

## J-REITレポート

**J-REIT市場 現状と今後の見通し (2022年1月号)**
**(1) J-REIT市場の前月の動向**
**【指数の動き】**

- 2021年12月の東証REIT指数は、前月末比+3.18%の2,066.33ポイントで引きました。国内の新型コロナウイルスの新規感染者数が中旬頃まで比較的低下水準で推移したこと、米国REITが史上最高値を更新する等、月末にかけて上昇基調を強めたこと等が支援材料となりました。東証REIT指数の2021年年間騰落率は+15.83%と、TOPIXの同+10.40%を上回りました【図表1、2】。
- 12月のセクター別騰落率は、オフィスが前月末比-0.21%、住宅が同+7.59%、商業・物流等が同+5.46%、また、2021年年間では、オフィスが+11.66%、住宅が+19.21%、商業・物流等が+19.10%と、賃料の安定性からディフェンシブ性が相対的に強いとされる住宅が上昇率トップとなりました。

**【市場規模・売買代金等】**

- 時価総額は17.0兆円と前月末から5,809億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は496億円と、前年同月を8.7%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3.51%、10年国債金利はプラス0.071%、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3.44%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.55%から縮小しました【図表4、5】。

**【主なトピックス】**（各種情報をもとに作成）

- ・ 12月9日：三鬼商事が11月都心5区オフィス市況を発表。空室率は6.35%と前月比0.12%低下【図表18】
- ・ 15日：FRB（米連邦準備制度理事会）は15日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、量的緩和縮小（テーパリング）ペースを速めることを決定。終了時期の想定を22年6月から同3月へ前倒し
- ・ 17日：日銀は17日の金融政策決定会合で、新型コロナウイルス禍に対応した資金繰り支援策の縮小を決定

**(2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し**

- 2022年1月のJ-REIT（東証REIT指数）は、オミクロン株のまん延による感染第6波への警戒感や、足元で上昇傾向を強めつつある米国10年国債金利の動向等が嫌気され、軟調な展開になるものと思われます。
- オミクロン株は、現時点ではデルタ株に比べて重症化率は低いと見られているものの、重症化率が低くても、感染が広がれば重症者数が増え、医療現場がひっ迫する事態となることも想定されます。政府は7日、申請に基づき沖縄・広島・山口3県への「まん延防止等重点措置」の適用を決定しました（7日時点）。今後、その動きが東京都や大阪府等にも広がることとなれば、経済活動の正常化が遅れるとの懸念が強まることも考えられます。1月5日の米国10年国債金利は、一時2021年4月以来となる1.7%台に上昇しました。2021年12月に開催されたFOMCの議事要旨が公表され、FRBによる保有資産の圧縮や利上げが市場の想定より早まるとの見方が増えたことが主な要因であると思われます。米国金利の動向を受け、日本の10年国債金利も上昇ペースを速めつつあります。金利上昇によるイールド・スプレッドの縮小観測が重荷になる可能性もあります。
- 国内では、2回目のワクチン接種を終えた人の割合は全人口の約8割に達しています。12月からは3回目の追加接種（ブースター接種）が始まりました。政府は原則2回目から8ヵ月後に追加接種をする方針ですが、感染状況等によっては追加接種時期を前倒しする可能性もあります。政府は12月、臨床試験（治験）で重症化リスクのある軽症・中等症患者への一定の効果が確認された米メルク社の経口薬（飲み薬）を承認しました。これらの動きを背景に感染抑制のための規制は限定的なものにとどまるとの見方が強まる、または、今後発表される物価指標等を受けて米国10年国債金利が落ち着きを取り戻す場合には、J-REITは以下のような支援材料を背景に反発に転じるものと思われます。
  - ① 12月末の予想配当額が5ヵ月連続で前年同月末を上回る等、J-REIT業績が回復傾向にあること【図表14】
  - ② 11月の都心5区オフィス空室率が21ヵ月ぶりに前月を下回る等、同市況に改善の兆しが出始めていると思われること【図表18】

