

(公益財団法人トラスト未来フォーラム 委託研究)

## J-REIT（不動産投資信託）市場の軌跡と展望に関する調査

第I章 「信託」活用によるJ-REIT市場の発展	p1
第II章 J-REIT市場の歩み、現状と課題	p6
第III章 不動産賃貸市場とJ-REIT市場の関係性	p16
第IV章 J-REIT市場のパフォーマンス要因分析と金利上昇の影響	p28
第V章 J-REITの投資主価値向上の取り組み	p36
第VI章 J-REIT市場を牽引してきたセクターの変遷と今後の成長可能性	p47

2024年8月  
三井住友トラスト基礎研究所

J-REIT（不動産投資信託）市場の軌跡と展望に関する調査

## 第 I 章 「信託」活用によるJ-REIT市場の発展

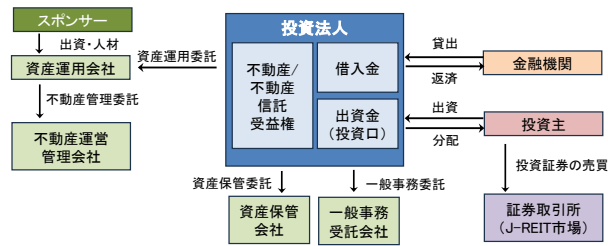
2024年8月  
三井住友トラスト基礎研究所

# J-REITの基本設計

## ■ J-REIT（不動産投資信託）の基本設計

- REITは1960年に米国で誕生
- 2000年11月の投信法改正でJ-REIT組成が可能に
- J-REITは外部運用型（運用、管理は外部委託）→ 利益相反回避の工夫
- 導管性要件の下で法人税が免除
  - 二重課税回避による高い分配金利回りがREITの魅力

図表：J-REITの仕組み



(出所)三井住友トラスト基礎研究所

第 I 章では、J-REITにおける信託の活用を整理し、市場発展に信託が果たした役割を確認します。まず、J-REITの仕組みについてです。

1960年に米国で誕生したREITは、日本では2000年11月の投信法改正で組成が可能になりました。図表の通り、投資法人、つまりJ-REITは、株式に相当する投資口を発行して、株主に相当する投資主から集めた資金と金融機関からの借入金を合わせて、不動産等に投資します。投資主は賃料収入等から得られた利益の分配を受けます。

ただ、投資法人はあくまで「器」であり、実際の運用や管理等は外部委託することが義務付けられています。この仕組みは外部運用型と呼ばれます。自ら資産運用業務を行う米国REITとは異なる形式をとります。

外部運用型の場合、運用を委託する資産運用会社は不動産デベロッパーなどのスポンサー企業から物件供給、物件運営管理、信用力、人材確保等といったサポートを得やすい半面、構造上、投資主とスポンサー企業との間の利益相反のリスクを潜在的に抱えています。

このためJ-REITでは、投資主利益と連動した資産運用報酬体系の採用、スポンサーによる投資口保有、スポンサー等の利害関係者からの不動産取得への外部専門家の関与といった利益相反回避の工夫が行われています。

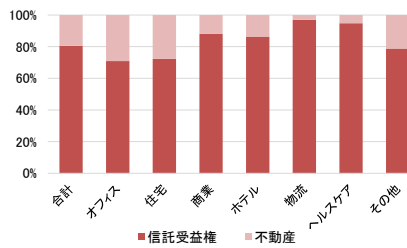
もともとJ-REIT、米国REITとも、導管性要件の下で法人税が実質的に免除されている点は共通しており、REITは二重課税の回避によって高い分配金利回りを享受できる点が投資家にとって大きな魅力となっています。

# J-REITにおける信託の活用①

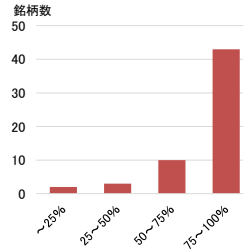
## ■ J-REITにおける信託受益権取引

- 不動産投資ビークルでは現物不動産より信託受益権を保有するケースが多い
- 信託受益権のメリット：  
①不動産流通コストを安く抑えられる、②取引・管理の安全性、③担保権の設定が容易
- J-REIT保有不動産は8割が信託受益権。物流施設、ヘルスケア施設は比率が高い

図表：J-REITの保有不動産における信託受益権比率



図表：信託受益権比率別の銘柄数



注1) 信託受益権比率はいずれも取得価格の比率  
注2) 2023年12月末時点の集計  
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

3

次に、J-REITの保有不動産における信託の活用です。

不動産投資ビークルが保有する不動産の保有形態は、現物不動産よりも、不動産を裏付資産とした信託受益権が多くを占めます。その理由には、現物不動産と比べて、売買の際に不動産取得税が課されず、コストを安く抑えられること、また信託銀行等が介在することにより取引や管理の安全性、信頼性が高まること、担保権の設定が容易といった点があります。一方で、信託銀行に対して委託手数料を負担する必要があります。

左の図の通り、J-REITの保有不動産においても不動産信託受益権が取得価格で81%を占めます。用途別には、オフィス、住宅よりも、受益権取引が一般化した後に売買市場が形成された物流施設、ヘルスケア施設の方が比率は高くなっています。

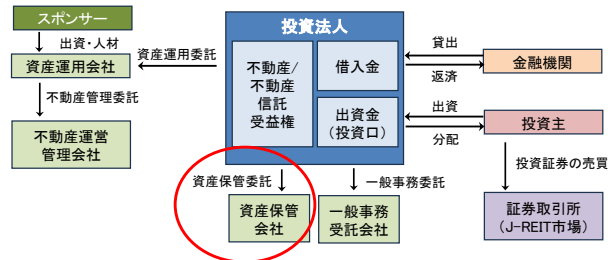
また、右の図の通り、銘柄によっても信託受益権の比率に違いがあります。現物不動産と信託受益権のどちらで保有するかについては、売主の保有形態をそのまま引き継ぐケースもありますが、経済合理性で判断し取得後に切り替える運用も行われています。

## J-REITにおける信託の活用②

### ■ 信託銀行による資産管理

- J-REITは資産の保管に関する業務を資産保管会社に委託しなければならない
- 資産保管会社はJ-REITの資産と自己の固有資産を分別管理 ← 資産保全の観点
- 資産保管会社は信託銀行が一般的

図表：J-REITの仕組み



(出所)三井住友トラスト基礎研究所

信託銀行によるJ-REITの資産管理についてもみておきます。

投信法は資産保全や相互牽制の観点から資産運用会社から資産保管業務を分離させており、投資法人は資産の保管に関する業務を資産保管会社に委託しなければなりません。

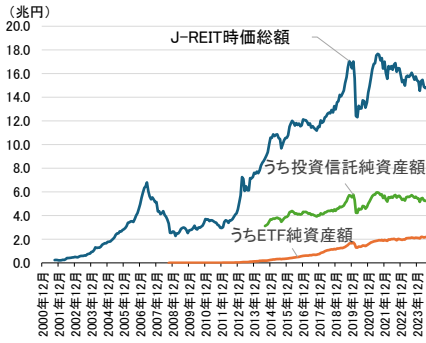
また、資産保管会社には、忠実義務、善管注意義務のほか、投資法人の資産と自己の固有資産を分別して管理することが規定されています。

したがって、資産運用会社、資産保管会社が万一破綻した場合でも、他の会社に業務が移管され、投資家の財産には影響を及ぼさない仕組みとなっています。資産保管会社は一般的に信託銀行がその役割を担っています。

# 投資信託を通じた資金流入

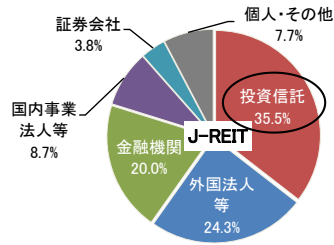
- 2003年J-REITのファンドオブファンズ解禁でJ-REIT投信が拡大
- 2008年J-REITのETF上場でJ-REIT ETFが拡大
- J-REITの保有主体の35.5%が投資信託。株式の9.6%と比較して高い

図表：J-REITに投資する投資信託（ETF）の純資産額の推移



注1) 投資信託純資産額は東証開示の投資部門別保有金額比率を用いて算出、ETF純資産額は公表資料を基に集計  
注2) 投資信託純資産額にはETF純資産額を含む  
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

図表：J-REITの投資部門別保有金額比率



注) 保有金額比率は2024年2月末現在  
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

最後に、J-REIT市場の拡大に信託が果たした役割についてです。

個人投資家からの資金流入に寄与したのが、J-REIT投信です。2003年にJ-REITを対象とするファンドオブファンズ、つまりJ-REIT投信が解禁されて以降、小口化、分散化に魅力を感じた個人投資家からの資金流入が増加しました。2024年7月末でJ-REIT投信は130本を超え、純資産は約2.3兆円とJ-REIT時価総額の約16%相当に拡大しています。

また、地方銀行を中心とした金融機関のJ-REIT投資を促進したのが、J-REIT ETFの上場です。機動的な売買が可能で、分散投資が手軽といったETF投資のメリットに加え、2014年にJ-REITの個別銘柄取引がインサイダー取引規制の対象となったことも、この規制の対象外であるJ-REIT ETFの投資増加につながりました。2024年7月末でJ-REIT ETFは20本を超え、左の図表の通り、純資産は2.1兆円と拡大が続き、J-REIT時価総額の約15%相当となっています。

右の図表の通り、J-REITの保有主体の35.5%を、ETF投資を含む投資信託が占めており、この比率は株式の9.6%と比べて高いことから、J-REITでは投資信託を通じた投資が広く行われ、市場拡大につながったことが分かります。

J-REIT（不動産投資信託）市場の軌跡と展望に関する調査

## 第Ⅱ章 J-REIT市場の歩み、現状と課題

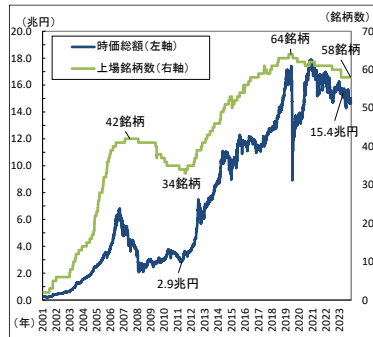
2024年8月  
三井住友トラスト基礎研究所

## 市場拡大の変遷①

### ■ 時価総額と銘柄数の推移

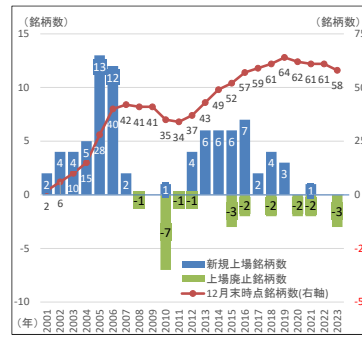
- J-REIT市場は2001年9月10日に2銘柄上場、時価総額2,603億円でスタート
- 2023年12月末時点の銘柄数は58銘柄、時価総額は15.4兆円に拡大
- 東証プライム不動産の時価総額16.5兆円と同等の市場規模に成長（2023年末時点）

図表：J-REITの時価総額と銘柄数の推移



注) 銘柄数は、新設合併における消滅投資法人及び吸収合併における消滅法人の上場廃止日から変更している  
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表：新規上場銘柄数と上場廃止銘柄数の推移



第Ⅱ章では、J-REIT市場拡大の変遷を整理することでこれまでの歩みを振り返り、J-REITの不動産運用や財務運営における最近の課題を説明します。

J-REIT市場は、2001年9月10日にオフィスビルを投資対象とする日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人の2銘柄から始まりました。市場創設時の時価総額は2,603億円でしたが、2023年末時点の銘柄数は58銘柄、時価総額は15.4兆円に拡大しました。J-REITは、東証プライム不動産の時価総額16.5兆円と同等の市場規模となり、市場創設から20年超が経過し存在感のある市場に成長しました。

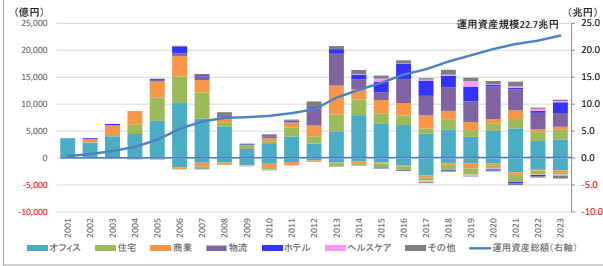


## 市場拡大の変遷②

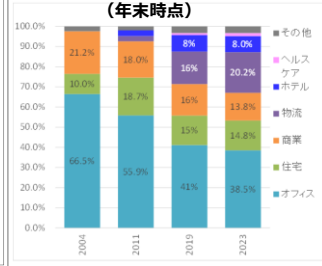
### ■ 運用資産額の推移

- J-REITの資産規模は2023年12月末で約4,700物件、22.7兆円、用途も多様化
- リーマンショック後はしばらくは資金調達環境の悪化で物件取得が停滞
- 2013年以降は金融緩和下で物件取得が活発に
- 2017年以降は不動産価格の上昇で物件取得は鈍化傾向

図表：運用資産額と物件取得額・譲渡額の推移



図表：運用資産の投資用途別構成比



注1) 取得、譲渡を決定を発表した時期で集計(実際の取得とは異なる)

注2) 優先出資証券や匿名組合出資持分の譲渡は集計から除外

注3) バルク売却で個別物件の譲渡価格が非開示の場合は、譲渡価格合計を鑑定評価額比で按分して反映

注4) ヘルスケアセクターは2014年4Qから追加し、それ以前に譲渡したヘルスケア施設は住宅として集計  
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

