

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2024年3月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2月の東証REIT指数は、前月末比-5.55%の1698.87ポイントで引けました。1月の米消費者物価指数(CPI)が前年同月比+3.1%と市場予想の2.9%を上回ったことを受けて米長期金利が上昇し、国内金利にも上昇圧力が加かったことなどから下落しました。月中には、日銀の金融政策正常化観測が後退し、一時下げ幅が縮小したものの、金融政策正常化への警戒感は根強く、月間を通じ下落基調となりました【図表1】。
- 2月のセクター別騰落率は、オフィスが前月末比-5.47%、商業・物流等が同-5.60%、住宅が同-5.69%、となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は14.5兆円と前月末から8,009億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は563億円と、前年同月を62%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4.71%、10年国債金利は0.71%、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4.00%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)

- 2月6日：厚生労働省が発表した2023年の毎月勤労統計調査(速報、従業員5人以上の事業所)によると、1人あたりの実質賃金は前年比-2.5%と、2年連続で減少。
- 8日：財務省が発表した2023年の国際収支統計(速報)によると、海外との取引状況を表す経常収支は前年比+92.5%と、20.6兆円の黒字。うち、旅行収支の黒字額は3.4兆円と過去最大を更新。
- 15日：内閣府が発表した2023年10~12月期の国内総生産(GDP)速報値は実質の季節調整値が前期比-0.1%と、2四半期連続のマイナス成長。個人消費は前期比-0.2%と、3四半期連続のマイナス。
- 16日：政府が少子化対策に関する改正法案を閣議決定。2024年12月支給分から児童手当の所得制限をなくし、支給額は0~2歳は1人あたり月1万5千円、3歳から高校生までは同1万円となる。

(2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- J-REIT(東証REIT指数)は日米の金融政策の不透明感などから軟調な展開が続いており、国内株式(TOPIX)に対する下方乖離幅は過去最高水準にあります。先高観から株式市場に資金が流入している一方、株式に対するJ-REITの出遅れ感が強い状態にあることは、買い戻しも期待できるプラス材料となりそうです。ただし、年度末である3月は機関投資家などから決算対策の売りが出やすいことや、日銀による金融政策正常化が引き続き警戒されていることなどから、3月のJ-REITも上値の重い展開が続くと予想されます。
- 2月末のJ-REIT(東証REIT指数)の予想配当利回りは4.71%と、過去平均(2013年12月末~2024年2月末)の3.78%を15ヵ月連続で上回っており、利回り面から見た投資魅力が高まっています。株式市場は上昇基調が続いていますが、短期的な上昇による過熱感も意識されつつあります。株式市場の過熱感が落ち着きを見せた際には、J-REITの割安感に注目した買い戻しが期待できそうです。
- 三鬼商事が発表した1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5.83%と、2021年5月以降2年8ヵ月ぶりに6%を下回る水準となりました。直近のピークは2023年6月の6.48%でしたが、供給過剰の目安と言われる5%に向かって徐々に低下しています。坪当たり月額賃料は19,730円と、前年同月比-1.48%となりました。賃料水準が相対的に高い新築ビルで空室が埋まり、募集がなくなったことが押し下げ要因となりました。前年同月比の月額賃料は下落率の縮小が続いており、-1.5%を上回るのはコロナショック前の2020年12月以来、およそ3年ぶりです。
- 日銀の内田副総裁は、2月8日の金融経済懇談会後の記者会見において、マイナス金利政策を解除しても、緩やかに緩和縮小を進める方針を示しました。市場では、2024年4月までにマイナス金利解除に動くとの見方が大半を占めています。内田副総裁は急速な利上げは考えづらいとの見解を示しましたが、日銀がマイナス金利政策を解除すると、長期金利は上昇することが予想され、一般に金利上昇に弱いとされるREITにとってマイナス材料になりそうです。

