

J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2021年2月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 2021年1月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、新型コロナウイルスのワクチン接種普及による経済活動正常化見通しや、バイデン米政権による大型経済対策への期待等を背景に、22日に終値で約10カ月ぶりの高値となる1,800ポイント台を回復。その後も上昇基調を維持し、前月末比+3.50%の1,846.41ポイントで引けました【図表1】。セクター別では、オフィスが前月末比+4.30%、住宅が同+0.53%、商業・物流等が同+3.42%となりました。経済活動の正常化期待を背景とする業績悪化懸念の後退や出遅れ物色の流れ等を受けて、オフィスが3カ月連続で上昇率トップとなりました。一方、他のセクターに比べて賃料が安定していることからディフェンシブ性が相対的に強いとされる住宅の上昇率は1%以下に止まりました。

### 【市場規模・売買代金】

- 時価総額は14.92兆円と、前月末比5,204億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は453億円で、前月比16.6%減少しました。1月は比較的薄商いの中での相場上昇となりました【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3.88%、10年国債金利はプラス0.054%、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3.83% (前月末より0.21%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)

- ・ 1月7日：政府は、首都圏の1都3県を対象に緊急事態宣言を発令 (期間は2月7日まで)
- ・ 13日：政府は、愛知や大阪等7府県に緊急事態宣言を発令 (期間は2月7日まで)
- ・ 14日：三鬼商事が12月都心5区オフィス市況を発表。空室率は4.49%と前月比0.16%上昇【図表18】
- ・ 29日：不動産サービス大手シービーアールイーが12月首都圏大型物流施設の市況を発表。空室率は0.5%と2四半期連続で過去最低を記録

## (2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 2021年2月のJ-REIT (東証REIT指数) は、政府が前回の11都府県から栃木県を除いた10都府県に対して緊急事態宣言の延長を発令したこと等を受けて弱含む場面も想定されますが、以下を支援材料に短期間で回復し、月間を通して概ね堅調な展開になるものと見ています。新型コロナウイルスの感染抑制により緊急事態宣言解除の見通しが強まる場合や、接種が開始されている国・地域でワクチンの有効性が確認される場合には、経済活動の正常化期待が一段と高まり、オフィスリートや商業施設リートをけん引役として、J-REITは1,900ポイント台回復を目指す動きになるものと見ています。

- ① J-REITの業績 (予想配当額) がリーマン・ショック時と比べて比較的底堅く推移し、業績の先行きに対する過度な悲観論が後退しつつあると思われること
  - ・ J-REITの予想配当額は、リーマン・ショック時の2009年3月には、前年同月比で20%を超える減少を記録しました。一方、コロナ下にある2021年1月時点では同7.1%減と、減少幅は10%未満に止まっています【図表14】。
- ② イールド・スプレッド水準に照らし、J-REITは依然割安な状態にあると見られること【図表4】
- ③ 株式 (TOPIX) に比した出遅れ感が強いと思われること【図表2、11】
  - ・ 投資資金が、上昇ピッチの速さから短期的な過熱感が懸念される株式を避け、出遅れ感が強いと思われるJ-REITに向かうことが考えられます
- ④ FTSE指数へのJ-REITの新規組入れに伴う過去2回 (2020年9月と12月) の売買で、戻り待ちの売りが一定程度消化され、需給が改善していると考えられること
  - ・ 過去2回の組み入れで、J-REIT市場に新たに1,400億円程度の新規資金が流入したと見られています。尚、組入れはあと2回 (2021年3月、6月) 行われます。