8

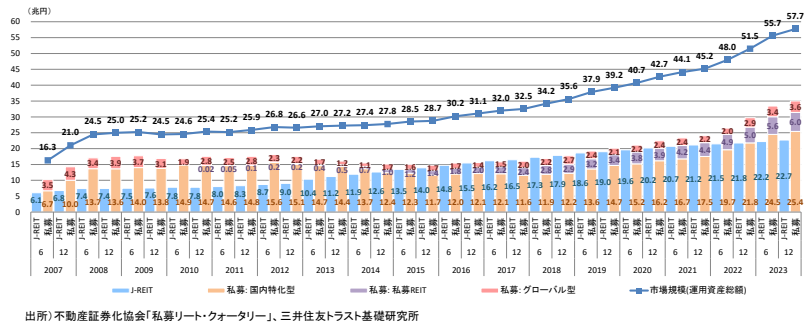
J-REITの運用資産は、オフィスビル44物件、3,194億円からスタートしました。その後、用途の多様化を進めながら資産規模を拡大させ、2023年12月末の運用資産規模は約4,700物件、22.7兆円になりました。市場創設から2008年までは順調に規模拡大を進めましたが、リーマンショック以降は資金調達環境の悪化で物件取得が停滞しました。2013年以降は異次元金融緩和への期待感と低金利環境も後押し、再び物件取得が活発化しましたが、2017年以降は不動産価格の上昇で物件取得は鈍化傾向にあります。

## 市場拡大の変遷③

### ■ 国内ファンド市場の資産規模推移

- J-REIT誕生による投資家層の拡大、私募REIT等の多様な証券化商品の誕生、投資対象の拡大等が不動産ファンド市場の規模拡大を後押し
- 国内の不動産ファンド市場規模は2023年12月末時点で推計57.7兆円
- 内訳は、J-REITが22.7兆円、不動産私募ファンドが35.0兆円

図表：私募ファンドとJ-REITの市場規模推移（運用資産総額）



SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

9

不動産ファンド市場は、J-REIT市場創設までは特定の機関投資家に限られましたが、J-REIT誕生による投資家層の拡大、J-REITと同じスキームを活用しつつ非上場で運用する私募REIT等の多様な証券化商品の誕生、また、物流施設やホテル、ヘルスケア施設といったオペレーショナルアセットへの投資対象の拡大等が不動産ファンド市場の規模拡大を後押ししました。

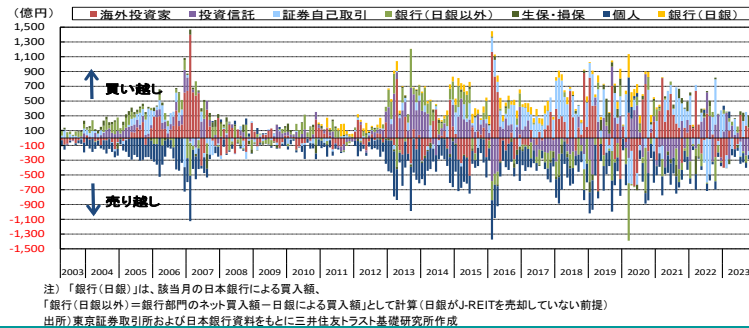
2023年12月末時点の国内の不動産ファンド市場規模は推計57.7兆円で、内訳は、J-REITが22.7兆円、私募REITを含めた不動産私募ファンドが35.0兆円となっています。

# パフォーマンスと投資家動向①

## ■ 投資主構成と売買動向

- 売買金額比率の高い海外投資家はJ-REITの投資口価格に与える影響が大きい
- 海外投資家は、ファンドバブル期には大幅な買い越しが続き市場拡大を牽引したが、足元では、金利上昇リスクが懸念され売り越し傾向がみられる
- 2010年12月から2022年6月まで、日本銀行が累計6,823億円のJ-REITの買い入れを行い、市場に一定の下支え効果を果たした

図表：J-REITの投資部門別売買動向



SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

10

次に、J-REITの投資主構成と売買動向についてです。

J-REITの投資口価格は、売買金額で比率の高い海外投資家、投資信託、金融機関の売買動向の影響を大きく受けます。中でも、赤い棒グラフで示した海外投資家は主要なプレイヤーです。2006年からリーマンショックまでのファンドバブル期にはJ-REITへの資金流入が拡大し、市場拡大を牽引してきました。足元では金利上昇リスクが懸念され売り越し姿勢が強くなっています。

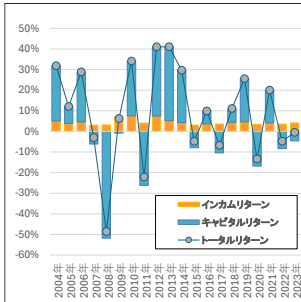
黄色い棒グラフで示した日本銀行は、金融緩和政策の一環で2010年12月から2022年6月までJ-REITを累計6,823億円買い入れ、市場に一定の下支え効果を果たしました。なお、日本銀行は2024年3月19日以降、新規買入を終了しています。

## パフォーマンスと投資家動向②

### ■ J-REITのリターン特性

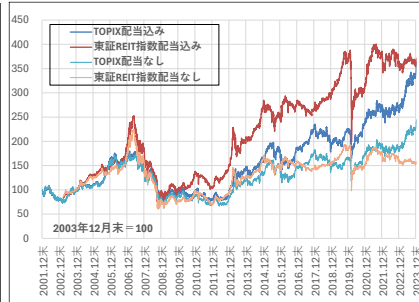
- J-REIT のトータルリターンは、不動産賃貸運営から得られる収益を投資家に分配するインカムリターン、投資口価格の変動に基づくキャピタルリターンに分けられる
- J-REITは投資家層が株式に比べて限定的であることや、制度・政策や金融市場等の外部要因の影響を強く受ける傾向があり、一時的なショック時等の変動幅が大きい
- 東証REIT指数は、配当なし指数では株式をアンダーパフォームしているものの、安定的で相対的に高いインカムゲインによって配当込み指数では株式をアウトパフォーム

図表：J-REITのリターンの推移



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

図表：TOPIX、東証REIT指数



SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

11

次にJ-REIT のリターン特性と株式とのパフォーマンス比較です。

J-REIT のトータルリターンは、不動産賃貸運営から得られる収益を投資家に分配するインカムリターンと、投資口価格の変動に基づくキャピタルリターンに分けられます。J-REITは投資家層が株式に比べて限定的であることや、金融政策や制度改正といった外部要因の影響を強く受ける傾向があり、リーマンショックやコロナショック時の変動幅が大きくなっています。

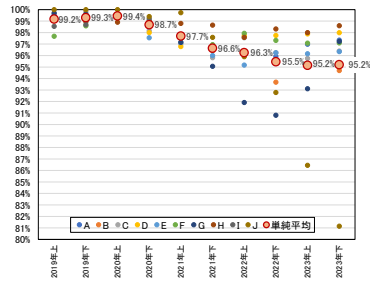
J-REITと株式のパフォーマンスを比べると、東証REIT指数は、配当なし指数では株式をアンダーパフォームしていますが、安定的で相対的に高いインカムゲインによって配当込み指数では株式をアウトパフォームしています。

## 最近の市場動向と課題①

### ■ 主要用途であるオフィスの運営状況

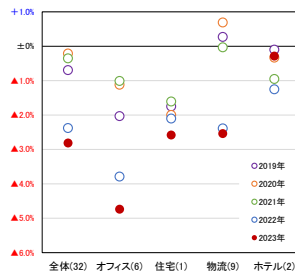
- 2023年下期のオフィス稼働率は95.2%で2020年上期を4.2pt下回る水準に低下
- オフィスの水道光熱費はコロナ前の2019年に比べて増加し利益を圧迫
- 2024年に入り、オフィス稼働率は回復しており、平均賃料単価は改善の兆し
- J-REIT市場全体の投資口価格の回復には時価総額が大きいオフィスセクターの回復が不可欠

図表：オフィス稼働率の推移



出所)投資法人開示資料により三井住友トラスト基礎研究所作成

図表：セクター別の水道光熱費収支の推移  
(当期利益に対する水道光熱費収支の比率)



(左図)  
注1)集計対象はオフィス特化銘柄。21年上期までは10銘柄、21年下期以降は9銘柄  
注2)上期は1~6月、下期は7~12月の月末稼働率の平均値  
(右図)  
注1)比率は対象銘柄の加重平均  
注2)カッコ内は集計対象銘柄数。集計対象は全期間水道光熱費収入、支出を共に開示している銘柄  
注3)期間中にセクター変更した銘柄は除く

次に、J-REITの主要用途であるオフィスの運営状況についてです。

オフィス特化型銘柄の稼働率は2023年下期で95.2%と、コロナ影響によるオフィス需要の変化、新規供給による二次空室、大口テナント退去等で、2020年上期を4.2pt下回る水準に低下しました。

また、オフィスの水道光熱費はエネルギーコストの上昇の影響を強く受け、賃貸利益を圧迫しました。2024年に入り、オフィス稼働率は回復しており、それに伴い平均賃料単価は改善の兆しが見られます。水道光熱費もテナントへの転嫁が進められており、収支悪化には歯止めがかかりつつあります。

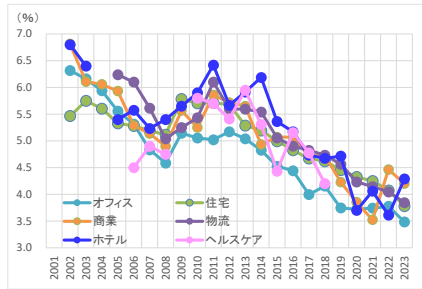
J-REIT市場全体の投資口価格の回復には、時価総額が大きいオフィスセクターの賃貸市況の回復が不可欠です。

## 最近の市場動向と課題②

### ■ 取得利回りの変化

- 取得物件の直接還元利回り（単純平均）は、全用途で低下傾向
- J-REITにとってインプライド・キャップレートは物件取得時のハードルレートと捉えられ、物件取得による分配金成長には、取得利回り> インプライド・キャップレートが必要
- 投資口価格の低迷により、インプライド・キャップレートは上昇している

図表：取得時の直接還元利回り（用途別）



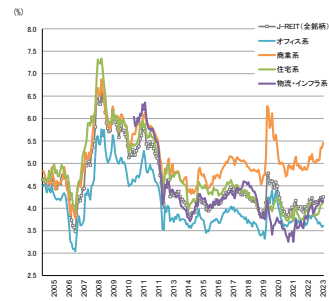
注1) (左図) 取得発表した時期で集計(実際の取得日とは異なる)

注2) (右図) インプライド・キャップレート=年間NOI(Net Operating Income)÷(時価総額+ネット有利子負債+預り数金+保証金)

注3) (右図) J-REIT(全銘柄)は、2014年3月までは主要大型銘柄、2014年4月から全銘柄に変更

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表：SMTRI J-REIT インプライド・キャップレート



次にJ-REITの取得物件利回りについてです。

取得物件の直接還元利回りは、2008年以降、金融危機で不動産投資に対するリスクプレミアムが拡大し上昇に転じましたが、2012年以降は低金利環境を背景に、全用途で低下傾向にあります。

足元では、YCC撤廃により金利は上昇局面を迎えており、今後の取得利回りの推移には注視が必要です。

J-REITにとってインプライド・キャップレートは、物件取得時におけるハードルレートとしての意味を持ちます。物件取得によって分配金の成長を実現するためには、新規に取得する物件の取得利回りがインプライド・キャップレートを上回る必要があります。2020年以降、投資口価格の低迷で、インプライド・キャップレートは上昇する一方、取得物件の利回りは低下しており、分配金成長につながる物件取得が難しい状況にあります。

## 最近の市場動向と課題③

### ■ NAV指数とP/NAV

- NAV指数は金融危機で低下したが、2011年を底に成長が続く
- P/NAVは、2022年12月のYCC修正決定以降、1倍を下回って推移
- 資産価値からみて、投資口価格は割安な状態

図表：NAV指数とP/NAVの推移



注1) NAV指数 = 東証REIT指数 ÷ P/NAV。NAVは三井住友トラスト基礎研究所算出  
注2) NAVのベースとなる不動産評価額は3月末、9月末の年2回見直し  
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

14

NAVは保有不動産の価値を時価評価した修正純資産額で、投資口価格を一口あたりNAVで除した指標がP/NAVです。

三井住友トラスト基礎研究所が算出しているNAV指数は、金融危機下で低下しましたが、2011年を底に成長が続いています。2020年以降、成長スピードはやや鈍化していますが、住宅や物流施設の不動産評価額の上昇で成長を維持しています。

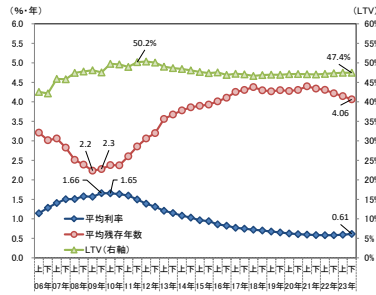
次にP/NAVですが、過去に1倍を下回ったのは、2008年から2009年の金融危機時や、2011年の東日本大震災発生時に限られます。コロナショック直後も1倍を割りましたが、2020年末には1倍を回復しました。一方、2022年12月のYCC修正決定後以降は1倍割れが続いています。金利上昇懸念に加えて、主要用途であるオフィス賃貸市況が悪化したことで不動産価格の下落が懸念されたためと考えます。J-REIT保有物件の資産価値は緩やかな上昇を維持しており、資産価値からみて割安な投資口価格が形成されている状態にあります。

