

## J-REITレポート

**J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年8月号)**
**(1) J-REIT市場の前月の動向**
**【指数の動き】**

- 2020年7月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、経済活動の再開等を材料に上昇して始まったものの、その後は東京都等での新型コロナウイルスの感染拡大やオフィス市況の先行き不安等が重荷となって値を下げ、結局、前月末比ほぼ変わらずの1,664.48ポイントで引けました【図表1】。セクター別では、オフィスが同-4.84%、住宅が+4.83%、商業・物流等が+3.29%と、在宅勤務の普及による市況悪化懸念等からオフィスセクターのみ下落しました。

**【市場規模・売買代金】**

- 時価総額は13.0兆円と、6月末より1285億円減少しました【図表3】。1日当たり売買代金は522億円と、6月より22%減少しました【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4.39%、10年国債金利はプラス0.020%、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4.37% (前月末より0.03%縮小) 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)

- ・7月6日：富士通が2022年度までにオフィス規模を50%に縮小すると発表
- ・7月10日：三鬼商事が6月の東京都心5区オフィス市況を発表 (空室率は1.97%と前月比0.33%上昇)
- ・7月22日：22日の市場で、物流施設に投資する日本プロロジスリートの時価総額がオフィスに投資する日本ビルファンドを抜く (2001年の市場開設以来初めて首位の座が入れ替わる)
- ・7月22日：「Go To トラベルキャンペーン」開始
- ・7月27日：米グーグルが全世界の社員を対象に在宅勤務を認める期間を半年延長すると発表

**(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し**

- 2020年8月のJ-REIT (東証REIT指数) は、新型コロナウイルス新規感染者数の拡大による経済活動の停滞懸念や、在宅勤務の増加によるオフィス市況悪化見通し等が重荷となる一方、イールド・スプレッド水準に照らした割安感やワクチン開発期待等が下支えし、7月終値水準を中心にボックス圏で推移するものと思われれます。
- 三大都市圏等で新型コロナウイルスの1日当りの新規感染者数の増加傾向が続いています。感染対策と経済の両立を目指す政府は緊急事態宣言の再発令に慎重な姿勢を示しているものの、新規感染者数が増え続ける場合は、経済活動の停滞観測からJ-REIT業績の先行き懸念が強まることも考えられます。J-REIT時価総額 (2020年7月末) の約4割を占めるオフィスセクターの調整が続いており、7月末時点の同セクターの年初からの騰落率は-32.4%と、下落率は東証REIT指数の同-22.4%を超えています。その背景には在宅勤務の増加によるオフィス市況の悪化懸念があるものと思われれます。三鬼商事によると、6月都心5区 (千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区) のオフィス空室率は1.97%と前月比0.33%上昇し、約1年半ぶりの高さとなりました【図表18】。在宅勤務の増加や景気悪化を受け、同空室率は年末に向けて4~5%近くまで上昇するとの見方もあります。オフィスセクターの下落率の大きさや7月末時点のNAV倍率が0.83倍と解散価値水準とされる1.0倍を大きく下回っていること等から判断して、同セクターは市況悪化懸念をかなり織り込んでいると思われるものの、在宅勤務増加の動きが落ち着くまでは上値の重い展開が続きそうです。
- 一方、7月末時点で約8年ぶりの高水準となっているイールド・スプレッド【図表4】や、1.0倍近くに低下しているNAV倍率 (株価純資産倍率) 【図表17】等からみた割安感がJ-REITを下支えしそうです。銀行 (除く日銀) は6月、J-REITを115億円買い越しました【図表8】。低金利下での運用難から、地銀等が利回りの相対的に高いJ-REITに資金を振り向けたものと思われれます。J-REITが下落する局面では買いが更に活発化することも考えられます。世界でコロナワクチンの治験が進む中、最終段階の「第3段階」に入った候補も複数出始めています。ワクチン開発及び実用化への期待も支援材料となりそうです。

