

J-REITレポート
J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年10月号)
(1) J-REIT市場の前月の動向
【指数の動き】

- 2020年9月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、米ハイテク株の下落による投資家心理の悪化や、9月末中間決算期を控えた機関投資家の益出しの売り等に押されて下落し、前月末比1.19%安の1,726.66ポイントで引けました。J-REITのFTSEグローバル株式指数への新規組入れに伴う売買が交錯し、一時乱高下する場面もありましたが、月末にかけて徐々に落ち着きを取り戻しました【図表1】。セクター別では、オフィスが同-2.49%、住宅が同-2.36%、商業・物流等が同+0.38%と、8月に同9.43%上昇したオフィスが利食い売り等に押され、軟調でした。

【市場規模・売買代金】

- 時価総額は13.66兆円と、前月末比814億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は607億円で、前月比15.8%増加しました【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4.11%、10年国債金利はプラス0.016%、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4.09% (前月末より0.08%拡大) 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)

- ・ 9月10日：東京都が、23区内の飲食店等に要請した時短営業を9月15日に終了することを決定。
- ・ 10日：三鬼商事が発表した8月の都心5区オフィスの空室率は3.07%。2018年1月以来の高水準に上昇。
- ・ 11日：政府が10月1日から「Go To トラベル」の対象に東京発着の旅行を追加する方針を決定。
- ・ 29日：国土交通省が発表した2020年の基準地価 (7月1日時点) は、全用途の全国平均で前年比0.6%下落。

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 2020年10月のJ-REIT (東証REIT指数) は、以下の支援材料を背景に底堅く推移するものと見ています。新型コロナウイルスの感染状況等によっては1,800ポイント台を回復する場面もありそうです。一方、感染が再拡大するケースや、11月3日の米大統領選挙を巡りリスク回避ムードが強まる場合等には、1,650ポイント程度まで下落することも考えられます。

① J-REIT需給の改善観測

- ・ J-REITのFTSEグローバル株式指数への新規組入れに伴い、基準日9月18日の売買代金は1,581億円と前日比2.4倍に膨らみました。当指数への組入れに伴う資金流入 (約700億円との見方も) で、当面の戻り待ち売りがある程度消化されたものと考えています。下半期入りで動きやすくなった機関投資家が、J-REITの相対的な利回りの高さ【図表4、5】等に着目し、買いを活発化させることも予想されます。需給の改善観測がJ-REITの支援材料となりそうです。

② 商業施設リートやホテルリートの業績回復期待

- ・ 10月1日に東京発着の旅行が国内旅行の需要喚起策「Go To トラベル」の対象に追加されました。また、外食需要の喚起策である「Go To イート」もスタートしました。これらの施策で、商業施設リートやホテルリートの業績回復期待が高まる可能性があります。

③ オフィス空室率の上昇ペースが鈍化するとの見方

- ・ 都心5区オフィスの空室率は、2020年2月の1.49%をボトムに、8月には3%を超える水準に上昇しています【図表18】。空室率急上昇の背景には、テレワーク拡大の他、オフィス大量供給に伴う需給悪化も影響していると見られています。森ビルによると、東京23区の2020年の大型オフィス供給 (延床面積ベース) は187万㎡と前年比2.2倍に増加する見通しですが、その大量供給も9月末でほぼ一巡しました。また、2021年は54万㎡と1999年以来22年ぶりの低水準となる見通しです。新規供給の減少で空室率上昇スピードが10月以降鈍化することも考えられ、オフィスリートの回復材料となりそうです。

- 2020年基準地価 (7月1日時点) は全用途の全国平均で前年比0.6%下落しました【図表19】。J-REIT保有物件の含み率 (6カ月平均) は9月末時点で20%を超えており【図表15】、その影響は限定的であると思われる。プラス面として、地価下落でJ-REITが物件を取得しやすくなることも考えられます。

