

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2023年12月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 11月の東証REIT指数は、前月末比+1.62%の1,845.45ポイントで引けました。日銀が10月末の金融政策決定会合で長短金利操作を再修正したことなどから下落して始まりましたが、その後は米国の各種経済指標を受けて追加利上げ観測が後退したことや、中東情勢をめぐる地政学リスクがやや後退したことなどをを受けて上昇しました【図表1】。
- 11月のセクター別騰落率は、住宅が前月末比-1.31%、商業・物流等が同+1.45%、オフィスが同+2.44%となりました。

### 【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.7兆円と前月末から2,379億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は397億円と、前年同月を6.8%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4.23%、10年国債金利は0.67%、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3.56%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)

- 11月1日：米連邦準備制度理事会(FRB)は米連邦公開市場委員会(FOMC)において、2会合連続で政策金利の据え置きを決定。
  - 7日：厚生労働省が発表した9月の毎月勤労統計調査(速報、従業員5人以上の事業所)によると、1人当たりの実質賃金は前年同月比-2.4%と、18カ月連続でマイナス。
  - 15日：内閣府が発表した7~9月期の国内総生産(GDP)速報値は、前期比-0.5%、年率換算-2.1%と、3四半期ぶりのマイナス成長。個人消費は2四半期連続マイナス。
  - 29日：参院本会議で今年度の補正予算が成立。物価高対策、賃上げや地方の成長、国内投資の促進などの経済対策関係経費は約13.1兆円にのぼり、7割近くを国債で賄う。

## (2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- 米国のインフレ指標の鈍化などをを受けて米連邦準備制度理事会(FRB)が2022年3月から進めてきた利上げの収束が意識されていることや、訪日外国人観光客数が続伸しホテル稼働率も上昇基調が続いていることから、12月のJ-REIT市場(東証REIT指数)は慎重に上値を探るものと予想します。
- 10月の米消費者物価指数(CPI)は前年同月比+3.2%と、市場予想の同+3.3%を下回りました。上昇率も前月の同+3.7%から大幅に鈍化しています。また米国労働統計局が発表した10月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数は前月比+15万人と、市場予想の同+18万人を下回りました。失業率は3.9%と、およそ2年ぶりの高水準となっています。インフレ指標の鈍化や米労働需給の緩みが意識されていることは、利上げ終了観測の裏付けとなっているものとみられます。
- 日本政府観光局が発表した10月の訪日外国人観光客数は251万6,500人と、新型コロナウイルス流行前の2019年10月を0.8%上回り、単月で初めてコロナ前の水準を超えました。政府は2025年に訪日外国人旅行者数がコロナ前の3,188万人を超える目標を掲げており、高橋観光庁長官は11月15日の記者会見で「年間総数は2,500万人前後になると見込んでいる(2022年は383万人)」との見解を示していることなどから、今後も外国人観光客数は増加することが予想されます。
- 日銀は定例の国債買い入れオペ(公開市場操作)の12月の方針について、11月の方針を維持することを公表しました。長期金利が上限目途である+1.0%程度を下回って推移していることから買い入れが縮小されるとの見方もありましたが、方針が維持されたことはJ-REITの下支え要因になりそうです。
- 三鬼商事が発表するオフィスビル市況によると、主要地方都市を中心にオフィス賃料はおおむね上昇基調にあり、J-REIT市場の追い風となることが期待されます。しかし、今後日銀の長短金利操作が撤廃されるなどして金利が上昇した場合には、借り入れコストの増加などにより不動産投資が抑制され、オフィス賃料も低下する可能性があります。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2023年11月30日時点)