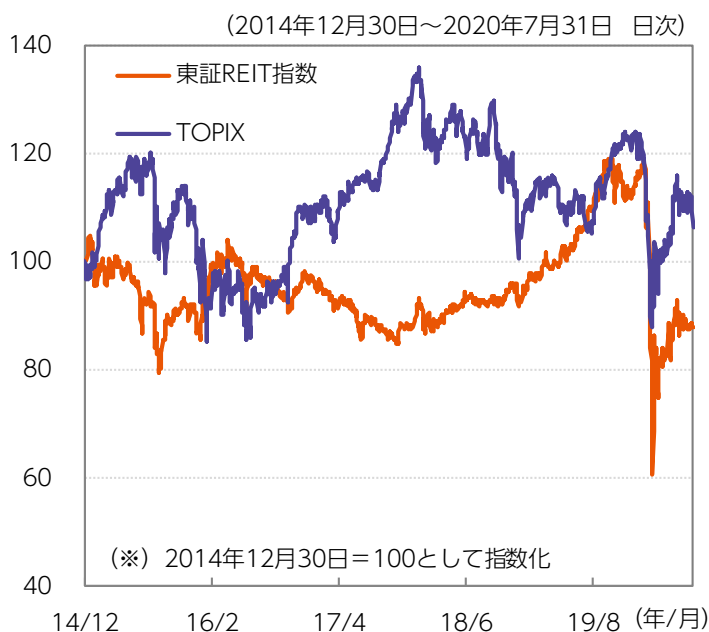
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年7月31日時点)

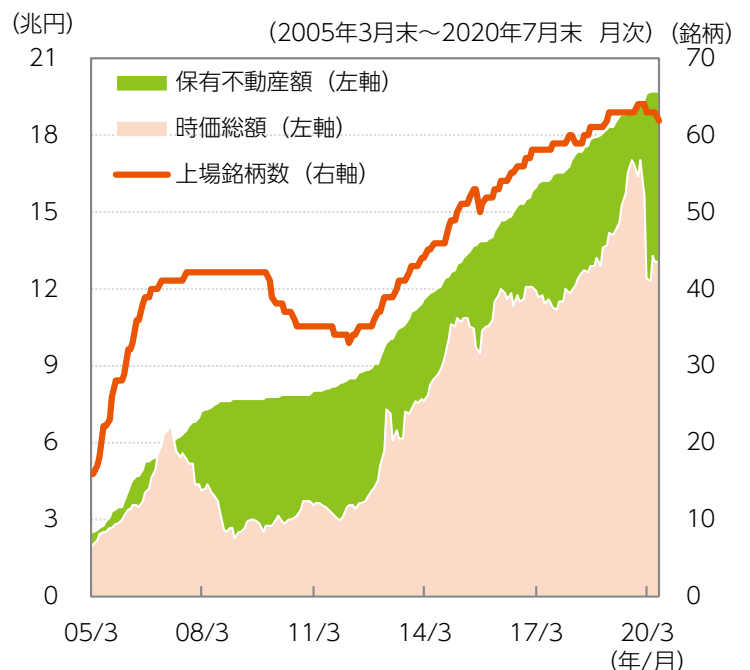
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	-0.14	-22.42	20.94
	TOPIX	-4.02	-13.09	15.21
	差	3.88	-9.33	5.73
配当込み	東証REIT指数	0.26	-20.57	25.58
	TOPIX	-4.02	-11.86	18.12
	差	4.28	-8.70	7.46

