

# J-R E I T市場 現状と今後の見通し (2023年6月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 5月の東証REIT指数は、前月末比+0.37%の1,880.45ポイントで引きました。前月末に日銀が大規模な金融緩和の維持を決定したことなどから、5月16日には1,888.60ポイントと、年初来高値を更新しました。月末にかけては日経平均株価がバブル後高値を更新するなど投資家のリスク選好姿勢が強まる一方、米国の追加利上げの可能性が高まったことや債務上限問題の行方が懸念されたことを受け、一時軟調な動きとなるなど、一方向に動きづらい展開となりました【図表1、2】。5月のセクター別騰落率は、住宅が前月末比+0.95%、オフィスが同+1.22%、商業・物流等が同-0.54%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852億円増加しました【図表3】。1日当たり売買代金は396億円と、前年同月を27.5%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）（時価総額加重平均、以下同様）は4.09%、10年国債金利は0.43%、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3.66%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）

- 5月3日：米連邦準備制度理事会（FRB）は米連邦公開市場委員会（FOMC）で3会合連続0.25%の利上げを決定。声明文では次会合以降の政策金利据え置きの可能性を示唆。
- 4日：欧州中央銀行（ECB）は0.25%の利上げを決定。利上げは7会合連続であるものの、利上げ幅は3会合ぶりに縮小。ラガルド総裁はインフレの高止まりを指摘し、「利上げは止めない」と述べた。
- 8日：新型コロナウイルスの感染症法上の位置づけが季節性インフルエンザなどと同等の「5類」に移行。感染時の外出自粛などは個人の判断となり、医療費は原則1～3割の自己負担が必要となった。
- 17日：内閣府が発表した2023年1～3月期の国内総生産（GDP）速報値は3四半期ぶりのプラス成長。物価変動の影響を除いた実質の季節調整値で前期比0.4%増、年率換算で1.6%増。

## (2) J-R E I T市場（東証REIT指数）の見通し

- 日銀がいずれ現行の大規模金融緩和策の修正を行うとの思惑などから、国内長期金利の上昇余地を探る展開が予想されることは、J-R E I T（東証REIT指数）のマイナス要因となるものの、企業の賃上げに向けた動きや、経済活動の正常化によりオフィス回帰の動きが進みつつあること、インバウンド（訪日外国人）のさらなる増加による国内消費の活性化期待などから、6月のJ-R E I Tは上値を試す展開が予想されます。
- 2023年の賃金動向調査によれば、定期昇給とベースアップ（ベア）を合わせた平均賃上げ率は前年比1.54%高い3.89%と、31年ぶりの高水準となりました。ベア要求があった企業の賃上げ実施率は9割に迫るなど、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ることとなれば、消費の活発化など国内経済の好循環期待が高まり、J-R E I Tの支援材料になることが期待されます。
- 三鬼商事が発表した4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6.11%と、3月の6.41%から低下しました。一部では、オフィスの過剰供給も懸念されているものの、新型コロナの5類感染症移行にともなう企業のテレワーク廃止・縮小により、オフィス回帰の動きが加速していることなどから、オフィスの拡張や移転、増床などの動きがみられています。
- 植田日銀総裁が4月の金融政策決定会合において、大規模金融緩和策の必要性和継続を改めて強調したことから、日銀が許容する変動許容幅の上限（+0.5%）近辺で推移していた長期金利は0.37%台まで大幅低下しました。市場では、日銀が年央にかけて長期金利の変動許容幅の拡大や上限撤廃などの政策修正を行うとの見方は根強く、一部では早ければ7月の会合で政策修正が行われるとの見方もあるようです。日銀がいずれ金融引き締め方向へ政策修正を行うとの思惑などから、国内長期金利への上昇圧力が強まっています。引き続き、国内長期金利の上昇への警戒感はなくすもの、オフィス回帰やインバウンド消費拡大による国内経済活性化期待などから、J-R E I Tは上値を試す展開となると予想します。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

