 3) 3つの環境認証で最高位の評価を評価 5、最低位の評価を評価 1 として集計。複数認証を取得している場合は、より高い評価を採用
 出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

5-3 サステナビリティファイナンスの広がり

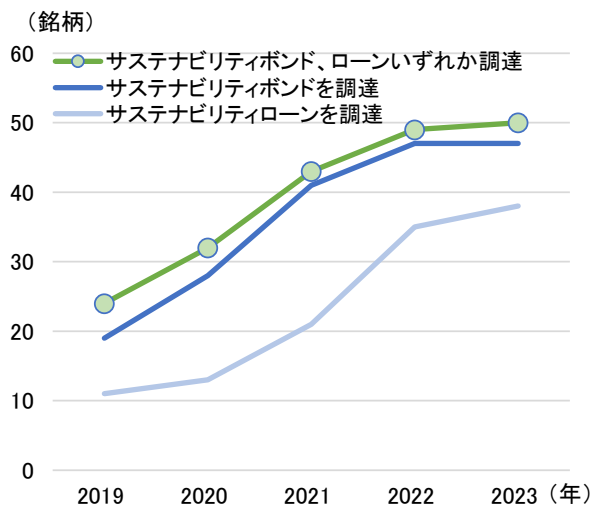
また、ESG の取り組みが投資家・レンダーからの評価、調達コストに強く反映される将来を見据えて、J-REIT はサステナビリティファイナンスを推進し、ESG を重視する新たな投資家との関係構築による資金調達基盤の強化を図っている。

サステナビリティボンドおよびローンを行う銘柄は増加しており、いずれかの実績がある銘柄は 2023 年 12 月末で全 58 銘柄中 50 銘柄にのぼる(図表 V-21)。J-REIT のサステナビリティボンドおよびローンの残高は、23 年 12 月末で約 1 兆 2,300 億円と、有利子負債残高約 10 兆 2,000 億円に占める比率は 12%に上昇した(図表 V-22)。サステナビリティボンドに限ると残高は約 4,300 億円と、投資法人債残高約 9,600 億円の 45%を占める。サステナビリティボンドおよびローンの残高比率は銘柄によって異なり、同比率が 8 割を超える物流銘柄やヘルスケア銘柄もある。

サステナビリティファイナンスの大半を占めるグリーンファイナンスは、調達した資金が一定の適格クライテリアを満たすグリーン適格資産の取得資金もしくは改修工事等の資金、またはそれらに要した借入等のリファイナンスに充当される。J-REIT の保有物件で、グリーン適格資産の要件を満たす評価水準¹の物件は取得価格合計で約 14 兆円にのぼる。これに全銘柄平均の LTV45%を乗じた 6 兆円をグリーンファイナンス発行可能額上限とすると、今後の発行増加の余地はまだ大きいといえる。

グリーンファイナンス以外では、社会的課題解決に資する資産に充当するソーシャルファイナンスがあり、ヘルスケア施設に投資する銘柄が行っている。グリーン適格クライテリアとソーシャル適格クライテリアの双方の要件を満たす資産に充当する狭義のサステナビリティファイナンスも、物流施設やオフィス、商業施設等に投資する銘柄で行われている。また、一部の銘柄に限られるが、グリーンエクイティ・オフリング、野心的なサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲットの達成状況を貸出条件と連動させるサステナビリティ・リンク・ローンといった事例もあり、サステナビリティファイナンスは多様化しながら広がりをみせている。

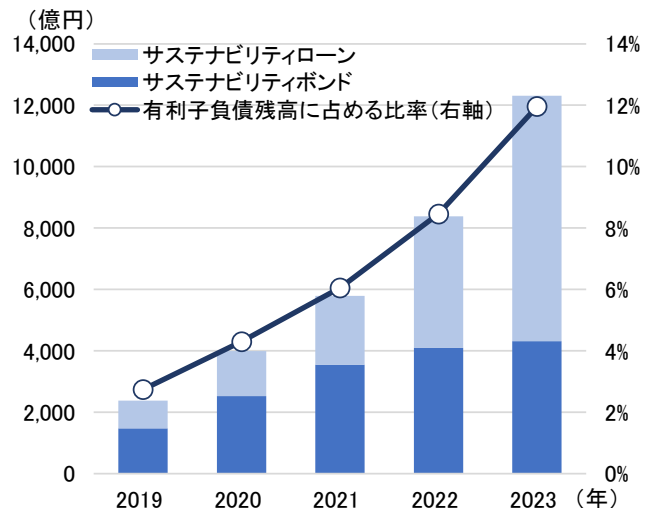
図表 V-21 サステナビリティファイナンス実施銘柄数



注) 各年とも 12 月末時点

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 V-22 サステナビリティファイナンスの残高推移



¹ 具体的には、CASBEE 認証 B+ランク以上、BELS 認証 3 つ星以上、DBJ Green Building 認証 3 つ星以上。

VI J-REIT 市場を牽引してきたセクターの変遷と今後の成長可能性

1 セクター別の分配金と NAV の成長ドライバーと背景の考察

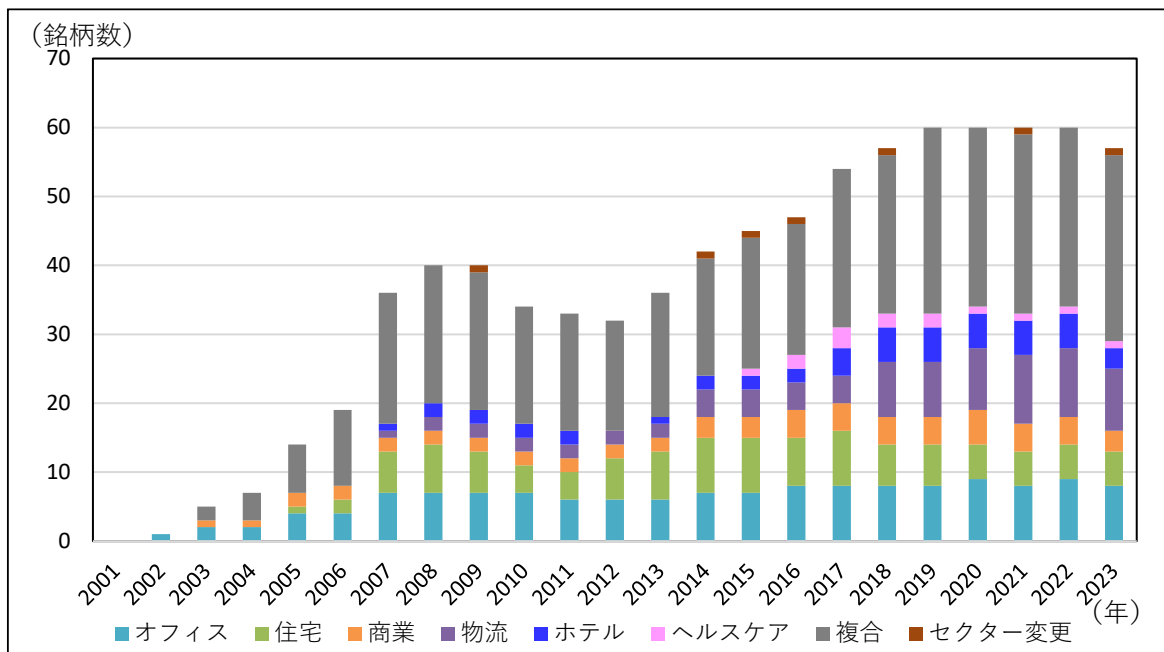
第V章で見たとおり、J-REIT の投資主価値は 1 口当たり分配金(DPS)と 1 口当たり NAV によって表される。従って、J-REIT に継続投資する投資家は、これら 2 指標の中長期的な推移から投資主価値の成長実績を把握することができる。

本項では、セクター別の DPS と 1 口当たり NAV の中長期的な推移を確認することを通じて、J-REIT に継続投資する投資家から見た、局面ごとの投資主価値の成長ドライバーとその背景について考察したい。そのため、まずは DPS と 1 口当たり NAV の把握の前提となる、分配金総額と NAV 総額の中長期的な推移、すなわち J-REIT 市場全体における投資主価値の総和の成長過程を概観することから始める。その後、代表的な特化 5 セクター(オフィス・住宅・商業・物流・ホテル)について、時価総額の大きい代表的な各 2 銘柄を抽出して算出した DPS と 1 口当たり NAV の中長期的な推移を確認し、J-REIT に継続投資する投資家から見た、局面ごとの投資主価値の成長ドライバーとその背景を考察する。

1-1 セクター別の分配金総額と NAV 総額の推移

以下、(1)で J-REIT 全体の分配金総額を、(2)で J-REIT 全体の NAV 総額(期末鑑定評価額ベース)を、暦年毎に集計した結果を確認しつつ、それぞれの局面変化のタイミングとその背景を考察する。暦年ごとに特殊決算期等の事情がなく通年での集計が可能な銘柄を集計対象とした。暦年毎の集計対象銘柄数の推移は図表VI-1 のとおりである。