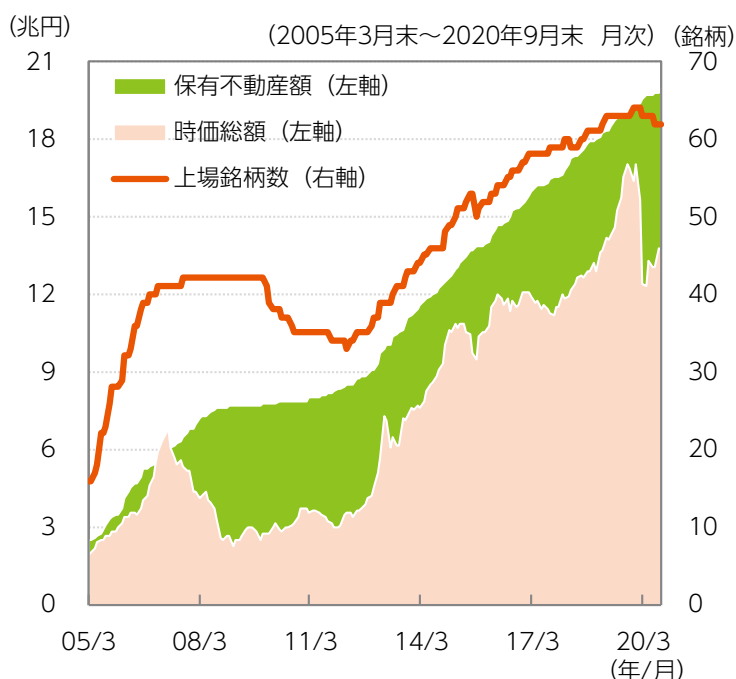
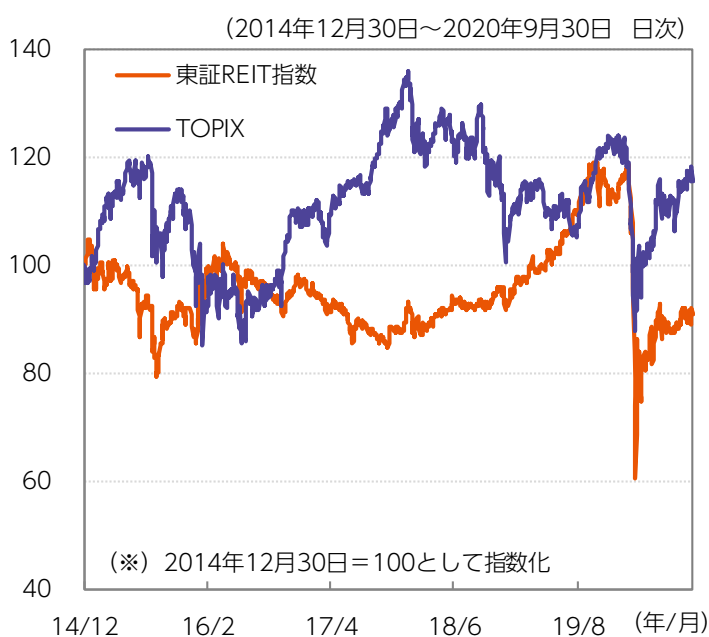
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年9月30日時点) (%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	-1.19	-19.52	20.94
	TOPIX	0.45	-5.57	15.21
	差	-1.65	-13.95	5.73
配当込み	東証REIT指数	-0.97	-16.88	25.58
	TOPIX	1.30	-3.42	18.12
	差	-2.27	-13.47	7.46

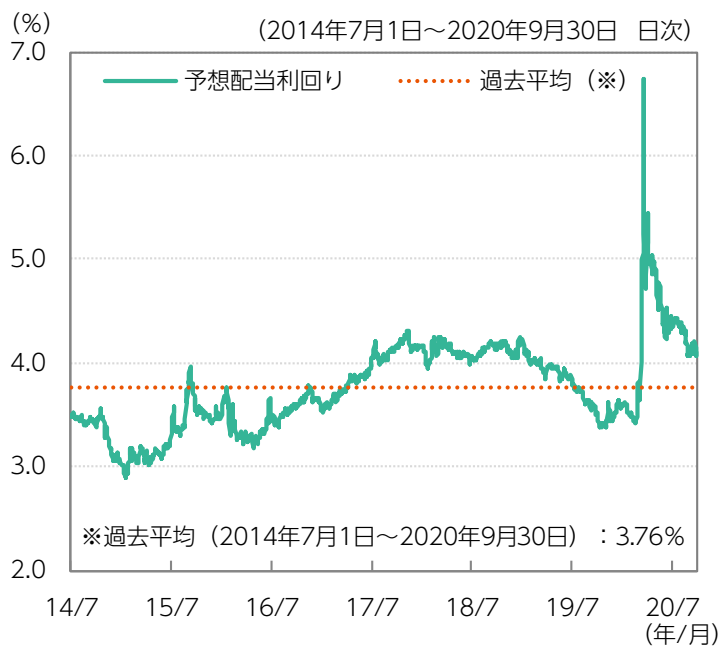
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



