

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2024年1月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 12月の東証REIT指数は、前月末比-2.09%の1,806.96ポイントで引けました。12月7日に日銀の植田総裁が「年末から来年にかけて一段とチャレンジな状況になる」と発言したことを受け、日銀が早期にマイナス金利解除に踏み切り金融政策の正常化に動くとの思惑が強まったことなどから下落しました。月末にかけて押し目買いが進み上昇したものの、月間では前月比で下落となりました【図表1】。
- 12月のセクター別騰落率は、商業・物流等が前月末比-1.03%、住宅が同-1.96%、オフィスが同-3.11%となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.4兆円と前月末から3,311億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は351億円と、前年同月を22%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）（時価総額加重平均、以下同様）は4.33%、10年国債金利は0.62%、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3.71%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）

- 12月8日：内閣府が発表した7~9月期の国内総生産（GDP）改定値は、前期比-0.7%、年率換算同-2.9%と、速報値から下方修正され、4四半期ぶりのマイナス成長。
- 13日：米連邦準備制度理事会（FRB）は米連邦公開市場委員会（FOMC）において、3会合連続で政策金利の据え置きを決定。
- 19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。植田日銀総裁は会見で『先行きの物価、賃金動向をなお見極めていく必要がある』と発言。
- 22日：政府が一般会計総額112兆717億円の2024年度予算案を決定。社会保障と国債費は歳出の58%を占め、過去最大に。

(2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し

- 当面のJ-REIT市場（東証REIT指数）は日米の金融政策の行方に左右される展開が続くことが予想されるものの、東京都心5区のオフィス空室率が低下していることや、資産価値と比べた割安感による買いが下支え要因となることなどから、1月のJ-REIT市場（東証REIT指数）は底堅い動きになるものと予想します。
- 2023年12月7日の参議院の財政金融委員会に出席した植田日銀総裁の発言から、市場では日銀が12月の金融政策決定会合で政策修正を行うとの思惑が強まっていましたが、12月会合では現行の金融緩和政策の現状維持が決定されました。市場では、早ければ日銀が展望レポートを公表する1月会合において金融政策の正常化に向けて動き出すとの見方もあるようです。
- 12月に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、3会合連続で政策金利の据え置きが決定されました。米国では利上げ局面が終了し、2024年には利下げに転じるとの見方が強まっています。今後米国の長期金利の低下が進めば、J-REITにも追い風が吹くものと思われます。
- 三鬼商事が発表した11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6.03%と、5ヵ月連続で低下しました。11月の坪当たり月額賃料は19,726円となりました。月額賃料は前年同月を36ヵ月連続で下回っていますが、下落幅は縮小傾向にあります。また、2024年の東京23区のオフィスの新規供給は落ち着くものとみられます。昨年以降オフィス需要は回復トレンドにあり、需給改善によるオフィス市況の底打ちが期待されます。
- 日本政府観光局（JNTO）が発表した11月の訪日外国人観光客数は244万800人と、10月の251万6,500人からわずかに減少しました。中国からの観光客数はコロナ前の3割強の水準にとどまっていますが、今後中国人旅行者数が回復するとインバウンド消費の押し上げ効果は大きくなりそうです。
- 金融政策や景気、不動産賃貸市況などに先行き不透明感はありますが、J-REITは相対的に業績の安定性や財務の健全性が高く、魅力的な利回り水準となっていることから、長期的な資金流入が期待できると考えます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2023年12月29日時点)

