

# 2023年のJ-REIT市場と 2024年の展望

SMBC日興証券 株式調査部  
マネージングディレクター 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. 低迷するREIT、高止まりする不動産価格

2023年12月末の東証REIT指数は1,806.96ポイントとなり、2022年12月末（1,894.06）との比較で4.6%下落した。同期間における

### 〈目次〉

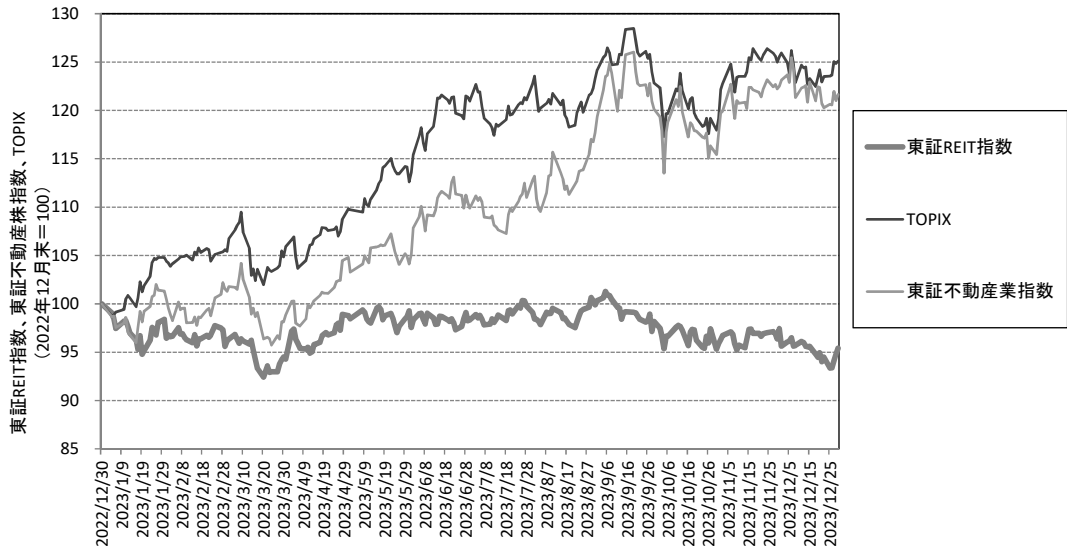
1. 低迷するREIT、高止まりする不動産価格
2. 資産価値面から見たJ-REITのバリュエーション
3. 利回り商品から見た観点でのJ-REITのバリュエーション
4. 2024年のJ-REIT市場展望：東証REIT指数見直し
5. J-REIT市場トピック：ファンダメンタルズの改善

TOPIXの+25.1%を大幅にアンダーパフォームし、J-REITのパフォーマンスは低迷した。不動産価格は上昇、もしくは高止まりの状況が続いた一方、J-REITに関しては終始金利上昇リスクを意識された結果であったと言える。J-REITの投資口価格は長期金利との関係において妥当な動きであったと筆者は考える。この点について、資産価値からの観点と利回り商品から見た観点の両面で考察したい。

## ■ 2. 資産価値面から見たJ-REITのバリュエーション

まずは資産価値の観点からである。2023年12月末時点におけるJ-REIT市場全体における平均NAV倍率（鑑定価格ベース）は0.91倍である。他方、2019年12月末までの過去10年間の平均値は1.12倍であった。仮に1.12倍を

(図1) 2023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、SMB C日興証券

適正值とした場合、2023年12月末時点においてJ-REIT市場全体の純資産価値は18% (1.12-0.91) 毀損することが織り込まれていると言える。

J-REIT市場全体の自己資本比率(純資産/総資産)(2023年10月末時点)は50%であることからレバレッジ効果により不動産価格が9%下落すれば純資産価値は18%減少することになる。また、NOIが一定でキャップレートが0.3~0.4ppt上昇すれば不動産価格は9%下落することとなる。つまり、2023年末時点におけるJ-REITのバリュエーションはキャップレートが0.3~0.4ppt上昇することを織り込んだ状況と言えよう。

