

2022年上期のJ-REIT市場と今後の展望

三井住友トラスト基礎研究所
REIT投資顧問部 上席主任研究員

堀 明希子



1. 2022年上期のJ-REIT市場

(1) 不動産価格の高値圏推移を背景に、金利上昇の中でも底堅く推移

2022年上期のJ-REITの配当込みのトータルリターンは-3.0%となった。米国の長期金利上昇を背景に米国株が-20.2%、米国リートが-19.0%と大きく下落する中で、2020年3月のコロナ急落後の戻りが相対的に弱かったことも影響し、TOPIXの-4.8%と同様、J-REITは相対的に底堅く推移した（図表1）。

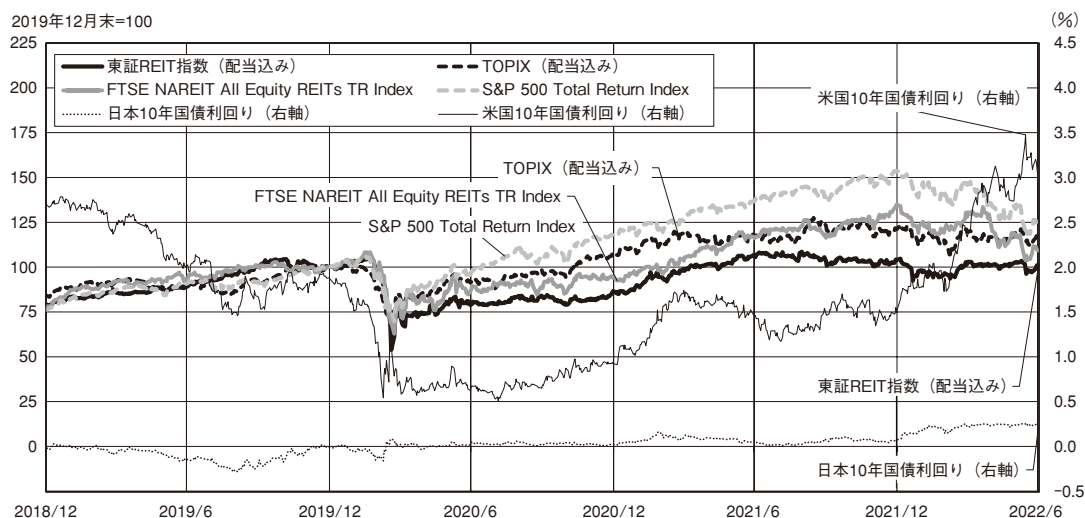
目次

1. 2022年上期のJ-REIT市場
2. セクター別のパフォーマンスと運用状況
3. ESGへの取り組み
4. 今後の市場展望

具体的に見てみると、東証REIT指数（配当なし）は2021年12月末2,066.33ptから2022年6月末1,966.90ptに下落。1～3月は米国長期金利の上昇を受けて1,900ptを挟む水準で推移したが、3月末以降は2,000ptを回復した。6月半ばには米国長期金利が3.5%程度まで上昇し、一時1,900ptを割り込む場面もあったが、その後米国長期金利が3.0%程度へ低下する中で1,900pt半ばから後半に持ち直している。

パフォーマンスの底堅さの背景には、不動産価格の力強さがある。日本の低金利環境は継続しており、潤沢な投資資金が強固に下支えし不動産価格は高値圏で推移している。J-REIT保有物件の不動産鑑定評価額も、2020年にコロナ影響を受けてホテルが低下したものの、その他用途は概ね維持され、2021年には収益安定性の高い物流施設や住宅が強く上昇した。2022年に入り、物流施設、住宅に加え、賃貸運営が厳しいオフィスも価格上

