

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2023年11月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 10月の東証REIT指数は、前月末比-2.34%の1,816.11ポイントで引けました。中東情勢の先行き不透明感などから原油価格が上昇しインフレの再加速懸念が広がったことや、米国長期金利が高止まりしていることに加え、日銀が金融政策決定会合で長短金利操作の運営をより柔軟に行うことを決定し日本の長期金利も約10年ぶりの水準にまで上昇したことなどから、売りに押される展開となりました。【図表1】。
- 10月のセクター別騰落率は、住宅が前月末比-3.46%、オフィスが同-2.16%、商業・物流等が同-2.17%となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.5兆円と前月末から3,062億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は281億円と、前年同月を48.8%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）（時価総額加重平均、以下同様）は4.30%、10年国債金利は0.95%、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3.35%となりました【図表4、5】。

【主なトピックス】（各種情報をもとに作成）

- 10月1日：適切な納税を実現すること等を目的としたインボイス制度（適格請求書等保存方式）が始動。
- 6日：米労働省が発表した9月の雇用統計によると、非農業部門の就業者数は前月から33万6000人増加し、市場予想（約17万人）を上回った。失業率は8月から横ばいの3.8%となった。
- 10日：国際通貨基金（IMF）が四半期に1度の経済見通しを発表。2024年の世界の実質経済成長率は+2.9%と、7月の予測から0.1ポイント下方修正された。
- 20日：総務省が発表した9月の消費者物価指数は、変動の大きい生鮮食品を除く総合指数が前年同月比2.8%上昇。13カ月振りに上昇率が3%を下回った。
- 31日：日銀が金融政策決定会合において、長短金利操作の運営をより柔軟に行うことを決定。

(2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し

- インバウンド（訪日外国人）消費の活性化による小売企業の業績拡大やホテル需要の拡大といった下支え要因がある一方、日銀が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール：YCC）の再修正を決定したことや、米国長期金利が高い水準にとどまっていることなどから、11月のJ-REIT市場（東証REIT指数）は上値の重い展開が続くと予想されます。
- 日本百貨店協会が発表した9月の全国百貨店売上高概況のうち顧客別の売上高は、インバウンドが前月比+255.6%の326億円と、新型コロナウイルス感染拡大後の2020年2月以降、最高額を更新しました。また、観光庁が発表した宿泊旅行統計調査によると、2023年8月の延べ宿泊者数（全体）は6,102万人と、前年同月比+30.2%となりました。中国人宿泊者数の回復は遅れている一方、円安が追い風となり、今後も外国人宿泊者数は回復基調を継続することが期待されます。
- 日銀は2023年10月30日~31日の金融政策決定会合で、現行の金融緩和政策の維持を決定しました。なお、長短金利操作の運営をより柔軟に行うため、10年国債を買い入れる連続指値オペ（公開市場操作）については、金利の実勢等を踏まえて機動的な運用へと見直し、長期金利（10年国債利回り）が事実上の上限であった+1.0%を一定程度超えることを容認しました。マイナス金利政策を維持したことから金利の上昇余地は限られているとの見方もありますが、J-REITは引き続き長期金利の動向に左右される展開が続くと思われます。
- 2023年10月31日~11月1日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、2会合連続で政策金利の据え置きが決定されました。パウエルFRB議長は利上げ判断について「経済データを総合的にみて政策を決めていく」等と発言し、追加利上げの可能性も示唆しました。長期金利が高止まりしていることはJ-REITにとってマイナス要因となりますが、パウエルFRB議長は「金融引き締めが経済活動の重しとなる可能性がある」とも述べており、利上げは最終局面に入りつつあると見られます。金融引き締めの終わりが見えてくると長期金利の低下が促され、J-REITは回復が見込まれるものと予想します。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