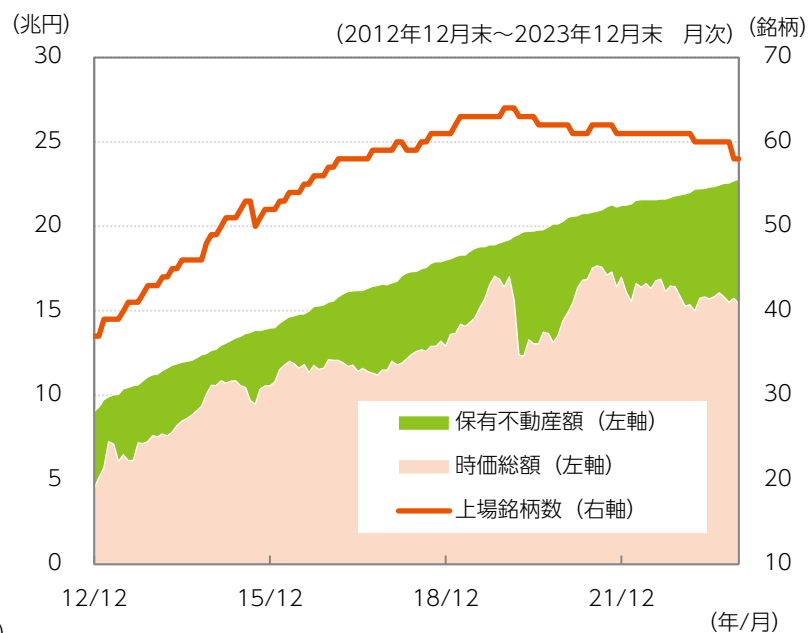
(%)

		2023年		(参考)
		当月	年初来	2022年
配当除き	東証REIT指数	-2.09	-4.60	-8.34
	TOPIX	-0.36	25.09	-5.05
	差	-1.73	-29.69	-3.29
配当込み	東証REIT指数	-1.63	-0.48	-4.78
	TOPIX	-0.23	28.26	-2.45
	差	-1.40	-28.74	-2.33

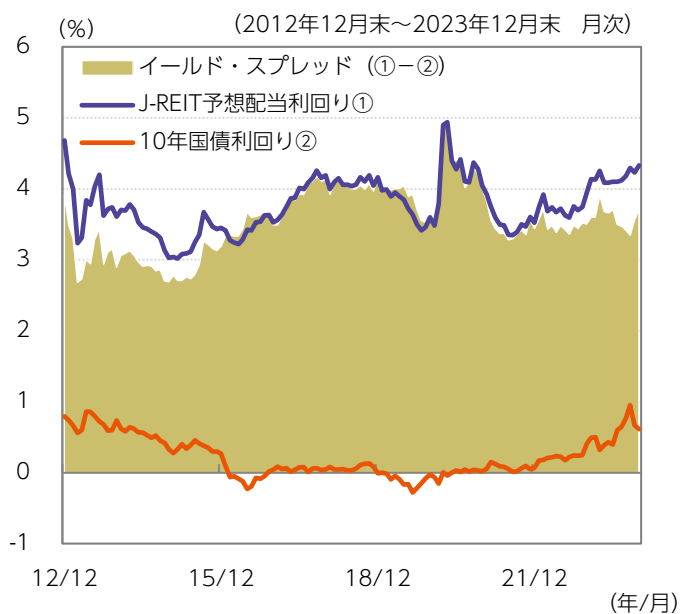
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



【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	200	-51	-249	-111	-495	-146	-51

※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
2023年7月	50	-8	-51	-29	-92	311	-8
2023年8月	113	-24	-180	-64	-127	15	-24
2023年9月	-12	-89	-237	-9	-65	168	-89
2023年10月	159	7	-177	-28	-56	137	7
2023年11月	-5	-183	-26	-18	-77	-21	-183

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

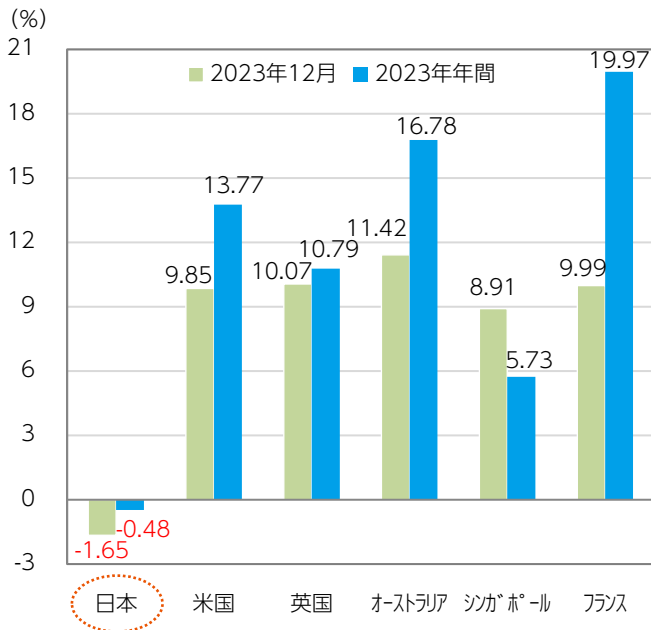
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は12月の買入れを見送りました。買入れの見送りは18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。

