ダイワJ-REITオープン（毎月分配型）

J-REIT市場
2022年7-9月の振り返りと今後の見通し

2022年10月20日

お伝えしたいポイント

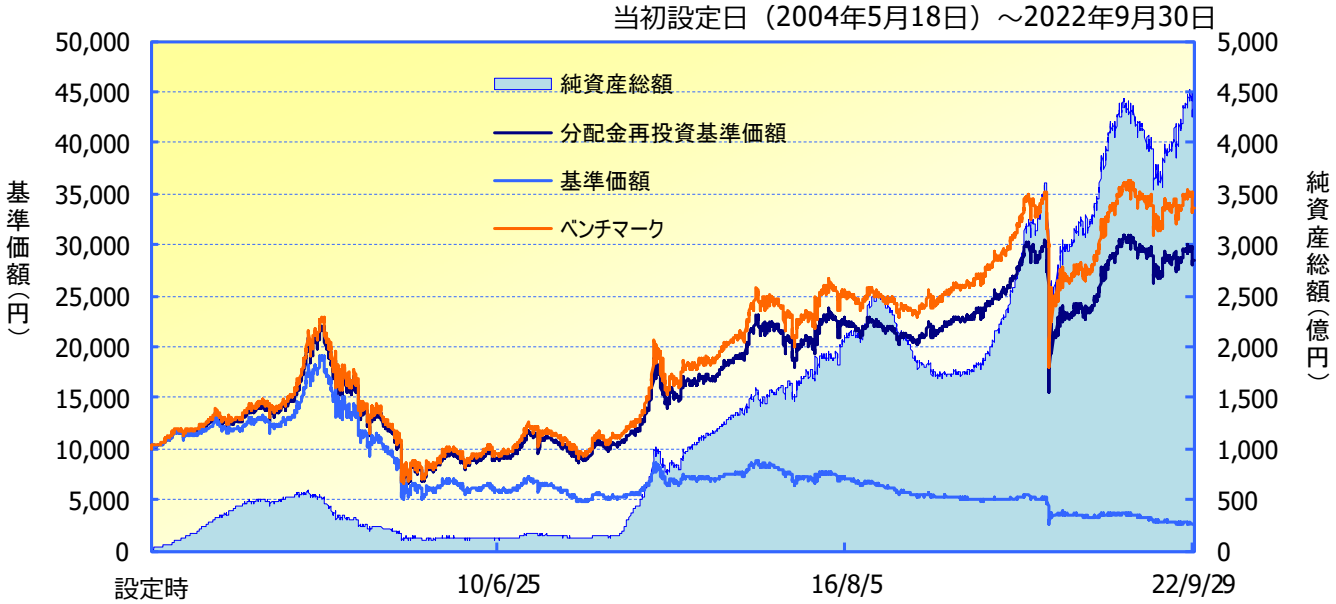
- 2022年7-9月のJ-REIT市場はほぼ横ばい
- 資産価値からみたバリュエーションでは過去平均と比べ、割安感高まる
- 国内宿泊需要回復に伴うホテルリート業績改善が期待される

平素は当ファンドをご愛顧賜り、厚く御礼申し上げます。

今回は、2022年7-9月の市場環境の振り返りと今後の見通しについてお知らせいたします。

基準価額・純資産の推移（2022年9月30日現在）

基準価額	2,542 円
純資産総額	4,349億円
ベンチマーク	4,488.86



※「分配金再投資基準価額」は、分配金（税引前）を分配時にファンドへ再投資したものとみなして計算しています。
※基準価額の計算において、運用管理費用（信託報酬）は控除しています（後述のファンドの費用をご覧ください）。
※当ファンドは東証REIT指数（配当込み）をベンチマークとしておりますが、同指数を上回る運用成果を保証するものではありません。
※グラフ上のベンチマークは、グラフの起点時の基準価額に基づき指数化しています。
※上記は過去の実績を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。

