

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2023年8月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 7月の東証REIT指数は、前月末比+0.80%の1,877.19ポイントで引けました。国税庁が発表した路線価が25都道府県で上昇したことや、米国のインフレ関連指標が急激に鈍化し株式市場が堅調な展開となったことなどが投資家心理の支えとなりましたが、月末には日銀が長短金利操作（YCC）の柔軟化を決定したことを受け下落する局面もあり、最終的には小幅な上昇となりました。【図表1、2】。
- 7月のセクター別騰落率は、住宅が前月末比-0.20%、オフィスが同+2.01%、商業・物流等が同-0.09%となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.8兆円と前月末から1,296億円増加しました【図表3】。1日当たり売買代金は464億円と、前年同月を7.1%上回りました【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4.10%、10年国債金利は0.60%、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3.50%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）

- 7月7日：厚生労働省が5月の毎月勤労統計調査（速報、従業員5人以上の事業所）を発表。所定内給与は前年同月比+1.8%となった一方、実質賃金上昇率は前年同月比-1.2%と14カ月連続のマイナス。
- 12日：6月の米消費者物価指数（CPI）が前年同月比+3.0%と急激に鈍化。前月の+4.0%を大幅に下回り、市場予想（同+3.1%）も下回った。
- 19日：6月の訪日外国人客数（推計）は前年同月比17倍の207万3,300人となり、新型コロナウイルスの感染が拡大し始めた2020年2月以降、初めて200万人を突破。
- 28日：日銀は金融政策決定会合で、現行の金融緩和政策の現状維持を決定。長短金利操作については、長期金利の変動幅を±0.5%程度を目途とし、より柔軟に運用することとした。

(2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し

- 国税庁が3日に発表した2023年分の路線価（土地の1平方メートルあたりの評価額）は全国平均で前年比+1.5%と2年連続で上昇しました。前年比で上昇したのは25都道府県と、直近3年間で、1番の上昇数となっています。
- 出入国制限の緩和や、コロナ禍で停滞していた商業活動が活発化したことを受け、インバウンド需要の影響を受けやすい商業地を中心に回復が鮮明となりました。経済活動の正常化にともなう賃料上昇や賃貸ニーズの高まり等を背景に、ホテルや商業REITを中心に、J-REIT（東証REIT指数）の業績拡大が期待できそうです。
- 7月25~26日のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、市場予想通り0.25%の利上げが決定されました。FRB（米連邦準備制度理事会）のパウエル議長は『インフレ率を2%に戻すには、まだ長い道のりがある。』と発言し、2023年内の追加利上げの可能性を示唆しており、市場の注目は、次回9月会合に集まっています。
- 日銀は7月の金融政策決定会合で、長短金利操作の柔軟化を決定しました。植田日銀総裁は会見において、『長短金利操作の柔軟化は、金融緩和策の持続性を高めるための措置』と発言し、長短金利操作のもと粘り強く金融緩和を続ける姿勢を改めて示しました。市場では日銀が年内にも金融引き締め方向へ政策修正を行うとの思惑などから国内長期金利の上昇への警戒感がくすぶっていることは、J-REIT（東証REIT指数）のマイナス要因となりそうです。
- 新型コロナの5類感染症移行にともなう経済活動の本格的な再開によるオフィス回帰の加速や、インバウンド（訪日外国人）や観光客によるサービス消費の増加にともない、ホテルや商業施設などを投資対象とするJ-REITを中心に業績の改善が期待されることから、8月のJ-REIT（東証REIT指数）は上値を試す展開になると予想します。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

