

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2023年2月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 1月の東証REIT指数は、前月末比-3.55%の1,826.84ポイントで引けました。日銀による昨年12月の長期金利の変動許容幅拡大に続き、1月の金融政策決定会合においても金融緩和策が修正されるとの観測が燦り、月初から軟調に推移しました。その後、金融政策の現状維持が決定されると一旦買い戻す動きがみられたものの、長期金利が再び上昇余地を探る展開となると売りに押され、東証REIT指数は1,830ポイントを割り込んで取引を終えました【図表1、2】。1月のセクター別騰落率は、商業・物流等が同-2.59%、オフィスが前月末比-4.32%、住宅が同-4.54%となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.3兆円と前月末から5,617億円減少しました【図表3】。1日当たり売買代金は414億円と、前年同月を32.8%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4.09%、10年国債金利は0.50%、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3.59%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.49%から拡大しました【図表4、5】。

【主なトピックス】(各種情報をもとに作成)

- 1月18日：日銀は金融政策決定会合で金融緩和策の現状維持を決定。2022年12月に拡大された長期金利の変動許容幅は±0.5%程度のまま維持された。
- 18日：2022年12月の訪日外国人旅行者数は前月の約1.5倍の137万人(推計)となり、コロナ感染拡大前の2020年2月以来の100万人突破。
- 20日：2022年12月のCPI(消費者物価指数)は、変動の大きい生鮮食品を除く総合指数が1981年12月以来、41年ぶりの上昇率となる前年同月比+4.0%となる。
- 26日：2022年の首都圏新築マンションの平均価格が6,288万円となり、2年連続で過去最高を更新。

(2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- 百貨店売上高が回復基調にあるなど訪日外国人旅行者数の増加によるインバウンド消費(訪日外国人旅行消費額)期待は、引き続きプラス材料であるものの、金融緩和策の修正観測は引き続き燦っており、長期金利は上昇余地を探るような展開が続くと想定されることなどから、2月のJ-REIT(東証REIT指数)は上値の重い展開が続くと予想されます。
- 2022年全国百貨店売上高が前年比+13.1%となり、売上高はコロナ前2019年の9割程度まで回復したことが24日、日本百貨店協会から発表されました。昨年10月11日以降、水際対策が大幅に緩和され、入国者数の上限などが撤廃されたことが訪日外国人旅行者数を押し上げ、消費を拡大させたと思われます。昨年12月の訪日外国人旅行者数は、前月の約1.5倍、約3年ぶりに100万人を回復しており、今後もインバウンド消費への期待が高まると思われます。昨年末から続くインバウンド消費増加への期待による国内経済の活性化は引き続きJ-REITの支援材料になると思われます。
- 市場では1月17~18日の金融政策決定会合で、長期金利の変動許容幅の更なる拡大や、金融政策の一つであるイールドカーブコントロール撤廃との見方もあったものの、日銀は金融政策の現状維持を決定しました。異次元緩和策で生じた市場の歪み解消を目的とした共通担保資金供給オペが拡充されたことや金融政策の現状維持により市場に安心感が広がり、会合終了後長期金利は低下しました。しかし金融緩和策の修正観測が引き続き燦っており、足元の長期金利は上昇余地を探る展開が続いています。また、交代が明言された日銀総裁(4月任期満了)の人事に絡む次期総裁の金融政策の方向性への不透明感も漂っています。加えて2023年は東京都内各所の再開発により大量の物件が供給され、テレワークの推進などにより需要が減少しているオフィスの供給が過剰となることが懸念されています(2023年問題)。J-REIT全体の保有不動産の約4割を占めるオフィスの供給過剰懸念はマイナス材料と思われます。金融緩和策の修正観測が燦り、長期金利が上昇余地を探る展開が当面続くとされることに加え、2023年問題がJ-REIT市場にとって重荷となるとされます。J-REIT(東証REIT指数)は当面上値の重い展開が続くと想定されます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

