

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6月号)
(1) J-R E I T市場の前月の動向
【指数の動き】

- 5月の東証 R E I T 指数は、新型コロナウイルスワクチンの接種普及による経済活動の正常化期待や金利の落ち着き等を背景に続伸し、前月末比+0.47%の2,073.55ポイントで引けました（配当込み指数は4,551.00ポイント）。7ヵ月連続で上昇しました。5月末の東証 R E I T 指数は、配当除きでコロナ禍前の高値（2020年2月20日の2,250.65ポイント）まであと約8%、配当込みで史上最高値（2020年2月20日の4,681.74ポイント）まであと約3%となっています。
- セクター別では、オフィスが前月末比-0.06%（年初来では+18.50%）、住宅が同-0.65%（同+14.97%）、商業・物流等が同+1.25%（同+14.37%）となっています。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は16.87兆円と、前月末比691億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は556億円と、前月より3.0%増加しました【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3.45%、10年国債金利はプラス0.087%、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4月末と同水準の3.36%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）

- ・ 5月7日：政府は11日を期限としていた新型コロナウイルスの緊急事態宣言を31日まで延ばすことを決定
- ・ 5月13日：三鬼商事が4月都心5区オフィス市況を発表。空室率は5.65%と前月比0.23%上昇【図表18】
- ・ 5月28日：政府は31日に期限を迎える東京や大阪など9都道府県の宣言を6月20日まで延ばすことを決定

(2) J-R E I T市場（東証 R E I T 指数）の見通し

- 6月の J-R E I T（東証 R E I T 指数）は、年初からの上昇ピッチの速さを懸念した売り等を消化しつつ、以下を支援材料に回復基調をたどるものと見ています。金利が安定して推移する中、6月1日に史上最高値を更新した米国 R E I T（FTSE NAREIT All-Equity Reit指数）の上昇傾向が続く場合には、東証 R E I T 指数は騰勢を強め、2,200ポイント台回復を目指す動きになることも想定されます。尚、米景気回復の加速等を背景に、F R B（米連邦準備制度理事会）が量的緩和縮小開始時期を速めるとの見方が強まる場合、世界的に金利が上昇傾向となり、J-R E I Tにもその影響が及ぶものと思われま。

① ワクチンの接種普及期待と J-R E I T 業績の先行きに対する懸念の後退

- ・ 政府は新型コロナウイルスワクチンに関し、海外からの輸入量が増え、高齢者向けの確保にめどがついたと見て12~64歳の一般向け接種に本格的に着手する方針のようです。21日からは企業や大学でも産業医等が接種出来るようにする等、対象者やルートを広げてスピードを加速させる意向です。Our World in Dataによると、日本で最低1回ワクチンを接種した人の割合は6月1日時点で約8%と、英国の約6割、米国の約5割等と比べて遅れ気味となっています。ワクチン接種が進展すれば、経済活動の正常化が加速するとの期待が高まり、J-R E I T 業績の先行きに対する懸念が大きく後退するものと思われま。

② 株式（T O P I X）に比べた出遅れ感

- ・ 2021年5月末時点で株式がコロナ禍前の高値を大きく上回っているのに対し、J-R E I Tは同高値を約8%下回っています【図表2、11】。ワクチン接種の進展で J-R E I T 業績の先行きに対する懸念が後退し、株式に比べた出遅れ感に着目した買いが活発化する可能性もありそうです。

③ F T S E 指数への J-R E I T の新規組入れに伴う需給の改善見通し

- ・ 6月は、2020年9月に開始され、その後3ヵ月毎に行われてきた F T S E 指数への最後の組入れが実施されます（実施日は6月18日）。過去3回と同様、今回も700億円程度の新規資金が J-R E I T に流入すると見られています。当組入れに伴って戻り待ちの売り等が消化され、J-R E I T の需給が改善するものと思われま。