図表VI-1 分配金総額及び NAV 総額の集計対象銘柄数



出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

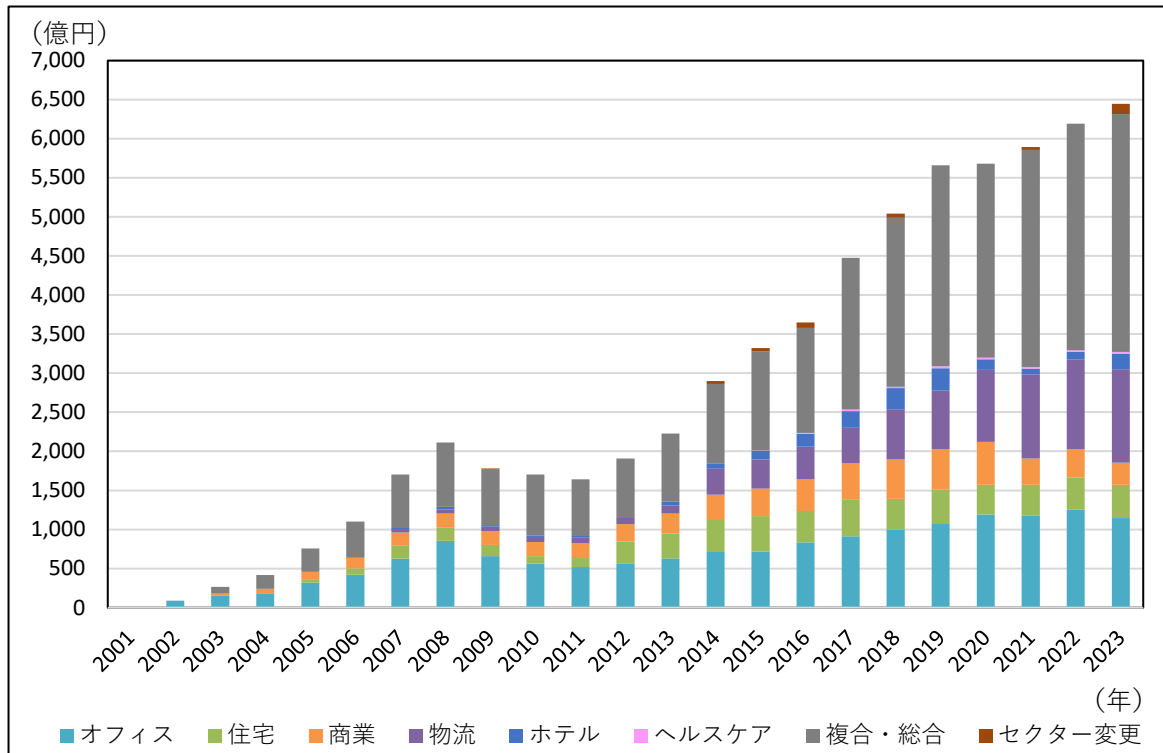
(1) セクター別の分配金総額

図表VI-2は2001年のJ-REIT市場の創設以降、2023年までのJ-REIT全体の分配金総額を暦年毎に集計したもので、合わせて各セクターの内訳を表示している。

J-REIT全体の分配金総額は、①黎明期の増加局面(～2008年)、②リーマンショックによる減少局面(～2011年)、③リーマンショックからの回復及びアベノミクスを背景とした増加局面(～2019年)を経て、④コロナ禍で2020年は横ばいとなったものの、再び、緩やかな増加局面(～2023年)にある。

各局面においてJ-REIT全体の分配金総額の増減に対して相対的に大きな影響力を持っていた特化セクターは、①及び②においてはオフィスセクター、③においては物流セクターとオフィスセクター、④においては物流セクターであった。これは、J-REIT市場の創設以来、セクター規模の面で中心的な特化セクターであり続けてきたオフィスセクターが、①～③にかけてのオフィス賃貸市況サイクルに連動して分配金総額を増減させた後、④でやや停滞した動きに転じた一方で、③からセクター規模を急拡大してきた物流セクターが、④の局面でも規模拡大を継続した結果と整理することができる。他の特化セクター(住宅・商業・ホテル・ヘルスケア)も局面ごとに分配金総額を増減させてきたが、セクター規模の面でオフィスセクター及び物流セクターとの格差が大きいと、市場全体への影響力としては相対的に限られたものになっている。なお、オフィス保有比率が高い複合・総合セクターは、総じてオフィスセクターと類似した動きが見られ、特に③以降において市場全体を牽引しており、足元では市場全体の約半分を占めている。

図表VI-2 J-REITの分配金総額とセクター別内訳の推移



注1) 特殊決算期等の事情がなく通年で集計可能な銘柄を対象に、決算期末が属する暦年を基準とする年間合計値を算出
 注2) 合併交付金は含まない

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

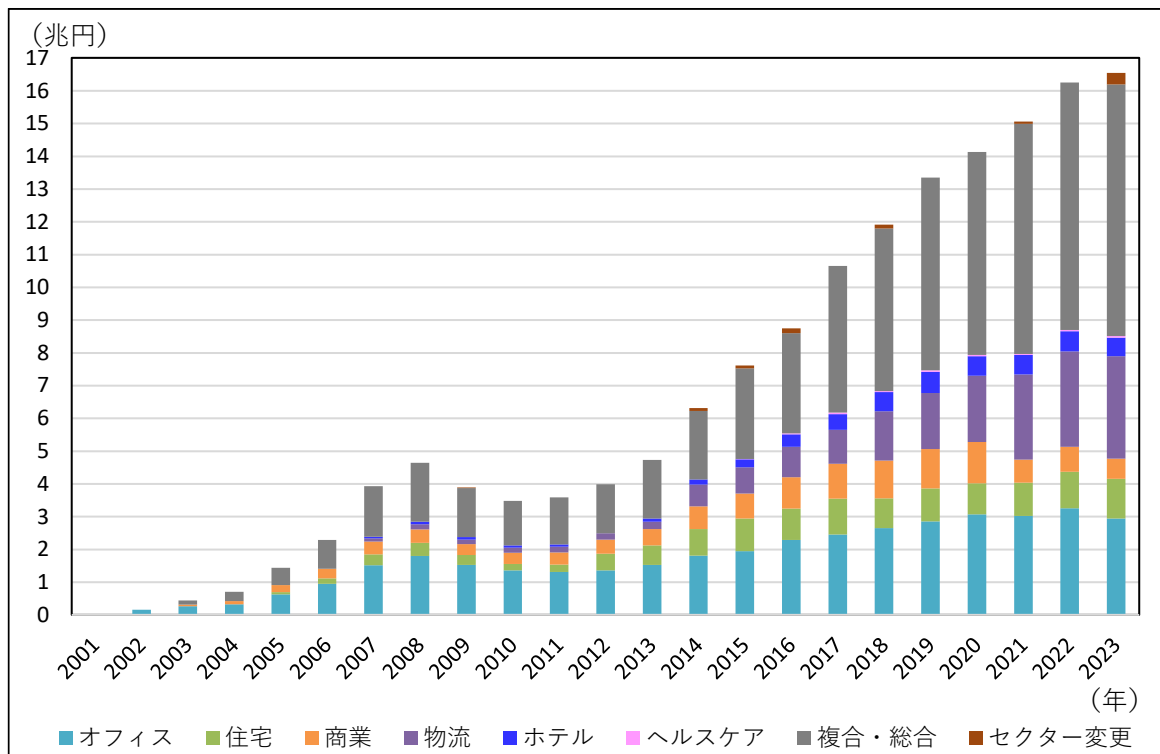
(2) セクター別の NAV 総額

図表VI-3 は 2001 年の J-REIT 市場の創設以降、2023 年までの J-REIT 全体の NAV 総額 (期末鑑定ベース) を暦年毎に集計したもので、合わせて各セクターの内訳を表示している。

J-REIT 全体の NAV 総額は、①黎明期の増加局面 (~2008 年)、②リーマンショックによる減少局面 (~2010 年) を経て、③大規模金融緩和以降の不動産市況の改善による増加局面が足元まで継続 (~2023 年) している。分配金総額と異なり、2020 年のコロナ禍初期の停滞は見られなかった一方、歴史的な低水準に不動産利回りが低下している中、将来の金利上昇懸念もあり、足元で増加減速がみられる。

各局面において J-REIT 全体の NAV 総額の増減に対して相対的に大きな影響力を持っていた特化セクターは、①及び②においてはオフィスセクター、③においては物流セクターとオフィスセクターであった。これは、J-REIT 市場の創設以来、セクター規模の面で中心的な特化セクターであり続けてきたオフィスセクターが、①では堅調なエクイティ調達による純資産の増加、②では不動産価格の下落による含み益の減少、③ではエクイティ調達の再開及び不動産価格の上昇による純資産と含み益の双方の増加を主要因として NAV 総額を増減させつつ、③以降、コロナ禍中も含めて物流セクターが規模を急拡大させる中で、純資産と含み益の双方を増加させてきた結果と整理できる。分配金総額と同様、他の特化セクターも局面ごとに NAV 総額を増減させてきたが、セクター規模の面でオフィスセクター及び物流セクターとの格差が大きいと、市場全体への影響力としては相対的に限られたものになっている。なお、オフィス保有比率が高い複合・総合セクターは、分配金総額と同様に、総じてオフィスセクターと類似した動きが見られ、特に③以降において市場全体を牽引しており、足元では市場全体の約半分を占めている。

図表VI-3 J-REIT の NAV 総額 (期末鑑定ベース) とセクター別内訳の推移



注 1) 特殊決算期等の事情がなく通年での集計が可能な銘柄を対象に、決算期末が属する暦年を基準とする年間平均値を算出 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

1-2 セクター別の1口当たり分配金(DPS)と1口当たりNAVの推移

以下、代表的な特化5セクター(オフィス・住宅・商業・物流・ホテル)について、(1)で1口当たり分配金(DPS)とその構成要素のROA(分配金ベース)、BPS(1口当たり純資産額)、財務レバレッジ水準(総資産額/純資産額)、(2)で1口当たりNAV(期末鑑定評価額ベース)とその構成要素のBPS(1口当たり純資産額)、1口当たり含み損益(期末鑑定評価額ベース)について、暦年毎に集計した結果を確認しつつ、セクター毎の局面変化のタイミングとその背景を考察する。ここで確認する各種の財務指標は、特化5セクター毎に、時価総額の大きい代表的な2銘柄を抽出して分配金総額等の決算開示数値を合算した上で、暦年毎の年間合計値または年間平均値として算出したもので、2銘柄ともに特殊決算期等の事情がなく通年での集計が可能となる年を集計の起点とした。なお、前提となる発行済投資口数については、集計対象銘柄毎に上場時の1口当たり出資総額が100,000円となるように倍率補正を行って規格化しており、(1)(2)ともに、BPSは分配金控除前の簿価ベース純資産額を前提としている。