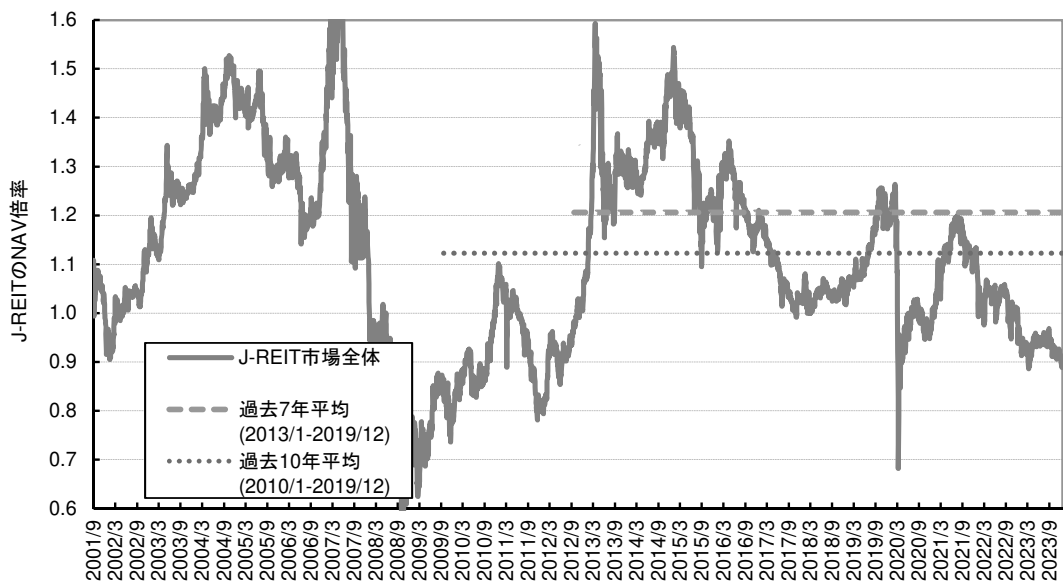
不動産のキャップレートは理論的には「リスクフリーレート+リスクプレミアム-期待成

長率」で表される。2023年初に比べて長期金利が0.3~0.4%上昇した局面があったことを考えれば、J-REITの投資口価格は長期金利上昇もしくはその懸念が素直に反映されたと言え、J-REITの投資口価格は理屈通り動いていたのではないかと筆者は考える。

一方、実際の取引事例における不動産のキャップレートは低下を続けており、不動産価格は上昇もしくは高止まりを続けている。「不動産価格が上昇・高止まり」を前提とすれば、J-REITはNAV倍率から判断すると「割安」と言えるだろう。しかし、筆者は「J-REITは理論通りのバリュエーションに低下した」とする一方で、不動産価格が「理屈通りに下落していない」と考えている。

