

J-R E I Tレポート

J-R E I T市場 現状と今後の見通し (2021年10月号)
(1) J-R E I T市場の前月の動向
【指数の動き】

- 9月の東証REIT指数は、前月末比-3.32%の2,071.77ポイントで引きました。月末値としては2021年4月末(2,063.80ポイント)以来の低水準となりました。9月の東証REIT指数のパフォーマンスは、TOPIXを6.86%下回りました【図表1】。3日に菅義偉首相(当時)が退任を表明し、政局の流動化懸念が後退したとの見方から投資家がリスク選好姿勢を強め、株式への資金シフトを進めたこと、FRB(米連邦準備制度理事会)が9月22日にテーパリング(量的緩和縮小)の年内着手と2022年中の利上げ開始を示唆し、米国REITが軟調な展開となったこと等が嫌気されました。
- セクター別では、オフィスが前月末比-2.75%、住宅が同-5.05%、商業・物流等が同-3.46%と、景気変動の影響を相対的に受けにくいとされる住宅が値下がり率トップとなりました。年初来では、オフィスが+15.64%、住宅が+15.51%、商業・物流等が+16.74%となっています。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は17.11兆円と前月末から4,730億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は518億円と、前年同月を14.7%下回りました【図表7】。

【予想配当利回り等】

- J-R E I T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3.48%、10年国債金利はプラス0.072%、イールド・スプレッド(J-R E I T予想配当利回り-10年国債金利)は3.41%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.36%から拡大しました【図表4、5】。

【主なトピックス】 (各種情報をもとに作成)

- ・ 9月3日: 菅首相(当時)が自民党総裁選への出馬見送りを表明
- ・ 9月9日: 三鬼商事が8月都心5区オフィス市況を発表。空室率は6.31%と前月比0.03%上昇【図表18】
- ・ 9月14日: 日経平均株価が終値で約31年ぶりの高値に上昇
- ・ 9月28日: 政府は緊急事態宣言と「まん延防止等重点措置」を期限の30日で全面解除することを決定
- ・ 9月29日: 自民党総裁選で岸田氏が新総裁に選出される

(2) J-R E I T市場(東証REIT指数)の見通し

- 10月のJ-R E I T(東証REIT指数)は、以下の強弱材料が対立する中、値動きの荒い展開になるものと思われます。海外要因に改善の兆しが見られない場合、一時的に調整色を強める場面も想定されます。
- 国内要因はJ-R E I Tの支援材料となりそうです。10月1日、緊急事態宣言とまん延防止等重点措置が全面解除されました。9月末時点で少なくともワクチンを1回接種した人の人口に占める割合は70.7%と米国の63.9%を超え、英国の71.6%やフランスの74.4%に迫っています。岸田新政権は「令和版所得倍増」を掲げ、積極財政や金融緩和を柱とするアベノミクスを踏襲しつつ、富の再分配や所得の拡大に重心を置いた政策を進める意向です。自民党の甘利幹事長は10月3日、衆院選直後に相当大規模な補正予算を組むと述べました。三鬼商事によると、8月の都心5区オフィス空室率の前月に比した上昇幅は0.03%と2020年10月の同0.50%をピークに縮小傾向を続けています【図表18】。経済活動の正常化や新政権の経済対策への期待、オフィス市況の改善観測等がJ-R E I Tを下支えするものと思われます。
- 一方、海外要因は重荷となりそうです。7月末に米連邦政府の債務上限を定める法律の2年間適用停止措置が期限を迎え、8月1日から法定上限が復活しました。上限の凍結が解けた8月以降、政府は手元の現金のやりくり等でしのいでいますが、イエレン財務長官は10月18日頃までに議会で債務上限引き上げ、あるいは一時凍結などの措置がなされなければ、米国政府の債務返済が滞る事態になると危機感をあらわにしています。1980年代以降繰り返されてきた債務上限を巡る危機では、政府機関の閉鎖はあっても、デフォルトに陥る事態は回避されてきました。今回もデフォルトを避けるために債務上限の引き上げや債務上限の適用再停止といった措置が取られるものと思いますが、その行方がはっきりするまで、投資家は慎重姿勢を維持するものと見られます。また、FRBが早期にテーパリングを開始するとの見方等から上昇基調に転じた米国10年国債金利の動向や、大手不動産会社である中国恒大集団の経営危機を巡る動きも波乱要因となりそうです。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