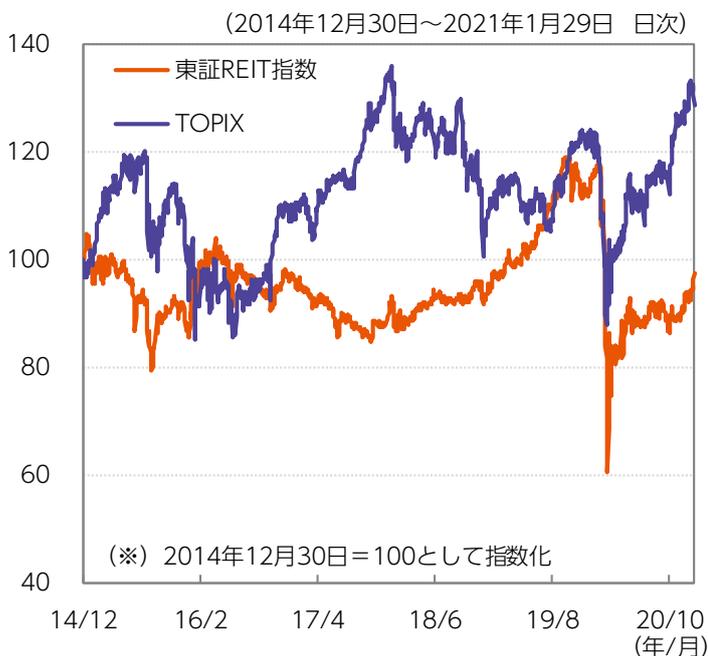
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2021年1月29日時点)

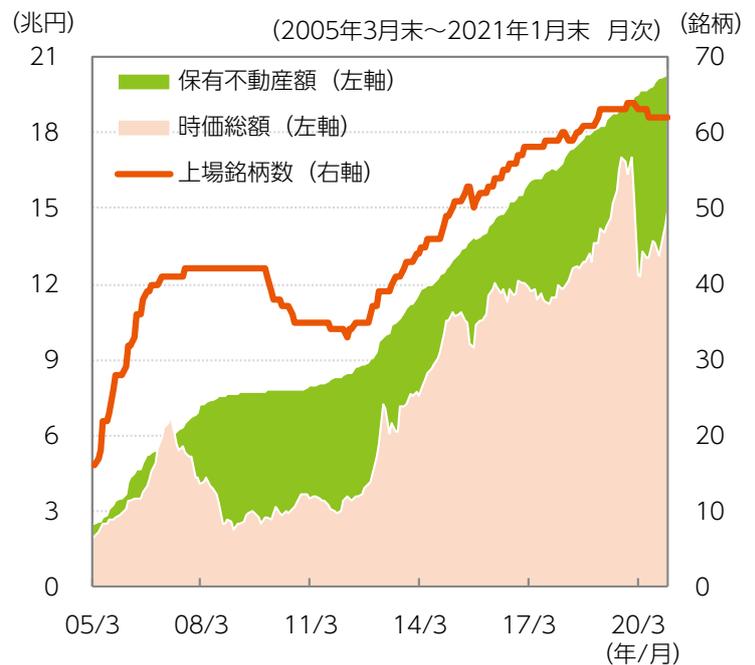
(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	3.50	3.50	-16.85
	TOPIX	0.23	0.23	4.84
	差	3.28	3.28	-21.69
配当込み	東証REIT指数	3.87	3.87	-13.38
	TOPIX	0.23	0.23	7.39
	差	3.64	3.64	-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

