

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2023年4月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 3月の東証REIT指数は、前月末比-3.12%の1,785.77ポイントで引けました。3月10日の米シリコンバレーバンク (SVB) の経営破綻を機に、欧米を中心に金融システム不安が広がったことから、投資家のリスク回避姿勢が強まり、月間を通じて軟調な展開となりました。東証REIT指数は1,800ポイントを割り込んで取引を終えました【図表1、2】。3月のセクター別騰落率は、住宅が前月末比-2.71%、オフィスが同-3.69%、商業・物流等が同-2.67%となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.0兆円と前月末から3,945億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は417億円と、前年同月を11.0%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4.23%、10年国債金利は0.35%、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3.88%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.60%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)

- 3月10日：主にスタートアップ企業への融資で知られる銀行持ち株会社SVBファイナンシャル・グループ傘下のシリコンバレーバンク (SVB) が経営破綻。資産規模はリーマン危機後で最大。
- 15日：政府・与党は物価高対策として低所得世帯への追加の現金給付を検討。まず3万円、さらに子ども1人あたり5万円を軸に調整する方針。
- 15日：2023年の春季労使交渉は、製造業の8割が労働組合からの賃上げ要求に対し満額回答。物価上昇に配慮し、高水準の賃上げの回答が相次いだ。
- 22日：国土交通省が発表した2023年1月1日時点の公示地価は、全用途の全国平均が前年比1.6%上昇。リーマン・ショック前の2008年(同1.7%)に次ぐ水準となった。

(2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- 春季の労使交渉や追加経済対策への期待など、J-REIT(東証REIT指数)にとっては明るい材料がある一方、3月は米銀行の相次ぐ破綻による信用不安から投資家がリスク回避姿勢を強めました。米金融当局による異例の措置などにより金融不安は和らぎつつあることから、J-REITは慎重に上値を探るものと予想します。
- 春季の労使交渉では、製造業の8割が労働組合の賃上げ要求に満額回答するなど、企業の賃上げに向けた動きが活発となっています。長年の賃金停滞から脱却し、持続的な賃上げへと繋がれば、消費の活発化など国内経済の好循環期待が高まるものと思われます。また、岸田首相は高止まりが続くインフレ対策として追加経済対策案を与党側に提示するよう求めているとの報道もあり、追加経済対策への期待も高まっています。企業の賃上げに向けた動きや、政府による追加経済対策は、J-REITにとってはプラス材料であると思われます。
- 10日、主にスタートアップ企業への融資で知られる米中堅金融会社、SVBファイナンシャル・グループ傘下のシリコンバレーバンク (SVB) が経営破綻しました。今回の破綻は2008年9月のリーマン・ショック時に破綻したワシントン・ミュージュアルに次ぐ資産規模となります。12日には、中小企業向けの専門銀行・シグネチャー・バンクが経営破綻すると、米銀行への信用不安から投資家のリスク回避姿勢が強まり、国内外の株価は大きく下落しました。全預金者を保護するという米国政府などの異例の措置を受け、信用不安は和らぎつつあるものの、投資家のリスク回避姿勢が強まる相場環境が続くことはJ-REITにとってマイナス材料であると思われます。足元の国内長期金利は、安全性資産への資金逃避の動きから、日銀が許容する長期金利の変動幅の上限(+0.5%)を下回る水準で推移しています。植田日銀新総裁の就任により、年央にかけて国内長期金利の変動許容幅拡大など、金融緩和策の修正が行われるとの見方が大勢を占めており、今後、国内長期金利は上昇することも想定されます。金利上昇懸念は重荷となるものの、賃金上昇の動きや追加経済対策への期待を支えに、J-REITは慎重に上値を探るものと想定します。