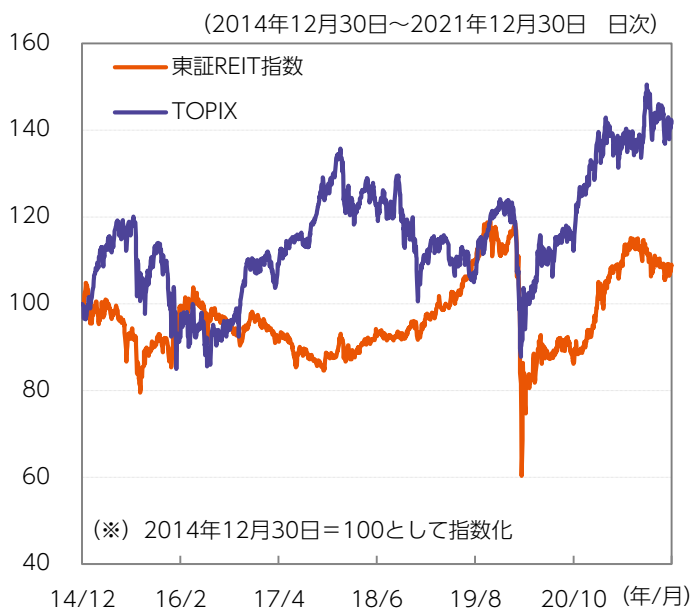
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2021年12月30日時点)

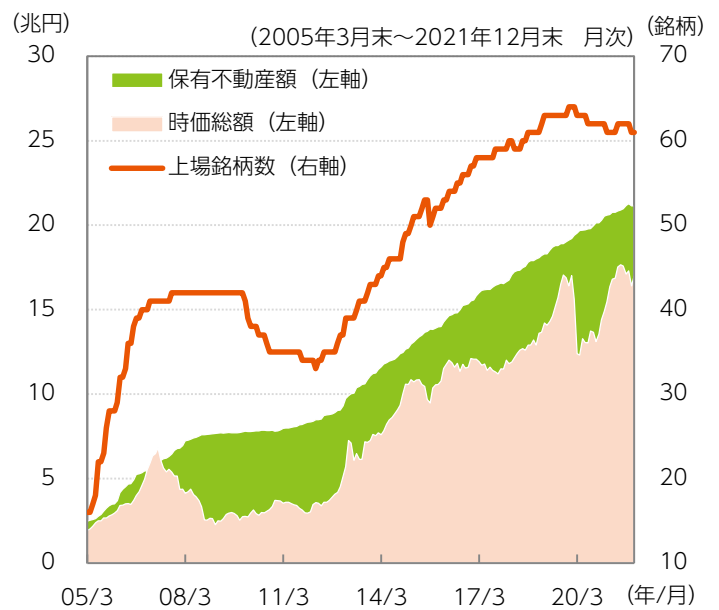
(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	3.18	15.83	-16.85
	TOPIX	3.32	10.40	4.84
	差	-0.13	5.43	-21.69
配当込み	東証REIT指数	3.46	19.98	-13.38
	TOPIX	3.45	12.74	7.39
	差	0.01	7.24	-20.77

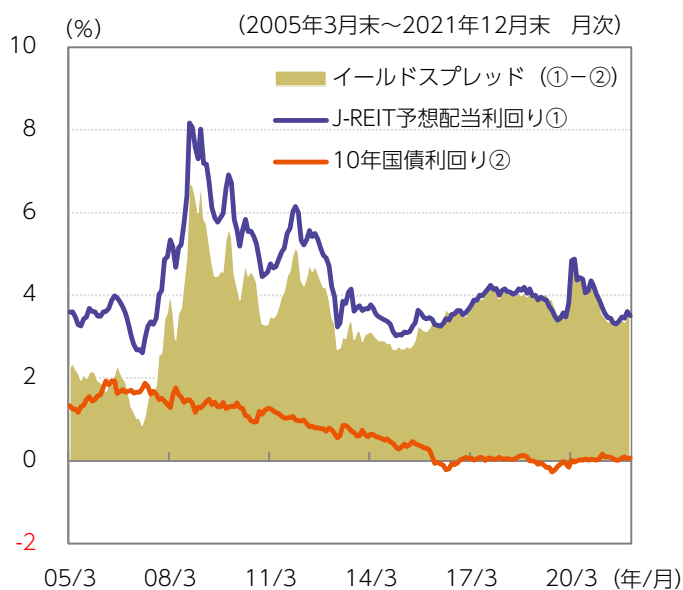
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