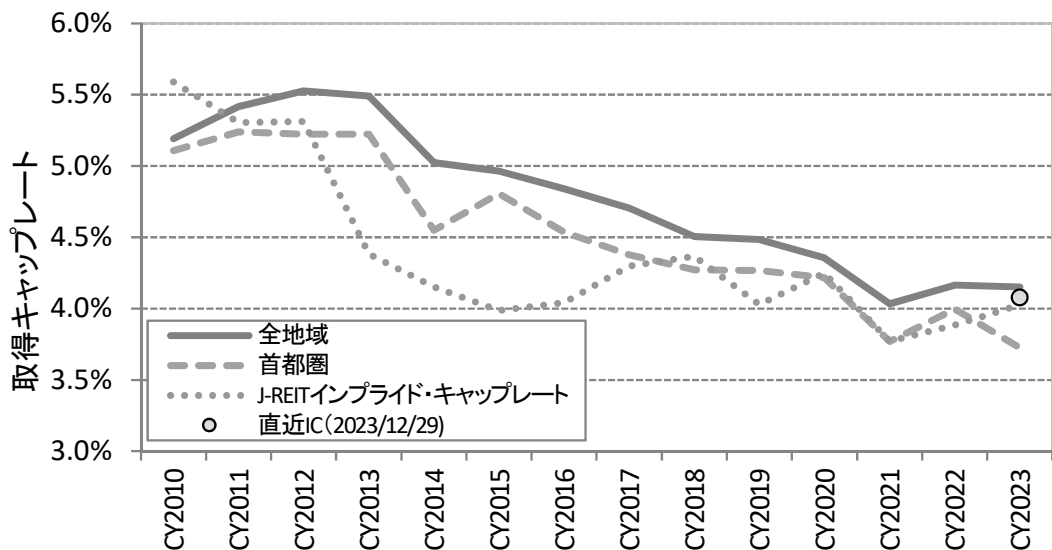
長期金利の上昇を通じてJ-REITの資本コ

(図2) J-REIT市場全体のNAV倍率の推移 (鑑定評価額ベース)



(出所) 会社資料、SMB C日興証券

(図3) J-REITの平均取得キャップレート (全用途平均) 及びインプライド・キャップレートの推移 (暦年ベース)



注1：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

注2：J-REIT市場全体のインプライド・キャップレートは年平均ベース

(出所) 会社資料、SMB C日興証券

スト（インプライド・キャップレート）が上昇した一方、不動産のキャップレートは上昇していない。この状況ではJ-REITは外部成長を実現することが困難であり続ける。もしキャップレートが上昇していれば、資本コストに見合う物件取得が可能となり、J-REITは外部成長により一口当たり収益性を向上させることができたであろう。このように考えると、金利や資本コストが上昇する中でキャップレートが低位にとどまり続けることはJ-REITにとって好ましいものではないし、不動産市場の価格形成面での健全性にも良いものではないかもしれない。

### ■ 3. 利回り商品から見た観点でのJ-REITのバリエーション

2023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4.3%、長期金利に対する分配金利回りスプレッドは3.7%となった。2022年12月末時点の同分配金利回りは4.2%、同スプレッドは3.7%であったが、同期間の投資口価格が下落した（東証REIT指数：-4.6%）こともあり、分配金利回りは18bps上昇した。一方、同期間で長期金利が20bps上昇したこともあり、分配金利回りスプレッドは2bps低下にとどまった。

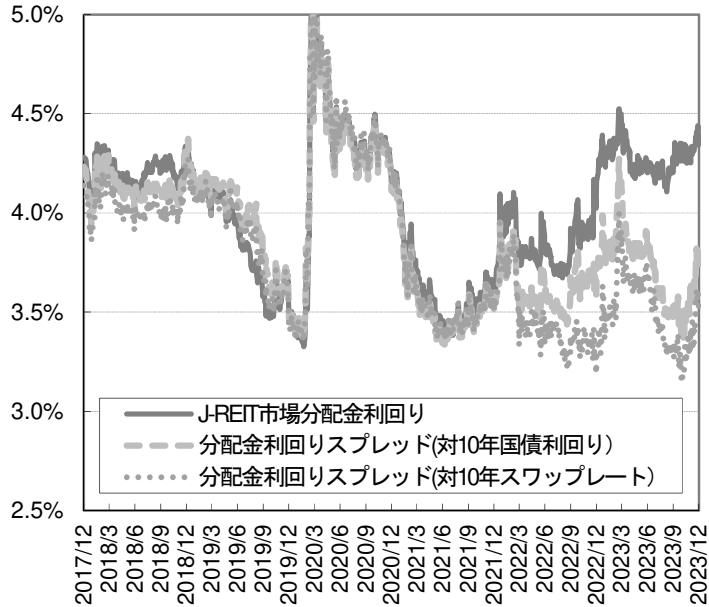
2022年後半以降、国内でも金利上昇懸念が高まる一方、日銀によるイールドカーブコントロール（YCC）により10年国債利回りが