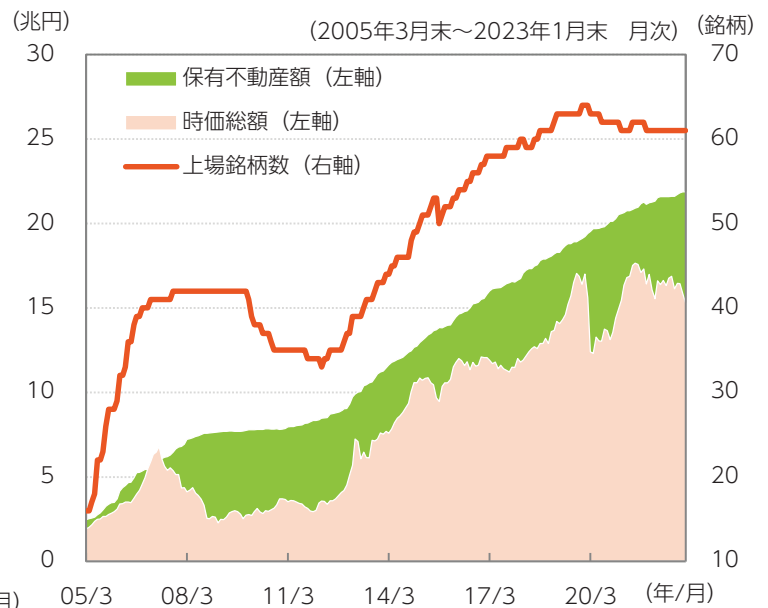
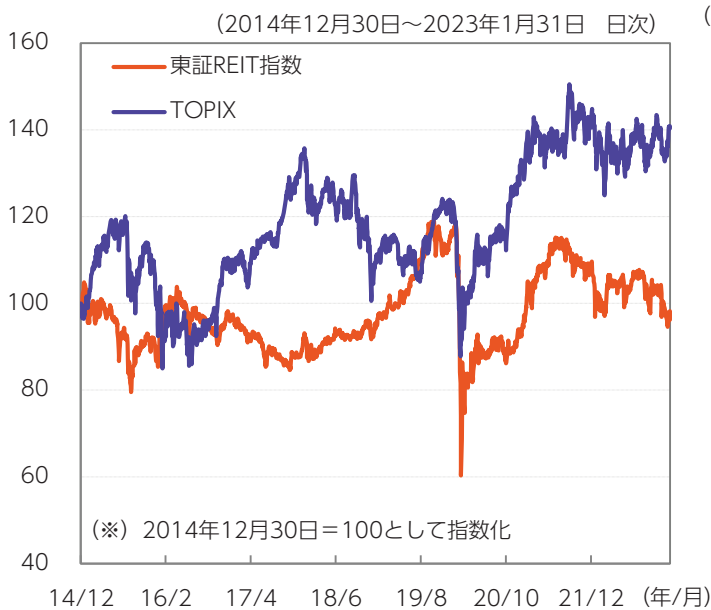
(2023年1月31日時点)

(%)

		2023年		(参考)
		当月	年初来	2022年
配当除き	東証REIT指数	-3.55	-3.55	-8.34
	TOPIX	4.42	4.42	-5.05
	差	-7.97	-7.97	-3.29
配当込み	東証REIT指数	-3.20	-3.20	-4.78
	TOPIX	4.42	4.42	-2.45
	差	-7.62	-7.62	-2.33