2022年7-9月のJ-REIT市場はほぼ横ばい

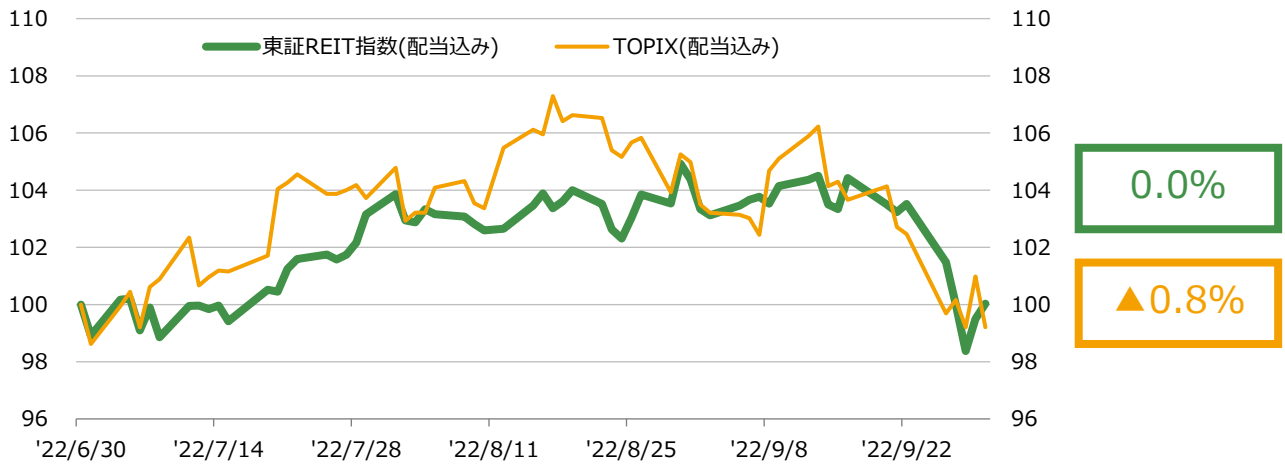
日本株対比ではやや優位なパフォーマンス

J-REIT市場（配当込み東証REIT指数）は7月前半は横ばい圏での推移となりました。7月後半には、米国でインフレ懸念がやや後退、利上げペース鈍化期待から長期金利が低下するなか、J-REIT市場は上昇しました。8月から9月中旬まではおおむね横ばい圏での推移となりました。日米の長期金利が上昇、今後も海外金融政策の引き締めが続くことが意識されるなか、底堅さを感じる推移となりました。9月下旬に、欧米を中心とした金融引き締めによる世界的な景気後退リスクが投資家に強く意識され、米国の長期金利が上昇するなか、他のリスク資産と同様にJ-REIT市場も下落しました。

結果、2022年7-9月の東証REIT指数（配当込み）の騰落率は0.0%とほぼ横ばいでした。日本株式（TOPIX（配当込み））の▲0.8%をやや上回るパフォーマンスとなりました（図1）。

図1：J-REITと日本株式のパフォーマンス（配当込み）

（2022年6月末～ 2022年9月末）



※2022年6月末を100として指数化。

（出所）ブルームバーグ

短期的にはグローバルの金融環境に注目、中長期では緩やかな上昇を見込む

米国をはじめとする海外の金融政策が金融市場に与える影響は大きく、引き続き注目しています。グローバルの金融環境次第で、上下に振れるリスクは引き続き残ります。一方で、金融市場の落ち着きとともに、JREIT市場はNAV1倍水準となる1,900pt近傍が下値として意識されやすいと考えています。

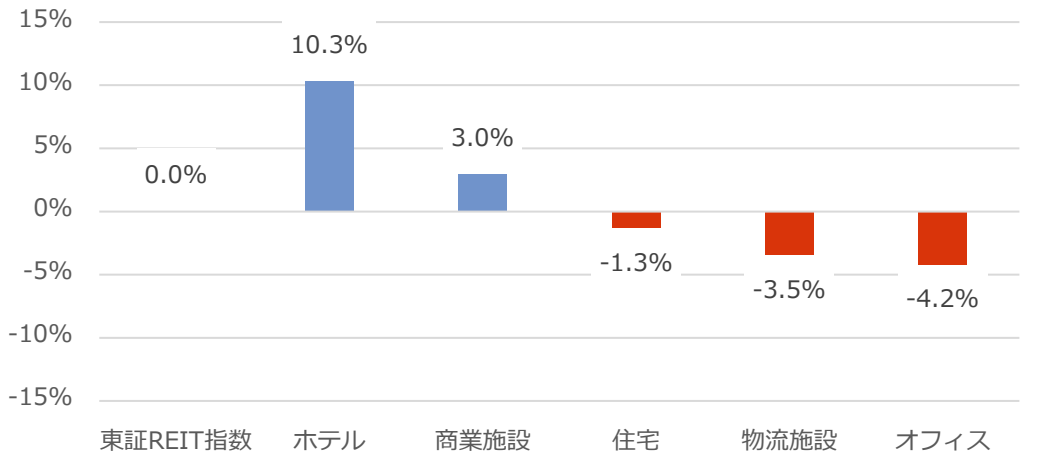
中期的には、日本では緩和的な金融政策の継続が想定され、相対的に高い配当利回りが期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的で、緩やかな上昇を見込みます。