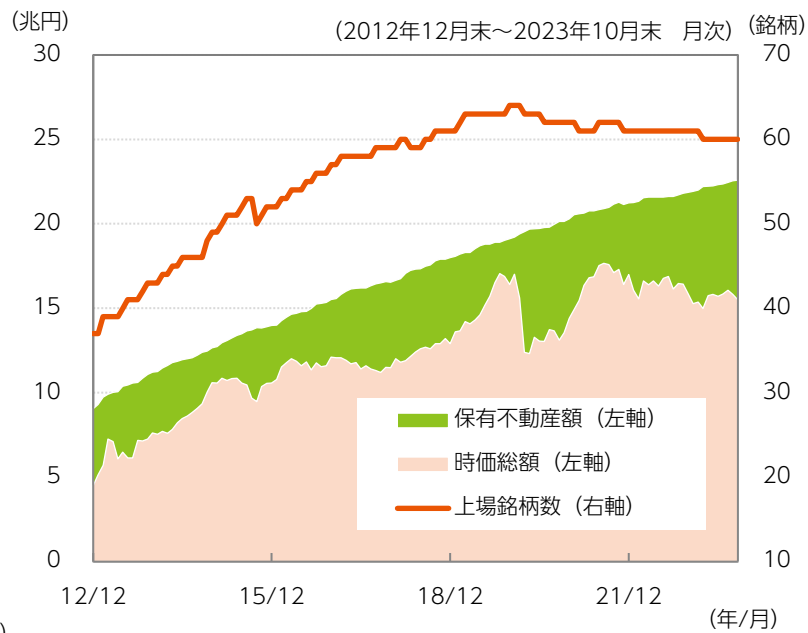
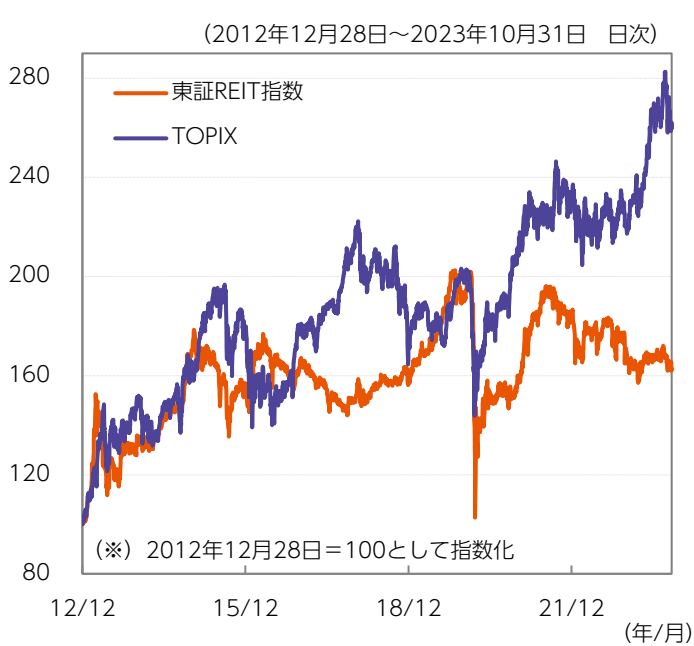
(2023年10月31日時点)

(%)

		2023年		(参考)
		当月	年初来	2022年
配当除き	東証REIT指数	-2.34	-4.12	-8.34
	TOPIX	-3.00	19.14	-5.05
	差	0.66	-23.25	-3.29
配当込み	東証REIT指数	-2.15	-0.72	-4.78
	TOPIX	-2.99	21.94	-2.45
	差	0.84	-22.66	-2.33