## 最近の市場動向と課題④

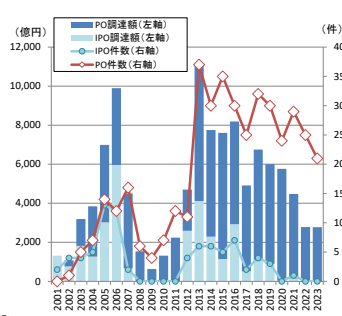
### ■ 財務運営

- 金融緩和下で、LTVの引き下げ、負債コストの低下、年限長期化が進展
- 金利上昇に転じる中、借入年限短期化と変動金利期化の調整で負債コストを維持する動きが見られる
- P/NAVは1倍を下回り、増資が容易ではない状態が長期化

図表：借入金の調達条件とLTVの推移



図表：IPO・PO調達額と件数の推移



注1) (左図) 各指標は上期が6月末、下期が12月末時点における全銘柄加

注2) (右図) IPO調達額には、私募設立・私募増資、売り出しは含まない

出所) 日本銀行「企業期経済観測調査(短観)」および投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

最後に、J-REITの財務運営についてです。

J-REITのLTVは、金融危機時には、投資口価格の低迷から増資が困難な環境になり、出資総額ベースで50%超に上昇しました。2010年以降は投資口価格の回復に伴い増資が再開したことで徐々に低下し、2015年以降は概ね47%台半ばで維持されています。

借入金の調達条件も、金融危機で悪化しましたが、2009年を底に改善し、市場再編や金融緩和のもとで、負債コストの低下と残存年数の長期化が進みました。2022年以降は金利上昇に転じる中、分配金影響を軽減するため、借入年限の短期化と変動金利化の調整で負債コストを維持する動きが見られます。

公募増資については、異次元金融緩和の期待感から活発化し、2013年から2020年にかけて年間4,000億円から6,000億円の資金調達が行われました。2022年末以降は、金利上昇やインフレによるコスト増等の影響を受け投資口価格が低迷する中で、P/NAVは1倍を下回り、公募増資が容易ではない状態が長期化しています。



J-REIT（不動産投資信託）市場の軌跡と展望に関する調査

## 第Ⅲ章 不動産賃貸市場とJ-REIT市場の関係性

2024年8月  
三井住友トラスト基礎研究所

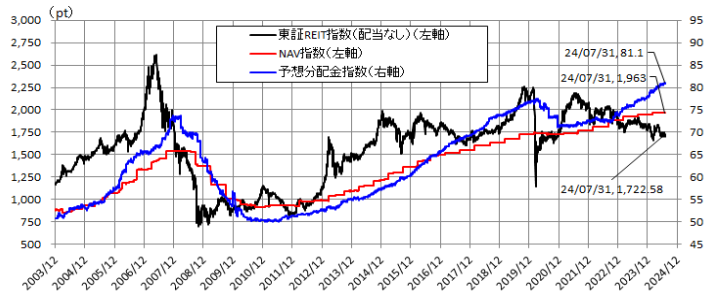


## 実物不動産投資、関連企業株式投資とのリスクリターン比較①

### ■ J-REITのファンダメンタルズ指標と投資口価格の推移

- トータルリターン＝キャピタルリターン＋インカムリターン
- 予想分配金指数（インカムリターン）は過去最高値を更新（2024年7月末81.1）
- NAV指数（保有資産価値）も過去最高水準（2024年7月末1,963）
- 東証REIT指数（キャピタルリターン）は上記ファンダメンタルズ指標と異なり軟調

図表：東証REIT指数（配当なし）とファンダメンタルズ指標（NAV指数、予想分配金指数）の推移



注1) 予想分配金指数＝東証REIT指数(配当なし)×予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース。  
 注2) NAV指数＝東証REIT指数(配当なし)÷P/NAV。NAVは三井住友トラスト基礎研究所算出。  
 (出所) Bloombergデータ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

17

第Ⅲ章では、J-REITと実物不動産投資等とのリスクリターン比較、賃貸市況悪化時のJ-REITの分配金の耐性を分析することで用途毎の賃貸市場とJ-REIT市場の関係性を明らかにします。

J-REITと実物不動産、不動産関連企業株式への投資についてパフォーマンス比較を行うにあたり、まず、J-REITの長期パフォーマンスと足元の状況を確認します。

投資によるリターンをキャピタルリターンとインカムリターンに分けて考え、J-REIT全体の投資口価格を指数化した東証REIT指数(配当なし)を用いて、J-REITのインカムリターンとキャピタルリターンを確認します。インカムリターンとして予想分配金指数、キャピタルリターンとして東証REIT指数(配当なし)、加えて、J-REITの保有不動産価値に基づいて算出され、解散価値に相当するNAV指数の推移をグラフ化しています。

インカムリターンを表す予想分配金指数は2024年7月末で81.1と過去最高値を更新しています。

NAV指数も2024年7月末で1,963と過去最高水準です。

予想分配金指数とNAV指数はJ-REITの賃貸運営や保有不動産価値の経済的実態を表すファンダメンタルズ指標と捉えることができますが、市場評価に基づいて決定される東証REIT指数は2024年7月末で1,722.58pt(ポイント)と、好調なファンダメンタルズ指標と異なり、軟調な動きとなっています。



### ■ J-REITのバリュエーション指標の推移

- 東証REIT指数（配当なし） = 予想分配金指数 ÷ 予想配当利回り
- 東証REIT指数（配当なし） = NAV指数 × P/NAV
- 予想配当利回りは、分配金安定推移にも関わらず、4%台半ば超まで上昇
- P/NAVは1倍を下回り、保有不動産価値に対して投資口価格は下方乖離

図表：日米10年国債利回りとバリュエーション指標（P/NAV、予想配当利回り）の推移



東証REIT指数（配当なし）は、分配金に着目すると「予想分配金指数 ÷ 予想配当利回り」、保有不動産価値に着目すると「NAV指数 × P/NAV」に分解できます。

予想分配金指数とNAV指数はファンダメンタルズ指標であるのに対し、予想配当利回り、P/NAVは投資家による評価を表すバリュエーション指標と捉えられます。

通常、安定的なキャッシュフローには低い利回りが対応すると考えられますが、分配金が安定推移しているにも関わらず、予想配当利回りは2024年7月末で4.71%と4%台半ば超まで上昇しています。

また、P/NAVは2024年7月末で0.88倍と、投資口価格が解散価値であるNAV指数と等しくなる1倍を下回っており、保有不動産価値に対して投資口価格は下方に乖離している状況です。

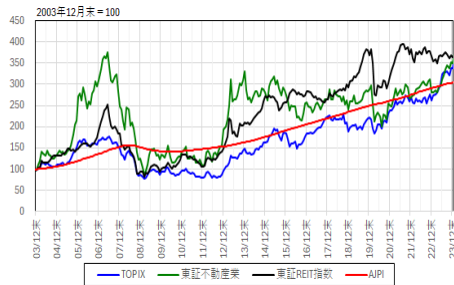


## 実物不動産投資、関連企業株式投資とのリスクリターン比較③

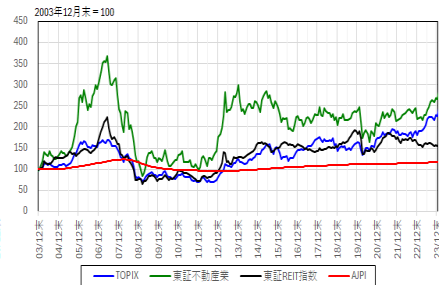
### ■ 4資産のトータルリターン、キャピタルリターンの長期推移

- 4資産とも、トータルリターン指数の長期的な動きは連動
- 実物不動産（AJPI）のキャピタルリターン指数の変動は他の3資産に比べて小さい
- J-REITのキャピタルリターンは不動産株、日本株全体に見劣りするが、相対的に高いインカムリターンを加味したトータルリターン指数では遜色ない。

図表：トータルリターン指数の推移



図表：キャピタルリターン指数の推移



注1)トータルリターンは、TOPIX、東証業種別株価指数(不動産業)、東証REIT指数の配当込み指数、AJPIの総合指数を用いて算出  
 注2)キャピタルリターンは、TOPIX、東証業種別株価指数(不動産業)、東証REIT指数の配当なし指数、AJPIのキャピタル指数を用いて算出  
 注3)AJPIの2023年11月～2023年12月は速報値であり、将来変更される可能性がある。  
 (出所)Bloombergデータ、ARESデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

19

続いて、J-REITと実物不動産、不動産株、日本株の4資産について、長期パフォーマンスを比較することで、J-REITの特徴を確認します。

4資産の2003年12月末から2024年12月末までの20年間について、価格推移を表すキャピタルリターン指数とインカムリターンを含むトータルリターンの長期推移を、2003年12月末を100としてグラフ化しました。

どの資産も金融経済環境の影響を受けるため、4資産とも、トータルリターン指数の長期的な動きは連動しています。

ただし、実物不動産を表すAJPIのキャピタルリターン指数の変動は他の3資産に比べて小さいです。

J-REITのキャピタルリターンは不動産株、日本株全体に見劣りますが、相対的に高いインカムリターンを加味したトータルリターン指数では遜色ありません。具体的には、2023年12月末のトータルリターン指数は東証REIT指数363、東証不動産業350、TOPIX337です。

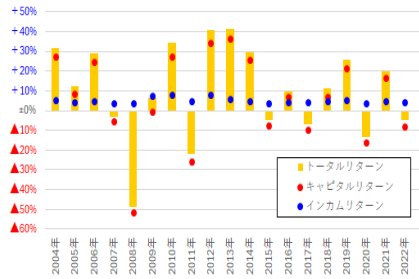


## 実物不動産投資、関連企業株式投資とのリスクリターン比較④

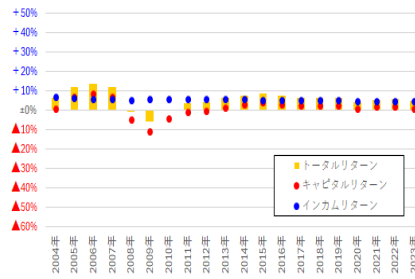
### ■ J-REITと実物不動産との対比

- J-REITのキャピタルリターンは過去には大きく上下に変動した局面もあった
- J-REITのインカムリターンは安定的（20年平均+4.5%、最大+7.5%、最低+3.1%）
- 実物不動産の年次リターンの変動幅は他の3資産に比べて圧倒的に小さい
- 資本市場の影響度、想定投資期間、レバレッジ活用有無等が差異につながっている

図表：J-REITの年間トータルリターンの推移・内訳



図表：AJPI年次収益率



注1) 東証REIT指数のトータルリターンは配当込み指数の変化率、キャピタルリターンは配当なし指数の変化率、インカムリターンは両者の差として算出  
 注2) AJPIのトータルリターンは総合収益率、キャピタルリターンはキャピタル収益率、インカムリターンはインカム収益率  
 注3) AJPIの2023年11月～2023年12月は速報値であり、将来変更される可能性がある。  
 (出所) Bloombergデータ、ARESデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

20

J-REITと実物不動産の過去20年の年間リターンを対比します。

J-REITのキャピタルリターンは過去には大きく上下に変動した局面もありましたが、

J-REITのインカムリターンは、年平均+4.5%、最大+7.5%、最低+3.1%と安定しています。

実物不動産を表すAJPIの年次リターンの変動幅は上場市場で取引される他の3資産に比べて圧倒的に小さいです。

資本市場の影響度、投資家の想定投資期間、レバレッジの活用有無などが差異につながっていると考えられます。

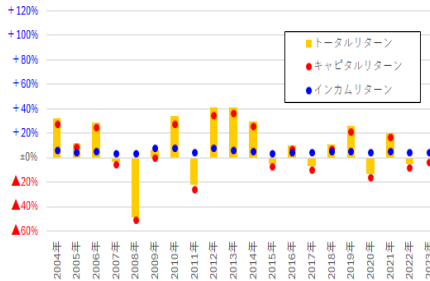


## 実物不動産投資、関連企業株式投資とのリスクリターン比較④

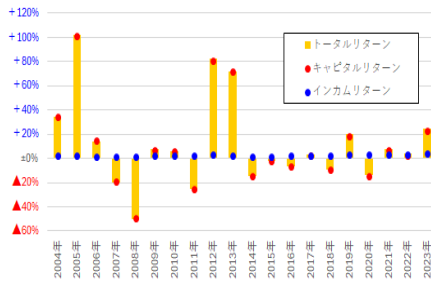
### ■ J-REITと不動産株との対比

- J-REITのキャピタルリターンは過去には大きく上下に変動した局面もあった
- J-REITのインカムリターンは安定的（20年平均+4.5%、最大+7.5%、最低+3.1%）
- 賃貸だけでなく、開発事業等も行う不動産株のキャピタルリターンの変動は大きい
- 不動産株のインカムリターンはJ-REITに比べて小さい（20年平均+1.5%）

図表：J-REITの年間トータルリターンの推移・内訳



図表：不動産株の年間トータルリターンの推移・内訳



注1)トータルリターンは配当込み指数の変化率、キャピタルリターンは配当なし指数の変化率、インカムリターンは両者の差として算出 (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

