

## J-REITレポート

## J-REIT市場 現状と今後の見通し (2022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-0.24%の1,970.04ポイントで引けました。米金融当局による金融引締めが長期化すると懸念から、日米の長期金利が上昇基調となったことから、軟調に推移しました。その後は、米インフレ関連指標の低下などを受けて、米金融当局の利上げペースが鈍化すると期待から米長期金利が低下すると東証REIT指数も緩やかな上昇基調となりました【図表1、2】。11月のセクター別騰落率は、オフィスが前月末比-1.35%、住宅が同-0.22%、商業・物流等が同+0.85%となりました。

## 【市場規模・売買代金等】

- ▶ 時価総額は16.4兆円と前月末から254億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は426億円と、前年同月を1.5%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3.77%、10年国債金利は0.25%、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3.52%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.43%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)

- 11月10日: 10月の米消費者物価指数(CPI)が市場予想の前年同月比+7.9%を下回り、同+7.7%となる。利上げのペースが鈍化すると期待から、外国為替市場では一時1ドル=140円台を付ける。
- 15日: 新型コロナウイルスの国内新規感染者数が9月14日以来となる10万人を上回る。厚生労働省は感染第8波到来の可能性があると、早期ワクチン接種などを呼びかけ。
- 16日: 日本政府観光局(JNTO)が、10月の訪日外国人旅行者数が新型コロナウイルス感染拡大前の2020年2月に次ぐ規模となる前月比2.4倍の49万8,600人(推計)と発表。
- 21日: 上昇する電気代などの抑制策を含む総合経済対策の裏付けとなる2022年度第2次補正予算案が国会に提出され、審議が開始される。

## (2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- ▶ 米国などのインフレが落ち着きの兆しをみせ各国の利上げペース鈍化の動きが広がる中、米長期金利などが低下基調で推移しており、また国内ではインバウンド需要(訪日外国人旅行消費額)への期待が高まっています。ただし、経済効果があらわれるのは数カ月先になると思われ、12月のJ-REIT(東証REIT指数)は堅調な推移が予想されるものの、本格的な上昇局面に入るには時間を要するものと思われ。
- ▶ 10月米CPIは、市場予想を下回る前年同月比+7.7%となり、インフレは今後落ち着くとの見方から、FOMC(米連邦公開市場委員会)による利上げペース鈍化への期待が強まり、米長期金利は低下しました。11月初旬に一時4.2%台を超える水準まで上昇したものの、足元は3.4%台まで低下しています。オーストラリア、カナダなど各国で利上げペース鈍化への動きが出始めており、次回12月FOMCでの利上げペース鈍化の観測が高まっています。上昇基調で推移してきた各国の長期金利に頭打ちの兆しがみえてきたことは、J-REITの支援材料になると思われ。
- ▶ 日本政府観光局が発表した10月の訪日外国人旅行者数は49万8,600人(推計)となり、水際対策が緩和される前、9月の20万6,500人(同)の2.4倍と大幅に増加しました。しかし”コロナ前”の2019年10月と比較すると約8割減の水準にあり、本格的な回復には至っていません。”コロナ前”に訪日外国人旅行者の約3割を占めていた中国人旅行者は、海外からの帰国者への隔離義務など「ゼロコロナ政策」が中国では継続されており、10月は2万人程度と低水準に留まりました。足元、中国では新型コロナウイルスの新規感染者数が増加傾向にあり、一部に緩和の兆しがあるものの、水際対策など本格的な行動制限の緩和には時間を要すると思われ。J-REITは国内の経済活動正常化や水際対策の緩和への期待から、ホテルや商業施設といったセクターは年初より回復傾向にあるものの、物流や住宅セクターは上値の重い展開となっており、セクターによりばらつきがみられます。首都圏新築マンション販売が3カ月ぶりに前年同月比を上回るなどプラス材料もありますが、総合経済対策やインバウンド需要などの経済効果があらわれるのは数カ月先になると思われ、J-REIT(東証REIT指数)が本格的な上昇局面に入るには時間を要するものと思われ。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