(図表1) 東証REIT指数と米国リート、日米株式、日米長期金利の推移



(注) 2019年12月末=100として再指数化

(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

昇がみられる。

(2) NAVはプラス成長継続、P／NAVは1.1倍で推移

NAVの成長率は2020年に前年比－0.3%と一旦成長が止まったが、力強い投資需要に支えられた不動産価格の上昇を背景に2021年には同＋2.7%と再度上昇し、2022年もプラス成長が継続している（図表2）。

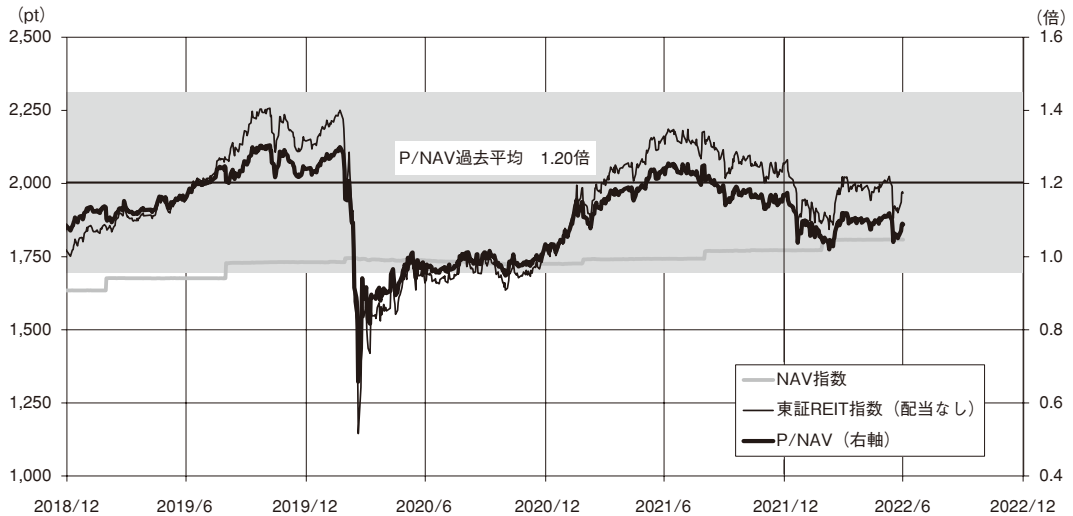
J-REITのバリュエーション指標であるP／NAVは、2022年上期に概ね1.1倍で推移した。オフィス賃貸市況の先行き懸念や長期金利の上昇観測があるため、過去平均（2003年12月末～2022年6月末）の1.2倍は下回るものの、足元好調な不動産売買市場の状況が反映され、米国長期金利上昇を背景とした一時

的な投資口価格の下落局面においてもP／NAVは1.0倍以上が維持された。

(3) 分配金は緩やかな回復途上、予想配当利回りは3%台後半で金利上昇を吸収

良好な不動産売買環境は分配金に対しても恩恵をもたらしている。予想分配金は2011年以降プラス成長が継続していたが、2020年にはコロナ影響によるホテル銘柄の大幅減配で前年比－7.1%とマイナス成長に転じた（図表3）。2021年には同＋1.6%と緩やかながらもプラス成長に戻ったが、これはホテル銘柄の業績底打ちに加えて、オフィス等多くの銘柄で賃貸収益のマイナスを不動産売却益や内部留保の取り崩しで補う運用が行われている

(図表 2) NAV指数とP/NAV、東証REIT指数 (配当なし)



