

## J-R E I Tレポート

# J-R E I T市場 現状と今後の見通し (2023年3月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 2月の東証 R E I T 指数は、前月末比+0.90%の1,843.21ポイントで引けました。市場予想を上回る米物価関連指標をうけ米国の金融引き締めが長期化すると懸念から、投資家のリスク回避姿勢が強まり下落する一方、次期日銀総裁の候補者で経済学者の植田氏が所信聴取において現在の金融緩和政策を継続する姿勢を示したことなどが、市場に安心感を与え上昇しました。東証 R E I T 指数は1,830ポイントを挟んで狭いレンジでの推移となりました【図表1、2】。2月のセクター別騰落率は、住宅が前月末比+5.24%、オフィスが同+1.17%、商業・物流等が同-0.38%となりました。

### 【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.4兆円と前月末から973億円増加しました【図表3】。1日当たり売買代金は347億円と、前年同月を33.1%下回りました【図表7】。

### 【予想配当利回り等】

- J-R E I T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4.10%、10年国債金利は0.51%、イールド・スプレッド(J-R E I T予想配当利回り-10年国債金利)は3.60%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.59%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)

- ・ 2月14日：1月の米消費者物価指数(CPI)が前年同月比+6.4%となり、市場予想(同+6.2%)を上回った。前月比では+0.5%と2022年12月の同+0.1%から上昇。
- ・ 14日：2022年10-12月期の国内総生産(GDP)成長率(季節調整済み、1次速報値)は、前期比年率+0.6%と2四半期ぶりのマイナス成長となった7-9月期の同-1.0%から改善。
- ・ 24日：1月の国内CPIは、変動の大きい生鮮食品を除く総合指数が前年同月比+4.2%となり、41年ぶりの上昇率となった前月から更に上昇。
- ・ 24日：次期日銀総裁の候補者で経済学者の植田和男氏への所信聴取が国会で開始。

## (2) J-R E I T市場(東証 R E I T 指数)の見通し

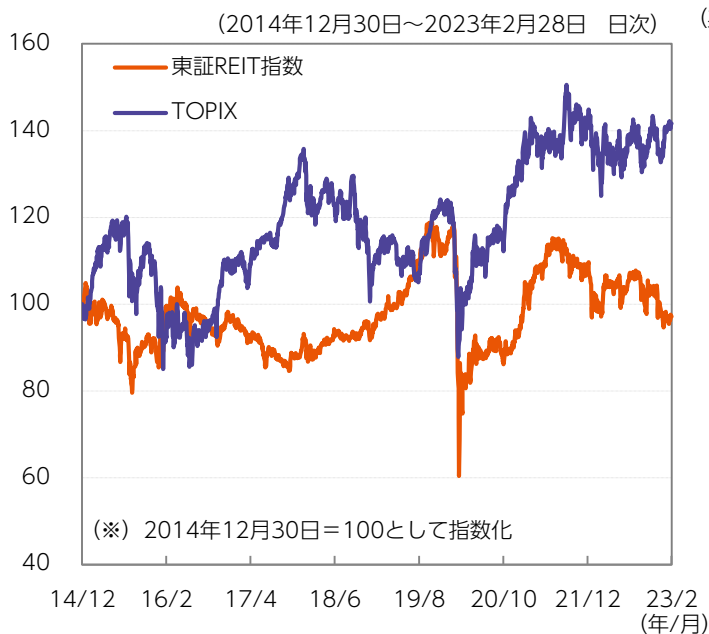
- 国内株式(TOPIX)に対する J-R E I T(東証 R E I T 指数)の下方乖離幅は、過去最高水準にあり、国内株式に対する出遅れ感が強い状態にあることは、買戻しも期待できるプラス材料であるものの、年度末である3月は、機関投資家などから決算対策の売りが出やすいことや、日銀による金融緩和政策の修正観測が引き続き燦々していることなどから、3月の J-R E I Tは上値の重い展開が続くと予想されます。
- J-R E I Tの予想配当利回りは1月中旬以降4%台で推移しており、2014年7月以降の平均(3.75%)【図表5】を上回っていますが、国内長期金利が変動許容幅の上限で推移していることからイールド・スプレッドは、同期間の平均(3.63%)を下回っています。J-R E I Tは1月19日に年初来安値を付けた後も、買戻しの動きは続かず1,830ポイントを挟み狭い値幅圏で推移しています。一方で国内株式からの下方乖離幅は、東証 R E I T 指数の算出が開始された2003年3月末以降最高水準となっており、足元の J-R E I TはTOPIXに対し、出遅れ感が強い状態にあると思われます。
- 引き続き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)期待は高まっており、インバウンド需要や国内の旅行需要の増加に対応すべく求人数は増加しているものの、人手不足が解消されておらず、ホテルの稼働率を下げるなど観光業は需要の増加を完全に取り込めていません。次期日銀総裁の候補者である植田氏の所信聴取が2月24日から始まっており、同氏は「現在の金融緩和策は適切」と発言し現在の金融緩和策を継続する姿勢を示しましたが、市場では依然として長期金利の変動許容幅の拡大など金融緩和策の修正に動くとの思惑が燦々しており、長期金利は変動許容幅上限で推移するなど金利上昇圧力が強い状態が続いていると思われます。また、3月は年度末に該当することから、決算対策として機関投資家から売りが出やすい時期であると想定されます。加えて東京都内各所の再開発によりオフィスなど大量の物件が供給され、供給過剰が懸念される2023年問題なども J-R E I T市場にとって重荷となると考えられます。国内株式と比較し出遅れ感が強いものの、観光業を中心とした人手不足や金利上昇圧力が強いことなどから J-R E I T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

