

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12月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- ▶ 11月の東証REIT指数は、前月末比-4.32%の2,002.58ポイントで引けました。月末値としては2021年2月末以来の低水準となりました。新型コロナウイルスワクチンの接種率が7割を超えているドイツや韓国等で感染が再拡大しており、日本でも感染の「第6波」が来るとの懸念や、26日に南アフリカで確認されたオミクロン株に対する警戒感等が重荷となりました【図表1】。セクター別では、オフィスが前月末比-4.29%、住宅が同-5.02%、商業・物流等が同-4.18%と、3セクターとも下落しました。年初来では、オフィスが+11.89%、住宅が+10.79%、商業・物流等が+12.93%となっています。

【市場規模・売買代金等】

- ▶ 時価総額は16.4兆円と前月末から8,900億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は433億円と、前年同月を24.6%下回り、2019年4月の429億円以来の低水準となりました【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3.61%、10年国債金利はプラス0.057%、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3.55%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.35%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）

- 11月3日：FRB（米連邦準備制度理事会）が11月からの量的緩和縮小（テーパリング）開始を決定
- 12日：三鬼商事が10月都心5区オフィス市況を発表。空室率は6.47%と前月比0.04%上昇【図表18】
- 26日：南アフリカの国立伝染病研究所等が同国で新型コロナウイルスの新たな変異株が確認されたと発表
- 29日：政府は新型コロナウイルスの水際対策を巡り全世界からの外国人の新規入国を原則停止すると発表

(2) J-R E I T市場（東証REIT指数）の見通し

- ▶ 12月のJ-R E I T（東証REIT指数）は、長期金利の低下観測や新型コロナウイルス感染の落ち着きによるオフィスや商業施設REIT等の業績回復期待という支援材料と、オミクロン株に対する警戒感等が交錯する中、11月末終値水準を中心にボックス圏で推移するものと思われます。
- ▶ オミクロン株については実態がまだ解明されておらず、その感染力等を巡って値動きが荒くなり、一時的に調整色を強める場面も想定されますが、以下の要因等を背景に過度な懸念が徐々に後退し、市場は次第に落ち着きを取り戻すものと考えています。
 - ① WHO（世界保健機関）が早期にオミクロン株を最も警戒レベルが高い「懸念される変異種」に指定したことを受け、各国政府が南アフリカ等への渡航制限を行う等、迅速に対応を開始していること
 - ② 製薬会社が既存ワクチンの効果検証や新型ワクチン開発への取り組みを始めており、比較的短期間でオミクロン株対応のワクチンが開発される可能性があること（例えば米ファイザーと独ビオンテックは、必要であれば約100日で新たなワクチンを出荷できる、また米モデルナも2022年の早い時期に出荷が可能だとの見通しを示しています）
 - ③ ワクチンの接種普及で、感染が拡大しても重症化率や病床使用率等に問題がなければ、経済再開を優先するスタンスの国が多いと見られること（バイデン米大統領は29日、オミクロン株の感染拡大を巡り、現時点で都市封鎖は考えていないと述べています）
- ▶ 尚、オミクロン株にも既存ワクチンが有効であるとの結果が出た場合や、感染が拡大しても重症化率等が抑えられ、経済再開が進む場合等には、J-R E I Tは以下を支援材料に回復基調入りするものと思われます。
 - ① 11月末の予想配当額が4ヵ月連続で前年同月末を上回る等、J-R E I T業績が回復傾向にあること【図表14】
 - ② 10月の都心5区オフィス空室率の前月に比した上昇幅が0.04%と2020年10月の同0.50%をピークに縮小傾向をたどり、市況改善の兆しが見え始めていること【図表18】