【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



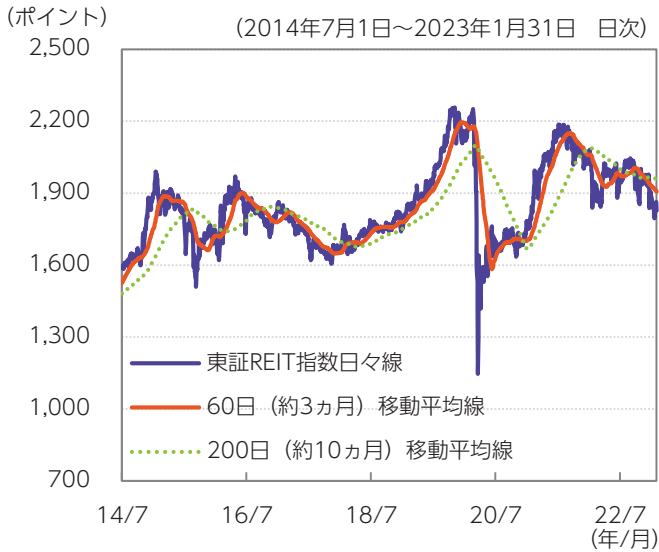
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

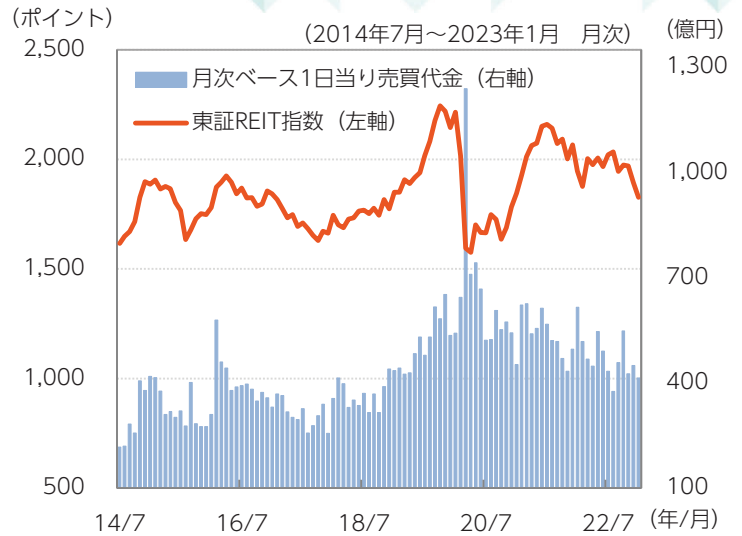


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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)
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	7	-903	757	-4	-774	693	-896

※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
2022年12月	-2	-19	-48	-4	-47	-265	-19

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

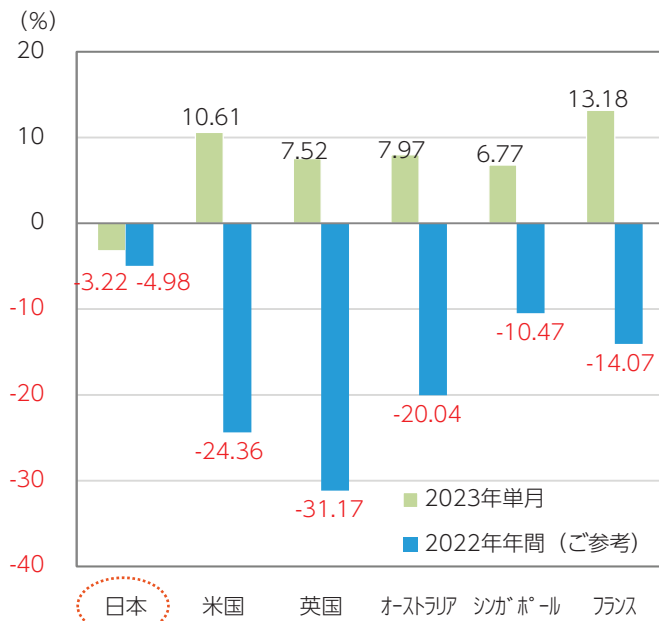
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は1月の買入れを見送りました。買入れの見送りは7カ月連続となります。ETF（上場投資信託）についても買入れはありませんでした。
- 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。