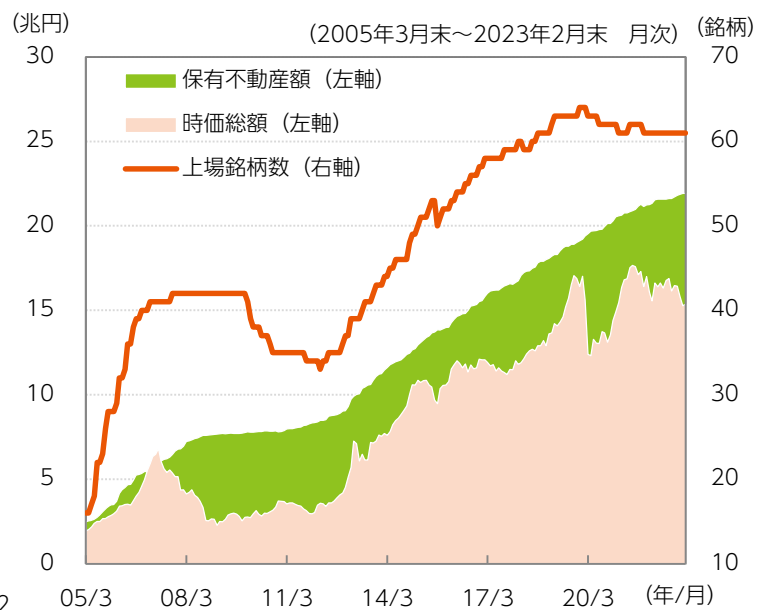
(2023年2月28日時点)

|      |          | 2023年 |       | (参考)  |
|------|----------|-------|-------|-------|
|      |          | 当月    | 年初来   | 2022年 |
| 配当除き | 東証REIT指数 | 0.90  | -2.68 | -8.34 |
|      | TOPIX    | 0.91  | 5.37  | -5.05 |
|      | 差        | -0.02 | -8.05 | -3.29 |
| 配当込み | 東証REIT指数 | 1.60  | -1.65 | -4.78 |
|      | TOPIX    | 0.95  | 5.41  | -2.45 |
|      | 差        | 0.66  | -7.06 | -2.33 |

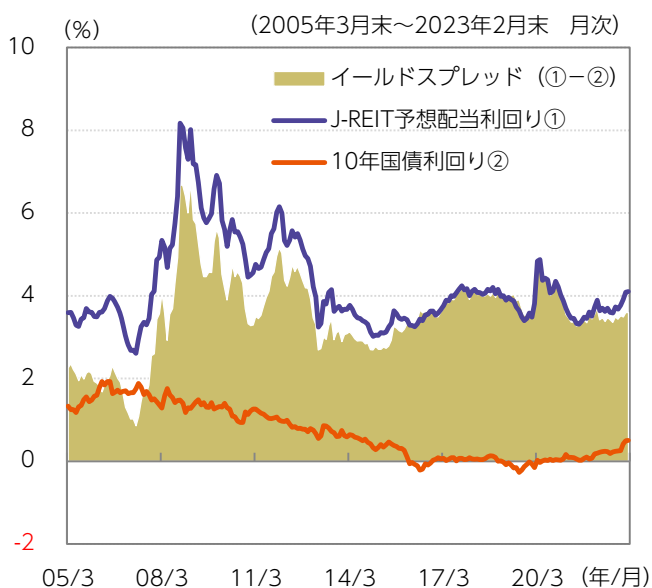
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移（配当除き）