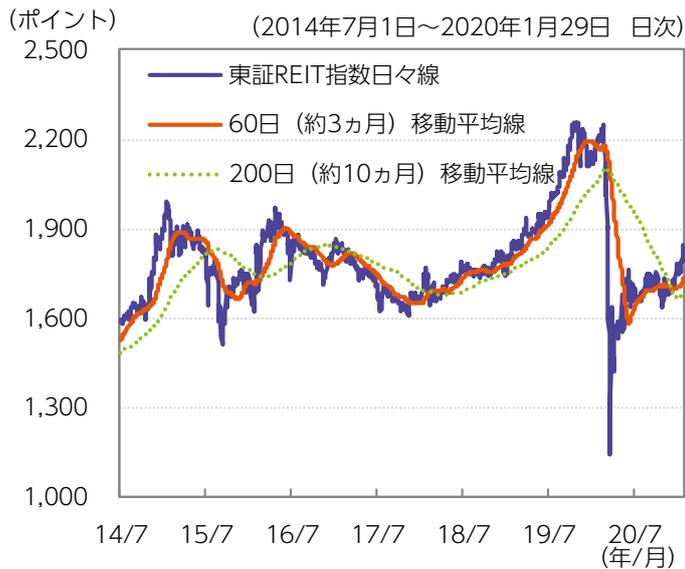


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

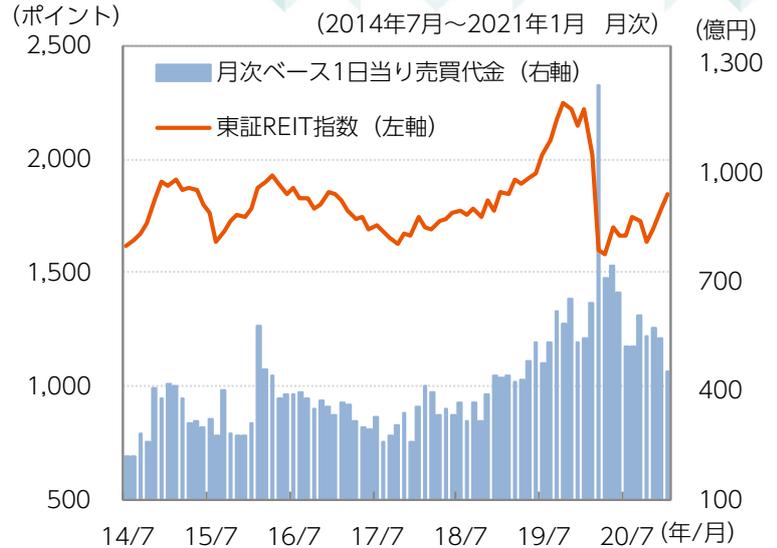


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

※2020年は判明月まで反映

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
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

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

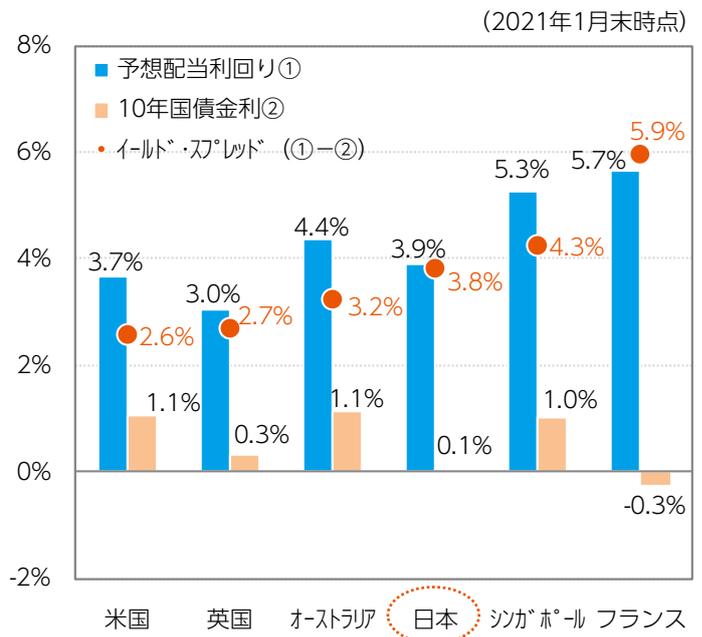
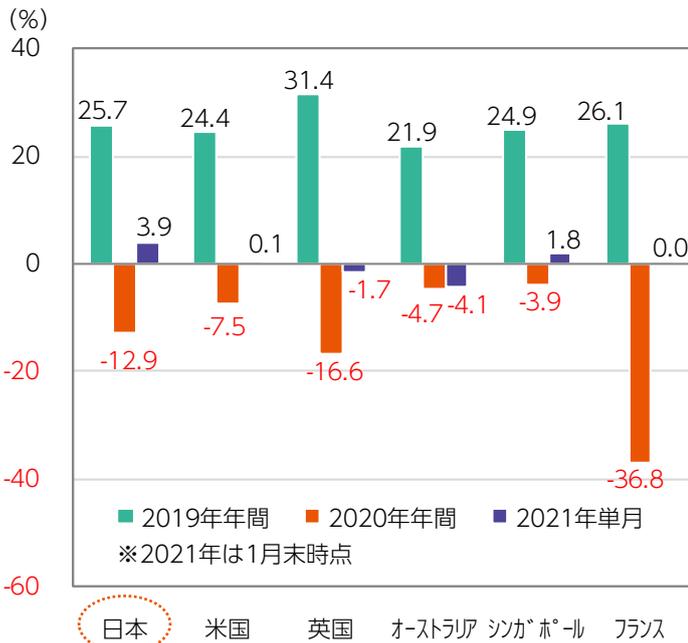
- 2021年1月は27億円買入れました。1回当たりの買入額は9億円で、12月の12億円から減額されました。ETF (上場投信) についても、12月の701億円から1月は501億円に減額されました。
- 日銀は1月21日の金融政策決定会合で、J-REIT及びETFの買入れにつき、それぞれ年間約1,800億円、年間約12兆円を上限とする買入れ方針を維持することを決めました。尚、日銀は3月の金融政策決定会合を目処に、これまでの金融緩和政策に関する点検結果を公表する方針です。

