

## J-REITレポート

## J-REIT市場 現状と今後の見通し (2022年3月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

## 【指数の動き】

- 2022年2月の東証REIT指数は続落し、前月末比-3.57%の1,877.38ポイントで引けました。月末値としては2021年1月の1,846.41ポイント以来の安値となりました。米金利の上昇や原油高等を背景に、10年国債金利が一時日銀がマイナス金利政策の導入を決めた2016年1月以来の高水準となったことや、ウクライナ情勢の緊迫化、新型コロナウイルス新規感染者数の高止まり等が重荷となりました【図表1、2】。
- 2月のセクター別騰落率は、オフィスが前月末比-2.35%、住宅が同-3.44%、商業・物流等が同-4.76%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5,163億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は518億円と、前年同月を16.7%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3.89%、10年国債金利はプラス0.192%、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3.70%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.55%から拡大し、2021年1月末の3.83%以来の高水準となりました【図表4、5】。

## 【主なトピックス】(各種情報をもとに作成)

- ・ 2月10日：日銀が、固定利回りで無制限に国債を買い入れる「指し値オペ(公開市場操作)」の実施を発表
- ・ 10日：三鬼商事が1月都心5区オフィス市況を発表。空室率は6.26%と前月比0.07%低下【図表18】
- ・ 16日：FRB(米連邦準備制度理事会)が1月FOMC(米連邦公開市場委員会)の議事要旨を公表  
3月にゼロ金利を解除し、さらに連続して利上げする可能性を示唆
- ・ 24日：ロシアのプーチン大統領が、ウクライナ東部で特別軍事作戦を行うことを決めたと発表  
ロシアがウクライナに対する軍事侵攻に踏み切る

## (2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- 3月のJ-REIT(東証REIT指数)は、ウクライナ情勢の行方や、欧米等によるロシアへの経済制裁が世界経済に与える影響などを睨みながら、値動きの荒い展開になるものと思われます。
- ロシアのウクライナ侵攻を受け、欧米や日本等は経済制裁としてロシアの主要銀行をSWIFT(国際銀行間通信協会)から排除することを決めました。ロシアの銀行の国際送金業務などに大きな支障が生じることも想定されます。ロシアとウクライナの代表団による会談が開始されていますが、停戦に向けた交渉などが難航し戦闘状態が長期化する場合には、投資家のリスク回避姿勢がJ-REITの重荷になるものと思われます。また、可能性は低いとみられるものの、SWIFTからの排除などロシアへの経済制裁が世界の金融市場に大きな混乱を招く場合には、J-REITは下値を探る展開となることも考えられます。
- 一方、停戦合意の可能性が強まる等、ウクライナ情勢に改善の兆しが出始める場合には、投資家のリスク回避姿勢が後退し、J-REITは急反発するものと思われます。ウクライナ情勢を巡る緊張が緩和すれば、質への逃避の動きやFRBの金融政策を巡る思惑から足元低下傾向にある米長期金利が上昇基調となることも想定されます。ロシアへの経済制裁による供給不足懸念から、原油等資源価格が騰勢を強めています。緊張の緩和で景気悪化懸念が後退すれば、インフレ抑制のためにFRBが3月FOMCにおいて金融引締めを急ぐとの見方から、米長期金利が上昇の勢いを強めることも予想されます。その影響が日本の長期金利にも及ぶものと思われますが、金利上昇を抑制するために日銀が「指値オペ」を実施するものと見ており、日本の長期金利は徐々に落ち着きを取り戻すものと考えています。
- 国内では、3月6日を期限とする首都圏など10都府県のまん延防止等重点措置について、期間を延長する方向で検討に入っています。足元、新型コロナウイルスの新規感染者数は低下傾向にあり、ワクチンのブースター接種(追加接種)が進捗していることから、新規感染者数の減少が鮮明となってくれば、J-REITの支援材料となるものと思われます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