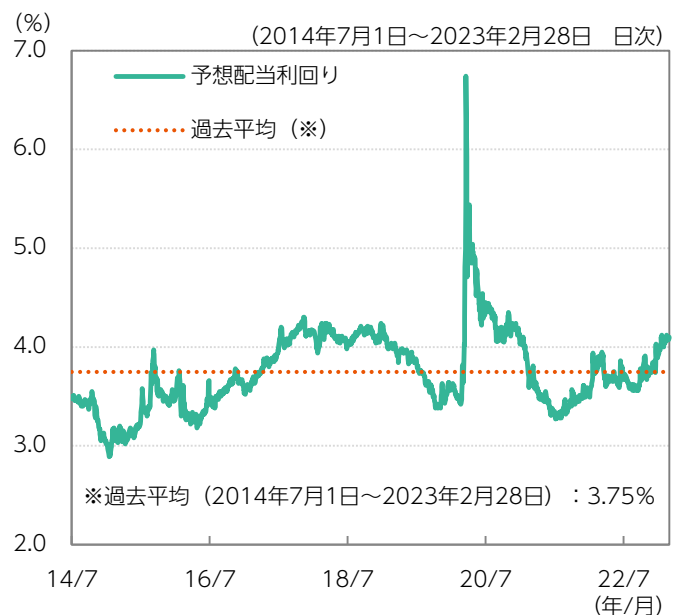
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

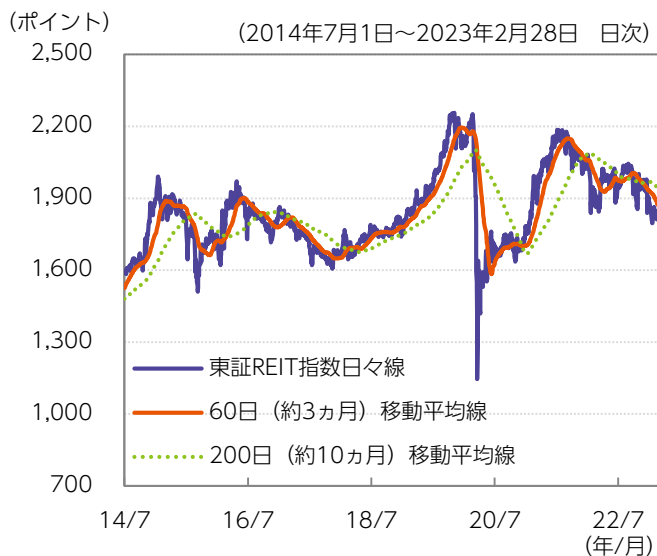


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

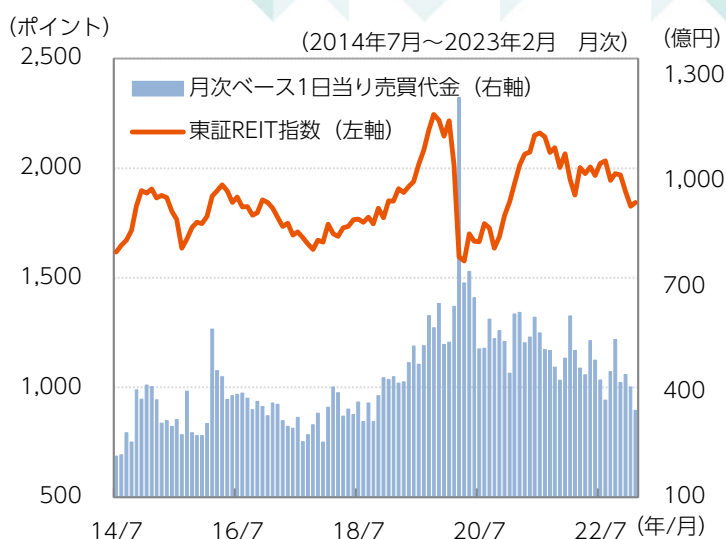


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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<br>(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 | -2    | 53   | 90     | -5   | 56     | -401  | 53           |

