

2022年のJ-REIT市場と 2023年の展望

SMBC日興証券 株式調査部 シニアアナリスト

鳥井 裕史

公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員
一般社団法人 不動産証券化協会認定マスター



1. 2022年のJ-REIT市場パフォーマンス概要及びバリュエーションについて

2022年のJ-REIT市場パフォーマンス

2022年12月末の東証REIT指数は1,894.06ポ

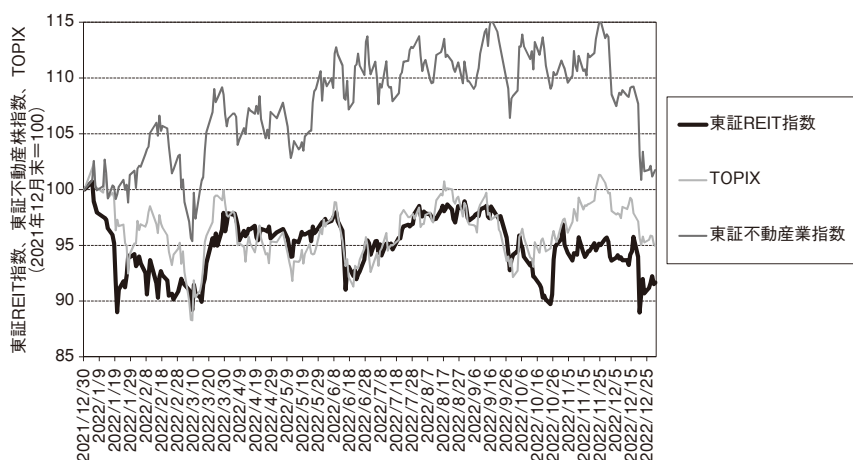
〈目 次〉

1. 2022年のJ-REIT市場パフォーマンス概要及びバリュエーションについて
2. 2023年のJ-REIT市場展望
3. J-REIT市場トピック1：東証REIT指数と長期金利
4. J-REIT市場トピック2：資産価値の観点からJ-REIT市場が織り込んでいるもの
5. J-REIT市場トピック3：J-REITによる物件取得額が例年の半分程度に

イントとなり、2021年12月末（2,066.33）との比較で8.3%下落、配当込みのトータルリターンでは4.8%下落した。2022年の東証REIT指数は海外REIT市場に比較すると下げ幅は軽微であったものの、金利上昇リスクやオフィス市況の不透明感等を背景に軟調な展開となった。特に2022年12月20日に日本銀行が長短金利操作を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に変更したことで同金利が上昇し、同日に1,800ポイント台前半に急落する場面も見られた。その後はやや落ち着きを取り戻し、同指数は1,900ポイント間近の水準にまで回復して2022年を終えた。2022年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は15.8兆円となり、2021年12月末時点の17.0兆円の比較で6.8%減少した。

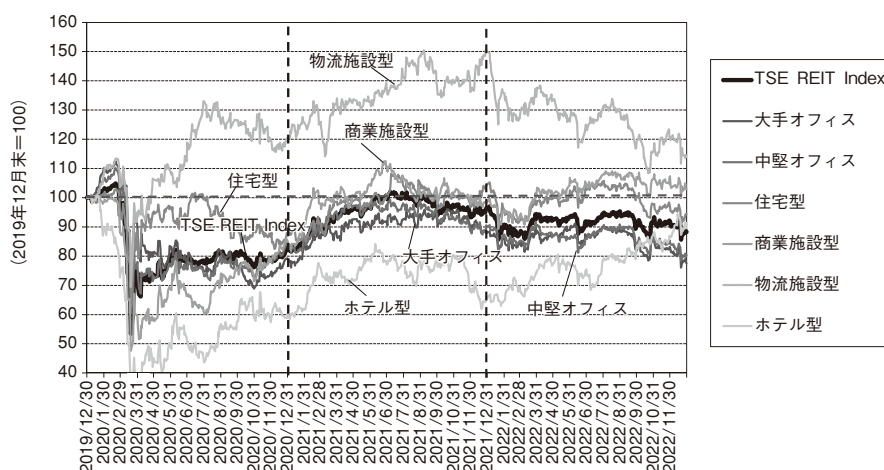
同期間のTOPIXは5.1%下落、配当込みのトータルリターンで2.5%下落となり、東証REIT指数はTOPIXをそれぞれ3.3ppt、