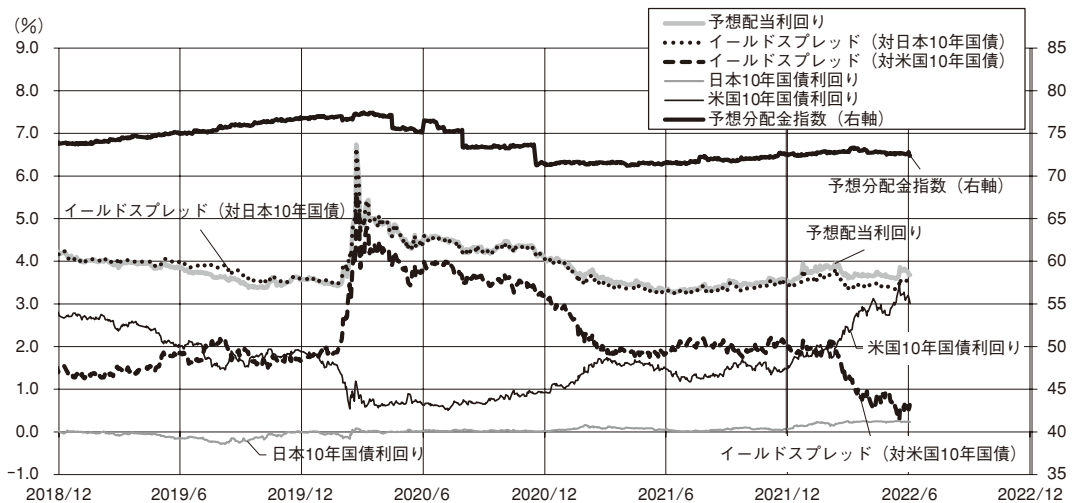
(注 1) NAV指数は三井住友トラスト基礎研究所算出。PNAV = 東証REIT指数 / NAV指数