※2023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  | 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   |

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

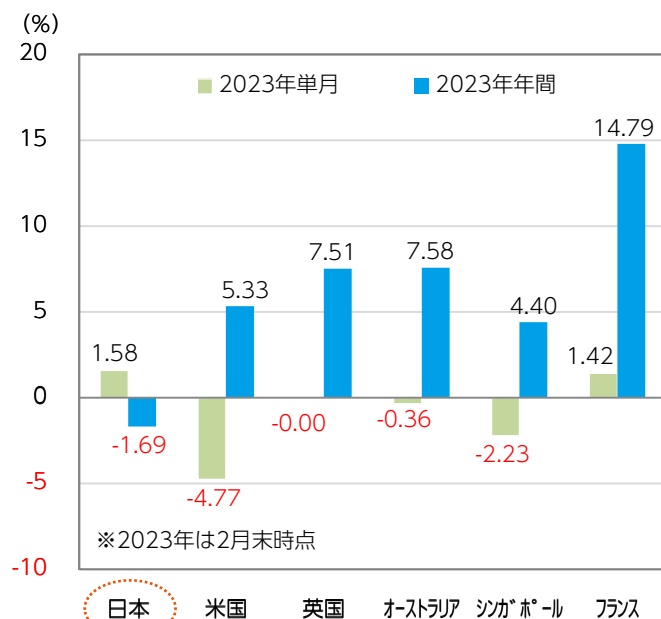
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は2月の買入れを見送りました。買入れの見送りは8ヵ月連続となります。ETF（上場投資信託）についても買い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。

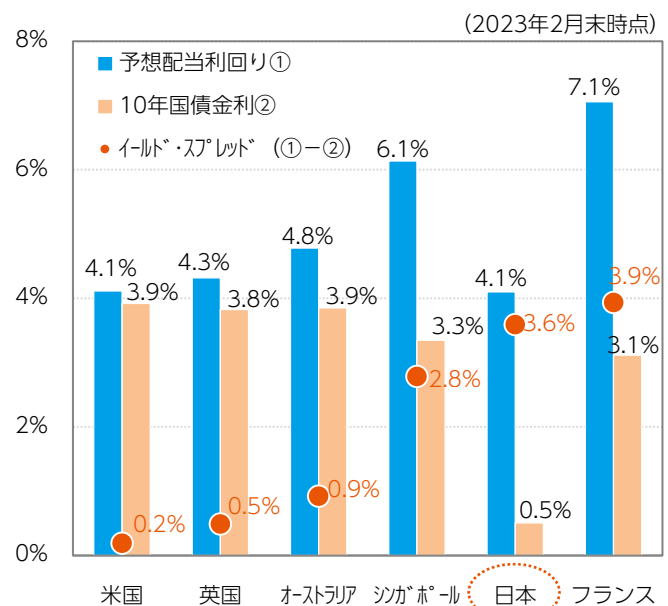
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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、まちまちとなりました。日銀による金融緩和策修正への警戒感が燃る中、次期総裁候補の植田氏が現在の金融緩和政策を継続する姿勢を示したことが市場に安心感をあたえ、日本は上昇しました。
- 2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。
- 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、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