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



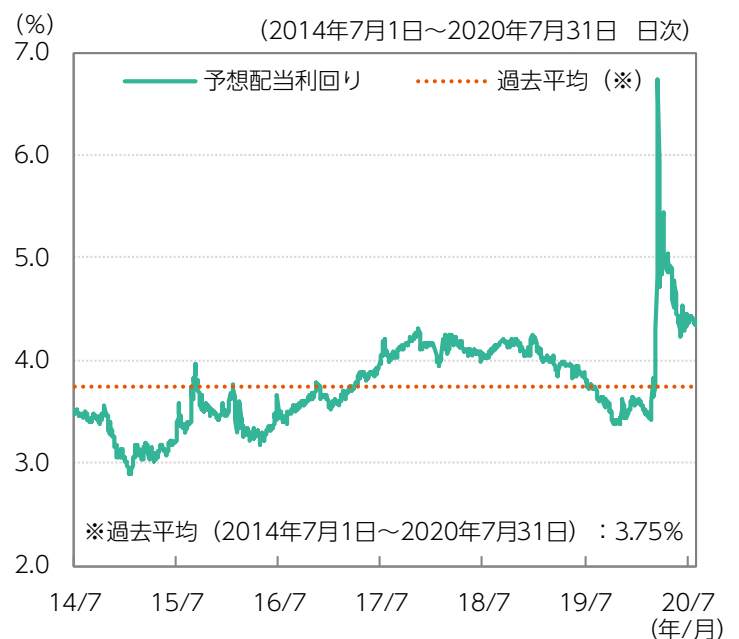
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

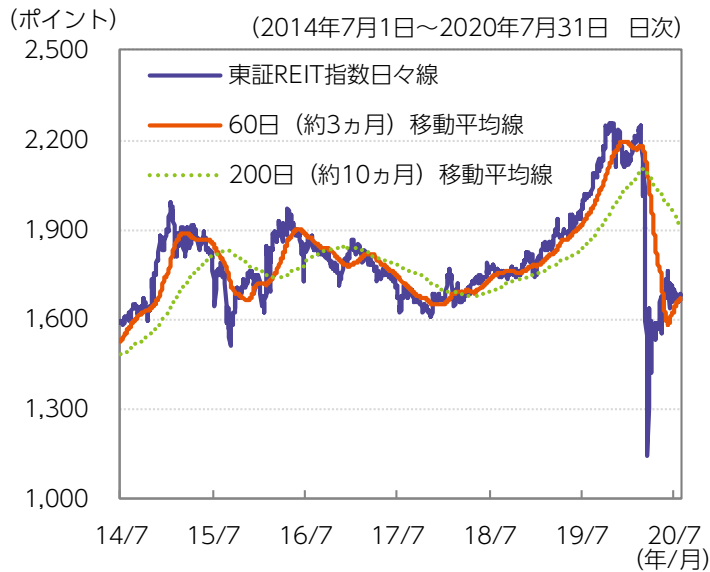


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



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)
2016年	-128	621	-103	-674	-3,378	1,674	-450
2017年	-149	-177	-860	-250	-1,885	385	-1,075
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	-56	-118	739	-32	287	-862	-908

※2020年は判明月まで反映

2018年10月	11	-43	-98	3	-149	49	-79
2018年11月	34	-267	-216	-34	-140	880	-279
2018年12月	11	-264	-11	12	-253	150	-336
2019年1月	-138	-290	-294	-28	-286	815	-302
2019年2月	-77	48	-494	-22	-398	438	-0
2019年3月	-7	-54	112	-59	-406	438	-90
2019年4月	-11	190	220	3	-89	-717	94
2019年5月	147	-42	-4	-47	-231	5	-78
2019年6月	63	-134	274	-75	-333	-233	-146
2019年7月	318	49	166	-50	-292	-17	49
2019年8月	282	-20	58	-54	-205	-97	-32
2019年9月	58	-376	261	-36	-419	705	-400
2019年10月	103	-22	278	-32	-306	-285	-46
2019年11月	117	-99	-67	-45	-186	196	-195
2019年12月	96	278	300	-74	-228	-556	146
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