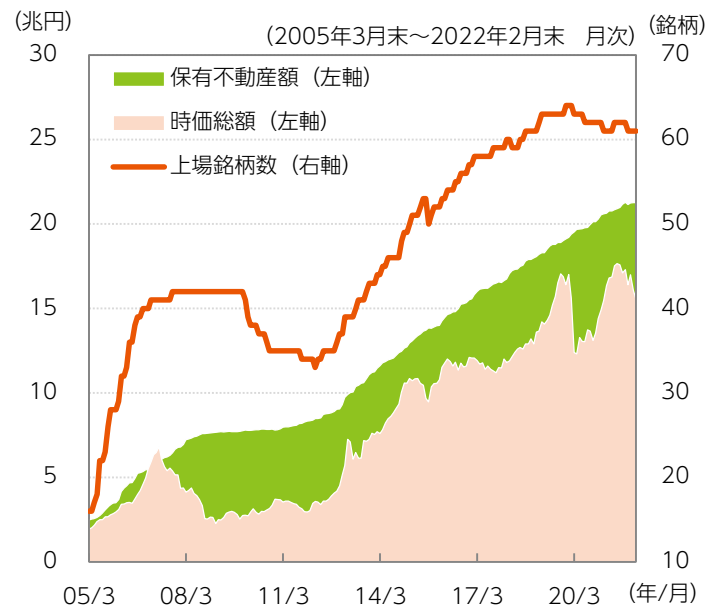
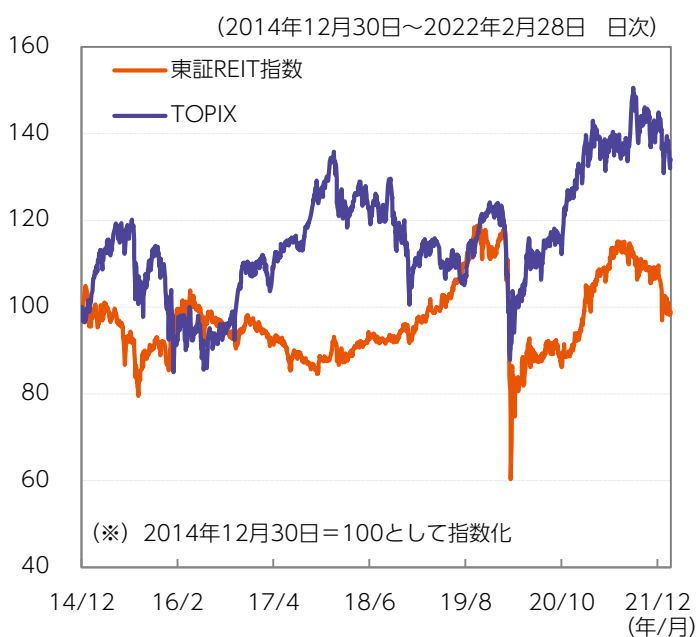
(2022年2月28日時点)

(%)

		2022年		(参考)
		当月	年初来	2021年
配当除き	東証REIT指数	-3.57	-9.14	15.83
	TOPIX	-0.47	-5.29	10.40
	差	-3.09	-3.85	5.43
配当込み	東証REIT指数	-2.94	-8.24	19.98
	TOPIX	-0.43	-5.24	12.74
	差	-2.51	-3.00	7.24

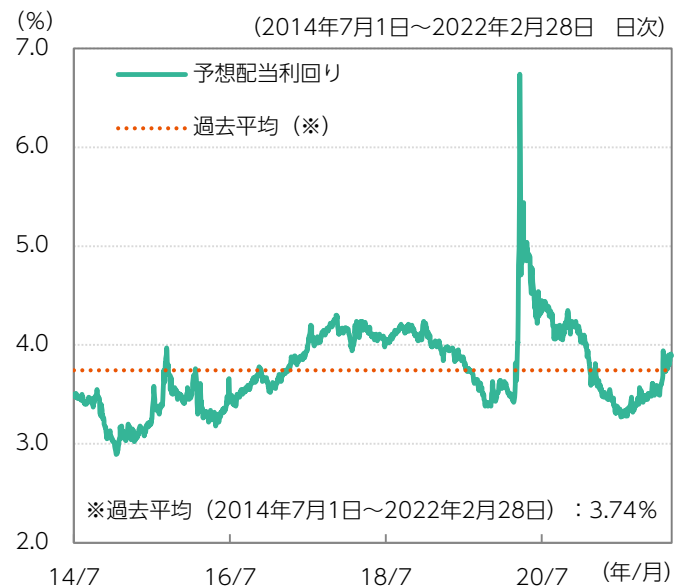
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