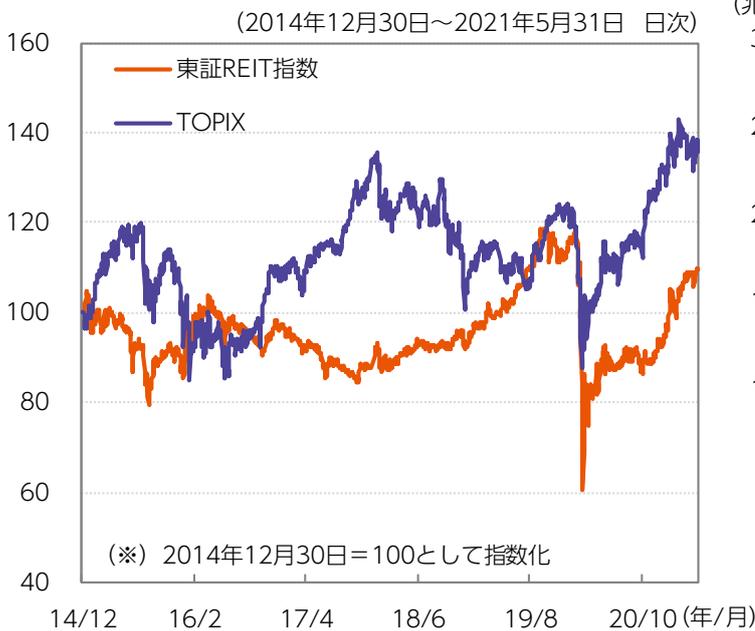
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2021年5月31日時点)

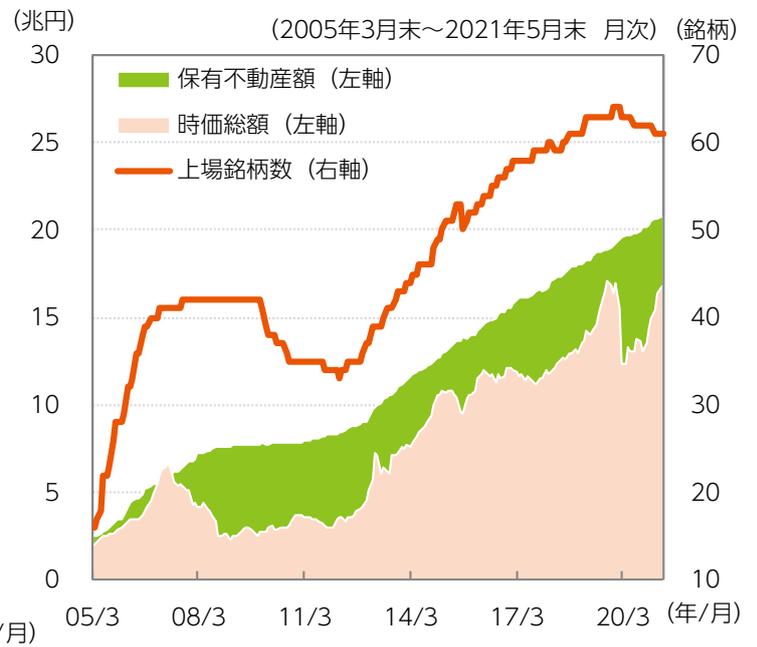
(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	0.47	16.24	-16.85
	TOPIX	1.30	6.56	4.84
	差	-0.83	9.68	-21.69
配当込み	東証REIT指数	0.71	18.06	-13.38
	TOPIX	1.38	7.62	7.39
	差	-0.67	10.44	-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	48	32	-692	56	-649	1,101	-28

※2021年は判明月まで反映

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
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