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

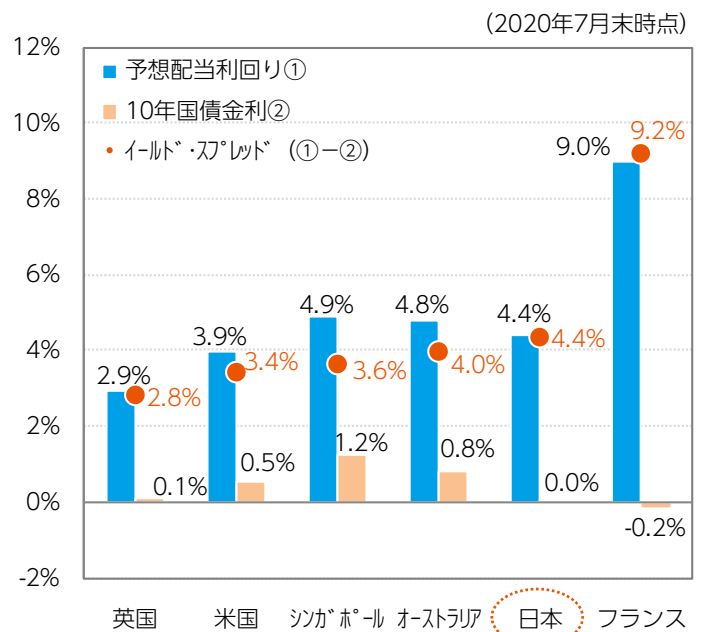
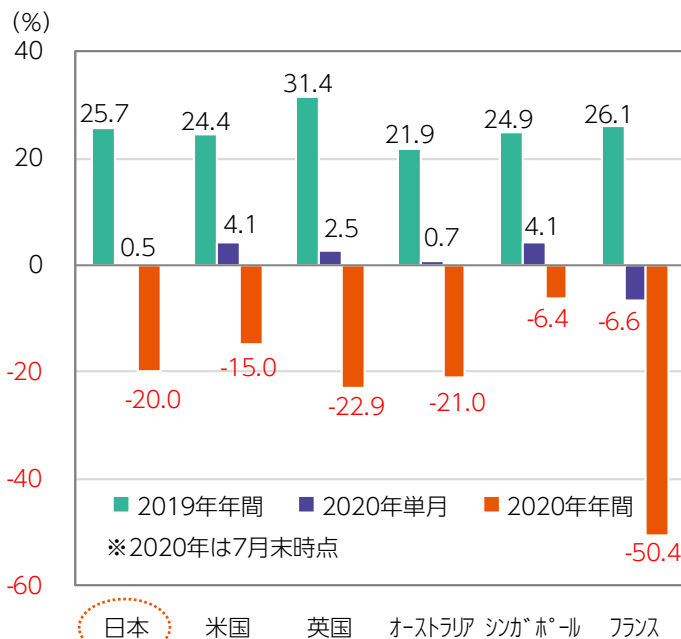
- 2020年7月の買入れ額は105億円、1回当たりの買入れ額は15億円でした。J-REITが急落した3月には1回で40億円買入れる日もありましたが、5月中旬以降は15億円ペースとなっています。
- 日銀は2020年3月16日に前倒しで開いた金融政策決定会合で、J-REITの買入れ枠を900億円から1,800億円に拡大しました。1～7月の累計買入れ額は895億円、残りの買入れ枠は905億円(月平均181億円)となっています。

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

- 2020年7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、フランスのみ下落しました。商業施設リートの業績不振が嫌気されました。1～7月累計では主要6カ国すべてがマイナスのパフォーマンスとなっています。商業施設REITが時価総額の約半分を占めるフランスの下落率は50%を超えています【図表9】。
- 2020年7月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、2番目の大きさとなっています。予想配当利回りが最も高いのはフランスです【図表10】。
- 2020年7月末のJ-REITのTOPIXに対する下方乖離幅は6月末より縮小したものの、依然約1年半ぶりの大きさです。TOPIXに比べてJ-REITは出遅れているとの見方もあります【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