セクター別では
オフィスセクターの下落とホテルセクターの上昇が目立つ

セクター別では、世界的な金融引き締めによる景気後退リスクの高まりなどを背景に、大型銘柄を中心にオフィスセクターが下落しました。保有物件のテナントが分散されている銘柄では稼働率の回復傾向がみられ、堅調な業績が期待されます。一方で、海外からの入国規制の撤廃や外国人観光客の入国制限の緩和による訪日外国人の回復期待、国内での新たな旅行支援策が発表されたことなどを背景に、ホテルセクターが大きく上昇しました（図2）。

図2：J-REITのセクター別騰落率（配当込み）

（ 2022年6月末～ 2022年9月末）



※ホテルはインヴィンシブルとジャパン・ホテル・リート、商業施設はイオンリートとフロンティア不動産、住宅はアドバンス・レジデンスと日本アコモデーションファンド、物流施設は日本プロロジスリートとGLP、オフィスは日本ビルファンドとジャパンリアルエステイトを使用し、2銘柄の騰落率（配当込み）を単純平均したものをセクター別騰落率とした。

（出所）ブルームバーグ

パフォーマンス上位セクター

ホテルセクターは、「全国旅行支援」など新たな旅行割引制度の発表や、入国者総数の上限撤廃や外国人観光客の入国制限の緩和に伴う訪日外国人の回復などによる需要の拡大が期待され、上昇しました。

商業施設セクターは、国内感染者数は7月以降拡大したものの、行動制限は行われなかったことから、経済活動の正常化への期待を背景に上昇しました。

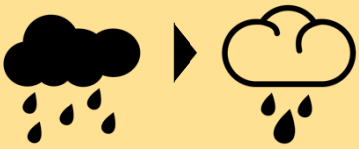
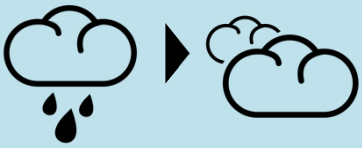
パフォーマンス下位セクター

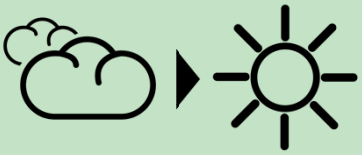
オフィスセクターは、世界的な金融引き締めによる景気後退リスクの高まりや、一部の銘柄でエネルギー価格高騰による水道光熱費用の増加による減配がみられたことなどが嫌気され、下落しました。

物流施設セクターは、海外長期金利の上昇により大きく下落しました。物流施設の需要の拡大は続き、物流施設リート各社の収益は安定した推移が続く見込みです。

住宅セクターは、小幅に下落しました。東京への人口流入が回復しつつあるなか、保有物件の稼働率や賃料水準の改善傾向がみられ、今後も安定した収益が期待されます。

2022年7-9月のJ-REIT市場の業種別の状況と今後の見通し

	ホテル	オフィス	商業施設
	● 新型コロナの感染拡大のなかでも国内需要の回復が進んだ。 ● 電気料金やインフレによる各種コストの上昇はあるものの、需要の回復の効果が大きい。 ● 短期的には観光支援策「全国旅行支援」による国内需要の押し上げと、中期的には水際対策の追加緩和と円安による緩やかなインバウンドの回復が期待される。	● 都心5区空室率の継続的な悪化は一巡し、横ばい圏の推移に。22年の新築オフィスビルの供給量は21年に続き低水準となる見込み。23年の大量供給までに空室区画の埋め戻しがどこまで進むか。 ● テレワーク浸透などアフターコロナのオフィスのあり方、働き方について、大企業がどのような経営判断をするかも注目。 ● 資源高が企業業績に与える影響に注目。	● 業態により状況が大きく異なる状況が続く。 ● スーパーを中心とした生活必需品を扱う商業施設は好調が続き、今後も堅調な推移を想定。 ● 都市部の商業施設は人流の回復に合わせて売上高も回復しているが、コロナ前水準には届かず。飲食店やアパレルなど出店意欲が鈍い業種の影響は引き続きあるものの、稼働率は回復基調に。
見通し予報	 雨のち小雨	 小雨	 小雨のちくもり

	住宅	物流施設
	● 7-9月は引っ越しの少ない非繁忙期で大きな動きはなかった。稼働率の底打ち、改善が再確認された。 ● 人口動態をみると季節性を加味した東京都の人口流入基調の回復が続き、REIT保有物件の需要を後押ししている。 ● 需要が回復に転じてきた都心シングルタイプの動向に引き続き注目。	● 21年はコロナ禍によるEコマースの進展加速により需要が大きく拡大し、空室率は低位で賃料が上昇した。開発計画からは22年以降の供給量はさらなる増加が見込まれる。 ● 今後供給の増加によりひっ迫していた需給は徐々に緩和を見込む。一方で需要の拡大が続き、基本的に良好な環境の継続を想定する。
見通し予報	 くもりのち晴れ	 晴れ