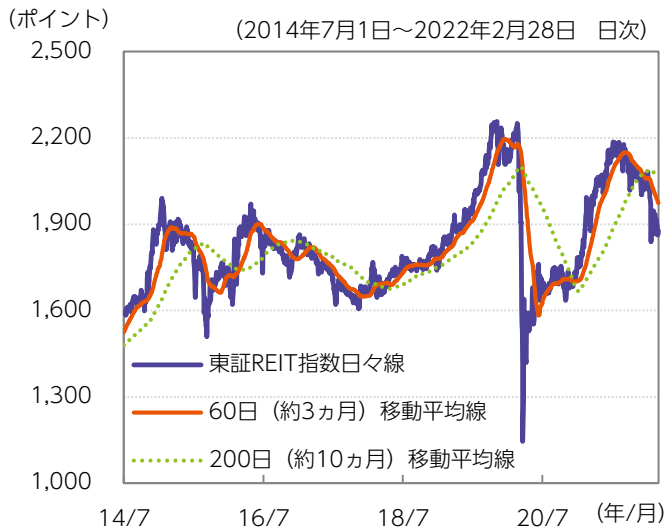
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

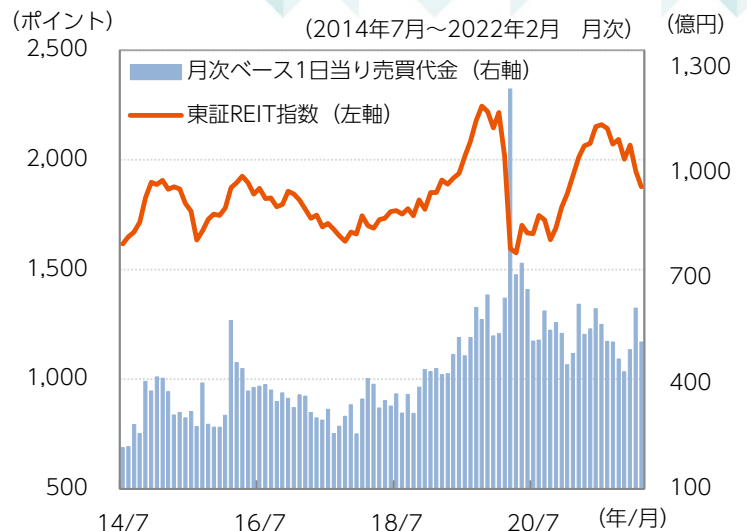


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	42	-230	-316	-51	-74	178	-230

※2022年は判明月まで反映

2020年4月	6	179	257	61	158	-174	-21
2020年5月	13	81	379	45	36	-651	-14
2020年6月	-76	235	442	-28	51	-476	115
2020年7月	16	208	79	-40	-117	-94	103
2020年8月	47	-52	-259	-14	-253	523	-76
2020年9月	-35	-543	133	2	-143	731	-579
2020年10月	8	235	-295	-74	-369	-179	163
2020年11月	33	17	54	-41	-191	73	-79
2020年12月	27	230	78	-13	-424	218	206
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