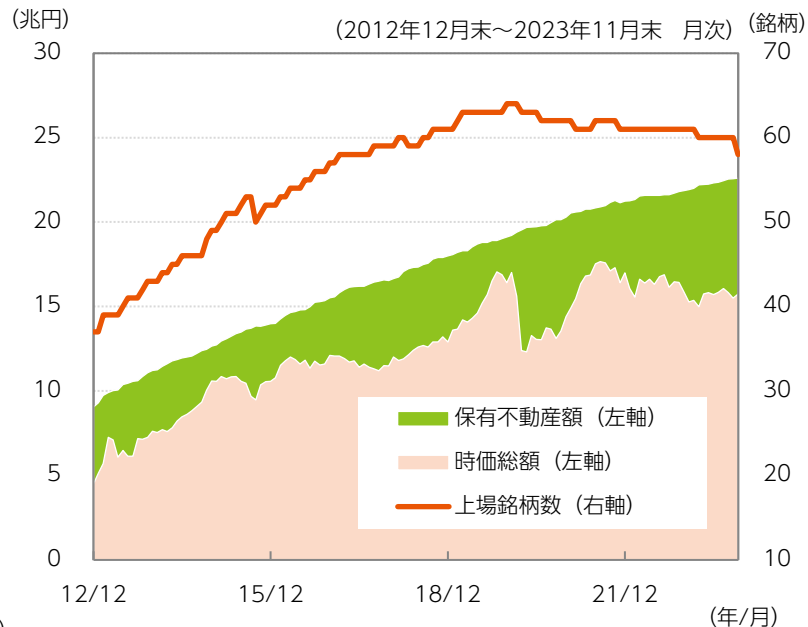
(%)

		2023年		(参考)
		当月	年初来	2022年
配当除き	東証REIT指数	1.62	-2.57	-8.34
	TOPIX	5.38	25.54	-5.05
	差	-3.76	-28.11	-3.29
配当込み	東証REIT指数	1.91	1.17	-4.78
	TOPIX	5.42	28.55	-2.45
	差	-3.52	-27.38	-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	205	132	-224	-92	-419	-125	132

※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
2023年10月	159	7	-177	-28	-56	137	7

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

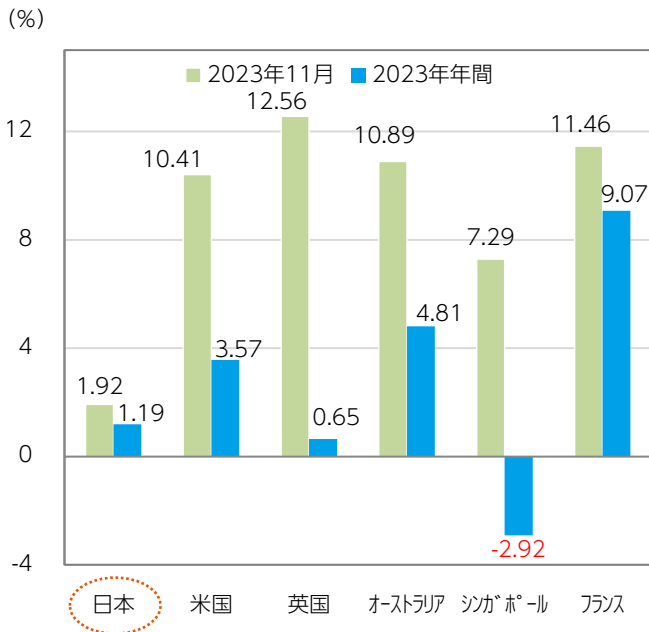
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は11月の買入れを見送りました。買入れの見送りは17ヵ月連続となります。なお、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。

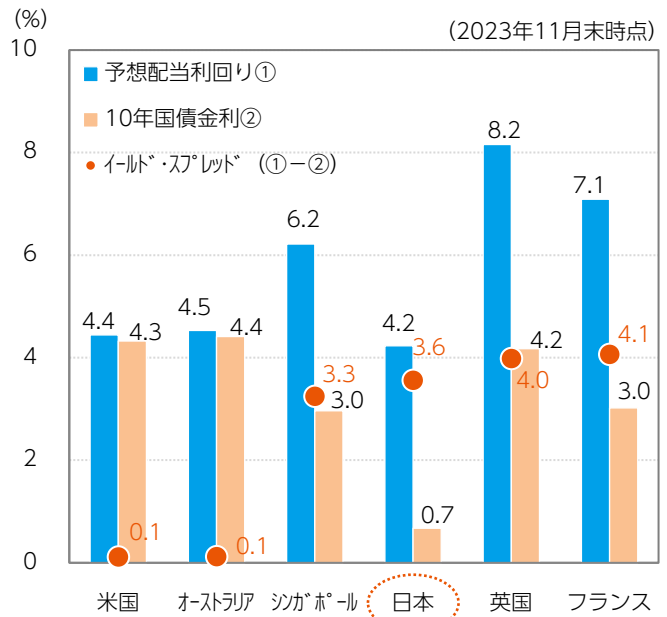
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 11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、すべての国が上昇しました【図表9】。予想を下回る米国の経済指標を受けて米国の追加利上げ観測が後退したことや、地政学リスクがやや後退したことなどが支援材料となりました。
- 11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】。
- 11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