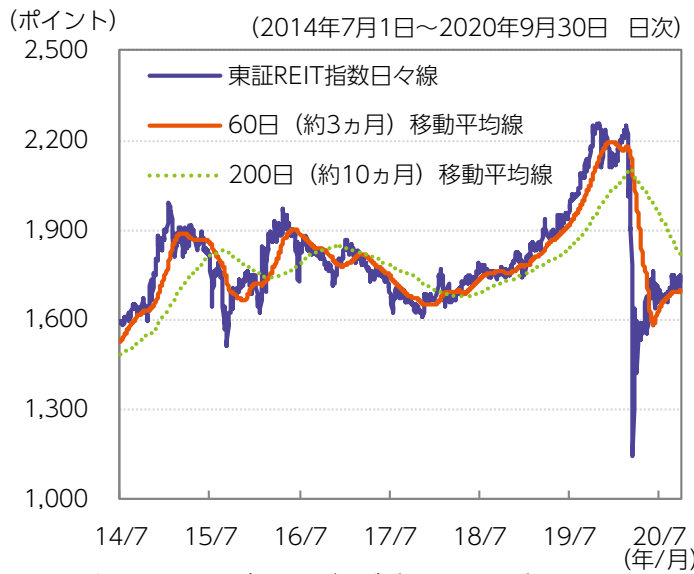
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【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<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	7	38	559	-86	-83	-433	-881

※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
2020年7月	16	208	79	-40	-117	-94	103
2020年8月	47	-52	-259	-14	-253	523	-76

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

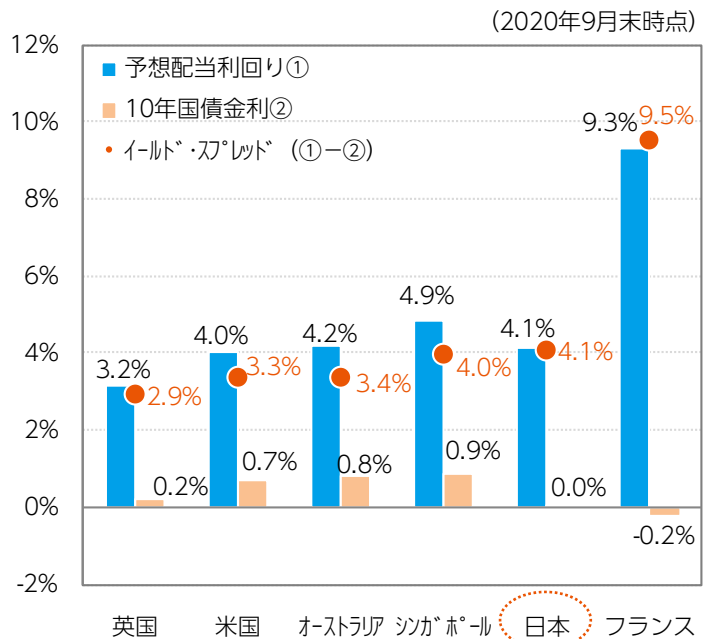
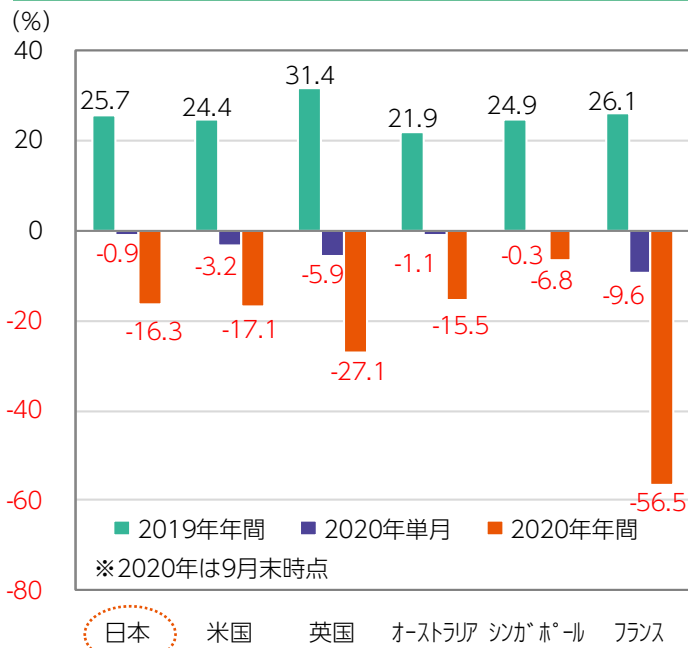
- 2020年9月の買入れ額は36億円、1回当たり12億円でした。J-REITが急落した3月には1回で40億円買入れる日もありましたが、市場の落ち好き等を背景に足元は減少傾向となっています。
- 日銀は2020年3月16日に前倒しで開いた金融政策決定会合で、J-REITの買入れ枠を900億円から1,800億円に拡大しました。1～9月の累計買入れ額は955億円、残りの買入れ枠は845億円（月平均約282億円）となっています。