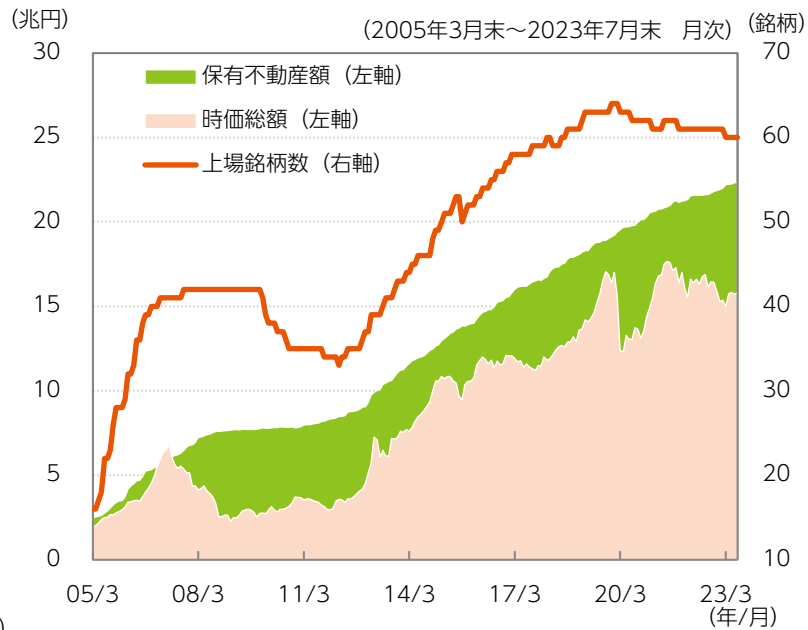
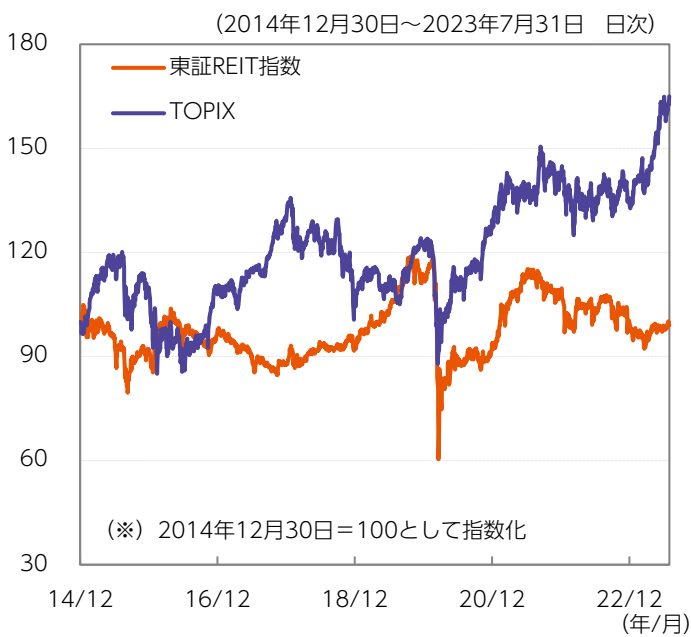
(2023年7月31日時点)

(%)

		2023年		(参考)
		当月	年初来	2022年
配当除き	東証REIT指数	0.80	-0.89	-8.34
	TOPIX	1.48	22.78	-5.05
	差	-0.68	-23.67	-3.29
配当込み	東証REIT指数	1.17	1.57	-4.78
	TOPIX	1.49	24.52	-2.45
	差	-0.33	-22.96	-2.33