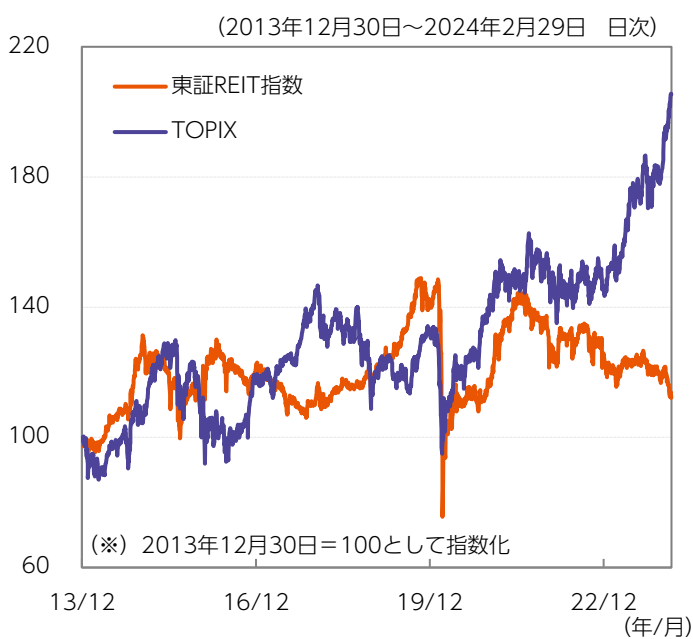
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2024年2月29日時点)

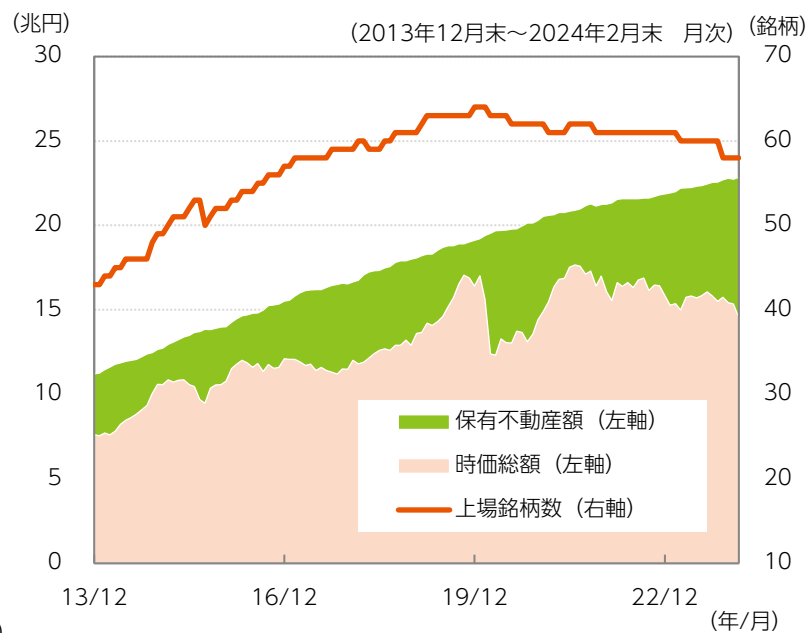
(%)

		2024年		(参考)
		当月	年初来	2023年
配当除き	東証REIT指数	-5.55	-5.98	-4.60
	TOPIX	4.89	13.07	25.09
	差	-10.44	-19.05	-29.69
配当込み	東証REIT指数	-4.84	-4.93	-0.48
	TOPIX	4.93	13.12	28.26
	差	-9.76	-18.05	-28.74

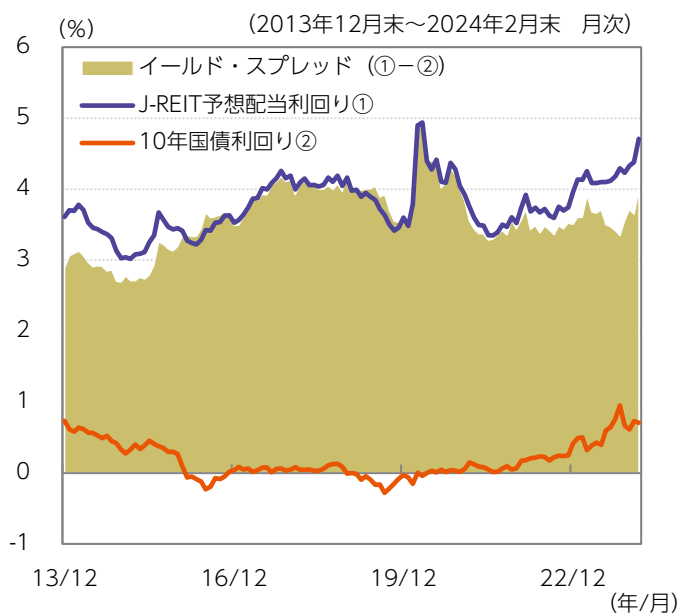
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



