

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年11月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2020年10月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、欧米での新型コロナウイルス感染の再拡大等による投資家心理の悪化、最大手オフィスREITの大型公募増資による需給悪化懸念等が嫌気されて下落し、前月末比-5.29%の1,635.35ポイントで引けました。月末値としては2020年4月末の1,576.43ポイント以来の低水準となりました【図表1】。セクター別では、オフィスが同-7.28%、住宅が同-3.35%、商業・物流等が同-3.85%と、オフィスの下落率が最も大きくなりました。J-REIT市場最大額となる公募増資を発表・実施した最大手オフィスREITが月間で10%を超える下落となったことが影響しました。

【市場規模・売買代金】

- 時価総額は13.11兆円と、前月末比5,443億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は552億円で、前月比9.0%減少しました【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4.35%、10年国債金利はプラス0.042%、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4.31% (前月末より0.22%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)

- ・ 10月1日：外食需要喚起策「Go To イート」スタート。「Go To トラベル」の対象に東京発着の旅行追加。
- ・ 9日：物件取得を目的に、最大手オフィスREITがJ-REIT市場最大の公募増資を発表。
- ・ 27日：外資系大手不動産ファンドのベントール・グリーンオークが、日本の不動産に今後2~3年で最大1兆円を投じる計画を発表。

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 2020年11月のJ-REIT (東証REIT指数) は、以下を支援材料として反発に転じ、新型コロナウイルス感染拡大後の戻り高値である6月10日の1,761ポイントに迫る動きになるものと見ています。尚、欧米に比べて落ち着いている新型コロナウイルスの感染が拡大傾向となる場合や、11月3日の米大統領選挙結果を巡り米政局の先行き不透明感が強まる場合等には、1,600ポイントを下回ることも想定されます。

① コロナ禍による業績下方修正ピークアウトの兆し

- ・ J-REITの10月の予想配当額は前年同月比では依然マイナスが続いているものの【図表14】、前月末比では、ホテルREIT等の業績上方修正により、2ヵ月連続で前月末を上回っています。コロナ禍による業績の下方修正が一旦ピークを越えたとの見方が強まるものと思われます。

② 欧米のREITからJ-REITへの資金流入期待

- ・ 欧米で新型コロナウイルスの感染が再拡大しているのに対し、日本は比較的落ち着いて推移しています。グローバルにREITを運用する投資家が、経済活動の停滞懸念が高まりつつある欧米のREITを避け、J-REITに資金を振り向けることも考えられます。

③ 追加経済対策 (第3次補正予算) に対する期待

- ・ 政府は2020年度第3次補正予算を編成し、2021年1月末が終了の目安とされている国内旅行の支援策「Go To トラベル」の期限延長を含む追加経済対策をまとめる見通しです。与党内では第3次補正で10~15兆円の規模を求める声が出ているようです。追加対策策定の動きは、特にホテルや商業施設REITの支援材料となりそうです。

④ オフィス空室率上昇ペースの鈍化観測

- ・ 都心5区オフィス空室率上昇【図表18】の背景には、テレワークの拡大の他、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。しかし、その大量供給も9月末でほぼ一巡しました。新型コロナウイルス感染の落ち着きで、テレワーク拡大の動きも一服しつつあるようです。空室率の上昇スピードが今後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。

⑤ 株式市場での出遅れ株物色の波及期待

- ・ 株式市場では高値警戒感が強いとされるIT (情報技術) 等のグロース株 (成長株) から、出遅れ感が強いとされる金融や不動産等のバリュー株 (割安株) に運用資金の一部をシフトさせる動きが強まりつつあるようです。その流れがJ-REITにも波及することが考えられます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

