

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2024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+5.66%の1,794.97ポイントで引きました。日銀の金融政策修正により国内金利が大幅に上昇するとの観測から、東証REIT指数は13日に年初来安値まで下落しました。その後、事前の予想通りマイナス金利政策が解除されたものの、日銀が緩和的な姿勢の継続を示したことから長期金利が低下（価格は上昇）すると、買い安心感が広がり大幅な上昇となりました。【図表1】。
- 3月のセクター別騰落率は、オフィスが前月末比+3.37%、商業・物流等が同+7.18%、住宅が同+9.27%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8,300億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は578億円と、前年同月を39%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4.47%、10年国債金利は0.73%、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3.75%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）

- 3月4日：2月22日に史上最高値を更新した日経平均株価が4万円台に到達。足元の米ハイテック株高をうけて、生成AI（人工知能）開発と結びつきが強い半導体関連の銘柄が相場をけん引。
- 15日：連合が2024年春季労使交渉（春闘）の第1回回答の集計結果を公表。基本給ベースアップと定期昇給を合わせた賃上げ率は平均5.28%となる。1991年以来、33年ぶりとなる5%超えの結果に。
- 19日：日銀は金融政策決定会合において、マイナス金利政策を解除し、政策金利を-0.1%から0~0.1%程度へ引き上げを決定。マイナス金利解除後も当面緩和的な金融環境を維持する姿勢を示す。
- 26日：国土交通省が2024年の公示地価を発表。全用途の全国平均は前年比2.3%上昇、伸び率が2%を超えるのは1991年以来であり、バブル期以来33年ぶりの高さとなった。

(2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し

- J-REIT（東証REIT指数）は3月の大幅な上昇による利益確定の売りと、金融政策変更への過度な警戒感の解消を受けた買いとが交錯しているものの、依然として国内株式（TOPIX）に対する下方乖離幅は過去最高水準にあります。日経平均株価が4万円台で推移するなど投資家のリスク選好度は強い状態が続いていることや、春闘の賃上げ率が33年ぶりの水準に達するなど、家計消費の押し上げが期待されるニュース等はプラス材料となることから、4月のJ-REITは堅調な展開が予想されます。
- 3月のJ-REIT（東証REIT指数）は、13日には年初来安値となる1,667.87ポイントまで売られました。その後、日銀の金融政策変更への過度な警戒感が解消されると、J-REITは19日から4営業日連続で上昇し、この期間の上げ幅は約6%となりました。その後は売り買いが交錯する展開が続いています。
- 日銀は3月18~19日の金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール：YCC）などを中心とした金融緩和政策の修正を決定し、マイナス金利政策を解除しました。事前の報道などで政策修正の内容が市場に織り込まれ、日経平均株価は会合結果発表の前日には大幅に上昇しました。日銀はマイナス金利解除後も緩和的な姿勢を継続することを示しており、投資家のリスク選好度が強い状態が当面続くものと思われます。J-REITも日本株と同様に、金融政策決定会合の前後に反転する動きを見せており、投資家のリスク選好度が強い状態が続くことは、J-REITにとってプラスの材料であると思われます。
- 連合は春闘の第1回回答の集計結果を公表し、賃上げ率は平均5.28%（3月22日の第2回回答集計は平均5.25%）となり、上げ幅は33年ぶりとなる5%超えの結果となりました。良好な春闘結果による賃上げは、消費押し上げの好材料になると思われます。また国土交通省が発表した公示価格は、全用途の全国平均がバブル期以来33年ぶりの高い伸び率となり、不動産株は上昇しました。賃上げによる消費の活性化や土地価格上昇を受けた不動産株の上昇はJ-REITにとってプラスの材料になると思われます。