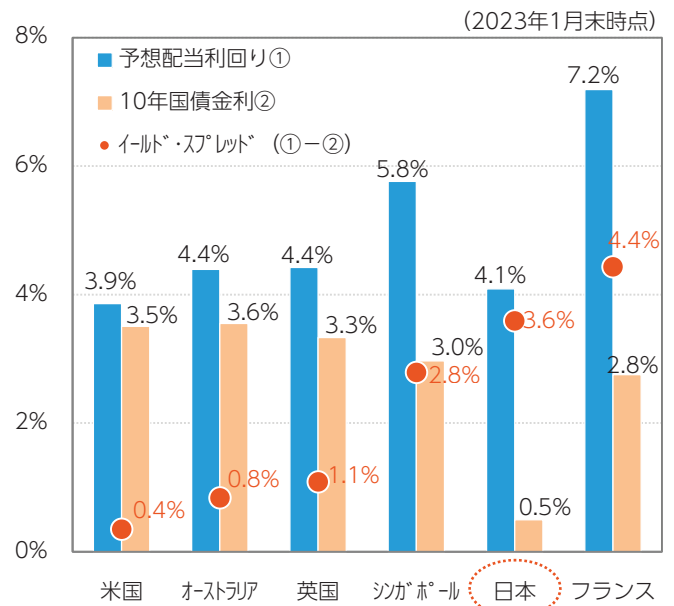
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 1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、日本を除くすべての国で上昇となりました。日銀による金融緩和策の更なる修正への警戒感が燃っており、長期金利が上昇余地を探る動きがある中、日本は3%を超える下落となりました。
- 1月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国中で2番目の大きさとなっています。
- 1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、最高水準となっています。足元のJ-REITはTOPIXに対し、出遅れ感の強い状態にあると考えています。

【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

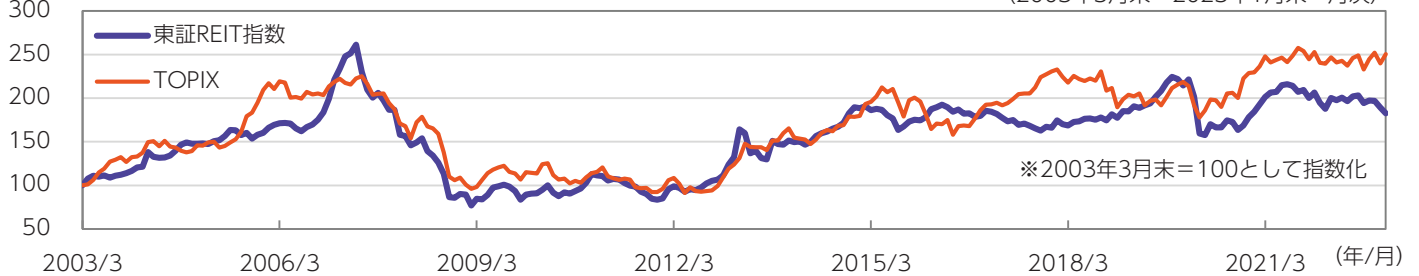


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

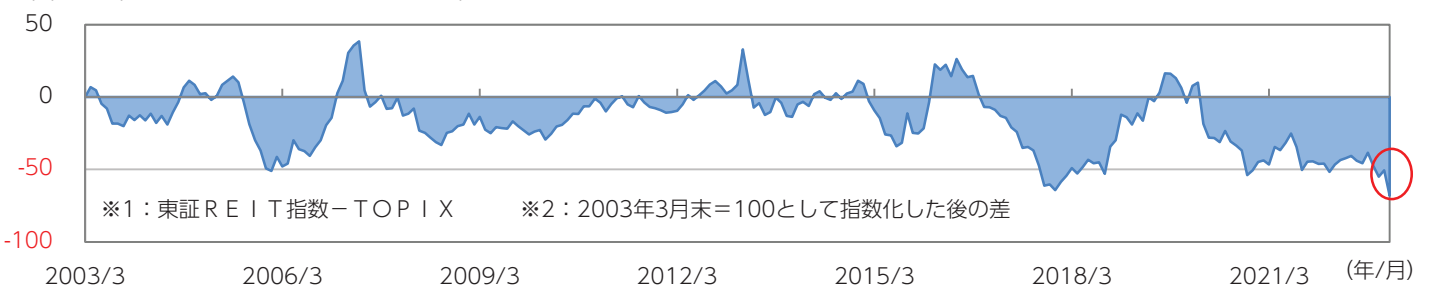
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2023年1月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

