

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2023年1月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2022年12月の東証REIT指数は、前月末比-3.86%の1,894.06ポイントで引けました。日銀による金融緩和策の修正により、長期金利が大幅に上昇したことを嫌気し、政策修正が発表された2022年12月20日には5%を超える大幅下落となりました。その後は下げすぎた反動から自律反発狙いの買いが入ったものの、東証REIT指数は1,900ポイントを割り込んで取引を終えました【図表1、2】。2022年12月のセクター別騰落率は、オフィスが前月末比-5.03%、住宅が同-2.98%、商業・物流等が同-2.95%となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.8兆円と前月末から5,944億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は450億円と、前年同月を9.4%下回りました【図表7】。

【予想配当利回り等】

- J-REITの予想配当利回り(配当額/投資口価格)(上場全銘柄、以下同様)は3.91%、10年国債金利は0.42%、イールド・スプレッド(J-REIT予想配当利回り-10年国債金利)は3.49%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.52%から縮小しました【図表4、5】。

【主なトピックス】(各種情報をもとに作成)

- ・ 12月13日: 2022年11月の米国消費者物価指数(CPI)が前年同月比7.1%上昇、伸び率が5カ月連続で鈍化した。エネルギー価格などにインフレが落ち着く兆しが出始めている。
- ・ 14日: FOMC(米連邦公開市場委員会)は2022年12月会合で、0.50%の利上げを決定し、政策金利を4.25~4.50%へ引き上げる。2022年6月会合から続いていた利上げ幅(0.75%)を縮小した。
- ・ 20日: 日銀が2022年12月の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の修正を決定。長短金利操作の運用で、長期金利(0%)の変動許容幅を従来の±0.25%程度から±0.50%程度に拡大。
- ・ 21日: 2022年11月訪日外国人旅行者数が93万4,500人(推計)となりコロナ前の2019年11月比で4割程度の水準まで回復。2022年10月との比較では約1.9倍となった。

(2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- 訪日外国人旅行者数の増加によってインバウンド消費(訪日外国人旅行消費額)が順調に増加していることは、プラス材料であるものの、日銀による金融緩和策の修正により、長期金利は当面落ち着き所を探り上下に振れやすい展開が想定されるため、1月のJ-REIT(東証REIT指数)は神経質な展開が続くことが予想されます。
- 日本政府観光局が発表した2022年11月の訪日外国人旅行者数は93万4,500人(推計)となり、2022年10月の約1.9倍となっています。国内百貨店大手5社の11月の売上高が前年同月を上回り、免税売上高が回復基調にあるなど、インバウンド消費が国内経済の下支え要因になりつつあると思われます。全国のホテル稼働率は上昇傾向となっており、前年同月を上回る水準にあります。「ゼロコロナ政策」の解除に舵を切った中国政府は1月8日からビザ申請手続きを再開するなど、中国人の海外旅行を解禁しており、「コロナ前」に訪日外国人旅行者の約3割を占めていた中国人旅行者の来日への期待が高まると思われます。インバウンド消費の増加などによる国内経済の活性化はJ-REITの支援材料になると思われます。
- 一方、日銀は2022年12月19~20日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策の修正を決定しました。長短金利操作の運用で、長期金利(0%)の変動許容幅を±0.25%程度から±0.50%程度に拡大しました。任期満了を数カ月後に控える黒田日銀総裁は賃金上昇をとまなう物価安定の維持が目標であるとし、在任中は現行の政策が維持されるとの見方が大勢を占めていたことから、政策修正は市場にとって大きなサプライズとなりました。黒田日銀総裁は会見で、今回の政策修正は市場機能を改善するための措置であるとし、利上げではない旨を強調しました。しかし声明文公表直後に、長期金利が一時0.46%まで上昇、為替(ドル/円)も4円上昇し、133円台前半まで円高が進行しました。市場参加者の一部が実質的な利上げとも捉える今回の金融政策の修正に、長期金利は落ち着き所を探り上下に振れやすい展開が続いています。国内金利は変動の大きい相場展開が続いているため、J-REIT(東証REIT指数)も当面神経質な展開が続くことが想定されます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

