

## 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5月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指標の動き】

- 4月の東証R E I T指数は、前月末比+4.91%の1,873.45ポイントで引けました。月初に発表された雇用や景況感などの米経済指標が市場予想を下回り、米国の景気減速が意識され、投資家がリスク回避姿勢を強めたことから月中にかけて下落しました。その後、植田和男日銀新総裁が就任会見で、現状の大規模な金融緩和を継続する姿勢を示したことや、好調な米金融大手の決算を受け、金融不安への過度な懸念が後退したことなどから月末にかけて上昇基調を強めました。【図表1、2】。4月のセクター別騰落率は、住宅が前月末比+8.06%、オフィスが同+2.67%、商業・物流等が同+6.22%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7,586億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は384億円と、前年同月を14.3%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4.07%、10年国債金利は0.39%、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3.68%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.88%から縮小しました【図表4、5】。

### 【主なトピックス】(各種情報をもとに作成)

- 4月5日：政府は中国からの入国者を対象に、新型コロナの水際措置(72時間以内の陰性証明の提示)を緩和。ワクチン3回の接種証明の提出で入国可能とした。
- 12日：3月の米消費者物価指数(CPI)が前年同月比+5.0%となり、市場予想(同+5.1%)を下回った。上昇率は9カ月連続で鈍化し、約2年ぶりの低水準となった。
- 19日：2023年3月の訪日外国人旅行者数は182万人(推計)となった。単月で150万人を超るのは2020年1月以来、3年2カ月ぶり。
- 28日：日銀は金融政策決定会合で大規模な金融緩和の維持を決定。過去25年間の金融緩和策を多角的に評価するレビューの実施も決定した。

## (2) J-R E I T市場(東証R E I T指数)の見通し

- 物価高対策に重きを置いた政府による追加経済対策発動への期待や、水際対策の大幅緩和によるインバウンド(訪日外国人)需要のさらなる増加期待などは、引き続きJ-R E I T(東証R E I T指数)にとってプラス材料となるものの、植田日銀総裁のもと、日銀が大規模金融緩和策の修正を行うとの思惑から、国内長期金利は上昇余地を探る展開が続くことが想定され、5月のJ-R E I T(東証R E I T指数)は上値の重い展開が続くと予想されます。
- 日本政府観光局(JNTO)が19日に発表した3月の訪日外国人旅行者数は、前月比では23%増の181.7万人と、新型コロナウイルス感染拡大前の2019年3月の約66%の水準まで回復しました。3月1日に中国からの渡航者に対する水際対策を緩和したことが追い風となったものと思われます。インバウンド復調にともなう国内消費の拡大により国内経済の活性化が期待されることとは、引き続きJ-R E I Tの支援材料になると思われます。
- 三鬼商事が発表した3月の東京都心5区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)のオフィス空室率は、6.41%と、2022年12月以来、3カ月ぶりに上昇しました。2023年は東京都内各所の再開発などにより、大型の新築ビルの竣工が続く予定であり、働き方改革の一環でリモートワークが推進されるなか、市場では供給過剰から、空室率の上昇基調が続くとの懸念もあるようです。
- 日銀は2023年4月27~28日の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和政策の現状維持を決定しました。植田日銀総裁は会合後の記者会見において、大規模金融緩和策の必要性を改めて強調したものの、市場では日銀は、年央にかけて長期金利の変動許容幅拡大や上限撤廃など、金融緩和策の修正が行われるとの見方が大勢を占めています。金融政策修正への思惑から足元の長期金利は、日銀が許容する長期金利の上限近辺(+0.5%)での推移が見込まれます。追加経済対策発動への期待やインバウンド消費拡大による国内経済活性化期待は支えとなるものの、オフィスの過剰供給懸念や、国内長期金利の上昇懸念などから、J-R E I Tは上値の重い展開が続くものと予想します。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2023年4月28日時点) (%)

		2023年		(参考) 2022年
		当月	年初来	
配当除き	東証REIT指数	4.91	-1.09	-8.34
	TOPIX	2.69	8.76	-5.05
	差	2.22	-9.85	-3.29
配当込み	東証REIT指数	5.13	0.38	-4.78
	TOPIX	2.70	10.10	-2.45
	差	2.43	-9.72	-2.33