(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、全市場が前月末比で下落しました。下落率が最も大きかったのがフランスで、新型コロナウイルスの感染再拡大による経済活動の停滞懸念が重荷となりました。フランスは3カ月連続で下落しています。2019年末比では主要6カ国すべてが下落しています。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9月末のJ-REIT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9月末のJ-REITのTOPIXに対する下方乖離幅は2カ月連続で拡大しました。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

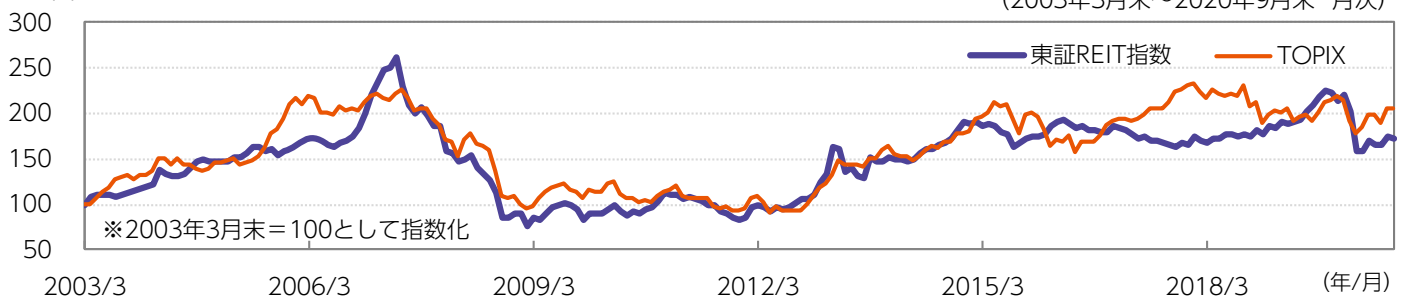
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



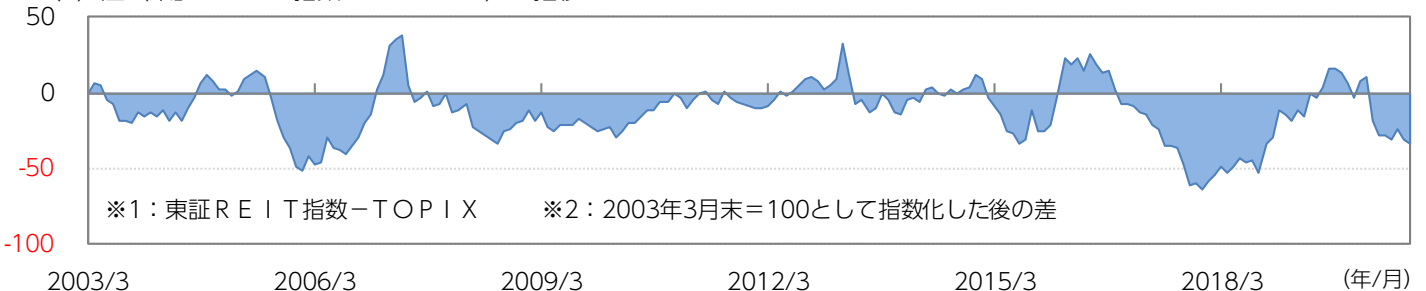
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