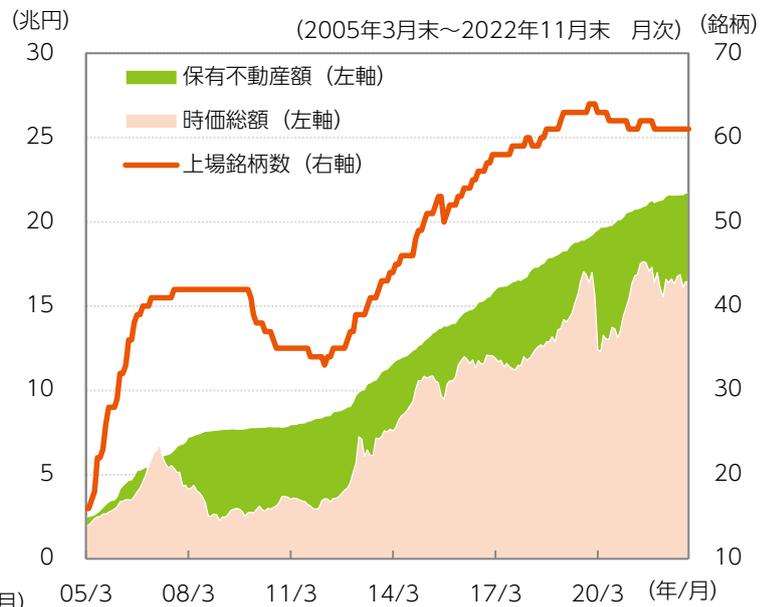
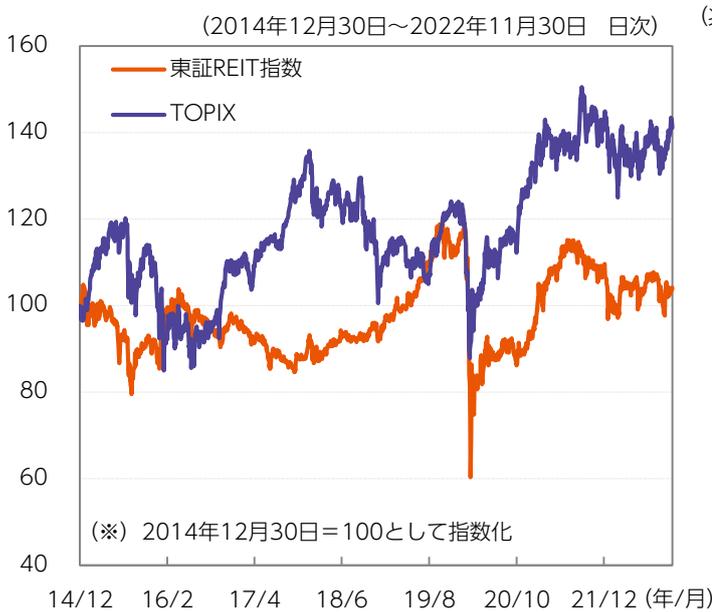
(2022年11月30日時点)

(%)

		2022年		(参考)
		当月	年初来	2021年
配当除き	東証REIT指数	-0.24	-4.66	15.83
	TOPIX	2.91	-0.34	10.40
	差	-3.15	-4.32	5.43
配当込み	東証REIT指数	0.01	-1.29	19.98
	TOPIX	2.95	2.21	12.74
	差	-2.94	-3.50	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



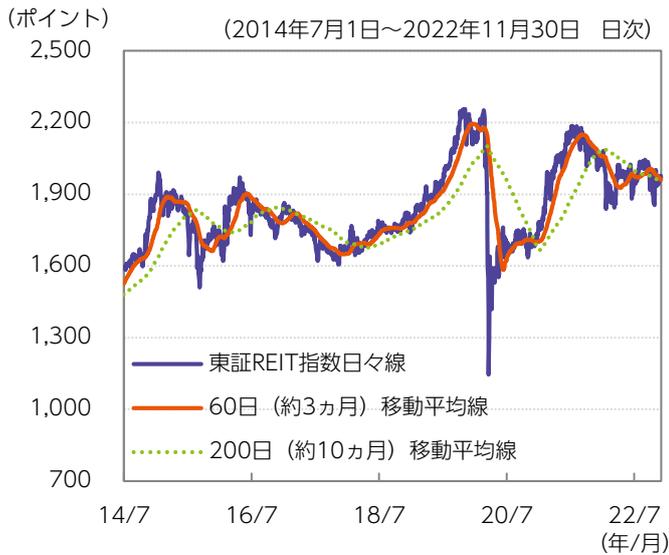
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【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	1	-785	485	-1	-670	1,000	-778