J-REITと不動産株の過去20年の年間リターンを対比します。

賃貸事業だけでなく、相対的にリスクが高い開発事業なども行う不動産株のキャピタルリターンの変動は大きいです。

不動産株のインカムリターンは、年平均+1.5%とJ-REITの+4.5%に比べて小さいです。

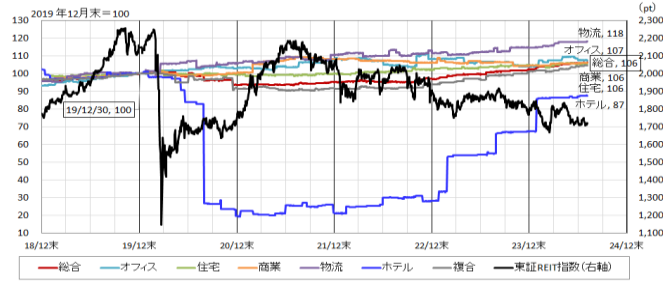


## 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証①

### ■ コロナ禍前後での予想分配金指数の変化

- SMTRI J-REIT Index®を用いて、各セクターの分配金動向を確認
- J-REIT全体の分配金水準はコロナ禍前を上回る（総合は2024年7月末106）
- ホテルのみコロナ禍前を下回っているが、回復基調にある（2024年7月末87）
- オフィスは賃貸市況が軟化したか、売却益や内部留保活用で安定分配（同107）

図表：セクター別の予想分配金指数の推移



注1) 予想分配金指数=各セクターインデックスの配当なし指数×予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース。  
 注2) セクター間の比較を可能にするため、全インデックスの予想分配金指数を2019年12月末を100として再指数化  
 (出所) 東証REIT指数はBloomberg、予想分配金指数はSMTRI J-REIT Index®をもとにトラス基礎研究所作成

続いて、賃貸市況悪化時の分配金の耐性についてです。

コロナ禍前後での予想分配金指数の変化として、三井住友トラスト基礎研究所が算出しているSMTRI J-REIT Index®を用いて、各セクターの分配金動向を確認します。各セクターについて、「配当なし指数×予想配当利回り」で「予想分配金指数」を算出し、セクター間の比較を可能とするために、各セクターの予想分配金指数をコロナ禍前の2019年12月末を100として再指数化してグラフ化しました。期間は2018年12月末から2024年7月末です。

J-REIT全銘柄を対象とした総合の予想分配金は2024年7月末106で、J-REIT全体の分配金水準はコロナ禍前を上回っています。

ホテルのみ、2024年7月末87とコロナ禍前を下回っていますが、分配金は回復基調にあります。

オフィスは賃貸市況が軟化しましたが、2024年7月末107と分配金はコロナ禍前を上回っています。売却益や内部留保を活用して安定的な分配を行っているためです。

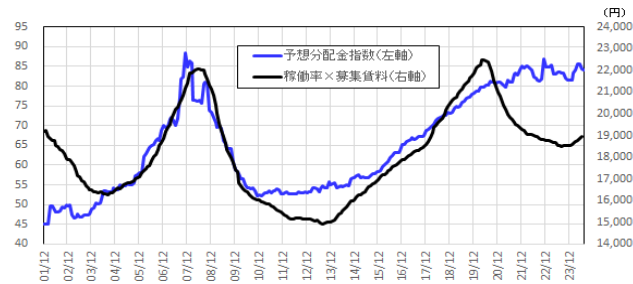


## 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証②

### ■ オフィスセクターの予想分配金指数と賃貸市況との関係

- SMTRI J-REIT Index®を用いて、各セクターの分配金動向を確認
- オフィスセクターの分配金は従来、賃貸市況との連動性が高かった
- コロナ後の賃貸市況悪化局面では分配金の低下は見られなかった
- 堅調な不動産売買市況や内部留保蓄積で、賃貸市況悪化に対する耐性が高まっている

図表：オフィスセクターの予想分配金指数とオフィス賃貸市況



注1) 稼働率×募集賃料は東京都心5区。予想分配金指数＝配当し指数×予想配当利回り。  
出所) 三井商事データ、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

売却益や内部留保活用による分配金マネジメントが広がっており、賃貸市況とJ-REITの分配金動向の連動性は低下していますが、セクターにより状況は異なります。ここでは、各セクターの賃料収入に関連する指標と予想分配金指数の推移を確認することで、セクター毎の分配金変動の特徴を確認します。

まず、オフィスセクターの予想分配金指数と賃貸市況との関係です。

SMTRI J-REIT Index®を用いて、予想分配金指数を算出し、各セクターの分配金動向を確認します。

オフィスセクターの分配金は従来、賃貸市況との連動性が高かったです。

しかし、コロナ後の賃貸市況悪化局面では分配金の低下は見られませんでした。

堅調な不動産売買市況や内部留保の蓄積で、賃貸市況悪化に対するオフィスセクターの分配金の耐性は高まっています。



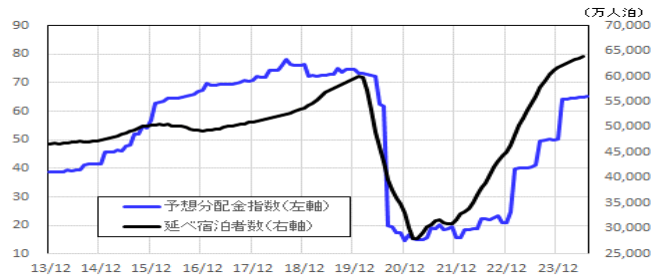


## 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証③

### ■ ホテルセクターの予想分配金指数と宿泊需要との関係

- SMTRI J-REIT Index®を用いて、各セクターの分配金動向を確認
- ホテルセクターの分配金は宿泊需要に連動する形で大きく上下する
- 保有物件の多くでホテル売上、利益に連動する変動賃料を採用
- ホテルに投資するプレイヤーは少なく、市況悪化時の売却益による分配金下支えに限界

図表：ホテルセクターの予想分配金指数と宿泊需要



注1) 延べ宿泊者数は全国、日本人と外国人の合計の過去12ヵ月合計。予想分配金指数=配当なし指数×予想配当利回り。  
出所) 観光庁データ、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

対照的なのが、ホテルセクターです。

ホテルセクターの予想分配金指数と宿泊需要との関係を確認すると、

ホテルセクターの分配金は宿泊需要に連動する形で大きく上下していることが分かります。

保有物件の多くでホテル売上、利益に連動する変動賃料を採用しているためです。

ホテルに投資するプレイヤーは少ないこともあり、市況悪化時の売却益による分配金下支えにも限界があります。

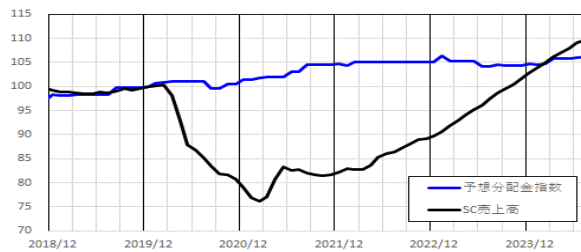


## 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証④

### ■ 商業銘柄の予想分配金指数と商業施設の売上との関係

- 商業特化2銘柄の予想分配金指数の平均を用いて、分配金動向を確認
- コロナ禍で商業施設の売上は低下したが、商業銘柄の分配金は安定していた
- 保有物件の多くで賃料固定型の長期賃貸借スキームを採用
- 変動賃料が中心のホテルセクターと異なり、市況変動に対する耐性は高い

図表：商業特化銘柄の予想分配金指数と商業施設の売上動向



注1) SC売上高は全国の過去12か月平均。予想分配金指数は会社予想の年間分配金を用いて算出。

注2) SC売上高、予想分配金指数ともに、2019年12月末=100として指数化

出所) 一般社団法人日本ショッピングセンター協会データ、投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

続いて、商業銘柄の予想分配金指数と商業施設の売上との関係です。

商業特化2銘柄の予想分配金指数の平均を用いて、分配金動向を確認します。

コロナ禍で商業施設の売上は低下しましたが、商業銘柄の分配金は安定していました。

保有物件の多くで賃料固定型の長期賃貸借スキームを採用しているためです。

変動賃料が中心のホテルセクターと異なり、市況変動に対する耐性は高いと言えます。

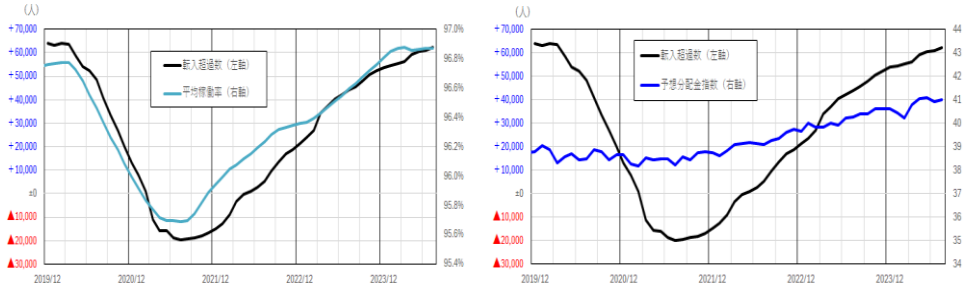


## 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証⑤

### ■ 住宅セクターの予想分配金指数と人口移動との関係

- SMTRI J-REIT Index®を用いて、各セクターの分配金動向を確認
- 住宅の稼働率はコロナ禍での都市間人口移動の変化を受けて上下した
- 都心部への人口流入減少で稼働率が低下した局面でも、分配金指数は安定推移
- 稼働率低下が小幅だったことに加え、売却益や内部留保活用で分配金をマネジメント

図表：住宅特化銘柄の稼働率と東京23区の転入超過数 図表：住宅セクターの予想分配金指数と東京23区の転入超過数



注1) 転入超過数は過去12ヵ月合計。平均稼働率は住宅特化5銘柄の月次稼働率の過去12ヵ月平均。  
 予想分配金指数=配当なし指数×予想配当利回り  
 出所) 総務省統計局データ、投資法人開示資料、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

26

住宅セクターの予想分配金指数と人口移動との関係を確認します。

住宅の稼働率はコロナ禍での都市間人口移動の変化を受けて上下しました。

ただし、都心部への人口流入減少で稼働率が低下した局面でも、分配金指数は安定推移しました。

稼働率の低下が小幅だったことに加え、売却益や内部留保の活用で分配金をマネジメントしたためです。

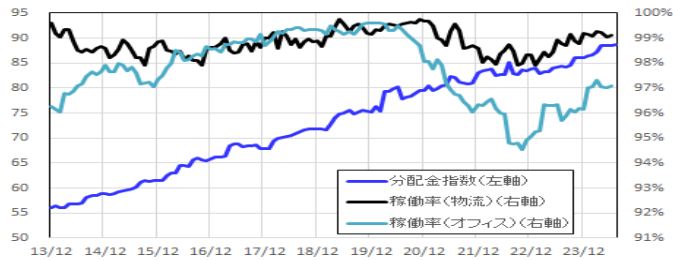


## 賃貸市況悪化時の分配金の耐性の検証⑥

### ■ 物流セクターの予想分配金指数と賃貸市況との関係

- SMTRI J-REIT Index®を用いて、各セクターの分配金動向を確認
- 物流銘柄の稼働率は、コロナ禍前比でやや低下も、オフィスに比べて低下幅は小さい
- 稼働率は多少の変動はあったが高水準で推移し、分配金は右肩上がりの成長を続けてきた
- 長期固定契約中心の物流セクターでは、増資を通じた物件取得が分配金の成長ドライバー

図表：物流セクターの予想分配金指数と物流とオフィスの主要2銘柄の平均稼働率



注1) 稼働率(物流)はGLP投資法人と日本プロジスリート投資法人の月次稼働率の平均、稼働率(オフィス)は日本ビルファンド投資法人とジャパンリアルエステイト投資法人の月次稼働率の平均。  
予想分配金指数=配当なし指数×予想配当利回り。

出所) 投資法人開示資料、SMTRI J-REIT Index®をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

最後に、物流セクターの予想分配金指数と賃貸市況との関係です。

物流銘柄の稼働率は、コロナ禍前比でやや低下していますが、オフィスに比べて低下幅は小さいです。

物流セクターの予想分配金指数は長期に亘って右肩上がりの成長を続けてきました。

この間、稼働率に多少の変動はありましたが高水準で推移しており、長期固定契約中心の物流セクターでは、増資を通じた物件取得が分配金の成長ドライバーです。

J-REIT（不動産投資信託）市場の軌跡と展望に関する調査

## 第IV章 J-REIT市場のパフォーマンス要因分析 と金利上昇の影響

2024年8月  
三井住友トラスト基礎研究所

# J-REIT市場パフォーマンスに影響する要因①

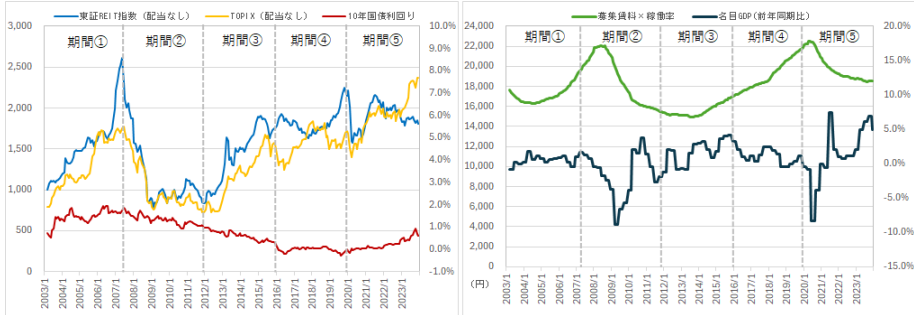
## ■ 要因分析で使用する回帰モデルと説明変数の推移

図表：説明変数概要表

No.	説明変数	要因別分類	データ元
1	TOPIX配当込み	株式市場要因	Bloombergデータ
2	10年国債利回り	金利変動要因	Bloombergデータ
3	募集賃料×稼働率（オフィス）	不動産賃貸市場要因	三鬼商事データ
4	名目GDP(前年同期比)	景気要因	内閣府 GDP統計

出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

図表：説明変数の各分析期間における推移



出所) Bloombergデータ及び三鬼商事データ、内閣府GDP統計をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