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

- 2021年1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、高安まちまちとなりました。上昇率トップは日本（J-REIT）、下落率トップはオーストラリアでした。オーストラリアは景気回復感の高まりによる金利の上昇が重荷となりました【図表9】。2021年1月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国の中で3番目の大きさとなっています【図表10】。
- 1月末の東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅（東証REIT指数算出開始の2003年3月末基準）は2ヵ月連続で縮小しました。しかし、依然として景気拡大で株式の上昇が続いた2006年頃や、毎月分配型投信に対する金融庁の懸念表明等を背景に東証REIT指数が低迷した2017年頃以来の乖離幅となっています。上記過去2回のケースでは、東証REIT指数がその後回復基調入りし、乖離は縮小しています【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

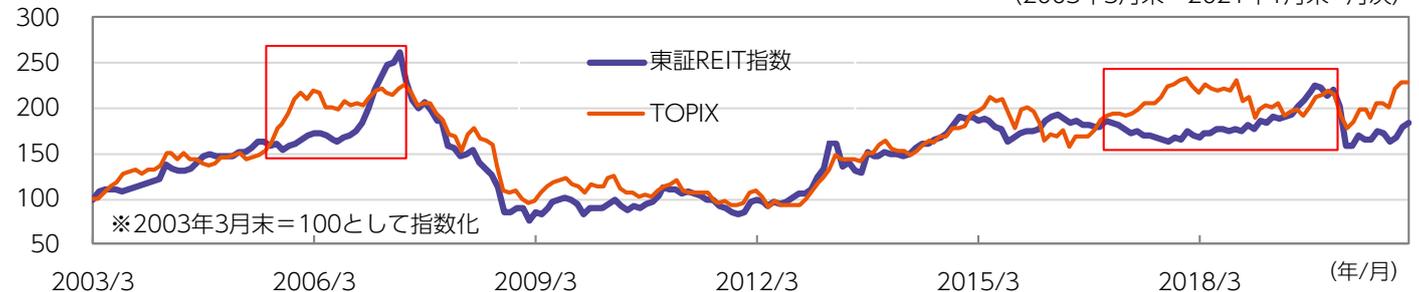


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）出所）図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2021年1月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