※上記はイメージです。
※上記は資料作成時点における大和アセットの見解であり、今後変更となる場合があります。

資産価値からみたバリュエーション

足元のJ-REIT市場はNAV倍率1倍に近づき、過去平均と比べ割安感高まる

不動産証券化協会が発表したJ-REIT市場全体のNAV倍率は、2022年9月末時点で1.00倍となりました（図3）。9月末の東証REIT指数は年初来▲5.9%下落の1,945ptと、NAV倍率は1倍水準に近づき、過去平均の1.15倍と比べて割安感が高まっています。

NAV倍率は資産価値からみたバリュエーションを判断する指標

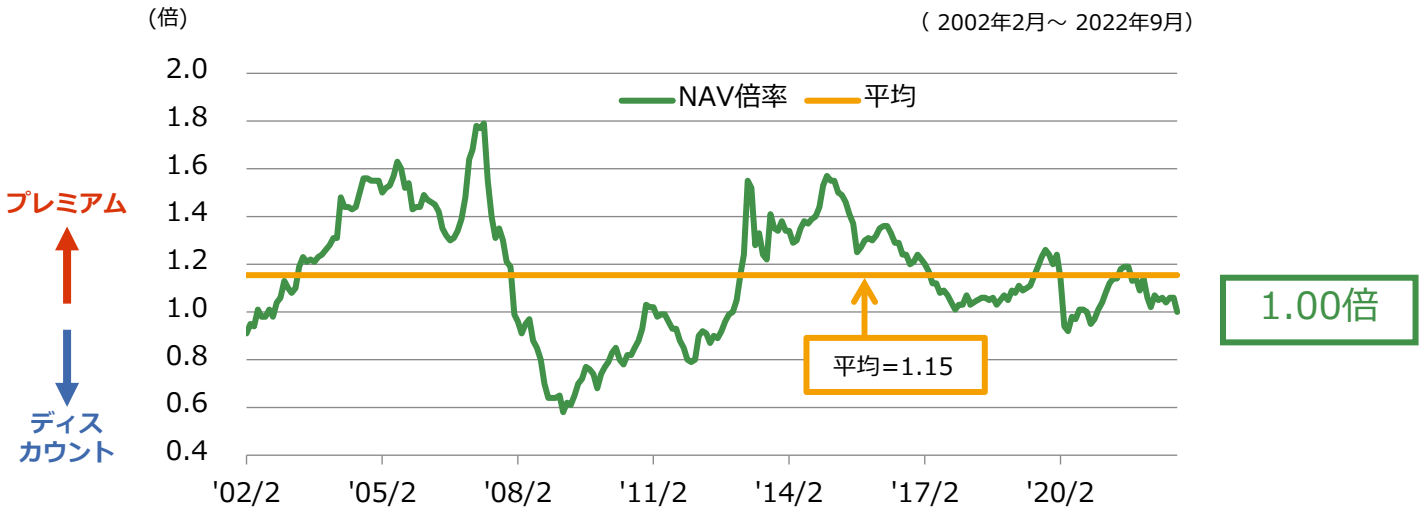
NAV倍率はJ-REIT市場で重要な指標の一つです。株式におけるPBR（株価純資産倍率）に近く、資産価値からみたバリュエーションを判断する指標で、数値が低いほど割安、高いほど割高になります。

PBRとの違いは、純資産ではなく、保有不動産の時価と簿価の差分を調整した「時価ベースの純資産」が基準であることです。J-REITでNAV倍率が重要な指標なのは、保有資産のほとんどが賃貸用不動産で、一般企業が保有する工場施設や機械などと異なり、適切な価格での売却が可能だと考えられるためです。NAV倍率1倍は、投資口価格がJ-REITの時価評価した純資産価値並みに評価されていることを意味します。

自己投資口の取得がJ-REIT市場の下値を支える

2022年入り後のJ-REIT市場の推移をみるとNAV倍率1倍近傍を下値として、反発しています。上記のようにNAV倍率1倍は、投資口価格がJ-REITの時価評価した純資産価値並みということを意味しており、資産価値からみた割安感が意識されやすい節目の水準です。加えて、2022年に入ってからは、J-REIT市場全体でNAV倍率1倍付近になると、自己投資口の取得が相次いで発表されていることも影響しています。