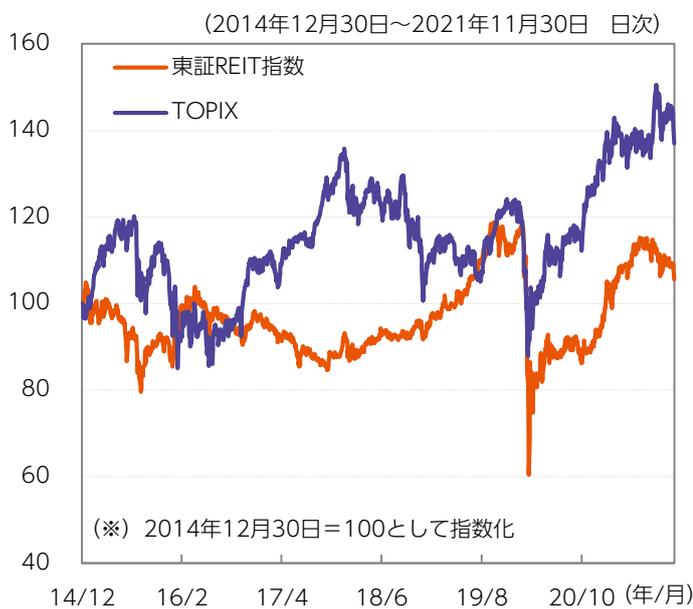
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2021年11月30日時点)

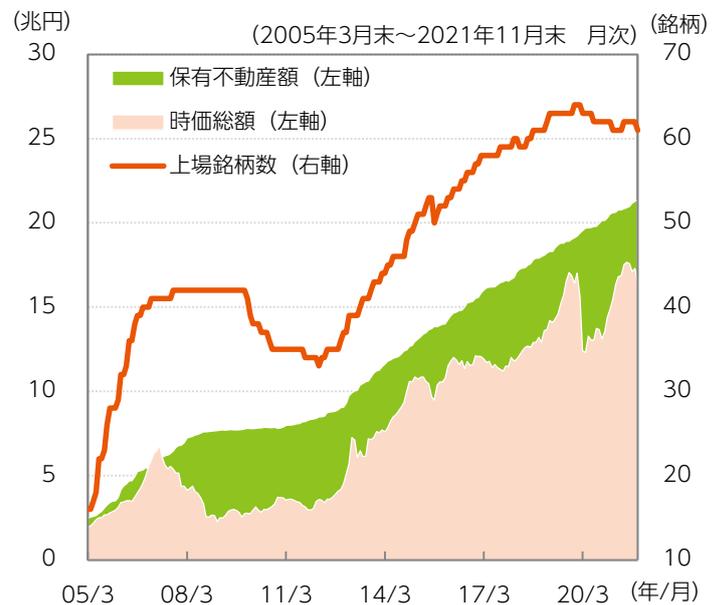
(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	-4.32	12.26	-16.85
	TOPIX	-3.64	6.85	4.84
	差	-0.68	5.41	-21.69
配当込み	東証REIT指数	-4.09	15.96	-13.38
	TOPIX	-3.61	8.98	7.39
	差	-0.48	6.98	-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