【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

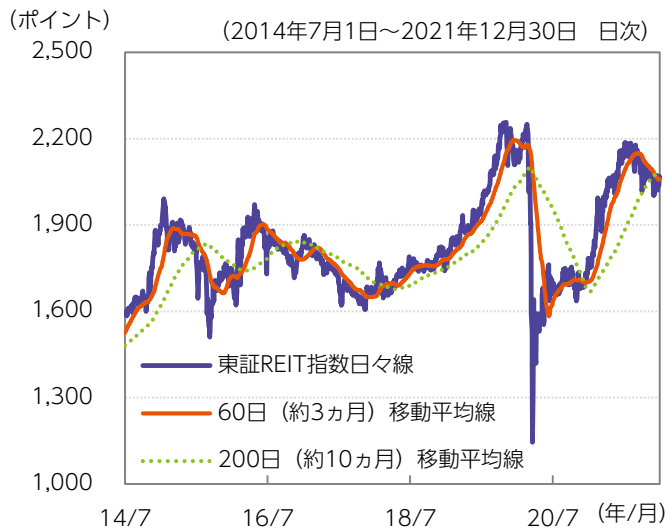


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



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)
2018年	-163	-1,267	-1,334	-645	-3,009	3,057	-1,831
2019年	952	-473	811	-519	-3,379	691	-1,001
2020年	40	-23	530	-211	-1,211	410	-1,170
2021年	45	-435	-1,896	-49	-1,980	2,531	-495

※2021年は判明月まで反映

2020年1月	7	17	8	-23	-152	149	5
2020年2月	-7	-168	-79	-45	-283	-54	-216
2020年3月	0	-462	-269	-44	478	343	-777
2020年4月	6	179	257	61	158	-174	-21
2020年5月	13	81	379	45	36	-651	-14
2020年6月	-76	235	442	-28	51	-476	115
2020年7月	16	208	79	-40	-117	-94	103
2020年8月	47	-52	-259	-14	-253	523	-76
2020年9月	-35	-543	133	2	-143	731	-579
2020年10月	8	235	-295	-74	-369	-179	163
2020年11月	33	17	54	-41	-191	73	-79
2020年12月	27	230	78	-13	-424	218	206
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

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

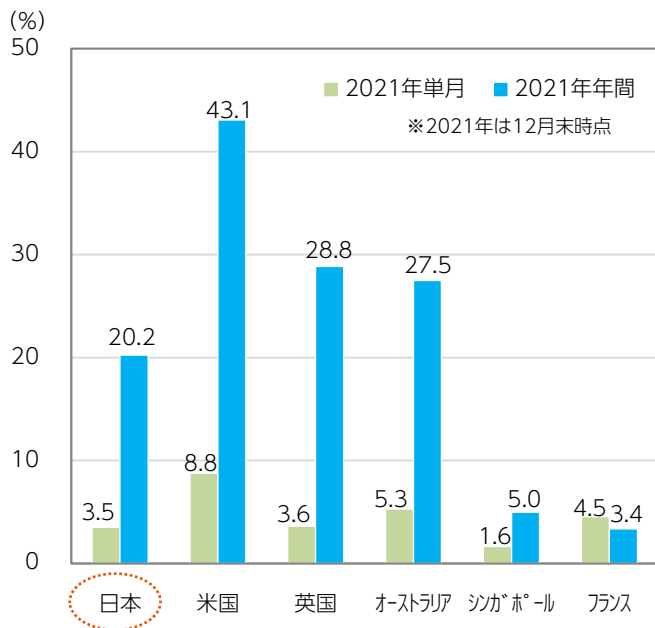
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は12月も9ヵ月連続で買入れを見送りました。2021年年間の買入れ額は60億円と、前年の1,147億円から減少しました。ETF(上場投資信託)も買入れを見送りました。ETFの2021年年間の買入れ額は7,513億円と、前年の6兆8,450億円から縮小しました。
- 日銀は2021年3月の金融政策点検で、J-REITやETFの買入れ方針を変更しており、その影響から買入れ額が大きく減少しています。