(図1) 2022年の東証REIT指数、TOPIX、東証不動産業指数の推移 (2020年12月末=100)



(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

(図2) 2020年以降のJ-REIT各タイプ主要銘柄のパフォーマンス (2019年12月末=100)



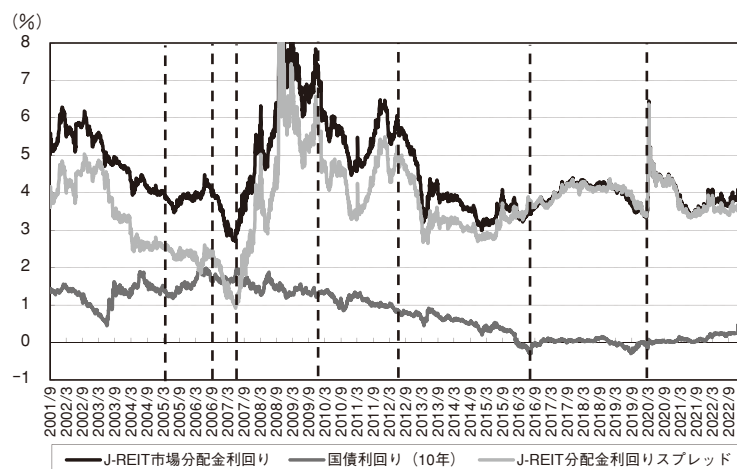
(注) 「大手オフィス」はNBF (8951) 及びJRE (8952)、「中堅オフィス」はKDO (8972) 及びDOI (8976)、住宅型はADR (3269) 及びNAF (3226)、商業施設型はJMF (8953) 及びFRI (8964)、物流施設型はGLP (3281) 及びNPR (3283)、ホテル型はINV (8963) 及びJHR (8985) のそれぞれ単純平均パフォーマンス。

(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

2.3pptアンダーパフォーム。2021年はアウトパフォームしたものの、2022年のパフォーマンスは相対的に劣後した。

東証REIT指数は同期間の米国REIT (FTSE/NAREIT All Equity REIT Index) の-27.5%を19.1pptアウトパフォーム。グロ

(図3) J-REIT市場全体の分配金利回りと長期金利に対する分配金利回りスプレッドの推移



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

ーバルREIT (FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index (円ベース)) の-15.7%に対しても7.4pptアウトパフォーム (原指数には13.3pptアウトパフォーム) となり、グローバル比較では相対的に良好なパフォーマンスであった。

2022年の東証REIT用途別指数を見ると、オフィス指数が6.7%下落、住宅指数が8.3%下落、商業・物流等指数が9.9%下落、物流フォーカス指数が20.5%下落。用途別では物流フォーカス指数が軟調であった。なお、商業・物流等指数には商業施設型、物流施設型の他、ホテル型も含まれている。用途別指数だけではタイプ別のパフォーマンス特徴を正確に把握することが難しい場合がある。そこで、弊社では各タイプの主要2銘柄の単純パフォーマンス比較を行っている (図表2参照)。それによると、2022年の相対パフォー

マンスはホテル型が力強いパフォーマンスとなり、商業施設型も堅調であった。

2022年のJ-REIT市場全体での一口当たり分配金 (DPU) は前年比-0.1%とほぼ横ばいで着地する見込み (一部弊社想定含む、2022年上期及び下期の平均値)。オフィス空室率の上昇やホテル収益の低迷 (特に年前半) を背景に既存物件の収益環境は厳しかったことに加え、エネルギー価格高騰によるコスト上昇も見られた。一方、物件入替による売却益計上や一部内部留保の取崩し等によりDPUを維持することとなった。

J-REIT市場分配金利回り及び長期金利との差の推移

2022年12月末時点のJ-REIT市場全体における平均弊社予想分配金利回りが4.0%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドは

3.6%となった。2021年12月末時点の同分配金利回りは3.6%、同スプレッドは3.6%であったが、同期間の投資口価格が下落したこともあり、分配金利回りは34bps上昇した。一方、同期間で長期金利が35bps上昇したこともあり、分配金利回りスプレッドはほぼ横ばいであった。なお、新型コロナ問題が発生する以前である2019年12月末の分配金利回りは3.5%、分配金利回りスプレッドも3.5%であった。