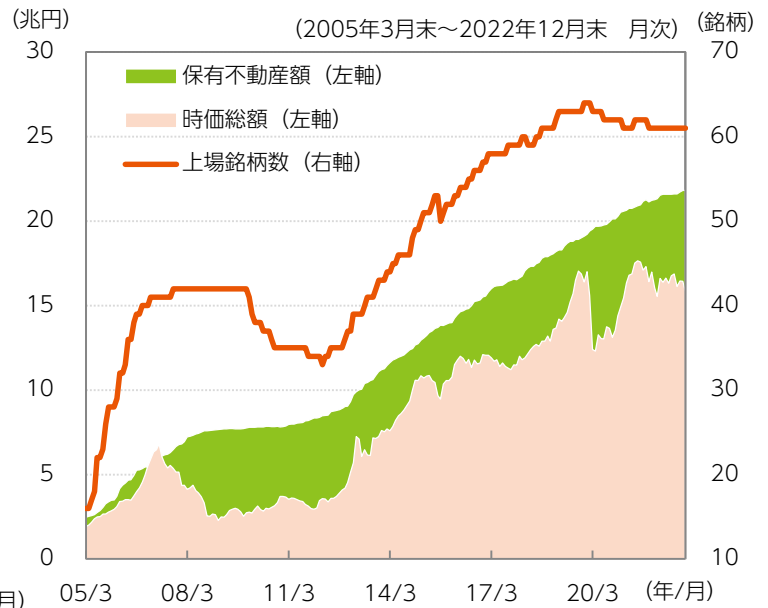
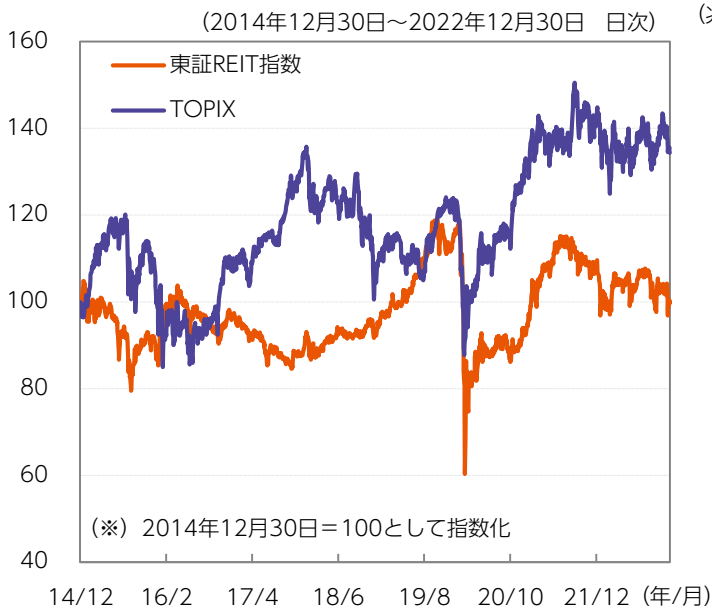
(2022年12月30日時点)

(%)

		2022年		(参考)
		当月	年初来	2021年
配当除き	東証REIT指数	-3.86	-8.34	15.83
	TOPIX	-4.73	-5.05	10.40
	差	0.87	-3.29	5.43
配当込み	東証REIT指数	-3.54	-4.78	19.98
	TOPIX	-4.57	-2.45	12.74
	差	1.03	-2.33	7.24