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

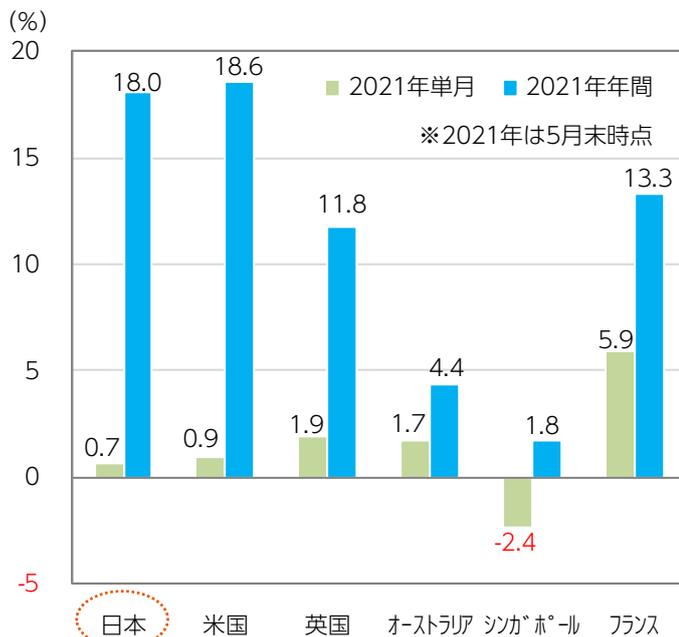
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は4月に続いて5月もJ-REITの買入れを見送りました。2ヵ月連続は2012年11～12月以来となります。1～5月累計では60億円となりました。尚、ETF（上場投資信託）も買入れを見送りました。2013年春の異次元の金融緩和開始後では初めてゼロとなりました。
- 日銀は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おり、相場が高値圏で推移する場合には買いを見送るケースが増えるものと思われます。

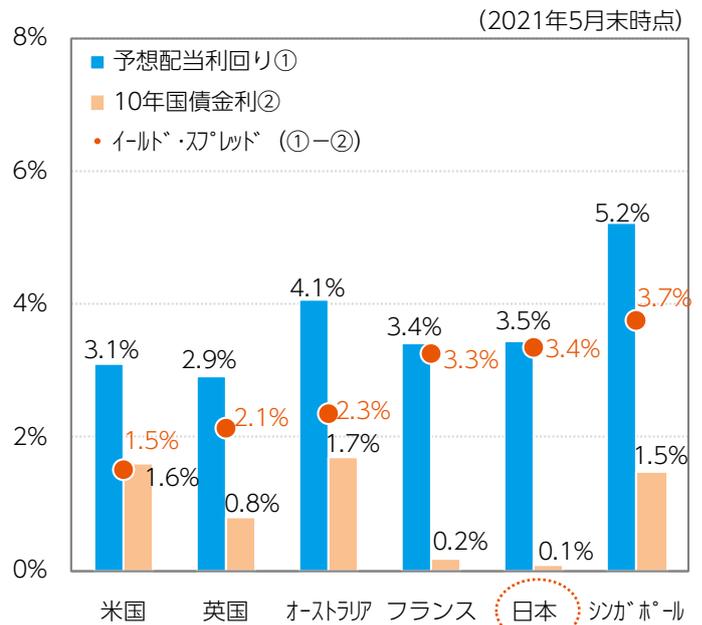
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 5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、シンガポールのみ下落し、他は上昇しました。上昇率トップはフランスで、新型コロナウイルスの新規感染者数が減少傾向となり、19日から規制が緩和されたこと等が好感されました。一方、シンガポールは新規感染者数が再び増加傾向となったこと等が嫌気されました【図表9】。
- 5月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国の中では2番目の大きさです【図表10】。
- 足元ではやや縮小傾向にあるものの、東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は、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年頃とほぼ同等の大きさに拡大しています。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