図3：J-REITのNAV倍率の推移（月次）



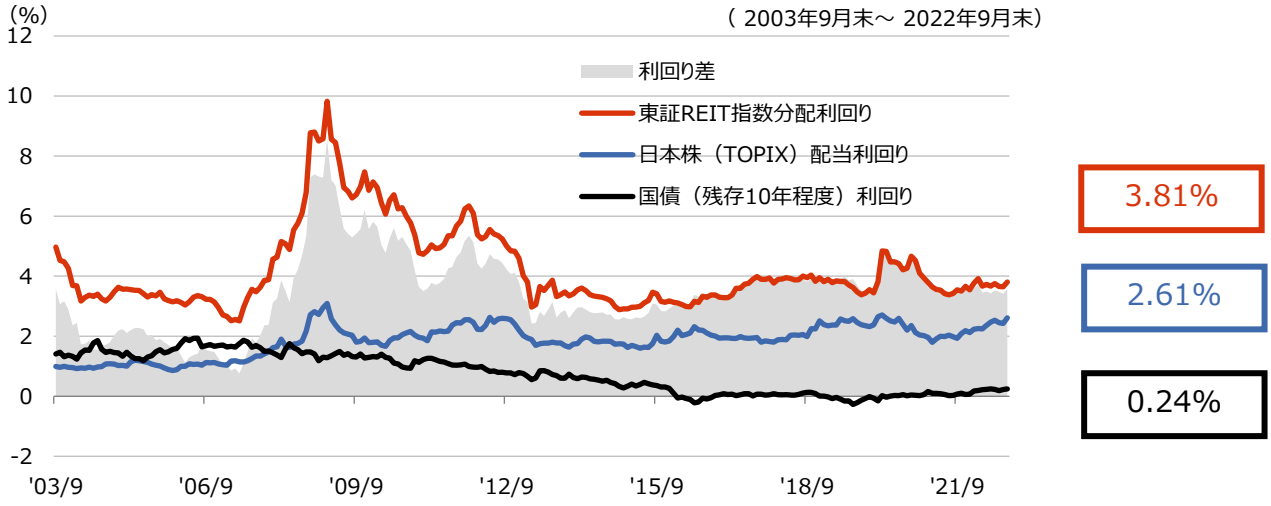
※NAV倍率はJ-REIT全銘柄の時価総額加重平均値。

（出所）不動産証券化協会

利回りからみたバリュエーション

J-REITは株式や国債の利回りと比較すると高い利回りで推移しており、2022年9月末時点で3.8%を超える水準となっています（図4）。相対的に高い配当利回りが期待できるJ-REIT市場は投資対象として魅力的で、緩やかな上昇を見込んでいます。

図4：国内主要資産の利回り（実績値）の推移

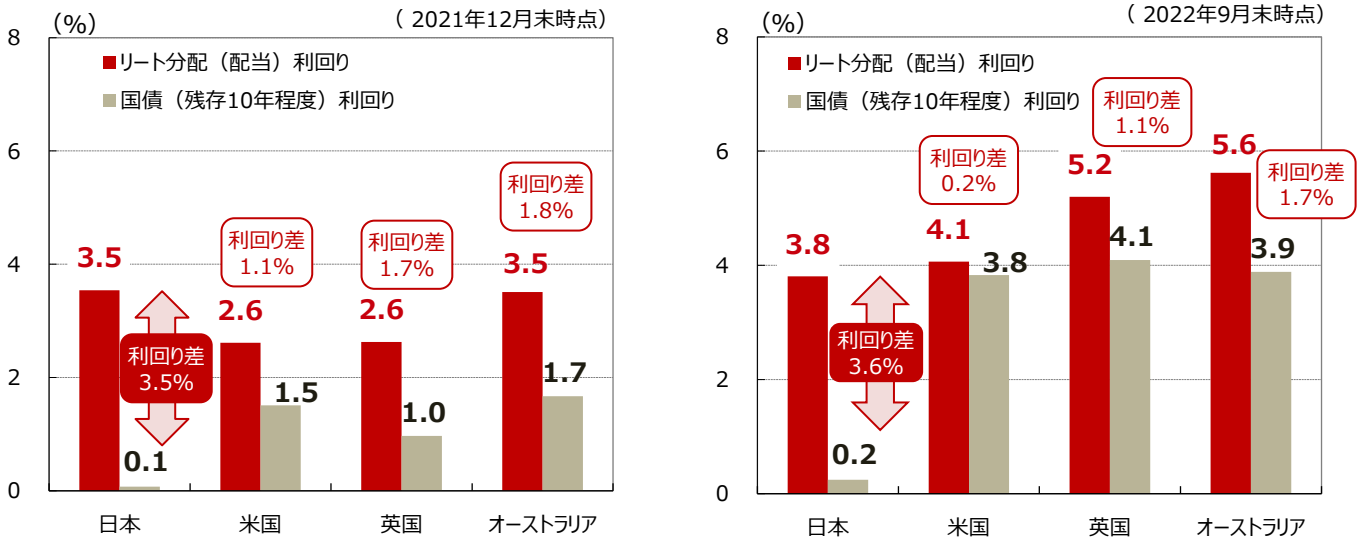


※上記資産は異なるリスク特性を持つものであり、利回りの比較はあくまでご参考です。
※利回り差＝東証REIT指数分配利回り－国債（残存10年程度）利回り。
（出所）ブルームバーグ