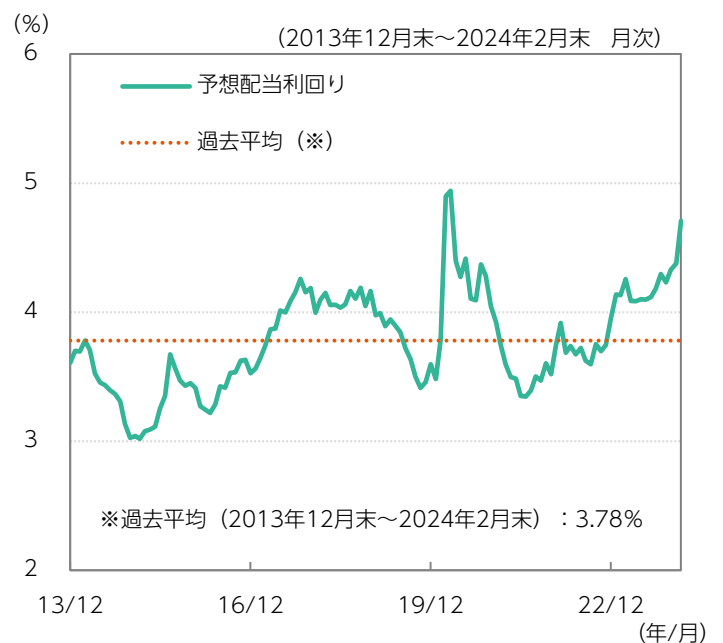
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

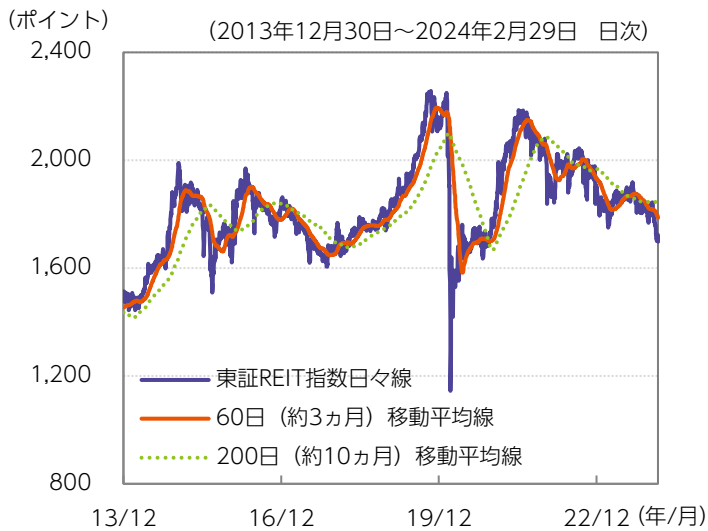


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



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	252	-213	-400	-68	-509	-66	-213
2024年	-4	-108	-63	16	120	-96	-108

※2024年は判明月まで反映

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
2023年12月	53	-162	-151	43	-14	80	-162
2024年1月	-4	-108	-63	16	120	-96	-108