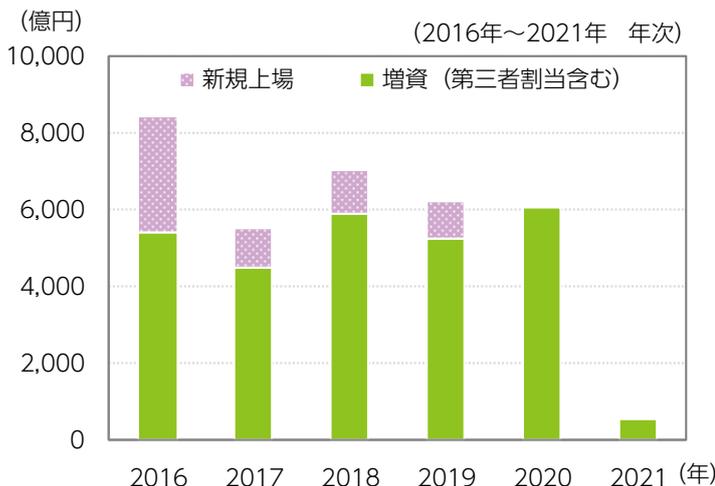


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

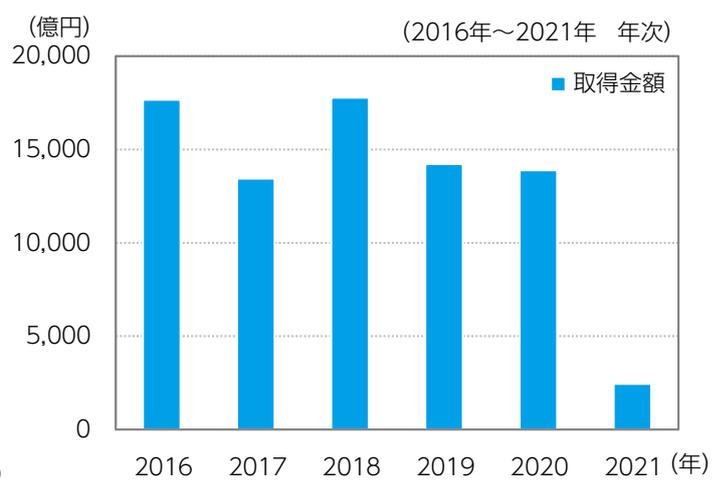
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 2021年1月は3件の公募増資がありました。資金調達額は559億円と、前年同月比53%減となりました。
- 2021年1月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比2.4倍の2,468億円でした。1月取得額の内訳は、オフィス：89%、物流施設：8%、住宅：3%となっています。1月は、森ヒルズリートによる六本木ヒルズ森タワー（取得額1,154億円）を抜き、1件当りの金額としては2001年9月のJ-REIT市場創設以降で最大となる日本ビルファンドによる1,700億円規模の新宿三井ビル（オフィス）取得がありました。

【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）

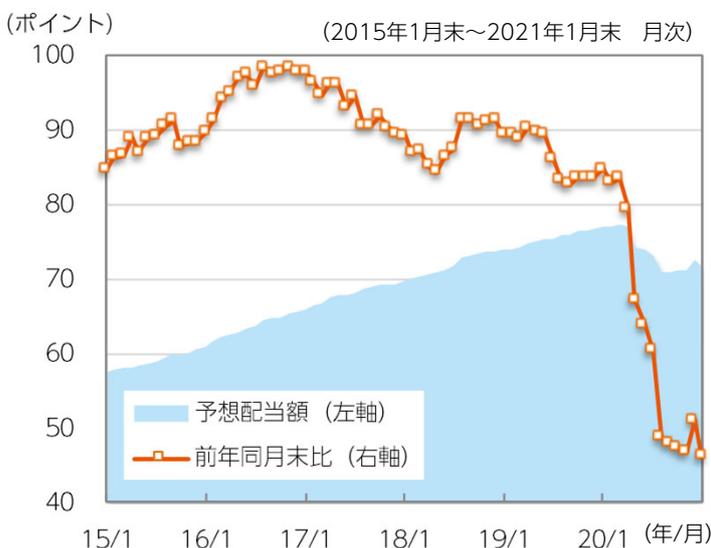


(※) 2021年は1月末時点 新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2021年は1月末時点  
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