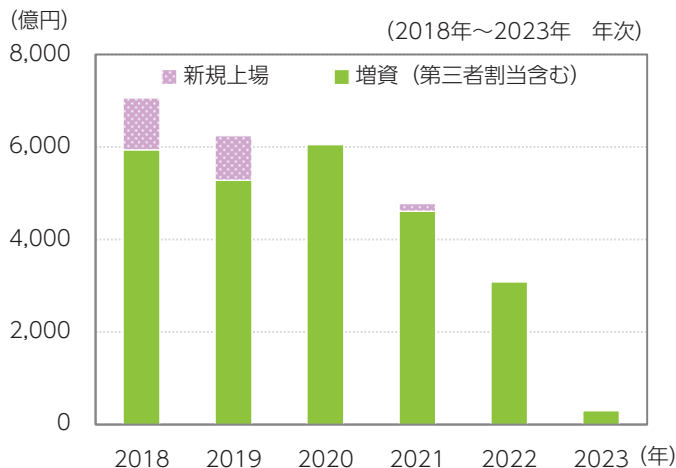


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

- 1月は4件の公募増資がありました。資金調達額は302億円で、前年同月を64%下回りました。新規上場はありませんでした。
- 1月の物件取得額（受渡しベース）は748億円で、前年同月を44%上回りました。用途別では、オフィスが25%、商業施設が20%、物流施設が18%等となっています。

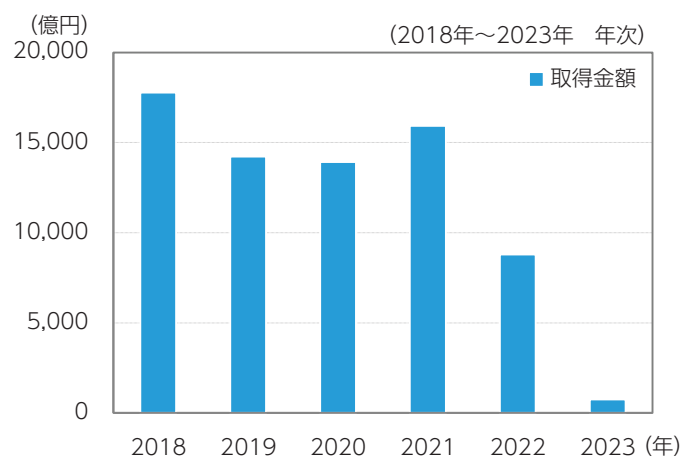
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は1月末時点

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

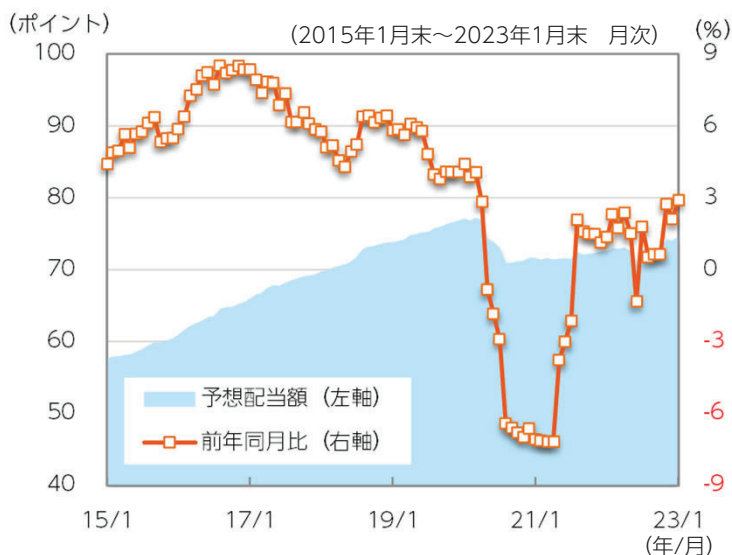
【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