(注 2) 横線は2003年12月30日から2022年 6 月30日におけるP/NAVの平均値

帯は同期間におけるP/NAVの平均値 $\pm 1 \sigma$

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所、東証REIT指数はBloombergによる

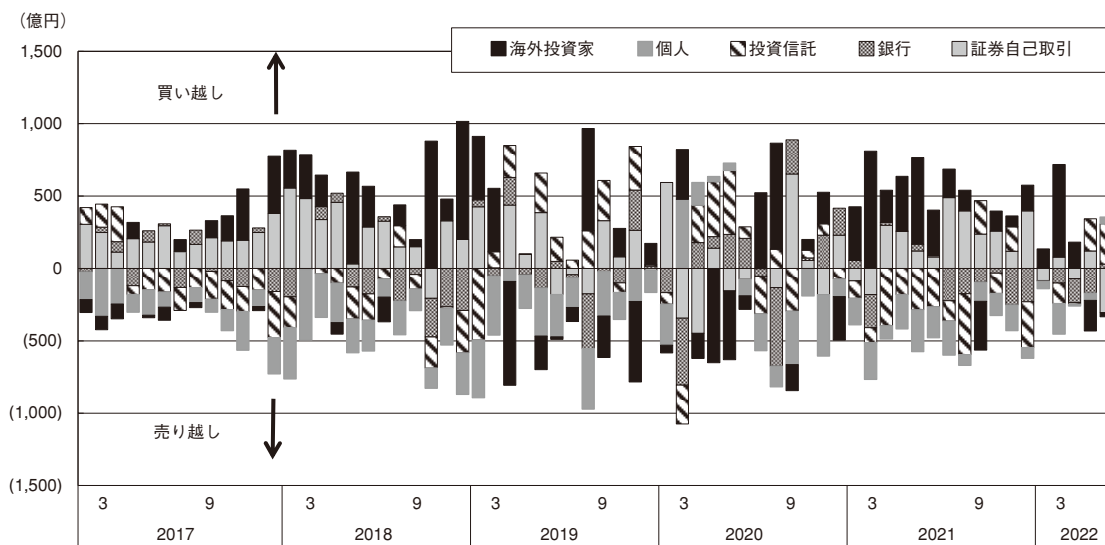
(図表 3) 予想分配金指数、予想配当利回りと日米10年国債利回りの推移



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

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

(図表 4) 投資部門別売買状況



(出所) 東京証券取引所資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

ためである。内部留保を有する銘柄では一定の分配金水準を維持する方針を示す銘柄も増えている。

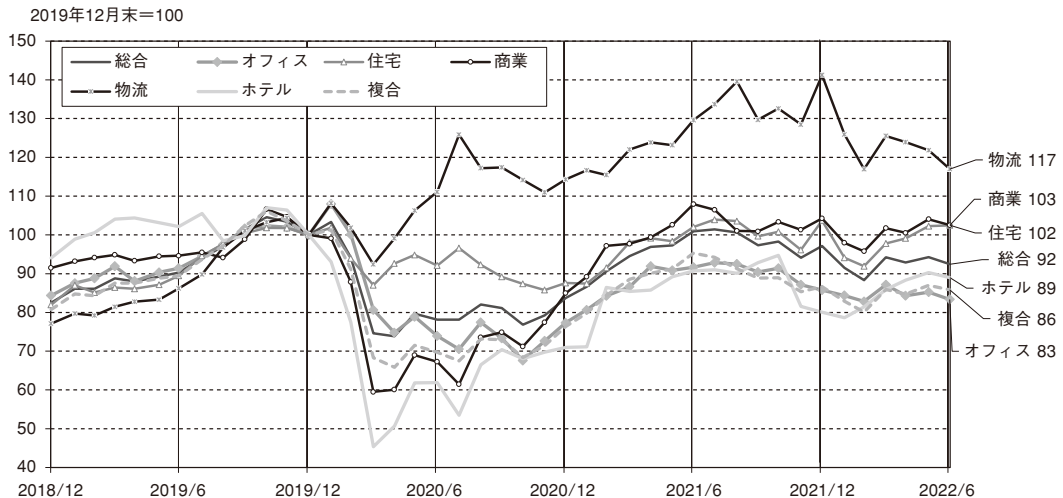
2021年下期(2021年7月期～2021年12月期)の決算では約半数の銘柄が不動産売却益を計上した。この間の不動産売却益の合計は282億円で、全銘柄の当期利益総額2,898億円に対する割合は9.8%であった。2021年下期におけるJ-REITの不動産含み益(鑑定評価額と簿価との差額)は合計4.3兆円と多額で、2020年下期の3.9兆円からさらに増加している。内部留保も約6割の銘柄が有し、同残高は2021年下期で合計1,477億円と、2020年下期の1,385億円から増加し、全銘柄の実績分配総額2,998億円に対する割合は49.3%であった。

予想配当利回りは金利上昇に伴い2021年12月末3.51%から2022年6月末3.68%に上昇した。この間、米国の長期金利は1.51%から3.01%に上昇したが、日本の長期金利は0.07%から0.23%への上昇にとどまったため、予想配当利回りの上昇幅は比較的限定的に抑えられた。代表的なインカム指標である米国の長期金利に対しても、予想配当利回りと一定のイールドスプレッドがあったため、金利上昇をスプレッド縮小で吸収した。

(4) 海外投資家の買い越しが下支え

円安を背景とした海外投資家からの資金流入も、J-REITに対する金利上昇の影響を緩和した。投資部門別売買状況では、海外投資家の買い越しが2021年11月から2022年4月ま

(図表5) SMTRI J-REIT Indexの推移 (配当なし)



(注1) J-REIT全体を「総合」と称し、2つ以上の不動産用途の組合せで運用する銘柄を「複合」セクターとしている
 (注2) セクター間の比較を可能にするため、全インデックスを2019年12月末=100として再指数化
 (出所) 三井住友トラスト基礎研究所

で継続。5月、6月は海外投資家が売り越しに転じたが、投資信託が買い越しとなった(図表4)。なお、日銀による買入は2022年2月に約1年ぶりに行われ、2022年上期では金利上昇でJ-REIT市場が下落した際に計3回、36億円実施された。

2. セクター別のパフォーマンスと運用状況

2022年上期は金利上昇が低利回りの物流セクターにより大きくマイナス作用し、物流セクターのトータルリターンは-15.8%となった。一方、ホテルセクターは+12.0%とレジャー需要の回復期待を受けて上昇、その他のセクターは概ね横ばいであった。