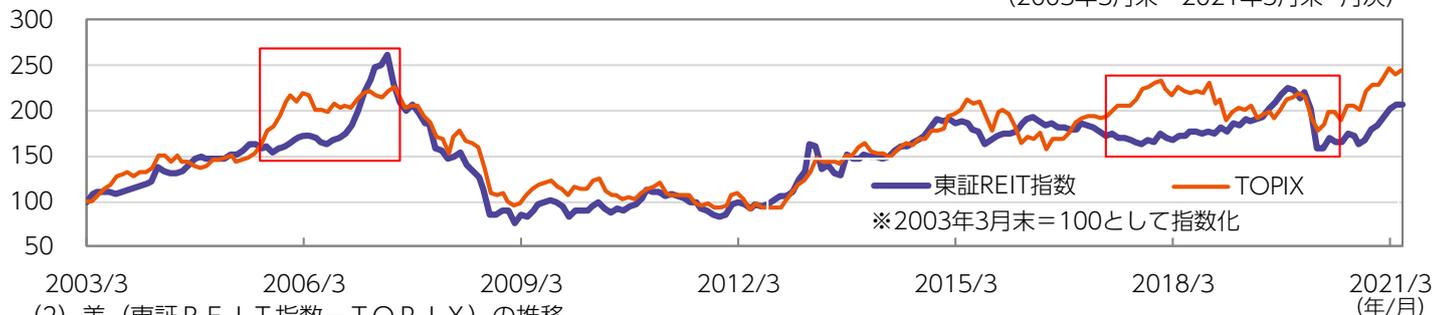


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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5月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

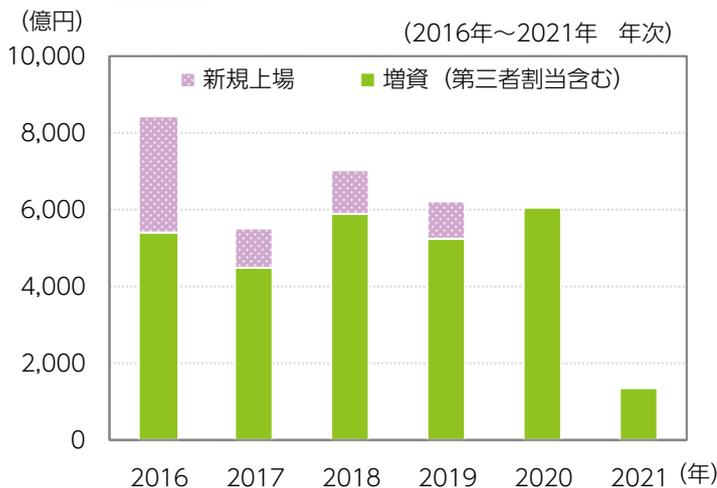


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

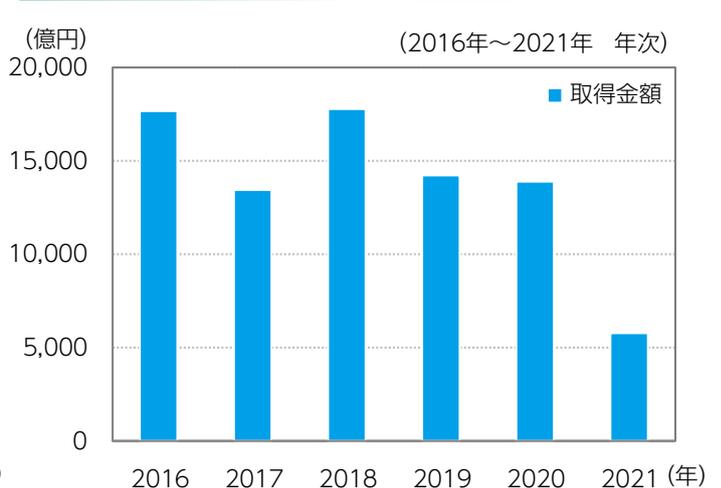
- 5月は1件の公募増資と1件の第三者割当増資、合計110億円の資金調達がありました。1～5月累計では1,365億円と、前年同期比で26%減少しています。J-REIT市場の回復による資金調達環境の改善等で、物件取得のための公募増資が今後増加する可能性もあります。
- 5月の物件取得額（受渡しベース）は41億円で、前年同月比で76%減少しました。1～5月累計では5,807億円と、前年同期比14%減となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2021年は5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）