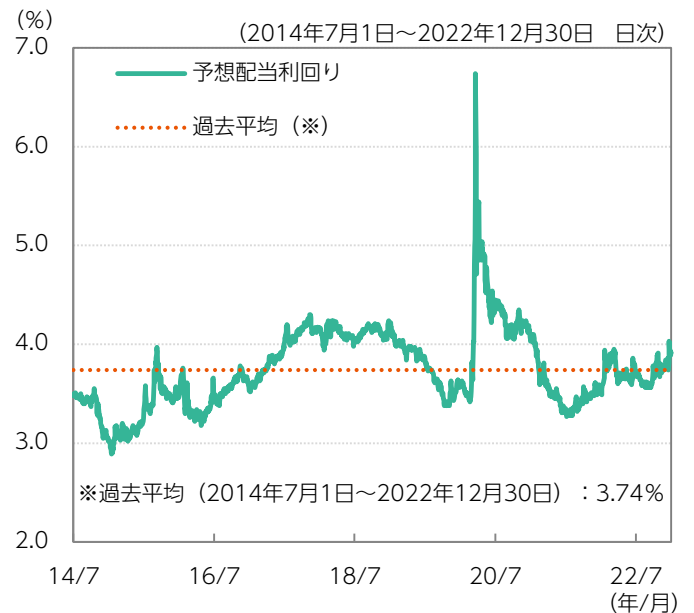
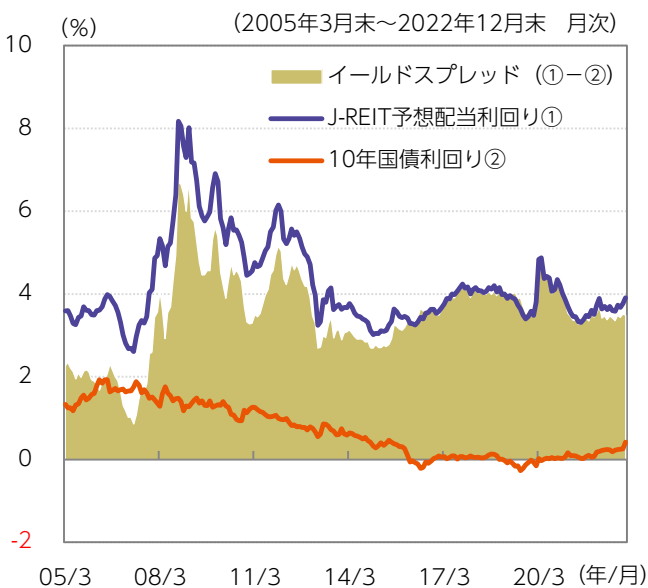
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



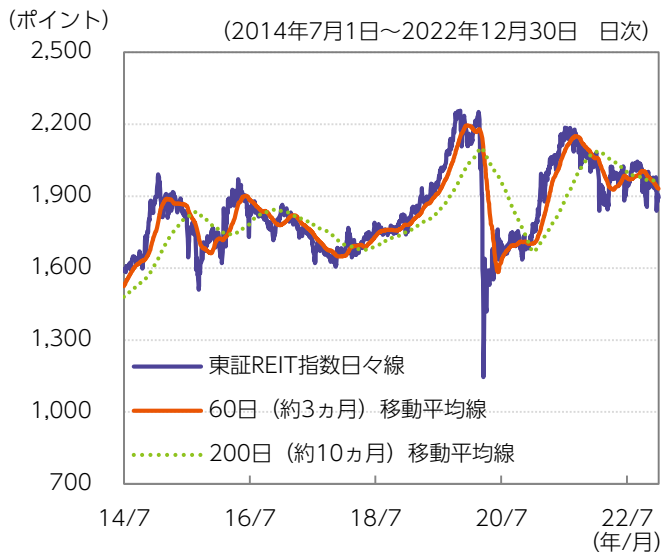
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

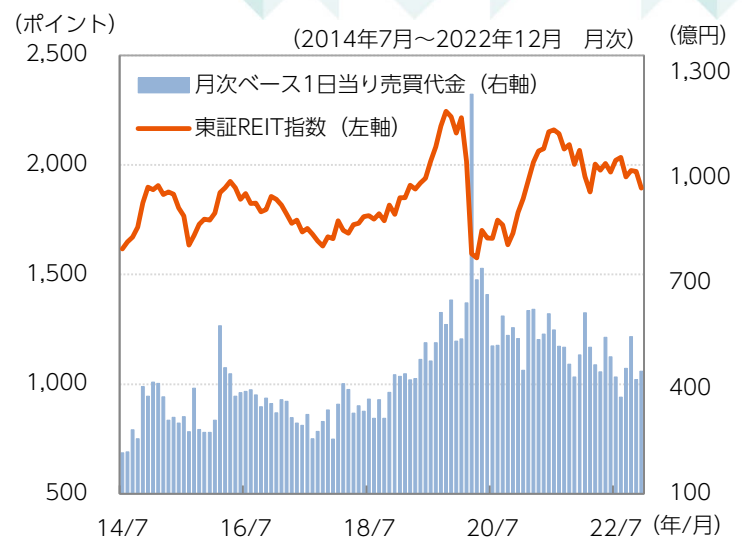


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表6】 東証REIT指数と移動平均線の推移



【図表7】 東証REIT指数と売買代金の推移



出所) 図表6～7はブルームバーグデータ、東証データをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表8】 主要主体別売買動向