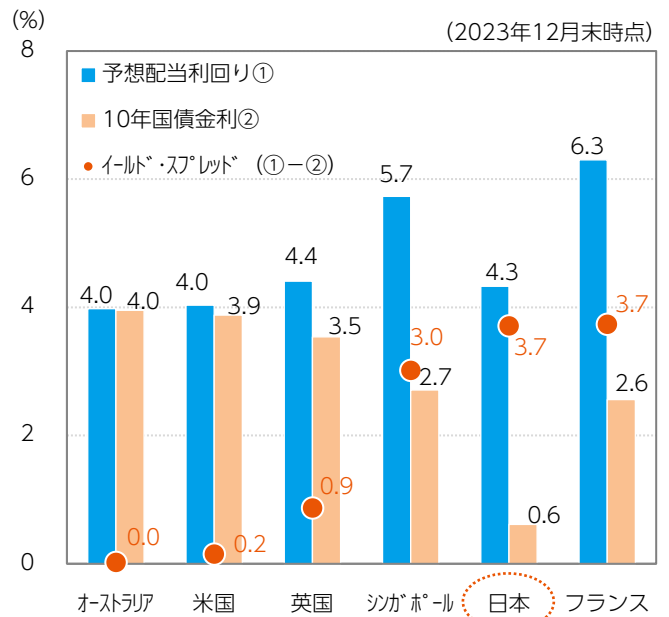
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 12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5カ国で上昇しました【図表9】。12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果を受け、米国が2024年に複数回の利下げに動くとの観測が強まったことが支援材料となりました。
- 12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】。
- 12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



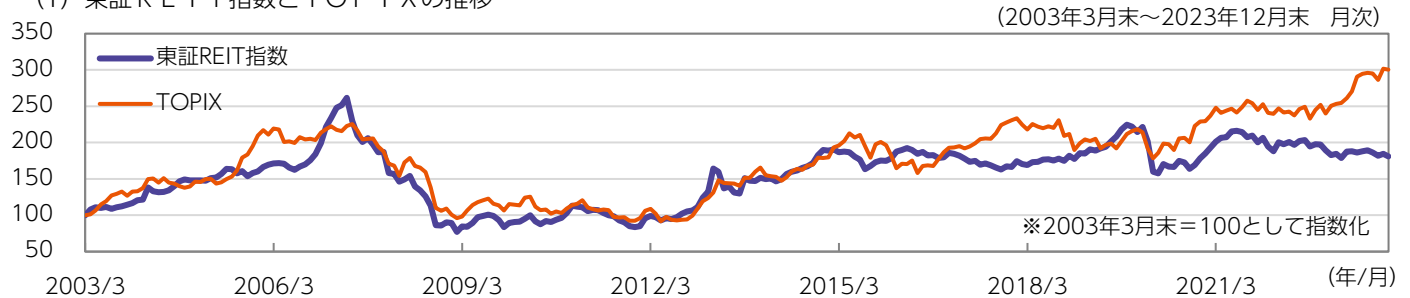
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