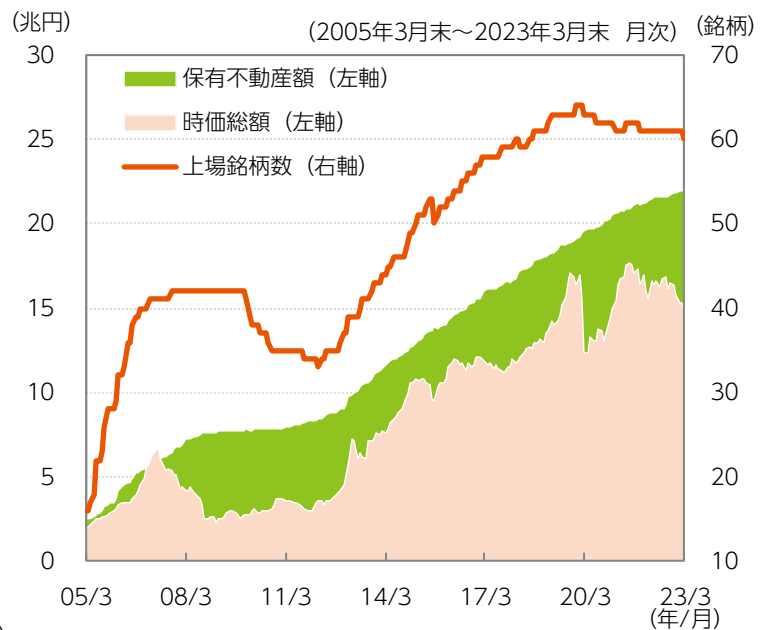
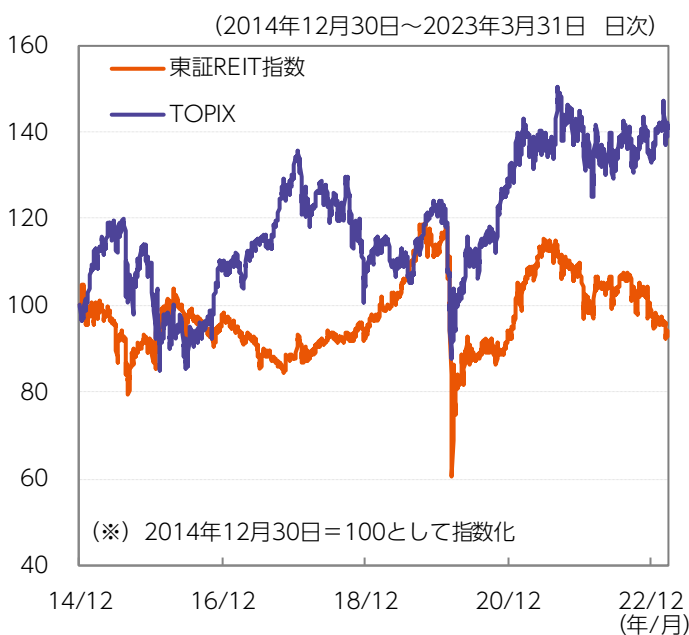
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2023年3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	-3.12	-5.72	-8.34
	TOPIX	0.51	5.91	-5.05
	差	-3.63	-11.63	-3.29
配当込み	東証REIT指数	-2.92	-4.52	-4.78
	TOPIX	1.70	7.21	-2.45
	差	-4.63	-11.73	-2.33

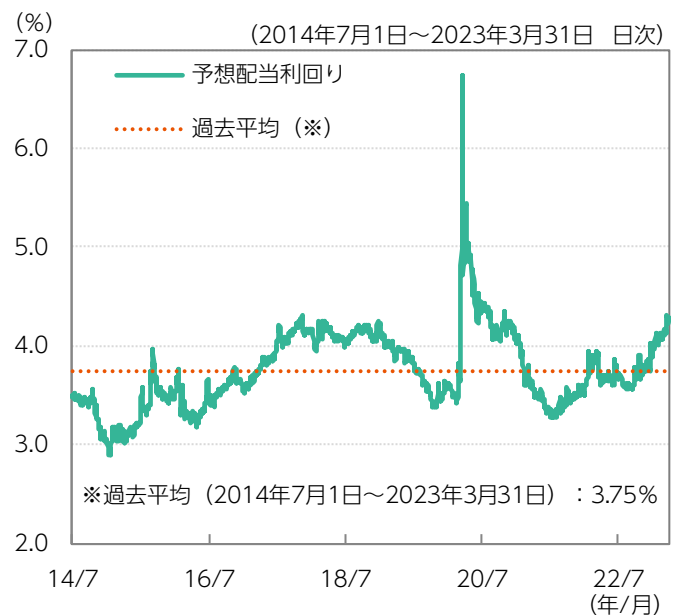
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