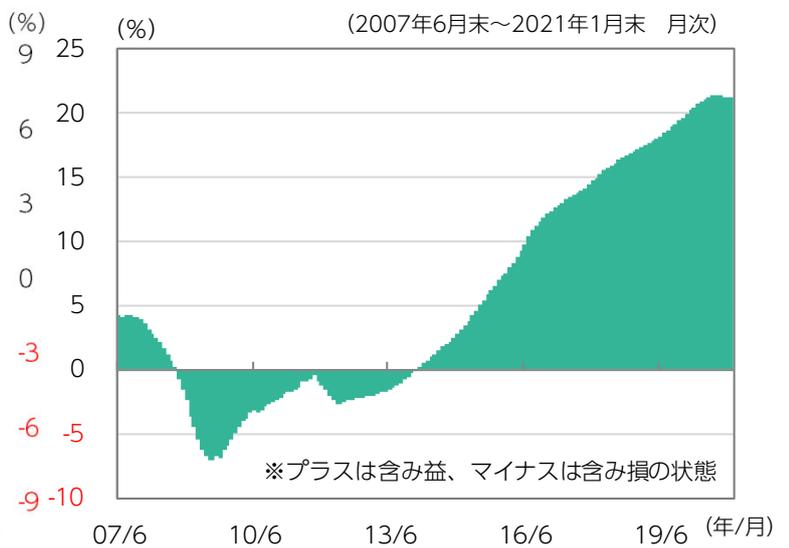
## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 2021年1月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比7.1%減となりました。前月末比では1.1%減と、2回目の緊急事態宣言発令を受けた商業施設リートやホテルリートの業績下方修正等により、5ヵ月ぶりに減少に転じました。
- 2021年1月末（2020年11月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.2%、また含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆156億円となり、初めて4兆円を上回りました。

【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



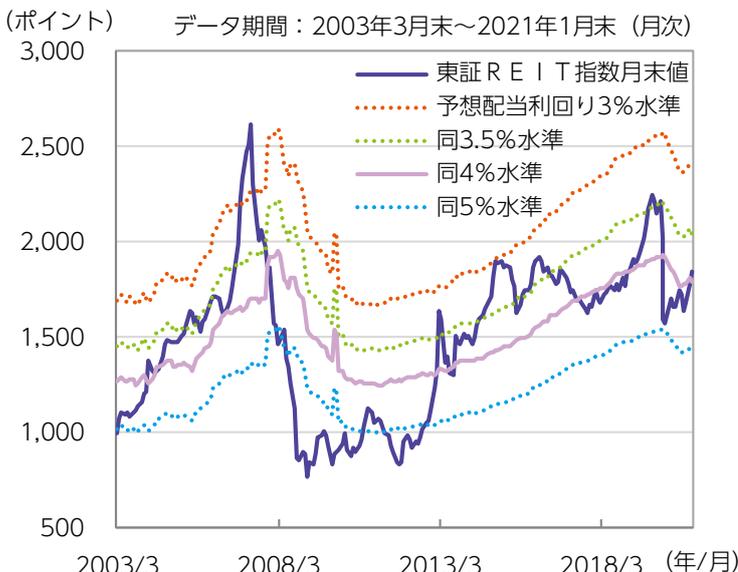
(※) 配当額＝東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) プルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 2021年1月末の東証REIT指数は1,846.41ポイントと、予想配当利回り4%水準である1,791ポイントを超えました。予想配当利回り4%水準を上回るのは11ヵ月ぶりです。
- 2021年1月末のNAV倍率は1.04倍となりました。2020年12月末の1.01倍からは上昇したものの、過去平均（2003年3月末～2021年12月末）値である1.16倍を下回っています。尚、NAV倍率1.16倍の東証REIT指数水準は2,055ポイントです。