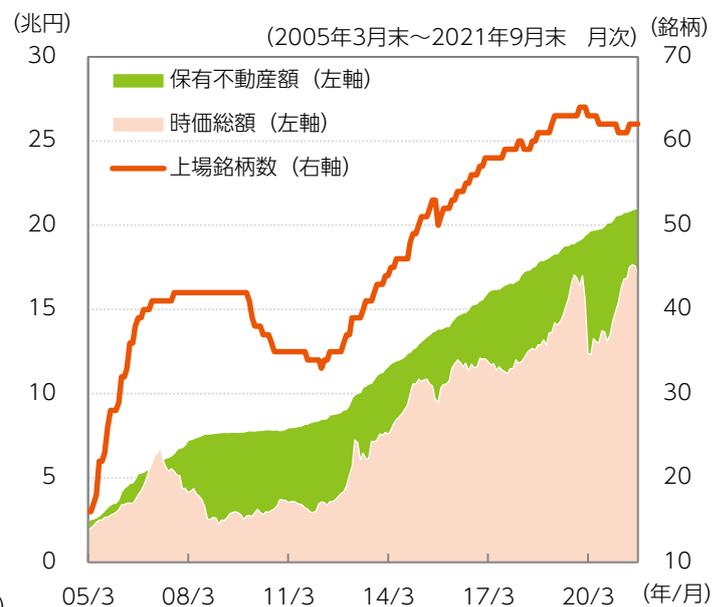
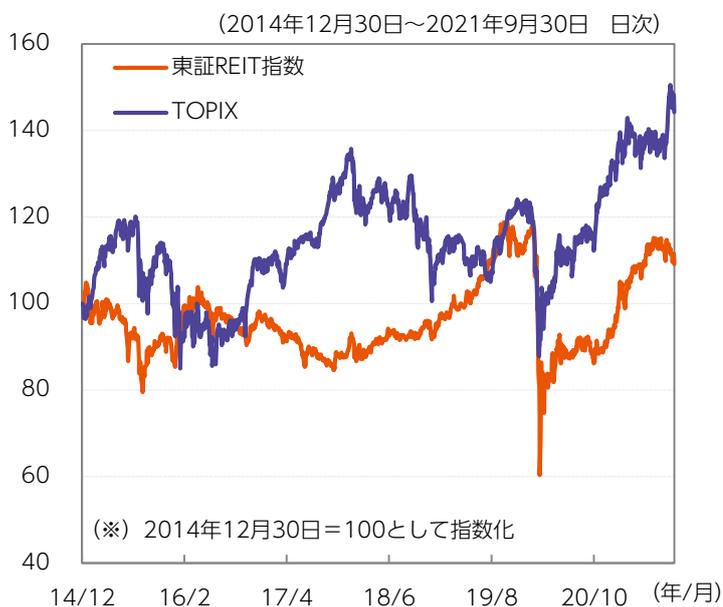
(2021年9月30日時点)

(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	-3.32	16.14	-16.85
	TOPIX	3.54	12.49	4.84
	差	-6.86	3.64	-21.69
配当込み	東証REIT指数	-3.14	19.48	-13.38
	TOPIX	4.36	14.69	7.39
	差	-7.50	4.79	-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



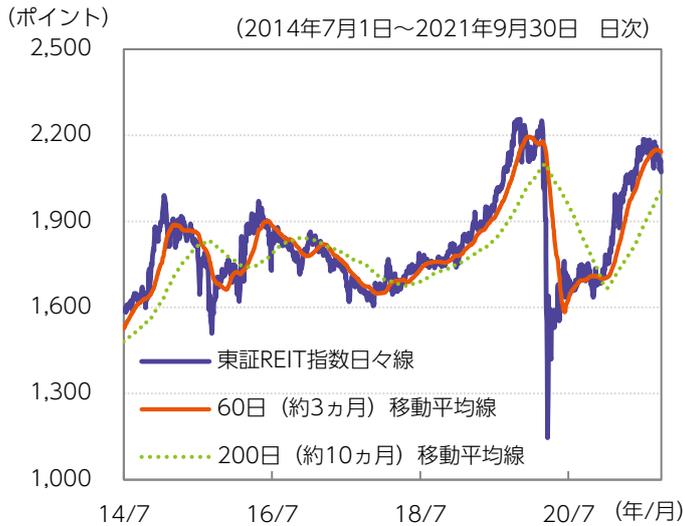
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