29

第IV章では、J-REIT投資口価格のパフォーマンス要因分析を行い、金利上昇局面における財務運営や保有不動産価値への影響を考察します。

J-REIT市場のパフォーマンスは、図表上段記載のように株式市場要因、金利変動要因、不動産賃貸市場要因から、一般的に影響を受けると考えられますが、本分析ではこれに景気要因を加えた4要因を用いて分析しました。

分析期間は、東証REIT指数の算出が開始された2003年からの約20年を全期間とし、これを下段グラフの通り、パフォーマンスに大きな影響を与えた市場イベントを考慮した期間①～期間⑤の1期間4年程度の中期に分けて分析しました。【期間①】は東証REIT指数の算出開始2003年3月からサブプライムローン問題による株式市場暴落前の2007年5月まで、【期間②】は株式市場の暴落後、低調な推移が続いた2011年末まで、【期間③】は経済政策アベノミクス実施の前半で2012年から2015年まで、【期間④】はマイナス金利導入等の量的・質的金融緩和政策の開始から、新型コロナウイルスが本格化する前の2019年末まで、【期間⑤】はコロナショックを受けた大規模金融緩和から直近2023年末まで、としています。

詳細な分析に先立ち、J-REIT市場のパフォーマンスを表す東証REIT指数と、4要因の代表的な指標の推移を図表のグラフで確認すると、東証REIT指数とTOPIXはサブプライムローン問題やアベノミクスの開始期などの金融イベントを含むほとんどの期間で連動して動いていることが分かります。また、10年国債利回りは、2010年代以降において長期的に反対方向の動きが確認でき、短期的にも東証REIT指数が大きく変動した際に反対方向への変化が確認できます。

## J-REIT市場パフォーマンスに影響する要因②

### ■ 回帰モデルによる要因分析の結果

- J-REIT市場パフォーマンスへの影響度の各要因間での大小関係は概ね以下の通り、株式市場要因 > 金利変動要因 > 不動産賃貸市場要因 > 景気要因
- 株式市場要因と金利変動要因でパフォーマンスのほとんどを説明できるが、他2要因もJ-REIT市場特有の問題が生じた期間①や期間④のような特定の状況下ではパフォーマンスへの影響度が高くなる

図表：重回帰分析の結果 係数及び決定係数の一覧

	TOPIX配当込み [株式市場要因]	10年国債利回り [金利変動要因]	募集資料×稼働率 [不動産賃貸市場要因]	名目GDP原系列(前年同期比) [景気要因]	自由度調整済 決定係数
全期間 (2003/03～2023/12)	0.69 ***	-0.35 ***	0.05 *	0.03 —	0.94
期間① (2003/03～2007/05)	0.40 **	-0.02 —	0.53 ***	0.29 ***	0.57
期間② (2007/06～2011/12)	1.26 ***	-0.21 *	-0.26 ***	-0.01 —	0.78
期間③ (2012/01～2015/12)	0.80 ***	-0.48 ***	-0.23 ***	-0.12 ***	0.90
期間④ (2016/01～2019/12)	-0.37 *	-0.20 —	1.09 ***	0.20 *	-0.01
期間⑤ (2020/01～2023/12)	0.51 *	-0.71 ***	-0.69 ***	0.19 —	0.47

注1) 係数下部のアスタリスク(\*)は、p値を用いた有意性検定の結果で、\*\*\*は0.1%有意、\*\*は1%有意、\*は5%有意であることを表す

注2) 自由度調整済決定係数とは、変数の数が多ければ多いほど決定係数が高くなることを防ぐため、変数の数に応じて調整を加えた決定係数である  
出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

30

分析は、東証REIT指数を被説明変数、前スライドで説明した4要因の代表的な指標を説明変数とした回帰モデルにより行い、全期間の長期と、期間①～⑤の各中期について、それぞれパフォーマンスの影響度を表す各説明変数の係数の絶対値を大小比較しました。分析結果については図表に示したとおりです。

まず全期間の長期では、影響度が大きい順に株式市場要因、金利変動要因、不動産賃貸市場要因、景気要因となり、特に株式市場要因は他の要因に比べ大きく、その次に大きい金利変動要因と合わせると、パフォーマンス変動のほとんどを説明出来る結果となっています。期間①～⑤の期間別の分析でも、期間①と④を除く期間において、株式市場要因と金利変動要因の影響度が大きく、前スライドのグラフで確認された関係性とも整合的な結果となっています。

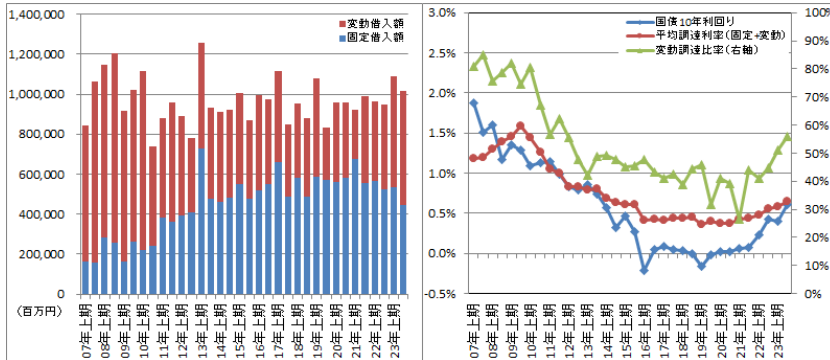
他方の不動産賃貸市場要因と景気要因については、長期で見た影響度はかなり小さいですが、期間①や期間④の中期では、J-REIT市場特有の問題、具体的にはJ-REIT市場創設や、金融庁のJ-REIT組み入れ投資信託への懸念表明などの影響からJ-REIT市場のパフォーマンスが株式市場全体と異なる動きをした結果、不動産賃貸市場要因と景気要因の影響度が大きく高まっており、このことから両要因もJ-REIT市場のパフォーマンスを予測する上で重要な要因であると考えています。

## 金利上昇によるデット調達コストの変化①

### ■ 借入（フロー）における変動固定比率と調達条件の変化

- 借入調達金額（固定 + 変動）は概ね1兆円で推移
- 国債10年利回りは2022年以降急速に上昇
- 変動調達比率は2021年上期26.6%を底に上昇に転じ、2023年下期は56.1%

図表：借入調達額と変動金利調達比率、調達利率の推移



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

31

続いて、昨今の金利上昇局面への移行を踏まえて、J-REITのデット調達コストの変化を確認します。

本スライドでは、借り換えを含む各期の借入における調達額と変動金利での調達比率などを見ています。物件取得のための新規借入は固定金利の長期借入で行われる傾向が強いですが、各期の借入には既存借入のリファイナンスが多く含まれ、これは変動金利を含めた短期・中期借入で行われるため、後ほど説明するストックベースの有利子負債残高と比べて、変動金利の調達比率が基本的に高くなることには留意が必要です。

J-REITでは金利上昇で負債コストが増加すると分配金の原資となる運用収益は減少します。そのため、J-REITでは金利上昇による負債コスト増加を考慮して、金融環境に応じて固定金利と変動金利の調達割合や、借入期間等の借入条件を調整します。図表の通り、2016年までの金利低下局面および2021年までの低金利環境下では、変動金利の調達比率は概ね低下傾向で、2021年上期には26.6%まで低下しました。その後は金融緩和終了を受けて2023年下期の56.1%まで上昇しています。

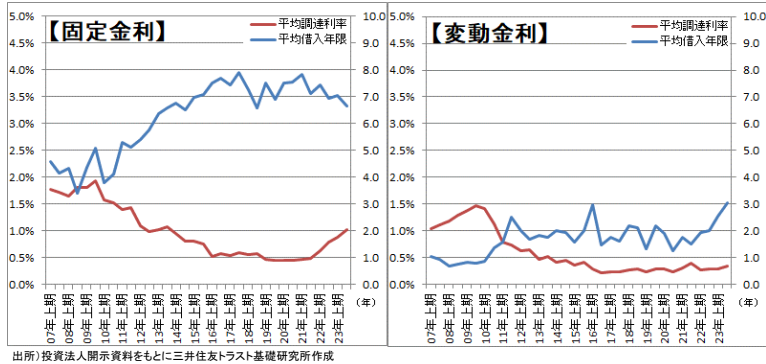


## 金利上昇によるデット調達コストの変化②

### ■ 借入（フロー）の調達条件および変動比率

- 固定金利の平均借入年限は短期化、平均調達利率は急速に上昇
- 変動金利の平均借入年限は長期化、平均調達利率は従前と同水準で推移
- 固定 > 変動の金利差を活かし変動調達比率を引き上げ（P3参照）、全体の平均調達利率の上昇は限定的（同0.4%→同0.6%）

図表：固定・変動金利借入の調達条件推移



SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

32

本スライドでは、各期の借入について、さらに固定金利と変動金利に分けて借入年限や調達利率を確認し、金利上昇によるデット調達コストの変化を分析しています。

J-REITは一般的に固定金利調達を多く行うことで長期安定調達を志向していますが、金利上昇局面における負債コスト増加の抑制には、固定金利調達の短期化や、変動金利での借り換えが選択肢となります。実際、図表のとおり、固定金利の借入期間は2021年上期の約8年から2023年下期には約7年に短期化しています。ただし、それでも2023年下期の固定金利の平均調達利率は1.0%で、アベノミクス開始時の2012年頃の水準まで上昇し、借入期間の調整だけでは十分な負債コスト削減効果は得にくい状況でした。こうした環境下、固定と変動の金利差を活かした変動金利による借入が増え、変動調達比率が2021年上期の26.6%から2023年下期の56.1%まで上昇しています。こうした調整の結果、借入全体の平均調達利率は同期間において0.4%から0.6%への上昇に留まり、固定調達利率の上昇ペースより緩やかなものとなっています。

一方で、長期安定調達の観点からはストックの残存年数が過度に短期化することは避ける必要があります。変動金利の平均借入期間は2021年上期の約2年から2023年下期には約3年に長期化しています。ただし、変動金利での長期借入を増やし過ぎても将来の金利上昇リスク、負債コスト増加リスクが大きくなるため、これにも一定の留意が必要です。このように、財務戦略上は、足元の負債コストと、調達の安定性、そして将来の金利上昇による負債コスト増加リスクを適度にバランスさせる必要があります。

。

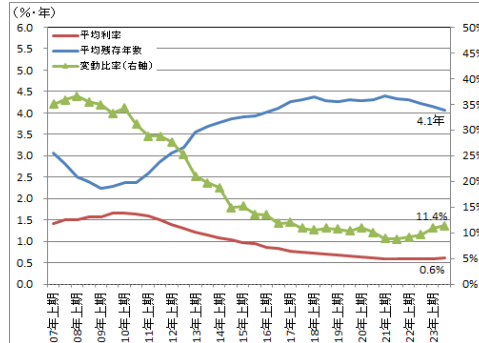
## 金利上昇によるデット調達コストの変化③

### ■ 有利子負債残高（ストック）の調達条件および変動比率

（フローでの固定・変動金利の借入期間の調整や変動比率引き上げを行った結果）

- 2023年下期の平均利率0.6%、平均残年数4.1年、変動比率11.4%
- 2021年上期の同0.6%、4.4年、8.9%からの変化は限定的、健全性を維持しつつ負債コストの増加抑制を実現している

図表：J-REITの有利子負債残高の調達条件および変動比率の変化



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

前スライドまでは、新規調達や借り換えのフローにおける変動比率や調達条件を確認しました。本スライドでは有利子負債残高合計のストックにおける変動比率や調達条件を確認していきます。

2021年上期末をみると平均調達利率は0.6%、平均残存年数は4.4年、そして変動調達比率は8.9%であるのに対して、2023年下期末はそれぞれ0.6%、4.1年、11.4%と、いずれも変化は小さく、ストックで見た財務内容の変化はまだ限定的であることがわかります。

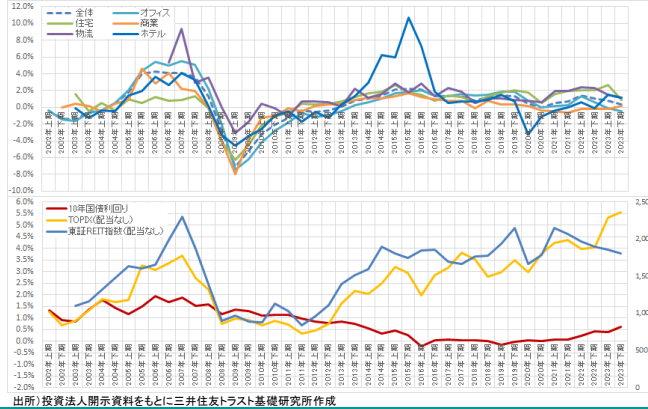
このことからJ-REITでは、健全性を維持しつつ、負債コストの増加抑制を実現していることが確認できます。

# 金利上昇局面での資産価値の変動①

## ■ 既存鑑定評価額変化率の推移

- 株式市場で大きな変化があった時期に大きく変動していることがわかる
- 10年国債利回りは2016年頃まで緩やかに低下し、その後0%近辺でほぼ横ばい
- TOPIXや東証REIT指数などの変化との間には一定の相関性が確認できる