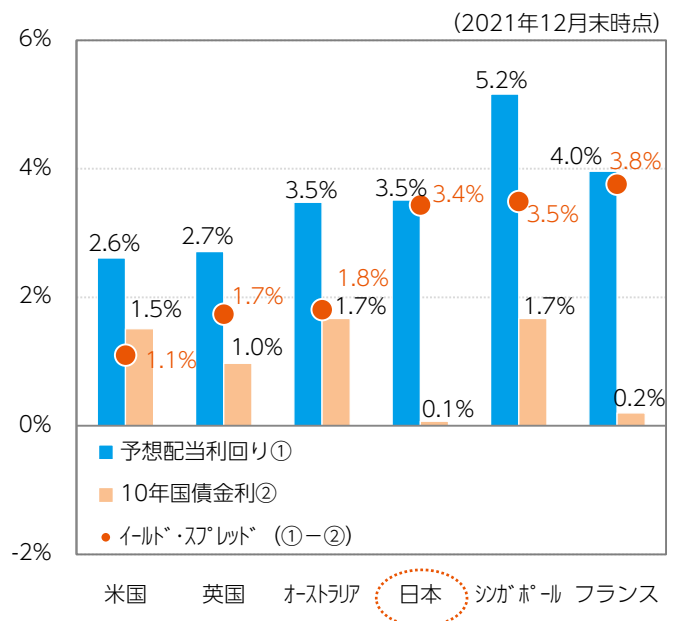
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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、全市場が前年末比で上昇しました。上昇率トップは米国で、オミクロン株に対する警戒感の後退や保有物件の値上がり期待等が支援材料となりました。一方、上昇率が最も小さかったのはシンガポールで、政府が住宅価格の高騰抑制に乗り出すとの見方が重荷となりました。2021年年間の上昇率トップは米国で、経済活動正常化の動きやバイデン政権による経済対策期待等が上昇を後押ししました。一方、大手商業施設REITの業績悪化懸念等からフランスの上昇率が最も小さくなりました。
- 12月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国中3番目の大きさとなっています。
- 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、比較的高水準となっています。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



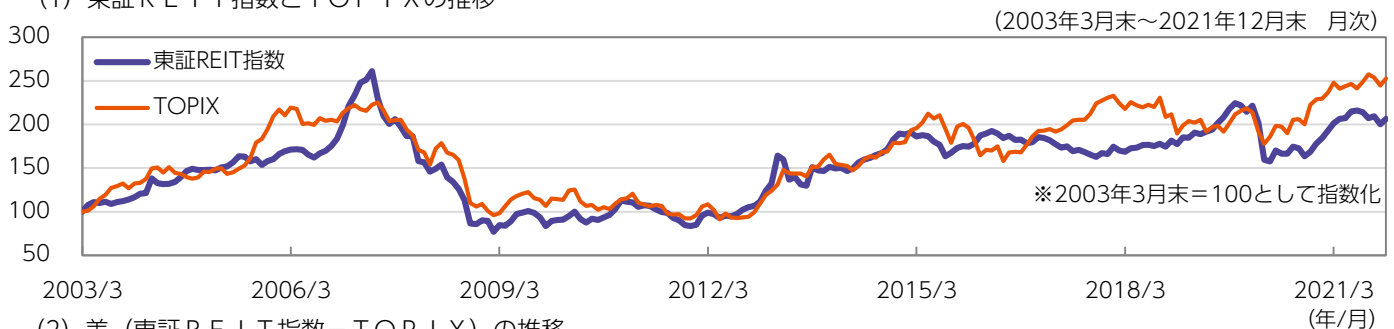
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



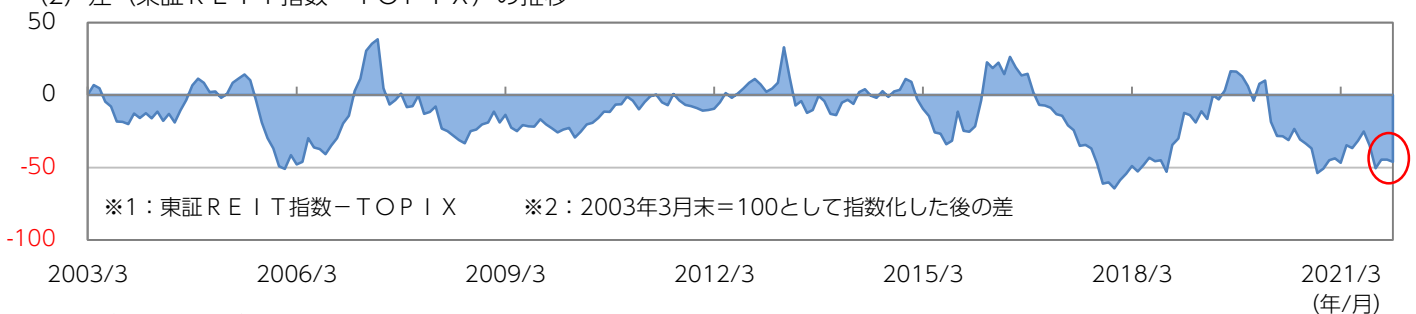
(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