(単位: 億円)

	生保・損保	銀行	投資信託	事業法人	個人	外国人	銀行 (除く日銀)
2018年	-163	-1,267	-1,334	-645	-3,009	3,057	-1,831
2019年	952	-473	811	-519	-3,379	691	-1,001
2020年	40	-23	530	-211	-1,211	410	-1,170
2021年	176	-686	-1,726	-60	-2,158	2,606	-746
2022年	8	-884	805	-0	-728	957	-877

※2022年は判明月まで反映

2021年1月	-6	186	-72	4	-122	-302	159
2021年2月	26	56	-121	56	-183	371	32
2021年3月	4	-230	-102	5	-254	810	-239
2021年4月	24	20	-396	-9	-90	221	20
2021年5月	-53	1	-181	9	-236	379	1
2021年6月	-58	46	-286	-9	-288	598	46
2021年7月	50	10	-266	14	-212	314	10
2021年8月	-154	-222	-142	-50	-235	197	-222
2021年9月	127	-174	-421	-49	-74	141	-174
2021年10月	71	-95	231	-4	-132	-337	-95
2021年11月	14	-33	-140	-15	-153	139	-33
2021年12月	132	-252	170	-12	-178	74	-252
2022年1月	42	-230	-316	-51	-74	178	-230
2022年2月	22	-4	3	43	-52	132	-28
2022年3月	-246	-100	-143	42	-211	639	-100
2022年4月	-20	-167	-11	-1	-13	182	-167
2022年5月	53	-170	222	-1	-51	-211	-170
2022年6月	44	30	278	-162	47	-29	42
2022年7月	17	-17	287	78	-96	331	2
2022年8月	74	131	298	34	-80	-14	131
2022年9月	-7	71	-318	32	-31	50	71
2022年10月	21	-329	184	-15	-109	-258	-329
2022年11月	8	-99	320	0	-58	-42	-99