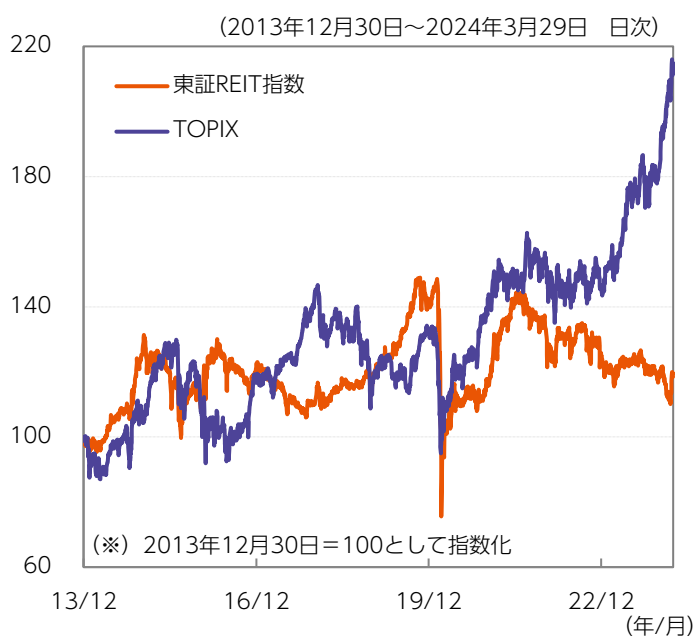
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2024年3月29日時点)

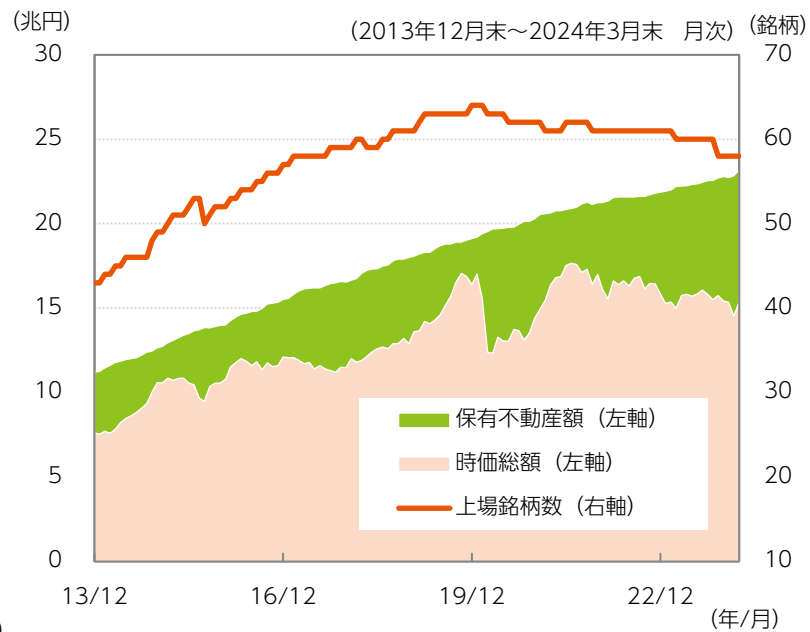
(%)

		2024年		(参考)
		当月	年初来	2023年
配当除き	東証REIT指数	5.66	-0.66	-4.60
	TOPIX	3.47	17.00	25.09
	差	2.19	-17.66	-29.69
配当込み	東証REIT指数	5.84	0.62	-0.48
	TOPIX	4.44	18.14	28.26
	差	1.41	-17.52	-28.74

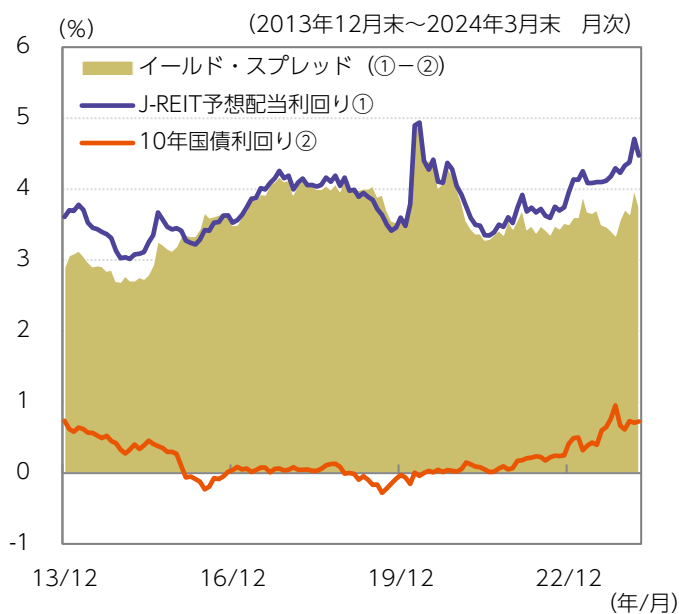
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