0.5%までの範囲内でコントロールされていたため、本来のリスクフリーレートとして適正であるのかを疑問視されていたことは理解できよう。実際のデータを見ると、2022年8月以降、J-REITの分配金利回りと10年国債利回りとの連動性は以前に比較して薄れているように思われる。10年国債利回りと10年スワップレートは2022年8月頃まではさほど差は無かったものの、それ以降10年スワップレートは上昇傾向となり、2023年1月上旬には10年スワップレートと10年国債利回りの差が50bps程度にまで拡大した。10年スワップレートは将来の10年国債利回りの動きを先取りしているように筆者は感じている。2022年後半から2023年3月上旬までのJ-REITの分配金利回りは10年スワップレートに概ね連動していた。

この点を勘案すると、J-REIT市場は実際の10年国債利回りを基準として動いていたわけではなく、同利回りが将来どのような水準になるのかを想定されながら動いていたと考えられる。一方、2023年7月や10月に日銀がYCCの柔軟化を発表したことに伴い、今後は実際の長期金利の動きにある程度連動することが想定される。ただし、J-REIT市場は金利に対する様々な思惑に影響を受けることは今後も想定される。引き続き長期金利だけではなく、10年スワップレートの動きにも注目しながらJ-REITの適正な分配金利回りや東証REIT指数を見ていくこととしたい。

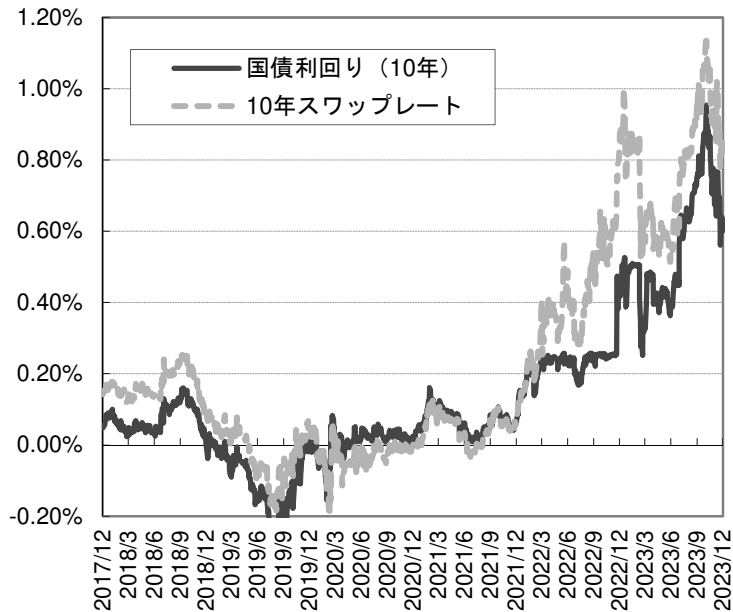
なお、新型コロナ問題が発生する以前であ

(図4) 2018年以降のJ-REIT市場全体の分配金利回りと分配金利回りスプレッドの推移



(出所) ブルームバーグ、SMB C日興証券

(図5) 2018年以降の長期金利及び10年スワップレートの推移



(出所) ブルームバーグ、SMB C日興証券

(図6) ターゲット東証REIT指数に対する考え方

	ターゲット 東証REIT指数	長期金利 前提	考え方
ベア シナリオ2	1,600	1.5%	長期金利が1.5%に上昇することに加え、ホテル市況等の改善を見込まず、増配期待を一切見込まないシナリオ
ベア シナリオ1	1,700	1.2%	長期金利が1.2%に上昇することに加え、ホテル市況等の改善を見込まず、増配期待を一切見込まないシナリオ
ニュートラル シナリオ	1,800	1.0%	長期金利を1.0%に上昇することを見込む一方、ホテル市況の改善のみを期待し、他の成長期待は想定しないシナリオ
メイン シナリオ	2,000	0.8%	長期金利を0.8%と想定。各タイプの内部成長は現状に則して期待する一方、外部成長はさほど織り込まないシナリオ
ブル シナリオ1-A	2,150	0.5%	各タイプの内部成長は現状に則して期待(外部成長はさほど織り込まず)、長期金利が0.5%に低下するシナリオ
ブル シナリオ1-B	2,150	0.8%	長期金利を0.8%と想定する一方、各タイプの内部成長に加えて外部成長にも期待。「賃料上昇+物件取得」での増配を続けるシナリオ
ブル シナリオ2	2,300	0.5%	長期金利が0.5%に低下する中で「賃料上昇+物件取得」での増配を続けるシナリオ