出所) 東証データをもとにニッセイアセットマネジメント作成 (※) 主体の左から2番目の銀行は日銀を含む数値

(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

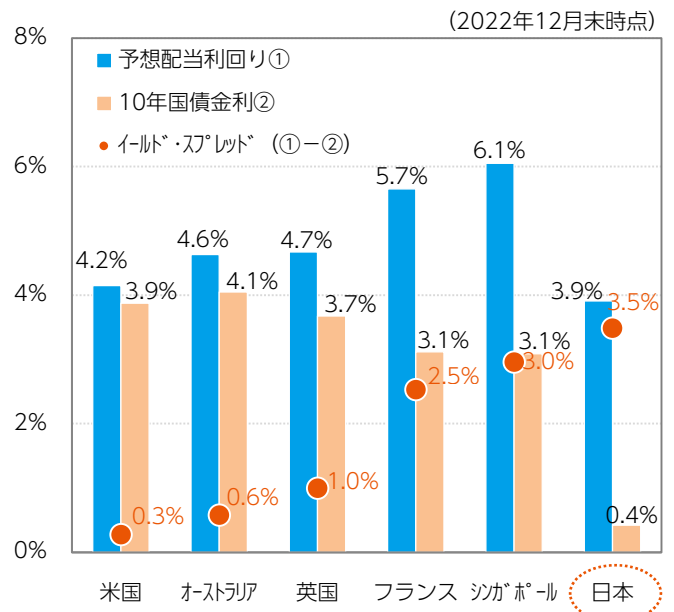
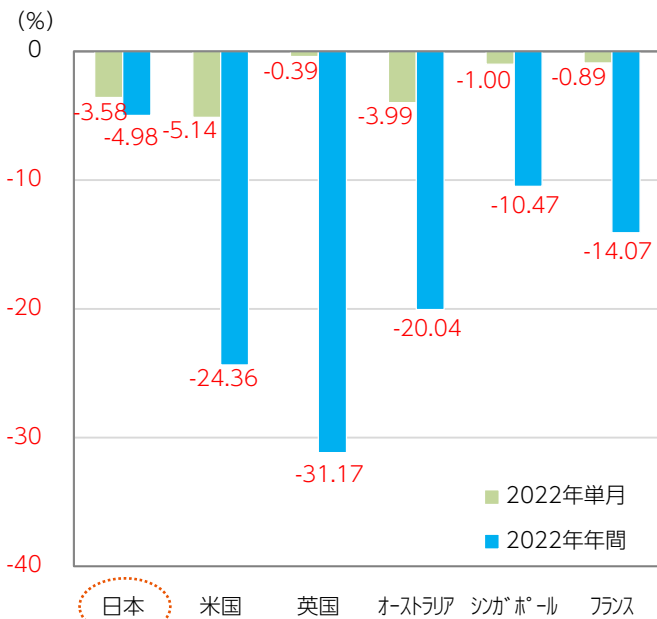
- 日銀は2022年12月の買入れを見送りました。買入れの見送りは6カ月連続となります。ETF（上場投資信託）については701億円の買入れがありました。
- 日銀は2021年3月の金融政策点検で、J-REITやETFの買入れについて、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行う方針に変更しています。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2022年12月の主要6カ国のREIT指数（S&P各国REIT指数、配当込み、現地通貨ベース）は、すべての国で下落となりました。日銀の金融緩和策修正により長期金利が上昇した日本が3%を超える下落となり、米国やオーストラリアでも下落幅が大きくなりました。
- 2022年12月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国中で最大となっています。
- 2022年12月末の東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は、東証REIT指数の算出が開始された2003年3月末以降で見ると、高水準となっています。足元のJ-REITはTOPIXに対し、出遅れ感が継続していると考えています。

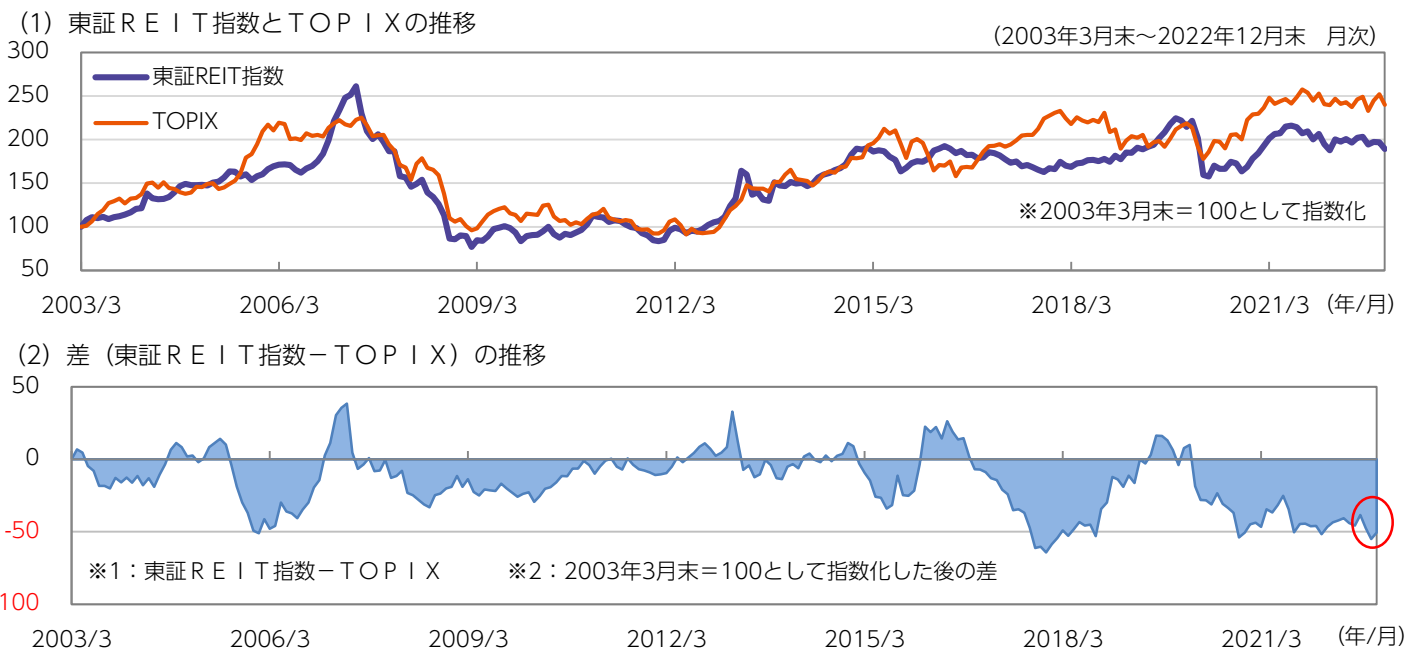
【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
 出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

