

# 研究員の眼

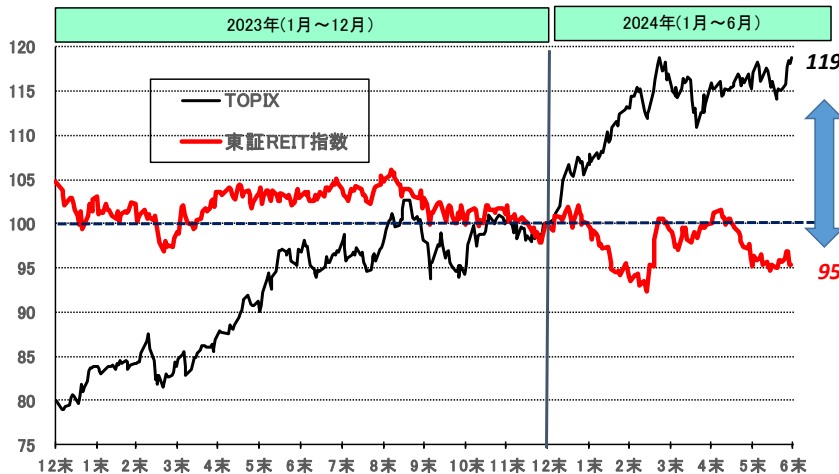
## 今年上期の J リート市場は▲4.6% 下落。金利動向を睨んで投資家は様子見姿勢を継続

～金融政策正常化に伴う金利上昇の影響は第2幕へ

金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人  
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

2024 年上期（1～6 月）の J リート（不動産投資信託）市場を振り返ると、市場全体の値動きを表わす東証 REIT 指数（配当除き）は▲4.6% 下落、配当込みで▲2.4% 下落した。引き続き、金利上昇への警戒感が強いなか、需給面では MSCI 指数の銘柄入れ替え（5 月末）に絡んだ海外投資家の売り圧力<sup>1</sup>や REIT 公募投信（上場 ETF を除く）が 5 月以降再び資金流出に転じるなど需給環境が悪化し、期末にかけて弱含みで推移した。高値更新に沸く株式市場とのパフォーマンス格差は一段と拡大しており、TOPIX の上昇（+18.7%）に対して今期も大幅にアンダーパフォームする結果となった（図表 1）。

図表 1：東証 REIT 指数と TOPIX の推移（2023 年 12 月末=100）



(注)いずれも配当除きの指数  
(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

次に、市場規模を確認すると、上場銘柄数は 58 社で昨年末から変わらず、市場時価総額は 14.8 兆円（昨年末比▲4%）、運用資産額（取得額ベース）は 23.1 兆円（同+1%）となった（図表 2）。また、J リ

<sup>1</sup> J-REIT では日本都市ファンド投資法人、KDX 不動産投資法人、GLP 投資法人の 3 社が MSCI ジャパン・スタンダード指数から除外となった。この結果、海外投資家の売買動向（5 月）は▲642 億円と過去 3 番目に大きい売り越し額となった。

ートによる物件取得額は7,424億円と前年同期比+22%増加し<sup>2</sup>、アセットタイプ別の取得割合は、オフィスビル(30%)、住宅(28%)、物流施設(21%)、ホテル(10%)、商業施設(6%)、底地ほか(5%)となった。なかでも、住宅は都心部への人口流入などを背景に賃料上昇の期待できるアセットとして取得意欲が旺盛で、昨年1年間の取得実績を既に上回っている(23年1,821億円→24年上期2,042億円)。

続いて、業績面では、ホテル収益の拡大や不動産売却益の計上などが牽引して、市場全体の1口当たり予想分配金水準は昨年末比+4%増加、1口当たりNAV(Net Asset Value、解散価値)も保有不動産の価格上昇を反映して+1%増加し、いずれも過去最高を更新した。この結果、6月末時点のバリュエーションは、分配金利回りが4.7%(昨年末比+0.4%)、10年国債利回りに対するイールドスプレッドが3.6%(同▲0.1%)、NAV倍率が0.84倍(同▲0.05倍)となり、利回り指標やNAV指標でみて割安な状況が続いている。