海外各国と比較して利回り格差の大きさが魅力

J-REITは主要各国の中でリートと国債の利回り格差が、2022年9月末時点で3.6%と相対的に大きく、投資魅力の一つとなっています（図5）。2021年12月末時点と比較すると長期金利が上昇して利回り差が縮小している海外に比べると、日本では緩和的な金融政策の継続が想定されることから、相対的にJ-REITの投資魅力が継続することが期待できます。

図5：主要各国のリート分配（配当）利回り（実績値）と国債利回り



※リートの分配（配当）利回りは、日本：東証REIT指数。日本以外：S&P各国REIT指数。
※外貨建資産には為替リスク等があります。
※上記資産は異なるリスク特性を持ちますので利回りの比較はあくまでご参考です。
※四捨五入の関係で数値が一致しない場合があります。
※税金等諸費用は考慮しておりません。
（出所）S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、ブルームバーグ

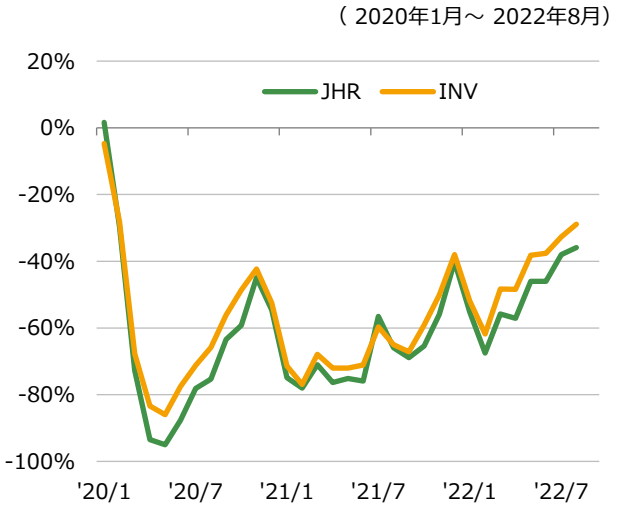
国内宿泊需要回復に伴うホテルリート業績改善が期待される

ホテル業績は回復傾向が続く

2022年に入り、オミクロン株による感染拡大で宿泊需要は再び落ち込んだものの、その後以降は感染拡大の波に合わせて多少の変動はあるものの宿泊需要は着実に回復しています。ホテルリート大手2社の2019年同月比のRevPAR推移をみると、足元では2社とも2019年同月比▲30%～▲40%の水準まで回復していることがわかります（図6）。

今後は、外国人観光客の入国制限の緩和によるインバウンド需要の回復や10月から開始される旅行支援策などを背景に、ホテル業績の回復傾向が続くことが期待されます（表1、表2）。

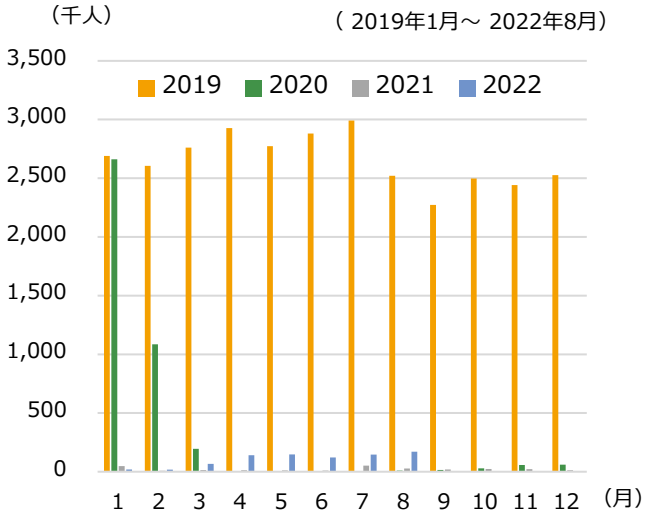
図6：大手ホテルREIT2社の2019年同月比のRevPAR推移



※JHR（ジャパン・ホテル・リート投資法人）：変動賃料等導入24ホテルが対象。2022年1月から対象ホテルが変更となり25ホテルに。
※INV（インヴィンシブル投資法人）：国内ホテル75物件が対象。