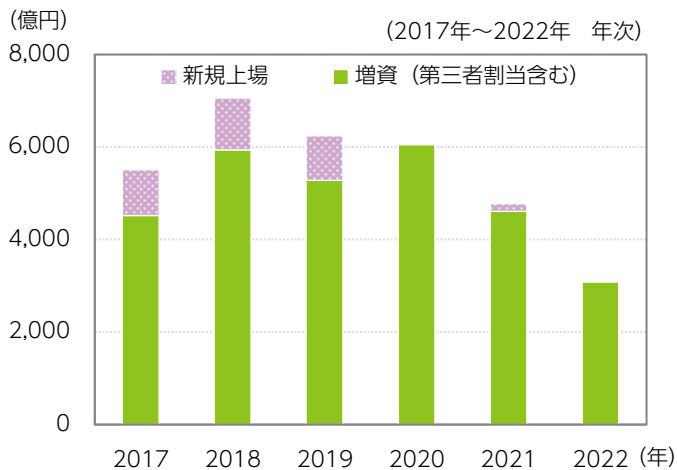


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

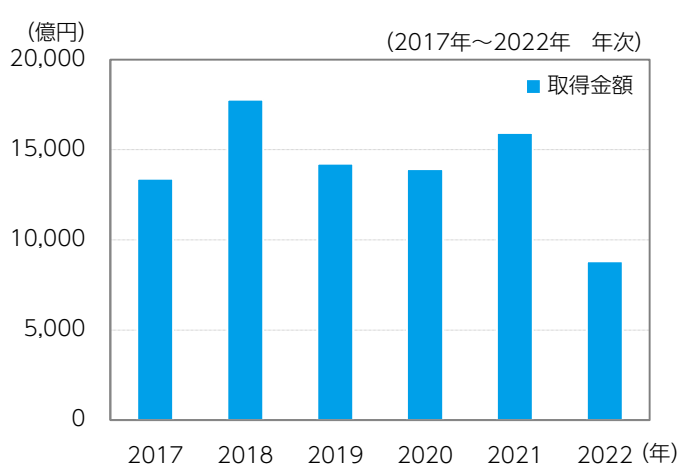
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 2022年12月は1件の公募増資がありました。資金調達額は256億円と、前年同月を216%上回りました。新規上場はありませんでした。
- 2022年12月の物件取得額（受渡しベース）は1,011億円と、前年同月を51%下回りました。用途別では、オフィスが63%、物流施設が24%、商業施設が5%等となっています。2022年1～12月累計では8,820億円と、前年同期を45%下回っています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