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

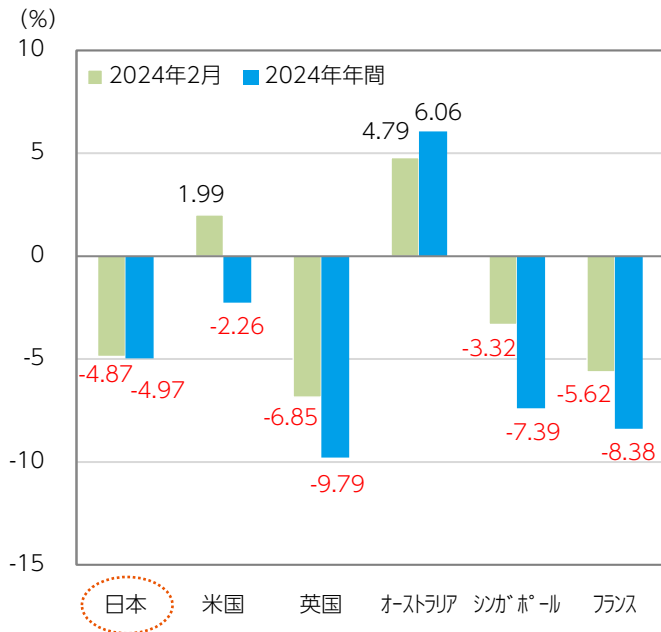
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は2月の買入れを見送りました。買入れの見送りは20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。

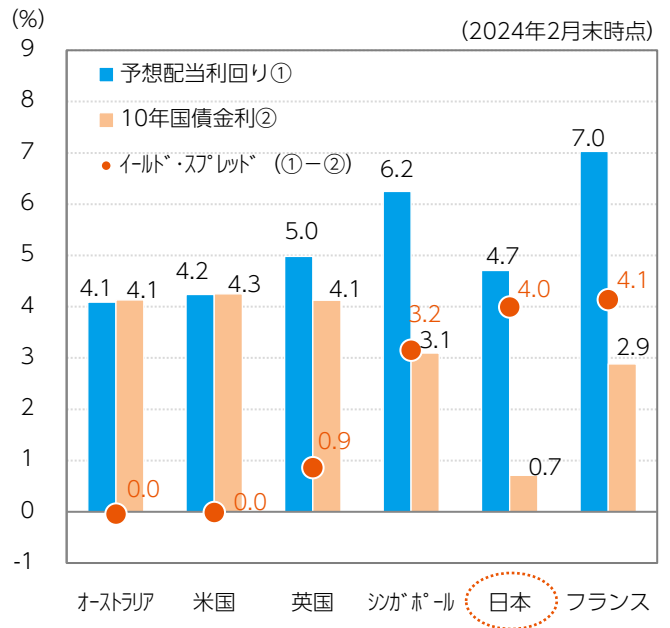
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2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、高安まちまちとなりました【図表9】。上昇率トップはオーストラリアで、1月の雇用統計において失業率が2年ぶりに4%を上回ったことから追加利上げ観測が後退し、長期金利が低下したことを受け、上昇しました。
- 2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】。
- 2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



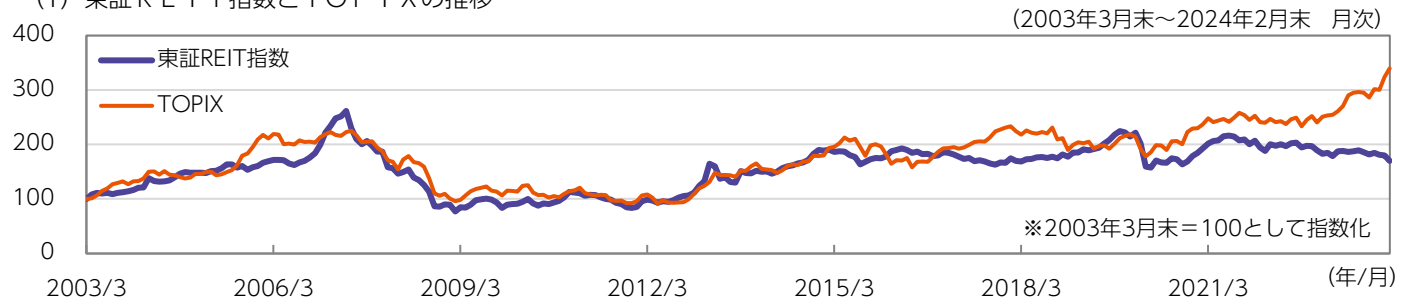
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