##### (1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



##### (2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移



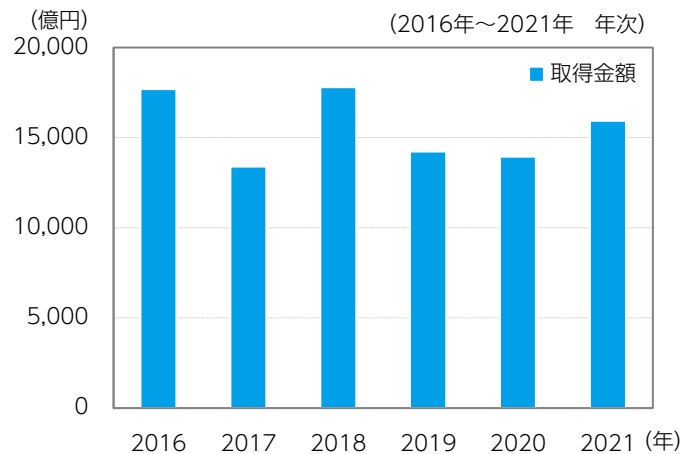
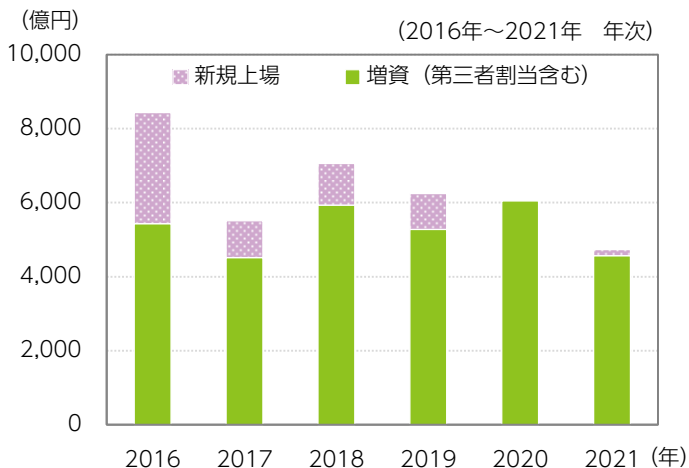
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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1件の公募増資と1件の第三者割当増資がありました。資金調達額は計81億円でした。新規上場や第三者割当増資を含む2021年年間の資金調達額は4,778億円と、前年より21%減少しました。
- 12月の物件取得額（受渡しベース）は2,058億円と、2021年9月の2,501億円以来の規模となりました。用途別では、オフィスが44%、物流施設が35%、底地が6%、ホテルが5%等となっています。2021年年間では1兆5,935億円と、前年より14.4%増加しています。