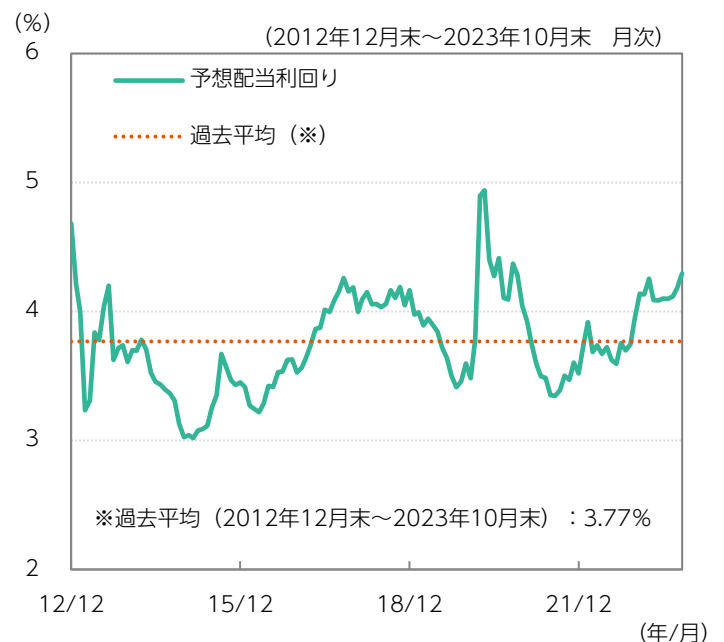
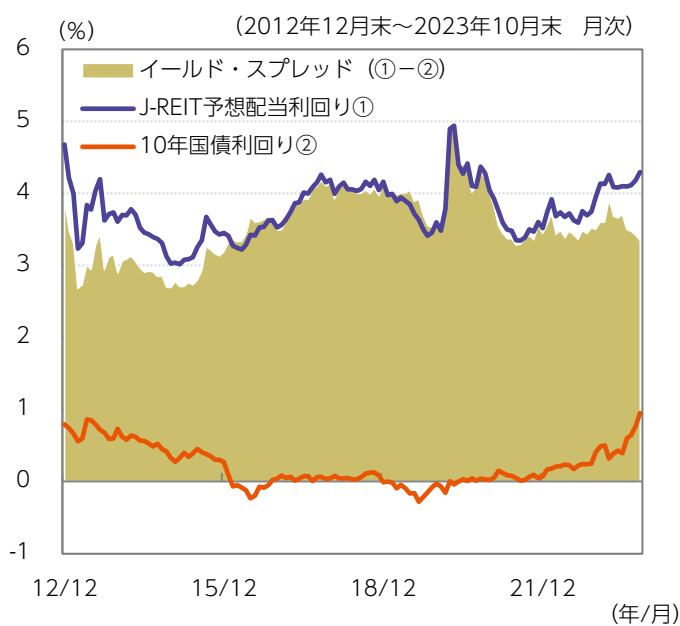
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【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Quick・ブルームバーグ等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)
2021年	176	-686	-1,726	-60	-2,158	2,606	-746
2022年	7	-903	757	-4	-774	693	-939
2023年	46	124	-47	-64	-363	-262	124

※2023年は判明月まで反映

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	18
2022年7月	17	-17	287	78	-96	331	-17
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
2023年1月	-2	53	90	-5	56	-401	53
2023年2月	-4	12	344	42	1	-233	12
2023年3月	-67	50	-287	-20	89	102	50
2023年4月	0	49	159	-4	-84	10	49
2023年5月	9	-1	42	7	-102	-152	-1
2023年6月	-40	83	73	19	-40	-83	83
2023年7月	50	-8	-51	-29	-92	311	-8
2023年8月	113	-24	-180	-64	-127	15	-24
2023年9月	-12	-89	-237	-9	-65	168	-89