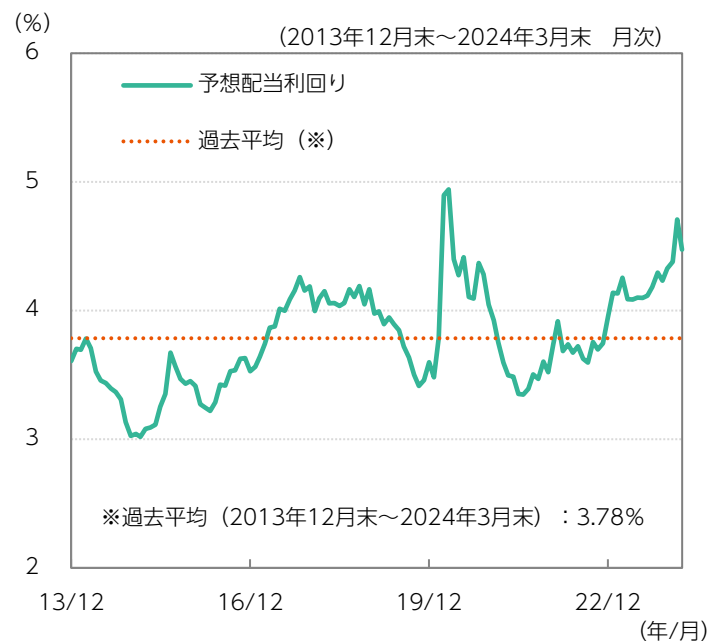
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

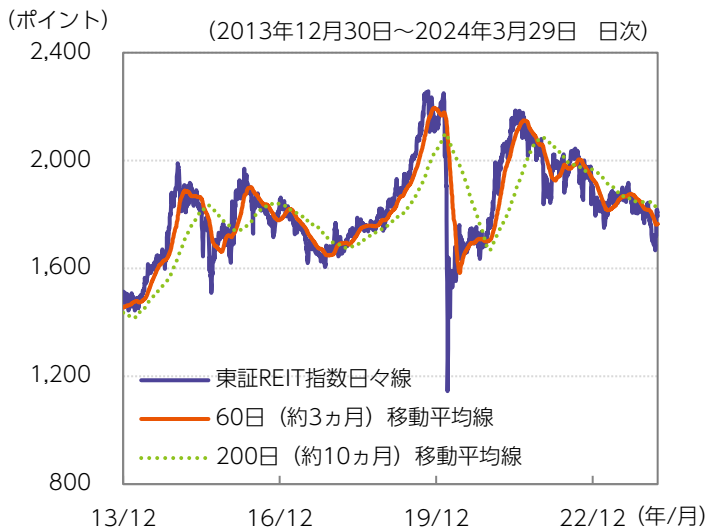


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



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	32	-432	-127	104	369	-532	-432

※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
2024年2月	36	-323	-64	88	249	-436	-323