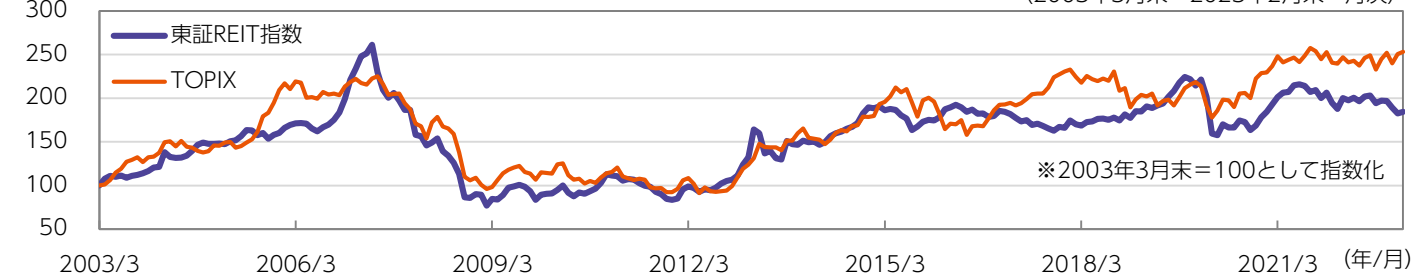


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

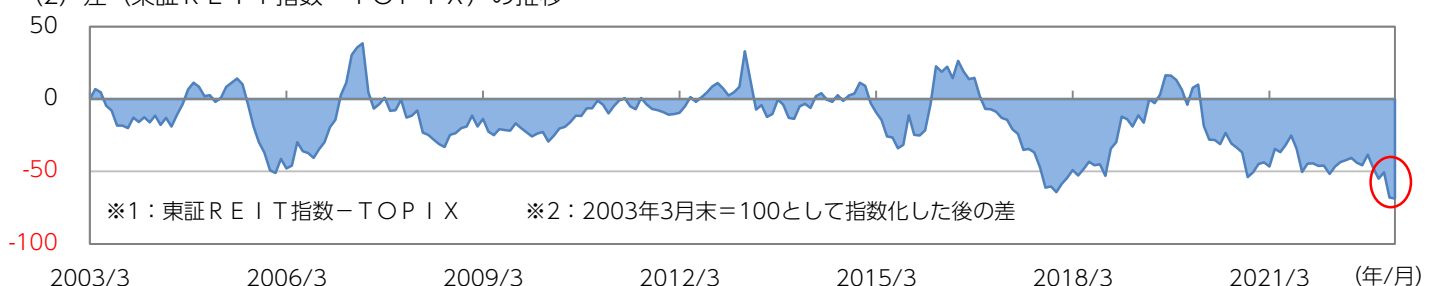
【図表11】 株式市場との比較

(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

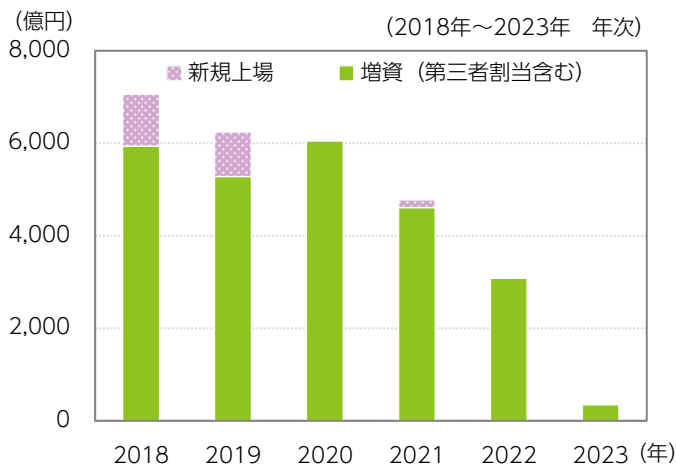


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

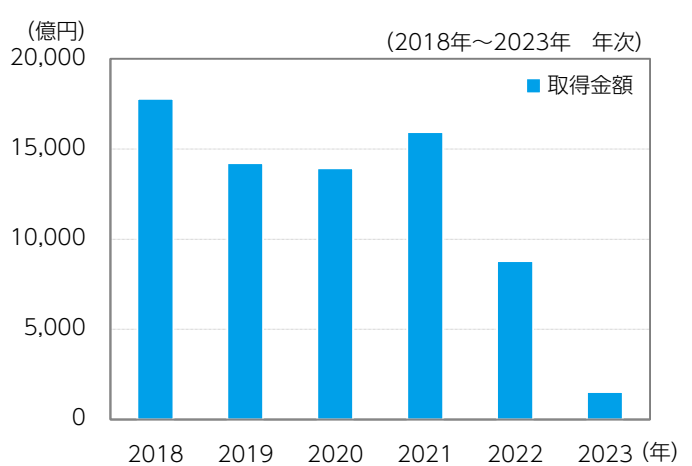
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 2月は1件の公募増資がありました。資金調達額は47億円と、前年同月を90%下回りました。新規上場はありませんでした。
- 2月の物件取得額（受渡しベース）は884億円と、前年同月を11%上回りました。用途別では、オフィスが49%、商業施設が24%、物流施設が19%等となっています。