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

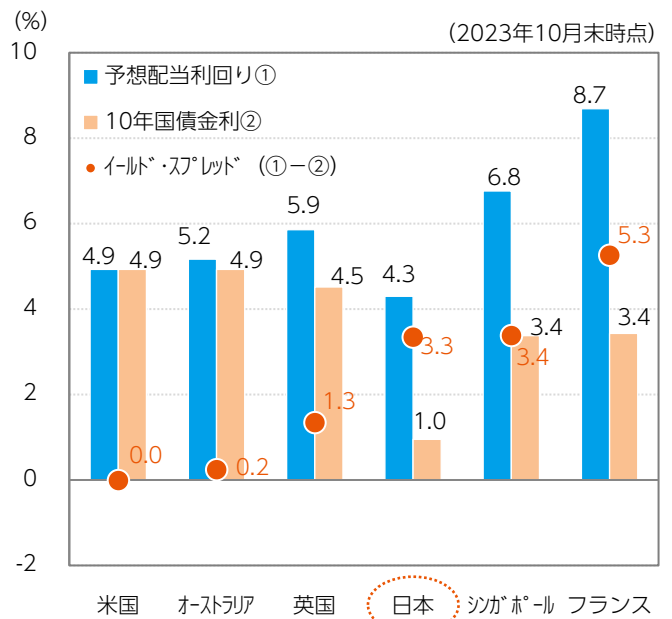
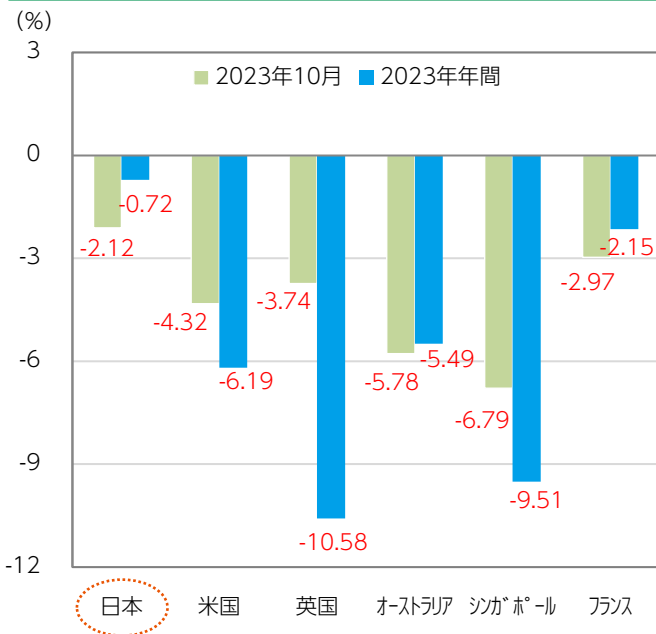
- 日銀は10月の買入れを見送りました。買入れの見送りは16ヵ月連続となります。なお、ETF（上場投資信託）は、701億円の買い入れがありました。
- 日銀は2021年3月の金融政策点検で、J-REITやETFの買入れについて、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行う方針に変更しています。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 10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、すべての国が下落しました【図表9】。中東情勢の深刻化が懸念されたことや、米国の金融引き締めが長期化するとの見方が強まり米国長期金利が上昇したことなどから投資家のリスク回避姿勢が強まり、下落しました。
- 10月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国中で3番目の大きさとなっています【図表10】。
- 10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られます【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

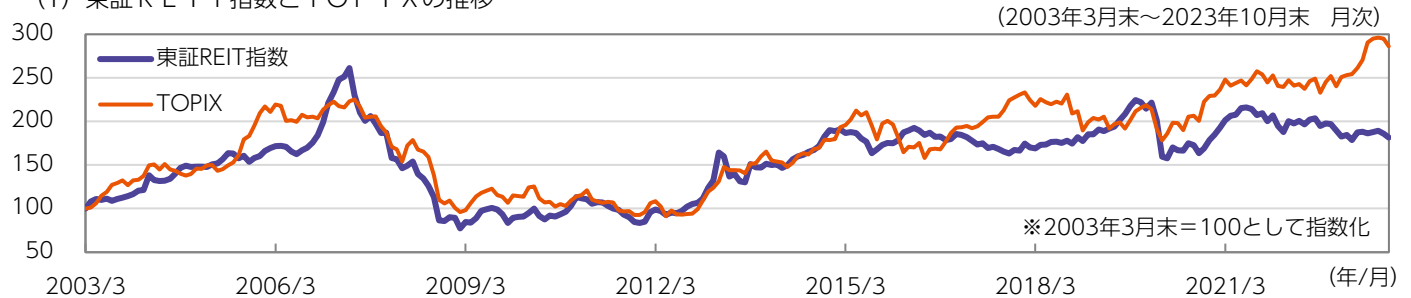
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