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

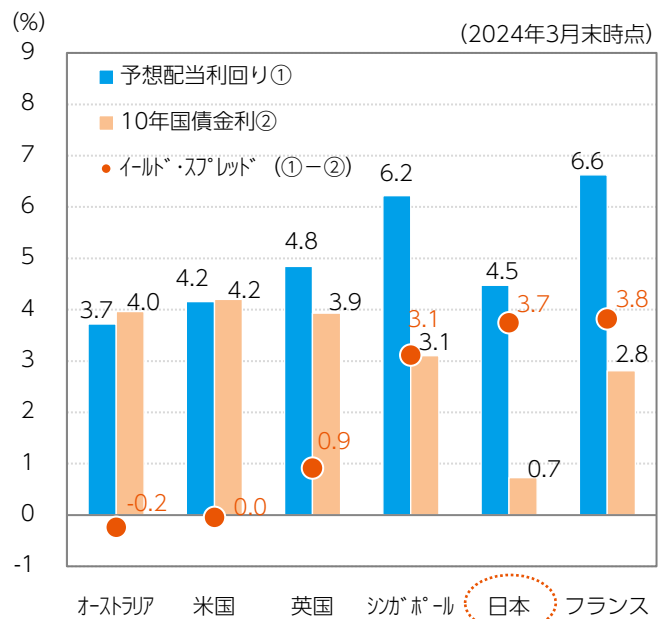
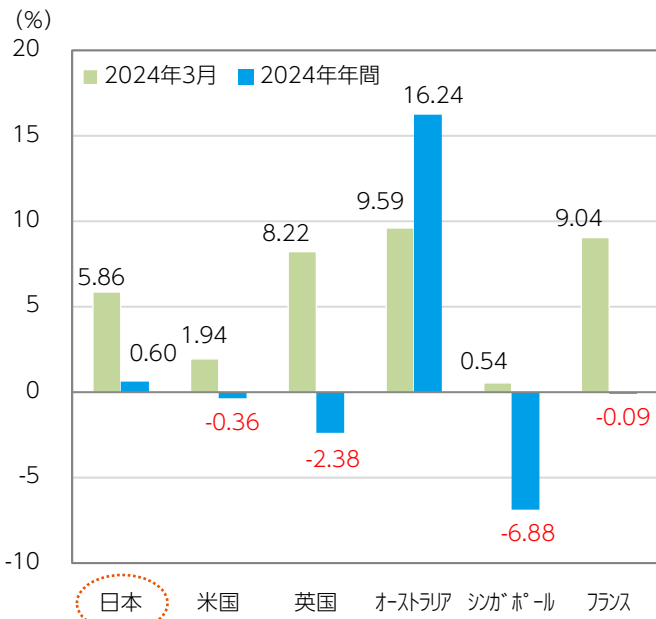
- 日銀は3月の買入れを見送りました。買入れの見送りは21ヵ月連続となります。なお、ETF（上場投資信託）についても買入れはありませんでした。
- 日銀は2024年3月の金融政策決定会合において、J-REITやETFの新規の買入れを終了しました。

(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、すべての国で上昇しました【図表9】。上昇率トップはオーストラリアで、2月の消費者物価指数が市場予想を下回ったことで、物価が今後落ち着くとの見方から利下げ観測が強まり上昇しました。
- 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【図表10】。
- 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

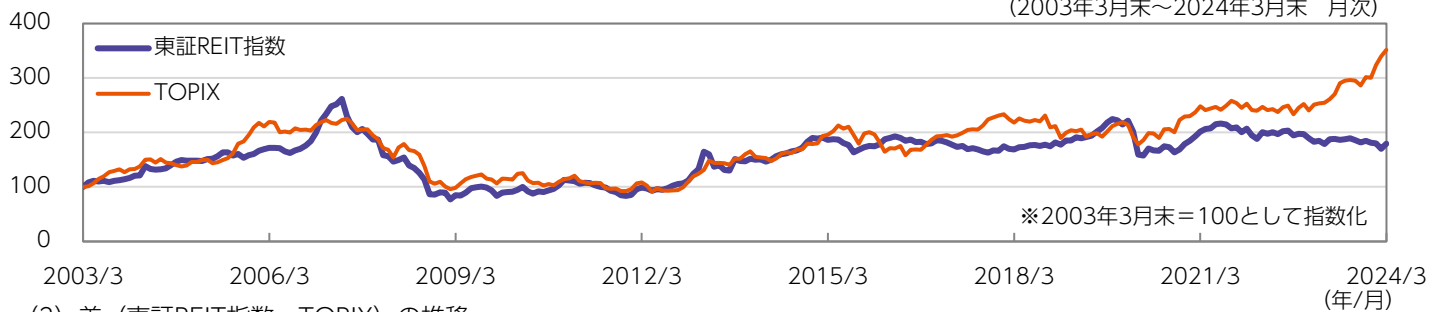


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
 出所) 図表9～10はS&P、Quick・不動産証券化協会、ブルームバーグ等のデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