各セクターの集計の起点とした年及び集計対象の2銘柄は以下のとおり。

オフィスセクター(2003年～):日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人

住宅セクター(2012年～):日本アコモデーションファンド投資法人、アドバンス・レジデンス投資法人

商業セクター(2014年～):フロンティア不動産投資法人、イオンリート投資法人

物流セクター(2014年～):GLP投資法人、日本プロロジスリート投資法人

ホテルセクター(2014年～):ジャパン・ホテル・リート投資法人、星野リゾート・リート投資法人

本項で取り上げる各種の財務指標の定義及びその定量的関係は以下のとおり。

DPS(分配金総額/発行済投資口数)

=ROA(分配金総額/総資産額)

×BPS(純資産額/発行済投資口数)

×財務レバレッジ水準(総資産額/純資産額)

※近似的に、DPS変化率≒ROA変化率+BPS変化率+財務レバレッジ水準変化率となる。

1口当たりNAV(鑑定NAV総額/発行済投資口数)

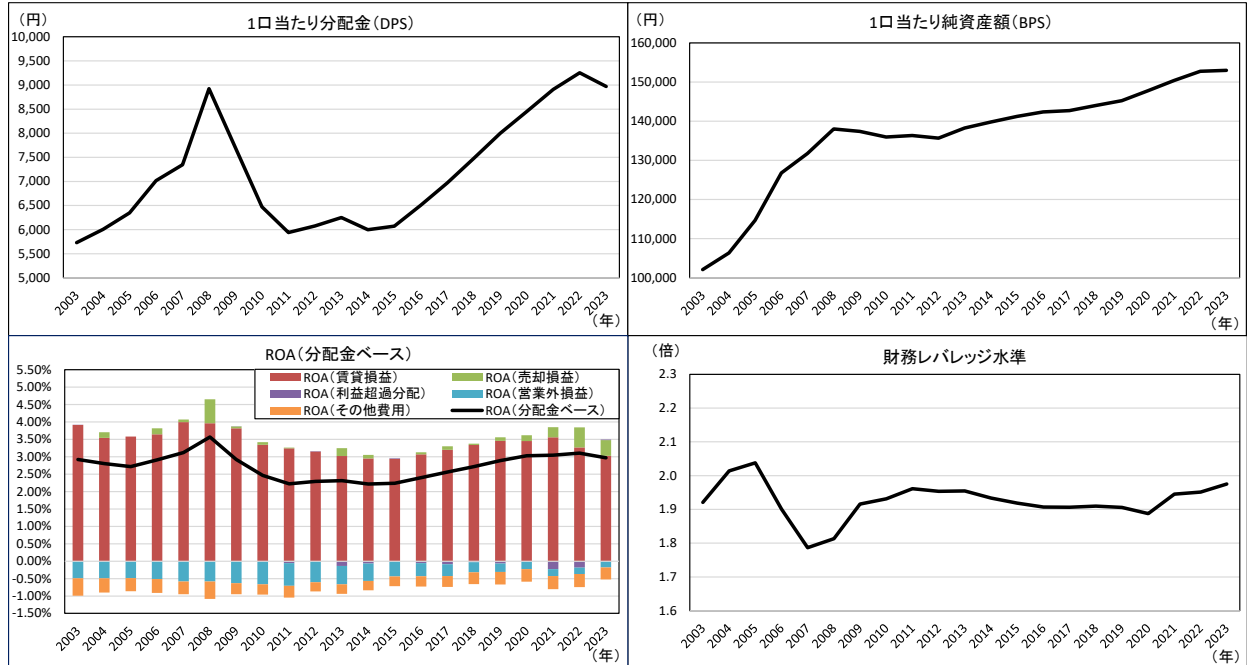
=BPS(純資産額/発行済投資口数)

+1口当たり含み損益((鑑定評価額-不動産簿価)/発行済投資口数)

(1) セクター別の1口当たり分配金(DPS)の推移

① オフィスセクター

図表VI-4 オフィスセクターの1口当たり分配金(DPS)とその構成要素の推移



		①2003→2008	②2008→2011	③2011→2015	④2015→2022	⑤2022→2023
DPS	(変化率)	+55.7%	▲33.4%	+2.2%	+52.4%	▲3.1%
ROA(分配金ベース)	(変化率)	+22.0%	▲37.7%	+0.9%	+38.6%	▲4.4%
BPS	(変化率)	+35.2%	▲1.2%	+3.6%	+8.2%	+0.2%
財務レバレッジ水準	(変化率)	▲5.6%	+8.2%	▲2.2%	+1.7%	+1.2%

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

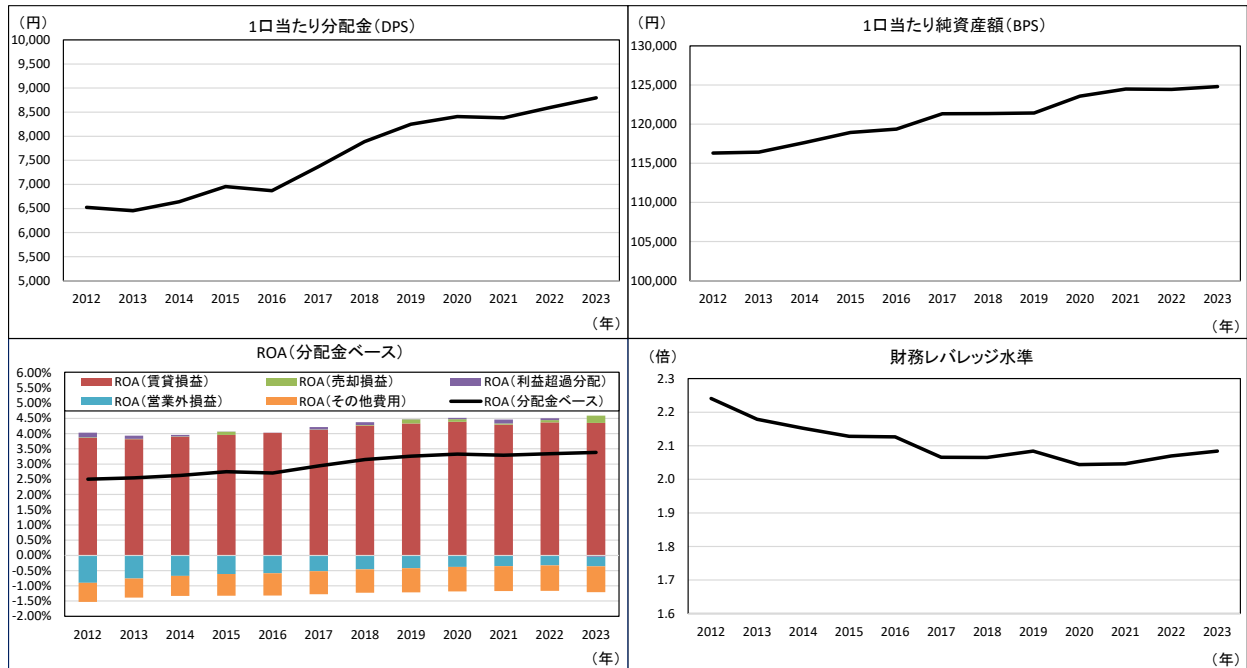
オフィスセクターのDPSは、①J-REIT市場の黎明期の増加局面(～2008年)、②リーマンショックによる減少局面(～2011年)、③リーマンショックにおける底打ちからの横ばい局面(～2015年)、④オフィス賃貸市況の活況を背景とする増加局面(～2022年)を経て、⑤コロナ禍以降のオフィス賃貸市況の減速を受けて直近2023年は前年比で減少した(図表VI-4上図)。

各局面においてDPSの増減に対して相対的に大きな影響力を持っていた成長ドライバーは、①においてはBPSの成長に次いでROAの向上、②においてはROAの低下、③の横ばい局面を経て、④においてはROAの向上、⑤直近2023年の前年比減少はROAの低下であった(図表VI-4下図)。

各局面の背景は概ね以下のとおりと整理できる。①黎明期からリーマンショックまでは、プレミアム増資によるBPS成長とオフィス賃貸市況の活況によるROAの向上が両輪となり、高いDPS成長を実現した。②リーマンショックによる投資口価格下落でプレミアム増資が困難になってBPS成長が停滞に転じ、同時に賃貸損益の悪化を主要因としてROAが低下したことで、DPSが切り下がった。③底打ち後の停滞期を経て、④再びオフィス賃貸市況が活況期に入り、賃貸損益の改善を主要因としてROAが向上し、DPSが切り上がった。ただし、コロナ禍以降は賃貸損益の悪化が見られ、⑤足元の2023年においては、ROAの低下を主要因としてDPSが前年比で減少した。

② 住宅セクター

図表VI-5 住宅セクターの1口当たり分配金(DPS)とその構成要素の推移



	①2012→2017	②2017→2019	③2019→2023
DPS (変化率)	+12.9%	+11.9%	+6.7%
ROA(分配金ベース) (変化率)	+17.4%	+10.9%	+3.8%
BPS (変化率)	+4.3%	+0.1%	+2.8%
財務レバレッジ水準 (変化率)	▲7.8%	+0.9%	▲0.0%