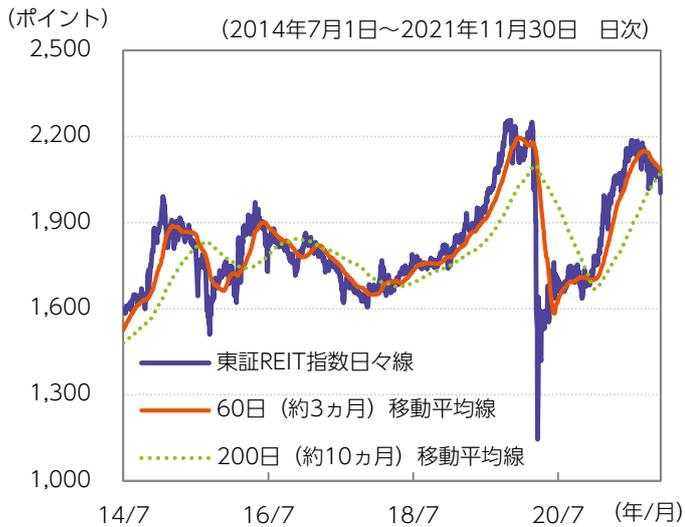


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

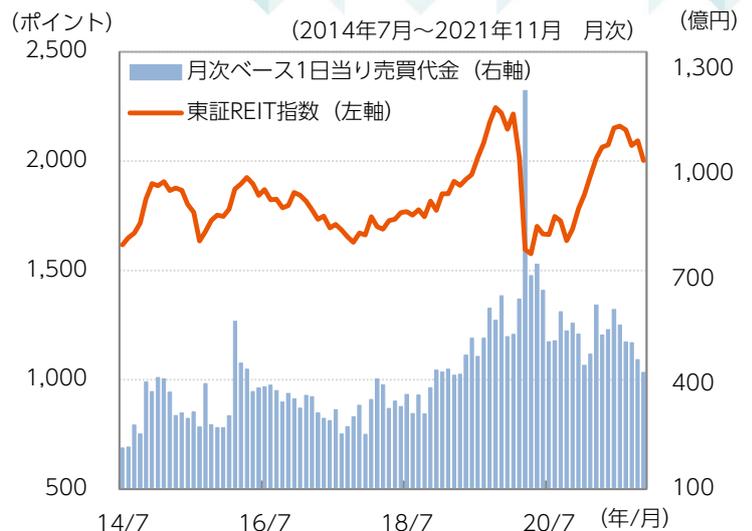


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	31	-402	-1,756	-34	-1,827	2,392	-462

※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
2021年9月	127	-174	-421	-49	-74	141	-174
2021年10月	71	-95	231	-4	-132	-337	-95

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

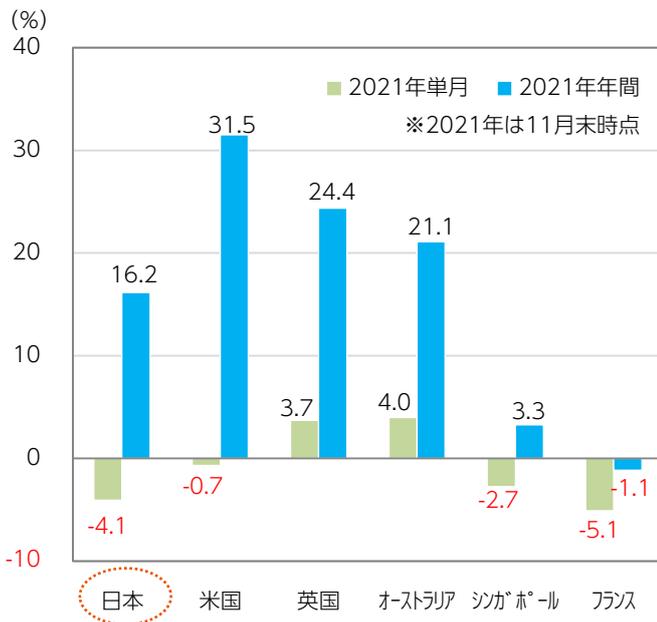
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は11月も8ヵ月連続で買入れを見送りました。1～11月累計の買入れ額は60億円となりました。ETF（上場投資信託）については2ヵ月ぶりに買入れを見送りました。
- 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。

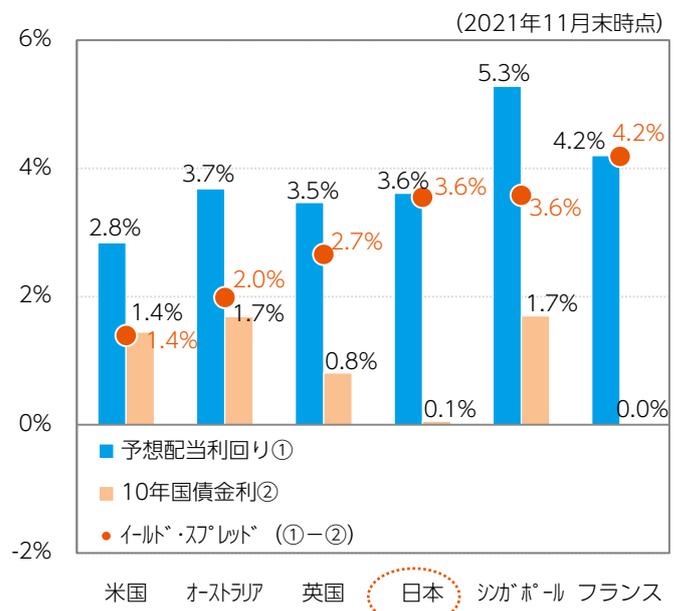
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 11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。上昇率トップはオーストラリアで、新型コロナウイルス感染の落ち着きや金利低下等が支援材料となりました。一方、下落率が最も大きかったのがフランスで、感染再拡大の兆しが出始めたことや大手商業施設REIT業績に対する懸念等が重荷となりました。フランスの年初来の騰落率は-1.1%と、トップの米国の同+31.5%に比べ、大きく劣後しています。コロナ禍の影響を受けやすいとされる商業施設REITの構成比の違い等が影響しているものと思われます。
- 11月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国中3番目の大きさとなっています。
- 11月末の東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は、10月末とほぼ同水準となりました。