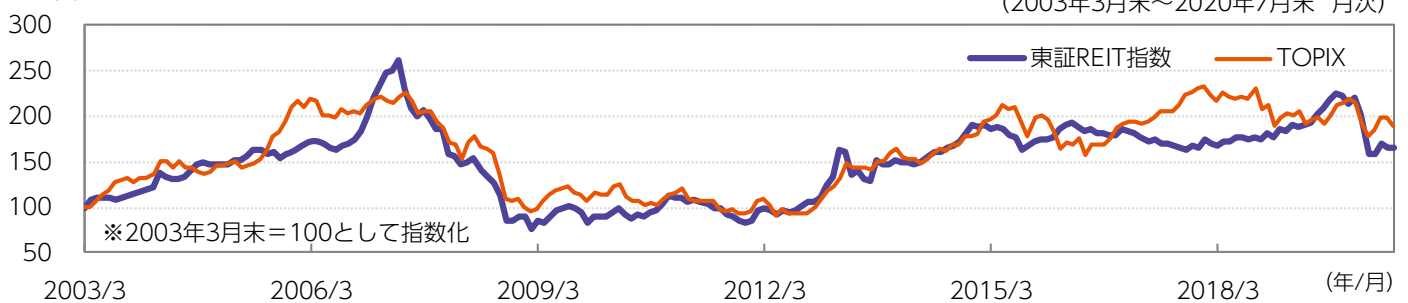
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



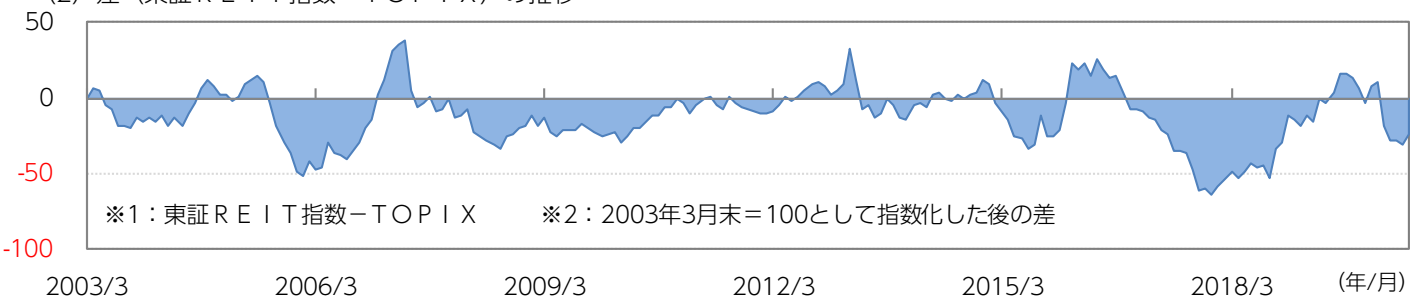
(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