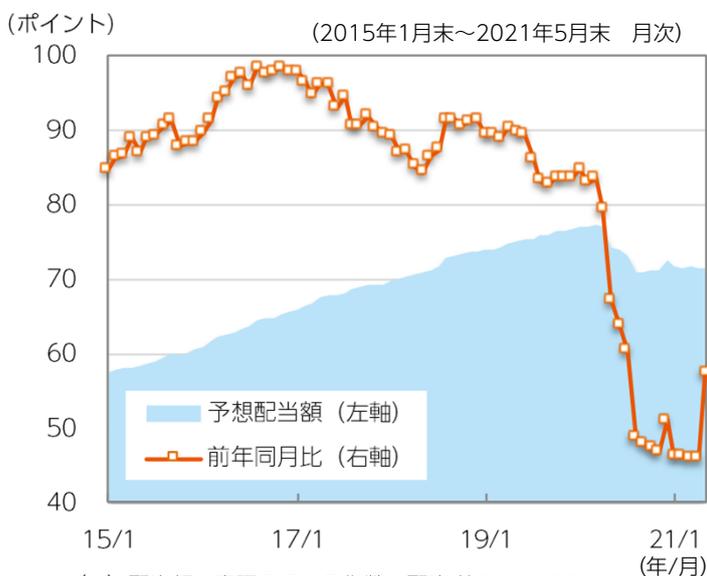


(※) 2021年は5月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

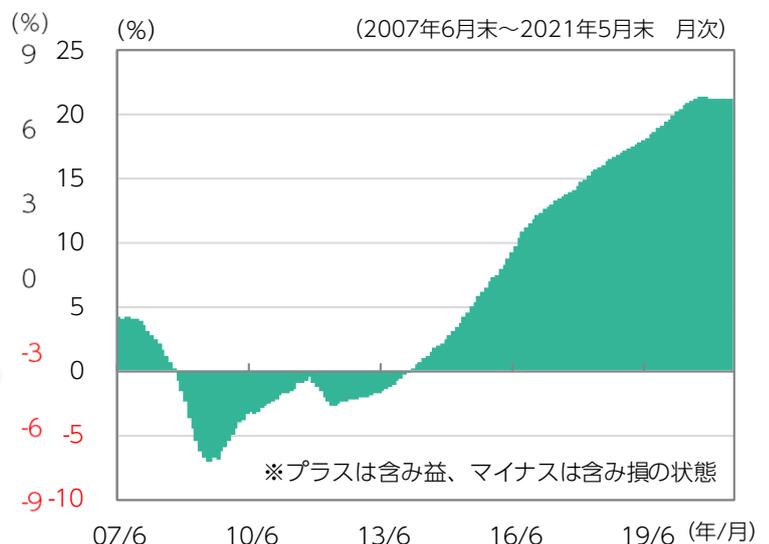
- 5月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比3.8%減となりました。減少幅は4月の同7.2%から縮小しており、底打ちの兆しが出始めているようです。
- 5月末（2021年3月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.3%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は過去（東証REIT指数算出開始以来）最大の4兆1,586億円となりました。コロナ禍にも拘わらず、J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）上昇は続いているようです。