【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

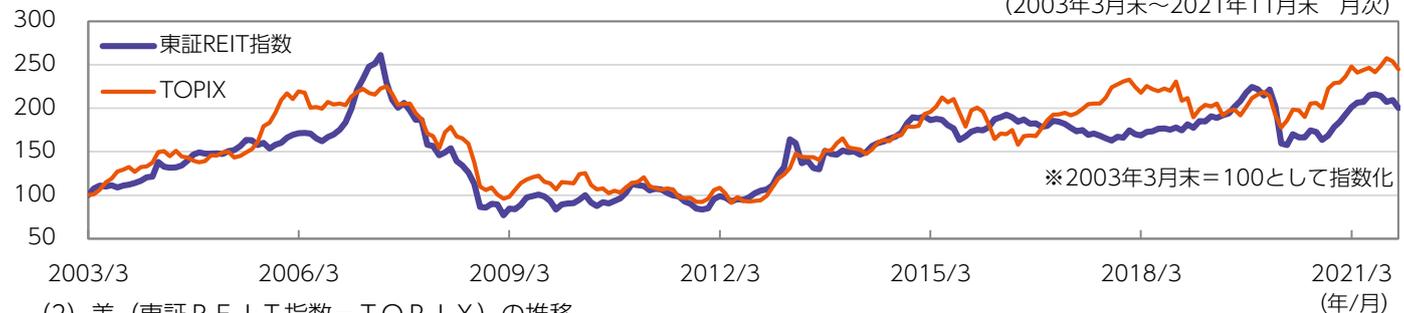


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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11月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

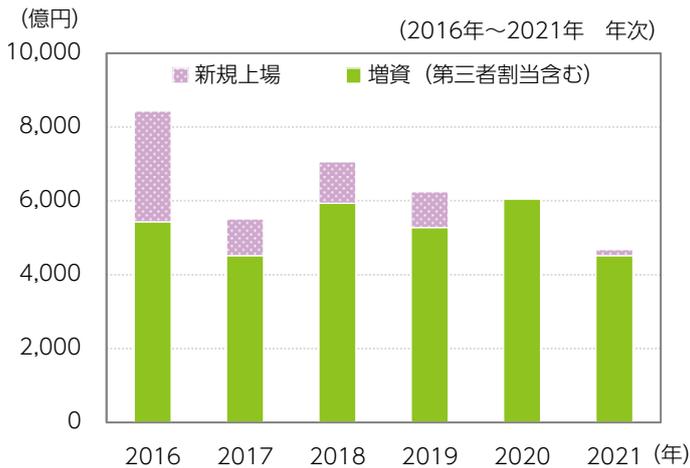


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

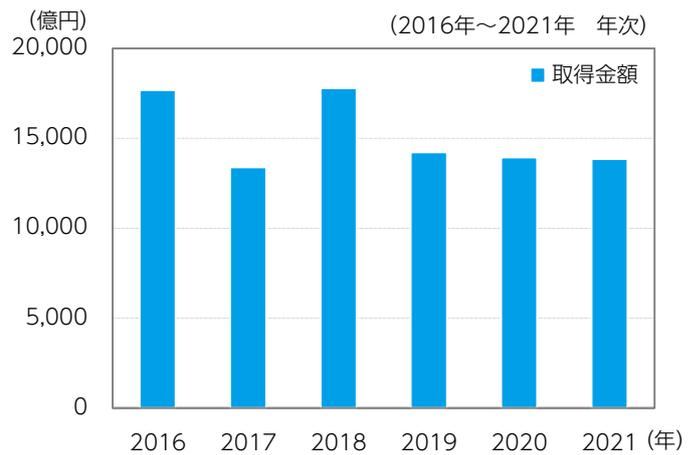
- 11月は3件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は計555億円でした。新規上場や第三者割当増資を含む1～11月の合計額は4,684億円と、前年同期より21.3%減少しています。
- 11月の物件取得額（受渡しベース）は969億円となりました。用途別では、オフィスが79%、ヘルスケア（サービス付き高齢者向け住宅）が9%、商業施設が7%等となっています。1～11月累計では1兆3,877億円と、前年同期より16.1%増加しています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2021年は11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）