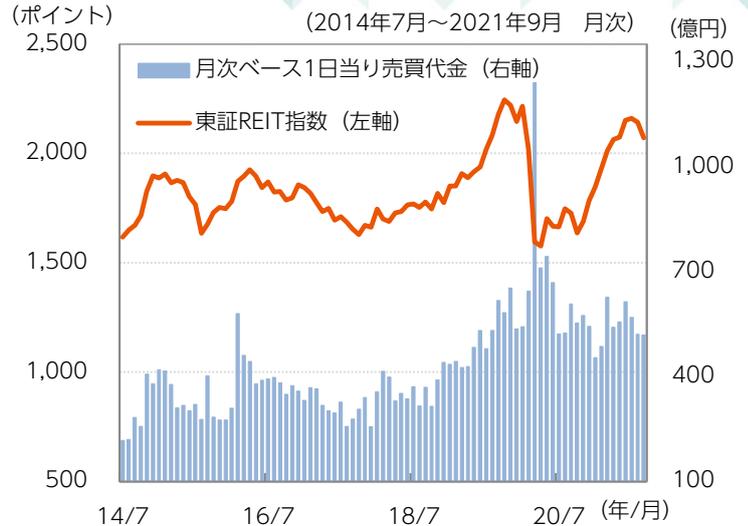


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-167	-133	-1,566	19	-1,621	2,588	-193

※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

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

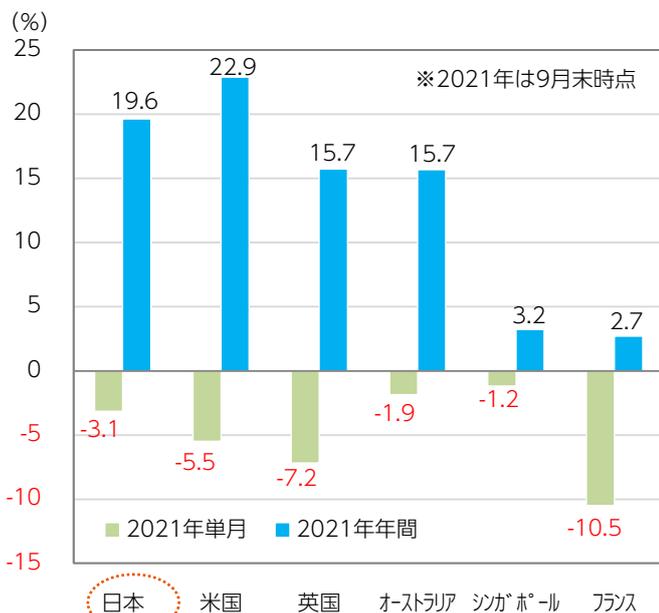
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は9月も6ヵ月連続で買入れを見送りました。1～9月累計では60億円となりました。尚、ETF（上場投資信託）は1回、701億円買入れました。買入れを行うのは3ヵ月ぶりです。
- 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います。4月以降はETFを含め買入れを見送るケースが増えています。

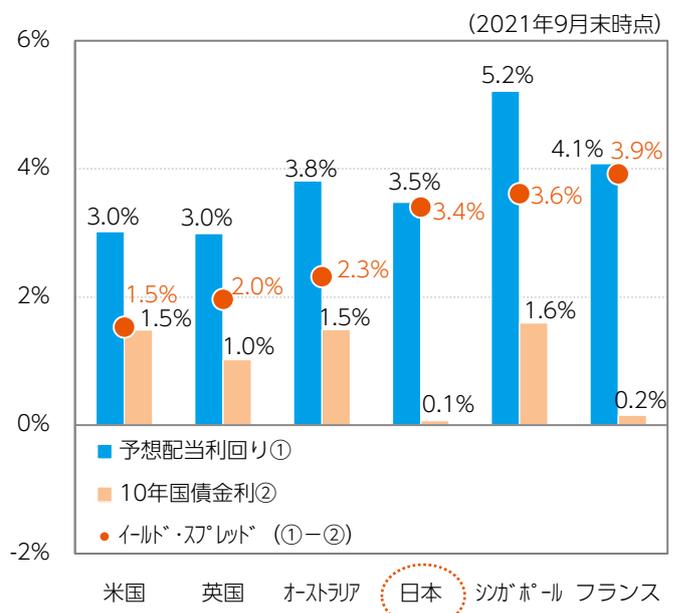
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 9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、そろって下落しました。下落率トップはフランスで、大手商業施設リートの業績不安等が嫌気され、10%を超える下げとなりました。一方、シンガポールは、同国政府が新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けている企業を支援する貸金助成制度を9月から開始すると発表したこと等が下支えし、比較的小幅に止まりました。
- 9月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要國中3番目の大きさとなっています。
- 東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は、2020年12月末以来の水準に再拡大しています。J-REITのTOPIXに比べた出遅れ感が再び強まりつつあるように思われます。