※2022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	42
2022年7月	17	-17	287	78	-96	331	2
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

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

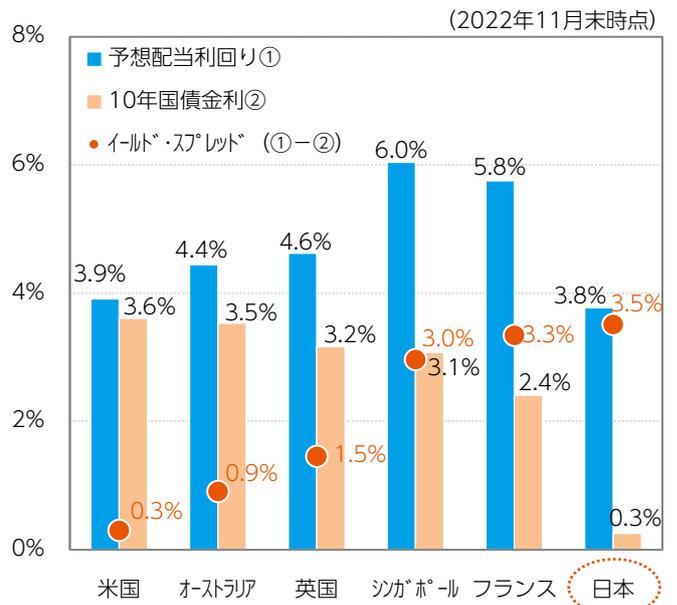
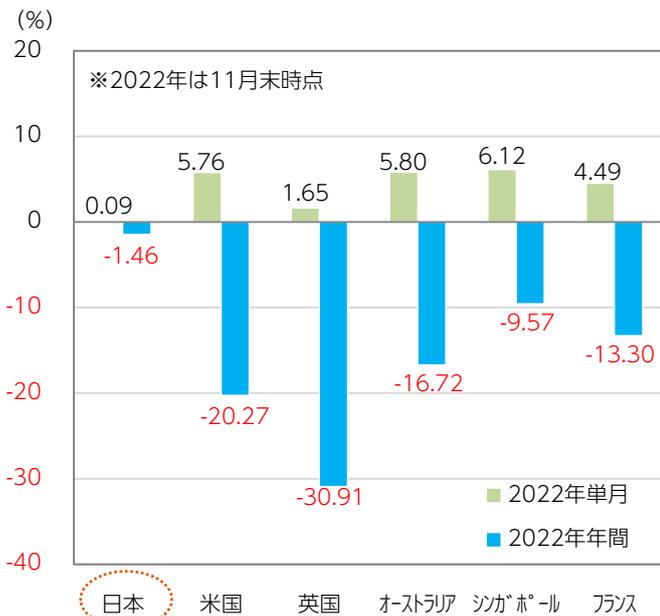
- 日銀は11月の買入れを見送りました。買入れの見送りは5カ月連続となります。ETF(上場投資信託)についても買入れを見送りました。
- 日銀は2021年3月の金融政策点検で、J-REITやETFの買入れについて、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行う方針に変更しています。

### (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、すべての国で上昇となりました。米金融当局による利上げペースの鈍化期待から、月後半にかけて米長期金利が低下傾向となったことが投資家のリスク選好姿勢を強め、各国REIT指数は上昇しました。
- 11月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国中で最大となっています。
- 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、高水準となっています。足元のJ-REITはTOPIXに対し、出遅れ感が継続していると考えています。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