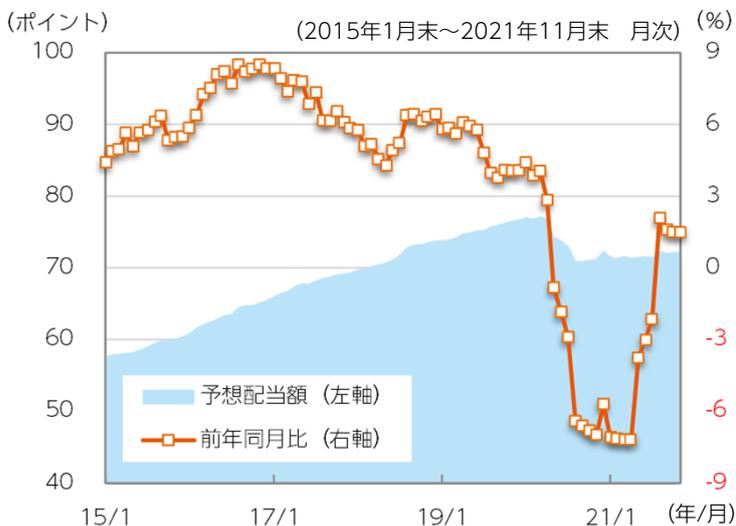


(※) 2021年は11月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

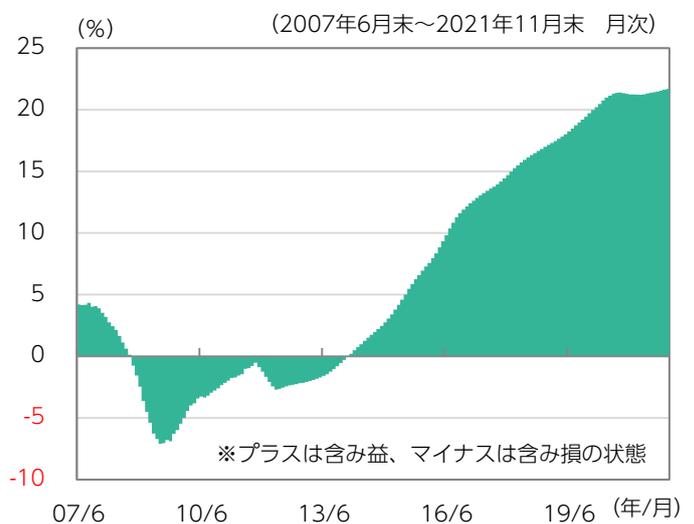
- 11月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比1.5%増となりました。前年同月を上回るのは4ヵ月連続です。J-REIT業績の底打ち感が強まりつつあるようです。
- 11月末（2021年9月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆3,598億円で、ともに過去（東証REIT指数算出開始以来）最大となりました。コロナ禍にも拘わらず、J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）上昇が続いています。