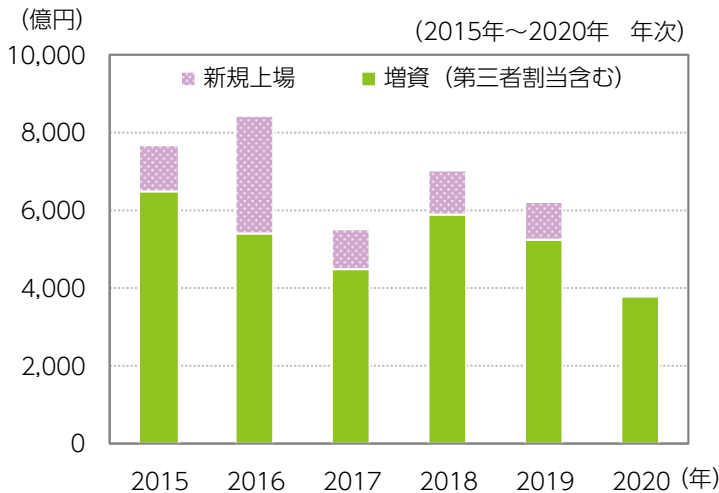


出所 ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

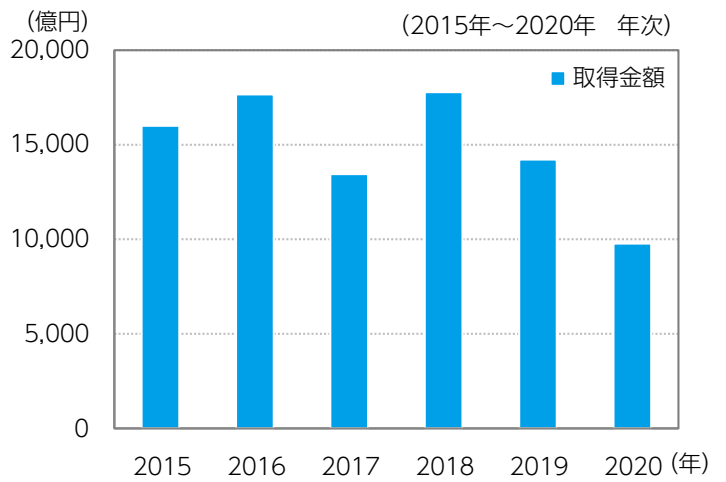
- 2020年9月は公募増資1件の発表がありました。新規上場と増資（第三者割当含む）を合わせた資金調達額は1～9月合計で3,787億円と、投資口価格の低迷等が影響し、前年同期比23%減となっています。
- 2020年9月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比6%増の1,658億円でした。1～9月合計では9,756億円と前年同期比18%減少しています。9月取得額の内訳は、物流施設：63%、オフィス：15%、産業施設（研究センター）：14%、住宅：6%等となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2020年は9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