J-REIT市場及びそれを取り巻く外部環境が安定していた2013～15年での同スプレッドは3.0～3.5%で推移していた。クレジット市場が継続的に安定推移し、かつ安定的な分配金の確保が確認されれば、J-REITの分配金利回りスプレッドは同レンジで推移すると考えられる。2022年12月末時点ではこのレンジ上限値近辺にある。そのため、J-REITの分配金減少懸念や金利・クレジット市場環境に落ち着きが見られれば、同スプレッドの低下余地はあると見ることができると適正の範囲内と言うこともできる。

■ 2. 2023年のJ-REIT市場展望

2023年の東証REIT指数見通し

2023年のJ-REIT市場にとって長期金利とオフィス市況の動向が引き続き重要であろう。国内長期金利の上昇幅が軽微にとどまるか否かという点と、同金利上昇によるマイナスインパクトに対してオフィス市況改善等に

よる増配期待でオフセットできるか否かに注目したい。

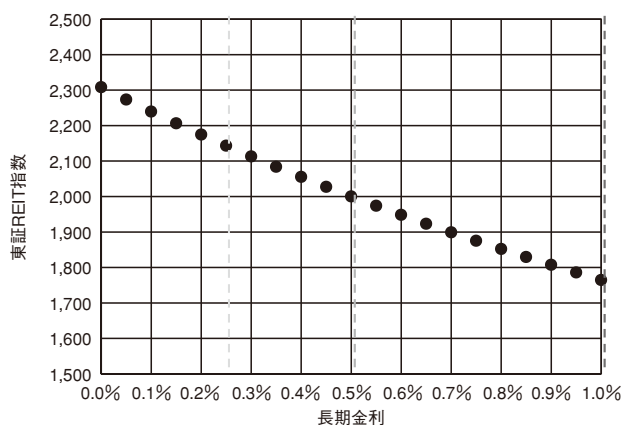
特に、2023年前半は金利動向に注目。特段増配期待を持つこと無く国内長期金利が0.5%にとどまることを前提とすれば、東証REIT指数は2,000ポイント前後を上値目線とし、1,900～2,000ポイントのレンジで推移することを想定する。一方、金利上昇リスクを懸念する状況が続けば上値の重い展開が想定される。東証REIT指数は1,900ポイントを下回る局面が続く可能性がある点には留意したい。逆に、金利低下期待やオフィス市況に反転の兆しが見えてくれば、2,000ポイント超のポジティブシナリオも視野に入ってくると考える。

そして、同年半ばから後半にかけてはオフィスの大量供給後に同市況が改善に向かうかに注目したい。仮に同市況が改善に向かわないのであれば同指数は上値の重い展開が続くこととなろう。逆に、同市況への改善期待や資本市場環境の安定化を伴う外部成長期待が持てるようになれば、2,200ポイントも見えてくるだろう。

■ 3. J-REIT市場トピック 1： 東証REIT指数と長期金利

J-REITは利回り商品としての側面が強い。そのため、分配金利回りは長期金利の影響を受けやすい。前述した通り、2022年末時点のJ-REIT市場全体の分配金利回りは4.0%と

(図4) 筆者が考える妥当な東証REIT指数と長期金利の関係



(出所) SMBC日興証券予想

2021年末の3.6%比べて上昇した。しかしながら、長期金利との差である分配金利回りスプレッドは概ね一定であった。すなわち、2022年の投資口価格下落や分配金利回り上昇は長期金利上昇で大方説明ができるということになる。

そこで、筆者は一定の収益前提を置きつつ、仮に2013～16年の平均利回りスプレッドである3.3%で不変であるという前提を置くことで長期金利と妥当な東証REITが指数の関係を試算した。これによると、仮に長期金利が0.5%であるならば、妥当な同指数は2,000ポイントとなる。2022年末の同指数は1,894.06ポイントであったため、これは長期金利が0.7%にまで上昇することを織り込んだ状況と言える。また、同金利が1.0%にまで上昇すると、同指数は1,800ポイントを下回る水準にまで下落することが想定される。