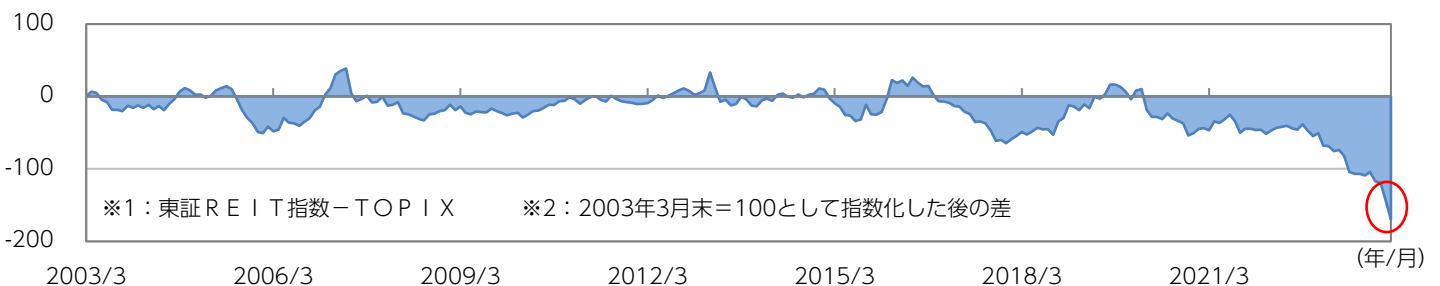
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、Quick・不動産証券化協会、ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

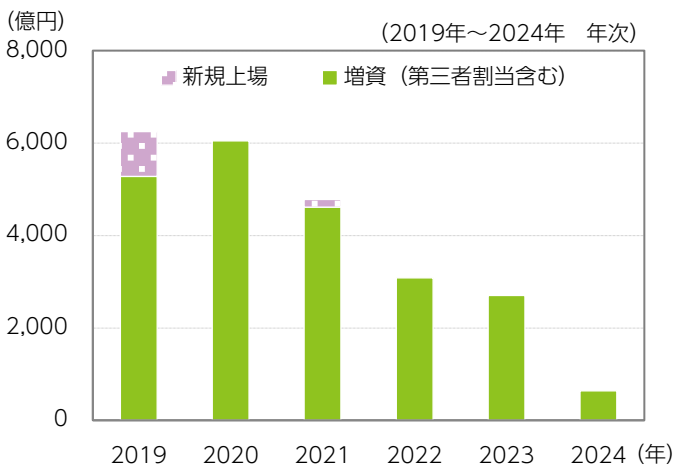


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

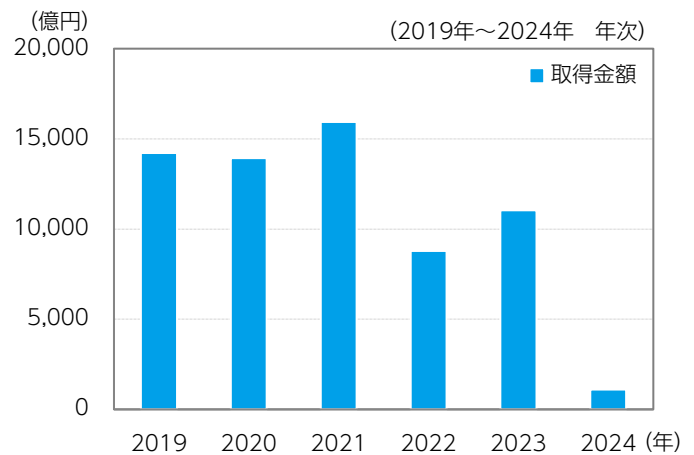
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 2月は2件の公募増資がありました。資金調達額は586億円と、前年同月の約12倍となりました。新規上場はありませんでした。【図表12】。
- 2月の物件取得額（受渡しベース）は1,029億円と、前年同月を10.8%上回りました【図表13】。用途別では、ホテルが38%、オフィスが33%、物流施設が19%、住宅が9%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）

