

研究員 の眼

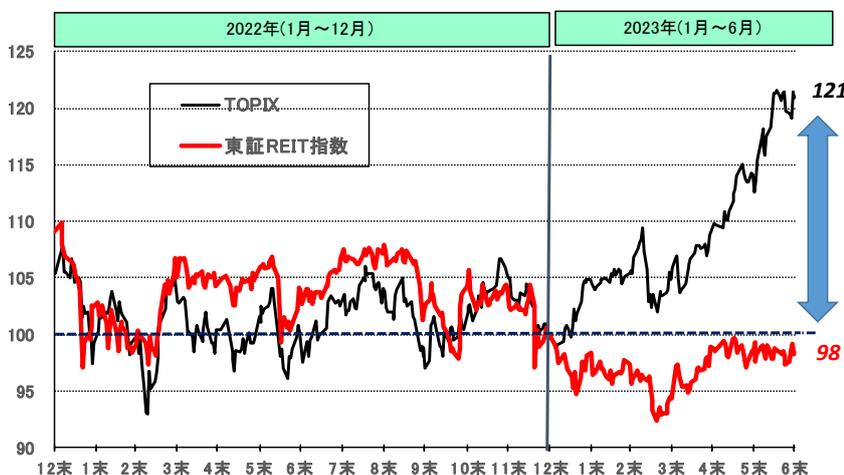
今年上期の J リート市場は▲1.7% 下落。株式市場とのパフォーマンス 格差が広がる

～米国オフィス市場の低迷も上値を抑える要因に～

金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

2023 年上期（1～6 月）の J リート(不動産投資信託)市場を振り返ると、市場全体の値動きを表わす東証 REIT 指数（配当除き）は▲1.7%下落、配当込み指数は+0.4%上昇となった（図表 1）。上期前半は金利上昇に対する警戒感から下値を探る展開が続いたものの、4 月以降、植田日銀新総裁が現在の金融政策を当面維持するとの見方から上昇に転じ、昨年末の水準を概ね回復した。もっとも、海外資金の大量流入¹を受けてバブル崩壊後 33 年ぶりの高値更新に沸く株式市場と比べて足どりは重く、TOPIX の上昇（+21.0%）に対して大幅にアンダーパフォームする結果となった。

図表 1：東証 REIT 指数と TOPIX の推移（2022 年 12 月末=100）



(注)いずれも配当除きの指数
(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

続いて、市場規模を確認すると、上場銘柄数は 61 社から 60 社に減少、市場時価総額は 15.7 兆円（昨年末比▲1%）、運用資産額（取得額ベース）は 22.3 兆円（同+2%）となった（図表 2）。また、J リート

¹ 投資部門別売買動向（2023 年 1 月～5 月）では、海外投資家は国内株式（現物+先物）を 6.6 兆円買い越した一方、J リートを▲674 億円売り越した。

による物件取得額は6,072億円(前年同期比+29%)となり、大きく落ち込んだ昨年からの回復が見られた。アセットタイプ別の取得割合は、多い順に、オフィスビル(35%)、物流施設(32%)、住宅(16%)、商業施設(10%)、ホテル(6%)、底地ほか(1%)であった。一方、業績面では、ホテル収益の回復や不動産売却益の計上などがプラスに寄与し、市場全体の1口当たり予想分配金は昨年末比+3%増加、1口当たりNAV(Net Asset Value、解散価値)も不動産価格の上昇を反映し+1%増加と堅調であった。この結果、6月末時点のバリュエーションは、分配金利回りが4.1%(昨年末比+0.2%)、10年国債利回りに対するイールドスプレッドが3.7%(同+0.2%)、NAV倍率が0.93倍(同▲0.03倍)となり、半年前の2022年末時点と比べてJリート市場の割安感が高まっている。

図表2：2023年上期のJリート市場（まとめ）

	2022年末	2023年6月末	騰落率/ 変化幅	備考	
東証REIT 指数	東証REIT指数(配当除き)	1,894	1,862	▲1.7%	年初来安値:1,750(3/20)
	東証REIT指数(配当込み)	4,404	4,421	+0.4%	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	61社	60社	▲1	合併により1社減少
	市場時価総額(兆円)	15.8兆円	15.7兆円	▲1%	-
	運用資産額(取得額ベース)	21.9兆円	22.3兆円	+2%	過去最高
ファンダメン タルズ/ バリュエー ション	物件の新規取得額	8,783億円	6,072億円	-	前年同期比+29%(22年上期4,717億円)
	1口当たり予想分配金	74.0	76.0	+3%	ピーク時対比▲2%
	1口当たりNAV	1,974	2,001	+1%	過去最高
	分配金利回り(%)	3.9%	4.1%	+0.2%	過去平均(4.3%)
	イールドスプレッド(対10年金利)	3.5%	3.7%	+0.2%	過去平均(3.5%)
株式 市場	P/NAV倍率(x)	0.96x	0.93x	▲0.03x	過去平均(1.1x)
	TOPIX(国内株)	1,892	2,289	+21.0%	1990年7月以来33年ぶりとなる高値水準
長期 金利	S&P500(米国株)	3,840	4,450	+15.9%	-
	日本10年金利	0.41%	0.40%	▲0.01%	-
	米国10年金利	3.87%	3.84%	▲0.03%	-