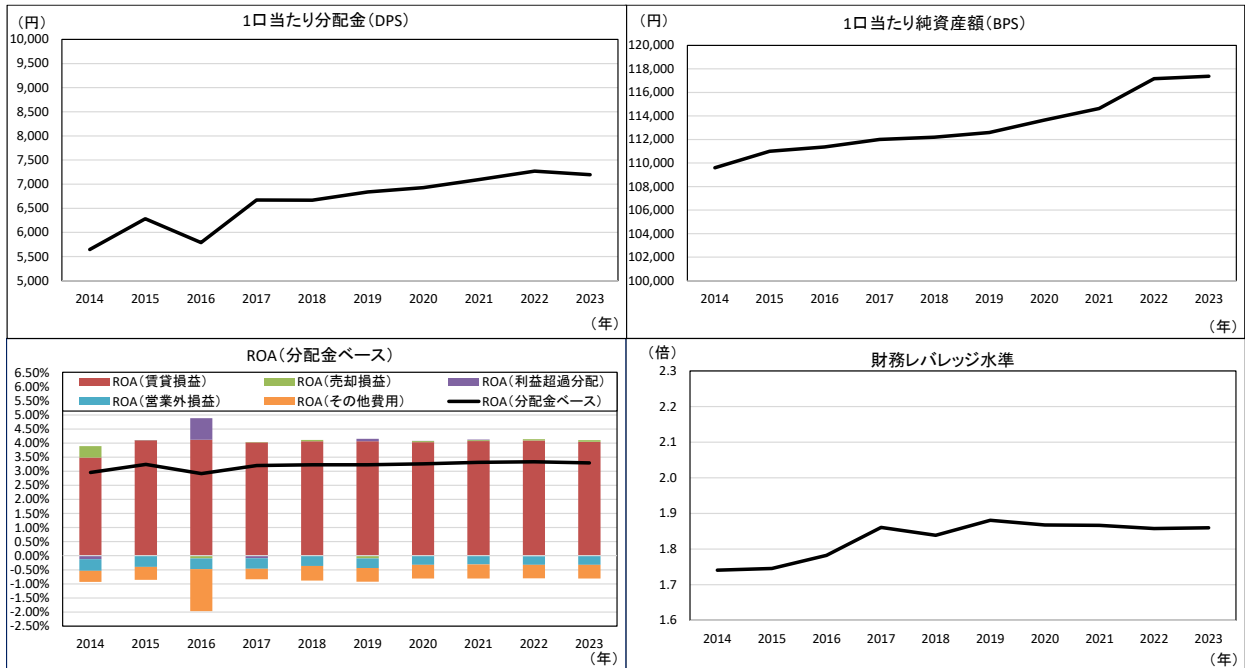
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

住宅セクターの DPS は、集計の起点とした 2012 年以降、総じては増加基調を維持してきたが、コロナ禍以降はやや減速気味である(図表VI-5 上図)。DPS の成長ドライバーの変遷の観点からは、①財務レバレッジ水準の引き下げを進めた局面(~2017 年)、②コロナ禍以前(~2019 年)、③コロナ禍以降(~2023 年)の 3 局面に分けることができる。

各局面における DPS の成長ドライバー毎の強弱関係を見てみると(図表VI-5 下図)、①においては財務レバレッジ水準の変化率が-7.8%と、DPS に対して減少方向の影響を及ぼしていた一方で、低金利環境における負債コストの低減効果と堅調な住宅賃貸市況を反映して ROA が+17.4%向上し、更に BPS 成長率+4.3%も加わり、結果的に DPS は+12.9%成長した。同期間において総資産ベース LTV は 54%程度から 50%程度まで低下しており、以降、足元まで 50%程度が住宅セクターの標準的水準となっている。①における成長ドライバーの強弱関係は、ROA の向上で十分な DPS 成長を確保できる環境の下、財務レバレッジを中長期的に持続可能な水準まで引き下げ、安定的な財務構造への転換を進めた結果と理解できる。②においては財務レバレッジ水準が安定化した結果、堅調な住宅賃貸市況と低金利環境における負債コストの低減を反映した ROA の向上が、DPS 成長に直結している。③においては、コロナ禍以降の住宅賃貸市況の減速に加えて、負債コストの低減効果も減速傾向にある中で、売却益計上や内部留保取崩も併用することにより、コロナ禍以前との比較で減速気味ではあるが増額トレンドを維持している。

③ 商業セクター

図表VI-6 商業セクターの1口当たり分配金(DPS)とその構成要素の推移



	①2014→2017	②2017→2023
DPS (変化率)	+18.2%	+7.9%
ROA(分配金ベース) (変化率)	+8.2%	+3.0%
BPS (変化率)	+2.2%	+4.8%
財務レバレッジ水準 (変化率)	+6.9%	▲0.1%

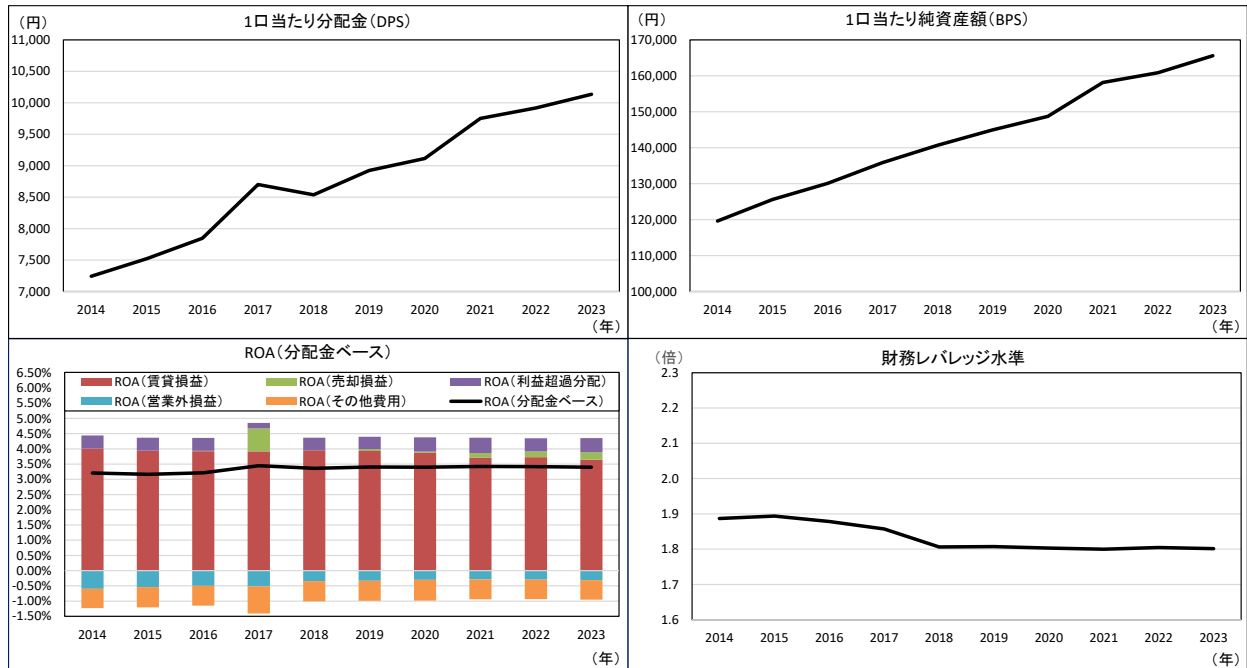
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

商業セクターの DPS は、集計の起点とした 2014 年以降、2016 年に同年に発生した熊本地震の影響を受けたものの、総じて増加基調を維持してきた(図表VI-6 上図)。ただし、他セクターと比較して相対的に DPS 成長率が低く、全セクターの集計が可能となる 2014 年から 2023 年までの DPS 成長率は +27.5%と、同期間のオフィス+49.5%、住宅+32.5%、物流+39.9%、ホテル 33.5%を下回っている。DPS の成長ドライバーの変遷の観点からは、①財務レバレッジ水準の引き上げを進めた局面(～2017年)と、②それ以降(～2023年)の2局面に分けることができる。

各局面において DPS の増加に対して相対的に大きな影響力を持っていた成長ドライバーは(図表VI-6 下図)、①においては ROA の向上に次いで財務レバレッジ水準の引き上げ、②においては BPS 成長に次いで ROA の向上であったが、他セクターと比較して局面毎の DPS 成長ドライバー間の強弱格差が乏しいことが特徴である。J-REIT が保有する商業施設は固定賃料物件が多いため、オフィスセクターや住宅セクターとは対照的に、賃貸市況サイクルの活況期に ROA の向上が突出した DPS 成長ドライバーとなるのが難しい。財務レバレッジ水準は①において DPS 成長に寄与したが、安定的財務運営の観点から LTV の上限を超えて引き上げることは難しいため、中長期的な成長ドライバーにはなり得ず、現に②の局面においては DPS 成長に寄与していない。残された DPS 成長ドライバーはプレミアム増資の積み重ね等による BPS 成長であるが、こちらも突出した水準とはなっておらず、結果的に他セクターと比較して DPS 成長ドライバー間の強弱格差は乏しくなっている。

④ 物流セクター

図表VI-7 物流セクターの1口当たり分配金(DPS)とその構成要素の推移



	①2014→2018	②2018→2023
DPS (変化率)	+17.9%	+18.7%
ROA(分配金ベース) (変化率)	+4.7%	+1.2%
BPS (変化率)	+17.6%	+17.7%
財務レバレッジ水準 (変化率)	▲4.3%	▲0.3%