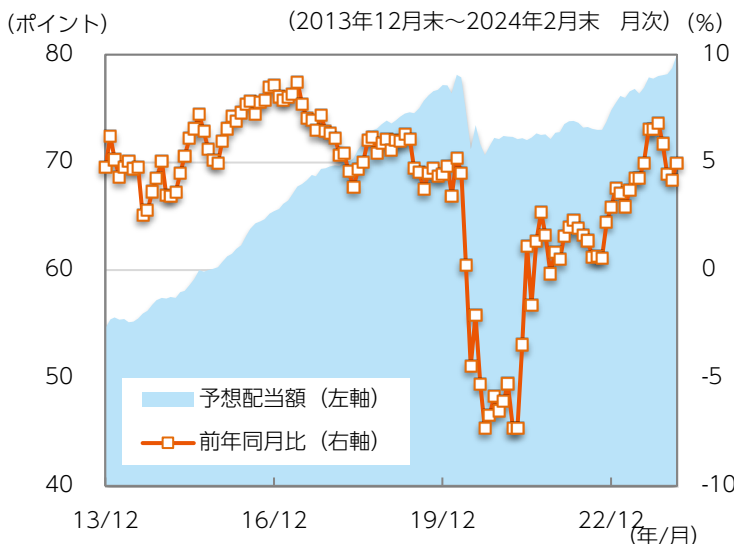


新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2024年は2月末時点
出所) 図表12~13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

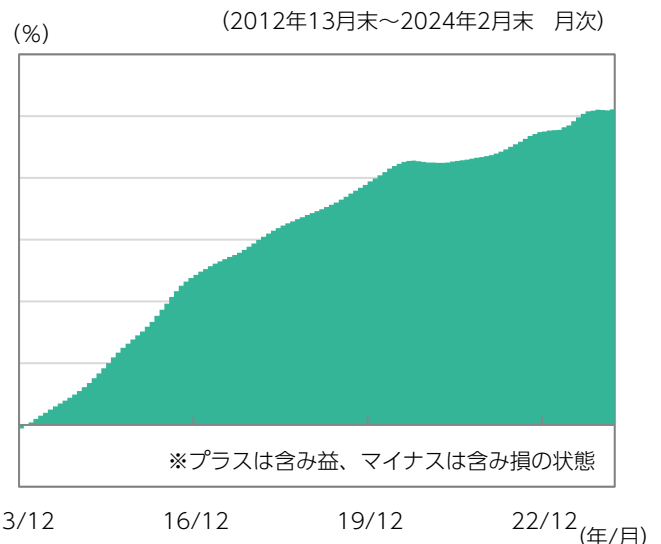
- 2月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比5.0%増となりました【図表14】。
- 2月末（2023年12月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は25.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆3,818億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています【図表15】。