(出所) S M B C 日興証券

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。上記の通り2023年12月末時点での10年国債利回りに対する分配金利回りスプレッドは3.7%であった一方、10年スワップレートを基準とした同スプレッドは3.5%であり、2019年12月末と同水準であった。

#### ■ 4. 2024年のJ-REIT市場展望：東証REIT指数見通し

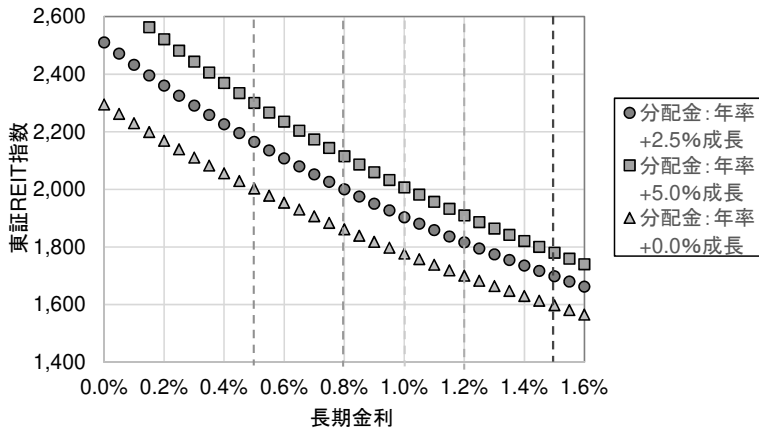
2023年のJ-REIT市場全体での一口当たり分配金(DPU)は前年比+1.3%と微増で着地する見込み(一部弊社想定含む、2023年上期及び下期の平均値)。ホテル収益の急速な改善や物件入替による売却益計上、一部内部留

保の取崩し等によりDPUをやや増加させることとなった。

筆者によるメインシナリオに基づくターゲット東証REIT指数は2,000ポイントとしている。国内長期金利前提を0.8%と現状(2023年12月末時点)から若干の上昇を織り込む一方、各ファンダメンタルズの改善により2024~26年の3年間での平均DPU成長率を年率+2.5%としている。

2023年までは厳しいJ-REIT市場環境であったものの、2024年前半のJ-REIT市場は底堅く推移するのではないかと考える。日銀の金融政策や長期金利動向には引き続き目を配る必要があるものの、前述した通り同金利上昇リスクは2023年までに相応に織り込んだものとする。ファンダメンタルズに目を向けるとオフィス型REITの空室率は改善に向か

(図7) ターゲット東証REIT指数と長期金利の関係



(出所) S M B C 日興証券

い、住宅型や物流施設型は賃料増額を続け、ホテル型は宿泊単価上昇の恩恵を受ける。これらにより、2024年のJ-REIT市場では増配を期待する展開になると期待。東証REIT指数は2024年半ば頃までに2,000ポイントを回復することも視野に入れておきたい。