【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

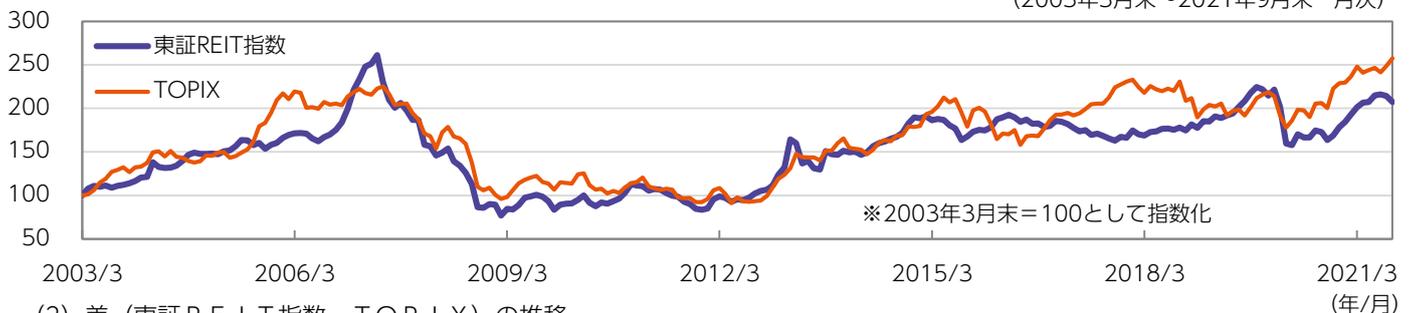


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2021年9月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移



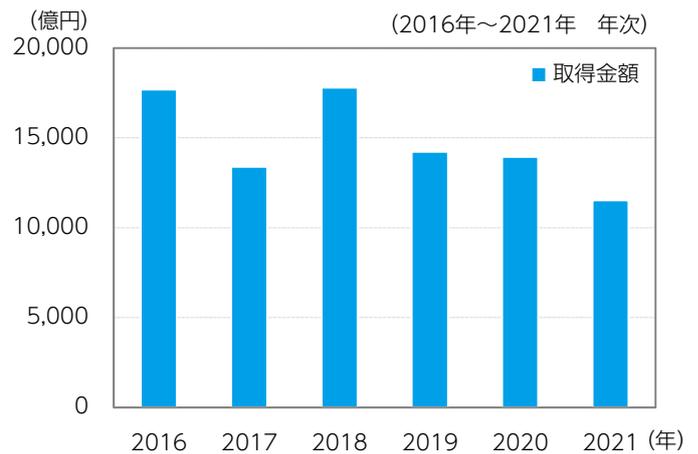
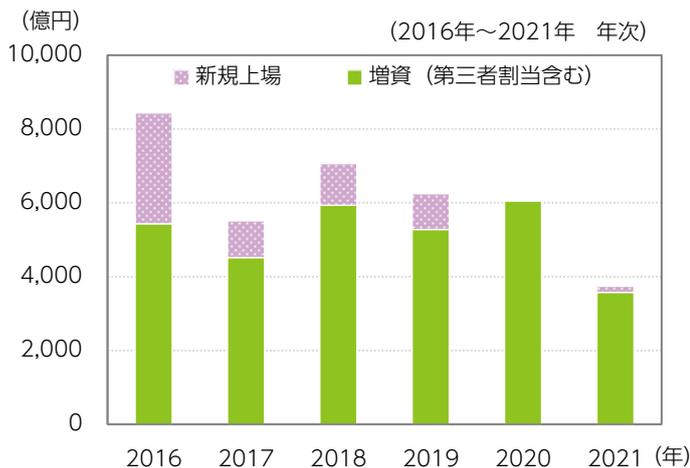
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