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

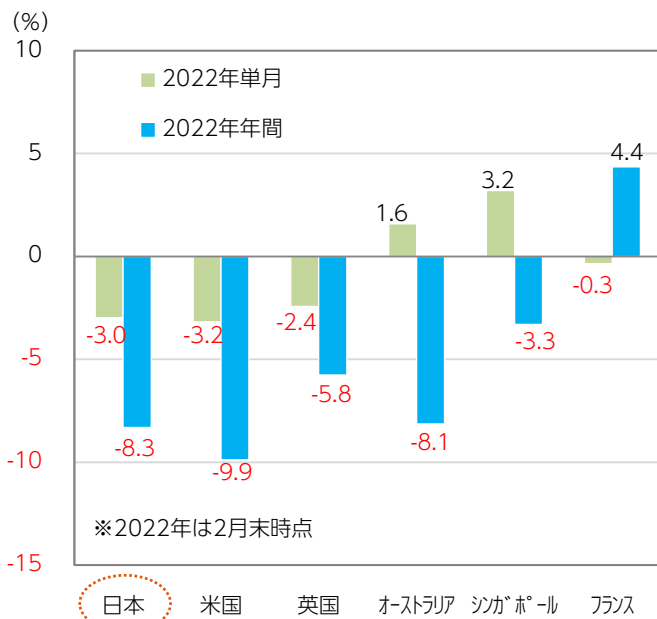
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀はJ-REITを2回、計24億円買入れました。買入れの実施は2021年3月以来、1年ぶりとなります。ETF(上場投資信託)は1回、701億円買入れました。ETFの買入れは2ヵ月連続です。
- 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。

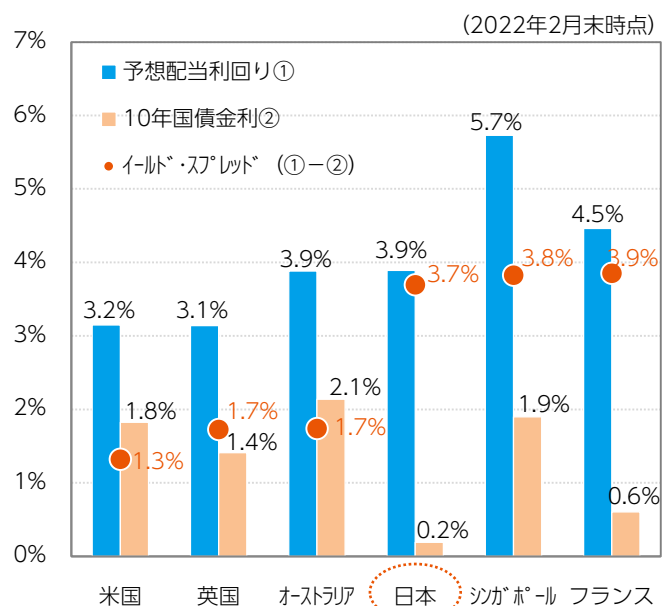
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2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、高安まちまちとなりました。上昇率トップはシンガポールで、2022年1月の消費者物価（前年同月比）が2021年12月と同水準にとどまり、金利が低下傾向となったことが好感されました。最も下落率が大きかったのが米国で、インフレ抑制のためにFRBが金融引き締めを急ぐとの見方から、同国10年国債金利が一時2.0%を超えて2年半ぶりの水準に上昇したことや、ウクライナ情勢の緊迫化等が重荷となりました。
- 2月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要國中3番目の大きさとなっています。
- 2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、比較的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

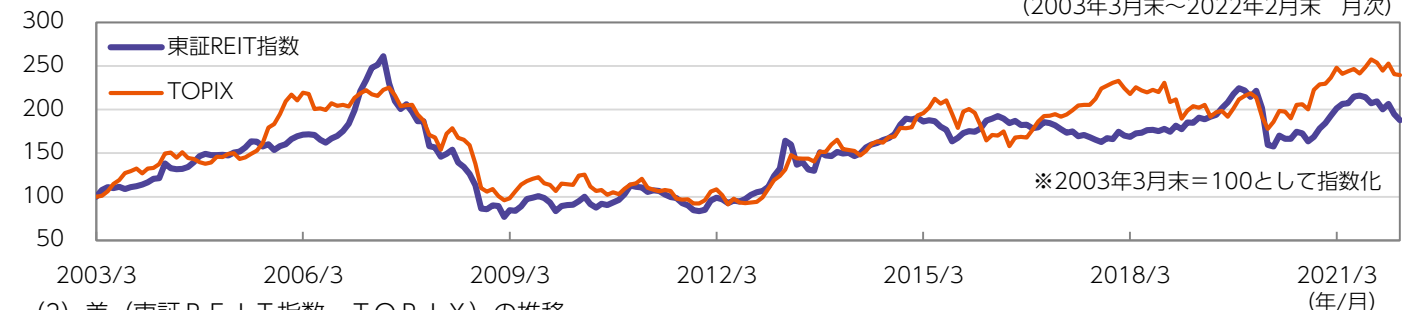


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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～2022年2月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