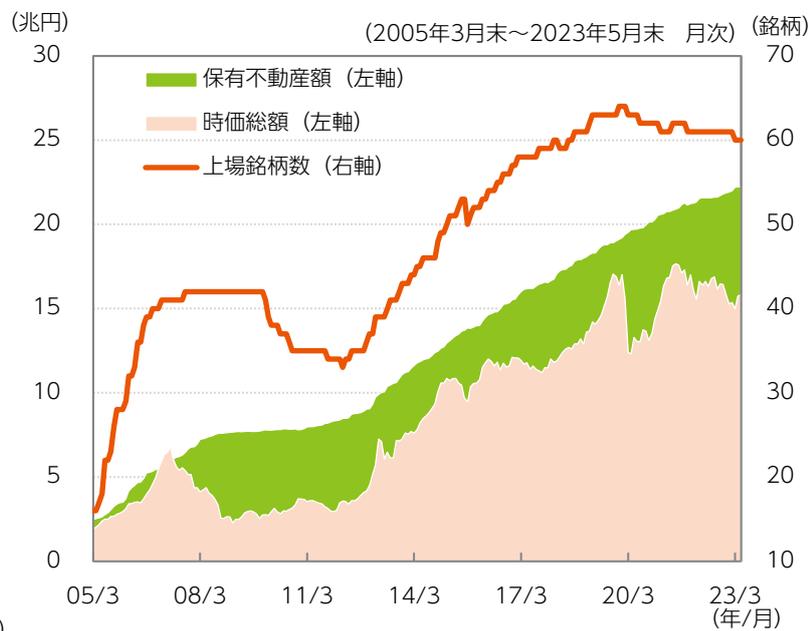
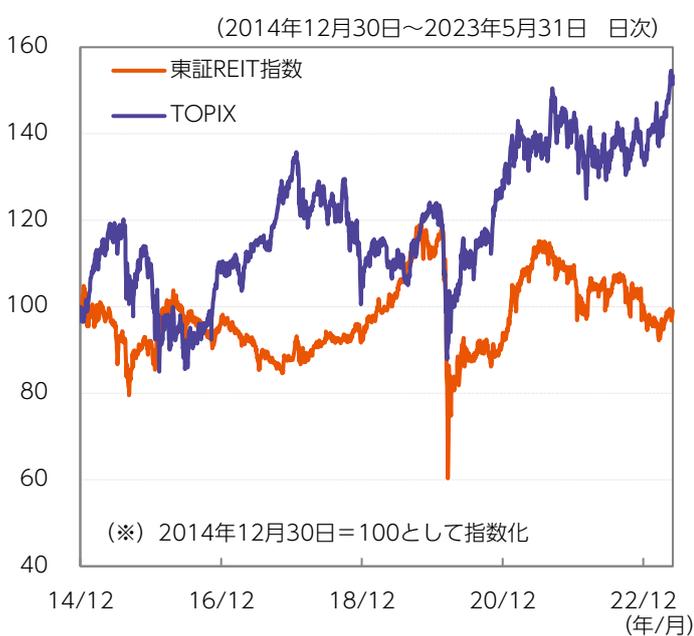
(2023年5月31日時点)

(%)

		2023年		(参考)
		当月	年初来	2022年
配当除き	東証REIT指数	0.37	-0.72	-8.34
	TOPIX	3.56	12.63	-5.05
	差	-3.18	-13.35	-3.29
配当込み	東証REIT指数	0.65	1.02	-4.78
	TOPIX	3.62	14.08	-2.45
	差	-2.97	-13.06	-2.33

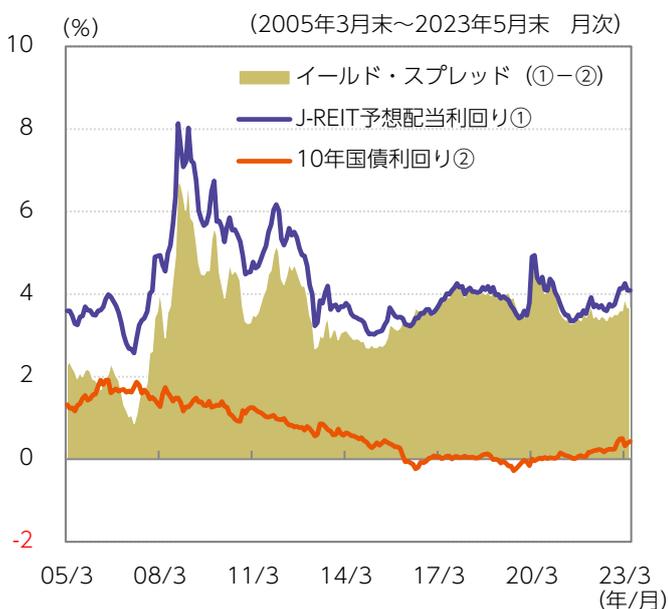
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【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