【図表14】 J-REITの予想配当額推移



(※) 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

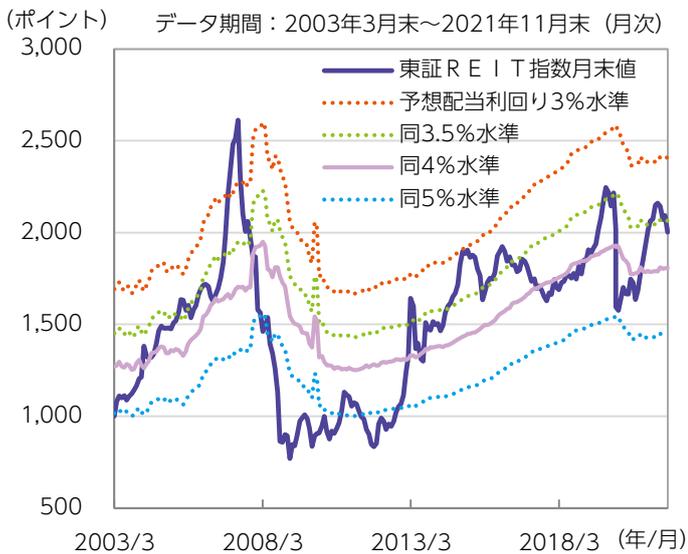


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

- 11月末の東証REIT指数は2,002.58ポイントと、3.5%水準である2,066ポイントを下回りました。3.5%水準を下回るのは7ヵ月ぶりです。
- 11月末のNAV倍率は1.09倍と10月末の1.14倍から低下しました。過去平均（2003年3月末～2021年11月末）の1.16倍を3ヵ月連続で下回りました。

【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

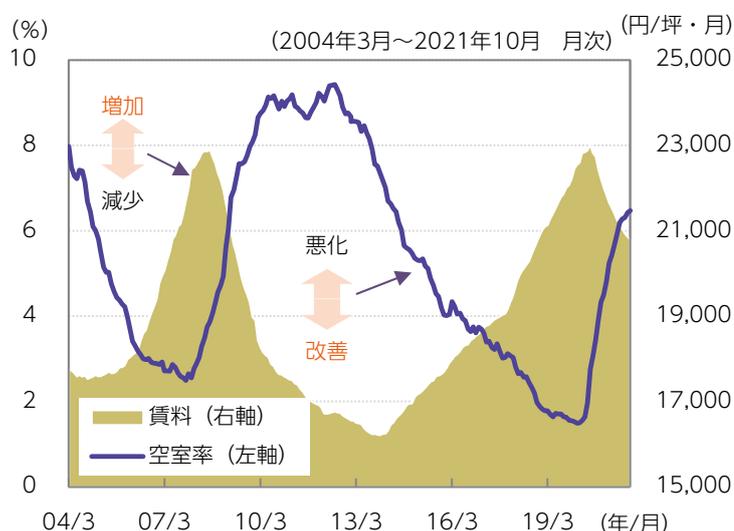


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

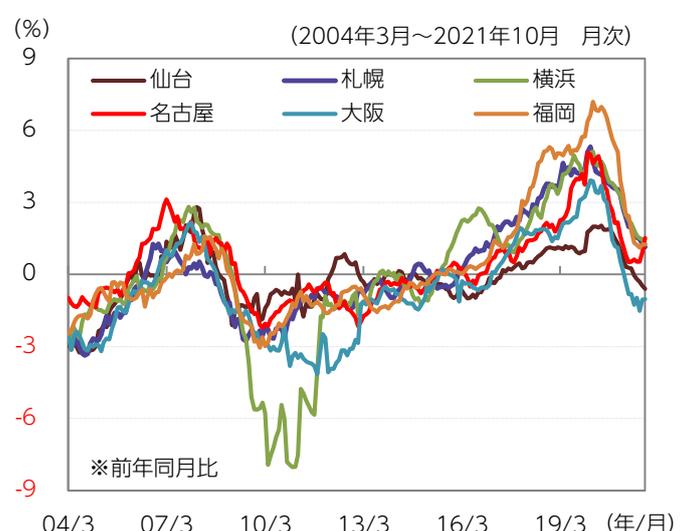
- 10月の都心5区のオフィス空室率は6.47%と前月比0.04%上昇し、2014年5月の6.52%以来の高水準となりました。空室率の前月比での上昇幅は、2020年10月の0.50%をピークに縮小傾向となっています。10月の坪当たり月額賃料は20,804円で、2018年11月の20,743円以来の低水準となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは約10%減少しています。
- 10月のオフィス賃料の主要地方都市別では、大阪が前年同月比1.03%減と8ヵ月連続、仙台が同0.60%減と5ヵ月連続で減少しました。一方、名古屋は同1.51%増と回復傾向を強めつつあります。

【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。

<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/>