図表：J-REITの既存鑑定評価額変化率の用途別推移



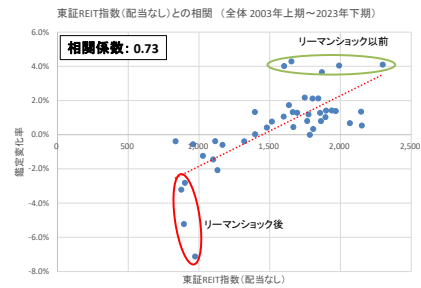
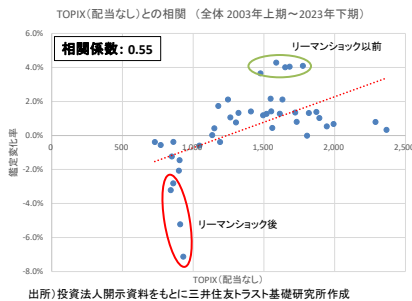
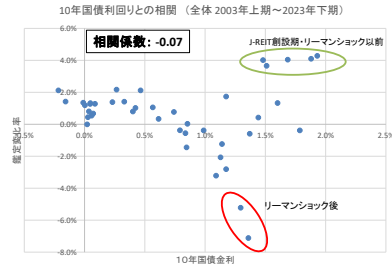
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

本スライドでは金利上昇が資産価値に与える影響を分析しています。J-REITにおいて保有不動産の資産価値を把握する際には、決算期末ごとに開示される不動産鑑定評価額を用いることが一般的です。そこで、本分析では、J-REIT全銘柄の全物件、またオフィス、住宅など各用途別に、決算期末の鑑定評価額について、半年前からの変化率を分析しました。図表の通り、保有物件の鑑定評価額は、サブプライムローン問題やアベノミクスの開始などで、株式市場に大きな変動のあった時期に大きく動いていることが分かります。その一方で、10年国債利回りの推移を見ると2006年上期からマイナス金利導入等の量的・質的金融緩和と政策の開始が決定した2016年上期にかけて緩やかに低下した後、2021年下期まで0%近辺でほぼ横ばい、それ以降は緩やかな上昇傾向が見られるなど、その変化の連動性、相関性はそれほど高くないように見えます。一方で、TOPIXや東証REIT指数の推移を見るとサブプライムローン問題前後での上昇下落や、アベノミクス開始時の上昇など、その変化に一定の相関性を確認することができます。

## 金利上昇局面での資産価値の変動②

### ■ 各指数変化との相関性分析

- リーマンショックなど特定の時期を除けば各指数変化との間に一定の相関性が確認できる
- 各指数間の相関係数の大小関係は以下の通り、東証REIT指数 > TOPIX > 10年国債利回り
- 過去においては金利変動よりも株式市場の騰落の影響を強く受けていることがわかる



SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

35

本スライドの散布図では、J-REITの保有物件の鑑定評価額の変化率と、10年国債利回りやTOPIX、東証REIT指数との相関関係を図示しています。相関係数は各グラフ左上記載のとおりで、各指数と保有物件全体との相関係数は、TOPIXが約0.6、東証REIT指数が約0.7と一定の相関性が確認できます。これに対して、10年国債利回りは約-0.1とその絶対値が小さく、統計的に有意な相関性も確認出来ませんでした。右上段の10年国債利回りとの散布図を確認すると、丸で囲った2箇所、J-REIT創設期とサブプライムローン問題前後の時期を表す点が、特に他の点から乖離していることが確認できます。J-REIT創設期には急速な不動産需要や流動性の高まりにより、またサブプライムローン問題発生時期には金融資産価格の過度な騰落により、本来想定される不動産価格から大きく乖離した価格形成が行われたと考えています。TOPIXや東証REIT指数との散布図を見ると、同時期に乖離が見られますが、10年国債利回りとの散布図に比べると乖離幅は限定的です。株式市場自体が不動産価格と同方向に変化したことから、東証REIT指数やTOPIXとの相関係数が大きくなったと考えられます。これらの分析結果から、過去においては、J-REIT保有物件の資産価値は金利水準よりも株式市場やJ-REIT市場といった資本市場との連動性が高いことが確認できます。

J-REIT（不動産投資信託）市場の軌跡と展望に関する調査

## 第V章 J-REITの投資主価値向上の取り組み

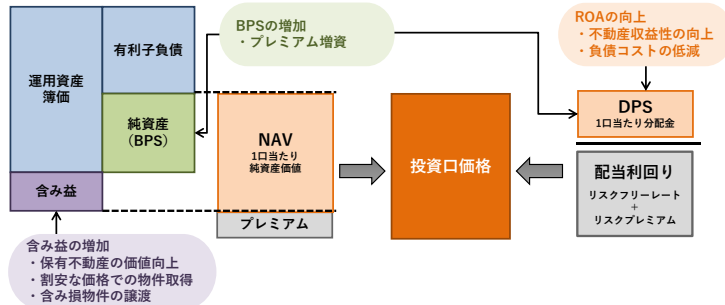
2024年8月  
三井住友トラスト基礎研究所

# 投資主価値向上のメカニズム

## ■ 投資主価値とは

- 収益指標 → 1口当たり分配金 (DPS) Dividend Per Share
- 資産価値指標 → 1口当たりNAV Net Asset Value
- 投資主価値の向上とその期待が投資口価格の上昇につながる

図表：投資主価値と投資口価格の概念図



SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

37

第V章では、難しい運用環境の中で、J-REITで広がりを見せる投資主価値向上のための取り組みとその効果について考察します。

最初に、概念図を用いて、J-REITの投資主価値を説明します。J-REITの投資主価値は、収益指標である1口当たり分配金、DPSと、資産価値指標である1口当たりNAVで表されます。NAV、すなわちネットアセットバリューとは、保有不動産を時価評価した純資産価値を指します。DPSとNAVの向上とその期待により投資口価格は上昇します。

このうち、DPSは、総資産利益率であるROAと、1口当たり純資産額であるBPS、有利子負債を総資産で割ったLTVの3要素に分解できます。

ROAは不動産収益性の向上と負債コスト等の低減によって上昇します。BPSの増加は、BPSを上回る投資口価格での増資で実現し、プレミアム増資と呼ばれています。LTVの引き上げもDPSの成長には寄与しますが、J-REITは保守的な財務運営のため限界があります。

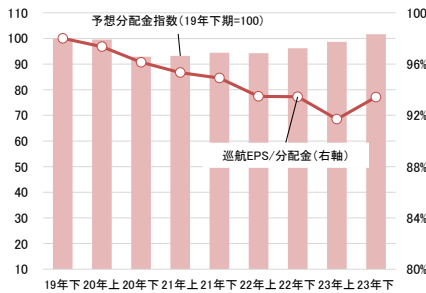
また、NAVの成長には、プレミアム増資によるBPSの増加と、保有不動産の価格上昇などによる含み益の増加が寄与します。

## 資産入替の推進①

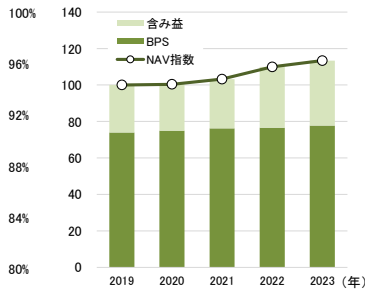
### ■ 売却益による分配金、NAVへの影響

- 2023年の売却益は当期利益の10%相当。約半数の銘柄が売却益を計上
- 売却益が分配金を下支え → 巡航EPSと分配金との差は拡大
- 物件譲渡によって含み益を顕在化しても、不動産評価額上昇でNAVの成長は継続

図表：分配金指数、巡航EPS/分配金比率の推移



図表：NAV指数の推移



注1) 予想分配金指数=東証REIT指数×予想配当利回り。予想配当利回りは会社予想ベース。19年下期=100として再指数化  
 注2) 巡航EPS/分配金は集計対象の中央値の推移。巡航EPS=(経常利益-売却損益+のれん償却額)/発行済投資口数  
 注3) NAV指数=東証REIT指数÷P/NAV。NAVは三井住友トラスト基礎研究所算出。2019年末=100として再指数化  
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

38

最近では、投資口価格の低迷で増資によるBPSの向上が難しく、不動産価格の高止まりや金利上昇でROAには下押し圧力がかかっています。こうした環境下、広がりをもせている投資主価値向上の4つの取り組みについて考察します。

1つめは、「資産入替の推進」です。

物件譲渡で得られた売却益を、分配金の維持向上に活用する動きが広がっています。2023年の売却益は当期利益の10%相当となり、約半数の銘柄が売却益を計上しました。

実際に売却益が分配金にどの程度寄与したかを示したのが、左のグラフです。棒グラフの2023年下期の分配金は、2019年下期の水準を超えて回復しています。この間、折れ線で示した売却益の影響を除いた巡航EPSの分配金に対する比率は低下が続いています。つまり、直近の分配金は、売却益や内部留保の取崩の拡大によって下支えされていることを表しています。

また、NAVの推移は右のグラフの通りです。含み益のある物件の売却はNAVの低下要因となりますが、不動産評価額の上昇で含み益が増加しており、含み益を顕在化して売却益を計上しても、NAVの成長が継続できています。

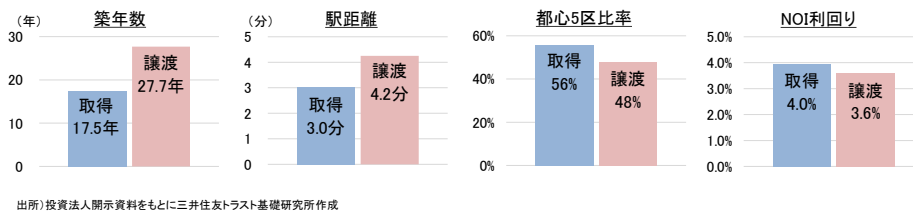
## 資産入替の推進②

### ■ 資産入替によるオフィスポートフォリオの変化

- 2019～2023年発表の取得物件と譲渡物件の比較から、資産入替による、築年の若返り、駅距離の短縮、都心5区比率の上昇、NOI利回りの上昇を確認
- 資産入替は含み益の顕在化に加えて、ポートフォリオの質と収益性の向上にも寄与

図表：オフィスの取得物件、譲渡物件の比較

【集計対象】 2019～2023年に取得、譲渡の発表があったオフィス物件で、下記全データの開示がある物件  
 取得物件：全銘柄265件、2兆997億円 譲渡物件：全銘柄154件、8,448億円



出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

39

ここでは、J-REITが過去5年間に取引したオフィスを対象に、取得物件と譲渡物件について4つの指標を比較しました。

グラフ左から、築年数は、取得物件が平均17.5年と、譲渡物件に対して約10年若返りがみられました。駅距離は、取得物件が平均3.0分と、譲渡物件より1分以上短縮しました。また、都心5区の比率は、取得物件が56%と、譲渡物件より高く、NOI利回りも、取得物件が平均4.0%と、譲渡物件の平均3.6%を上回ることが確認できました。

資産入替は、売却益計上による分配金下支えだけでなく、ポートフォリオの質や収益性の向上にも寄与しています。



# 複合・総合化の広がり①

## ■ 総合・複合型銘柄増加の背景

- 複合・総合型セクターの銘柄数は全58銘柄中30銘柄に増加、時価総額比率は2023年12月末で48%に上昇
- 最近では合併に伴う総合化、投資方針変更に伴う総合化が相次いだ
- 背景は①外部成長の制約、②コロナ禍での賃貸需要変化や収益変動リスク顕在化
- メリットは①物件取得機会の拡大、②用途分散による収益安定化、③運用の柔軟性向上

図表：2019～2023年の総合化の事例

【合併に伴う総合化】				【投資方針変更に伴う総合化】		
投資法人名	合併効力発生日	投資法人名(合併前)	セクター(合併前)	投資法人名	変更日	セクター(変更前)
大和証券リビング	2020年4月	日本賃貸住宅	住宅特化	日本ホテル&レジデンシャル	2023年2月	ホテル特化
		日本ヘルスケア	ヘルスケア特化	エスコンジャパンリート	2023年10月	商業特化
日本都市ファンド	2021年3月	日本リートファンド	商業特化	サンケイリアルエステート	2023年10月	オフィス特化
		MCUBS MidCity	複合・総合			
森トラストリート	2023年3月	森トラスト総合リート	複合・総合			
		森トラスト・ホテルリート	ホテル特化			
KDX不動産	2023年11月	ケネディクス・オフィス	オフィス特化			
		ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	複合・総合			
		ケネディクス商業リート	商業特化			

注)セクター分類は三井住友トラスト基礎研究所  
出所)三井住友トラスト基礎研究所

2つめは、「複合・総合化の広がり」です。

複数の用途に分散投資する複合・総合型銘柄の銘柄数は全58銘柄中30銘柄に増加し、時価総額比率は48%に上昇しています。最近では、同一スポンサー傘下同士の合併や小型銘柄で投資方針変更に伴う総合化が相次ぎました。

この背景には、エクイティ調達環境の悪化と厳しい物件取得環境により外部成長が制約されたこと、また、コロナ禍でオフィス需要の構造変化やホテルの収益変動リスクの顕在化が生じたことが影響しています。

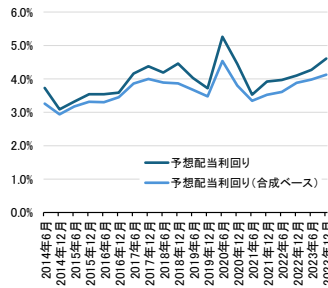
総合化は、物件取得機会を広げることで、資産規模の拡大に寄与し、運用面では特定用途のリスクを薄めて、収益安定化にもつながります。また、収益性向上に向けて成長期待の高い用途の投資拡大や用途間の資産入替といった運用の柔軟性を高めるメリットがあります。