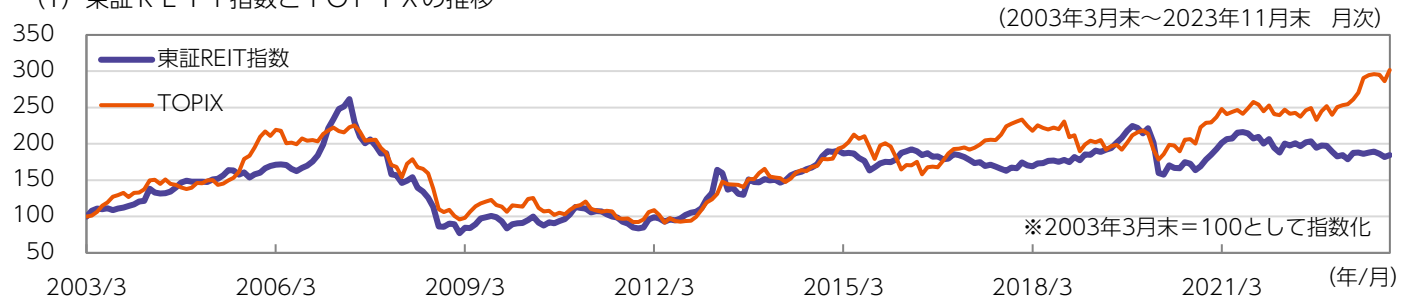
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



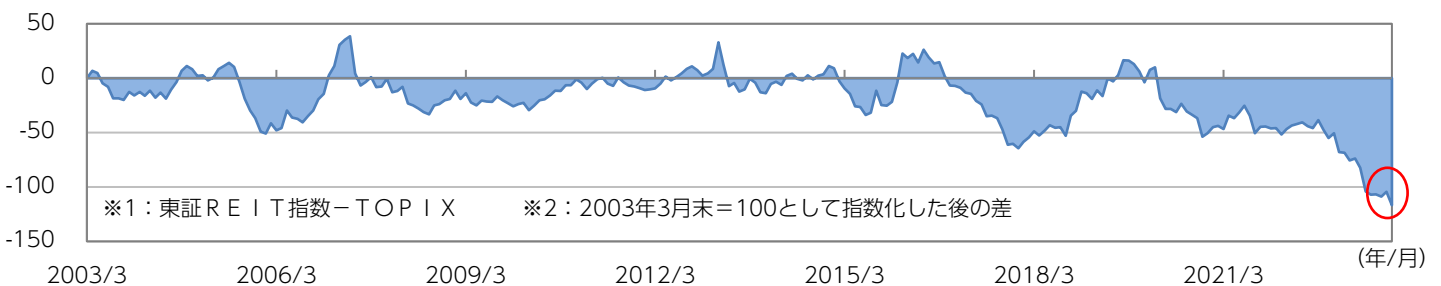
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS & P、Quick・不動産証券化協会、ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