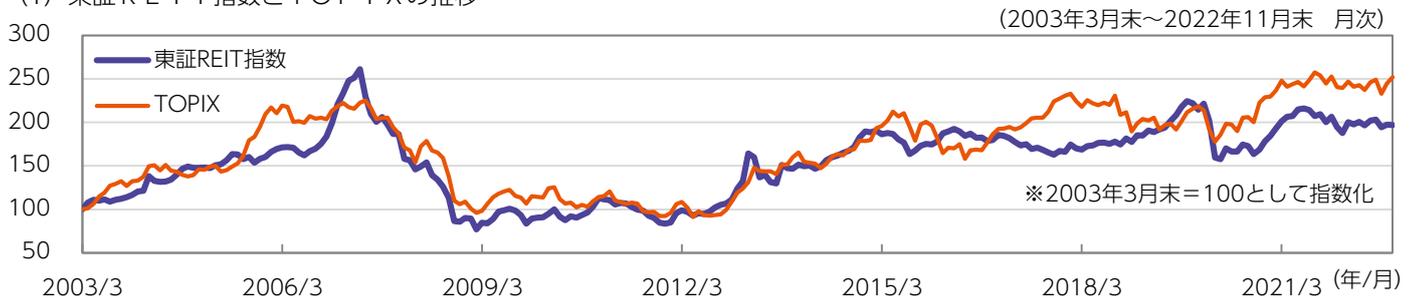
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



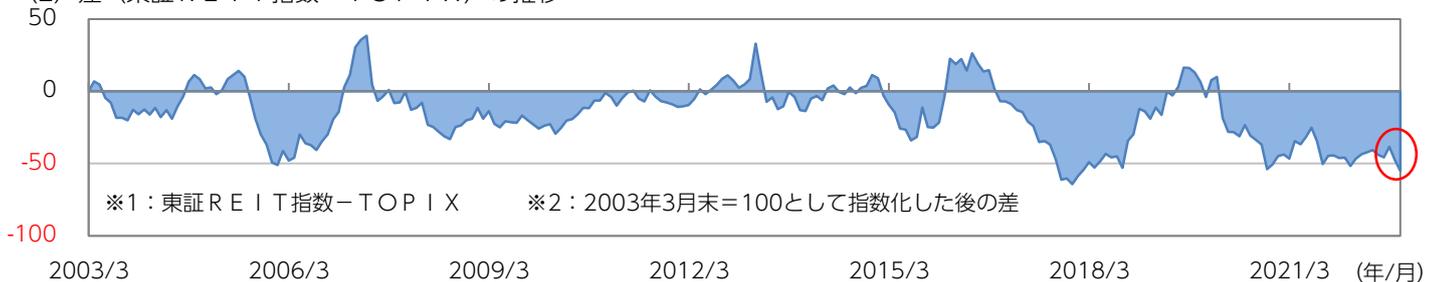
(注) 図表9~10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
 出所) 図表9~10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