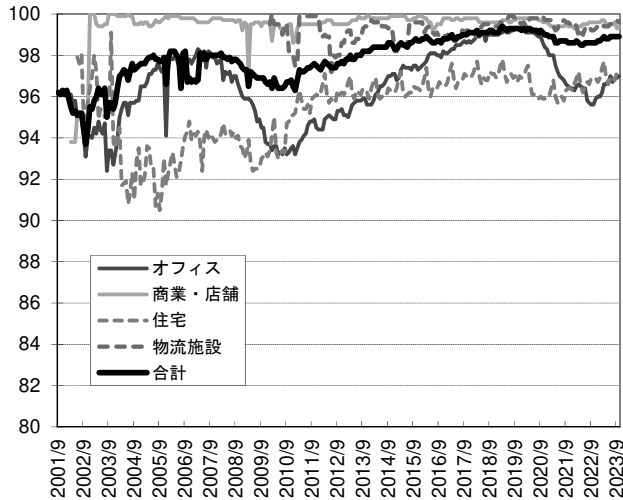
他方、同指数が2,000ポイント前後にまで回復すると、J-REITによるエクイティファイナンスが増加することにも意識したい。需給面での悪化リスクから一時的に上値が重くなることもあろう。また、増資と物件取得が一口当たり収益性の向上につながるかでその先の外部成長期待で上値を試すことになるか、同成長期待鈍化で上値が重いままなのかを判断する局面が来よう。2024年後半は外部成長期待の有無もテーマになり得よう。

## 5. J-REIT市場トピック：ファンダメンタルズの改善

2023年下期（10月期決算実績まで反映）のJ-REIT市場全体のNOI利回り（NOI/期中平均帳簿価格）は4.9%であり、2022年下期から概ね横ばいであった。2020年後半から2021年にかけてはホテルやオフィスをはじめとした収益減が影響し、NOIベースでは収益性が低下した。2022年はオフィス収益低下に加えホテル収益改善が道半ばであった。一方、2023年に入るとホテル収益が改善し、オフィスについても回復基調が見られている。2024年からはこの傾向が続き、NOI利回りは改善に向かうことを期待したい。

J-REITが保有する物件の稼働率は2023年10月末時点で98.9%。うち、オフィスが97.0%、住宅が97.0%、商業施設が99.4%、物流施設

(図8) J-REITが保有する物件の稼働率の推移 (%)



(出所) 投資信託協会、SMB C日興証券

が99.6%であった。オフィスは働き方の変化や景況感悪化で稼働率は低下した。ただし、2022年後半の稼働率は下げ止まり、足元では持ち直しの動きも出ている。住宅は新型コロナの影響によるリーシングの遅れから2020年半ばから後半にかけて空室率は上昇した。2021年前半までは不安定な動きであったが、同年後半以降改善し、2023年10月末時点では2020年4月末を若干上回る水準にある。物流施設はEコマース市場の拡大等で需要は堅調であり、今後も安定した賃料収入が期待できよう。大量供給の影響は限定的で、99%台半ばから後半の稼働率が維持されている。以下ではオフィス、住宅、物流施設、ホテルの概況について紹介したい。

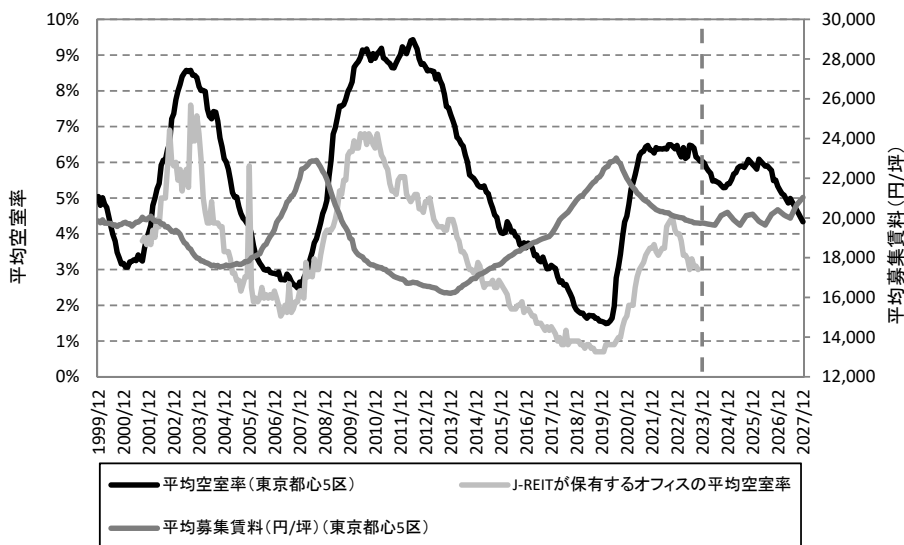
三鬼商事が公表する東京都心5区のオフィス空室率は2020年3月以降上昇に転じ、2021