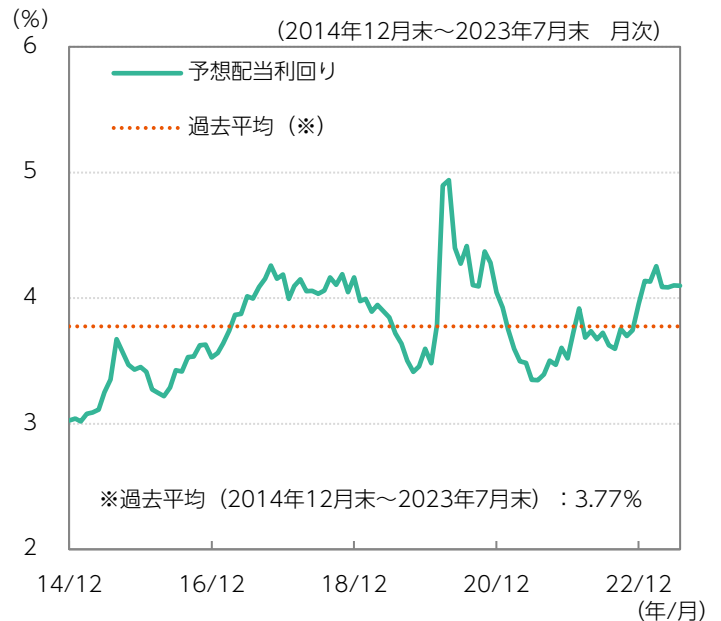
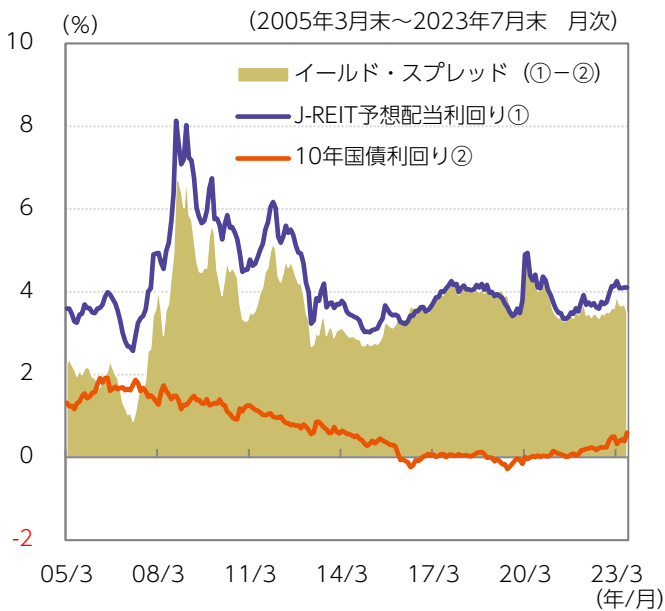
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



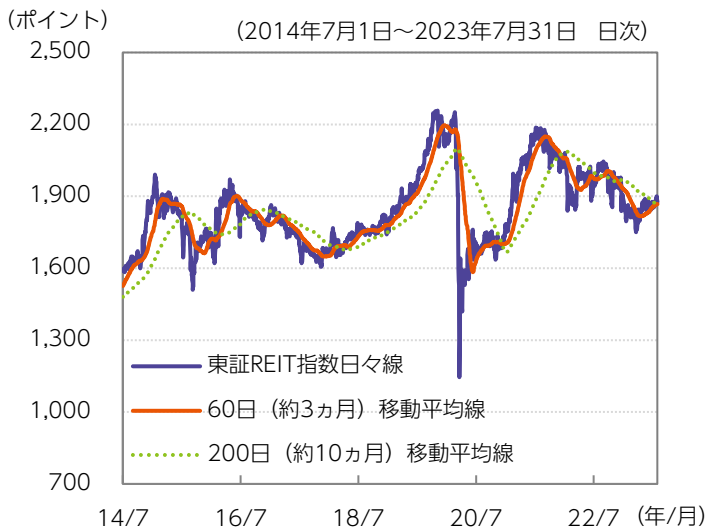
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

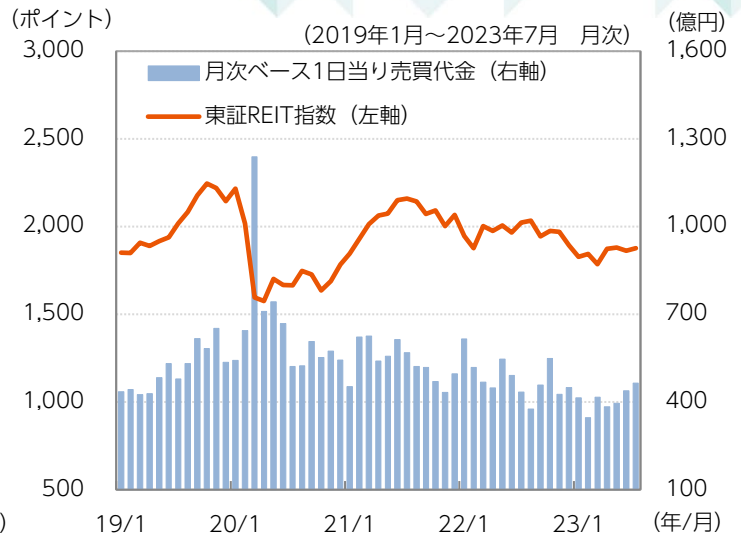


出所) 図表1～5はQuick・ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-105	246	421	38	-80	-757	246