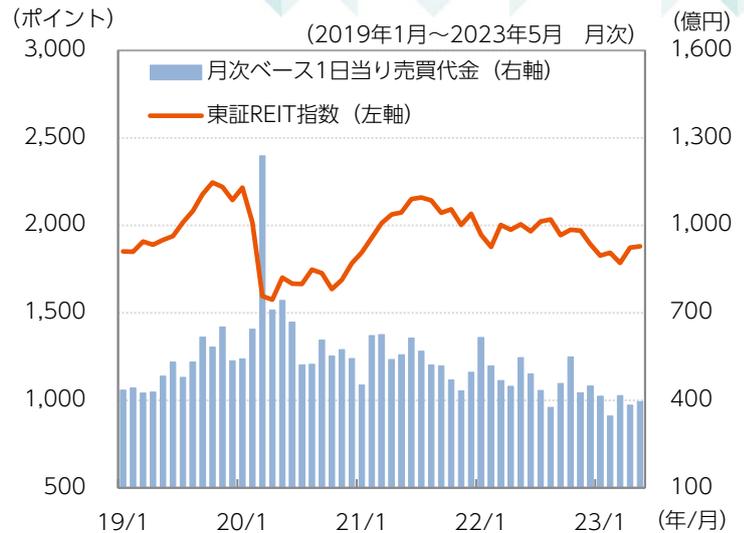


出所) 図表1～5はQuick・ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-74	164	306	13	62	-522	164

※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
2023年3月	-67	50	-287	-20	89	102	50
2023年4月	0	49	159	-4	-84	10	49

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

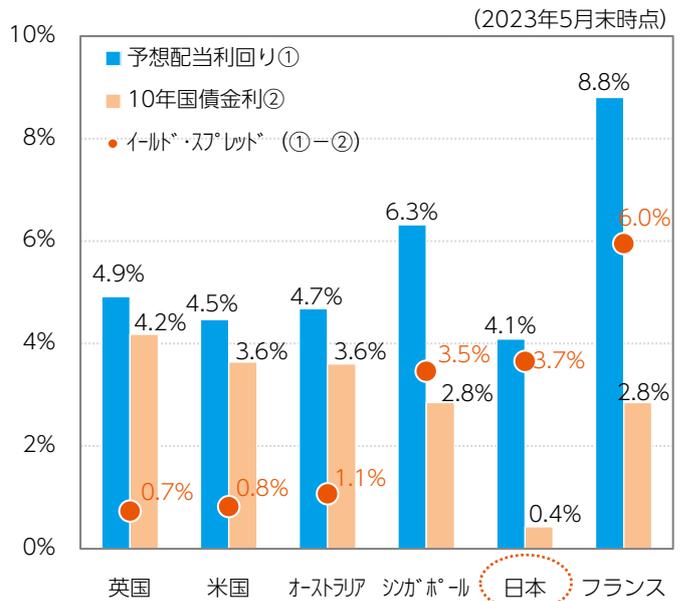
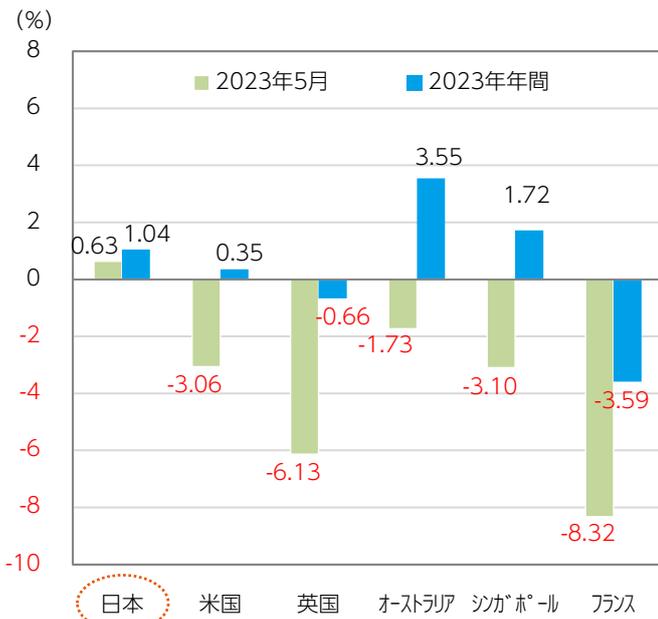
- 日銀は5月の買入れを見送りました。買入れの見送りは11ヵ月連続となります。なお、ETF（上場投資信託）についても買入れはありませんでした。
- 日銀は2021年3月の金融政策点検で、J-REITやETFの買入れについて、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行う方針に変更しています。