（出所）大和アセット作成

図7：訪日外客数の推移（月別）



（出所）日本政府観光局（JNTO）より大和アセット作成

表1：インバウンド規制関連の流れ

日付	内容
2021/11/30	外国人の新規入国停止（2022年2月末まで）
2022/3/1	外国人の新規入国の原則停止を解除（観光客は除く）
2022/6/10	外国人観光客の添乗員付きパッケージツアーの受け入れ開始
2022/9/7	外国人観光客の添乗員の同行を伴わないパッケージツアーの受け入れ開始
2022/9/26	入国者総数の1日あたりの上限を撤廃
2022/10/11	外国人観光客の入国について、パッケージツアーに限定する措置を解除（個人旅行の解禁）

（出所）外務省HP等より大和アセット作成

表2：旅行支援策

期間	内容
2020/7/22～（現在停止中）	Go To トラベル（国内旅行の旅行代金の割り引きや、旅行先で使える地域共通クーポンの配布を行うサービス産業消費喚起事業）
2021/4/1～2022/10/10	県民割（Go To トラベルの代替として、旅行代金を補助する都道府県独自の観光支援策）
2022/10/11～	全国旅行支援（旅行代金の割引と地域クーポンを付与する全国を対象とした観光需要喚起策）

（出所）各種報道より大和アセット作成

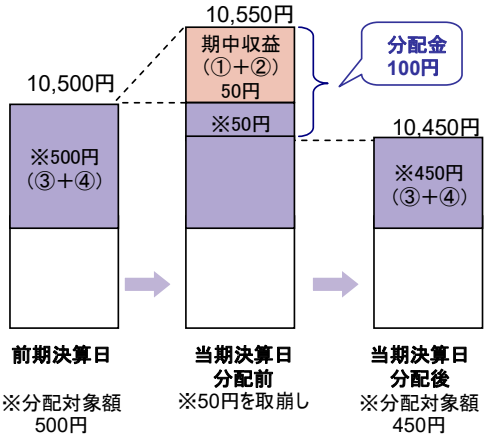
収益分配金に関する留意事項

◆ 分配金は、預貯金の利息とは異なり、投資信託の純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。

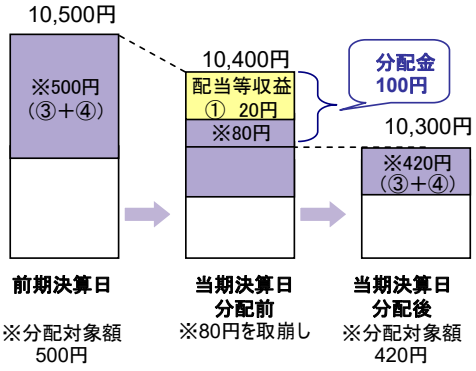
◆ 分配金は、計算期間中に発生した収益（経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益）を超えて支払われる場合があります。その場合、当期決算日の基準価額は前期決算日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。

計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合

前期決算日から基準価額が上昇した場合



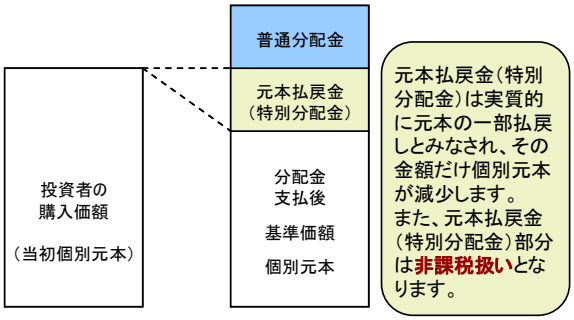
前期決算日から基準価額が下落した場合



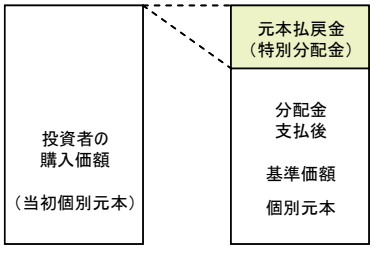
（注）分配対象額は、①経費控除後の配当等収益および②経費控除後の評価益を含む売買益ならびに③分配準備積立金および④収益調整金です。分配金は、分配方針に基づき、分配対象額から支払われます。

◆ 投資者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

分配金の一部が元本の一部払戻しに相当する場合



分配金の全部が元本の一部払戻しに相当する場合



普通分配金 ：個別元本（投資者のファンドの購入価額）を上回る部分からの分配金です。
元本払戻金 （特別分配金）：個別元本を下回る部分からの分配金です。分配後の投資者の個別元本は、元本払戻金（特別分配金）の額だけ減少します。