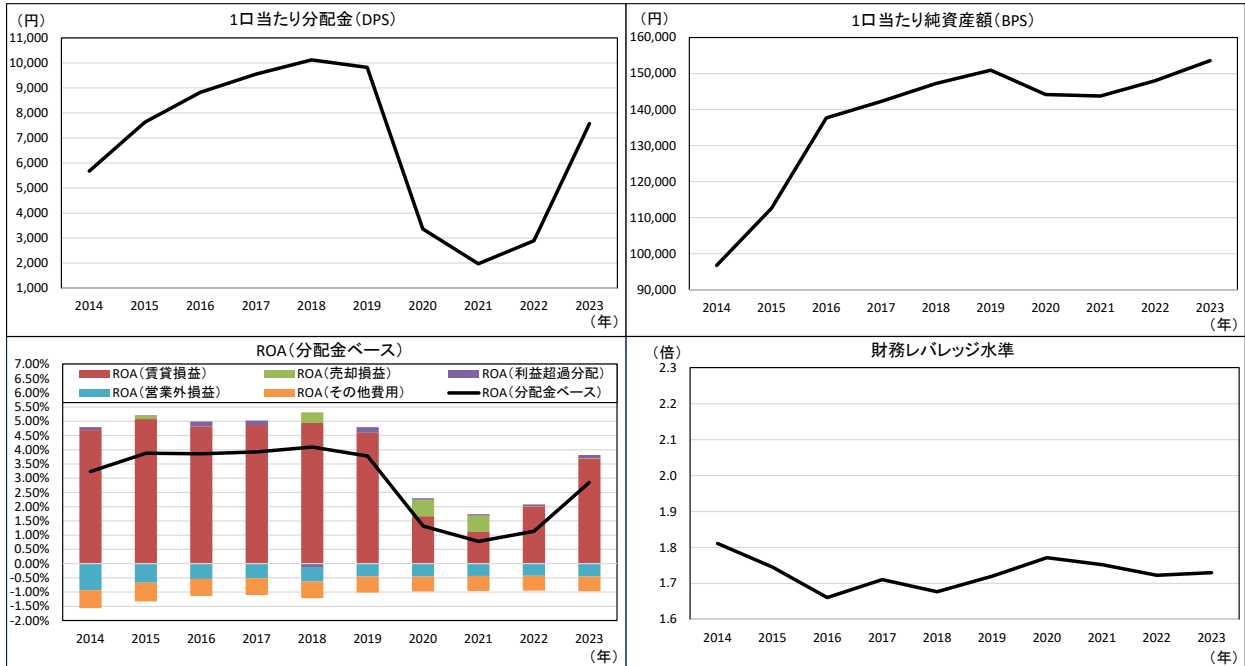
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

物流セクターの DPS は、集計の起点とした 2014 年以降、総じて安定的な増加基調を維持してきた(図表VI-7 上図)。DPS の成長ドライバーの変遷の観点からは、①財務レバレッジ水準の引き下げを進めた局面(～2018 年)と、②それ以降(～2023 年)の 2 局面に分けることができる。

各局面において DPS の増加に対して相対的に大きな影響力を持っていた成長ドライバーは、①②ともに BPS 成長であり、①においては BPS 成長が財務レバレッジ水準の引き下げによる DPS に対する減少方向の影響力を大きく上回っていた(図表VI-7 下図)。長期固定的な賃料体系で、1 物件当たりのテナント数も相対的に少ないため、既存物件の内部成長機会に限られ、更に不動産価格高騰期に急激に外部成長したことで、賃貸損益面に限れば中長期的に収益性は低下傾向にある。低金利環境における負債コストの低減効果や売却益計上等で補うことで ROA を保ってきた側面があり、全セクターの集計が可能となる 2014 年から 2023 年までの ROA 変化率は+5.9%と、コロナ禍の影響で-12.0%となったホテルセクターに次ぐ低水準である(オフィス+33.7%、住宅+29.0%、商業+11.4%)。物流セクターの安定的な DPS 成長を支えてきたものは、堅調な投資口価格の推移を背景としたプレミアム増資の積み重ねによる BPS 成長であり、それは長期固定的な賃料体系が標準的なセクターにおける、限られた DPS 成長手段としての一面があった。

⑤ ホテルセクター

図表VI-8 ホテルセクターの1口当たり分配金(DPS)とその構成要素の推移



	①2014→2019	②2019→2021	③2021→2023
DPS (変化率)	+73.1%	▲79.9%	+284.0%
ROA(分配金ベース) (変化率)	+16.8%	▲79.3%	+264.1%
BPS (変化率)	+56.0%	▲4.7%	+6.8%
財務レバレッジ水準 (変化率)	▲5.0%	+1.9%	▲1.3%

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

ホテルセクターの DPS は、集計の起点とした 2014 年以降、①コロナ禍以前の増加局面(～2019 年)、②コロナ禍における急激な減少局面(～2021 年)、③コロナ禍における底打ちからの回復局面(～2023 年)の 3 局面に分けることができる。(図表VI-8 上図)。

各局面において DPS の増減に対して相対的に大きな影響力を持っていた成長ドライバーは、①においては BPS 成長、②及び③においては ROA の乱高下であった(図表VI-8 下図)。

各局面の背景は概ね以下のとおりと整理できる。①コロナ禍以前は、プレミアム増資を積み重ねて BPS を大きく成長させることによって高水準の DPS 成長率を実現していた。②コロナ禍以降は、ホテル宿泊需要が急減したことで、賃貸損益が急激に悪化する形で ROA が急低下した後、③経済活動の再開に伴って 2021 年に ROA が底打ちし、足元では回復の途上にある。テナントの営業・利用状況から切り離された固定的な賃料体系が標準的な他のセクターとは対照的に、ホテルセクターにおいては、いわゆるオペレーショナルアセットとして、テナントの営業状況に直結して賃料収入が変動する賃料体系が広く採用されている。コロナ禍におけるホテル宿泊需要の急減が、急速な ROA の低下に直結した背景には、この特殊な賃料体系があった。直近のコロナ禍における ROA の乱高下という負の側面が目立つが、コロナ禍直前の ROA は、当時の旺盛な宿泊需要を反映して 4%程度となっており、同時期の他セクターが 3.0%～3.5%程度だったことからすると、突出した高水準であった。中長期的に見れば、オペレーショナルアセットであるが故のハイリスク・ハイリターンが、ホテルセクターの特徴と言える。

⑥ セクター間比較(2014年～2023年)

図表VI-9 セクター別のDPSの成長率とその構成要素(2014年～2023年)

	オフィス	住宅	商業	物流	ホテル
DPS (変化率)	+49.5%	+32.5%	+27.5%	+39.9%	+33.5%
ROA(分配金ベース) (変化率)	+33.7%	+29.0%	+11.4%	+5.9%	▲12.0%
BPS (変化率)	+9.5%	+6.1%	+7.1%	+38.4%	+58.7%
財務レバレッジ水準 (変化率)	+2.1%	▲3.2%	+6.8%	▲4.5%	▲4.5%

出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表VI-9は全セクターの集計が可能となる2014年から2023年までの、セクター別のDPS成長率とその構成要素を示している。

セクター別に確認してきたとおり、DPS成長ドライバーのROA、BPS、財務レバレッジ水準がDPS成長に寄与する程度は、J-REITが直面する不動産賃貸市場、不動産売買市場、J-REIT市場の市場局面に左右され、更に各アセットタイプの賃料特性や、規模成長ステージ、プレミアム増資への積極性の程度等も反映される。

DPS成長ドライバーのうち財務レバレッジ水準は、安定的財務運営の観点からLTVの上限を超えて引き上げ続けることは難しく、中長期的な成長ドライバーにはなり得ない。現に、いずれのセクターにおいても、2014年から2023年にかけての財務レバレッジ水準の変化の絶対値は、ROA、BPSの変化率の絶対値を下回っており、DPS成長ドライバーの中で最も影響が小さい。このため実質的にはDPS成長ドライバーは、ROAの向上とBPSの成長の2つであると言える。

ROAの観点からは、運用状況の好不調がROAに反映される際の感応度を決定づける、賃料特性が重要である。オペレーショナルアセットであり、最も高い感応度を持つホテルセクターは、コロナ禍におけるROAの急低下からの回復途上にあるため、全セクターの中で唯一、2014年対比でROAが低下している。一方、オフィスセクター及び住宅セクターは、テナント入替や賃料改定により賃貸市場の好不調を取り込みやすく、2014年以降、総じて賃貸市場が活況であったことから、相対的に大きくROAを向上させており、ROAの向上が最たるDPS成長ドライバーであった。対照的に、商業セクター及び物流セクターは、長期固定的な賃料体系を持つため、ROAの向上は相対的に小さかった。