年10月には6.47%に達した。それ以降は概ね横ばいで推移も足元では若干改善に向かっている。2023年は大量供給の影響をこなしながら2023年12月末時点で6.03%となった。2023年12月末時点での月額賃料単価は19,748円/坪と前年同月比-1.6%となったが、前月比では41ヵ月ぶりに上昇した。

三鬼商事のデータによると東京都心5区における需要面積(賃貸面積)から計算される2020年6月末までの過去36ヵ月間における前年同月比の平均需要増加率は年率+2.4%。2020年前半までのテナントのオフィス拡張ニーズは堅調であり、オフィス需要は底堅かったと考える。一方、2020年11月末以降は2011年1月以来の前年同月比マイナスに転じた。その後2022年4月までは需要は減少し続けたものの、2021年10月より減少幅は縮小し始め

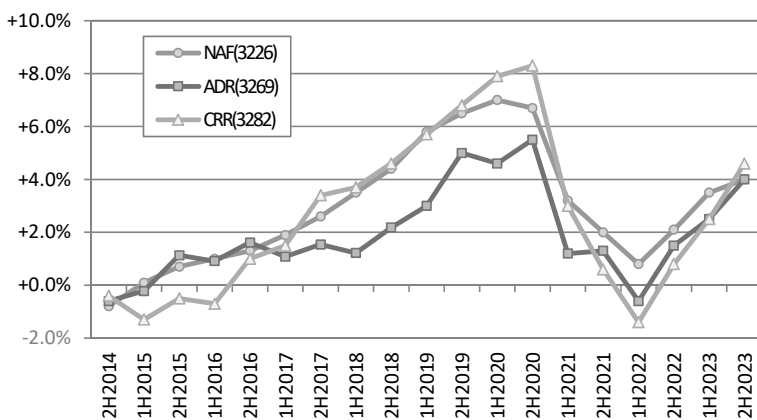


(図9) 東京都心5区のオフィス空室率と賃料単価の推移及び見通し



注: 2024年1月以降のオフィス空室率及び平均募集賃料は弊社予想  
(出所) 三鬼商事、投資信託協会、SMB C日興証券予想

(図10) 主要住宅型REITにおけるテナント入替時の賃料変動率

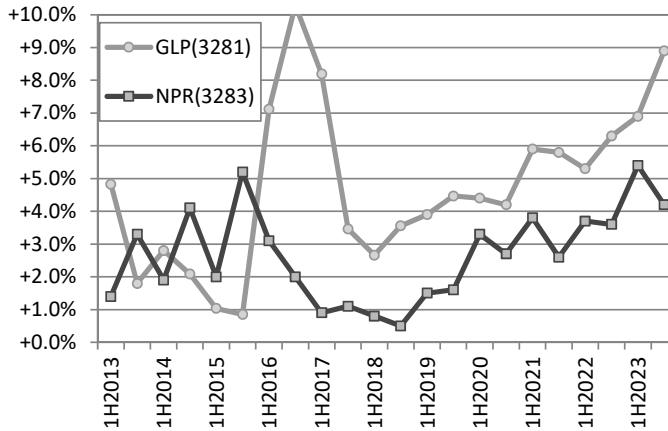


(出所) 会社資料、SMB C日興証券

た。そして、2023年に入ると需要はプラスに転じており、2023年12月の需要増加率は前年比+2.6%となった。需要は着実に回復してきたと言える。

2017年から2019年にかけて、J-REITが保有する住宅の稼働率は概ね97~98%で安定推移を続け、2020年3月末時点では97.5%であった。しかしながら、2020年4月以降の稼働