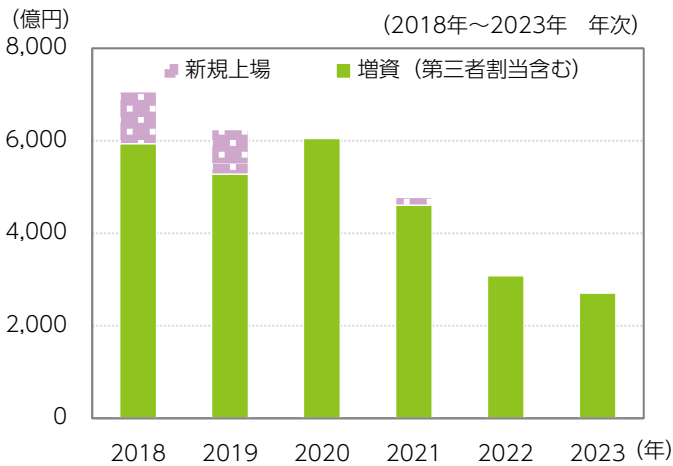


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

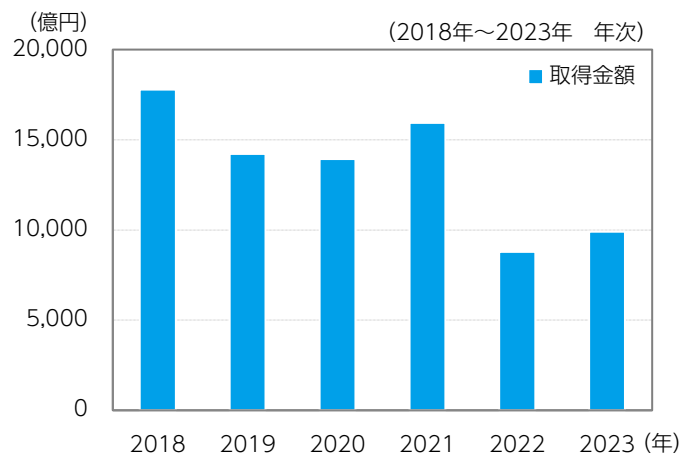
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 11月は5件の公募増資がありました。資金調達は58億円で、前年同月を70%下回りました。新規上場はありませんでした【図表12】。
- 11月の物件取得額（受渡しベース）は472億円で、前年同月を56%下回りました【図表13】。用途別では、ヘルスケアが2%、住宅が14%、オフィスが84%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）

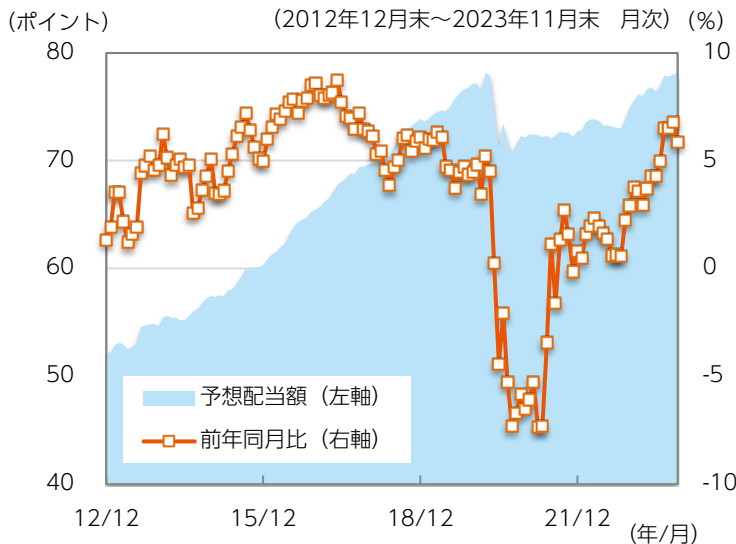


新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は11月末時点  
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

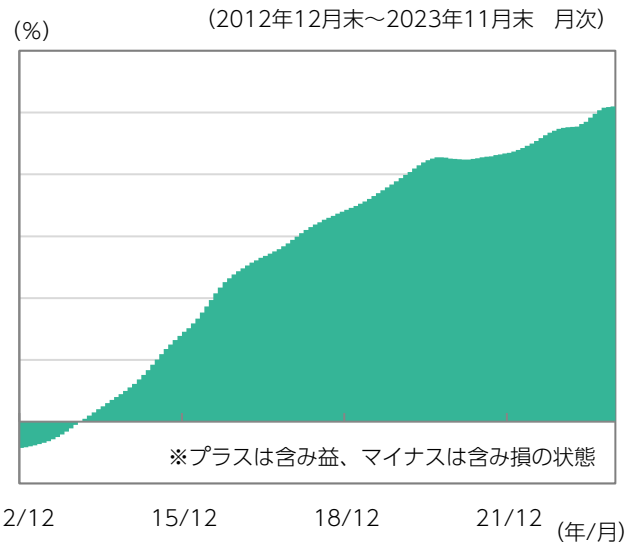
## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 11月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比5.9%増となりました【図表14】。
- 11月末（2023年9月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は25.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆3,868億円で、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