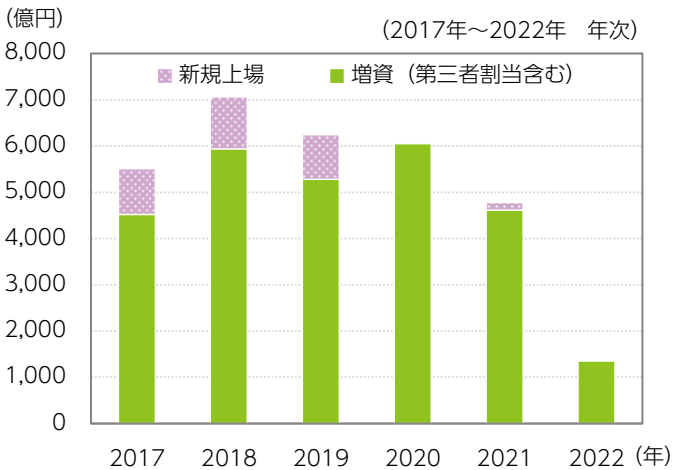


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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）

- 2月は4件の公募増資があり、資金調達額は計451億円となりました。1～2月累計では1,300億円と、前年同期を60%上回りました。新たな投資口（株券に相当）の発行で需給が悪化すると懸念がJ-REIT市場下落の一要因になっているものと思われます。
- 2月の物件取得額（受渡しベース）は799億円と、前年同月を6%上回りました。用途別では、物流施設が61%、住宅が31%、ヘルスケアが8%等となっています。1～2月累計では1,318億円と、前年同期を59%下回っています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況