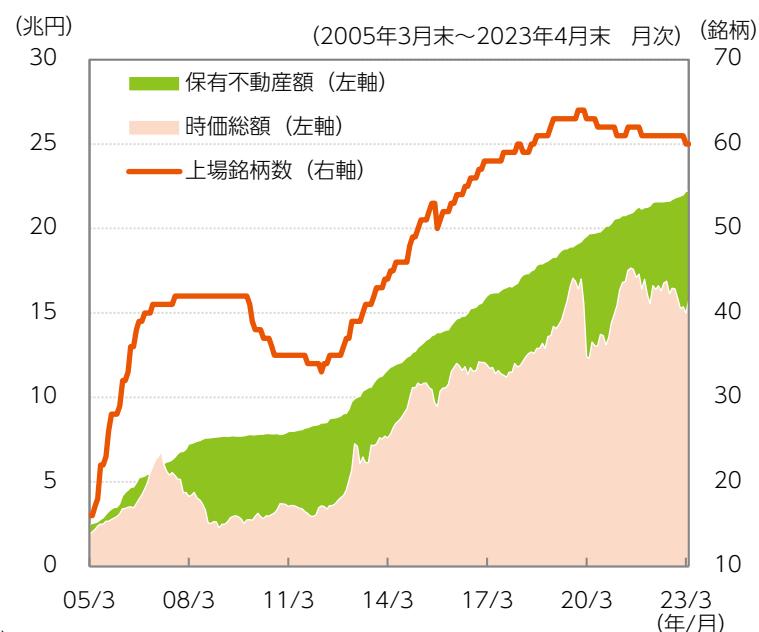
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移（配当除き）



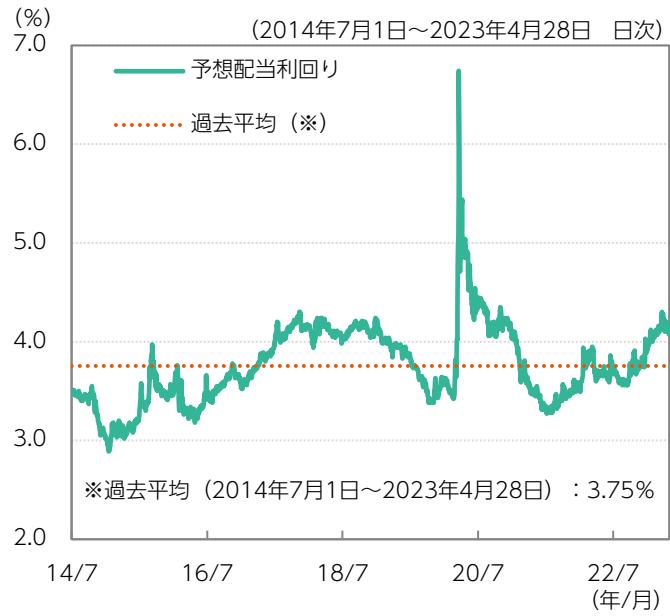
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移