ただ、セクター別の価格推移を示した図表5の通り、2019年12月末を100とした指数の回復度合いでは、コロナ禍でも業績堅調な物流セクターが117と引き続きコロナ前を大きく上回る。コロナによる一時的な業績影響が一巡した商業セクターは103、稼働率の持ち直しが確認できる住宅セクターは102と概ね2019年12月末並に回復した一方、業績が大幅に悪化し回復が鈍いホテルセクターは89、賃貸市況悪化で賃貸収入が減少しているオフィスセクターは83とコロナ前を下回ったままである。

各セクターの最近の運用状況やバリュエーションを以下にまとめる。

(1) オフィス

オフィス特化銘柄の2022年4月の稼働率は単純平均で95.9%である。2019年12月の99.5%から2021年12月の96.3%へ大きく低下し、2022年に入って低下幅は抑制されているが下げ止まりはみられない。会社予想における稼働率想定を半年前より引き下げる銘柄や大口テナント退去等で更なる低下を想定する銘柄もある。保有物件の平均賃料単価は市場賃料とのギャップが残る銘柄が多いため、まだ上昇しているが、上昇率は鈍化が続き、一部の銘柄ではテナント入替や契約更新時に賃料減額が賃料増額を上回るケースもある。加えて、最近では電気料金上昇に伴う水道光熱費の増加も利益の下押し要因になっている。

不動産売買環境は他用途に比べても強く、不動産売却益計上によって分配金が維持されているケースは多いものの、オフィス賃貸市場に対する先行き懸念からオフィスセクターの予想配当利回りは2022年6月末3.82%と2019年12月末3.03%から大きく上昇したままで、市場平均3.68%を上回る。また、P/NAVが0.9倍を下回る銘柄も少なくないため、2021年以降は自己投資口取得を行う銘柄が散見される。

(2) 住宅

住宅中心銘柄の2022年5月の稼働率は単純平均で96.1%である。季節性があるため各年5月の稼働率を比較すると、コロナ後の2020年95.9%、2021年95.6%からは回復したが、

コロナ前の2019年96.6%を下回る。賃料上昇率は鈍化が続き、複数の銘柄でテナント入替時の賃料変化がマイナスとなっている。特に都心シングルタイプのマイナスが大きい。

稼働率の持ち直しもあり、住宅セクターの予想配当利回りは2022年6月末で3.23%とコロナ前の2019年12月末の3.28%とほぼ同水準、物流セクターを下回り、全セクターの中で最も低い。P/NAVも1.2倍程度と市場平均を上回る。

(3) 商業

運営状況はテナント属性によって異なっており、食品スーパーは堅調で、飲食テナントは苦戦といった違いは残るものの、商業特化銘柄は郊外型物件やマスターリース物件が多く、稼働率は99%超で推移する。固定賃料中心の賃料形態で、一時的な賃料減額や支払猶予の影響も概ね一巡した。投資口価格の回復により2021年には商業特化4銘柄全てで公募増資による物件取得が行われた。

商業セクターの予想配当利回りは2022年6月末で4.41%と、人口動態の変化やEC市場拡大といった商業施設を取り巻く環境の先行きに対する懸念等を背景に、最も利回りの高いセクターであることはコロナ前と変わらない。

(4) 物流

稼働率は高水準で推移する。物流施設賃貸市場は新規供給増で稼働率がやや低下するな

か、物流特化銘柄の稼働率は単純平均で2021年12月の99.5%から2022年3月に98.8%と一旦低下したが、2022年5月は99.4%に回復している。力強い賃貸需要を背景に賃料増額の基調には変化が無い。

また、2022年上期は投資口価格の下落もあって物流特化銘柄の公募増資は前年に比べて抑制的となったが、引き続き高水準の投資口価格とスポンサーパイプラインを活用して、分配金向上につながる公募増資と物件取得が可能である。