- 9月は3件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は計303億円でした。新規上場や第三者割当増資を含む1～9月の合計額は3,728億円と、前年同期より1.6%減少しています。
- 9月の物件取得額（受渡しベース）は2,477億円と、2018年9月の3,195億円以来の規模となりました。用途別では、オフィスが67%、物流施設が13%、商業施設が11%等となっています。1～9月累計では1兆1,527億円と、前年同期より17.4%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）



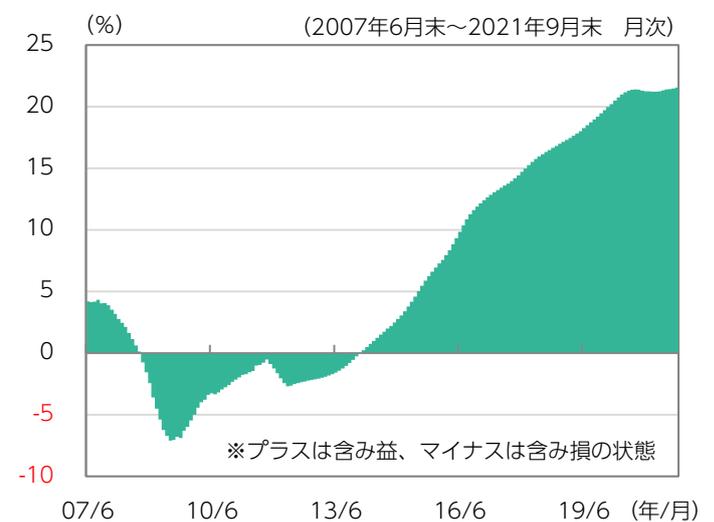
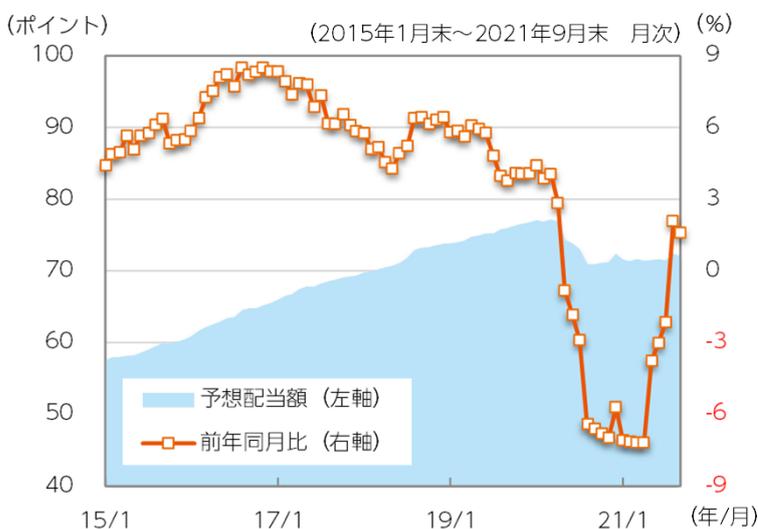
(※) 2021年は9月末時点 新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2021年は9月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 9月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比1.6%増となりました。前年同月を上回るのは2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。
- 9月末（2021年6月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.6%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は過去（東証REIT指数算出開始以来）最大の4兆2,857億円となりました。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