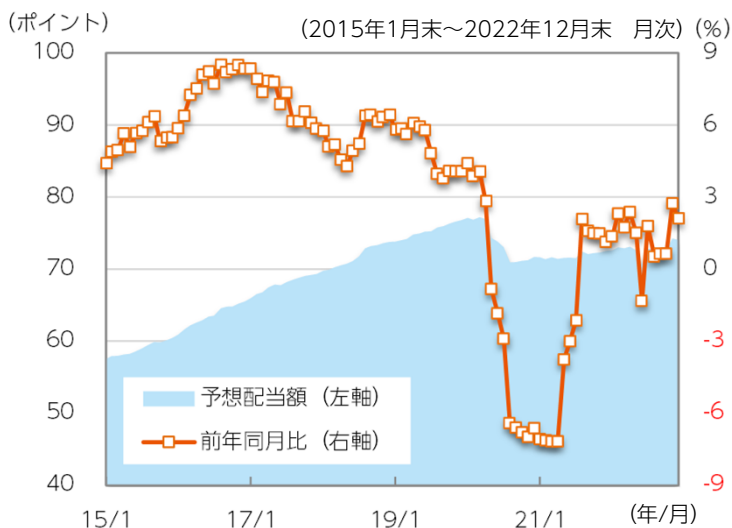
新規上場は上場月、増資は発表月ベース

出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

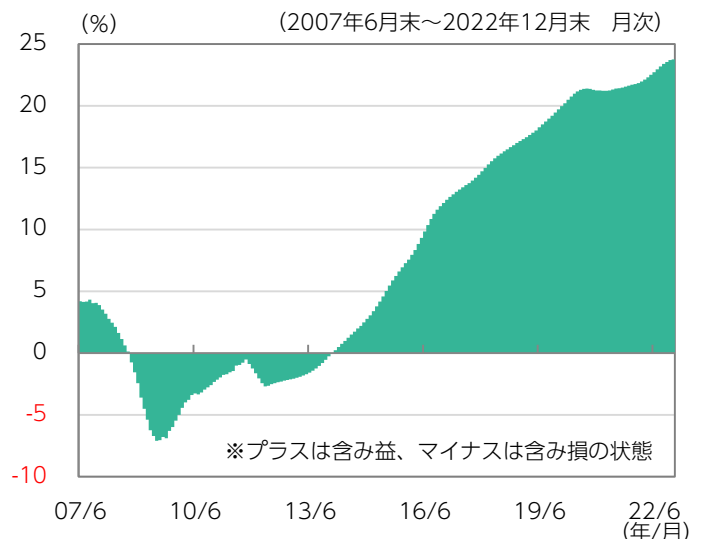
- 2022年12月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比2.1%増となりました。
- 2022年12月末（9月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は23.8%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆8,450億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来、最大となった前月から減少しました。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています。

【図表14】 J-REITの予想配当額推移



(※) 配当額＝東証REIT指数×配当利回り÷100
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移