【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）

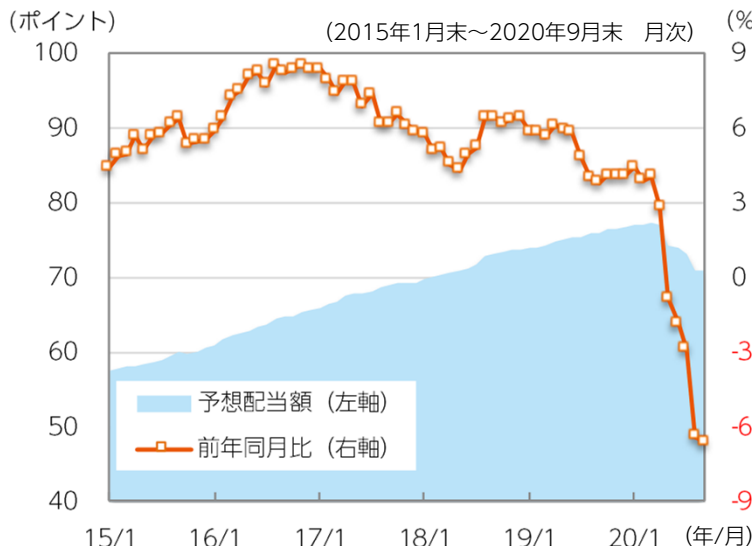


(※) 2020年は9月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

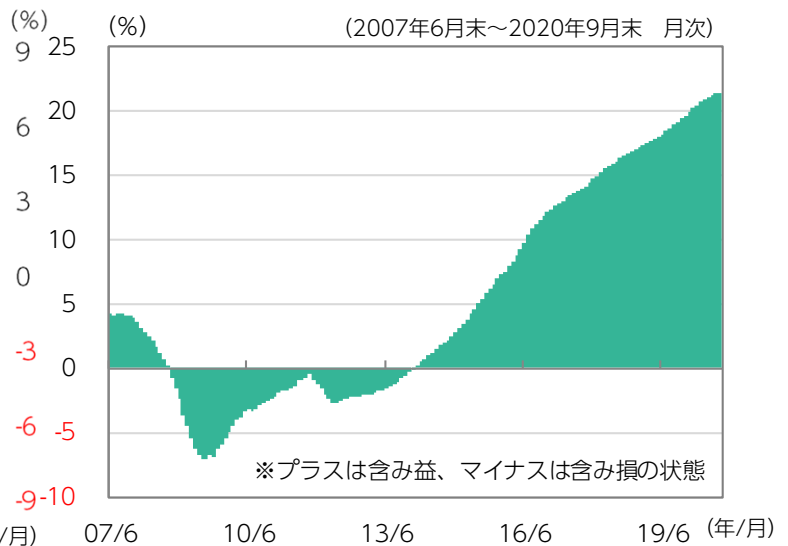
- 2020年9月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前月末比ほぼ変わらず、前年同月末比6.6%減となっています。9月末の予想配当額は、ピークであった2020年3月末より8.1%下方修正されています。
- 2020年9月末（2020年7月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.4%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,612億円で、何れも過去最高となっています。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【図表14】 J-REITの予想配当額推移



(※) 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

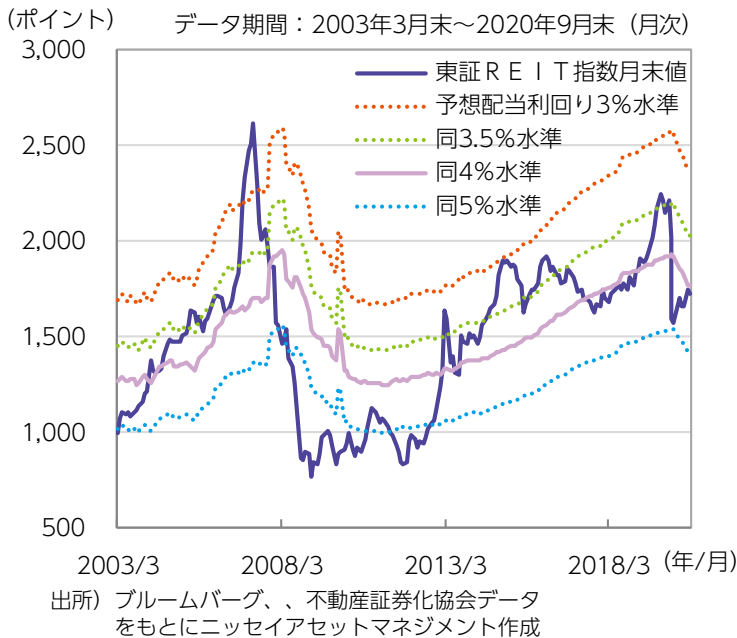


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)÷帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