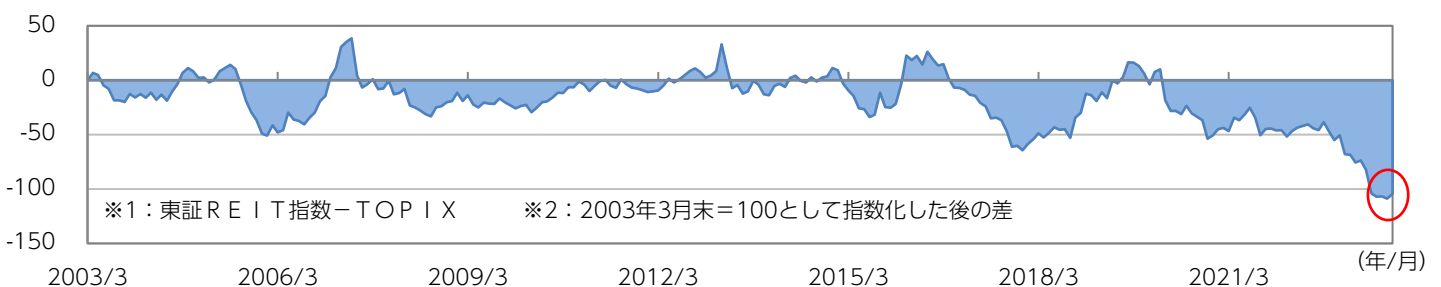
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、Quick・不動産証券化協会、ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

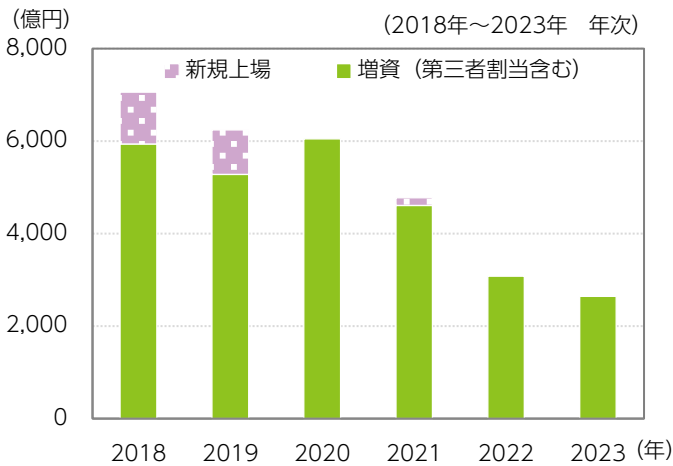


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

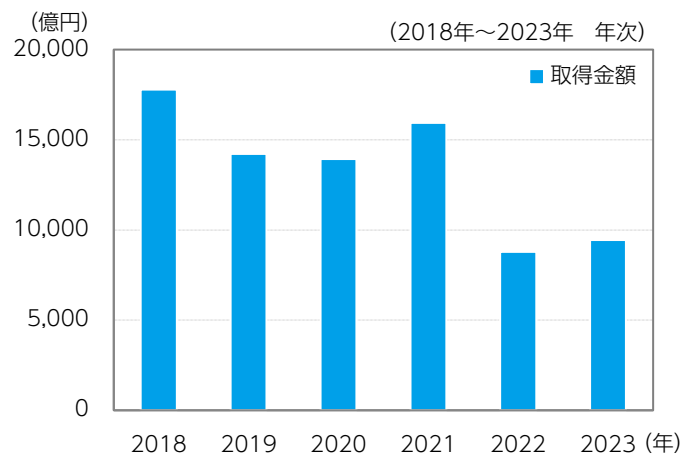
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 10月は1件の公募増資がありました。資金調達は98億円と、前年同月を87%下回りました。新規上場はありませんでした【図表12】。
- 10月の物件取得額（受渡しベース）は379億円と、前年同月を61%下回りました【図表13】。用途別では、住宅が61%、ヘルスケアが20%、商業施設が14%などとなっています。

