

# 研究員の眼

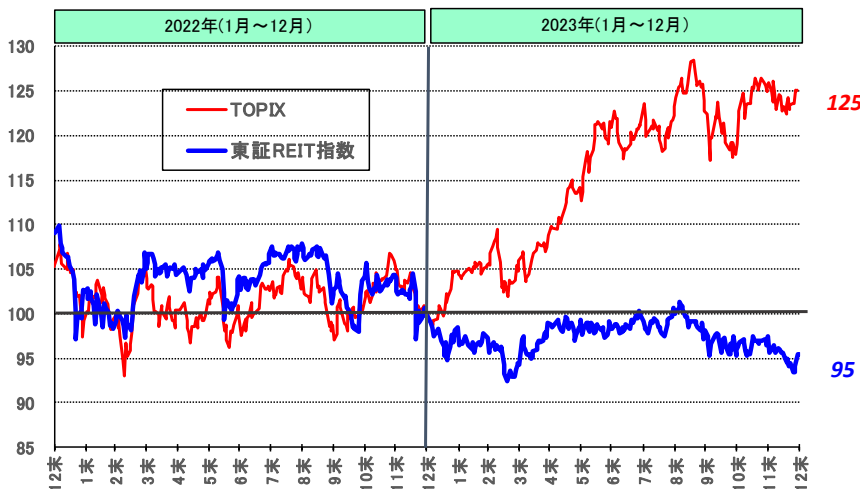
## 昨年のJリート市場は▲5%下落。株式市場とのパフォーマンス格差は過去3番目に悪い水準

～今年は明るい材料も揃い、復権の1年を期待～

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

2023年の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▲5%となり、2年連続で下落した(図表1)。日銀の緩和政策修正を見据えた長期金利の先高観が重くのしかかり、年間を通じて弱含みで推移。平成バブル以来33年ぶりの高値を付けて活況を呈した株式市場とは対照的に、停滞色の強い1年であった。株式市場とのパフォーマンス格差は▲30%に拡大し、過去3番目に悪い水準で1年を終えた<sup>1</sup>。

図表1：東証REIT指数とTOPIXの推移(2022年12月末=100)



(注) 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

市場規模は2年連続で新規上場がなく、2件の合併によって上場銘柄数は61社から58社に、市場時価総額は15.4兆円(前年比▲3%)に減少した(図表2)。一方、不動産取得額はインバウンド需要の回復期待からホテルの取得が大きく伸びて2年ぶりに1兆円の台を超え、運用資産額(取得額ベース)は22.8兆円(前年比+4%)に拡大した。アセットタイプ別の取得割合は、多い順に、オフィス(33%)、物流施設(22%)、ホテル(19%)、住宅(17%)、商業施設(7%)、底地ほか(2%)となり、ホテルの取得額(208

<sup>1</sup> 東証REIT指数のTOPIXに対するパフォーマンス格差は、2005年が▲35.2%、2017年が▲30.1%であった。

億円⇒2,107 億円)が増加したのに対して、前年トップを占めた物流施設(3,323 億円⇒2,432 億円)が大幅に減少した。続いて、業績面では、ホテル収益の回復や不動産売却益の計上が寄与し、市場全体の1口当たり予想分配金は前年比+5%増加し、1口当たりNAV(Net Asset Value、解散価値)も保有不動産の価格上昇を反映して+2%増加した。この結果、12月末時点のバリュエーションは、分配金利回りが4.3%(前年末比+0.4%)、10年国債利回り(0.6%)に対するイールドスプレッドが3.7%(同+0.2%)、NAV倍率が0.89倍(同▲0.07倍)となり、利回り指標やNAV指標でみた割安感が強まっている。

図表2：2023年のJリート市場（まとめ）

		2022年末	2023年末	騰落率/ 変化幅	備考
東証REIT 指数	東証REIT指数(配当除き)	1,894	1,807	▲4.6%	年初来安値:1,751(3/20)
	東証REIT指数(配当込み)	4,404	4,383	▲0.5%	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	61社	58社	▲3社	新規上場なし、合併2件
	市場時価総額(兆円)	15.8兆円	15.4兆円	▲3%	-
	運用資産額(取得額ベース)	21.9兆円	22.8兆円	+4%	過去最高
	物件の新規取得額	0.9兆円	1.1兆円	+25%	2年ぶりに1兆円を超える
ファンダメン タルズ/ バリュエー ション	1口当たり予想分配金	74.0	77.8	+5%	-
	1口当たりNAV	1,974	2,021	+2%	-
	分配金利回り(%)	3.9%	4.3%	+0.4%	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%)
	P/NAV倍率(x)	0.96x	0.89x	▲0.07x	過去平均(1.1x)
株式 市場	TOPIX(国内株)	1,892	2,366	+25.1%	年初来高値2,430(9/19)
	S&P500(米国株)	3,840	4,770	+24.2%	年初来高値4,783(12/28)
長期 金利	日本10年金利	0.41%	0.61%	+0.20%	ピーク水準0.96%(11/1)
	米国10年金利	3.84%	3.88%	+0.04%	ピーク水準4.99%(10/19)

(出所)各種資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

2024年は、引き続き日米の金融政策のほか、東京オフィス市況や米大統領選挙の動向に関心が集まる。まず、国内では金融政策正常化の行方が注目点となる。ニッセイ基礎研究所は、日銀は現在の長短金利操作(YCC)とマイナス金利政策を2024年春にも解除するとみるが<sup>2</sup>、Jリーートの財務への影響などを見極める必要がある。また、東京のオフィス市場では新規供給が年内いったん落ち着く。昨年来、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る。

一方、米国ではインフレ基調の鈍化を受けてFRBは利下げサイクルに転換する見込みである。引き締め局面の終了は歓迎材料だが、想定外の米国経済の失速やインフレ率の高止まり、日米金利差縮小に伴う円高進行のリスクにも注意したい。また、11月に米大統領選を控えている。政策論争が激しさを増し投資家心理が悪化する局面も想定される。

Jリート市場は長らく低迷期が続き割安な水準に沈んでいる。しかし、市場金利の落ち着き処がはっきりと見えてくれば、オフィス市況の底打ちや海外市場の利下げ、新NISAスタートなど明るい材料も揃う。今年にはコロナ禍以降のトンネルを抜けて、復権の年となることを期待したい。

<sup>2</sup> 上野剛志『2024年はどんな年？金融市場のテーマと展望』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2023年12月1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。