※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

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

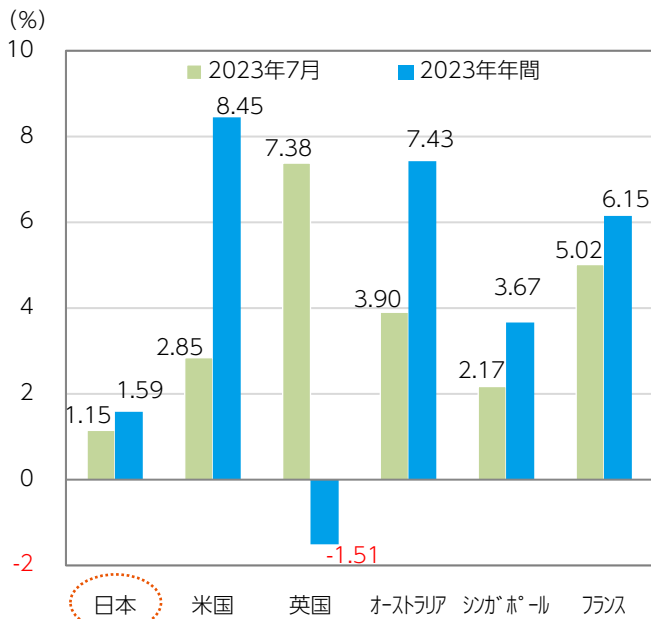
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は7月の買入れを見送りました。買入れの見送りは13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。

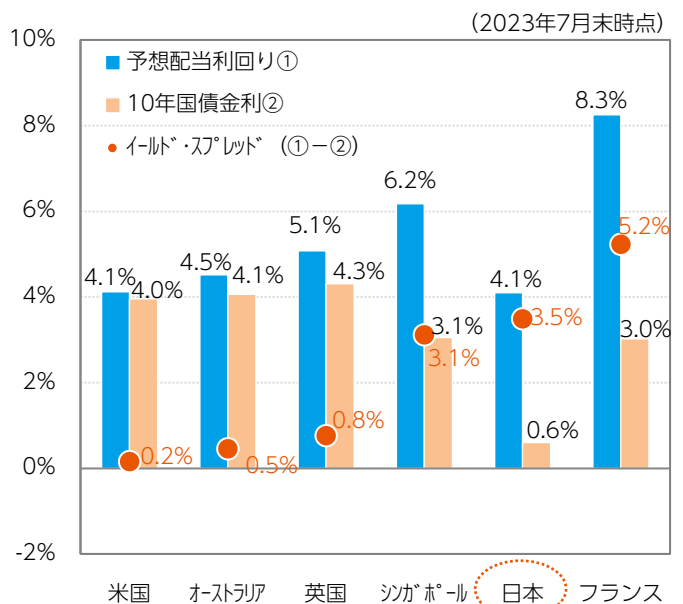
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 7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】。上昇率トップは英国で、消費者物価指数が1年3カ月ぶりに前年同月比+7%台に鈍化したことなどが好感され、反発しました。
- 7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【図表10】。
- 7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