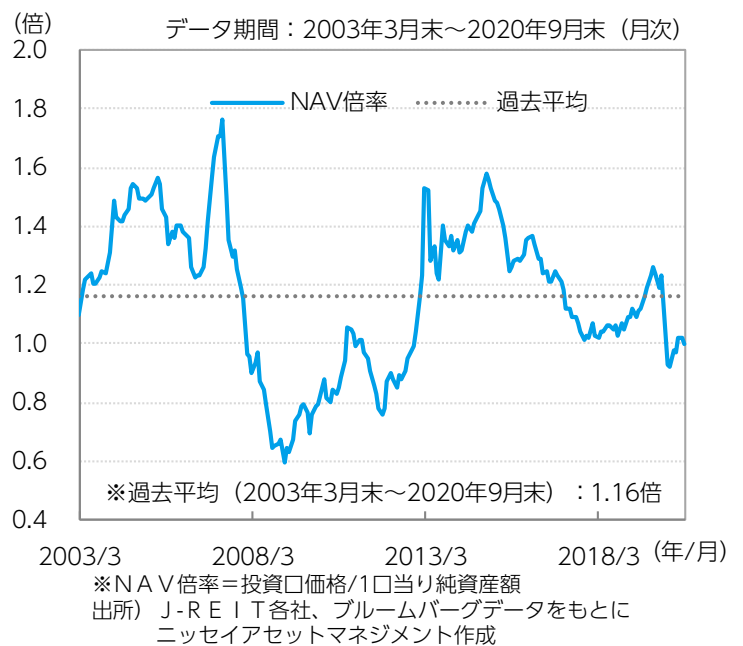
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 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、足元は横ばい推移となっています。9月末時点での予想配当利回り4%水準の東証REIT指数は1,774ポイント、5%水準は1,419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9月末のNAV倍率は1.00倍と、解散価値水準とされる1.0倍に低下しています。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



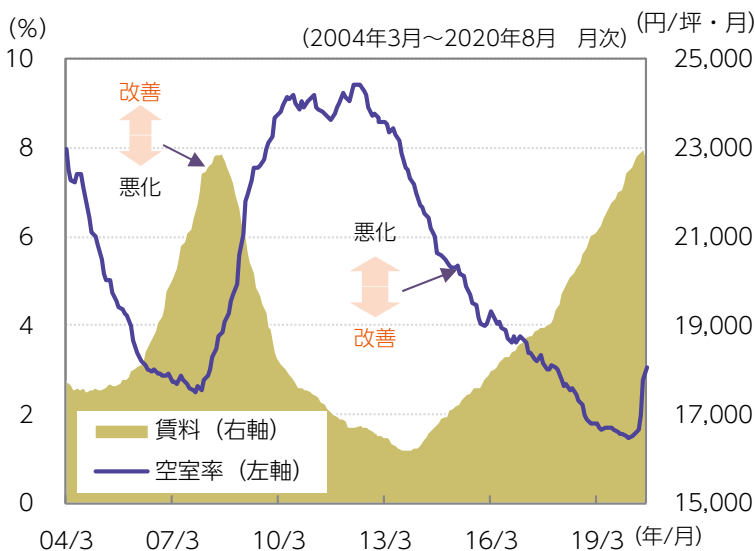
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

- 2020年8月の都心5区のオフィス空室率は3.07%と、7月より0.30%上昇し、2018年1月の3.07%以来の高水準となりました。8月の坪当たり月額賃料は22,822円で、過去最高となった7月（23,014円）より0.8%減少しました。前月比での増加は79カ月で途切れました。
- 2020年の基準地価（7月1日時点）は、全用途の全国平均で前年比0.6%マイナスと3年ぶりに下落。新型コロナウイルスの感染拡大による観光客の急減やテレワークの増加等が影響しているようです。

【図表18】 都心5区オフィス空室率と賃料推移



【図表19】 2020年基準地価

	全用途	住宅地	商業地
全国	▲0.6% (0.4%)	▲0.7% (▲0.1%)	▲0.3% (1.7%)
三大都市圏	0.0% (2.1%)	▲0.3% (0.9%)	0.7% (5.2%)
東京圏	0.1% (2.2%)	▲0.2% (1.1%)	1.0% (4.9%)
大阪圏	0.0% (1.9%)	▲0.4% (0.2%)	1.2% (6.8%)
名古屋圏	▲0.8% (1.9%)	▲0.7% (1.0%)	▲1.1% (3.8%)
地方圏	▲0.8% (▲0.3%)	▲0.9% (▲0.5%)	▲0.6% (0.3%)
中核4都市	4.5% (6.8%)	3.6% (4.9%)	6.1% (10.3%)

※基準地価：各都道府県の7月1日時点の土地価格の調査を基にして、国土交通省が9月下旬に公表する地価指標の一つ。住宅地、商業地、工業地など用途地域ごとに各地区の基準地が選ばれ、1㎡当たりの単価で表示される

※前年比、()内は2019年、▲はマイナスを示す

※中核4都市：札幌、仙台、広島、福岡

出所) 国土交通省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/>