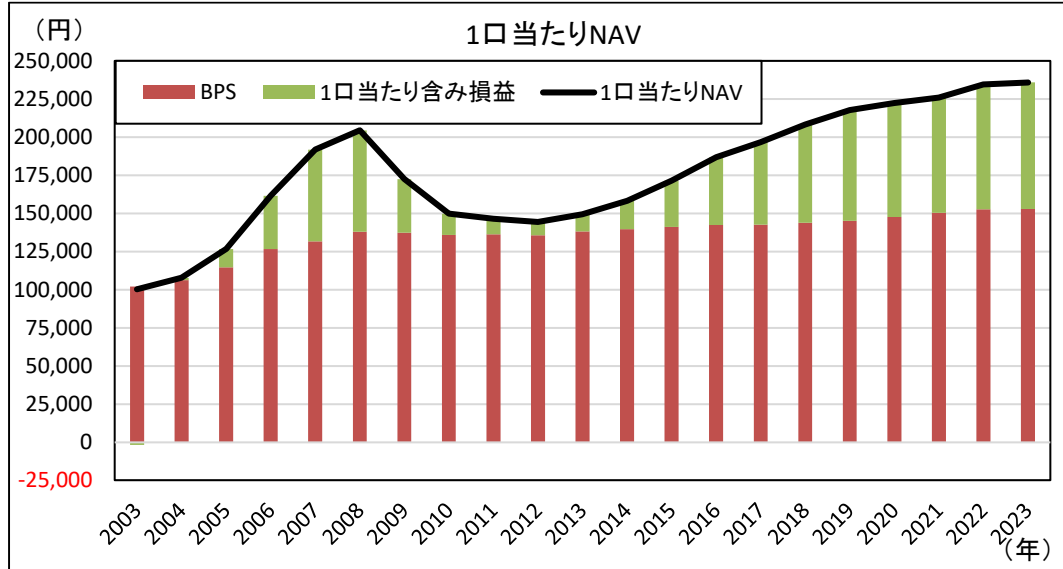
BPSの観点からは、規模成長ステージにおけるプレミアム増資への積極性の程度が重要である。2014年以降、規模成長ステージにあつて、かつ、プレミアム増資に積極的な姿勢を見せたホテルセクターと物流セクターは、相対的に大きくBPSを成長させており、BPSの成長が最たるDPS成長ドライバーであった。一般的に、規模成長が進むほど、PO毎のプレミアム増資効果を高水準にすることが容易でなくなっていく。ホテルセクターと物流セクターが高水準のBPS成長率を実現したのは、プレミアム増資への積極姿勢のみならず、それが規模成長ステージの初期段階において発揮されたことも大きな要因であった。オフィスセクター、住宅セクター、商業セクターのBPS成長率は相対的に小さかったが、必ずしもこれらのセクターがプレミアム増資に対して積極的でなかったことを意味するものではなく、また、物流セクター、ホテルセクターにおいても、高水準のBPS成長率を実現し続けることは容易でなくなっていくと考えられる。

能動的運用によるDPS成長ストーリーを描くにあたっては、DPS成長ドライバーであるROA、BPS、財務レバレッジ水準のうち、どれが選択可能で、どの程度の寄与を期待できるか、それぞれの制約条件を踏まえて選択、判断する必要がある。

(2) セクター別の1口当たりNAVの推移

① オフィスセクター

図表VI-10 オフィスセクターの1口当たりNAVとその構成要素の推移

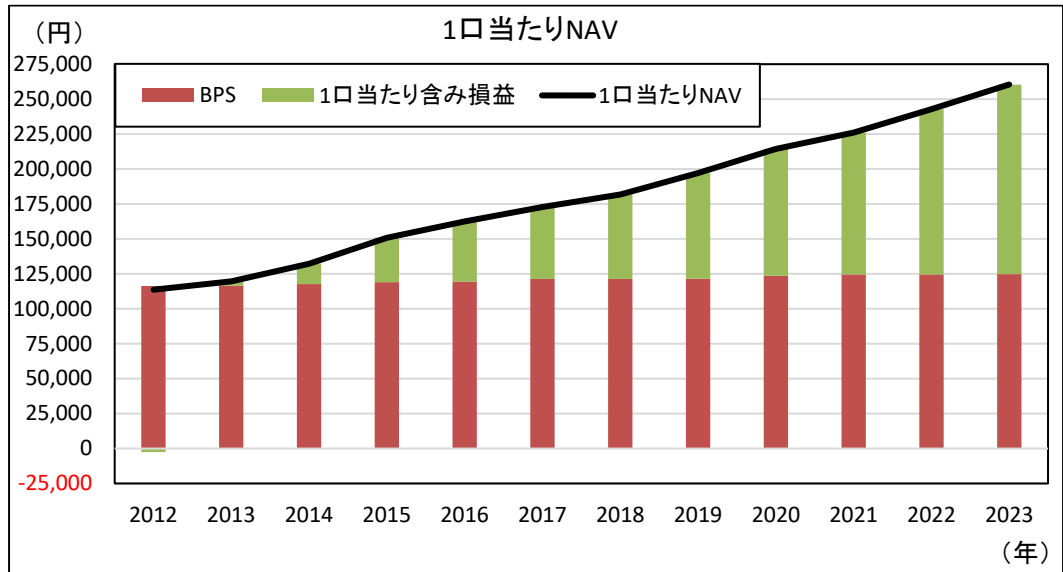


出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

オフィスセクターの1口当たりNAVは、①2003年から2008年にかけて104.0%増加(うちBPSの寄与度+35.9%、1口当たり含み損益の寄与度+68.2%)し、②その後リーマンショックで2012年にかけて29.4%減少(同-1.1%、-28.2%)、③以降、再び増加に転じて2023年までに63.3%増加(同+12.0%、+51.3%)した。ただし、コロナ禍以降は1口当たり含み損益の増加率が鈍化することで、1口当たりNAVの増加率も鈍化している。全期間を通じて、相対的には1口当たり含み損益の変動による影響が大きい。先に確認したとおり①の期間においてはBPS成長が最大のDPS成長ドライバーであったことに対応し、同期間の1口当たりNAVの増加にも、BPS成長が一定程度は寄与していた。リーマンショック前後のトラックレコードを把握できる唯一のセクターであり、総じて投資口価格が低調に推移した②の期間において、BPSが若干低下したものの、継続的あるいは大きな低下は見られなかった。J-REITはDPS、1口当たりNAVの共通の構成要素であるBPSを切り下げるエクイティ調達を回避する傾向があり、また、利益安定的な運用を指向することからも、投資口価格が低調に推移する期間においても、BPSは一定程度、下方硬直的に推移することが示唆されている。このBPSの下方硬直性は、同じく投資口価格が低調に推移してきたコロナ禍以降においても、概ね同様に確認することができる。

② 住宅セクター

図表VI-11 住宅セクターの1口当たりNAVとその構成要素の推移

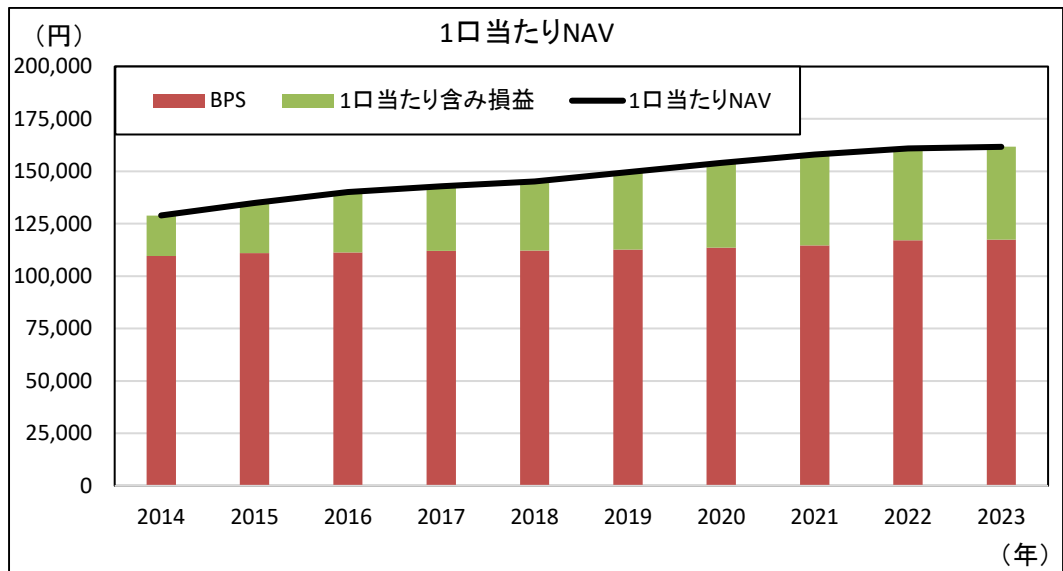


出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

住宅セクターの1口当たりNAVは、2012年からコロナ禍以降も減速せず、2023年までに128.9%増加(うちBPSの寄与度+7.5%、1口当たり含み損益の寄与度+121.5%)した。足元では1口当たり含み損益がBPSを上回り、全セクター中で1口当たり含み損益の比率が最も高い。主たるDPS成長ドライバーであったROAの向上に対応して、物件評価額の上昇が反映されている。

③ 商業セクター

図表VI-12 商業セクターの1口当たりNAVとその構成要素の推移

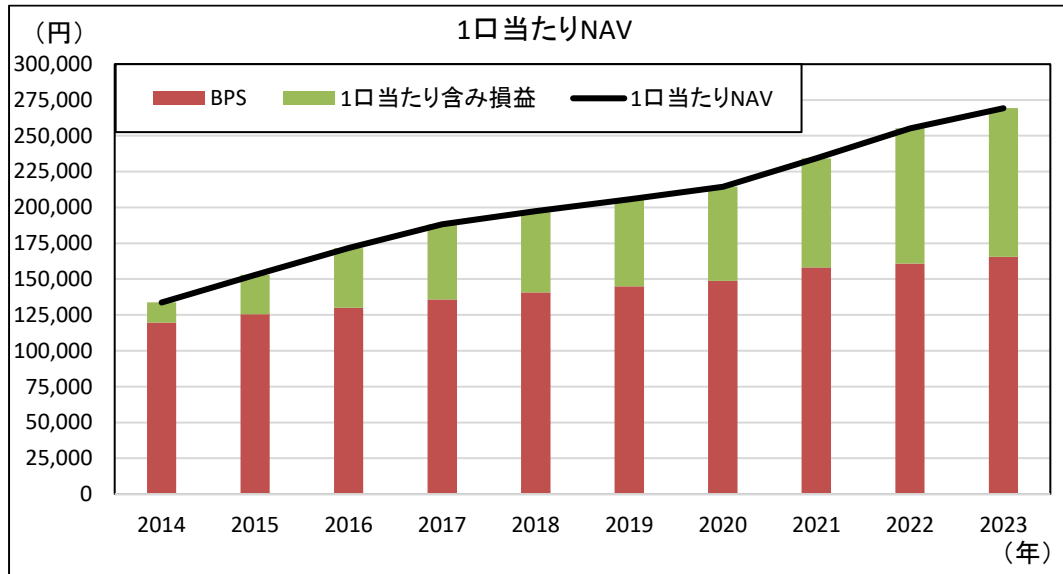


出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

商業セクターの1口当たりNAVは、2014年から2023年までに25.4%増加(うちBPSの寄与度+6.0%、1口当たり含み損益の寄与度+19.4%)したが、同期間の増加率としては全セクター中で最も低い(オフィス+49.1%、住宅+96.8%、物流+101.3%、ホテル+69.7%)。先に確認したROAの硬直性の要因である固定賃料物件の多さが、抑制的な物件評価額の上昇に繋がった。