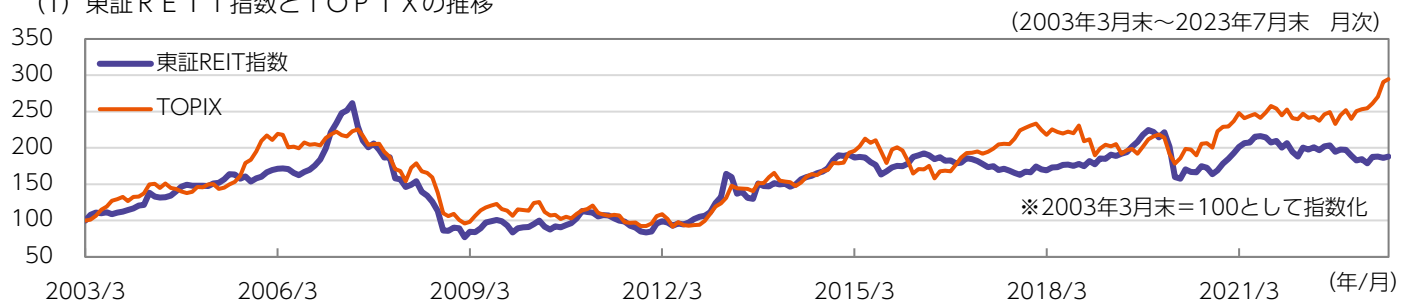
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



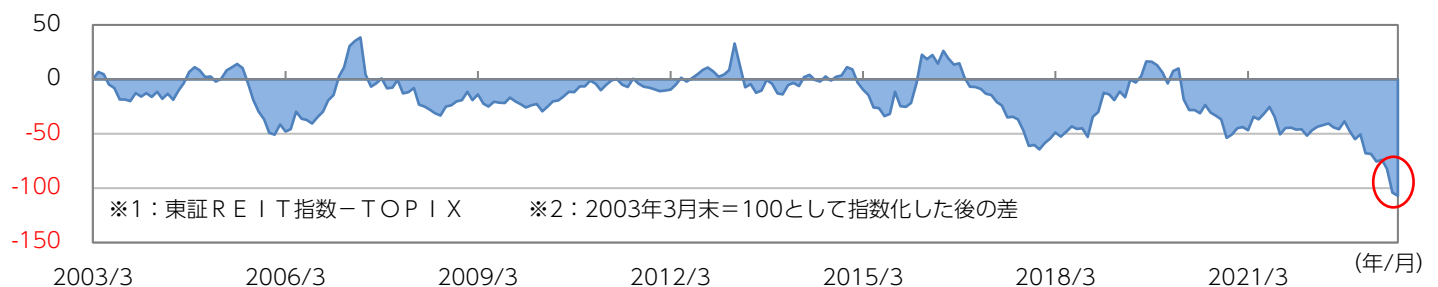
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所 図表9～10はS & P、Quick・不動産証券化協会、ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

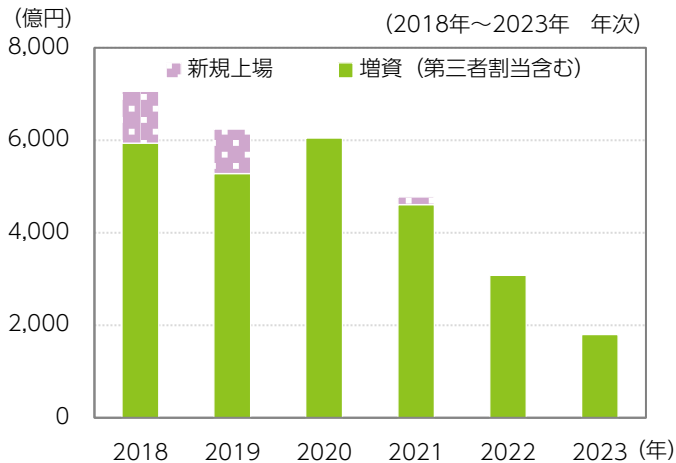


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

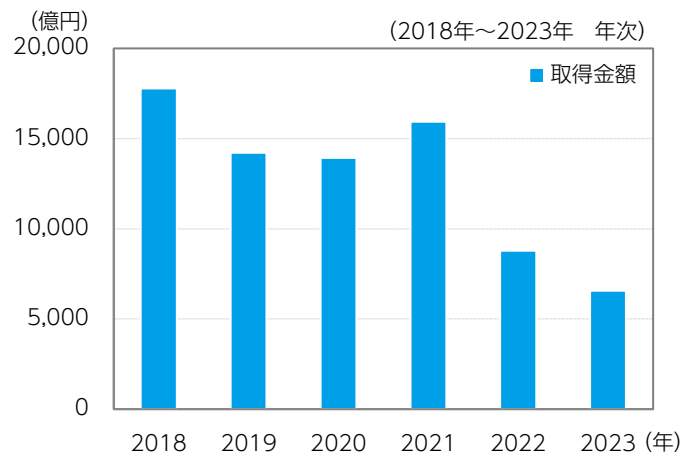
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 7月は1件の公募増資がありました。資金調達は356億円と、前年同月の4.1倍となりました。新規上場はありませんでした【図表12】。
- 7月の物件取得額（受渡しベース）は484億円と、前年同月を130%上回りました【図表13】。用途別では、物流施設が48%、オフィスが43%、住宅が9%となっています。1月～7月累計では6,556億円と、前年同期より33%増加しています。