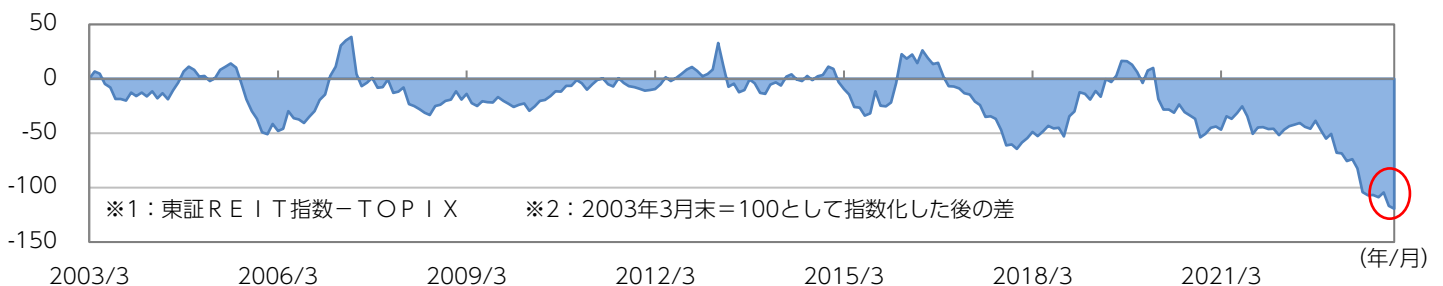
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所 図表9～10はS & P、Quick・不動産証券化協会、ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

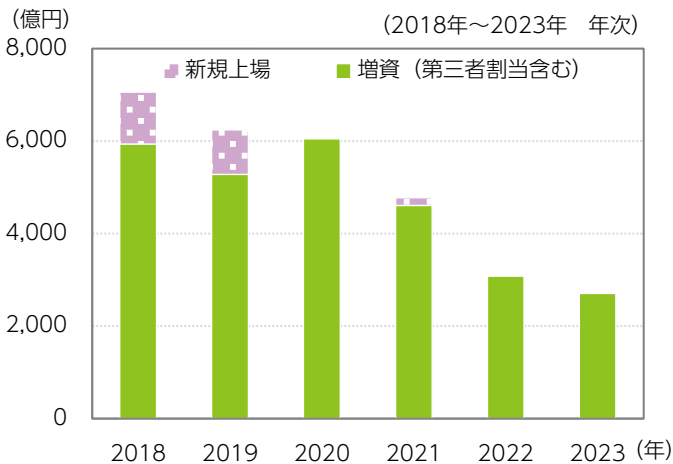


出所 ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

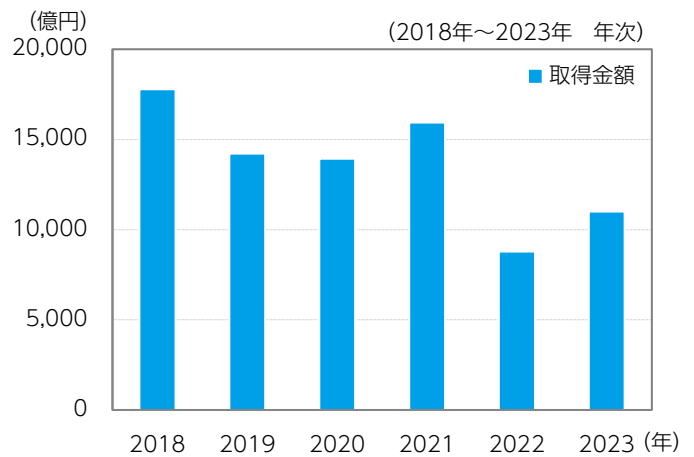
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 12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。2023年の資金調達は2,706億円と、前年を12.3%下回りました。【図表12】。
- 12月の物件取得額（受渡しベース）は963億円と、前年同月を1.4%下回りました【図表13】。用途別では、物流施設が8%、商業施設と住宅が各18%、ホテルが22%、オフィスが33%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）