※上記はイメージであり、実際の分配金額や基準価額を示唆するものではありませんのでご留意ください。

ファンドの目的・特色

ファンドの目的

●わが国のリート（不動産投資信託）に投資し、「東証 REIT 指数」（配当込み、以下同じ。）に連動する投資成果をめざします。

ファンドの特色

1．わが国のリート（不動産投資信託）に投資し、「東証 REIT 指数」に連動する投資成果をめざして運用を行ないます。
- 組入銘柄はベンチマークである「東証 REIT 指数」の構成銘柄（採用予定を含みます。）とし、組入銘柄それぞれの時価総額に応じた投資比率に基づきポートフォリオを構築することを基本とします。

※税法その他の法規上の規制や組入銘柄の財務リスクや流動性などの理由から、「東証 REIT 指数」の採用銘柄をすべて組入れない場合や時価総額に応じた組入れを行なわない場合があります。

◆「東証 REIT 指数」は…

東京証券取引所上場の不動産投信全銘柄を対象とする時価総額加重平均の指数で、2003 年 4 月より算出・公表されています。

2．毎月 15 日（休業日の場合翌営業日）に決算を行ない、収益分配方針に基づいて収益の分配を行ないます。

3．当ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行ないます。
- マザーファンドは、「ダイワ J-REIT マザーファンド」です。

※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「ファンドの目的・特色」をご覧ください。

① 東証 REIT 指数の指数値および同指数にかかる標章または商標は、株式会社ＪＰＸ総研または株式会社ＪＰＸ総研の関連会社（以下「ＪＰＸ」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウおよび同指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はＪＰＸが有します。
② ＪＰＸは、同指数の指数値の算出もしくは公表の方法の変更、同指数の指数値の算出もしくは公表の停止または同指数にかかる標章もしくは商標の変更もしくは使用の停止を行なうことができます。
③ ＪＰＸは、同指数の指数値および同指数にかかる標章または商標の使用に関して得られる結果ならびに特定日の同指数の指数値について、何ら保証、言及をするものではありません。
④ ＪＰＸは、同指数の指数値およびそこに含まれるデータの正確性、完全性を保証するものではありません。また、ＪＰＸは、同指数の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。
⑤ 本件商品は、ＪＰＸにより提供、保証または販売されるものではありません。
⑥ ＪＰＸは、本件商品の購入者または公衆に対し、本件商品の説明または投資のアドバイスをする義務を負いません。
⑦ ＪＰＸは、当社または本件商品の購入者のニーズを同指数の指数値を算出する銘柄構成および計算に考慮するものではありません。
⑧ 以上の項目に限らず、ＪＰＸは本件商品の設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても責任を有しません。

投資リスク

●当ファンドは、値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、投資元本が保証されているものではなく、これを割込むことがあります。信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。基準価額の主な変動要因は、以下のとおりです。

「リートの価格変動（価格変動リスク・信用リスク）」、「その他（解約申込みに伴うリスク等）」
※当ファンドの投資成果は、必ずしも「東証 REIT 指数」に連動するとは限りません。
※基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。
※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご覧ください。

ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
購入時手数料	販売会社が別に定める率 〈上限〉2.2%（税抜 2.0%）	購入時の商品説明または商品情報の提供、投資情報の提供、取引執行等の対価です。
信託財産留保額	ありません。	—
投資者が信託財産で間接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
運用管理費用（信託報酬）	年率 0.792% （税抜 0.72%）	運用管理費用の総額は、日々の信託財産の純資産総額に対して左記の率を乗じて得た額とします。
その他の費用・手数料	（注）	監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、先物取引・オプション取引等に要する費用、資産を外国で保管する場合の費用等を信託財産でご負担いただきます。

（注）「その他の費用・手数料」については、運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。
※購入時手数料について、くわしくは販売会社にお問合わせください。
※手数料等の合計額については、保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。また、上場不動産投資信託は市場価格により取引されており、費用を表示することができません。
※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご覧ください。

大和証券
Daiwa Securities

〈販売会社〉
商号等　大和証券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第108号
加入協会　日本証券業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本STO協会

大和アセットマネジメント
Daiwa Asset Management

〈委託会社〉
商号等　大和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352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

当資料のお取扱いにおけるご注意

■当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和アセットマネジメント株式会社が作成したものです。

■当ファンドのお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

■投資信託は値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は大きく変動します。したがって、投資元本が保証されているものではありません。信託財産に生じた利益および損失はすべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。

■投資信託は預金や保険契約とは異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。証券会社以外でご購入いただいた投資信託は投資者保護基金の対象ではありません。

■当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆さまの実質的な投資成果を示すものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。記載する投資判断は現時点のものであり、将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。

■当資料中で個別企業名が記載されている場合、あくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

■分配金は収益分配方針に基づいて委託会社が決定します。あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。分配金が支払われない場合もあります。