

吉崎誠二の REIT NOW

本連載は、不動産エコノミストの吉崎誠二が J-REIT や私募 REIT など、証券化された不動産商品に関する、最近の話題、注目トレンドなどをお伝えするものです。

第 20 回「長期国債金利上昇と賃料動向からみる J-REIT 市場の見通し」

J-REIT 全体の動きを示す東証 REIT 指数は、11 月 20 日以降 2000 ポイントの万台を超えています。2000 ポイントを超えるのは 22 年夏ごろ以来、約 3 年ぶりとなります。J-REIT は、各物件の収益性が高まっている中で伸び悩んでいました。しかし、アメリカ国債の金利低下が顕著となっており、資金の移動が起こっていることが価格上昇の要因と思われます。このところの賃料上昇、売却価格の上昇から、分配金の動向も好調でしたので、投資口価格上昇傾向にありましたが、それが実現しつつある状況にあります。

先に述べた米国債などの外的要因を除けば、今後の J-REIT 市況はポジティブ要因とネガティブ要因が入り混じる展開となりそうです。それぞれ、いくつかの要因がありますが、ここでは最も影響がありそうな 2 点に絞って解説します。

（賃料の動向）

各 J-REIT 銘柄の IR 資料をみれば、多くの銘柄で「賃料増」との記載があります。また、物件を売却した銘柄では譲渡益が出ています。不動産価格高騰に伴い、賃料増、売却益も増えている状況が伺えます。その一方で、経費に該当する「支払利息」や「修繕費」などが増えています。差し引きすれば、増益となっている銘柄が多いようです。その中から、内部留保と分配金積み増しに振り分けているようで、予想分配金を超える金額を投資家に還元できているようです。

しかし、J-REIT では物件を売却するだけでは物件ポートフォリオは小さくなりますので、状況を見ながら物件を購入します。その物件の価格が高くなれば、収益性（利回り）の低い物件を買わざるを得なくなりますので、難しい判断となります。

セクター別に賃料動向を見れば、住宅賃料は東京都心をはじめ主要都市では、ワンルーム・コンパクト・ファミリータイプとも過去最高水準となっており、上昇幅も拡大傾向にあります。オフィス賃料は、空室率がジワジワと低下しており、賃料もジワジワと上昇傾向にあります。人手不足から採用強化の流れを受けて、企業はオフィス戦略に力を入れており、とくに J-REIT が保有するような A クラス以上のビルは好調のようです。

ホテルは好調なインバウンド需要・国内観光客増を受けて、稼働率、客単価とも高止まりが続いています。

このように、賃料の側面ではかなり明るい状況にあります。

（長期国債金利の動向と円安傾向）

その一方で、気になるのは長期国債金利の上昇です。11月20以降の長期国債金利は1.8%を超える水準が続いていますが、長期国債金利はリスクフリーレートとして収益物件における「ベース金利」と捉えることが一般的で、これに不動産投資のプレミアム金利を加算して期待利回りが算出されることを考えれば、収益還元法での不動産価格にはネガティブ要因となります。

11月25日時点のJ-REIT全銘柄の平均利回りは4.3%台となっていますが、これと長期国債金利のスプレッドは $4.3 - 1.8 = 2.5$ となり、だんだんと縮まっており、投資の旨味が減少傾向にあります。昨今の金融政策をみれば（この状況が続けば）今後、長期国債金利は上昇すると予想されており、上記2つともによりネガティブ要因となる可能性があります。

また、円安傾向が進んでいます。一時1ドル=158円のタイミングもありましたが、11月26日時点では155円台となっています。外国人投資家、海外の機関投資家にとっては、買い時感があるものと思われ、こちらはポジティブ要因となるでしょう。

（住宅賃料はこの先伸びるのか）

賃料で気になるセクターは賃貸住宅です。賃料に遅行性と粘着性という性質がありますが、それが、色濃く出るのが住宅賃料です。賃貸住宅賃料は22年頃から上昇傾向にあり、特に24年以降は大きく伸びました。

住宅賃料は、普通賃貸借契約の場合、双方合意が必要ですから、オーナーサイドの存では決めにくなっています。入居者サイドに立てば、実質賃金（名目賃金÷インフレ率）は増えておらず（25年の1月～9月分の実質賃金はマイナス）、賃料上昇は生活が苦しくなる傾向となっています。東京都が11月に公表した24年度の住宅賃料に関する相談件数は、23年度比で2倍以上となっており、この状況を裏付けデータとなっています。オーナーサイドに立てば、不動産価格の上昇、還元利回りの上昇可能性を鑑みれば、賃料上昇を望みたいところですが、それにも限界があり、このまま実質賃金の低下が続けば、調整局面を迎える可能性が出てきました。

住宅系のJ-REIT銘柄は5本ありますが、賃貸住宅投資の裾野は広く、個人投資家も多く賃貸住宅を保有し、運用していますので、投資家の皆様は注視が必要でしょう。