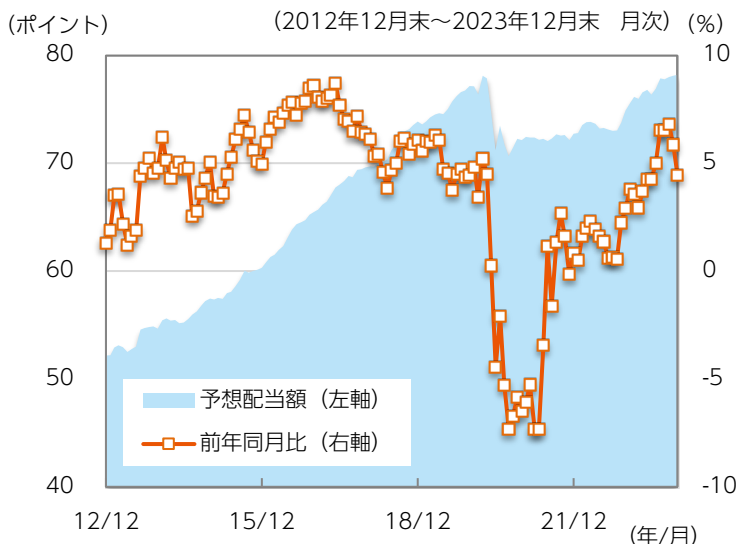
新規上場は上場月、増資は発表月ベース

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

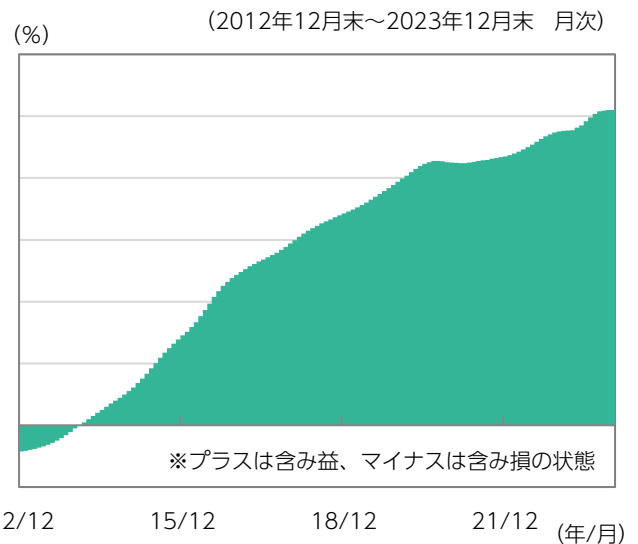
- 12月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比4.4%増となりました【図表14】。
- 12月末（2023年10月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は25.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆2,634億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています【図表15】。