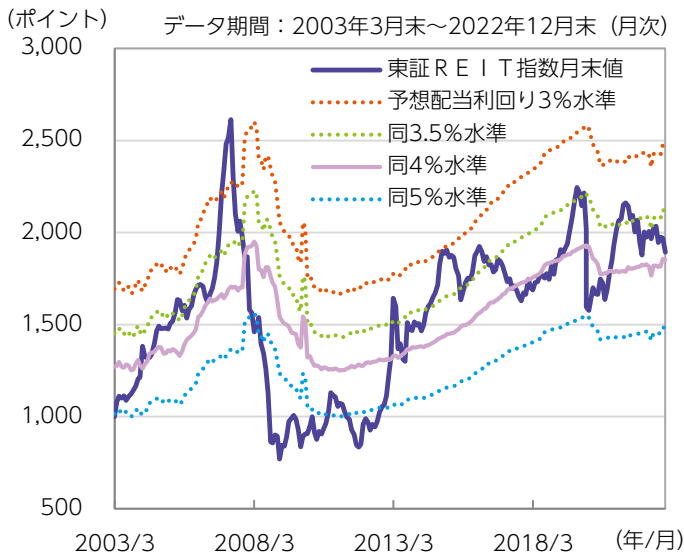


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

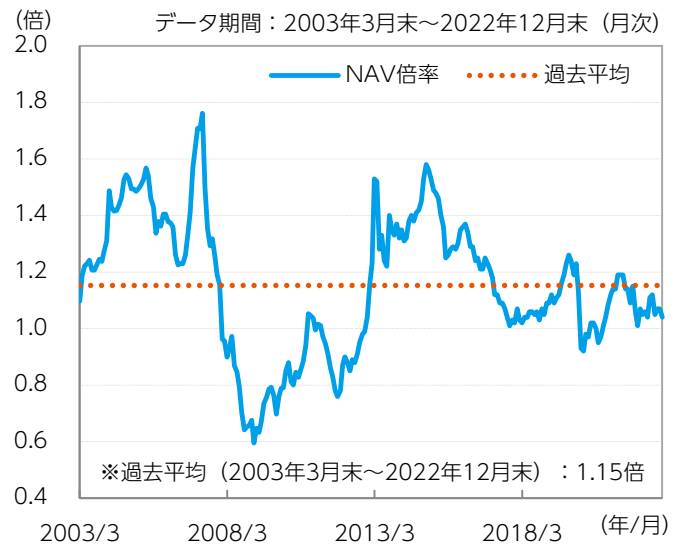
- 2022年12月末の東証REIT指数は1,894.06ポイントと、予想配当利回り3.5%水準である2,116ポイントを下回りました。14ヵ月連続で3.5%水準を下回りました。
- 2022年12月末のNAV倍率は1.04倍と前月末の1.07倍から低下しました。過去平均（2003年3月末～2022年12月末）の1.15倍を16ヵ月連続で下回りました。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



出所) ブルームバーグ、不動産証券化協会データ
をもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表17】 J-REITのNAV倍率推移

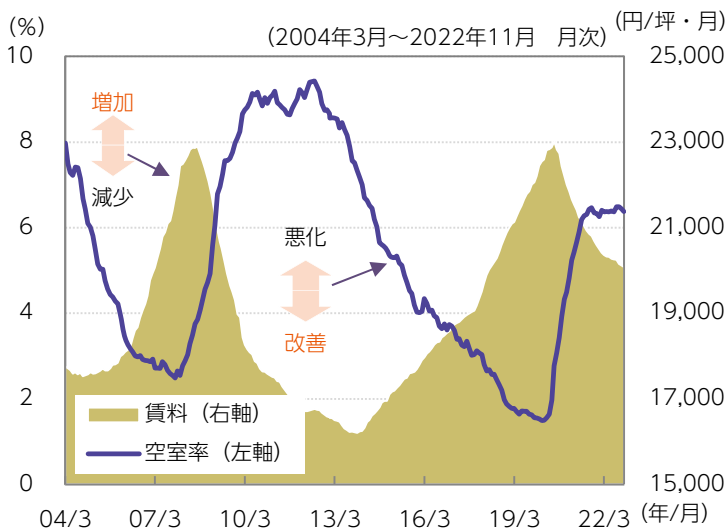


※NAV倍率=投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

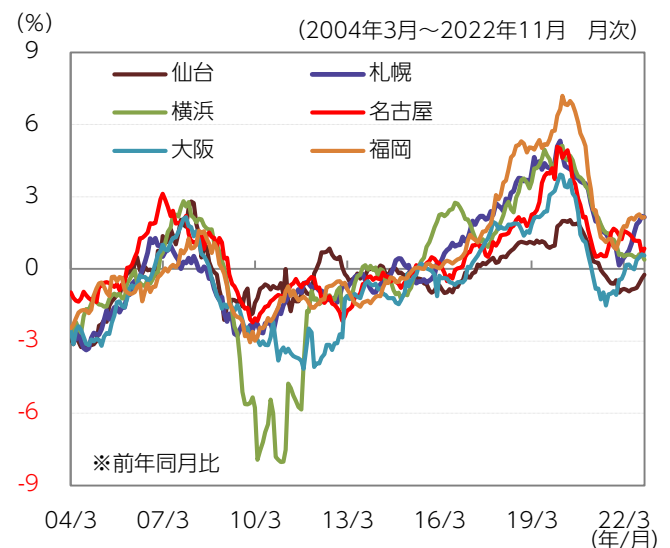
- 2022年11月の都心5区のオフィス空室率は6.38%と前月比で低下となりました。2022年11月の坪当たり月額賃料は20,081円と前年同月比2.92%減少しました。減少幅は2021年7月の8.56%をピークに縮小傾向となっています。
- 2022年11月のオフィス賃料の主要地方都市別では、仙台が前年同月比0.25%減と18ヵ月連続で減少しました。福岡は同2.16%増と前月の同2.12%増から伸び率は拡大しています。

【図表18】 都心5区オフィス空室率と賃料推移



(※) 都心5区：千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区
出所) 三鬼商事のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表19】 主要地方都市オフィス賃料推移



出所) 三鬼商事のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>