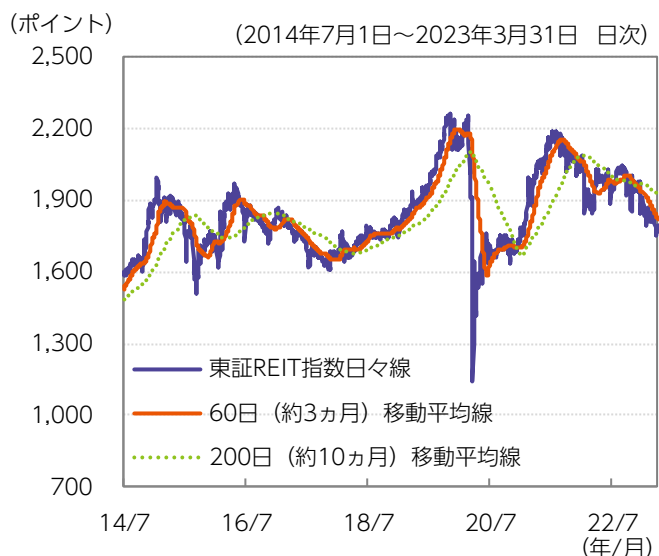
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

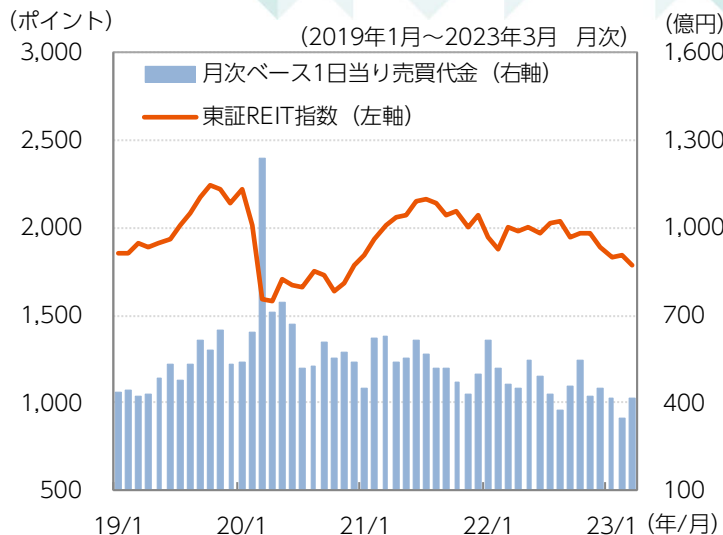


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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 (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	-6	65	434	37	57	-634	65

※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
2023年2月	-4	12	344	42	1	-233	12