【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）

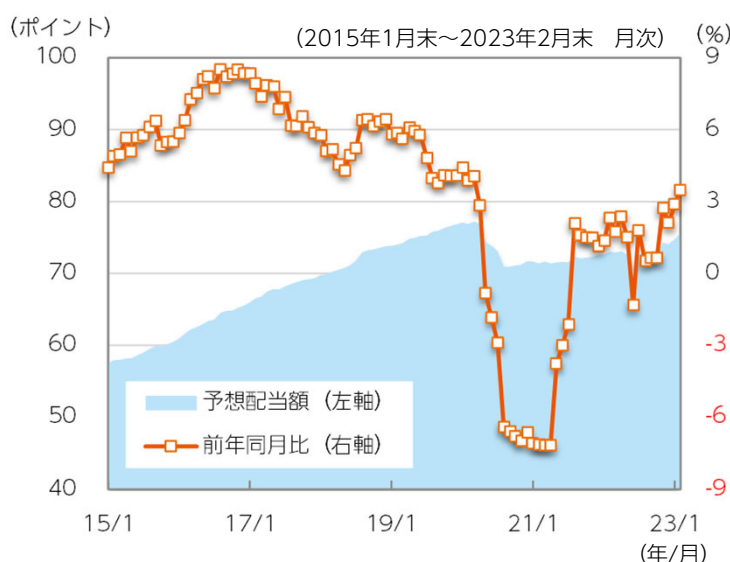


新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は2月末時点  
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

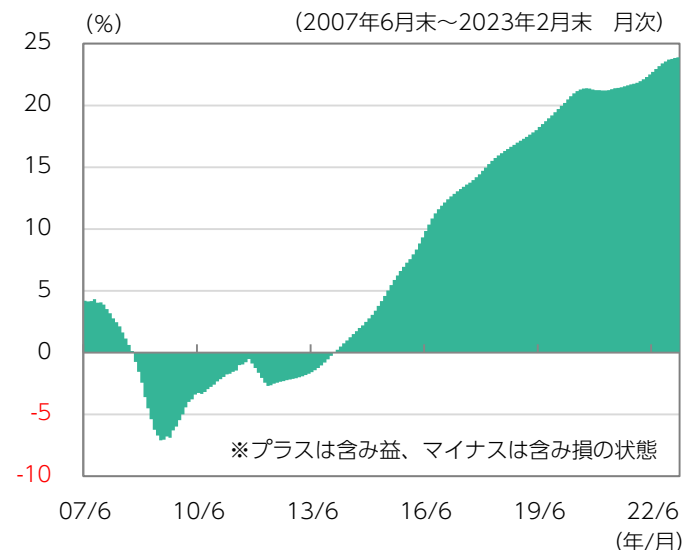
- 2月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比3.5%増となりました。
- 2月末（2022年11月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は23.9%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆9,132億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています。

【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) 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

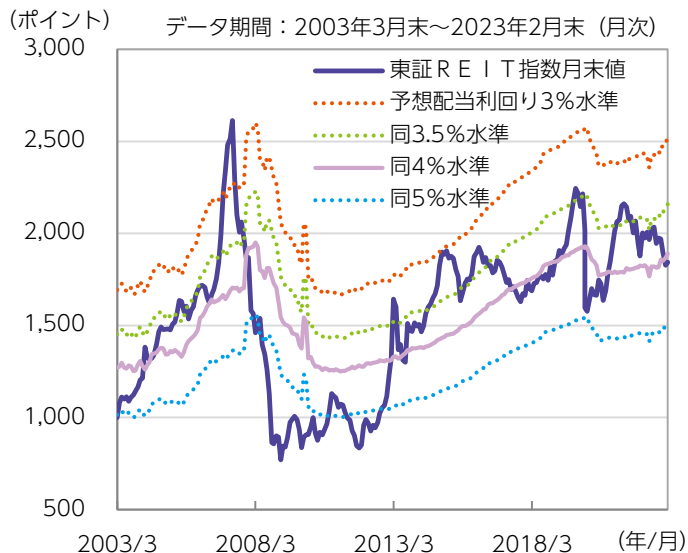


(※) 含み率＝（鑑定評価額－帳簿価格）／帳簿価格（%）  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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