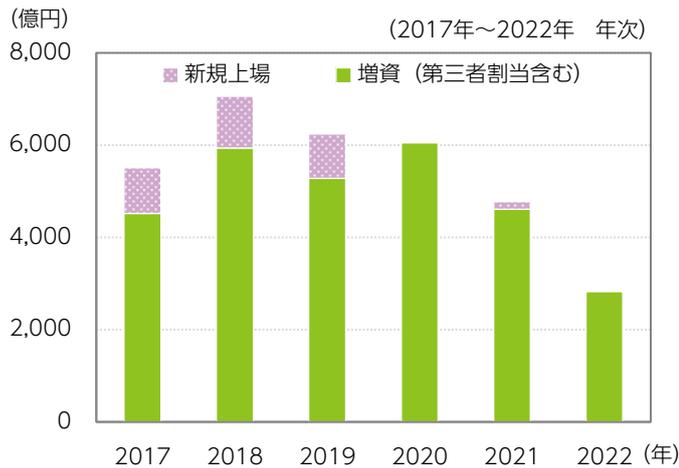


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

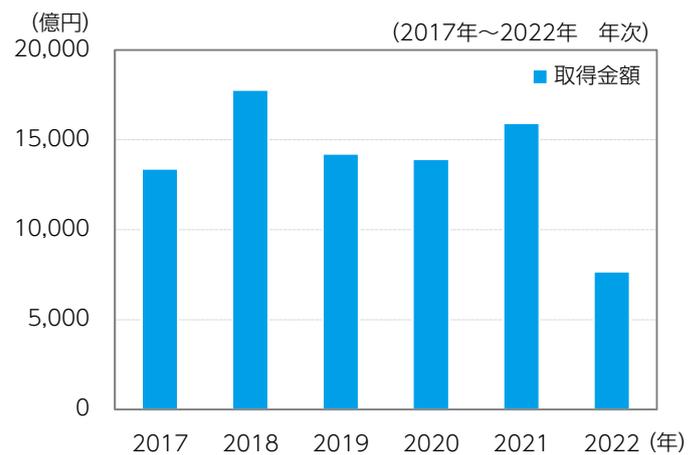
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 11月は3件の公募増資がありました。資金調達額は190億円と、前年同月を67%下回りました。11月は新規上場はありませんでした。
- 11月の物件取得額（受渡しベース）は939億円と、前年同月を3%下回りました。用途別では、物流施設が73%、住宅が18%、オフィスが6%等となっています。1～11月累計では7,680億円と、前年同期を45%下回っています。

【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）



※2022年は11月末時点

新規上場は上場月、増資は発表月ベース

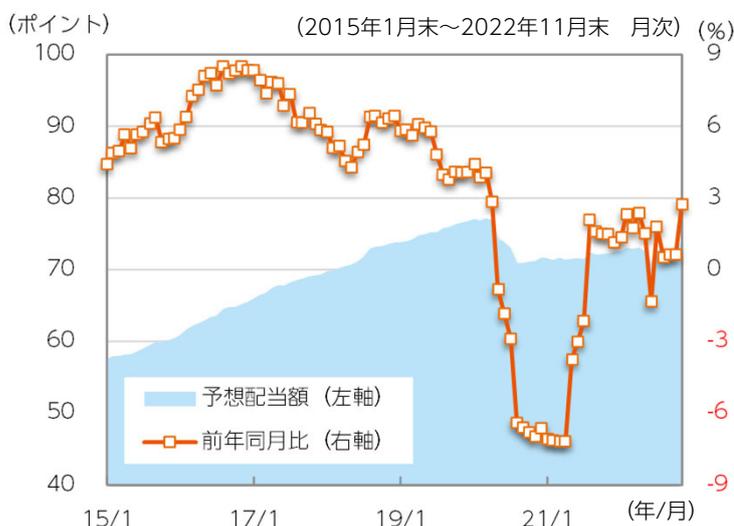
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

※2022年は11月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

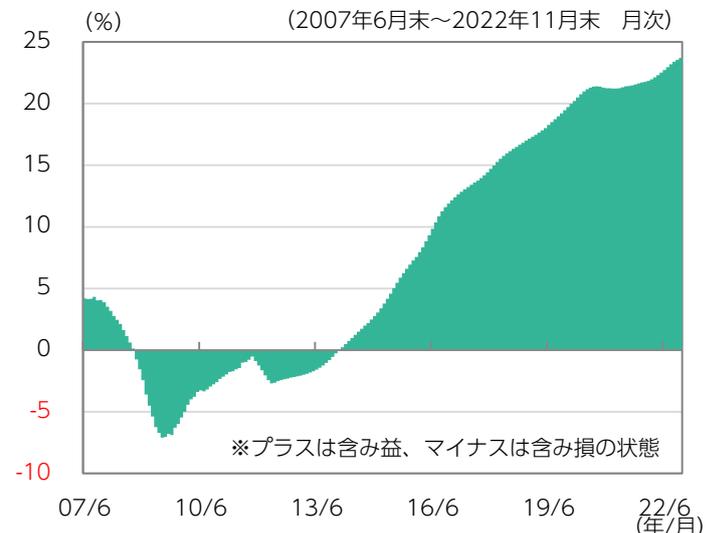
- 11月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比2.7%増となりました。
- 11月末（8月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は23.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆9,153億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来、最大となりました。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています。