【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）

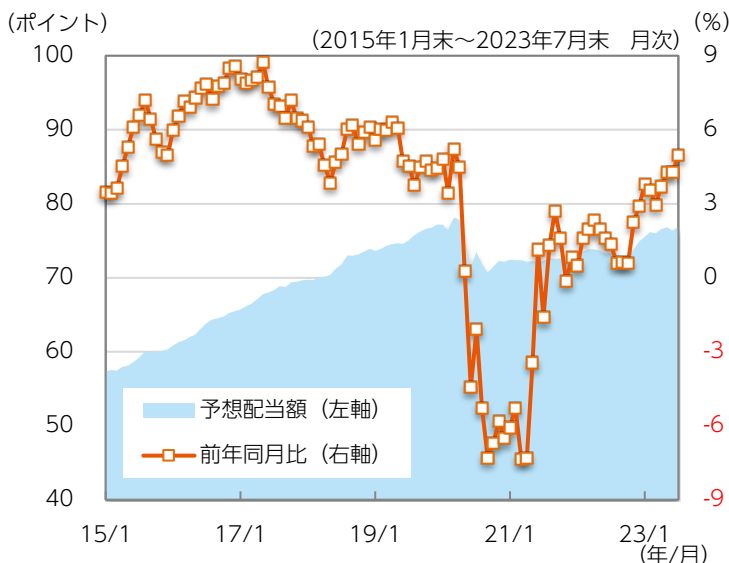


新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は7月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

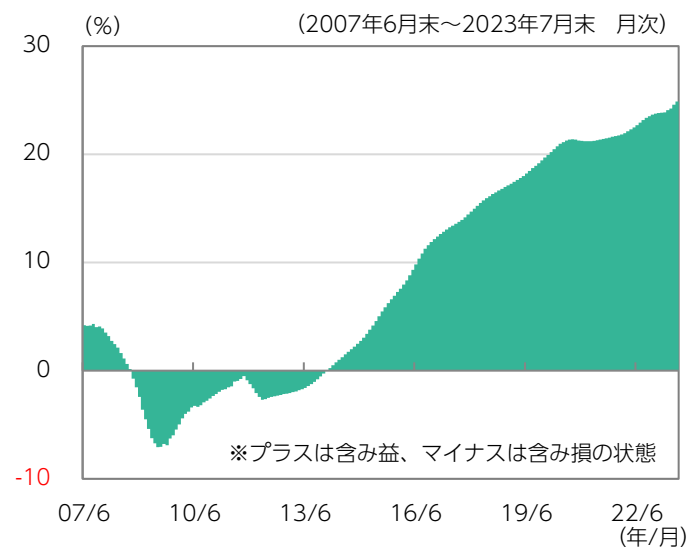
- 7月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比5.0%増となりました【図表14】。
- 7月末（2023年5月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は24.9%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆3,177億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています【図表15】。