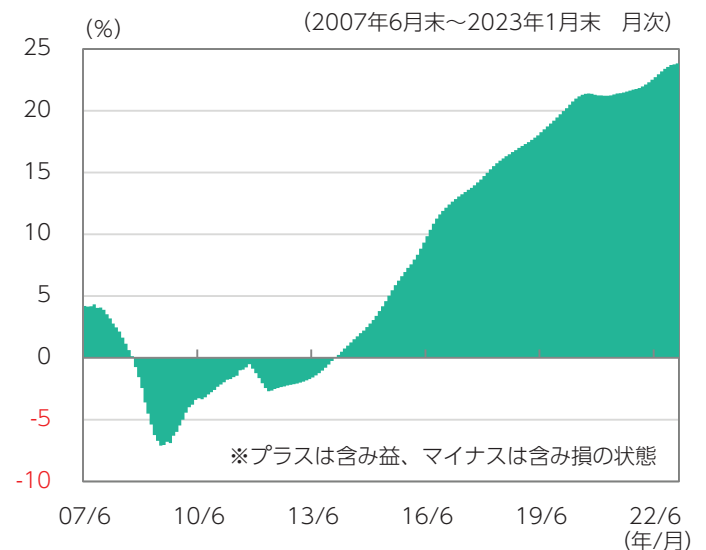
- 1月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比2.9%増となりました。
- 1月末（2022年10月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は23.8%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆8,926億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています。

【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) プ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