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

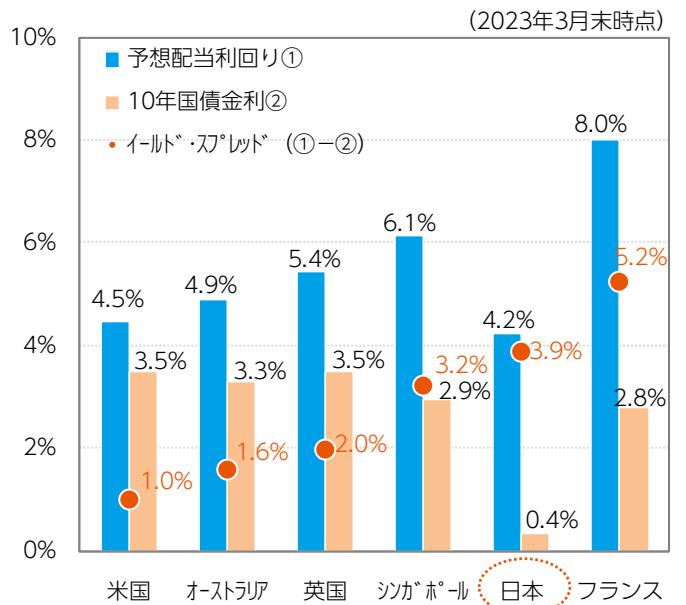
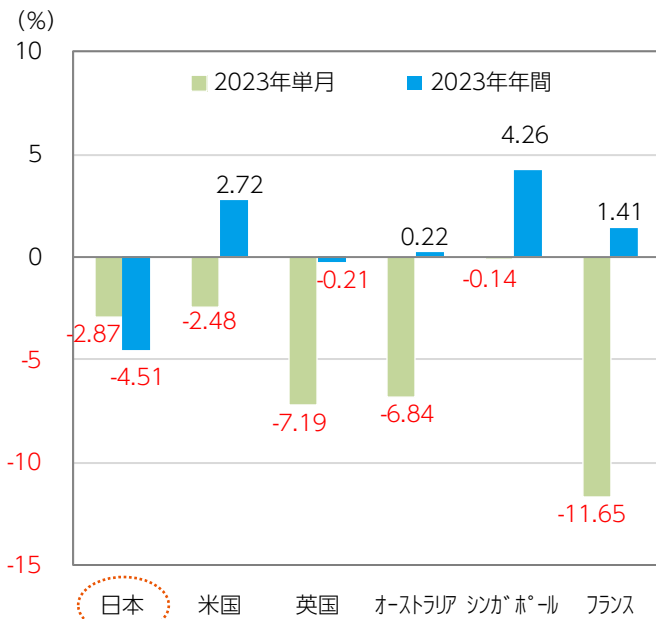
- 日銀は3月の買入れを見送りました。買入れの見送りは9ヵ月連続となります。なお、ETF（上場投資信託）は、1,402億円の買入れがありました。
- 日銀は2021年3月の金融政策点検で、J-REITやETFの買入れについて、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行う方針に変更しています。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 3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、すべての国が下落しました。米銀行の経営破綻を受け、金融機関に対し信用不安が広がったことから、投資家がリスクを回避する姿勢が強まり、欧米を中心に下落率が大きくなりました。
- 3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。
- 3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