物流セクターの予想配当利回りは2022年6月末で3.29%と、2022年上期の価格調整で2021年12月末の2.74%から大きく上昇し、住宅セクターと水準が逆転した。P/NAVは住宅と同様1.2倍程度である。

(5) ホテル

ホテル銘柄の業績回復は鈍い。2022年5月は3年ぶりに行動制限のない大型連休となったことでレジャー需要の回復がみられ、ホテル銘柄のRevPAR（販売可能客室数当たり宿泊売上高）は4月より回復したが、依然としてコロナ前の6割程度の水準にとどまる。ホテル銘柄の2021年の年間分配金は単純平均で2019年を65%下回っており、本格回復にはまだしばらく先と予想されるインバウンド需要の回復が待たれる。

また、ホテル銘柄に関しては財務運営でリファイナンス時の借入年限の短期化に加え、融資関連費用の高止まりや手元資金を活用し

た借入残高削減の動きもみられる。

もっとも、ホテル銘柄の投資口価格は収益回復期待を先取りしており、2019年12月末比で9割程度まで戻している。銘柄によって強弱はあるが、ホテル運営が健闘している銘柄では投資口価格が既にコロナ前を上回っており、コロナ後2回の公募増資を実施している。

■ 3. ESGへの取り組み

ESGに関してはコロナ禍で不動産投資運用にストレスがかかる中でもJ-REIT全体として取り組みの加速が確認できる。各銘柄の開示情報からは、特に次の2点がこの1年で取り組みの進展が目立つ。

(1) TCFD開示への対応が急速に拡大

2022年4月の東京証券取引所の市場再編で、最上位となるプライム市場の上場企業はTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言に準拠した開示が求められるようになった。J-REITでもTCFD開示への対応が急速に進展し、TCFD提言に賛同する銘柄はこの1年で4倍に増えた。賛同銘柄は2022年6月時点で全体の2/3となり、それに伴いTCFD提言に沿ったリスクと機会、シナリオ分析の開示も広がった。GHG排出量の実績および削減目標を開示する銘柄も全体の8割に達する。

(2) 従業員に関する取り組みが拡充

コロナ禍では従業員の安全・健康などESGの「S社会」に注目が集まったが、J-REITにおいても資産運用会社の従業員に対する取り組みの拡充が目立つ。研修受講実績、有休取得実績、女性従業員比率、出産・育児・介護制度の利用実績など、人材育成や労務管理、ダイバーシティに関する詳細な実績データを公表し、取り組み実態を客観的に示す銘柄が増えた。

また、J-REIT市場でも投資家がESGを重要視する中、環境認証の取得やグリーンファイナンスの推進に加えて、直近では気候変動リスクの情報開示が大きく前進した。今後は重要課題とそれに対して設定したKPIの着実な進捗を確認するとともに、銘柄規模やセクターによる取り組み格差の縮小も期待したい。

(本稿は2022年6月末時点のJ-REIT市場の状況をもとに作成)



■ 4. 今後の市場展望

2022年下期については、引き続き米国の物価動向、金融政策、景気に対する見方の変化等で、内外株式や米国長期金利が上下する展開が想定され、J-REIT市場もその影響を受けるものと思われる。ただ各銘柄の運用面では、国内のレジャー需要回復を背景としたホテル収益の一定の回復、日本の低金利環境継続による不動産価格の高値圏推移を想定し、分配金とNAVの上昇継続を見込んでいる。最大用途のオフィスについても、軟化した賃貸市況に加え、水道光熱費増加で賃貸運営の難しさが増しているものの、不動産売却益や内部留保の活用が分配金の維持向上に引き続き寄与するだろう。2022年上期は2,000pt近辺で推移してきた東証REIT指数だが、さらに上値を追うには、安定分配の継続とともに、現下の外部環境の不透明感が後退し、金融市場が落ち着く必要があると考えている。