④ 物流セクター

図表VI-13 物流セクターの1口当たりNAVとその構成要素の推移

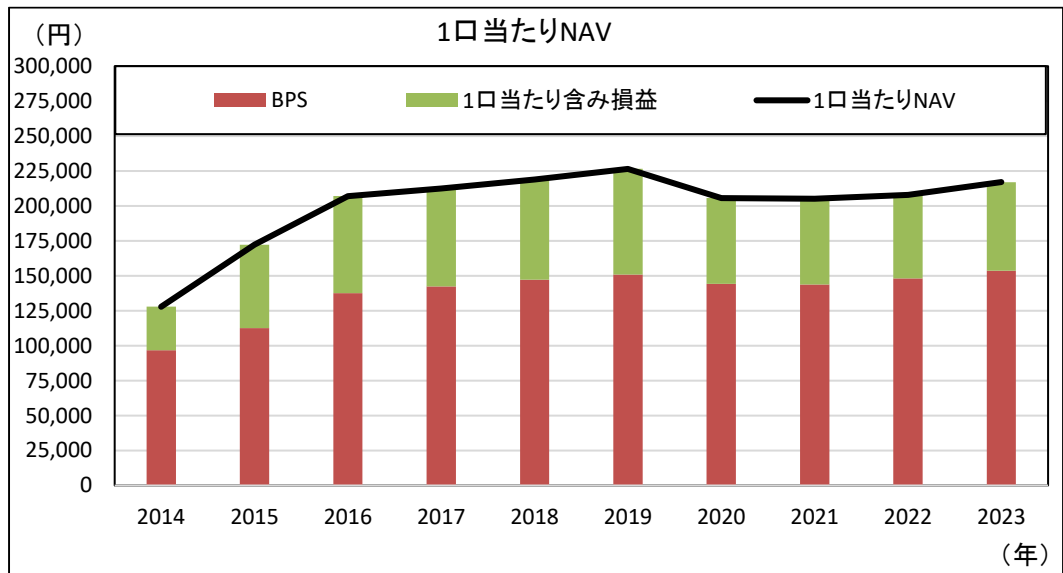


出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

物流セクターの1口当たりNAVは、2014年からコロナ禍以降も減速せず、2023年までに101.3%増加(うちBPSの寄与度+34.4%、1口当たり含み損益の寄与度+66.9%)した。DPS成長ドライバーであったBPS成長が、1口当たりNAVの増加にも相対的に大きく寄与している。

⑤ ホテルセクター

図表VI-14 ホテルセクターの1口当たりNAVとその構成要素の推移



出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

ホテルセクターの1口当たりNAVは、①2014年から2019年にかけて77.2%増加(うちBPSの寄与度+42.4%、1口当たり含み損益の寄与度+34.8%)した後、②コロナ禍で1口当たり含み損益が増減して2023年は2019年比で4.2%減少(同+1.2%、-5.4%)した水準にある。DPS成長と同様、コロナ禍以前はBPS成長が大きく寄与したが、コロナ禍以降はBPSが下方硬直的となり、1口当たり含み損益の増減が1口当たりNAVの増減に直結し、足元では回復の途上にある。

⑥ セクター間比較(2014年～2023年)

図表VI-15 セクター別の1口当たりNAVの成長率とその構成要素(2014年～2023年)

	オフィス	住宅	商業	物流	ホテル
1口当たりNAV (変化率)	+49.1%	+96.8%	+25.4%	+101.3%	+69.7%
BPS (寄与度)	+8.4%	+5.4%	+6.0%	+34.4%	+44.4%
1口当たり含み損益 (寄与度)	+40.7%	+91.4%	+19.4%	+66.9%	+25.2%

出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表VI-15は全セクターの集計が可能となる2014年から2023年までの、セクター別の1口当たりNAVの成長率とその構成要素を示している。

2014年から2023年にかけて、いずれのセクターも1口当たりNAVを増加させているが、その構成要素を見ると、ホテルセクターを除いて、1口当たり含み損益の寄与度がBPSの寄与度を上回っている。特に住宅セクターと物流セクターについては、この間の不動産価格の上昇を反映して、1口当たり含み損益の寄与度は順に+91.4%、+66.9%と高水準になっている。ホテルセクターはコロナ禍以前に、プレミアム増資による規模成長でBPSを最も大きく成長させたセクターであり、かつ、コロナ禍以降に1口当たり含み損益を減少させた唯一のセクターでもあるため、例外的にBPSの寄与度が1口当たり含み損益の寄与度を上回った。プレミアム増資による規模成長をコロナ禍以降も継続してきた物流セクターも、ホテルセクターと同様に、BPSの寄与度が相対的に高い。ただし、先にオフィスセクターで確認したとおり、BPSには下方硬直性があり、また、規模成長が進むほど、PO毎のプレミアム増資効果を高水準にすることが容易でなくなっていくことから、長期的には、オフィスセクター、住宅セクター、商業セクターのように、BPSの寄与度はプラス圏の抑制的水準となる。1口当たりNAVは、総じて1口当たり含み損益に連動して動くが、規模成長ステージにあつては、プレミアム増資によるBPS成長も寄与を高めると言える。

2 新たな成長手段の可能性

J-REIT は導管性要件により、新規投資の原資を自身の利益から捻出する運営を制度的に制約されている。従って J-REIT が新規投資により継続的に外部成長するためには、通常、継続的な新規資金調達、すなわち継続的な PO が必要となる。PO が可能な状況を持続させることは外部成長戦略上、重要である。

不動産取得の観点からは、十分な収益性の物件パイプラインを確保していること、財務の観点からは、投資主価値を毀損しない十分な投資口価格水準にあることが、PO が可能な状況を持続させる上でのポイントになるが、J-REIT が直面する不動産賃貸市場、不動産売買市場、J-REIT 市場は同時にそれぞれが変動するため、現実的には十分な収益性の物件パイプラインを確保することが容易でない局面や、J-REIT 市場全体として投資口価格が大きく低下する局面もある。

通常の規模成長サイクルを継続することが容易でなくなるこれらの局面において、選択肢になりうる新たな成長手段として、以下、開発案件への投資と、J-REIT の合併について概観する。

2-1 開発案件への投資

導管性要件の存在により利益が分配金に概ね直結しており、かつ、上場して変動性の大きい金融市場に常に晒されていることから、J-REIT は総じて利益安定的な運営を指向する傾向があり、投資法人による物件取得は、安定稼働中の物件を対象とすることが一般的となっている。一方、安定稼働前の物件を取得することや、J-REIT が注文者として開発案件に投資すること自体は禁止されておらず、例外的な位置づけながら、オフィスや物流施設、ホテル等で投資法人による開発の実例も存在する。

通常どおり投資法人が安定稼働中の物件を取得する場合、その取得価格は、開発者の開発利益相当額や、安定稼働に至るまでのリーシングコスト等が内包されて形成される。これに対して投資法人が開発案件に投資する場合、これらの開発利益相当額等が取得価格に内包される過程を回避できるため、物件取得に要する資金投下が抑制されて相対的に高い収益性を確保しうる。これが開発案件に投資するメリットであり、不動産価格が高騰して十分な収益性の物件パイプラインを確保することが容易でない局面において、特に有効性が高まる外部成長手法と言える。

デメリットとしては、①開発リスクを取ることで、②開発期間の分配金マネジメントが必要になることが挙げられる。①一般的な運用サイクルにない開発リスクを取ることで、開発スケジュールや開発コストの管理等が必要になり、資産運用会社として固有のノウハウや相応の人員・組織整備が求められる。②開発プロジェクトの起点となる開発素地の取得段階で資金投下が始まる一方で、賃貸利益の貢献は年単位で遅れることが通常であり、その間、先行する資金調達コストの負担増等による利益下押し、すなわち分配金下押し圧力への対処が必要になる。十分なポートフォリオ規模の下で開発に着手することや、売却益計上・内部留保活用による分配金コントロール等で対処可能と思われるが、いずれも既存ポートフォリオが一定の安定度を獲得済みであることが望ましい。開発案件への投資は、一定のトラックレコードと規模成長ステージを経て、選択肢としての現実味を帯びていくものと言えよう。

2-2 J-REIT の合併

継続的な PO 実施を前提とする J-REIT の一般的な規模成長サイクルは、投資口価格が下落して PO 実施が容易でなくなる局面において停滞しがちである。PO を再開して一般的な規模成長サイクルに回帰するためには投資口価格の回復が必要であり、投資口価格の裏付けとなる投資主価値を維持向上させる運用シナリオについて、市場に情報発信することが重要になる。

