

研究員
の眼

J-REIT 市場動向(2024 年9月末)

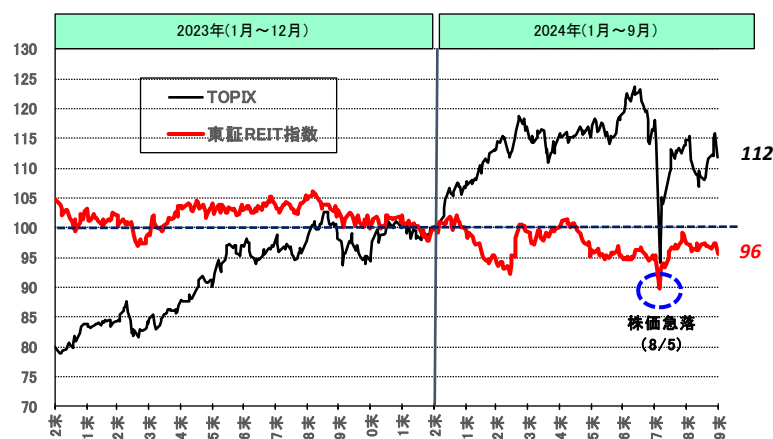
～オフィスセクターに光差すも、バリュエーションは依然として割安な水準～

金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人

(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

J-REIT(不動産投資信託)市場は8月上旬に付けた年初来安値から持ち直しの動きにある。市場全体の値動きを表わす東証 REIT 指数(配当除き)は8月5日に起きた株式市場の史上最大の下げに巻き込まれる形で急落したものの、その後は回復に転じている(図表1)。この結果、第3四半期(7～9月)の騰落率は+0.1%と5四半期ぶりにプラスとなり、株式市場(TOPIX▲5.8%下落)の騰落率を8四半期ぶりに上回った。

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

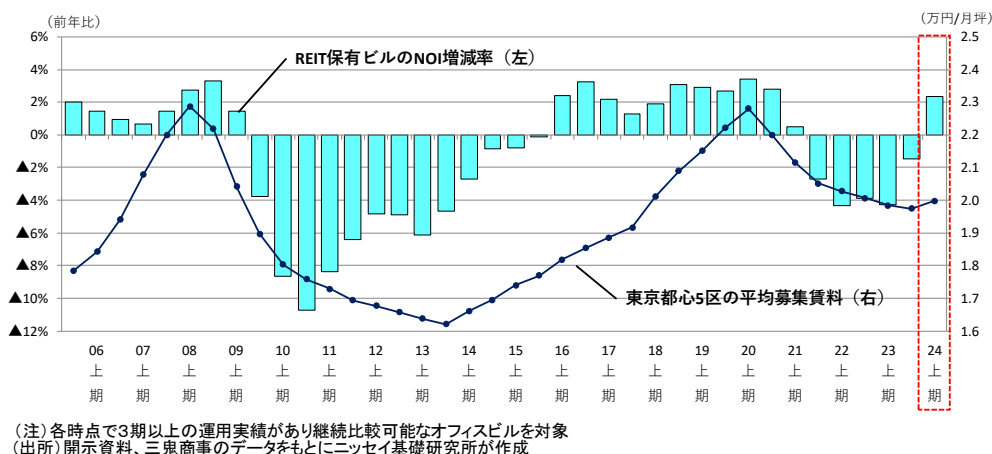
(出所) 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

こうした回復の要因の1つに、オフィス賃料の上昇期待が挙げられる。三鬼商事によると、8月の東京都心5区の募集賃料は7カ月連続で上昇。また、三幸エステート公表の成約データに基づく東京都心部Aクラスビル賃料(第2四半期)は3期連続でプラスとなり、ボトムから9%上昇した。東京のオフィス市場は企業の前向きな移転需要が顕在化し、コロナ禍以降、長らく続いた調整局面を脱したと言えそうだ。

実際、J-REITが保有するオフィスの収益についても底打ちを確認することができる。各決算期において継続比較可能な保有オフィスの賃貸事業収益(NOI:Net Operating

Income) の増減率をみると、今年上期（1～6 月期決算）は前年比+2.4%となり 3 年ぶりにプラスに転じた（図表 2）。前回の金融危機後の回復局面と比較した場合、前回はオフィス収益の反転は市場賃料の上昇に対して 2 年程度の遅れが見られたが、今回は市況悪化の傷が浅かったこともあり¹、タイムラグなく市場賃料の上昇に追従できている。

図表 2：J-REIT 保有ビルの収益増減率とオフィス賃料の推移



こうした市況の改善を受けて、REIT 各社はリーシング方針についてこれまでの稼働優先から賃料重視へ転換する姿勢を示している。2024 年 6 月期の決算ガイダンスでは、オフィス最大手の日本ビルファンド投資法人は「テナント入れ替え・更新ともに賃料単価の向上を目指す」とし、日本プライムリアルティ投資法人は「幅広く増額の申し入れを行い早期の賃料増額を図る」、ジャパンエクセレント投資法人は「リーシング方針を賃料増額の方に切り替えて、積極的・果敢にチャレンジ」と説明している。東京オフィス市場では来年にオフィスの大量供給を控えているが、弊社では、「企業のオフィス環境整備に向けた需要は底堅く需給バランスが崩れる懸念は小さい」とみている²。

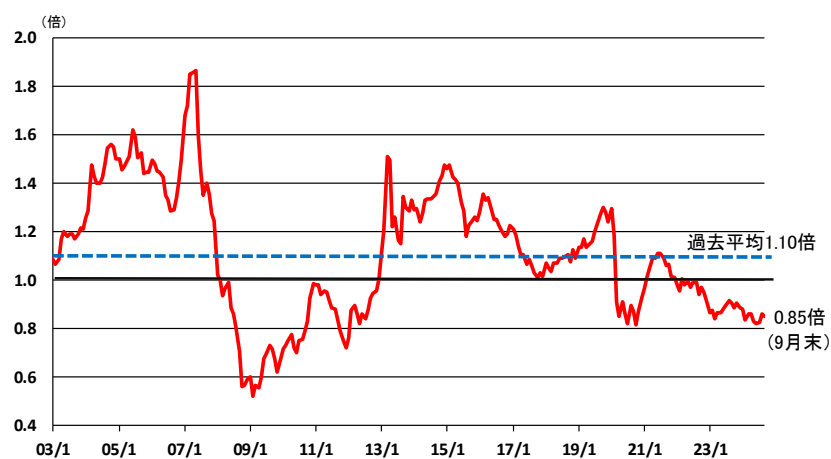
このように、オフィス市況に光が差してファンダメンタルズに明るさが増す一方、オフィスセクターのバリュエーションは依然として割安な水準にある。オフィスセクターの NAV 倍率は 0.85 倍と、理論上の解散価値（NAV：Net Asset Value）を▲15% 下回る水準で取引されている（図表 3）。海外投資家を中心に市場参加者の多くは、オフィス市況の持続的な改善に確信が持てないでいるのかもしれない。

J-REIT 市場の割安解消には、保有資産の 4 割を占めるオフィスセクターがインフレに負けない収益拡大を実現することが求められる。今後のオフィス市況並びに J-REIT 各社の内部成長戦略に注目したい。

¹ ピーク時からの賃料下落率は、金融危機時が▲29%（2008 年 8 月～2013 年 12 月）、コロナ危機時が▲14%（2020 年 7 月～2023 年 11 月）。

² 吉田資「東京都心部Aクラスビル市場の現状と見通し（2024 年 9 月時点）」（ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2024 年 9 月 26 日）

図表3：オフィスセクターのNAV倍率推移



(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

(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。