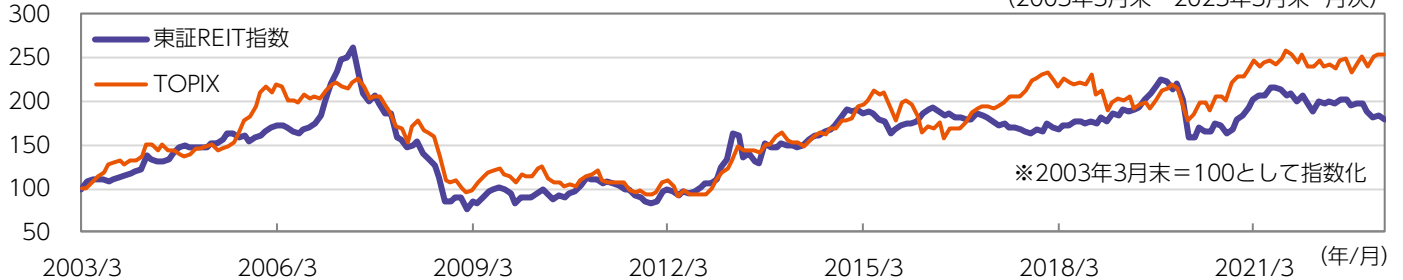


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

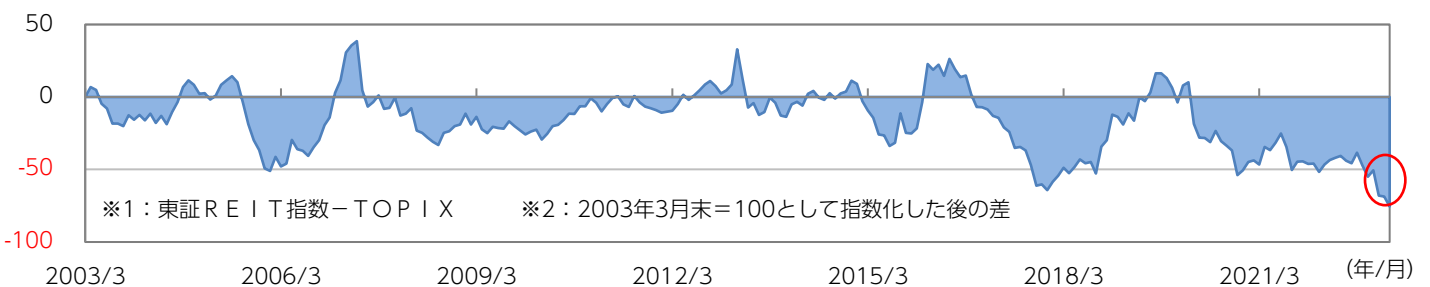
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2023年3月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

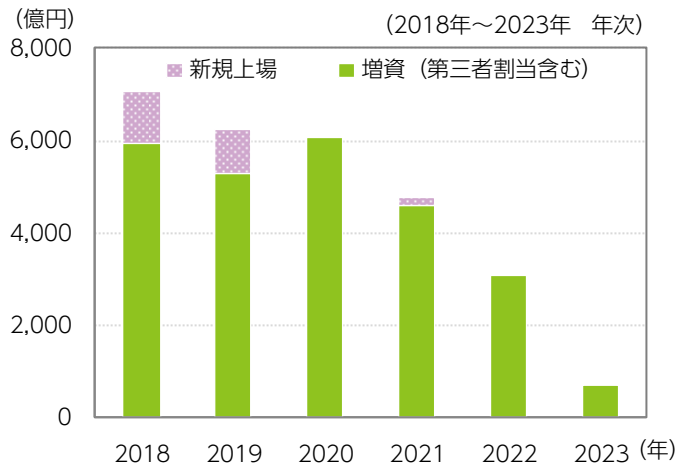


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

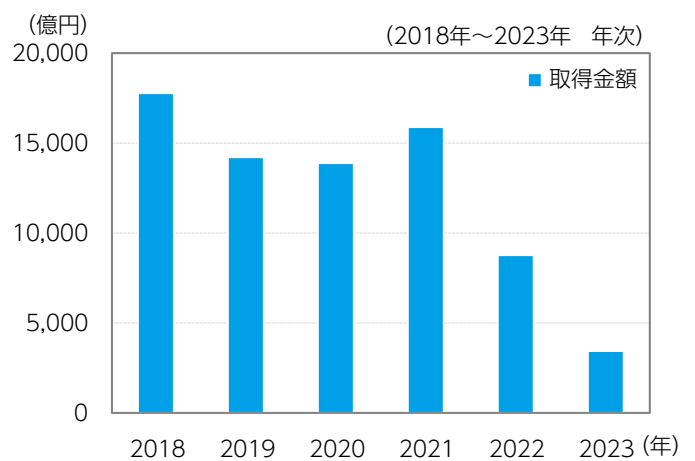
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 3月は3件の公募増資がありました。資金調達額は368億円となりました。新規上場はありませんでした。
- 3月1日付けで森トラスト・ホテルリート投資法人が森トラスト総合リート投資法人に吸収合併され、上場銘柄数は60銘柄となりました。
- 3月の物件取得額（受渡しベース）は1,868億円と、前年同月を4.4%下回りました。用途別では、オフィスが43%、住宅が27%、ホテルが13%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）