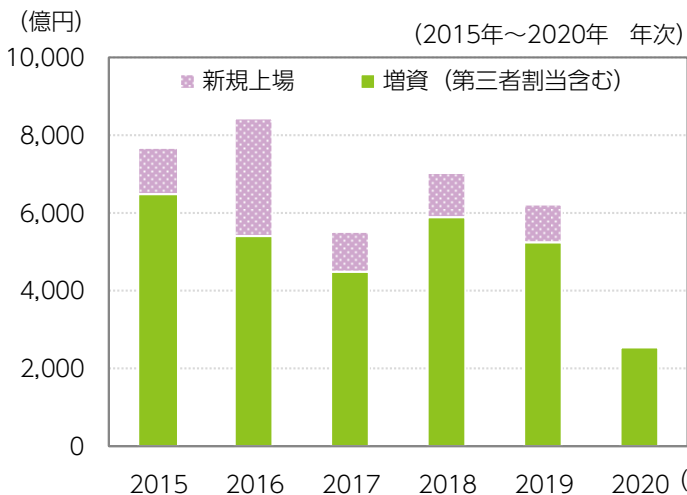


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

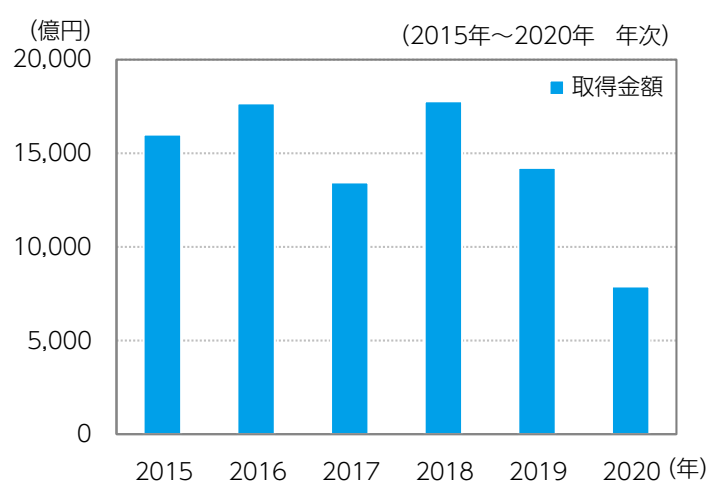
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 2020年7月は公募増資1件と第三者割当増資1件の発表がありました。新規上場と増資（第三者割当含む）を合わせた資金調達額は1～7月合計で2,548億円と、前年同期比32%減少しています。
- 2020年7月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比30%減の747億円でした。1～7月合計では7,900億円と前年同期比21%減少しています。7月取得額の内訳は、物流施設：75%、住宅：18%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）

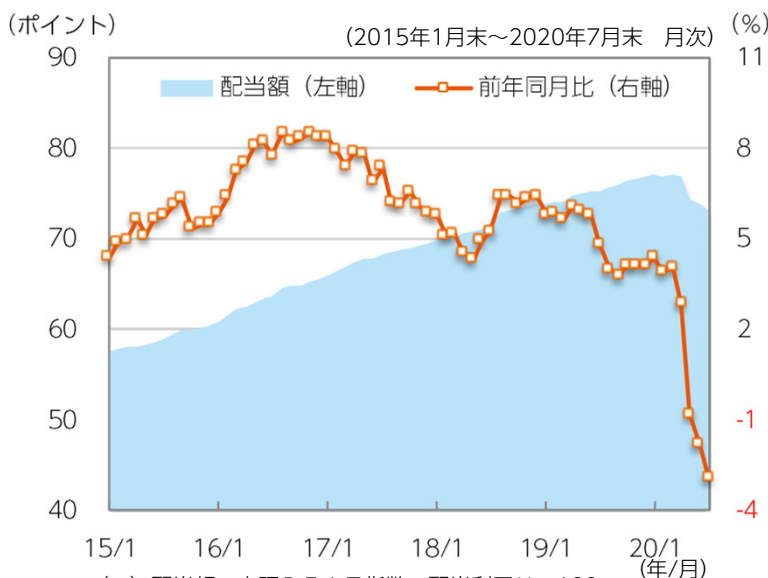


(※) 2020年は7月末時点 ・新規上場は上場月、増資は発表月ベース  
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

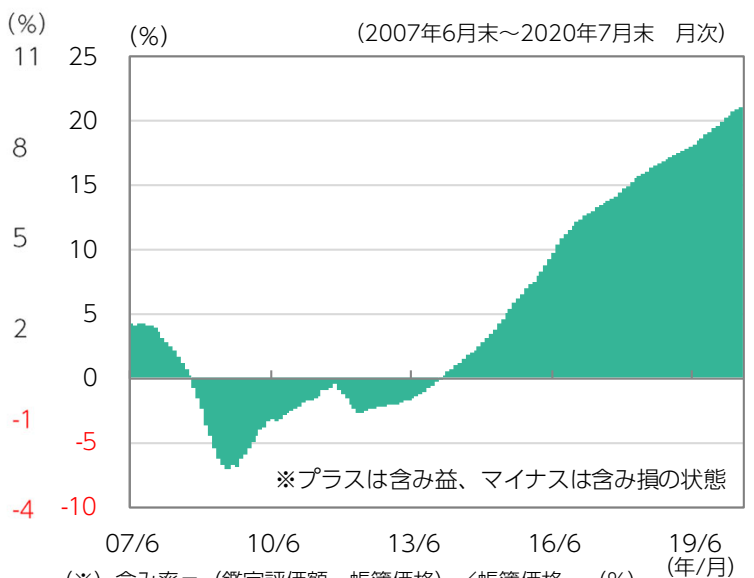
- 2020年7月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前月末比1.0%減、前年同月末比2.9%減となりました。前年同月末を下回るのは3カ月連続です。新型コロナウイルスの影響で、商業施設系やホテル系REITが予想配当額を下方修正したことが影響しているとみられます。
- 2020年7月末（2020年5月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.3%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,532億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われる。