【図表3】 J-REITの時価総額等推移

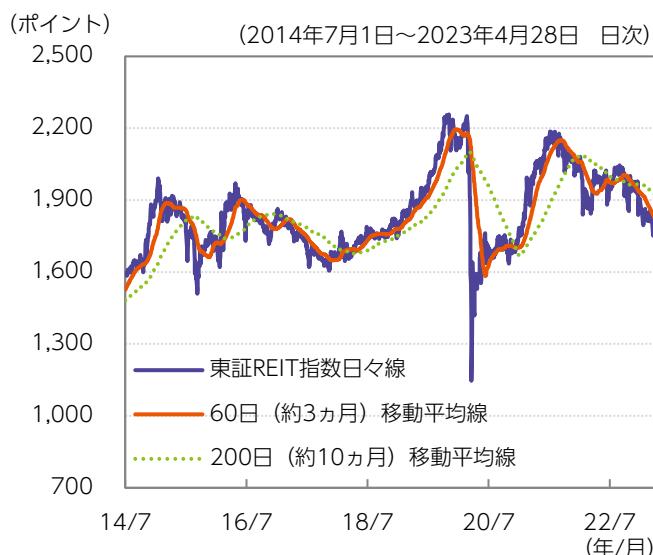


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

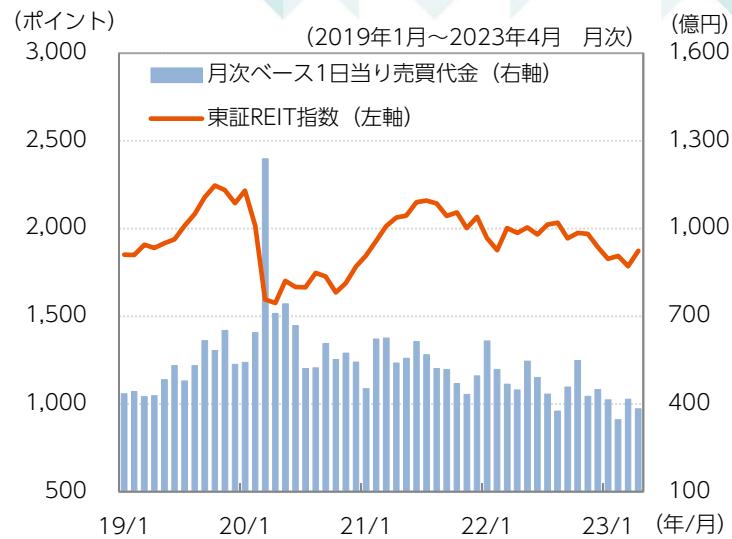


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

	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	-74	115	147	17	146	-532	115

※2023年は4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
2023年2月	-4	12	344	42	1	-233	12
2023年3月	-67	50	-287	-20	89	102	50

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

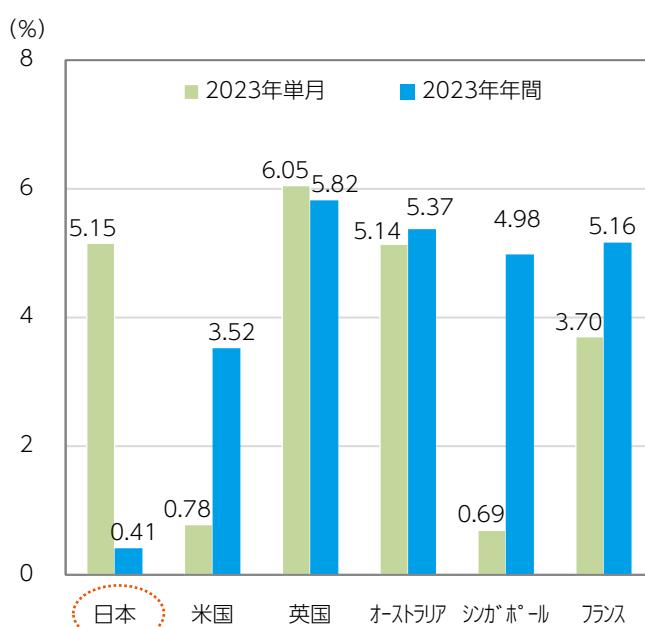
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は4月の買入れを見送りました。買入れの見送りは10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。

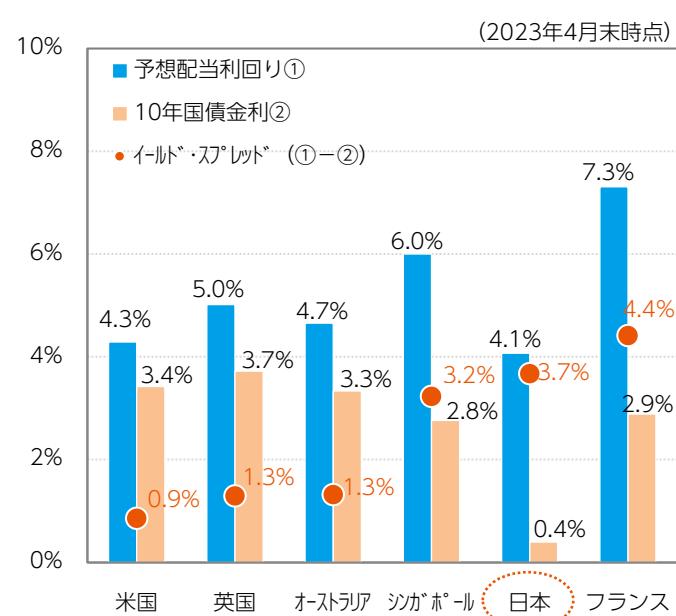
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 4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、すべての国が上昇となりました。米利上げ継続への警戒感がやや後退したことや、金融不安への過度な懸念が後退し、投資家がリスク選好姿勢を強めしたことなどから上昇しました。
- 4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。
- 4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