## 複合・総合化の広がり②

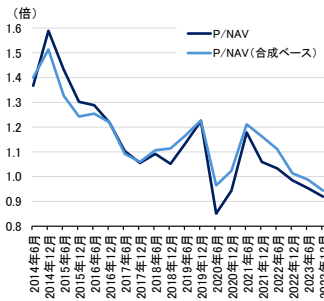
### ■ 特化型銘柄とのバリュエーション比較

- 複合・総合型セクターのバリュエーションは、保有不動産の用途比率と特化型セクターのバリュエーションを合成して算出したものより低い= 予想配当利回りは高く、P/NAVは低い
- 複合・総合型セクターにはコングロマリット・ディスカウントが認められる  
※コングロマリット・ディスカウントとは、多角化企業が同じ産業で活動する専業企業に比べて市場から低く評価される傾向を指す
- 悪化懸念の高いセクターに市場評価が引っ張られやすい

図表：複合・総合型セクターの予想配当利回り



図表：複合・総合型セクターのP/NAV



出所)三井住友トラスト基礎研究所。予想配当金は投資法人開示資料による。NAV評価は三井住友トラスト基礎研究所による

一方、複合・総合型セクターのバリュエーションは、保有不動産の用途比率と特化型セクターのバリュエーションを合成して算出したものより悪くなっています。具体的には、複合・総合型セクターのバリュエーションは、左のグラフの予想配当利回りでは合成して算出したものより高く、右のグラフのP/NAVでは低くなっています。

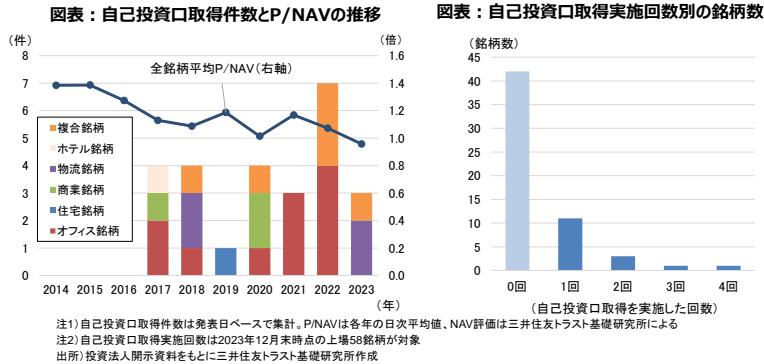
この比較では、複合・総合型セクターにはコングロマリット・ディスカウントが認められます。

実際のバリュエーションと合成して算出したベースの差が広がった過去の局面を振り返ると、複合・総合型セクターはそのわかりにくさゆえに、特に悪化懸念の高いセクターに市場評価が引っ張られやすかったことが分かります。

## 自己投資口取得の意義①

### ■ 自己投資口取得の実施動向

- 2023年12月末までの実施は26件。実施銘柄は17銘柄で全体の約3割
- 市場下落の中で、2022年は過去最多の実施
- 17銘柄の自己投資口取得では、1口当たり利益が最小で0.6%、最大で3.9%上昇している（口数減少割合で計算。複数回実施銘柄は累計）。



SUMITOMO MITSUI TRUST RESEARCH INSTITUTE

42

3つめは、「自己投資口取得」です。

自己投資口取得は、投資口価格が低迷し、資本コストを上回る収益性の物件が難しい場合に有効です。発行済投資口の減少を通じて利益やNAVなどの1口当たり指標を改善し、投資口価格の割安さを市場に訴求するアナウンスメント効果があります。

2013年の投信法改正で導入されて以降、2023年12月末までに26件、銘柄数としては約3割を占める17銘柄が行い、2022年はオフィス銘柄を中心に過去最多となりました。

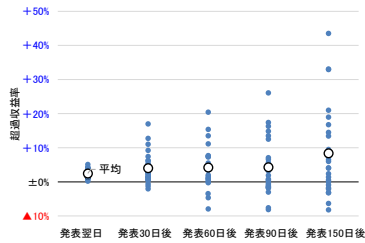
複数回実施した銘柄もあります。17銘柄の自己投資口取得では0.6%～3.9%の範囲で口数が減少し、その分1口当たり利益が押し上げられたこととなります。

## 自己投資口取得の意義②

### ■ 発表後の投資口価格動向

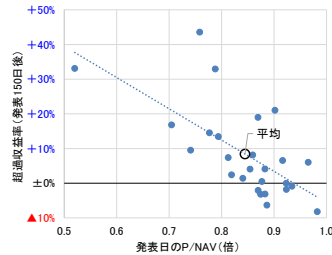
- 投資口取得銘柄の東証REIT指数に対する超過収益率は発表翌日で平均+2.5%
- 時間経過とともに超過収益率のばらつきが拡大
- 超過収益率は、発表日のP/NAVが低く、発表後の市場収益率が高いほど、高くなる傾向

図表：発表後の超過収益率の分布

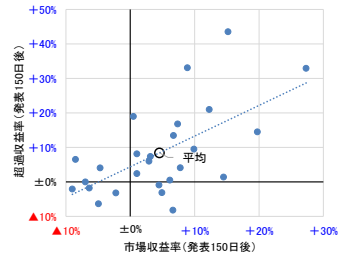


注1) いずれも東証REIT指数に対する超過収益率  
 注2) P/NAVは鑑定NAVで算出  
 出所) 投資法人開示資料、Bloombergデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表：発表日のP/NAVと150日後の超過収益率



図表：150日後の市場収益率と超過収益率



アナウンスメント効果の検証として、自己投資口取得発表後の投資口価格の動向を確認しました。

左のグラフでは、過去実施した26件について、各銘柄の投資口価格の騰落率と東証REIT指数の騰落率の差である超過収益率をみています。発表翌日は全件プラスで、平均+2.5%となりました。その後も平均ではプラスが続きましたが、時間経過とともにマイナスとなる銘柄もありました。

発表後150日後の超過収益率については、右のグラフの通り、発表日のP/NAVの水準が低いほど高く、発表後の市場収益率が高いほど高くなる傾向がみられました。

自己投資口取得に対しては、市場も短期的には好感することが確認できました。ただ、増資を伴う成長サイクルに回帰するためには、自己投資口取得だけでは十分ではありません。

保有物件の着実な賃貸運営に加え、資産入替によるポートフォリオの強化や売却益の還元といった取り組みを同時に示すことが、市場評価の持続的な改善には必要と考えます。

# ESG取り組みの加速①

## ■ 気候変動リスクへの対応

- 中長期的な投資主価値の向上の観点で、ESGへの取り組みは重要
- 特に気候変動リスクは、不動産の収益性、資産価値、資金調達的全てに影響を及ぼす

図表：J-REITの気候変動リスク（機会）と対応

移行リスク (機会)	政策・法規制	・炭素税導入や排出量取引制度の拡大によるGHG排出コストの増加 ・省エネ規制の強化に伴う改修コストの増加
	技術	・省エネ技術の進化、普及による新技術導入コストの増加
	市場	・規制強化やテナントの志向変化に伴う環境性能の低い(高い)物件の需要減少(増加)
	評判	・気候変動リスクへの対応の遅れ(先行)による資金調達コストの上昇(低下)
物理リスク	急性	・台風や洪水被害による修繕コストや損害保険料の増加
	慢性	・気温上昇によるエネルギーコストの増加

移行リスクに対する対応	GHG排出量の削減・環境認証取得比率の向上・グリーンファイナンスの拡大
-------------	-------------------------------------

出所)三井住友トラスト基礎研究所

中長期的な観点では、ESGへの取り組みも忘れてはなりません。特に、気候変動リスクは不動産の収益性や資産価値、資金調達の全てに影響を及ぼし、投資主価値を左右する重要な課題です。

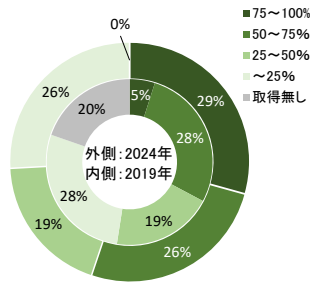
J-REITでは気候変動リスクへの主な対応として、GHG排出量の削減、環境認証取得比率の向上、グリーンファイナンスの拡大に、積極的に取り組んでいます。

## ESG取り組みの加速②

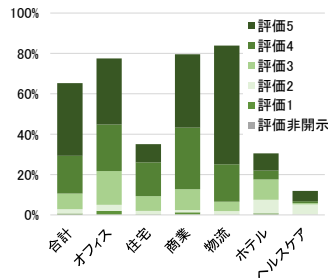
### ■ 環境認証の取得状況

- 脱炭素社会では、環境性能の差が賃貸収益に大きく影響を及ぼすことが想定される
- J-REIT保有物件の環境認証取得比率は2024年で65%に上昇
- ただ、取得比率は銘柄によってばらつきがある。用途による影響を受けやすい

図表：環境認証取得比率の銘柄数の割合



図表：用途別の環境認証取得比率（2024年）



注1) 取得比率はCASBEE認証、BELS認証、DBJ Green Building認証のいずれかの認証を取得している物件の賃貸可能面積の割合  
 注2) 各年ともに5月末時点  
 注3) 3つの環境認証で最高位の評価を評価5、最低位の評価を評価1として集計。複数認証を取得している場合は、より高い評価を採用  
 出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

脱炭素社会では、環境性能の差が賃貸収益に大きく影響を及ぼすことが想定されています。

J-REITは保有物件における環境認証の取得を推進しています。2024年の取得比率は全体で65%に上昇し、取得比率が50%以上の銘柄は全体の55%を占めます。

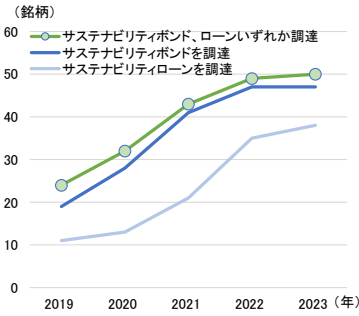
ただ、取得比率は用途毎に差があります。同一セクター内でも銘柄による取得比率の違いはありますが、保有物件の用途の影響を受けやすくなっています。

## ESG取り組みの加速③

### ■ サステナビリティファイナンスの広がり

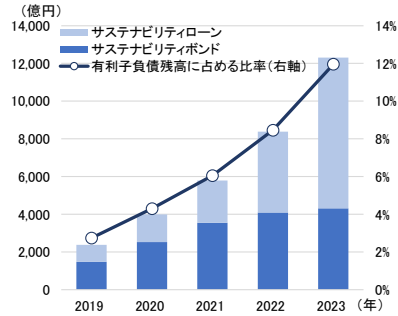
- 脱炭素社会では、ESG取り組みが調達コストに強く反映されることが想定される
- 大半の銘柄でサステナビリティファイナンスが行われ、残高は有利子負債全体の12%
- グリーンファイナンスを中心に多様化。今後の拡大余地も大きい

図表：サステナビリティファイナンス実施銘柄数



注) 各年とも12月末時点  
出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表：サステナビリティファイナンスの残高推移



ESGの取り組みが投資家・レンダーからの評価、調達コストに強く反映される将来を見据えて、J-REITはサステナビリティファイナンスを推進しています。サステナビリティファイナンスは大半の銘柄で行われ、残高は有利子負債全体の12%となっています。グリーンファイナンスを中心に、ソーシャルファイナンスなど多様化もみられ、今後の拡大余地も大きいとみています。

J-REIT（不動産投資信託）市場の軌跡と展望に関する調査

## 第VI章 J-REIT市場を牽引してきたセクターの 変遷と今後の成長可能性

2024年8月  
三井住友トラスト基礎研究所

47

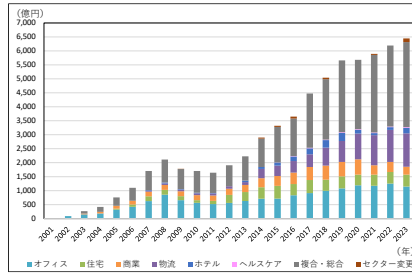


# 市場全体の分配金総額とNAV総額

## ■ セクター別の分配金総額とNAV総額

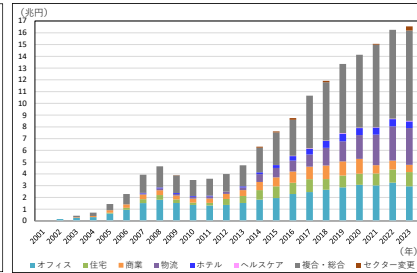
- 黎明期からリーマンショックの底打ちまでは、オフィスと市場全体の増減が連動
- リーマンショックの底打ち以降、物流が台頭
- 複合・総合は総じてオフィスと連動しており、リーマンショックの底打ち以降、特化型から複合・総合型へ転換する動きも寄与して、オフィス・物流とともに市場全体を牽引
- コロナ禍以降は分配金総額、NAV総額ともに減速

図表：J-REITの分配金総額とセクター別内訳の推移



注1) 特殊決算期等の事情がなく通年での集計が可能な銘柄を対象に、決算期末が属する暦年を基準とする年間合計値を算出  
 注2) 合併交付金は含まない  
 (出所) 三井住友トラスト基礎研究所

図表：J-REITのNAV総額とセクター別内訳の推移



注1) 特殊決算期等の事情がなく通年での集計が可能な銘柄を対象に、決算期末が属する暦年を基準とする年間平均値を算出  
 (出所) 三井住友トラスト基礎研究所

第VI章では、市場を牽引してきた各セクターの成長ドライバーを比較検証し、新たな成長手段や次の成長セクターの可能性を検討することで、今後の市場を展望します。

本スライドのグラフは、J-REIT市場全体の分配金総額とNAV総額を暦年毎に集計し、合わせて各セクターの内訳を示しています。

分配金総額、NAV総額のいずれも、市場黎明期に増加した後、リーマンショックを受けて減少に転じ、2010年台初頭の底打ち以降は、足元まで増加が続いています。

単一用途に集中して投資する特化セクターとしては、黎明期からリーマンショックの底打ちまではオフィスセクターと市場全体の増減が連動し、以降、物流セクターが台頭してきました。