【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）

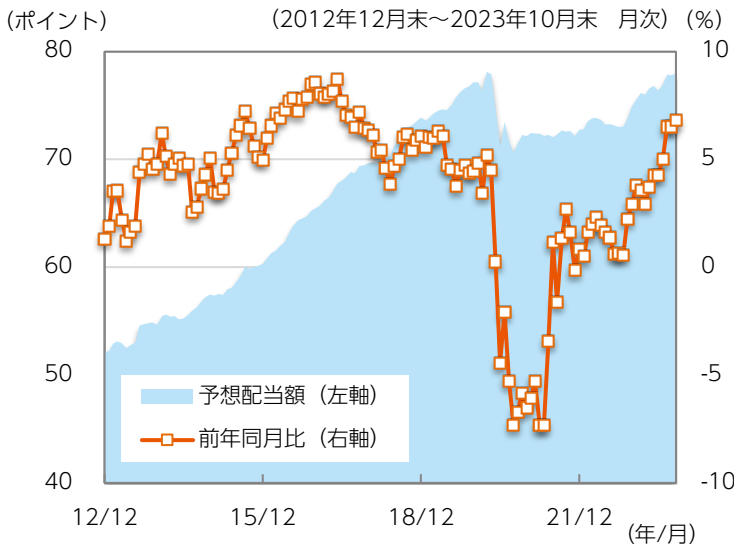


新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は10月末時点
出所) 図表12~13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

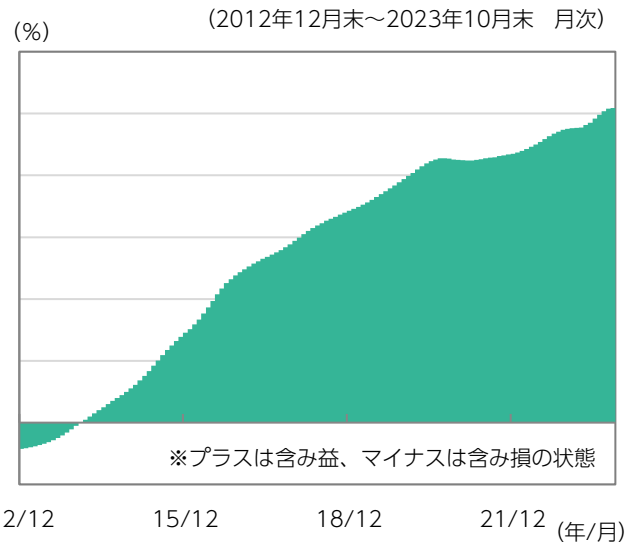
(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 10月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比6.8%増となりました【図表14】。
- 10月末（2023年8月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は25.4%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆3,845億円で、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15】。

【図表14】 J-REITの予想配当額推移



【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移



※プラスは含み益、マイナスは含み損の状態

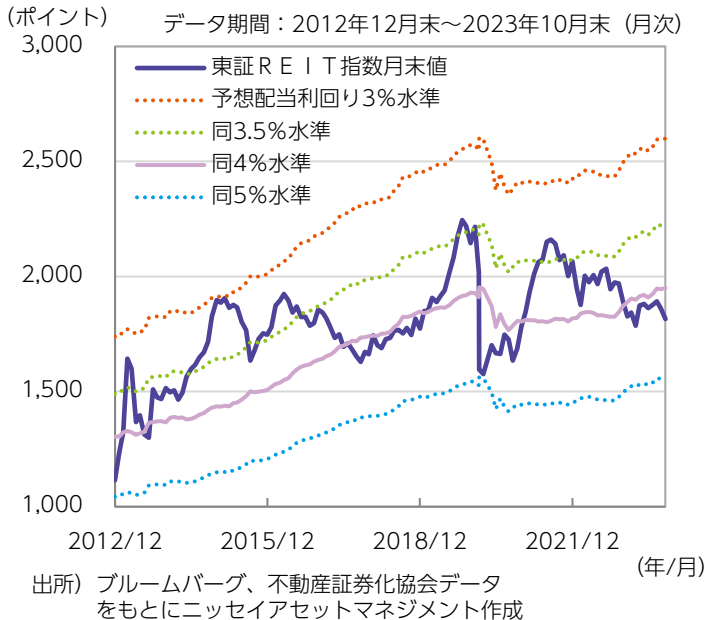
(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100
出所) Quick・ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 10月末の東証REIT指数は1,816.11ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,950ポイントを下回りました。10ヵ月連続で4.0%水準を下回って推移しています【図表16】。
- 10月末のNAV倍率は0.90倍と前月末の0.94倍から低下しました。過去平均（2012年12月末～2023年10月末）の1.17倍を26ヵ月連続で下回りました【図表17】。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