(出所)各種資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

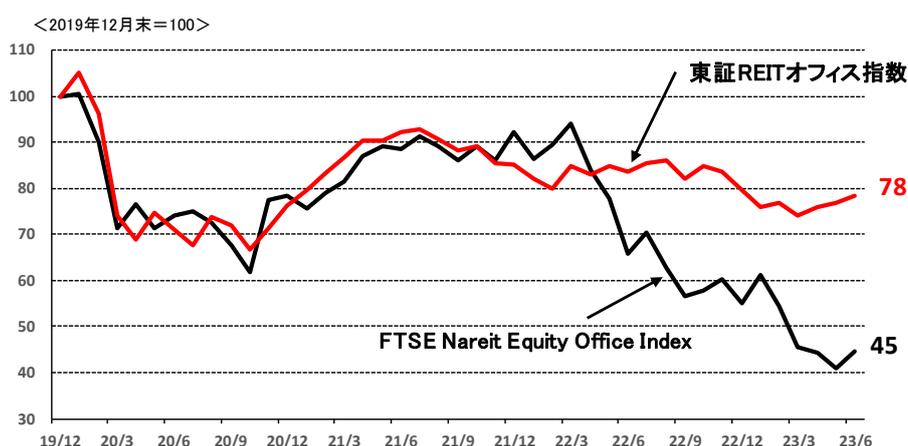
ところで、Jリート市場が株式市場の上昇にキャッチアップできない要因の1つに、米国リート市場で高まるオフィス悲観論の影響が挙げられる。現在、米国のオフィスセクターは、①空室率上昇、②借入金利上昇、③融資厳格化という、3つの「圧力」に直面している。なかでも、コロナ禍を契機に広がったリモートワークに伴うオフィス需要の減少、いわゆる「Zoom Effect」が深刻化しており、主要都市のオフィス空室率は軒並み2ケタを超えて上昇している。こうした厳しい事業環境のもと、米国リート市場のオフィス指数はコロナ禍前の2019年末対比で5割を超える下落率となり、リーマンショック後に付けた2009年以來の安値水準に沈む(図表3)。

一方、日本のオフィスセクターは今のところ、3つの「圧力」は軽微だと言える。東京のオフィス空室率は6%台と米国と比べて相対的に低い水準にあり、借入金利は低く、融資環境も落ち着きをみせている。しかし、グローバル投資家がオフィスセクターを回避する動きを強めるなか、Jリート市場でもオフィス指数は2019年末対比で2割以上下落し、市場全体の重荷となっている。セクター別のNAV倍率を

比較すると、オフィスセクターは0.87倍と最も低く割安な水準にあるものの（図表4）、海外勢を中心に投資を見送る姿勢が続く。

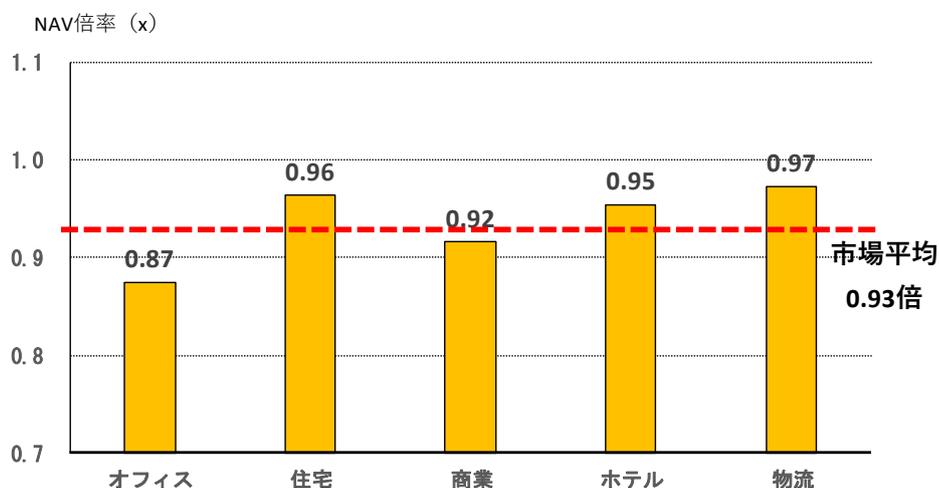
いずれにしても、Jリート市場の上昇には、保有資産ベースで4割を占めるオフィスセクターの回復が欠かせない。今後は、国内のオフィス市況の見極めに加えて、米国オフィス市場に対する投資家のセンチメント改善がカギを握ることになりそうだ²。

図表3：日米 REIT 市場のオフィス指数（2019年12月末=100）



(注)いずれも配当除きの指数
(出所) 東京証券取引所、NAREITのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表4：セクター別のNAV倍率（6月末時点）



(注) REIT各社の時価総額とNAVを保有不動産のウェイトで加重平均した数値
(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

² 米国リート市場のオフィス指数は6月に+9.3%上昇し底打ちの機運も見られる。US-REITのSL Green Realty(SLG)は保有するオフィスビル「245 Park Avenue」(持分49.9%)を森トラストの米国法人に約10.5億ドルで売却。SLGの株価は発表後2日間で30%上昇した。(日本経済新聞夕刊6月28日)

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。