複数用途に投資する複合・総合セクターはオフィス保有比率が高いため、総じてオフィスセクターと連動しており、特にリーマンショックの底打ち以降、特化型から複合・総合型へ転換する動きも寄与して、複合・総合セクターが、オフィスセクター・物流セクターとともに市場全体を牽引しています。

分配金総額、NAV総額ともに増加局面が継続中ですが、コロナ禍以降はやや減速しています。

## 1口当たり分配金と1口当たりNAV

### ■ 1口当たり分配金（DPS）とその構成要素

$$\begin{aligned} \text{DPS (分配金総額/発行済投資口数)} \\ &= \text{ROA (分配金総額/総資産額)} \\ &\quad \times \text{BPS (純資産額/発行済投資口数)} \\ &\quad \times \text{財務レバレッジ水準 (総資産額/純資産額)} \end{aligned}$$

近似的に以下の等式が成り立つ

$$\text{DPS変化率} \approx \text{ROA変化率} + \text{BPS変化率} + \text{財務レバレッジ水準変化率}$$

### ■ 1口当たりNAVとその構成要素

$$\begin{aligned} \text{1口当たりNAV (鑑定NAV総額/発行済投資口数)} \\ &= \text{BPS (純資産額/発行済投資口数)} \\ &\quad + \text{1口当たり含み損益 ( (鑑定評価額 - 不動産簿価) / 発行済投資口数)} \end{aligned}$$

次のスライドから、代表的な特化5セクターについて、1口当たり分配金（以下、DPS）と、1口当たりNAVの成長実績を、それぞれの構成要素と合わせて見ていきます。いずれも、セクター毎に時価総額の大きい代表的な2銘柄を抽出して算出しています。

スライド上段のとおり、DPSは、ROAとBPSと財務レバレッジ水準の、3つの構成要素のかけ算で表されます。

1つ目のROAは、総資産額に対する分配金総額の比率であり、保有物件の収益性向上、売却益の計上、資金調達コストの低減等による利益率向上の他、内部留保取崩等によっても上昇させることができます。

2つ目のBPSは、1口当たり純資産額であり、プレミアム増資、自己投資口取得、内部留保積立等で上昇させることができます。

3つ目の財務レバレッジ水準は、純資産額に対する総資産額の比率であり、物件取得に際する新規借入等で上昇します。総資産額に対する有利子負債総額の比率、いわゆるLTVと変化の方向は一致します。

なお、近似的に、DPSの変化率は、これら3つの構成要素それぞれの変化率の足し算で表されます。

次に、スライド下段のとおり、1口当たりNAVは、BPSと1口当たり含み損益の、2つの構成要素の足し算で表されます。

BPSは、スライド上段で確認したものと同じです。

1口当たり含み損益は、発行済投資口数に対する鑑定評価額と不動産簿価の差額であり、保有不動産価値の向上等で上昇します。

# 1口当たり分配金の成長

図表：セクター別の1口当たり分配金（DPS）の成長率とその構成要素（2014年～2023年）

	オフィス	住宅	商業	物流	ホテル
DPS (変化率)	+49.5%	+32.5%	+27.5%	+39.9%	+33.5%
ROA(分配金ベース) (変化率)	+33.7%	+29.0%	+11.4%	+5.9%	▲12.0%
BPS (変化率)	+9.5%	+6.1%	+7.1%	+38.4%	+58.7%
財務レバレッジ水準 (変化率)	+2.1%	▲3.2%	+6.8%	▲4.5%	▲4.5%

出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

- DPSは全セクターで二桁成長も、成長ドライバーの強弱はセクター毎に異なる
- ROA：オフィス・住宅・商業の主たる成長ドライバーだが、唯一、ホテルではマイナス  
ROAの運用状況の好不調に対する感応度は賃料特性で決まる  
感応度は、ホテル> オフィス・住宅> 商業・物流
- BPS：物流・ホテルの主たる成長ドライバー  
規模成長ステージにおいてプレミアム増資を積み重ねると大きく成長するが、  
ファンド規模が拡大するにつれて大きく成長させることが容易でなくなっていく  
→長期的には、オフィス・住宅・商業のように、プラス圏で成長は鈍化
- 財務レバレッジ水準：DPSへの影響はいずれのセクターにおいても相対的に小さい  
安定的財務運営の観点からは、中長期的な成長ドライバーになり得ない

本スライドは、全セクターの集計が可能となる2014年から2023年までの、セクター別の1口当たり分配金の成長率とその構成要素を示しています。

DPSは全セクターで二桁成長していますが、成長ドライバーの強弱はセクター毎に異なり、各構成要素がDPS成長に寄与する程度は、市場環境、賃料特性、規模成長ステージ、プレミアム増資への積極性の程度等により異なります。

ROAは、オフィスセクター・住宅セクター・商業セクターの主たる成長ドライバーでした。ROAは運用状況の好不調で変動しますが、その感応度は、アセットタイプ毎の賃料特性で決まります。オペレーショナルアセットであり、最も高い感応度を持つホテルセクターは、コロナ禍からの回復途上にあるため、全セクター中で唯一、ROAが低下しています。一方、オフィスセクターと住宅セクターは、テナント入替や賃料改定により、総じて活況だった賃貸市況を取り込んだ結果、相対的に大きくROAを向上させています。対照的に、商業セクターと物流セクターは長期固定的な賃料体系を持つため、ROAの向上は相対的に小さくなっています。

BPSは、規模成長ステージにおいてプレミアム増資を積み重ねた、ホテルセクターと物流セクターの主たる成長ドライバーでした。ただし、一般的に、ファンド規模が拡大するにつれて、PO毎のプレミアム増資効果を高水準にすることが容易でなくなっていくため、長期的には、オフィスセクター・住宅セクター・商業セクターのように、プラス圏で成長が鈍化していくと見込まれます。

財務レバレッジ水準は、安定的な財務運営の観点から、LTVの上限を超えて引き上げ続けることは難しく、中長期的な成長ドライバーになり得ません。いずれのセクターにおいても、財務レバレッジ水準の変化の絶対値は、ROAとBPSの変化率の絶対値を下回っており、DPSへの影響は相対的に小さいと言えます。

DPSの成長ストーリーを描くにあたっては、これらの成長ドライバーのうち、どれが選択可能で、どの程度の寄与を期待できるか、それぞれの制約条件を踏まえて選択、判断する必要があります。

## 1口当たりNAVの成長

図表：セクター別の1口当たりNAVの成長率とその構成要素（2014年～2023年）

	オフィス	住宅	商業	物流	ホテル
1口当たりNAV（変化率）	+49.1%	+96.8%	+25.4%	+101.3%	+69.7%
BPS（寄与度）	+8.4%	+5.4%	+6.0%	+34.4%	+44.4%
1口当たり含み損益（寄与度）	+40.7%	+91.4%	+19.4%	+66.9%	+25.2%

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

- 1口当たりNAVは全セクターで成長も、セクター毎の成長率の差は大きい
- BPS：物流・ホテルでは成長ドライバーとして大きく寄与（詳細はスライド3参照）
- 1口当たり含み損益：全セクターの成長ドライバーだが、寄与度の差は大きい
  - ホテルセクターを除いて、1口当たり含み損益の寄与度 > BPSの寄与度
  - ホテルセクターは以下2つの要因で例外的に逆転
    - ① コロナ禍以前にBPSを最も大きく成長させた
    - ② コロナ禍以降に唯一、1口当たり含み益を減少させた

本スライドは、全セクターの集計が可能となる2014年から2023年までの、セクター別の1口当たりNAVの成長率とその構成要素を示しています。

1口当たりNAVは全セクターで成長していますが、セクター毎の成長率には大きな差が見られます。BPSは、物流セクター・ホテルセクターにおいて、成長ドライバーとして大きく寄与しました。その背景は、前スライドでDPS成長ドライバーとして確認したとおりです。

1口当たり含み損益は、全セクターの成長ドライバーでした。セクター毎の寄与度には大きな差が見られますが、ホテルセクターを除いて、1口当たり含み益の寄与度がBPSの寄与度を上回っています。ホテルセクターはコロナ禍以前に、プレミアム増資による規模成長でBPSを最も大きく成長させた一方、コロナ禍以降に1口当たり含み益を減少させた唯一のセクターとなり、例外的にBPSの寄与度が1口あたり含み損益の寄与度を上回りました。

1口当たりNAVは、総じて1口当たり含み損益に連動して動くものの、規模成長ステージにおいては、プレミアム増資によるBPS成長も寄与を高めると言えます。

## 新たな成長手段の可能性

- 開発案件への投資
  - 取得価格に開発利益が含まれることを回避
    - 相対的に高い収益性を確保する
    - 不動産価格高騰期に特に有効性が高まる
  - 開発リスクのコントロール、開発期間の分配金マネジメントが必要
  
- 投資法人同士の合併（例：吸収合併）
  - 消滅法人の投資口価格が割安水準であることを利用した物件取得手段
    - 通常の外部成長が困難な環境でも規模拡大・ポートフォリオ分散が可能
  - 負ののれんを獲得して合併後の運用の自由度が高められる期待
  - 存続法人と消滅法人の当事者間に留まらない意義
    - J-REIT市場で消滅法人にならぬよう投資口価格上昇に向けた取り組みが増える
    - P/NAVディスカウントが常態化する中で、NAVを顕在化させて投資家に価値を証明

本スライドでは、新たな成長手段として、開発案件への投資と、投資法人の合併について概観します。

開発案件への投資は、取得価格に開発利益が含まれることを回避できるため、相対的に高い収益性を確保するメリットがあり、不動産価格高騰期に特に有効性が高まります。ただし、開発リスクをコントロールするため、資産運用会社に固有のノウハウや、人員・組織整備が求められます。また、資金投下が年単位で先行するため、利益貢献までの分配金マネジメントも必要です。売却益の計上や内部留保の活用等考えられますが、既存ポートフォリオが一定の安定度を獲得していることが望ましいと言えます。

次に、投資法人の合併について、吸収合併を例に見てみます。

吸収合併は、消滅法人の投資口価格が割安水準であることを利用した物件取得手段であり、通常の外部成長が困難な環境でも、規模拡大・ポートフォリオ分散度の向上を図ることができます。また、会計上の内部留保である負ののれんを獲得して、合併後の運用の自由度が高められる期待もあります。

吸収合併の意義は、合併当事者間に留まりません。J-REIT市場全体の資産運用会社に対し、自社が運用する投資法人が消滅法人にならぬよう、投資口価格上昇に向けた取り組みを促す効果を期待できます。また、J-REIT市場全体としてP/NAVのディスカウントが常態化している状況にあっては、消滅法人のNAVを顕在化させて価値を証明することで、投資家に対してNAVを投資口価格に適切に反映することを促す効果を期待できます。

## 次の成長セクターの可能性

- 新たなセクターとして確立するための必要条件
  - 物件供給面：高い社会的需要に基づく流動化ニーズの継続的な高まり
  - 資金供給面：厳しいリスク評価に応じた収益性・成長性・安全性の確保
    - 収益性  
売買市場が未成熟でも、貸貸需要が高ければ相対的に高水準を確保しうる  
オペレーショナルアセットであれば更なる高水準も期待しうる
    - 成長性  
ROAとBPSの成長見通しを示す  
固定的な賃料体系であれば、特に継続的なプレミアム増資に対してコミットメント
    - 安全性  
スポンサーのサポート姿勢を強調（特にオペレーショナルアセット）

本スライドでは、次の成長セクターとして確立するための必要条件について概観します。

まず、物件供給面では、高い社会的需要を背景としてビジネスが好循環し、オリジネーターの流動化ニーズが継続的に高まる必要があります。

次に、資金供給面では、投資家から相対的に厳しいリスク評価を受けるため、相応の収益性・成長性・安全性の確保が必要になります。

収益性については、売買市場が未成熟な段階でも、社会的背景の下で貸貸需要が高まっていれば、相対的に高水準を確保しやすく、オペレーショナルアセットであれば、更なる高水準も期待できます。

成長性については、投資主価値の成長ドライバーのうち、ROAとBPSについて、成長の見通しを示すことが有効になります。固定的な賃料体系を持つ場合には、BPS成長が主たるDPS成長ドライバーとならざるを得ないため、継続的なプレミアム増資に対するコミットメントを示すことが、特に重要になります。

安全性については、スポンサーがサポート姿勢を明確化することが有効になります。収益安定性の面でハイリスクなオペレーショナルアセットでは、特に重要になります。



1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さま自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見直し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料のご提供方法は、当社からの直接提供のみです。提供されましたお客さま限りでご利用ください。この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
5. SMTRI J-REIT Indexは当社が独自に開発したJ-REITインデックスです。SMTRI J-REIT Indexは当社の知的財産であり、SMTRI J-REIT Indexの算出、数値の公表、利用などSMTRI J-REIT Indexに関する権利は当社が所有しております。「SMTRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。

<REIT投資顧問部>

業務統括者	上席主任研究員	堀 明希子	(第I章、第V章執筆)
分析者	上席主任研究員	中野 邦彦	(第III章執筆)
分析者	主任研究員	藤本 京子	(第II章執筆)
分析者	副主任研究員	小西 勝也	(第IV章執筆)
分析者	副主任研究員	高橋 寛行	(第VI章執筆)
分析者	研究員	小野寺 彩佳	(データ作成補助)

**株式会社三井住友トラスト基礎研究所**

〒105-8574 東京都港区芝3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル11階  
TEL:03-5427-3350(代)  
www.smtri.jp