【図表14】 J-REITの予想配当額推移



(※) 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

【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移

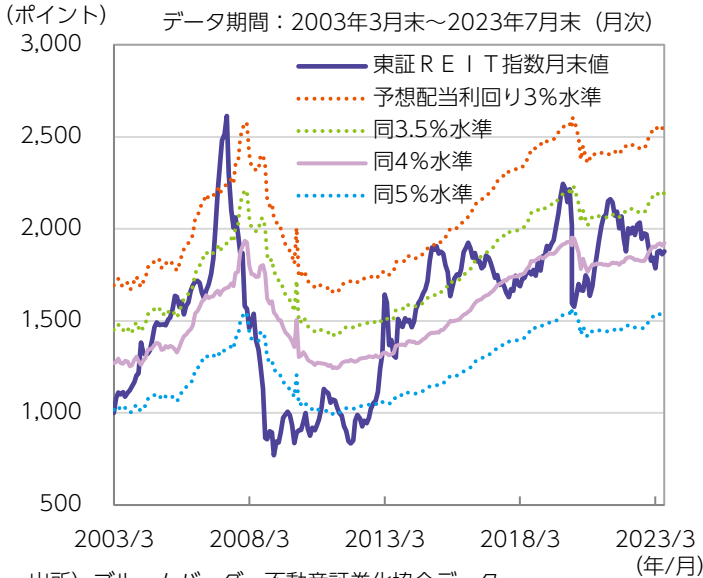


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

- 7月末の東証REIT指数は1,877.19ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,923ポイントを下回りました。7ヵ月連続で4.0%水準を下回って推移しています【図表16】。
- 7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7月末）の1.15倍を23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



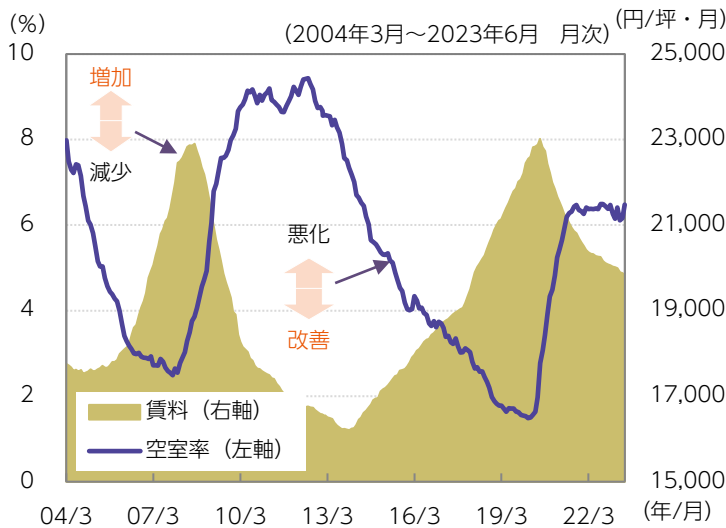
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

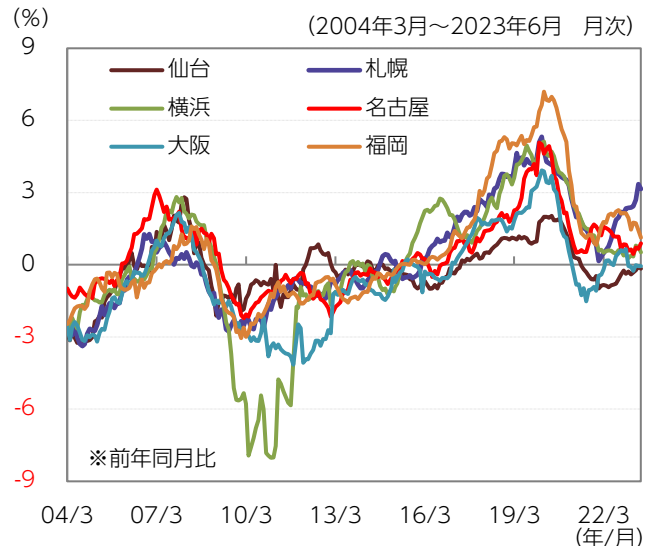
- 6月の都心5区のオフィス空室率は6.48%と前月比で上昇しました【図表18】。6月の坪当たり月額賃料は19,838円と前年同月比2.15%減少し、前年同月比での減少は31ヵ月連続となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは13.8%減少しています。
- 6月のオフィス賃料の主要地方都市別では、仙台が前年同月比0.16%減と25ヵ月連続で、また、大阪が同0.05%減と6ヵ月連続で減少しました。札幌は同3.15%増と上昇を続けています。

【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/>