長期金利が一定に保たれている時期につい

ては、長期金利がJ-REITの投資口価格決定要素としてさほど重要ではなかったものの、現在は最も重要な要素と言えるだろう。長期金利の動向を注意深く見ておく必要がある。

■ 4. J-REIT市場トピック 2 : 資産価値の観点からJ-REIT市場が織り込んでいるもの

2022年12月末時点のJ-REIT市場全体におけるNAV倍率（鑑定評価額ベース）は0.98倍となり、2021年12月末時点のNAV倍率1.13倍との比較で低下した。2019年12月末までの過去10年間における平均NAV倍率は1.21倍であった。2021年12月末時点のNAV倍率は同平均値とほぼ同水準であったものの、2022年12月末時点ではこれを下回る水準にあり、資産価値の観点からすると一見割安感があるよ

(図5) J-REIT市場全体のNAV倍率の推移(鑑定評価額ベース)



(注) 鑑定評価額をベースとしたNAVを基準に計算
(出所) 会社資料、ブルームバーグ、SMBC日興証券

うに見える。

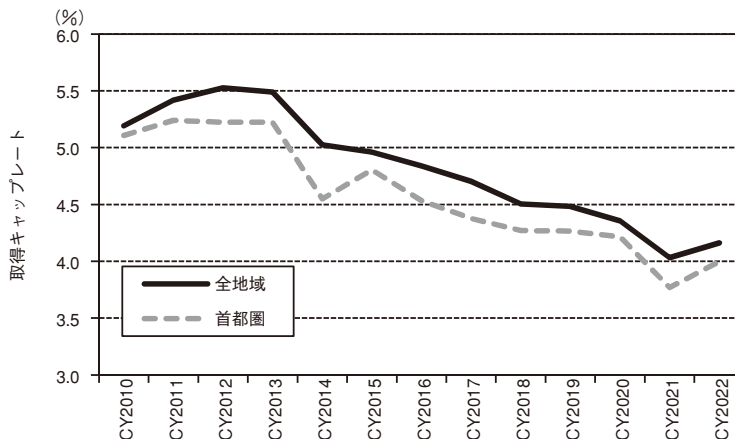
各REITが決算毎に公表する鑑定評価額をベースとした含み損益率は2011年後半以降改善が続いている。新型コロナ問題発生後の2020年3月から一時横ばいもしくは若干の低下となったが、2021年に入ると再び含み益率は上昇に転じた。2022年10月末時点でJ-REIT市場全体の含み益(鑑定評価額ベース)は5.15兆円、含み益率は+24.5%と高水準にあり、J-REIT市場発足来の最高水準を更新中である。

他方、現在のNAV倍率が過去平均に比べると低いということは資産価値の観点からすると今後の不動産価格下落を懸念していると捉えることができる。2022年10月末時点の鑑定評価額を基準とした場合、NAV1.0倍水準を東証REIT指数に換算すると1,920ポイント

である。そのため、仮に上記過去10年平均のNAV倍率1.12倍が適正値と仮定した場合、妥当な同指数は2,150ポイント($1,920 \times 1.12$)となる。

一方、2022年12月末時点の同指数は1,894.06ポイントであることから逆算すると、NAV1.0倍水準が1,690ポイント($1,894.06 \div 1.12$)に12%下落することを織り込んでいると捉えることができる。2022年10月末時点のJ-REIT市場全体のLTV(簿価ベース)は44%であることから、NAVが12%下落ということは不動産価格(鑑定価格)が約7%下落($12\% \times (1 - 44\%)$)することを織り込んでいると言えよう。また、不動産価格が7%下落するということは仮にNOIが一定であった場合はキャップレートが20~30bps程度上昇することを意味する。

(図6) J-REITの平均取得キャップレート(全用途平均)の推移(暦年ベース)



(注) 取得キャップレート：取得意思決定時の鑑定評価上のNCF／取得価格
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

それでは足元の不動産売買市場では不動産価格の上昇、もしくはキャップレートの低下の予兆はあるのだろうか？2022年の東京23区及び首都圏における平均取得キャップレート(鑑定評価上のNCF／取得価格、取得価格加重平均)はオフィスが3.6% (2021年：3.4%)、住宅が4.1% (同4.3%)、商業施設が4.5% (同4.4%)、物流施設が4.2% (同4.3%) であった。これらは実際の取得事例であるため、取得キャップレートにはばらつきはあること、質の違い等がある点は留意すべきであるが、2022年の取得キャップレートは特殊要因を除けば2021年との比較でオフィスや商業施設はほぼ横ばい、物流施設及び住宅は低下傾向継続といった具合であった。