(図11) GLP J-REIT (3281) 及びNPR (3283) の平均賃料改定変動率



(出所) 会社資料、SMB C日興証券

率は低下し、2020年後半は95～96%台で推移する局面も見られた。一方、2022年以降は東京など都心部への人口流入超過が回復して需要が改善したことにより、住宅型REITの稼働率は安定感を取り戻した。

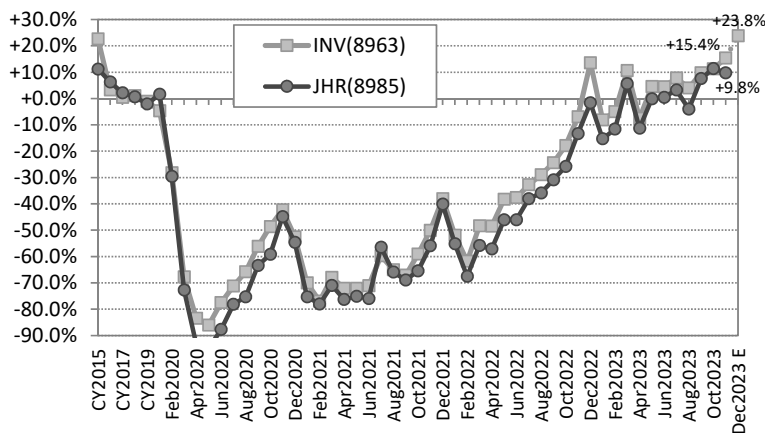
各住宅型REITのテナント入替時の賃料変動率を見ると、2021年上期及び下期での賃料上昇率は各社鈍化し、2022年上期はマイナスに転じる銘柄も散見された。一方、2022年下期以降は東京都心部への人口流入回復等から賃料変動率はプラス転換もしくは上昇幅を改善させる動きが見られた。そして、2023年下期は改善傾向を強めている。

J-REITが保有する物流施設の稼働率は2023年10月末時点で99.6%と引き続き高水準であることには変わりはない。契約更新時には賃料増額を実現するケースも継続しており、そのモメンタムは特に鈍化していない。GLP J-REIT (3281) は23/8期において平均

賃料増減率は改定対象面積ベースで+8.9%と6期連続で+5%超となった。23/8期の契約満期対象に対しても賃料増額率は+6～8%と堅調継続の見通しである(2023年8月発表データに基づく)。日本プロロジスリート(3283、NPR)の平均賃料改定増減率は22/5期及び22/11期がそれぞれ+3.7%、3.6%であった一方、23/5期は+5.4%と伸長した。

ホテル型REITの運営状況に関して、インヴェンシブル(8963、INV)及びジャパン・ホテル・リート(8985、JHR)のRevPAR推移を振り返りたい。2017～19年に関しては両銘柄ともに概ね横ばい、もしくは安定的に推移した。ホテルの大量供給があった一方、国内レジャー需要やインバウンドの拡大によりホテル需要は堅調であったことが主な背景と言えよう。2020年に入ると新型コロナ問題の影響を大きく受け、同RevPARは大きく下落、特に2020年5～6月は2019年比-90%前後の

(図12) INV(8963)及びJHR(8985)の主要変動賃料等採用ホテルのRevPAR推移(国内ホテルのみ)



注：2023年12月数値はINVの見込み値

注：2021年1月までは前年同期比、2021年2月以降は2019年同月比

(出所) 会社資料、SMB C日興証券

水準にまで低迷した。

他方、2022年4月以降に関しては各種行動制限や水際対策が順次緩和されたことや政府等による旅行支援策もあり、旅行・レジャー需要は回復傾向となった。2023年に入るとINVはRevPARが2019年同月を上回る月が増加、JHRに関してもINVほどではないが改善傾向となった。特にADR（宿泊単価）の上昇が鮮明である。INVにおける2023年1～11月のADRは2019年同期比+16.8%となった。

1