J-REIT の投資主価値を表す 1 口当たり分配金と 1 口当たり NAV の成長ドライバーについて、引き上げの見通しを示す必要があるが、本章 1-2 で確認したとおり、その可能性及び有効性はセクター毎、市場局面毎に様々であり、内部成長・外部成長・財務戦略という一般的な成長手段の中に、十分に有効な選択肢が常に存在するとは限らない。また、金融危機のように直接的な投資口価格の下落要因が J-REIT 市場の外にあることもあり、投資口価格の低迷が中長期的に継続することも考えられる。

このように投資口価格の低迷が中長期的なものとなり、更に一般的な成長手段で打開することも容易でない状況となっても、なお成長手段として検討しうるのが投資法人同士の合併である。

吸収合併を例にすると、吸収合併存続法人(以下、「存続法人」)から見れば、吸収合併消滅法人(以下、「消滅法人」)の NAV を、通常、ディスカウント状態にある投資口価格を前提とした割安な合併対価で獲得できる。消滅法人の P/NAV のディスカウント状態を利用した裁定取引であり、存続法人としては、通常の資産取得が困難な環境でも規模拡大や分散度向上を図ることができ、更に、負ののれん(会計上の内部留保)を獲得して合併後の運用の自由度を高められる期待も持てる。

消滅法人の P/NAV がディスカウント状態であれば、財務的観点から裁定の可能性はあるが、当然ながらそれだけでは吸収合併を行う理由として不十分である。合併後のポートフォリオ構成や収益性水準等を踏まえ、その後の成長シナリオを描くことができるか検討されなければならない。

J-REIT 市場で吸収合併が行われることの意義は、存続法人と消滅法人の当事者間に留まるものではない。P/NAV のディスカウントが大きいほど裁定の効果が高まるため、吸収合併が生じうる市場環境は、自社が運用する投資法人が消滅法人となることを回避したいと考える資産運用会社に対して、投資口価格を回復させるインセンティブをもたらす。J-REIT 市場全体として投資口価格上昇に対する能動的運用が促されることとなり、市場全体としての健全性の確保に資するものである。また、吸収合併は存続法人において消滅法人の NAV を顕在化させるものであり、P/NAV のディスカウント状態に対して J-REIT 側から異を唱えていると見ることもできる。投資家に対して NAV の価値を証明することで、NAV を投資口価格に適切に反映することを促すメッセージ効果があり、市場全体として P/NAV のディスカウントが常態化している状況にあっては、J-REIT 側からの能動的な打開策となりうるものである。

3 次の成長セクターの可能性

オフィス特化 2 銘柄の上場から始まった J-REIT 市場は、多様な用途の物件を投資対象に取り込みつつ、今日まで拡大してきた。その過程でセクター化が進行し、現在の J-REIT は、オフィス、住宅、商業、物流、ホテルの代表的な特化 5 セクターに、ヘルスケア、複合・総合型を加えた 7 つのセクターに分類することができる。以下、セクター化はしていないものの J-REIT が保有する特殊なアセットタイプと、セクター進化・細分化の面で先行する米国 REIT のセクター分類を確認し、最後に新たなセクターとして確立するための必要条件について考察する。

3-1 J-REIT が保有する特殊なアセットタイプ

(1) データセンター

データセンターは、近年、新たなアセットタイプとして注目が集まっており、今後、証券化商品の裏付資産として流動化が進む期待もある。J-REIT においては、物流セクター、複合・総合セクターに属する銘柄が、特殊なアセットタイプとして保有しているケースが散見されるが、その数は 10 物件にも満たず、現状、J-REIT の保有資産としての存在感は限定的である。

(2) 研究施設

J-REIT における研究施設の保有状況は、投資方針に「工場・研究開発施設等」のアセットカテゴリーを設定している産業ファンド投資法人を中心に、数物件の保有を確認することができる。ただし、取得の加速等の動きは見られず、J-REIT の保有資産としての存在感は限定的である。

(3) 冷凍・冷蔵倉庫

物流施設の派生形と位置づけられる冷凍・冷蔵倉庫は、近年、需要の拡大が指摘されており、J-REIT においても物流セクターに属する銘柄が数物件保有していることを確認することができる。ただし、取得の加速等の動きは見られず、現状、J-REIT の保有資産としての存在感は限定的である。

(4) 病院不動産

ヘルスケア施設の一つと位置づけられる病院不動産は、現在 J-REIT で唯一のヘルスケア特化型であるヘルスケア&メディカル投資法人において、2 物件の保有を確認することができる。いずれも 5 年以上前に取得されたもので、その後は J-REIT による病院不動産の取得実績はない。

3-2 米国 REIT のセクター分類

米国 REIT はセクター進化・細分化の面で J-REIT に先行している。Nareit による米国 REIT のセクター及びサブセクターの分類は以下のとおりとなっている(図表VI-16)。

図表VI-16 米国 REIT のセクター分類と J-REIT のセクター分類の対応関係

米国REITのセクター分類	J-REITのセクター分類
Industrial (物流・産業用施設)	物流特化型
Office (オフィス)	オフィス特化型
Retail (商業施設)	商業特化型
Shopping Centers (ショッピングセンター)	
Regional Malls (ショッピングモール)	
Free Standing (独立型店舗)	
Residential (住宅)	住宅特化型
Apartments (集合住宅)	
Manufactured Homes (工場生産住宅)	
Single Family Homes (戸建住宅)	
Diversified (分散型)	複合・総合型
Lodging/Resorts (ホテル・リゾート)	ホテル特化型
Health Care (ヘルスケア)	ヘルスケア特化型
Self Storage (セルフストレージ)	—
Timberland (森林地)	—
Telecommunications (通信施設)	—
Data Centers (データセンター)	—
Gaming (カジノ)	—
Specialty (その他特殊施設)	—

出所)Nareit の分類をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

米国 REIT は J-REIT に比べて特化セクターの数が多く、J-REIT においては未確立の特化セクターを複数確認することができる。先に触れたデータセンターをはじめ、セルフストレージや森林地等、一定の社会的位置づけの差はあろうが、日本にも存在するアセットタイプも散見されることから、潜在的には J-REIT のセクター分類に進化の余地はあると言えよう。

また、米国 REIT においては、商業セクターと住宅セクターにおいて、J-REIT では見られないサブセクター化も進んでいることが分かる。J-REIT においては、特化型の銘柄が合併や投資方針の変更により複合・総合型に転換して、銘柄として用途分散度を高めるケースが散見されるのと対照的に、米国 REIT においては、用途的に均質性の高いポートフォリオを構築して投資商品としての個性を際立たせ、用途分散については投資家に委ねる傾向が相対的に強いと言えよう。

3-3 新たなセクターとして確立するための必要条件

セクターとしては未確立の、新しいアセットタイプに特化した J-REIT が複数上場していく過程において、当該アセットタイプが新たなセクターとして確立されることとなる。そのためには、J-REIT 市場において、当該アセットタイプの物件供給と資金供給が連動して高まる必要がある。

物件供給面では、当該アセットタイプの流動化ニーズが、社会的背景に応じて継続性をもって高まる必要がある。流動化ニーズの継続的な高まりとは、オリジネーターの立場から見れば、当該アセットタイプにおけるビジネスの好循環を背景として資金需要が高まることを意味する。高い社会的需要を持つアセットタイプほど、新たなセクター候補になりやすいと言えるだろう。

資金供給面では、新しいアセットタイプであるが故に、デット・エクイティの両面で投資家から相対的に厳しいリスク評価を受けるため、特に収益性、成長性、安全性の確保が必要になる。

収益性に関しては、新しいアセットタイプであり売買市場が未成熟な段階にあっても、社会的背景の下で賃貸需要が高まっていれば、相対的な高水準を確保しやすく、オペレーショナルアセットである場合には更なる高水準も期待しうる。本章 1-2 において、コロナ禍直前のホテルセクターが突出した ROA 水準にあり、それがオペレーショナルアセットとしての特殊な賃料体系と、当時の旺盛な宿泊需要の組み合わせに起因することを確認した。現状、J-REIT においてオペレーショナルアセットの色彩が強いセクターはホテルセクターに限られているが、社会的需要を高めた新たなオペレーショナルアセットが、高い収益性をもって出現することも考えられる。

成長性に関しては、投資主価値の成長ドライバーのうち、能動的運用による成長ストーリーを相対的には描きやすい ROA と BPS について、成長の見通しを示すことが有効になるだろう。その際、本章 1-2 において商業セクターや物流セクターで確認されたように、固定的な賃料体系を持つ場合には、ROA の向上を高水準にすることが相対的に難しく、BPS 成長が主たる DPS 成長ドライバーとならざるを得ないため、継続的なプレミアム増資の実施に対するコミットメントを強く示すことが特に重要になる。

安全性に関しては、スポンサーがサポート姿勢を明確化することが有効になるだろう。コロナ禍でホテルセクターの ROA が乱高下したように、特にオペレーショナルアセットは収益安定性の面でハイリスクであることから、スポンサーのサポート姿勢を強調することが特に重要になる。

先に見たとおり、J-REIT が特殊なアセットタイプを保有する事例は散見されるものの、現時点で新たなセクターとして確立する機運が大きく高まる段階には至っていない。長期的に見れば、J-REIT 市場は未だ成長ステージを継続しており、セクター進化・細分化の途上にある。新たなアセットタイプが必要条件を満たしてセクターとして確立し、質・量ともに充実した多様性のある J-REIT 市場へと発展し続けることを期待したい。

＜REIT 投資顧問部＞

業務統括者	上席主任研究員	堀 明希子
分析者	上席主任研究員	中野 邦彦
分析者	主任研究員	藤本 京子
分析者	副主任研究員	小西 勝也
分析者	副主任研究員	高橋 寛行
分析者	研究員	小野寺 彩佳

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
TEL: 03-5427-3350(代)
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. この資料のご提供方法は、当社からの直接提供のみです。提供されましたお客さま限りでご利用ください。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。