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

- 5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、日本を除くすべての国が下落しました【図表9】。米国の追加利上げの可能性が高まったことや債務上限問題の行方が懸念されたことなどから、欧米を中心に投資家のリスク回避姿勢が強まりました。
- 5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】。
- 5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

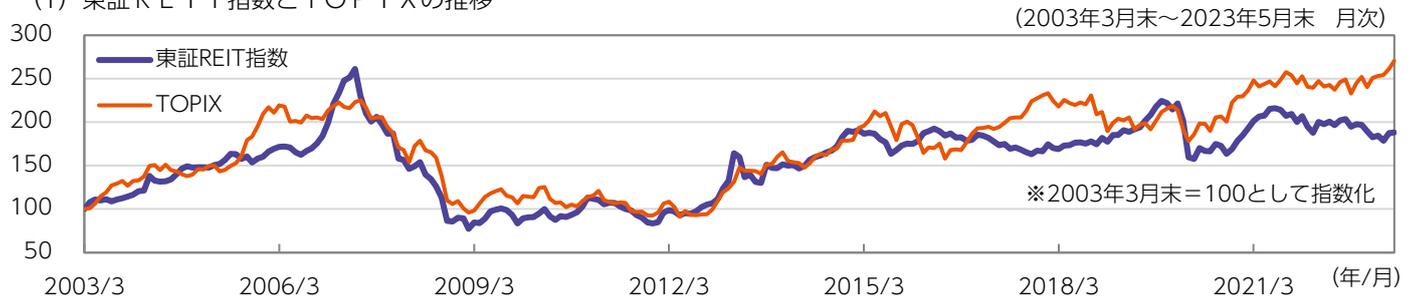
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



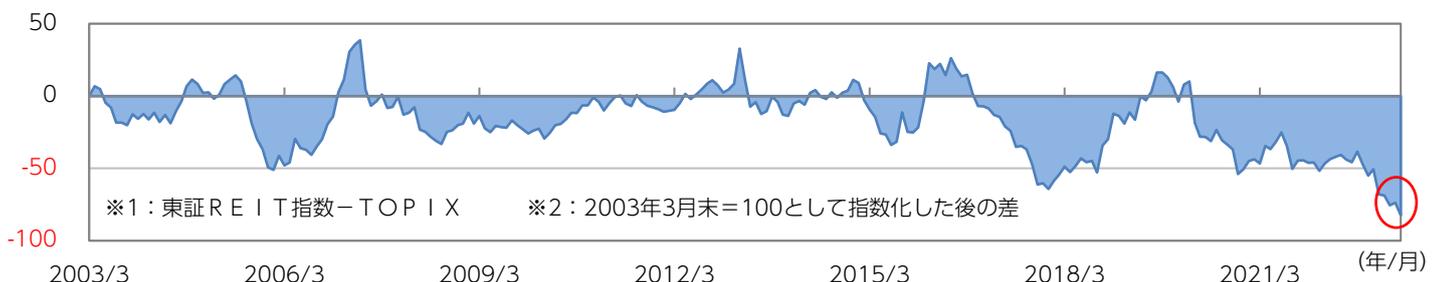
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS & P、Quick・不動産証券化協会、ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