【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

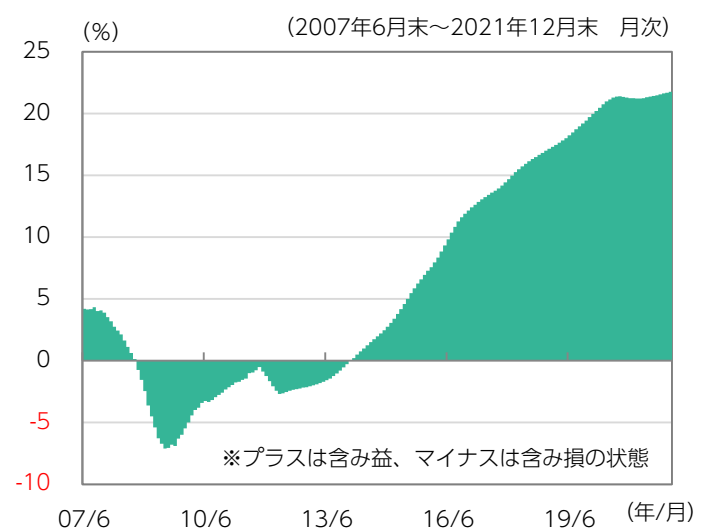
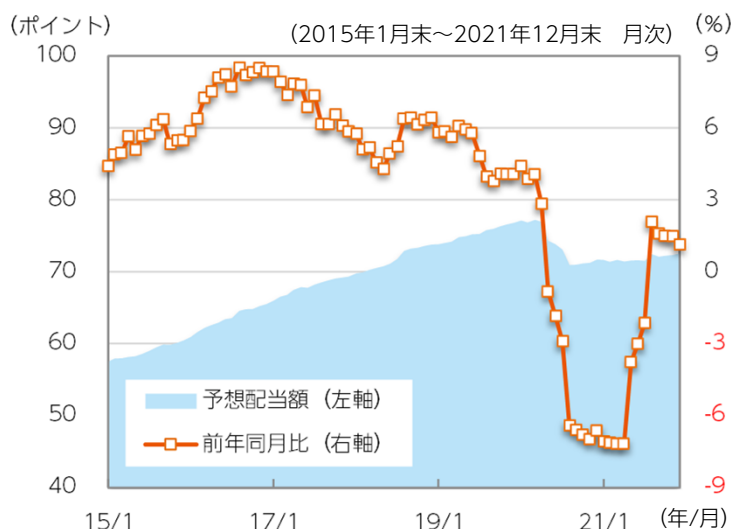
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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1.1%増となりました。前年同月を上回るのは5ヵ月連続です。J-REIT業績の底打ち感が強まりつつあるようです。
- 12月末（2021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21.8%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆3,709億円で、ともに過去（東証REIT指数算出開始以来）最大となりました。コロナ禍にも拘わらず、J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）上昇が続いています。

【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



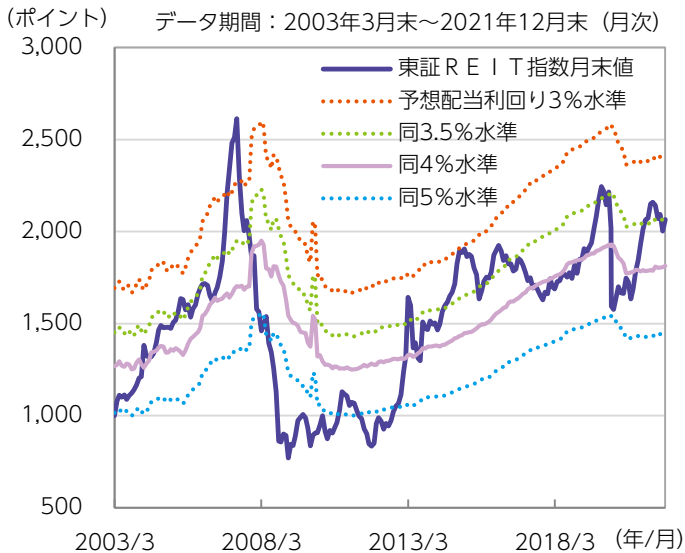
(※) 配当額 = 東証REIT指数 × 配当利回り ÷ 100  
出所) プルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

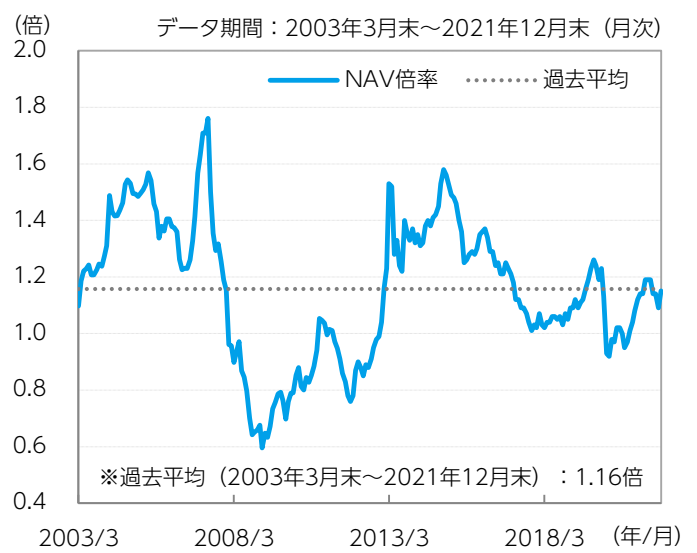
- 12月末の東証REIT指数は2,066.33ポイントと、3.5%水準である2,072ポイントを下回りました。2ヵ月連続で3.5%水準を下回りました。
- 12月末のNAV倍率は1.15倍と前月末の1.09倍から上昇しました。過去平均（2003年3月末～2021年12月末）の1.16倍を4ヵ月連続で下回りました。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