【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

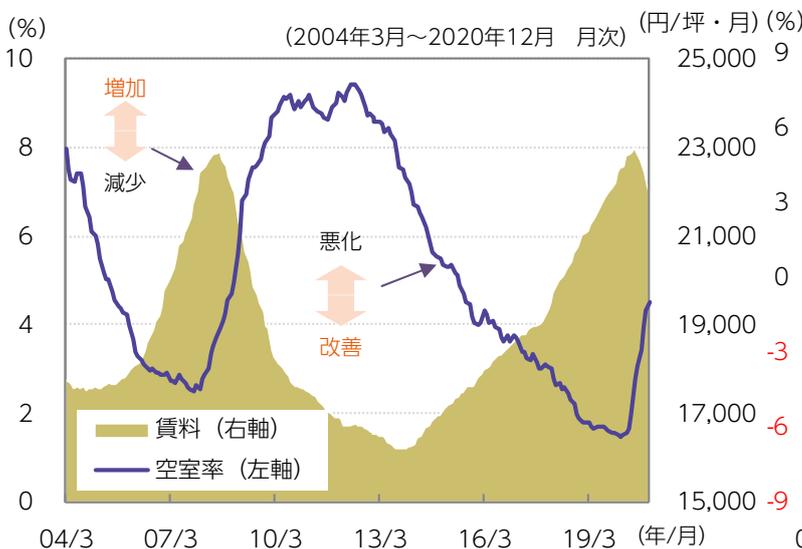


※NAV倍率=投資口価格/1口当たり純資産額  
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに  
ニッセイアセットマネジメント作成

## (8) 不動産市況

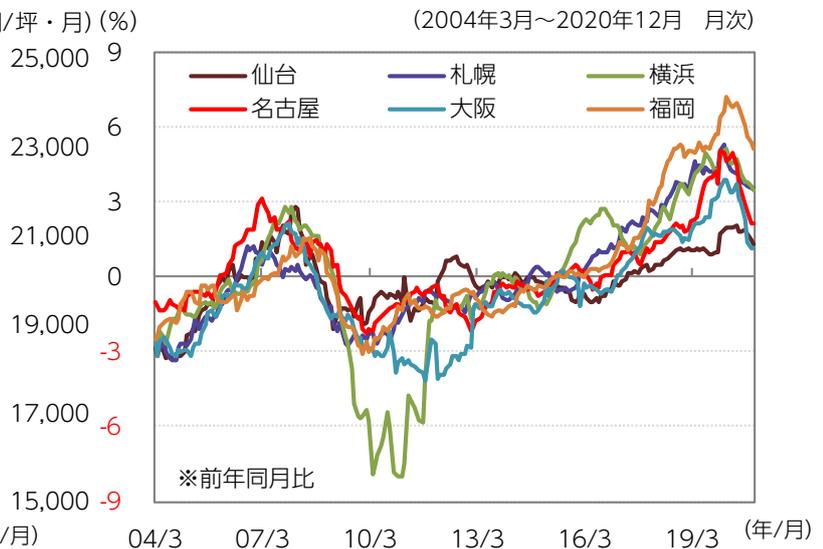
- 2020年12月の都心5区のオフィス空室率は4.49%となりました。11月より0.16%上昇したものの、その幅は11月の0.40%から縮小しました。12月の坪当たり月額賃料は21,999円で、前月比で1.01%、前年同月比で0.93%減少しました。前年同月を下回るのは80ヵ月ぶりです。
- 主要地方都市の賃料は前年同月を上回って推移しているものの、増加率は鈍化傾向となっています。

【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。

## &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/>