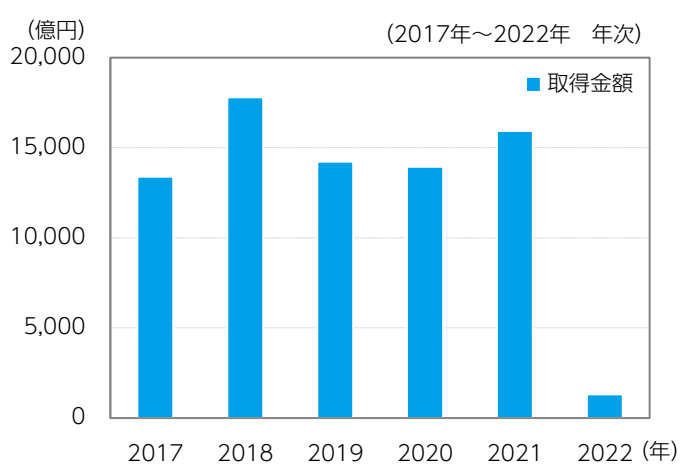


※2022年は2月末時点

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

【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）

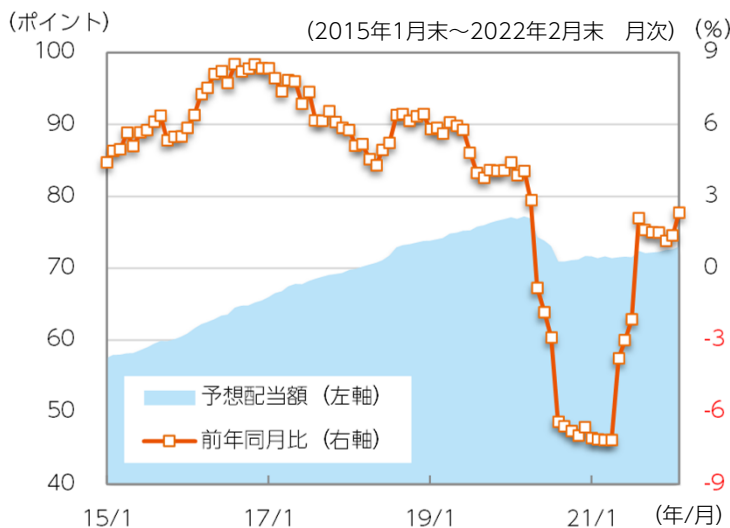


※2022年は2月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

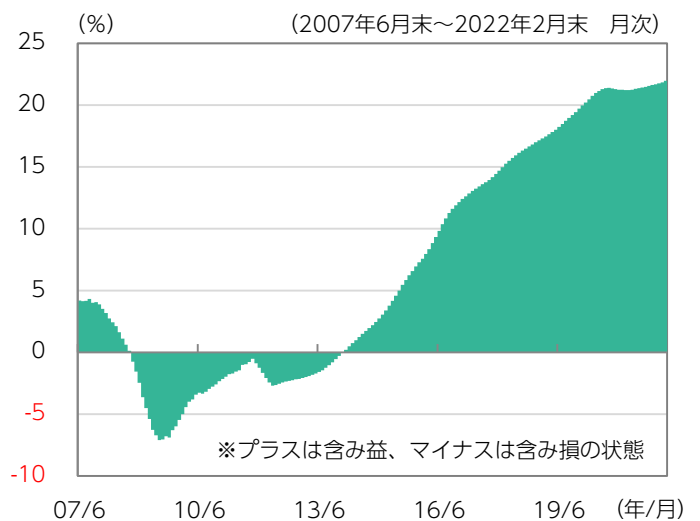
- 2月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比2.3%増となりました。前月を5ヵ月連続、前年同月を7ヵ月連続で上回りました。J-REIT業績の底打ち感が強まりつつあるようです。
- 2月末（2021年12月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は22.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆4,506億円で、ともに過去（東証REIT指数算出開始以来）最大となりました。コロナ禍にも拘わらず、J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）上昇が続いています。

【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

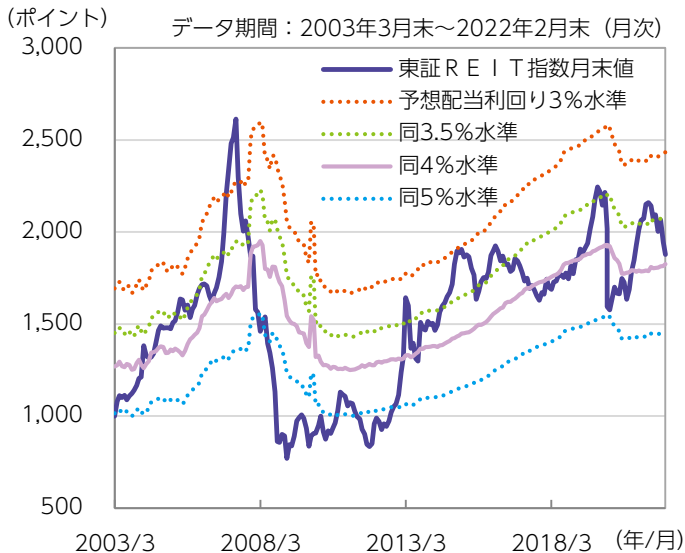


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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