【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

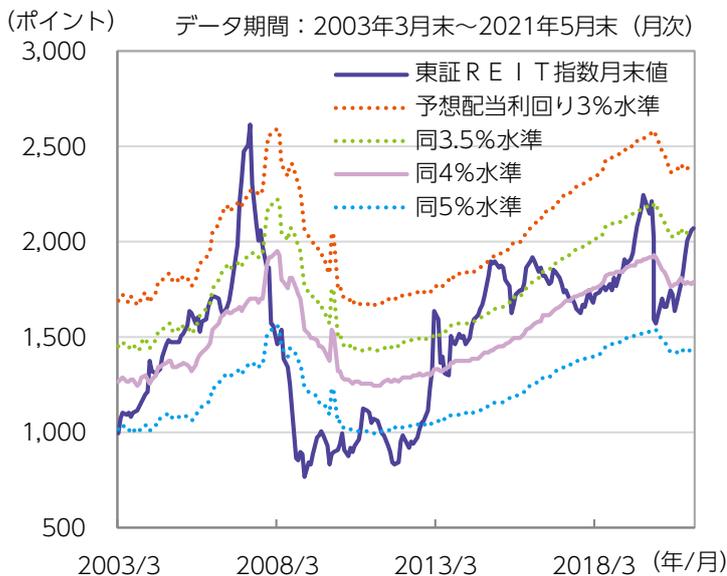


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

- 5月末の東証REIT指数は2,073.55ポイントと、3.5%水準である2,044ポイントを上回りました。3.5%水準を上回るのは2ヵ月連続です。
- 5月末のNAV倍率は1.14倍と、過去平均（2003年3月末～2021年5月末）値である1.16倍を下回っています。尚、5月末時点のNAV倍率1.16倍の東証REIT指数水準は2,104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) プルームバーグ、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

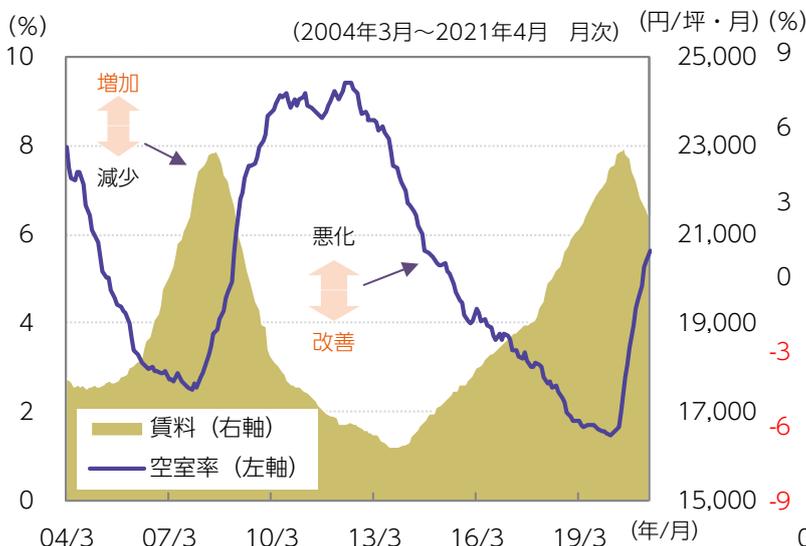


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、プルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

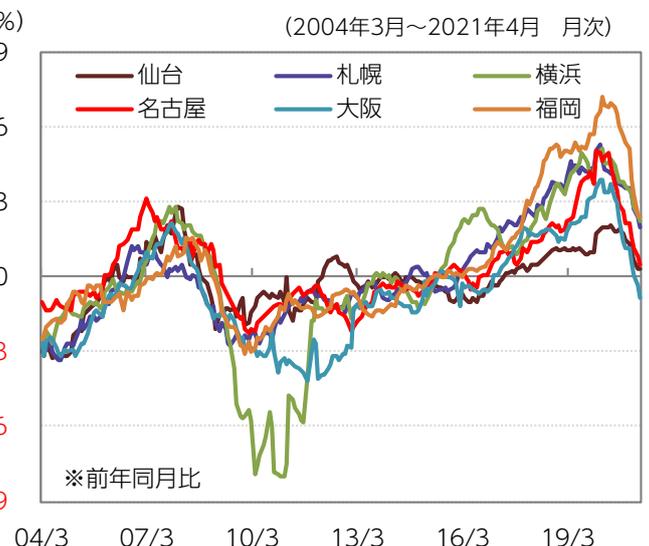
- 4月の都心5区のオフィス空室率は5.65%と前月比0.23%上昇し、2014年9月の5.65%以来の高水準となりました。4月の坪当たり月額賃料は21,415円で、2019年5月の21,396円以来の低水準となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは約7%減少しています。
- 4月の主要地方都市のオフィス賃料の内、大阪が前年同月比0.83%減と、2ヵ月連続で前年同月を下回りました。他の主要地方都心の賃料は前年同月を上回ってはいますが、伸び率は鈍化傾向です。

【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。

<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/>