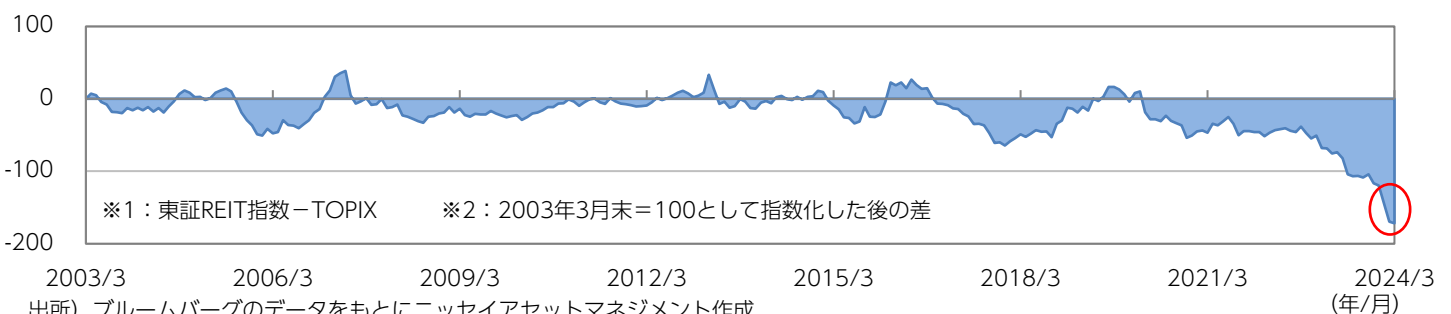
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2024年3月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

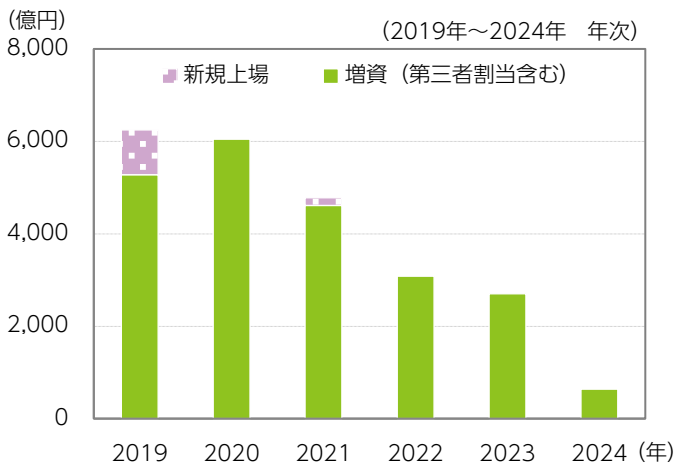


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

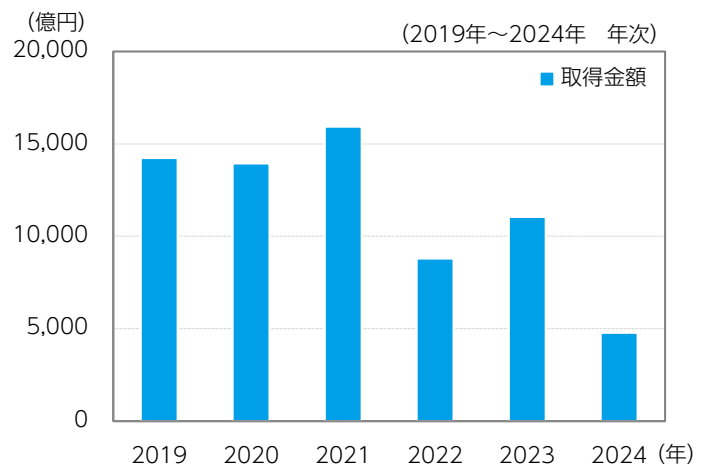
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 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。1～3月累計では643億円と、前年同期を10%下回りました。【図表12】。
- 3月の物件取得額（受渡しベース）は3,509億円と、前年同月を67.2%上回りました【図表13】。用途別では、物流施設が44%、オフィスが39%、住宅が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）

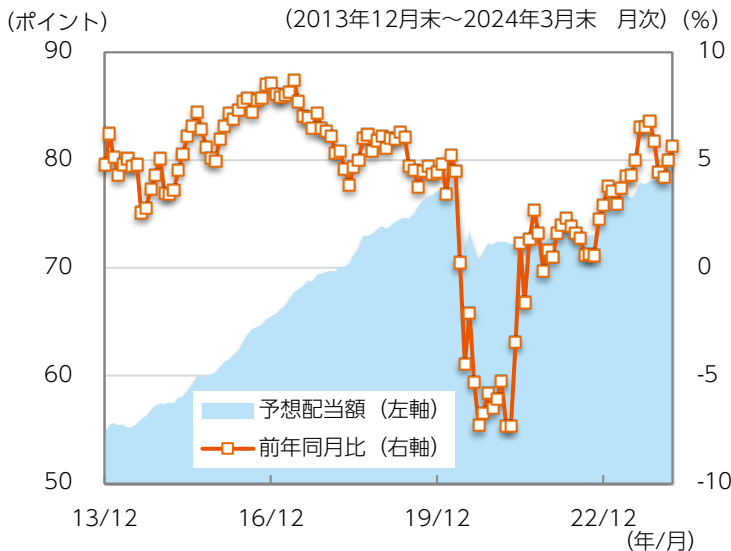


新規上場は上場月、増資は発表月ベース ※2024年は3月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