【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

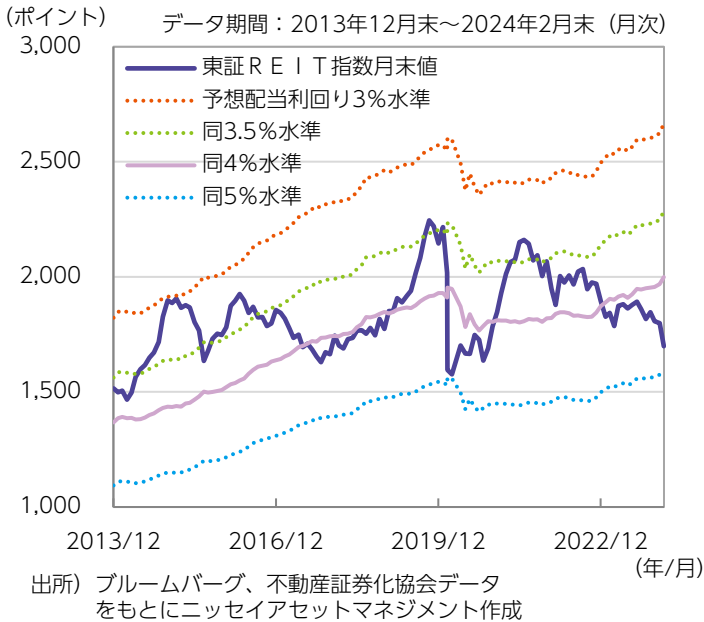


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

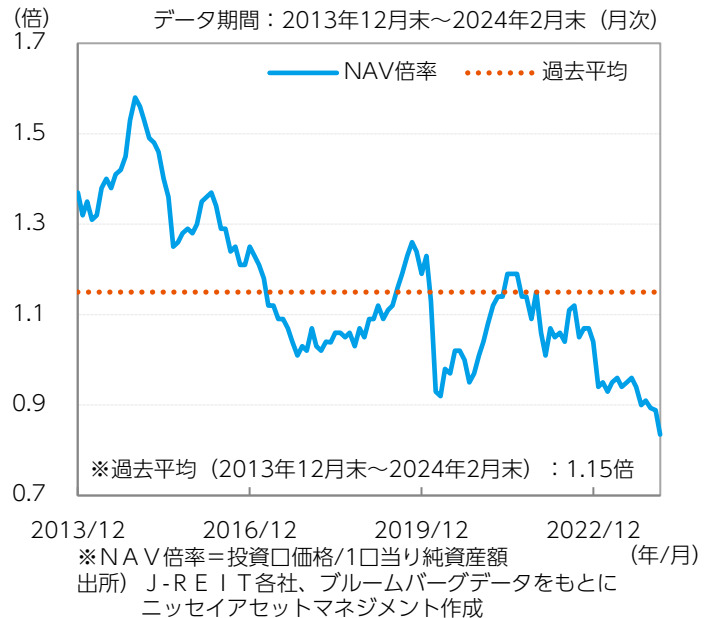
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 2月末の東証REIT指数は1,698.87ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である1,999ポイントを下回りました。14ヵ月連続で4.0%水準を下回って推移しています【図表16】。
- 2月末のNAV倍率は0.83倍と前月末の0.89倍から低下しました。過去平均（2013年12月末～2024年2月末）の1.15倍を30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



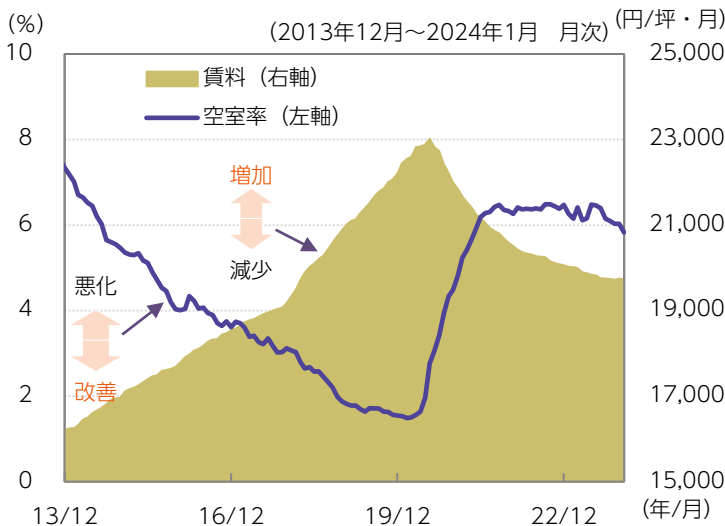
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



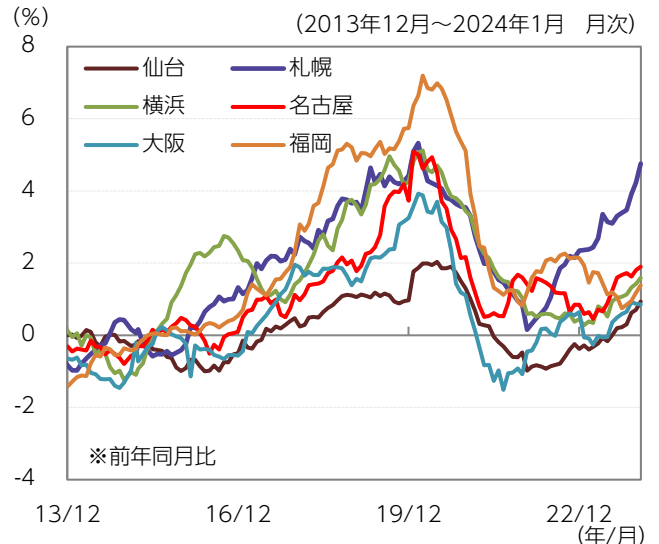
(8) 不動産市況

- 1月の都心5区のオフィス空室率は5.83%と前月比で低下しました【図表18】。1月の坪当たり月額賃料は19,730円と前年同月比で1.48%減少し、前年同月比での減少は38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。
- 1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+4.76%と前月の同+4.23%から伸び幅が拡大しています。

【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/>