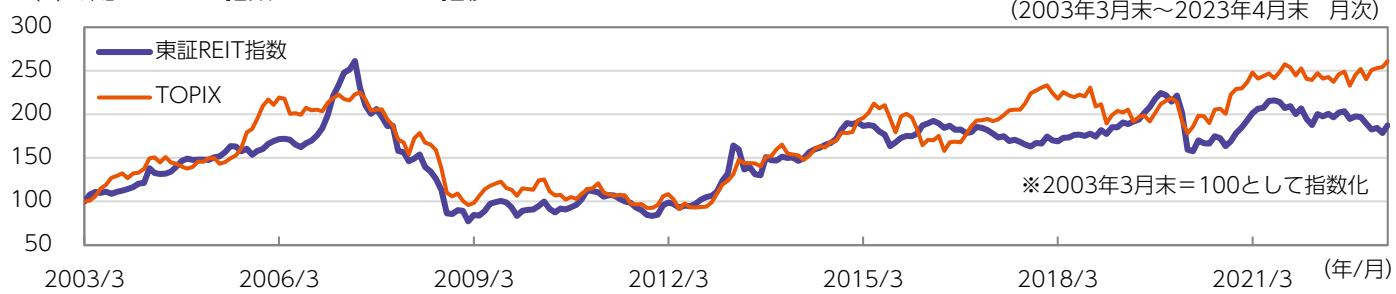
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(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



(2) 差（東証REIT指数 - TOPIX）の推移

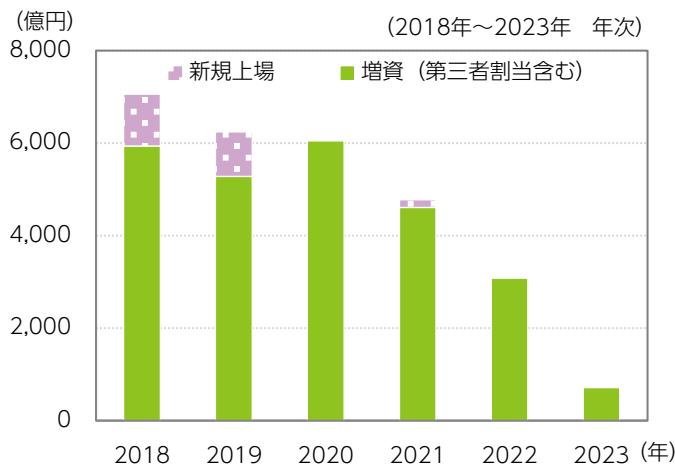


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

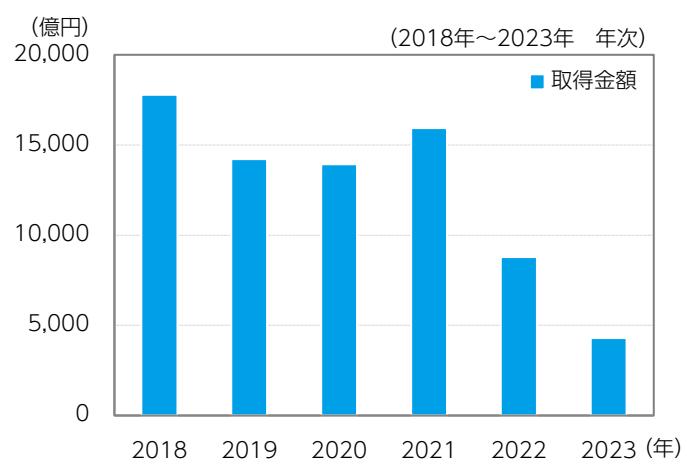
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 4月は新規上場、公募増資（公募増資は発表日ベース）ともにありませんでした。1～4月累計では717億円と、前年同期比で約45%減少しています。
- 4月の物件取得額（受渡しベース）は617億円と、前年同月を3.6%下回りました。用途別では、オフィスが44%、住宅が43%、物流施設が7%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）