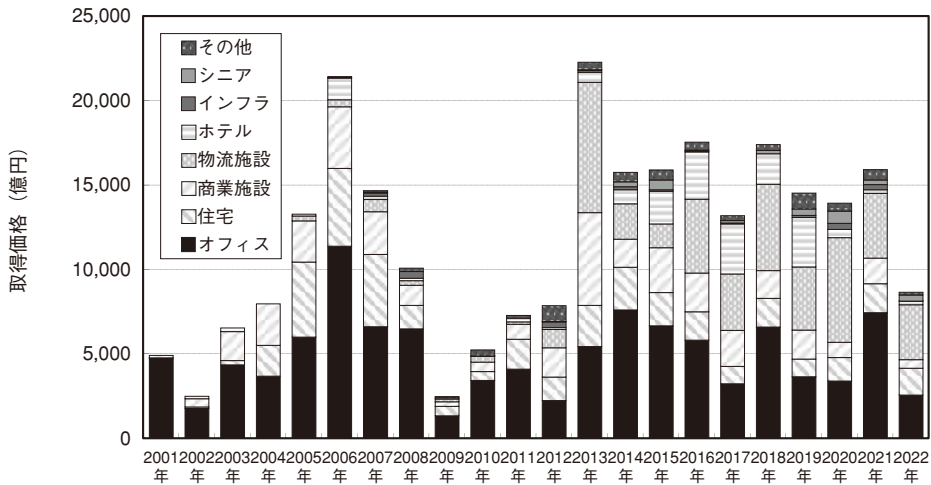
全般的には国内外不動産ファンドや私募リート等の各主体の物件取得意欲は継続するものと思われるが、海外PEファンド等で一部

物件売却の動きもある。取得事例の確認を継続していきたいが、オフィスや物流施設、住宅のキャップレートは大きな変化は見られないと考える。ただし、今後は金利上昇リスクを意識しながらキャップレートの動向に注視したい。

5. J-REIT市場トピック3：J-REITによる物件取得額が例年の半分程度に

2022年のJ-REITによる物件取得実績は8,652億円(優先出資証券等は除く、追加取得は含む)となり、2021年通年実績の1兆5,919億円を46%下回った他、2014年～21年における年間平均取得額である1兆5,517億円を44%下回る水準であった。不透明な外部環境の下で増資を円滑に実施しづらい状況と

(図7) J-REITによる物件取得実績 (暦年ベース)



(注) 優先出資証券等は除く。新規上場したREITの上場前取得分は上場日に取得したものとして計算
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

なり、資金調達を手控えられた結果として物件取得もスローダウンした。物流施設型REITを除くと積極的に資産規模を拡大させる動きは乏しく、物件入替や借入による物件取得にとどまった。

物流施設の取得シェア（取得価格ベース、以下同様）が全体の38%を占めた。2021年実績（24%）との比較では大幅に上昇し、2020年以来2年ぶりに物流施設の取得額及び取得シェアがタイプ別で最大となった。次いでオフィスが30%（同47%）。住宅は18%（同11%）と続いた。一方、商業施設は6%（同9%）、ホテルは2%（同1%）と低水準にとどまった。

物流施設に関しては国内外デベロッパーが積極的に物流施設開発を行い、これらデベロッパーであるスポンサーよりREITが物流施設

を取得する動きは今後も継続されよう。オフィス賃貸市場は引き続き不透明な環境であるものの、ポートフォリオの質を高めることや売却益確保を目的として各REITのオフィスでの物件入替等への意欲は継続。住宅に関しても相対的には比較的旺盛であった。

ホテルは星野リゾート・リート（3287、HRR）を除けば、取得環境は低迷が継続。新規で資金調達可能な環境では無かったことから物件取得を実行できるような状況に無かったと言えよう。ただし、今後ホテル市況の改善が進み、かつホテル型REITの資金調達環境も改善すれば、REITによるホテルの取得が再開されることも十分に考えられよう。2023年はそれが実現するものと弊社では注目している。