図表2：2024年上期のJリート市場（まとめ）

		2023年末	2024年6月末	騰落率/ 変化幅	備考
東証REIT 指数	東証REIT指数(配当除き)	1,807	1,724	▲4.6%	年初来安値:1,667(3/13)
	東証REIT指数(配当込み)	4,383	4,278	▲2.4%	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	58社	58社	±0	新規上場、上場廃止ともにゼロ
	市場時価総額(兆円)	15.4兆円	14.8兆円	▲4%	-
	運用資産額(取得額ベース)	22.8兆円	23.1兆円	+1%	過去最高
	物件の新規取得額	11,043億円	7,424億円	-	前年同期比+22%(23年上期6,072億円)
ファンダメン タルズ/ バリュエー ション	1口当たり予想分配金	77.8	80.7	+4%	過去最高
	1口当たりNAV	2,021	2,042	+1%	過去最高
	分配金利回り(%)	4.3%	4.7%	+0.4%	過去平均(4.3%)
	イールドスプレッド(対10年金利)	3.7%	3.6%	▲0.1%	過去平均(3.5%)
	P/NAV倍率(x)	0.89x	0.84x	▲0.05x	過去平均(1.1x)
株式 市場	TOPIX(国内株)	2,366	2,810	+18.7%	バブル期以来の高値更新
	S&P500(米国株)	4,770	5,460	+14.5%	史上最高値更新
長期 金利	日本10年金利	0.61%	1.04%	+0.43%	-
	米国10年金利	3.88%	4.39%	+0.51%	-

(出所)各種資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

このように、Jリート市場では日銀の金融政策正常化に伴う金利上昇の影響を見極めるべく、投資家は様子見の姿勢を強めている。一般に、金利上昇によるJリート市場への影響は、次の3段階、(1)分配金利回り上昇(投資家の要求利回り上昇)による投資口価格下落、(2)借入金利上昇(支払利息増加)による分配金減少、(3)不動産利回り上昇(不動産価格下落)によるNAV下落、の順に顕在化する。

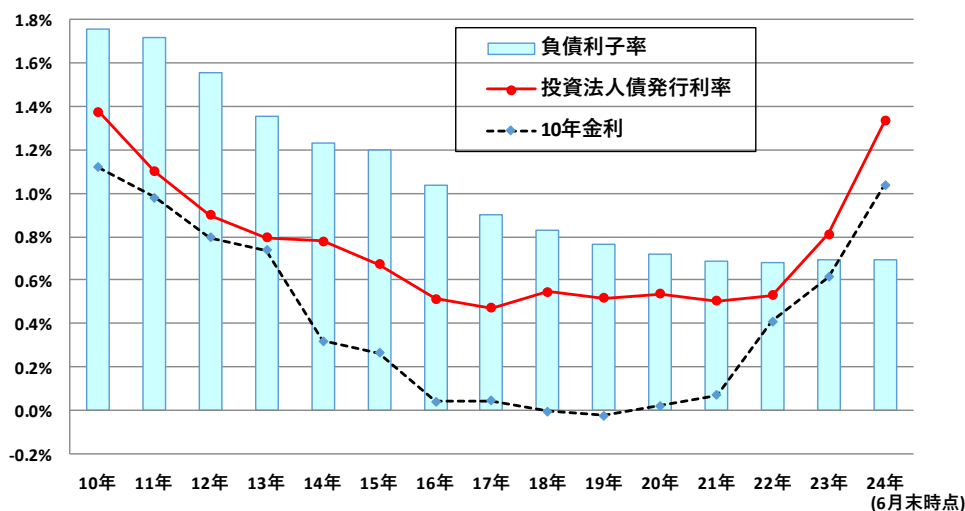
このうち、第1段階の(1)分配金利回り上昇については、さらなる金利上昇リスクを含めて既に織り込まれた水準にあり、現在は、第2段階の(2)借入金利上昇の影響に焦点が移りつつある。Jリートによる投資法人債の発行利率の推移をみると、これまで良好な金融環境のもと、既存の負債利子率を下回る

<sup>2</sup> 一方、Jリートによる物件売却も活発で、2024年上期(公表日ベース)の不動産売却額は4,231億円(売却損益578億円)であった。

水準で資金調達ができていたが、昨年から上昇に転じ、今年上期は平均 1.3%と異次元緩和スタート前の水準に達している（図表 3）。これに対して、Jリート市場全体の負債利率は 0.7%と依然低い水準にあり、両者のスプレッドは 0.6%に拡大した。今後は調達金利の上昇を反映し負債利率の上昇が予想されるが<sup>3</sup>、仮に負債利率が 0.1%上昇した場合、経常利益は▲1.6%減少することになる。

実際には、借入期間の年限短縮や変動金利での調達比率を高めるなどして、借入コストの増加を一定程度軽減することは可能だが、一方で財務基盤の安定性を損なうリスクも高まる。金利上昇の影響が第 2 幕を迎えるなか、Jリート各社は長期的視野に立った財務マネジメント力の発揮が一層求められることになりそうだ。

図表 3：投資法人債発行利率、10 年金利、負債利率の推移



(注) 10年金利は各年末値、投資法人債利率は金額加重平均、負債利率は(支払利息+融資関連費用)/負債平残(出所)開示資料などをもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>3</sup> 岩佐浩人「J-REIT 市場の動向と収益見通し。借入金利上昇を背景に今後 5 年間で▲ 5 %減益を見込む」(ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート、2024 年 3 月 15 日)

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。