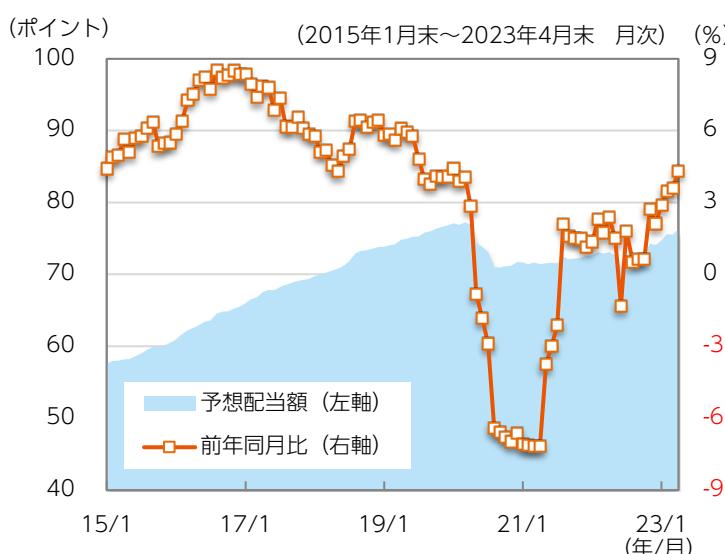
新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は4月末時点

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

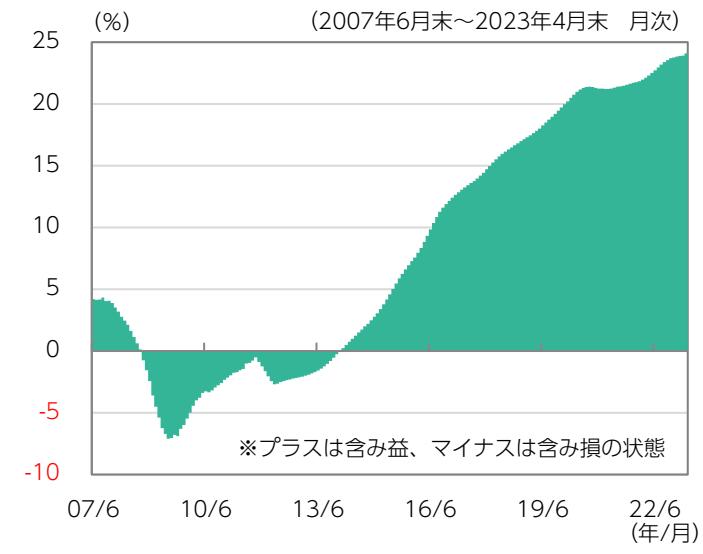
- 4月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比4.3%増となりました。
- 4月末（2023年2月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は24.1%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆1,604億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています。