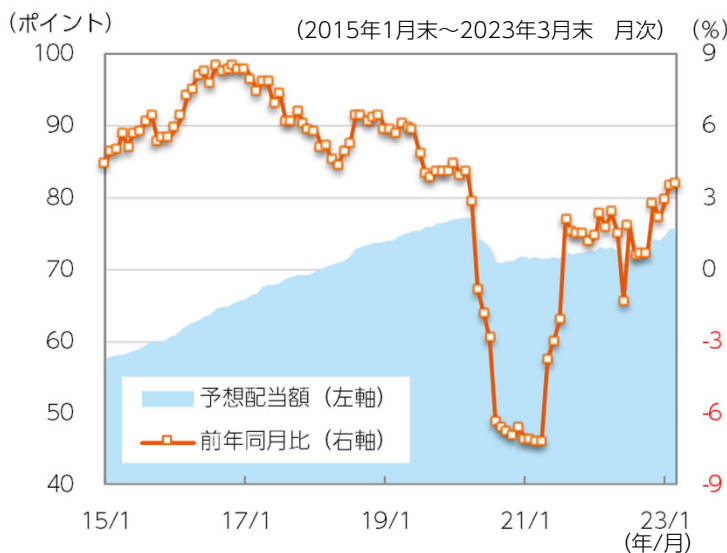
新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は3月末時点

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

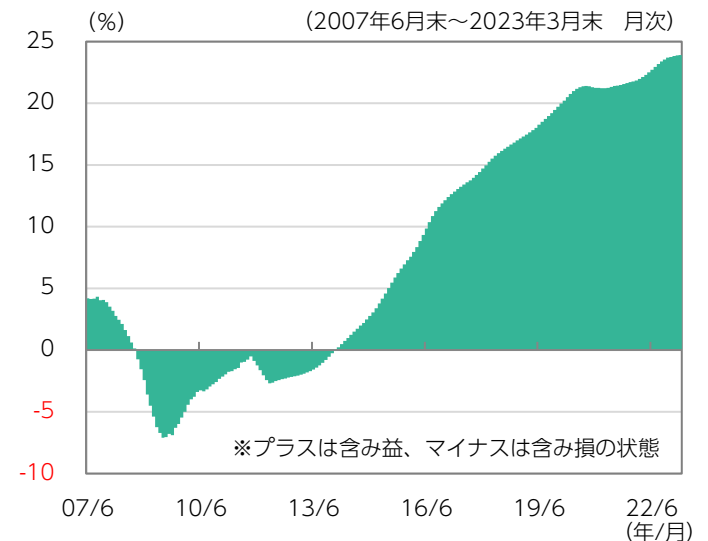
- 3月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比3.6%増となりました。
- 3月末（2023年1月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は23.9%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆9,529億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています。

【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) プ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