【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

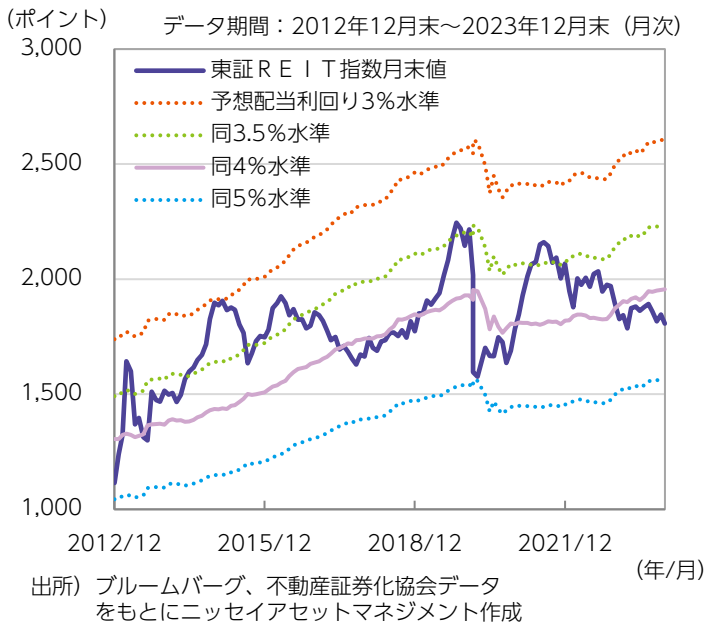


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

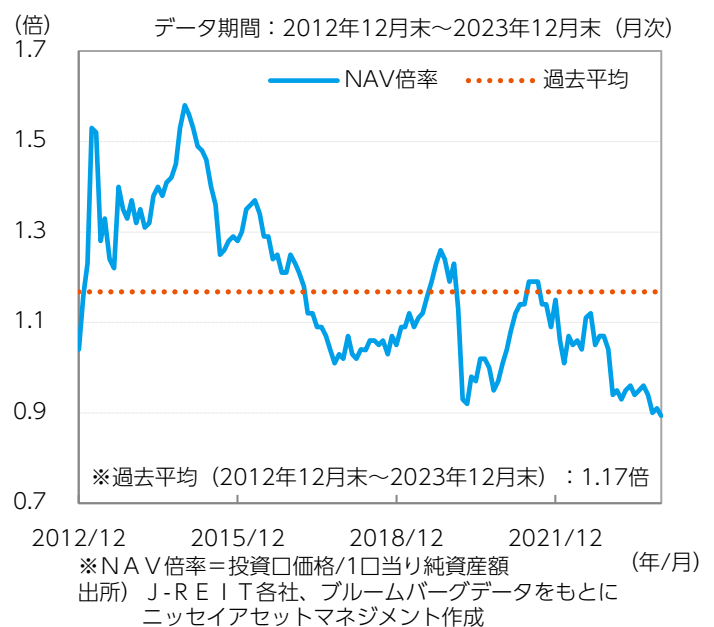
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 12月末の東証REIT指数は1,806.96ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,955ポイントを下回りました。12ヵ月連続で4.0%水準を下回って推移しています【図表16】。
- 12月末のNAV倍率は0.89倍と前月末の0.91倍から低下しました。過去平均（2012年12月末～2023年12月末）の1.17倍を28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



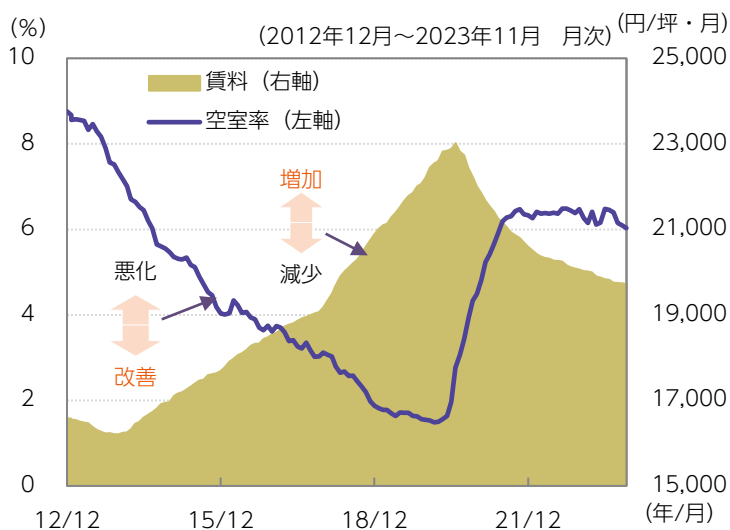
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



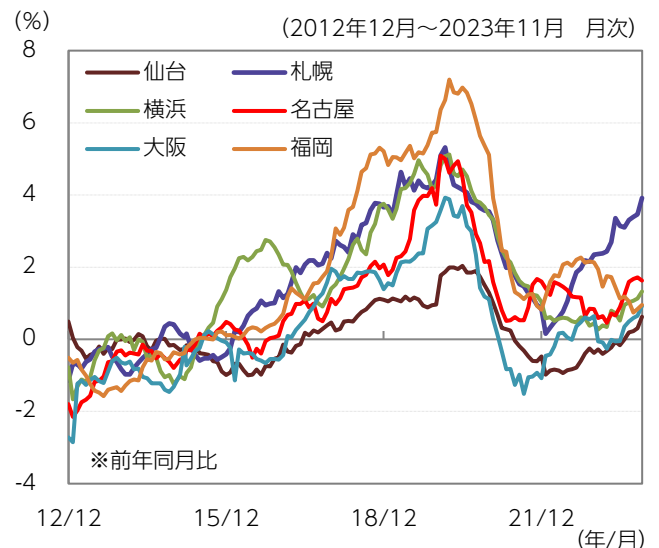
(8) 不動産市況

- 11月の都心5区のオフィス空室率は6.03%と前月比で低下しました【図表18】。11月の坪当たり月額賃料は19,726円と前年同月比1.77%減少し、前年同月比での減少は36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14.3%減少しています。
- 11月のオフィス賃料の主要地方都市別では、すべての主要地方都市で前年同月を上回りました。札幌は前年同月比+3.92%と前月の同+3.47%から伸び幅が大幅に拡大しています。

【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

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/>