【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

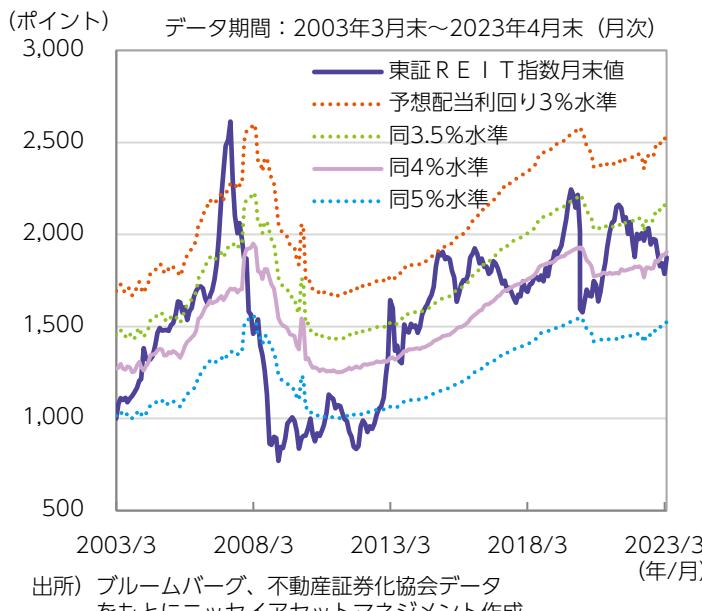


(※) 含み率＝（鑑定評価額－帳簿価格）／帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

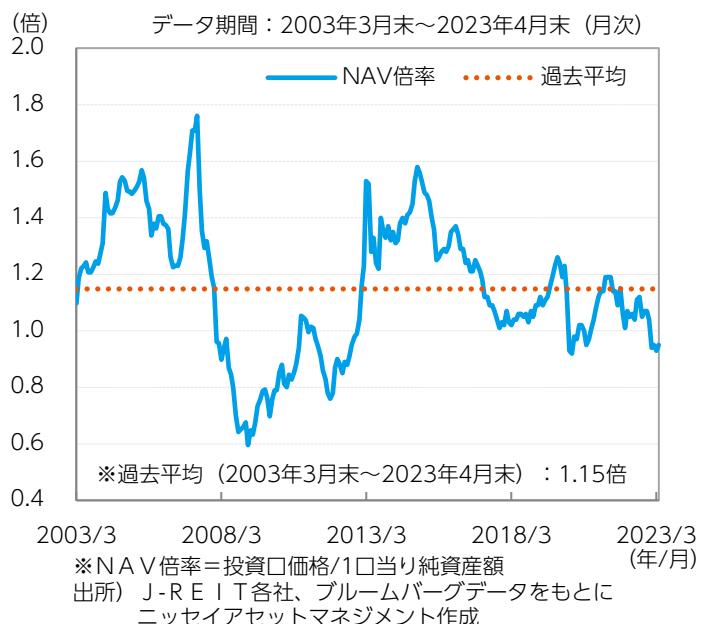
## (7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 4月末の東証REIT指数は1,873.45ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,906ポイントを下回りました。4ヶ月連続で4.0%水準を下回って推移しています。
- 4月末のNAV倍率は0.95倍と前月末の0.93倍から上昇しました。過去平均（2003年3月末～2023年4月末）の1.15倍を20ヶ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



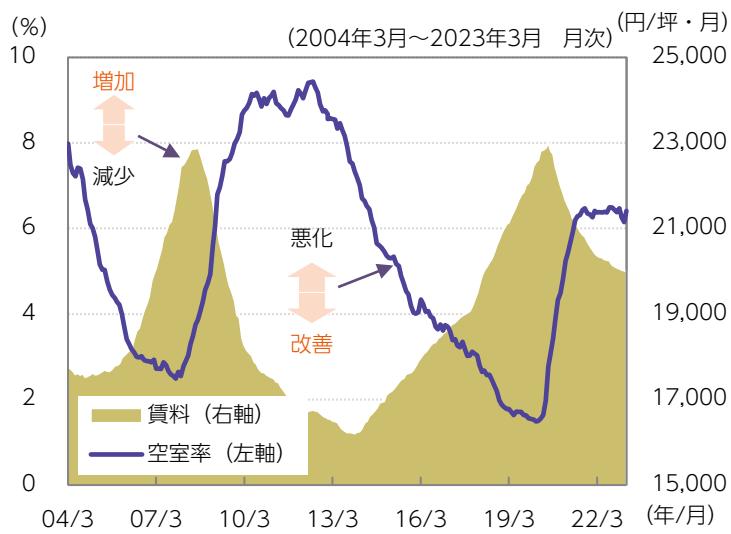
【図表17】J-REITのNAV倍率推移



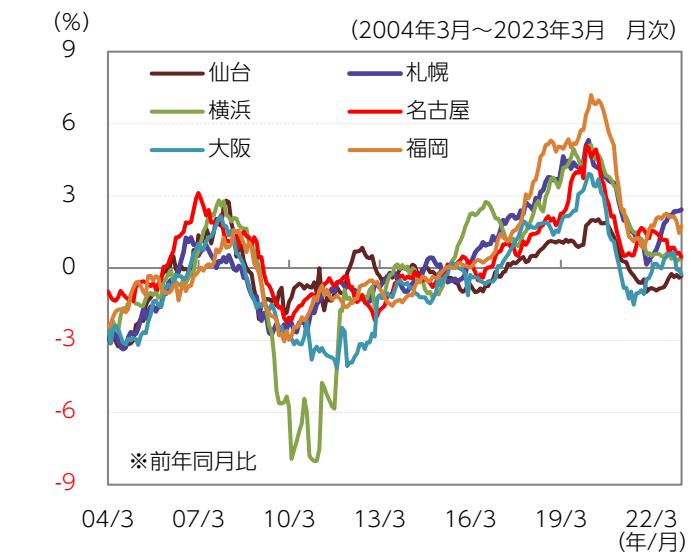
## (8) 不動産市況

- 3月の都心5区のオフィス空室率は6.41%と前月比で上昇しました。3月の坪当たり月額賃料は19,991円と前年同月比1.84%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。
- 3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0.32%減と22ヶ月連続で減少しました。札幌は同2.43%増と前月の同2.38%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



【図表19】主要地方都市オフィス賃料推移



（※）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

## 【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 (土日祝日・年末年始を除く)

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>