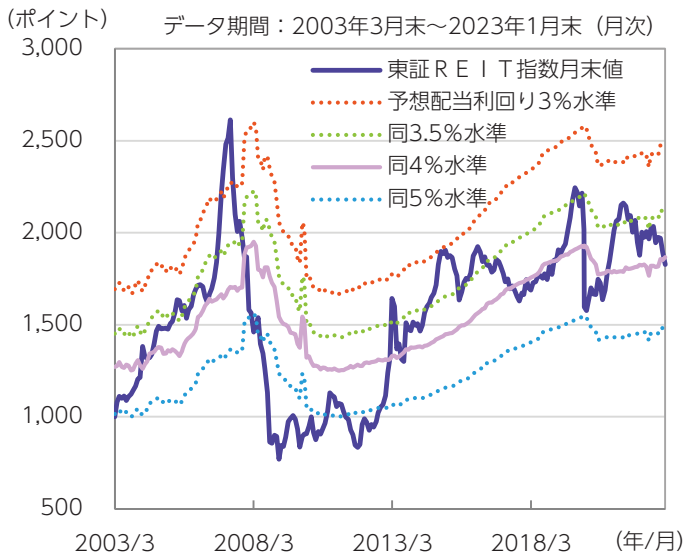


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

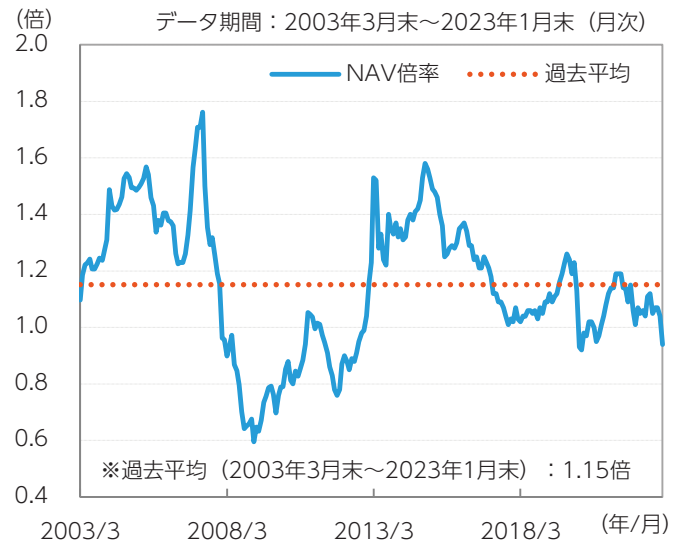
- 1月末の東証REIT指数は1,826.84ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,868ポイントを下回りました。2020年12月以来、約2年ぶりに4.0%水準を下回りました。
- 1月末のNAV倍率は0.94倍と前月末の1.04倍から低下しました。過去平均（2003年3月末～2023年1月末）の1.15倍を17ヵ月連続で下回りました。

【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

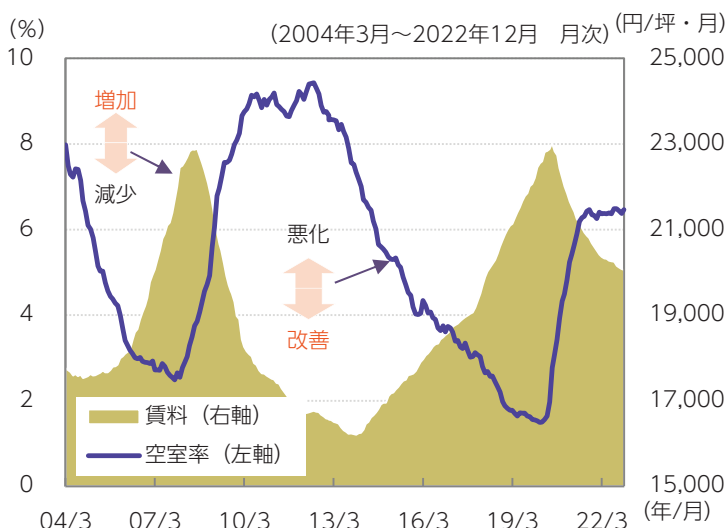


※NAV倍率=投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

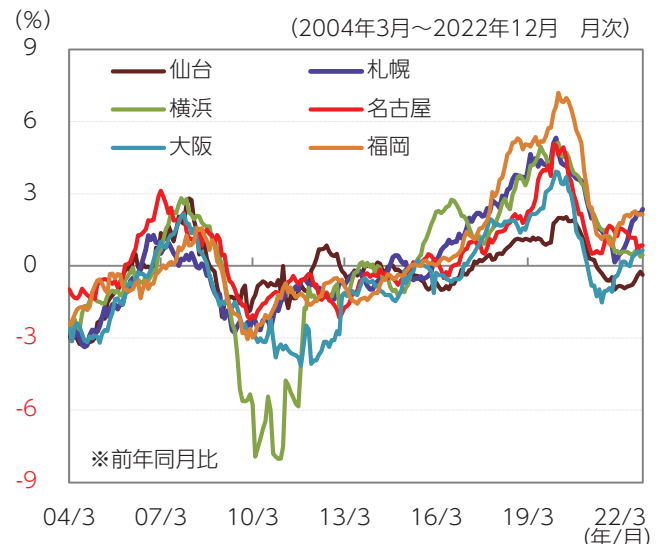
- 2022年12月の都心5区のオフィス空室率は6.47%と前月比で上昇となりました。2022年12月の坪当たり月額賃料は20,059円と前年同月比2.61%減少しました。減少幅は2021年7月の8.56%をピークに縮小傾向となっています。
- 2022年12月のオフィス賃料の主要地方都市別では、仙台が前年同月比0.38%減と19ヵ月連続で減少しました。札幌は同2.35%増と前月の同2.15%増から伸び率は拡大しています。

【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いませんので、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/>