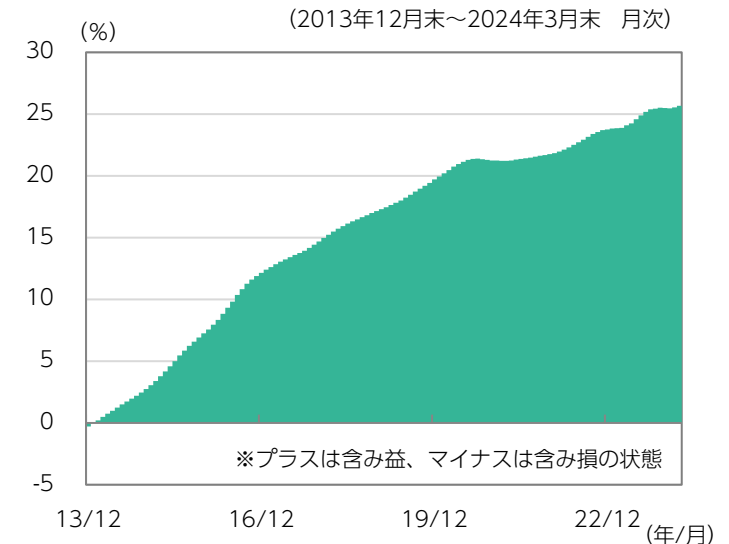
- 3月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比5.7%増となりました【図表14】。
- 3月末（2024年1月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は25.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は5兆4,333億円で、含み率は東証REIT指数算出開始以来の最高水準となっています。J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）は上昇傾向で推移しています【図表15】。