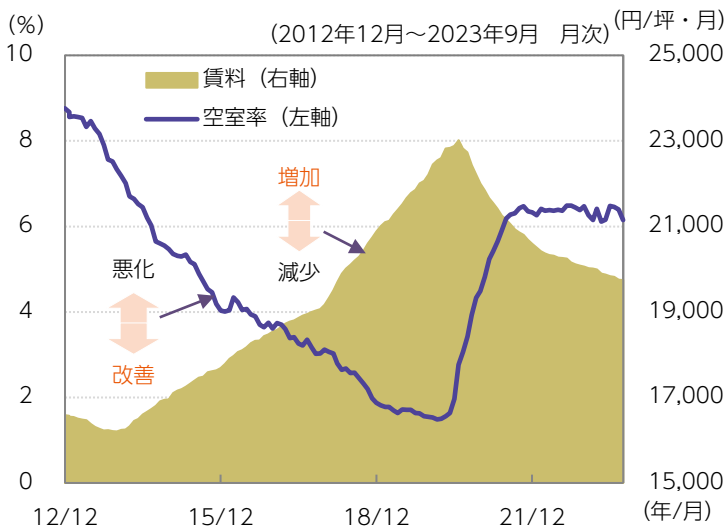
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

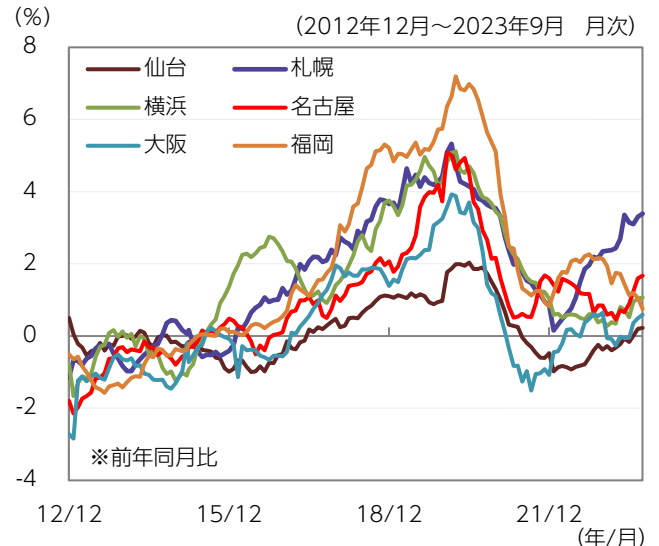
- 9月の都心5区のオフィス空室率は6.15%と前月比で低下しました【図表18】。9月の坪当たり月額賃料は19,750円と前年同月比2.01%減少し、前年同月比での減少は34ヵ月連続となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは14.2%減少しています。
- 9月のオフィス賃料の主要地方都市別では、すべての主要地方都市で前年同月を上回りました。大阪は前年同月比+0.59%と前月の同+0.49%から伸び幅が最も拡大しています。

【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（土日祝日・年末年始を除く）
ホームページ <https://www.nam.co.jp/>