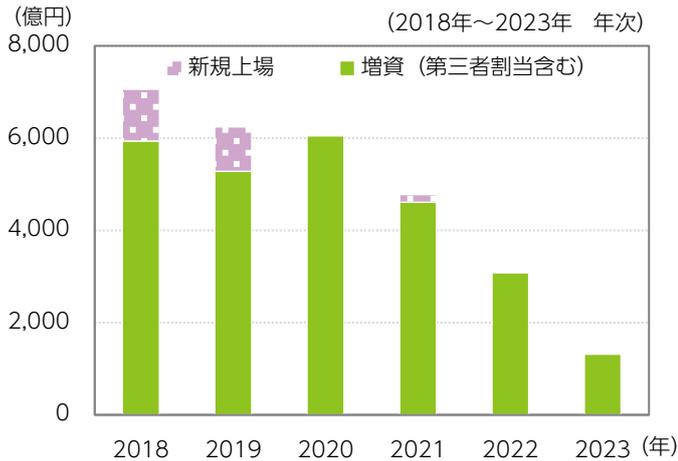


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

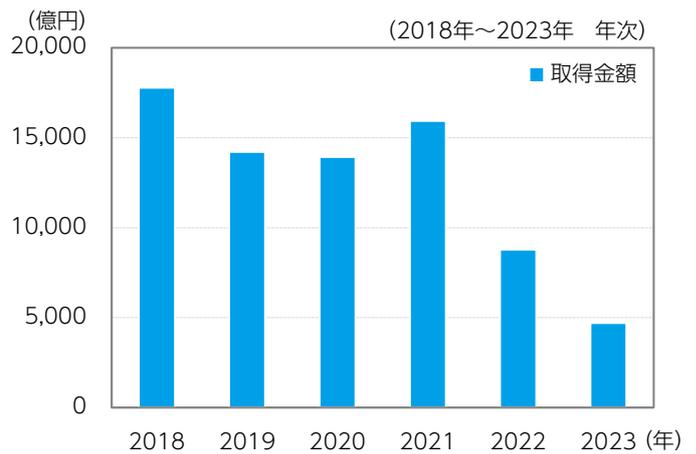
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 5月は3件の公募増資がありました。資金調達は602億円となり、前年同月の約7.5倍でした。新規上場はありませんでした【図表12】。
- 5月の物件取得額（受渡しベース）は48億円と、前年同月を58%上回りました【図表13】。用途別では、物流施設が100%でした。

【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）

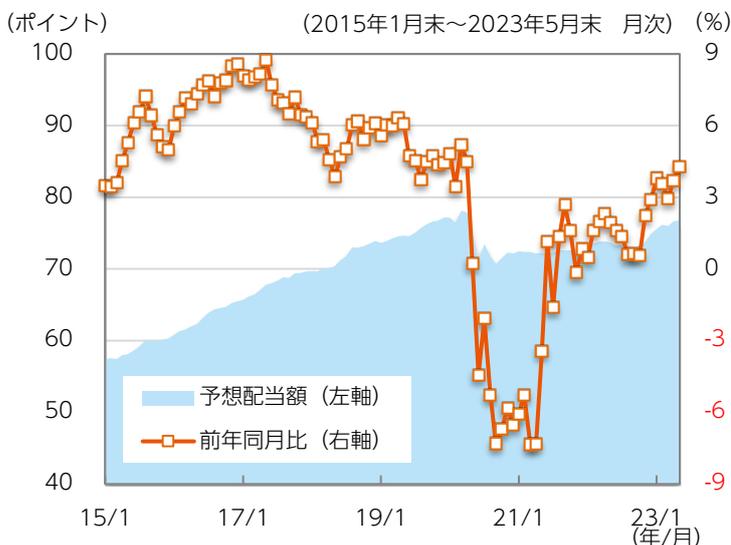


新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2023年は5月末時点  
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