【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

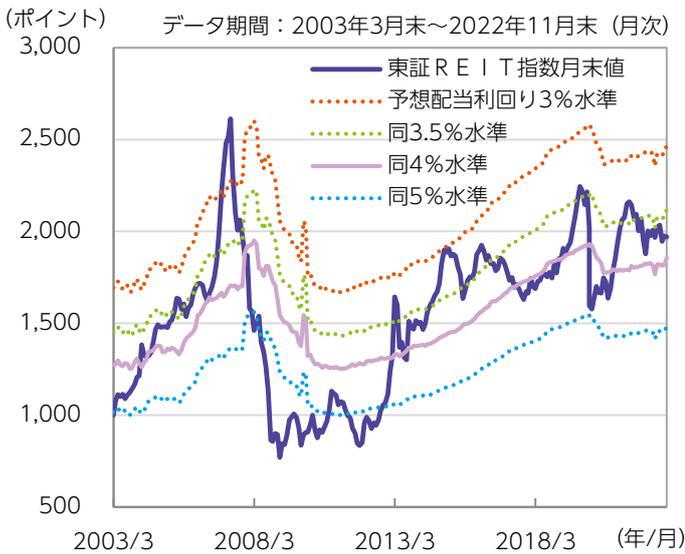


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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

- 11月末の東証REIT指数は1,970.04ポイントと、予想配当利回り3.5%水準である2,122ポイントを下回りました。13ヵ月連続で3.5%水準を下回りました。
- 11月末のNAV倍率は1.07倍と前月末の1.07倍から横ばいとなりました。過去平均（2003年3月末～2022年11月末）の1.15倍を15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

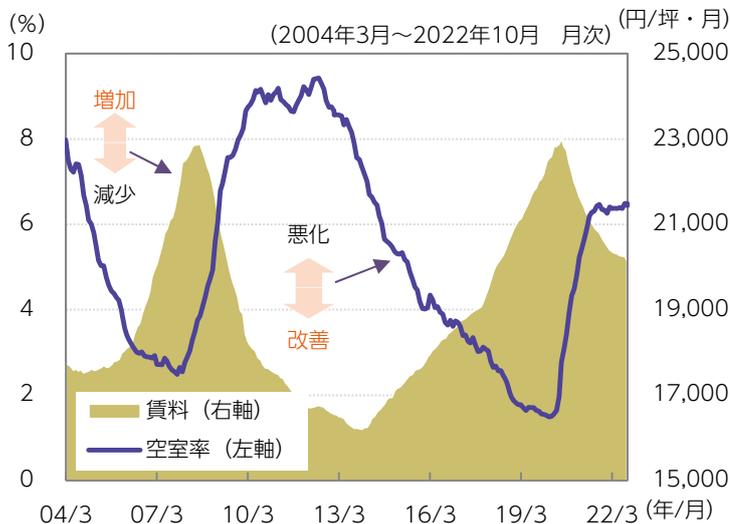


※NAV倍率=投資口価格/1口当り純資産額  
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに  
ニッセイアセットマネジメント作成

## (8) 不動産市況

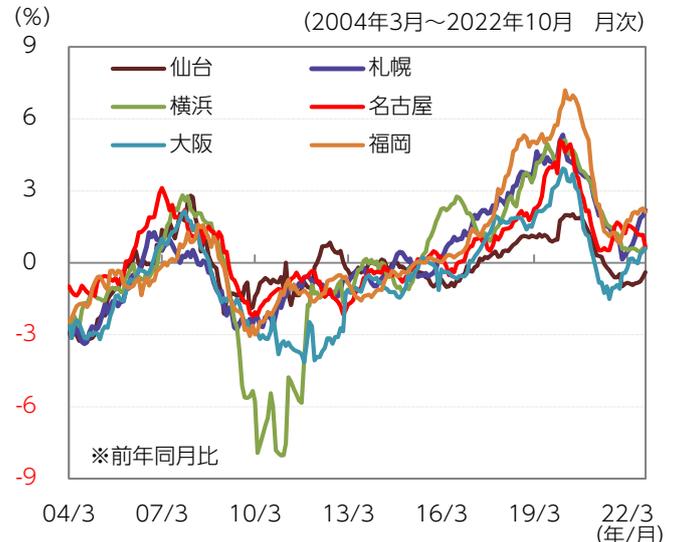
- 10月の都心5区のオフィス空室率は6.44%と前月比で低下となりました。10月の坪当たり月額賃料は20,114円と前年同月比3.32%減少しました。減少幅は2021年7月の8.56%をピークに縮小傾向となっています。
- 10月のオフィス賃料の主要地方都市別では、仙台が前年同月比0.40%減と17ヵ月連続で減少しました。札幌は同2.19%増と前月の同1.96%増から伸び率は拡大しています。

【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/>