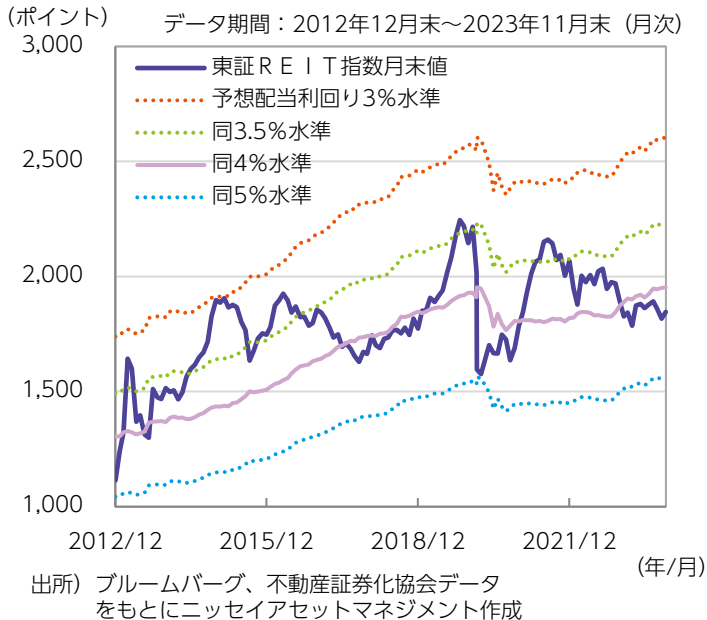
(※) 配当額＝東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) Quick・ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 11月末の東証REIT指数は1,845.45ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,953ポイントを下回りました。11ヵ月連続で4.0%水準を下回って推移しています【図表16】。
- 11月末のNAV倍率は0.91倍と前月末の0.90倍から上昇しました。過去平均（2012年12月末～2023年11月末）の1.17倍を27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



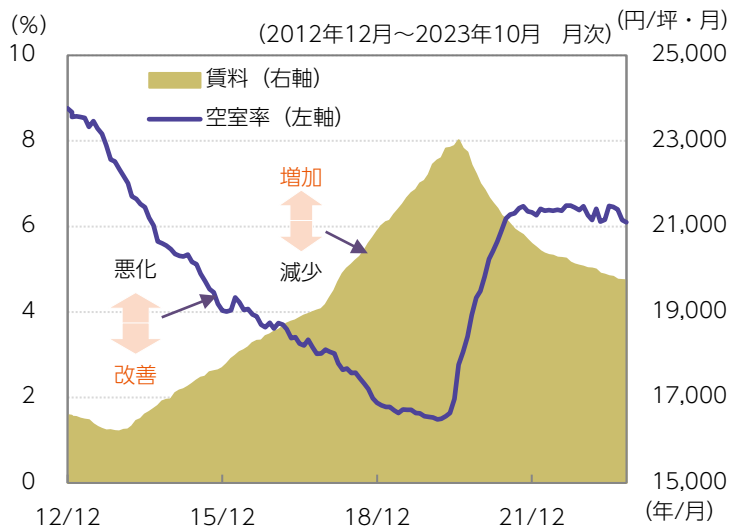
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



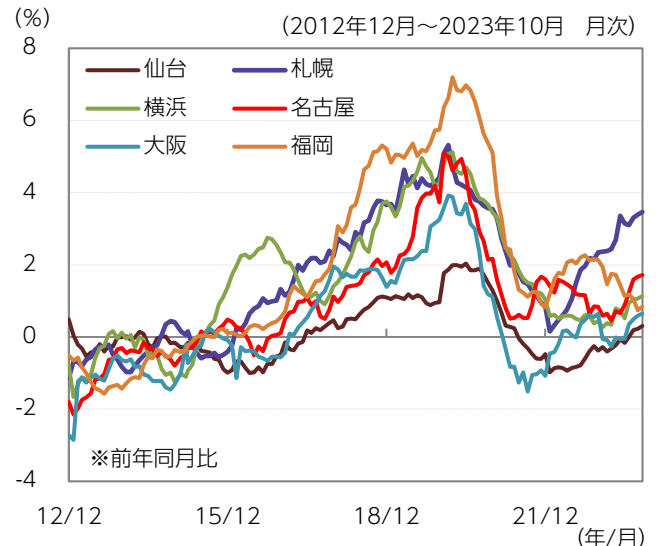
## (8) 不動産市況

- 10月の都心5区のオフィス空室率は6.1%と前月比で低下しました【図表18】。10月の坪当たり月額賃料は19,741円と前年同月比1.85%減少し、前年同月比での減少は35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。
- 10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。福岡は前年同月比+0.84%と前月の同+0.75%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



【図表19】 主要地方都市オフィス賃料推移



## 【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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>