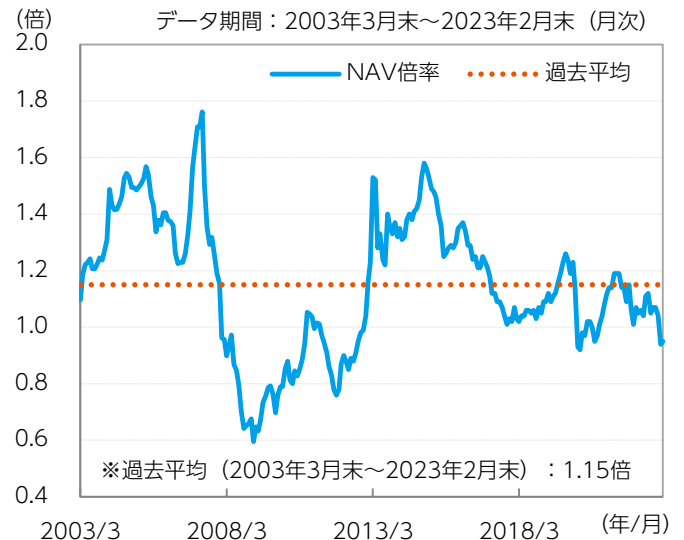
- 2月末の東証REIT指数は1,843.21ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,889ポイントを下回りました。2カ月連続で4.0%水準を下回って推移しています。
- 2月末のNAV倍率は0.95倍と前月末の0.94倍から上昇しました。過去平均（2003年3月末～2023年1月末）の1.15倍を18カ月連続で下回りました。

【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

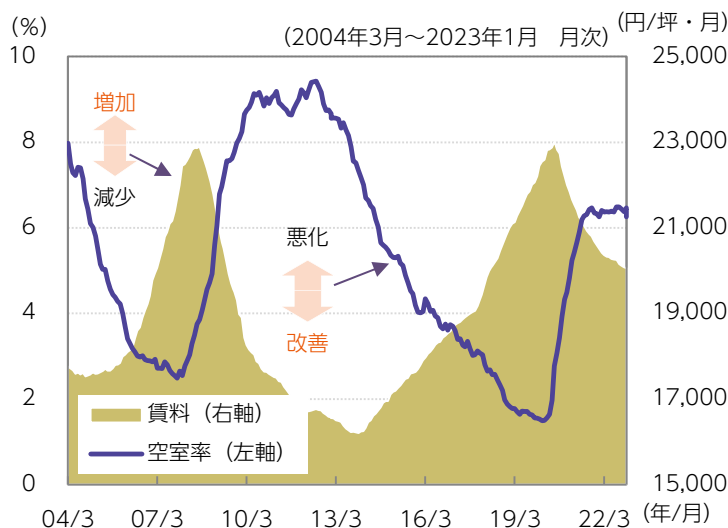


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額  
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに  
ニッセイアセットマネジメント作成

## (8) 不動産市況

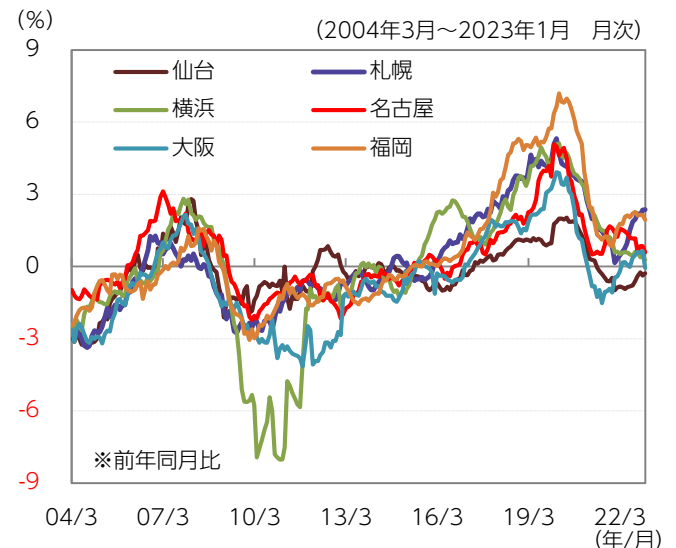
- 1月の都心5区のオフィス空室率は6.26%と前月比で低下となりました。1月の坪当たり月額賃料は20,026円と前年同月比2.35%減少しました。減少幅は2021年7月の8.56%をピークに縮小傾向となっています。
- 1月のオフィス賃料の主要地方都市別では、仙台が前年同月比0.28%減と20カ月連続で減少しました。札幌は同2.36%増と前月の同2.35%増から伸び率は拡大しています。

【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。

## &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/>