【図表14】 J-REITの配当額推移



(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) ブ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

【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移

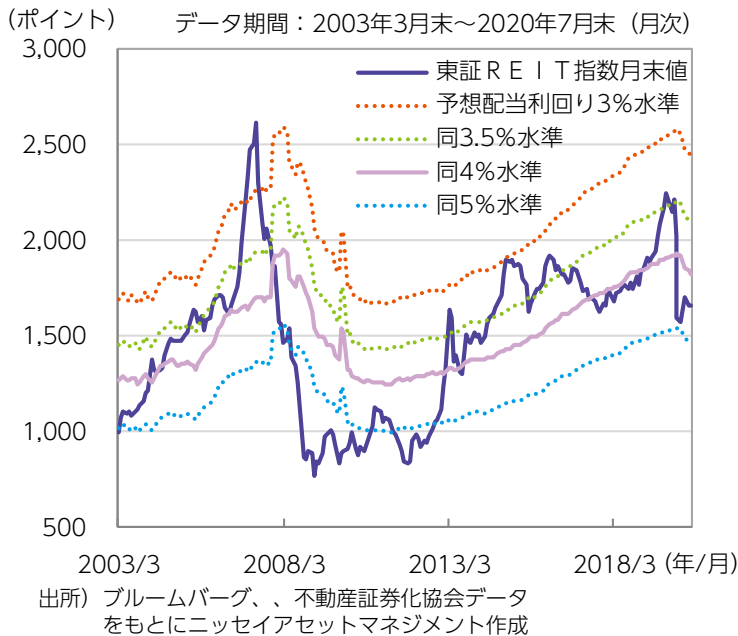


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

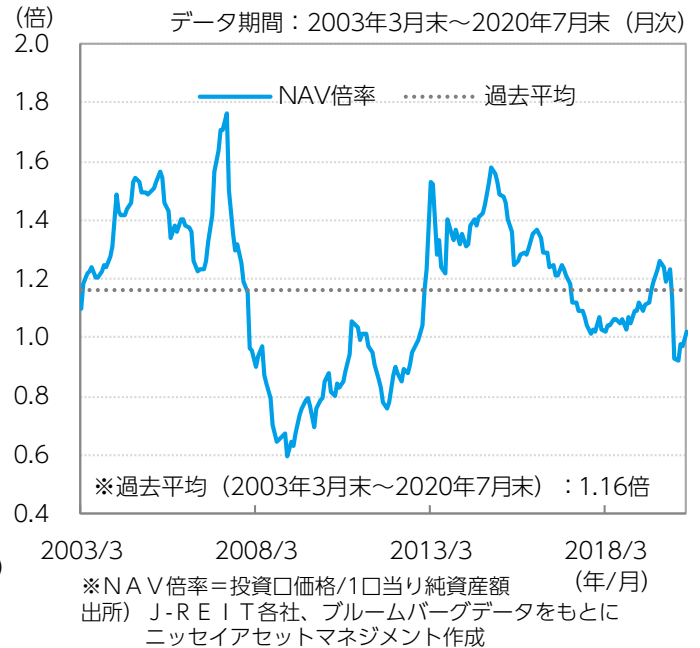
## (7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 2020年4月末に予想配当利回り5%水準近くまで下落した後、反発に転じた東証REIT指数ですが、足元は上値の重い状態が続いています。7月末時点での予想配当利回り4%水準の東証REIT指数は1,827ポイント、5%水準は1,461ポイント。当面の上値や下値の目処として意識されそうです。
- 2020年7月末のNAV倍率は1.02倍と、解散価値水準とされる1.0倍とほぼ同水準です。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