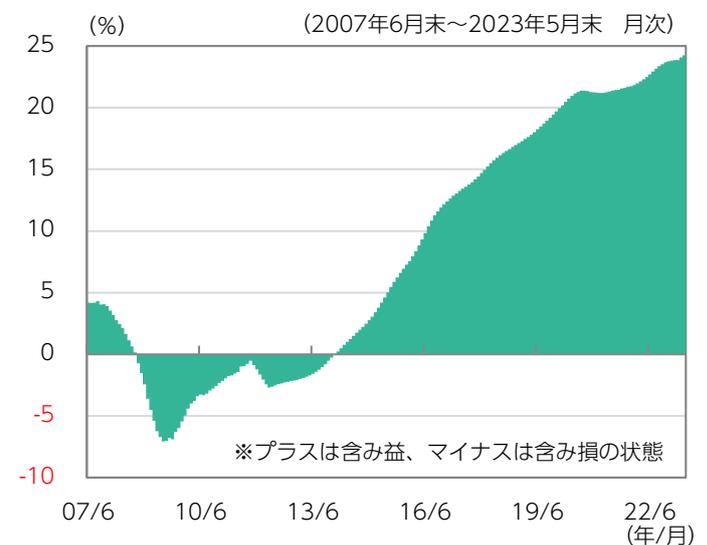
## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 5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【図表14】。
- 5月末（2023年3月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は24.3%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆1,714億円で、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



【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移



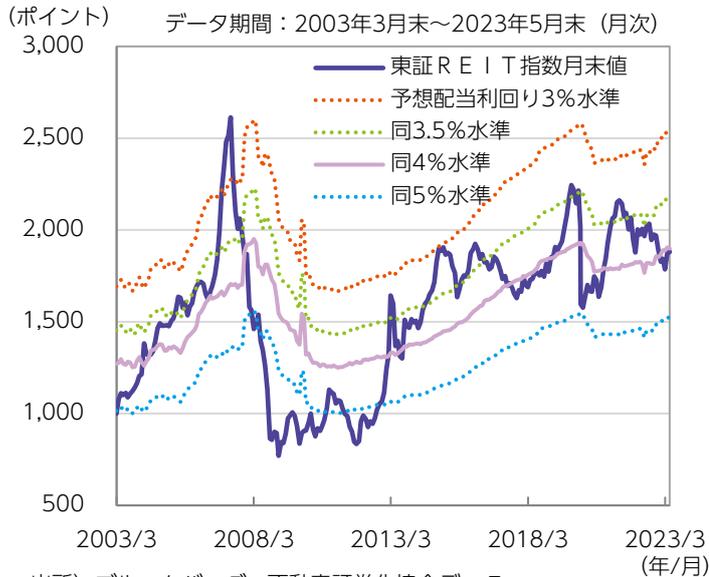
(※) 配当額＝東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) Quick・ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 5月末の東証REIT指数は1,880.45ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,920ポイントを下回りました。5ヵ月連続で4.0%水準を下回って推移しています【図表16】。
- 5月末のNAV倍率は0.96倍と前月末の0.95倍から上昇しました。過去平均（2003年3月末～2023年5月末）の1.15倍を21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



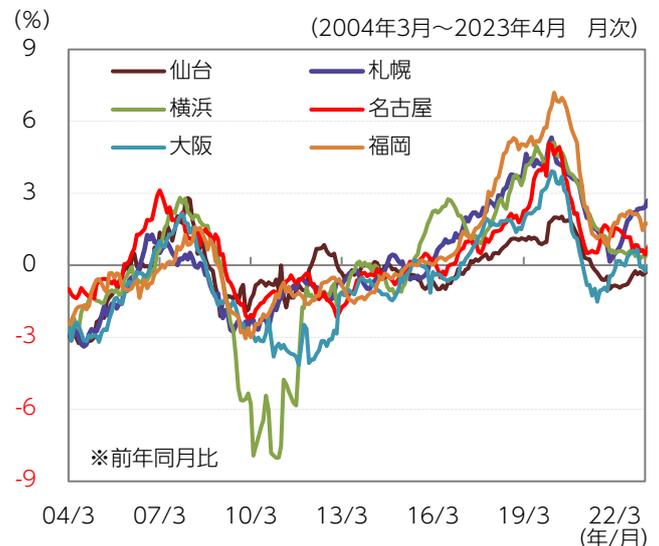
## (8) 不動産市況

- 4月の都心5区のオフィス空室率は6.11%と前月比で低下しました【図表18】。4月の坪当たり月額賃料は19,896円と前年同月比2.13%減少しました。前年同月比での減少は29ヵ月連続ですが、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。
- 4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0.23%減と23ヵ月連続で減少しました。札幌は同2.69%増と前月の同2.43%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



## 【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（土日祝日・年末年始を除く）  
ホームページ <https://www.nam.co.jp/>