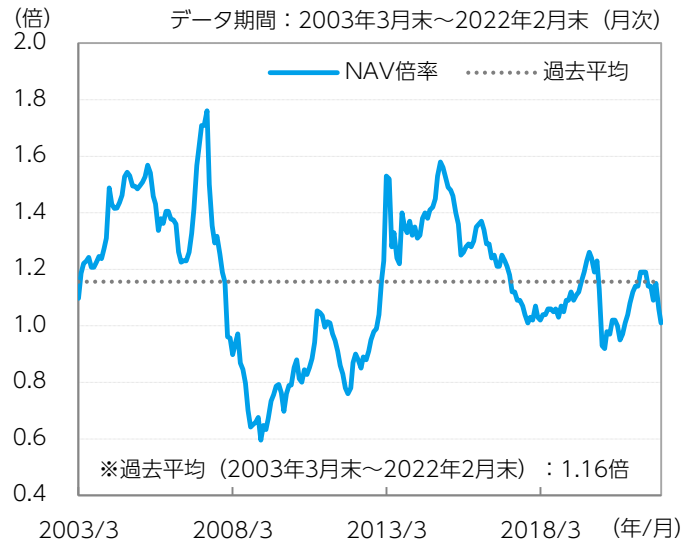
- 2月末の東証REIT指数は1,877.38ポイントと、3.5%水準である2,087ポイントを下回りました。4ヵ月連続で3.5%水準を下回りました。
- 2月末のNAV倍率は1.01倍と前月末の1.06倍から低下しました。過去平均（2003年3月末～2022年2月末）の1.16倍を6ヵ月連続で下回りました。

【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

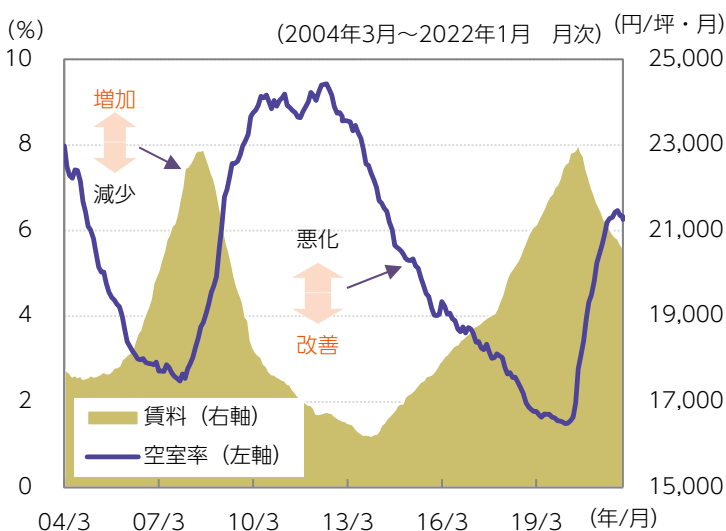


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額  
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに  
ニッセイアセットマネジメント作成

## (8) 不動産市況

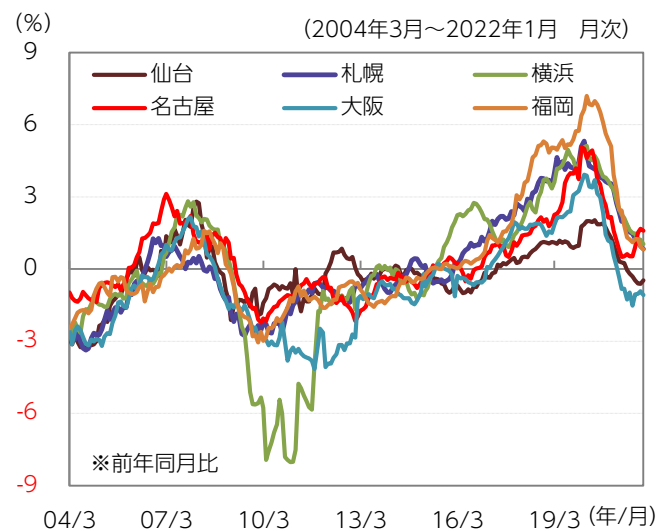
- 2022年1月の都心5区のオフィス空室率は6.26%と前月比0.07%低下しました。前月を下回るのは3ヵ月連続です。1月の坪当たり月額賃料は20,508円と前年同月比6.12%減少しました。減少幅は2021年7月の8.56%をピークに縮小傾向となっています。
- 1月のオフィス賃料の主要地方都市別では、大阪が前年同月比0.45%減と11ヵ月連続、仙台が同0.98%減と8ヵ月連続で減少しました。一方、名古屋は同1.41%増と前月の同1.60%増から伸び率は縮小したものの、回復傾向を続けています。

【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。

## &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（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/>