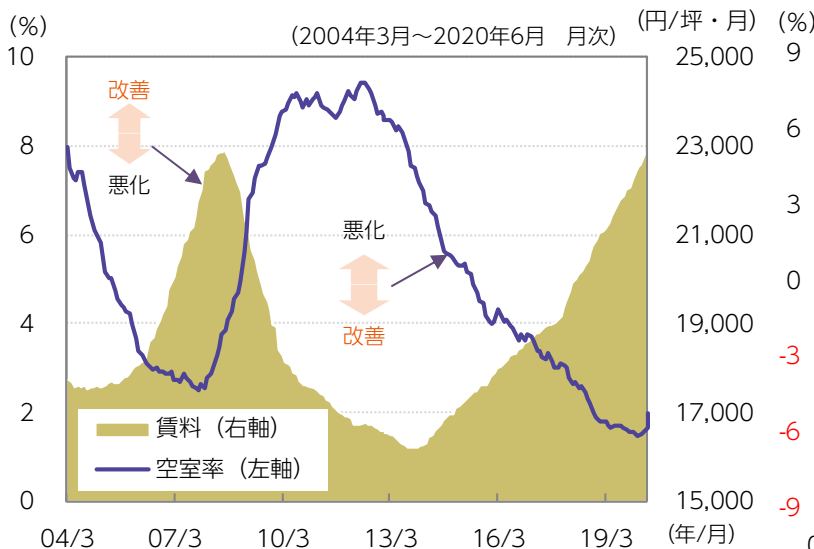
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



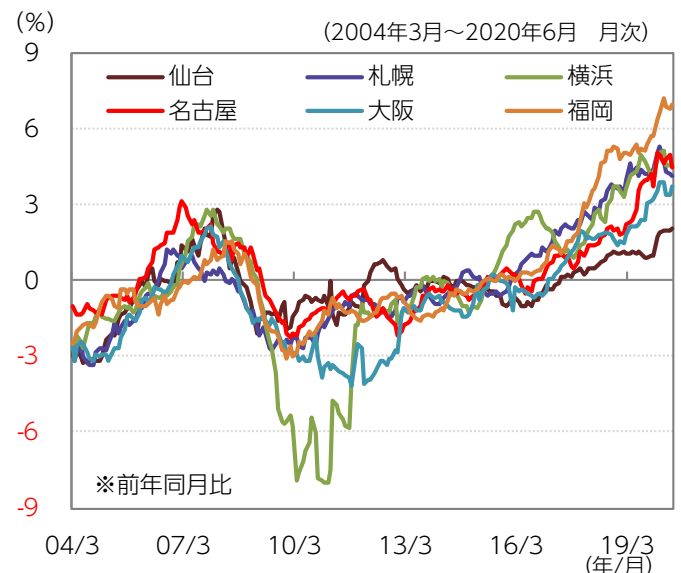
## (8) 不動産市況

- 2020年6月の都心5区のオフィス空室率は1.97%と、5月より0.33%上昇し、2018年11月の1.98%以来の高水準となりました。6月の坪当たり月額賃料は前年同月比6.3%増の22,880円となりました。賃料は前月比で78カ月、前年同月比で74カ月連続して増加しています。
- 主要地方都市のオフィス賃料も前年同月を上回って推移しています。2020年6月時点では福岡の賃料増加率が最も大きくなっています。賃貸需要に対して新規供給が少ないこと等が要因とみられます。

【図表18】 都心5区オフィス空室率と賃料推移



【図表19】 主要地方都市オフィス賃料推移



(※) 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

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。

## &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/>