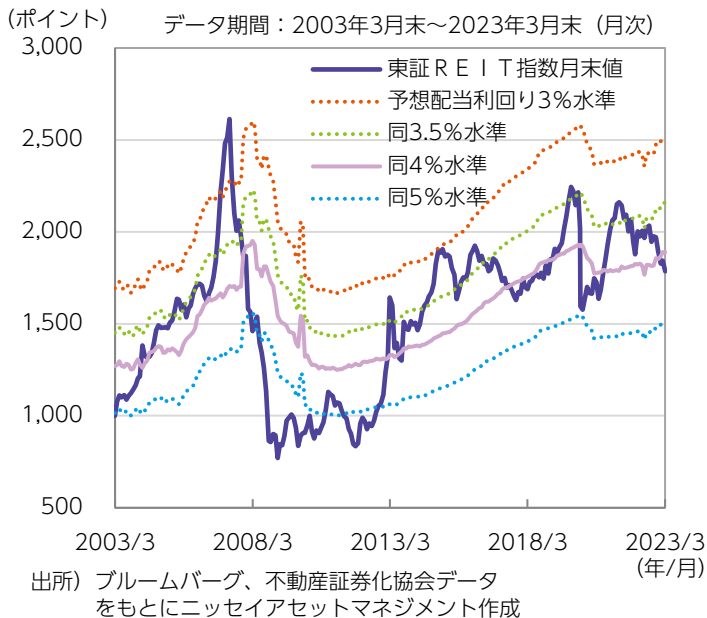


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

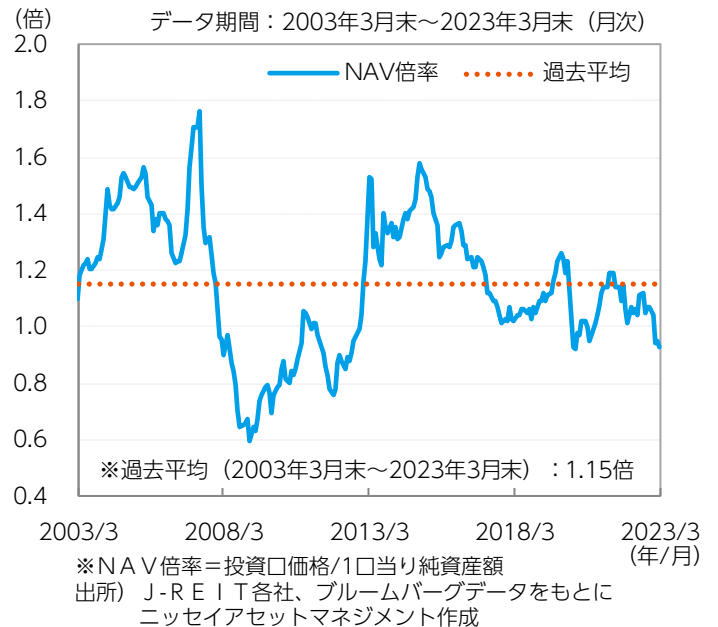
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 3月末の東証REIT指数は1,785.77ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,888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。
- 3月末のNAV倍率は0.93倍と前月末の0.95倍から低下しました。過去平均（2003年3月末～2023年3月末）の1.15倍を19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



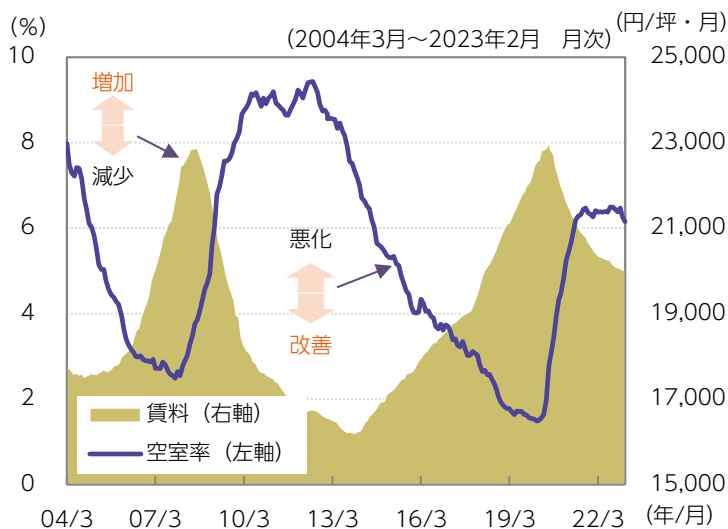
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



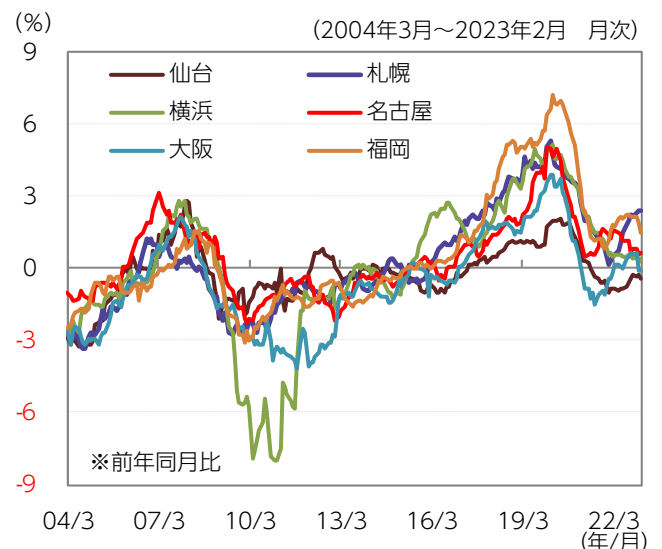
(8) 不動産市況

- 2月の都心5区のオフィス空室率は6.15%と前月比で低下となりました。2月の坪当たり月額賃料は20,014円と前年同月比1.98%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0.40%減と21カ月連続で減少しました。札幌は同2.38%増と前月の同2.36%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

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

NISSAY
ASSET MANAGEMENT

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/>