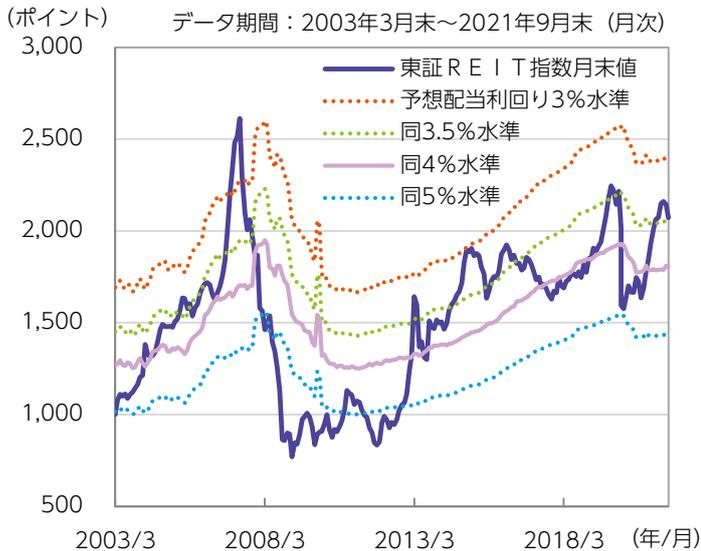
(※) 配当額 = 東証REIT指数 × 配当利回り ÷ 100
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 9月末の東証REIT指数は2,071.77ポイントと、3.5%水準である2,060ポイントを上回りました。3.5%水準を上回るのは6ヵ月連続です。
- 9月末のNAV倍率は1.14倍と8月末の1.19倍から低下し、過去平均（2003年3月末～2021年9月末）値である1.16倍を4ヵ月ぶりに下回りました。

【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

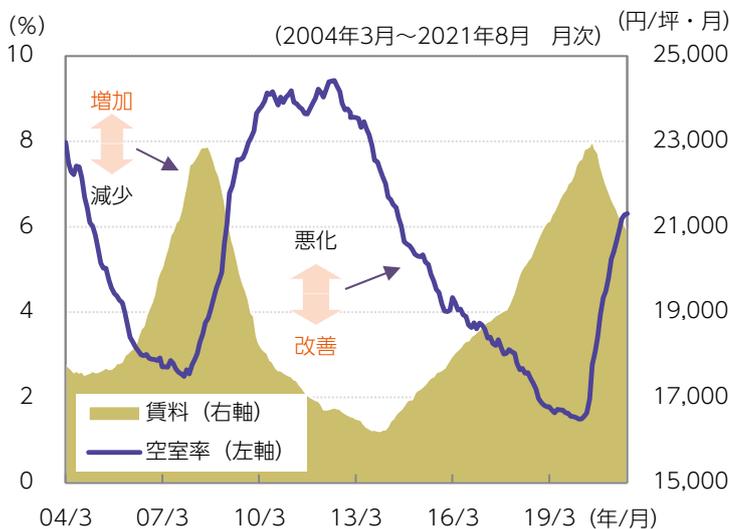


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

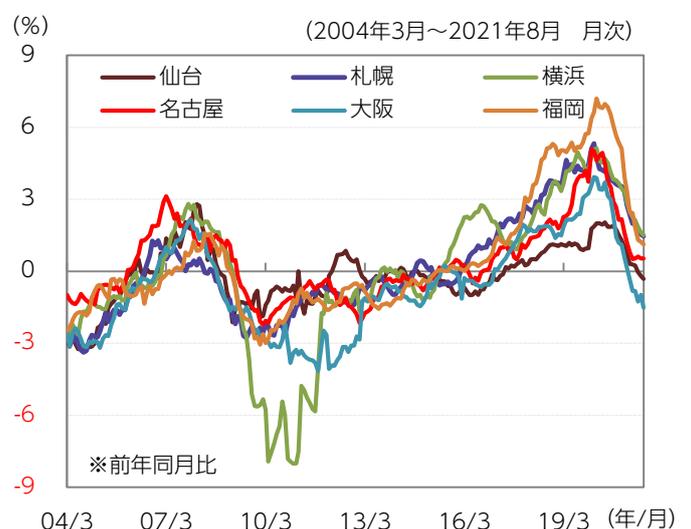
- 8月の都心5区のオフィス空室率は6.31%と前月比0.03%上昇し、2014年6月の6.45%以来の高水準となりました。空室率の前月比での上昇幅は、2020年10月の0.50%をピークに縮小傾向となっています。8月の坪当たり月額賃料は20,932円で、2018年12月の20,887円以来の低水準となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは約9%減少しています。
- 8月の主要地方都市のオフィス賃料の内、大阪が前年同月比1.52%減と6ヵ月連続で、また、仙台が同0.31%減と3ヵ月連続で減少しました。

【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。

<設定・運用>



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/>