出所) ブルームバーグ、不動産証券化協会データ  
をもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表17】 J-REITのNAV倍率推移

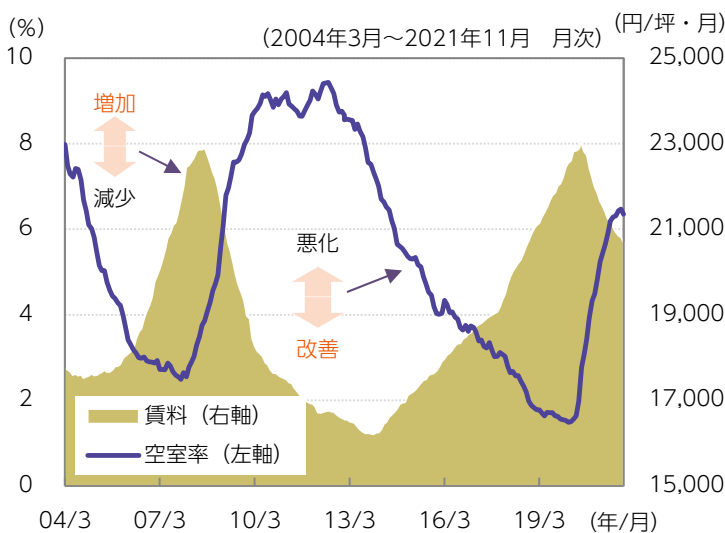


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額  
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに  
ニッセイアセットマネジメント作成

## (8) 不動産市況

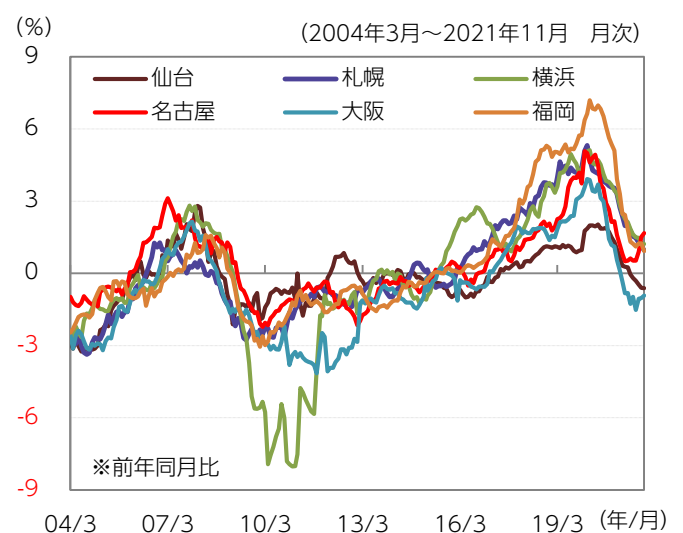
- 11月の都心5区のオフィス空室率は6.35%と前月比0.12%低下しました。前月を下回るのは2020年2月以来21ヵ月ぶりです。11月の坪当たり月額賃料は20,686円で、2018年10月の20,597円以来の低水準となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは約10%減少しています。
- 11月のオフィス賃料の主要地方都市別では、大阪が前年同月比0.92%減と9ヵ月連続、仙台が同0.61%減と6ヵ月連続で減少しました。一方、名古屋は同1.68%増と前月10月の同1.51%増から上昇幅が拡大しており、回復傾向を強めつつあります。

【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おりませんので、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。
- ファンドは、多量の換金の申込みが発生し換金代金を短期間で手当てする必要が生じた場合や組入資産の主たる取引市場において市場環境が急変した場合等には、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引ができないリスク、取引量が限定されるリスク等が顕在します。これらにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性、換金の申込みの受付を中止する、また既に受付けた換金の申込みの受付を取消する可能性、換金代金のお支払いが遅延する可能性などがあります。

## &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（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>