【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

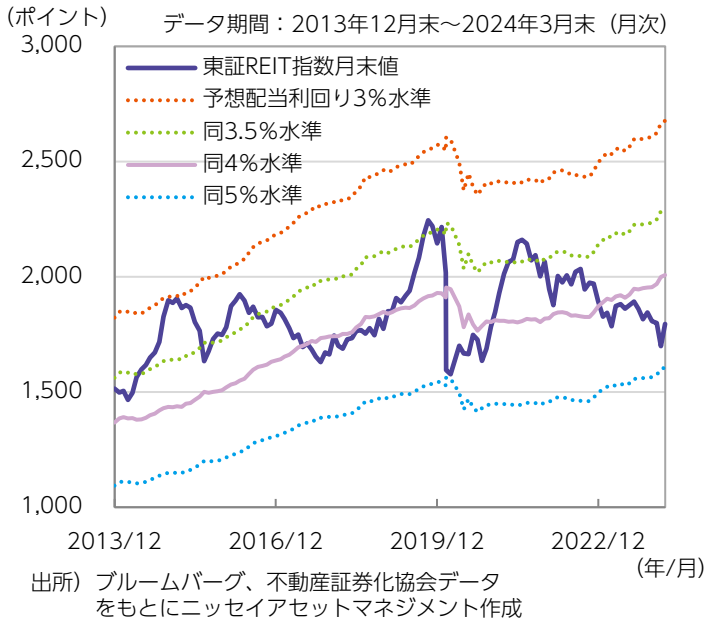


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

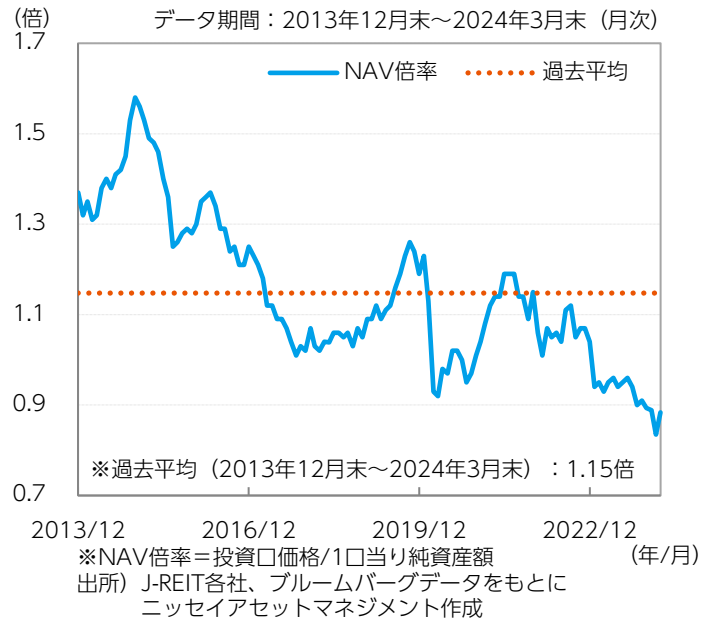
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 3月末の東証REIT指数は1,794.97ポイントと、予想配当利回り4.0%水準である2,007ポイントを下回りました。15ヵ月連続で4.0%水準を下回って推移しています【図表16】。
- 3月末のNAV倍率は0.88倍と前月末の0.83倍から上昇しました。過去平均（2013年12月末～2024年3月末）の1.15倍を31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



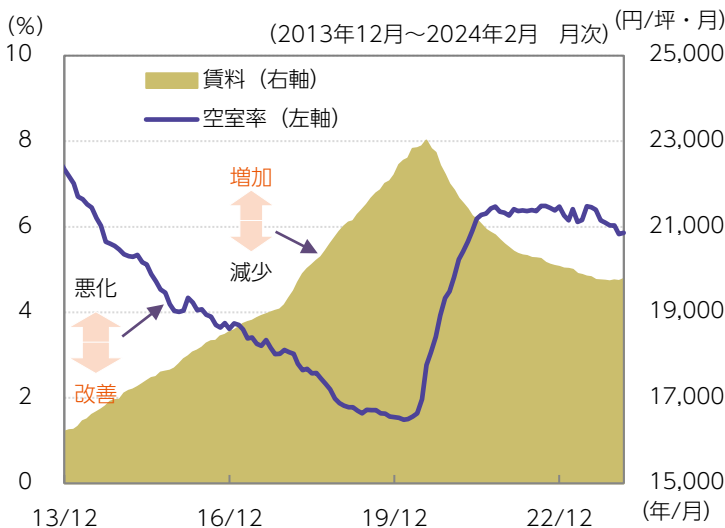
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

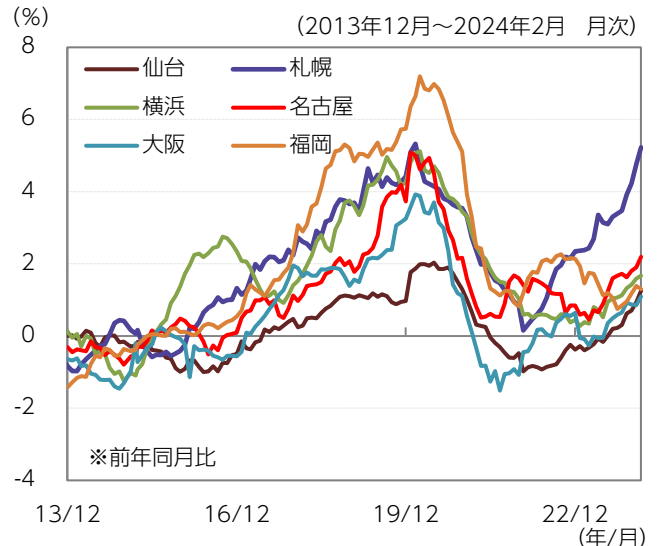
- 2月の都心5区のオフィス空室率は5.86%と前月比で上昇しました【図表18】。2月の坪当たり月額賃料は19,776円と前年同月比で1.19%減少し、前年同月比での減少は39ヵ月連続となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは14.1%減少しています。
- 2月のオフィス賃料の主要地方都市別では、すべての主要地方都市で前年同月を上回りました。札幌は前年同月比+5.23%と前月の同+4.76%から伸び幅が拡大しています。

【図表18】 都心5区オフィス空室率と賃料推移



（※）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/>