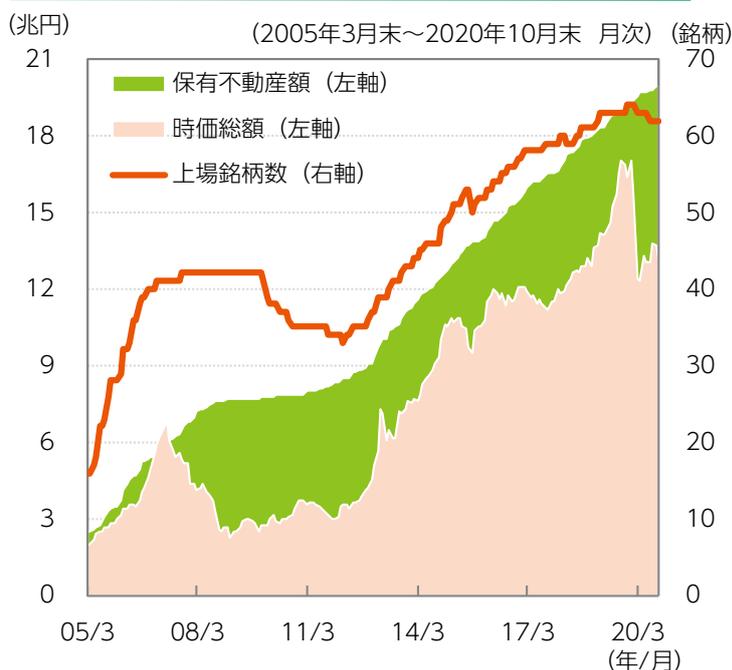
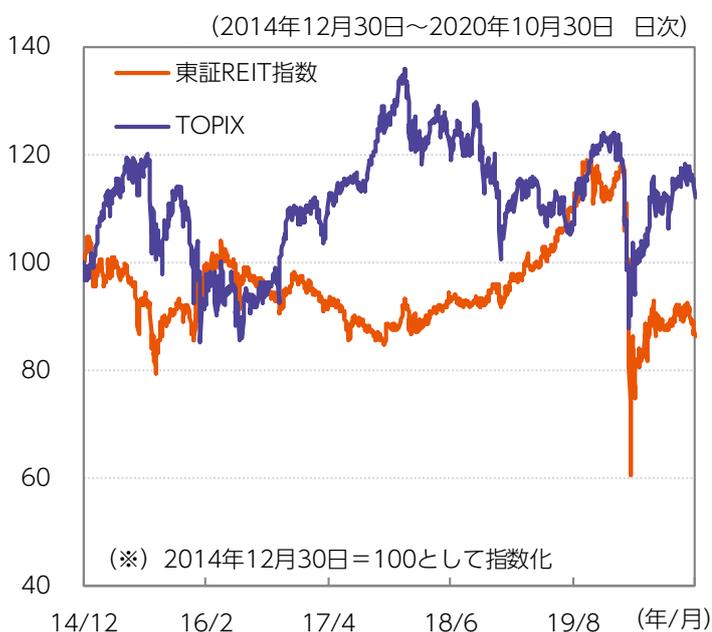
(2020年10月30日時点)

(%)

| | | 2020年 | | (参考) |
|------|----------|-------|--------|-------|
| | | 当月 | 年初来 | 2019年 |
| 配当除き | 東証REIT指数 | -5.29 | -23.78 | 20.94 |
| | TOPIX | -2.84 | -8.25 | 15.21 |
| | 差 | -2.45 | -15.53 | 5.73 |
| 配当込み | 東証REIT指数 | -5.04 | -21.08 | 25.58 |
| | TOPIX | -2.84 | -6.16 | 18.12 |
| | 差 | -2.21 | -14.92 | 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



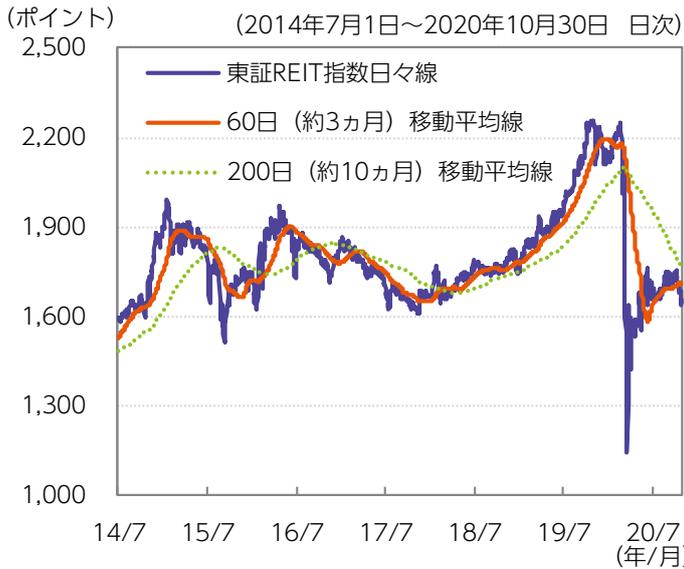
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【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 (除く日銀) |
|-------|-------|--------|--------|------|--------|-------|--------------|
| 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 | -28 | -505 | 693 | -84 | -226 | 298 | -1,460 |

※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 |

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

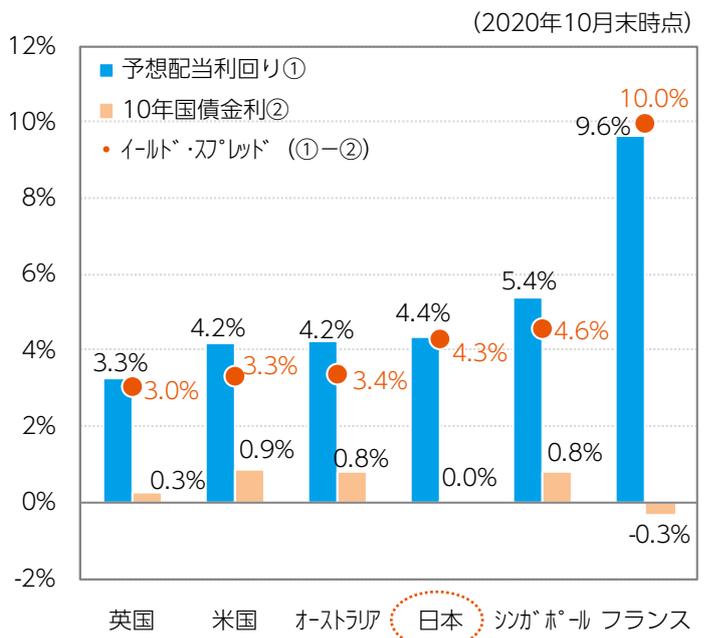
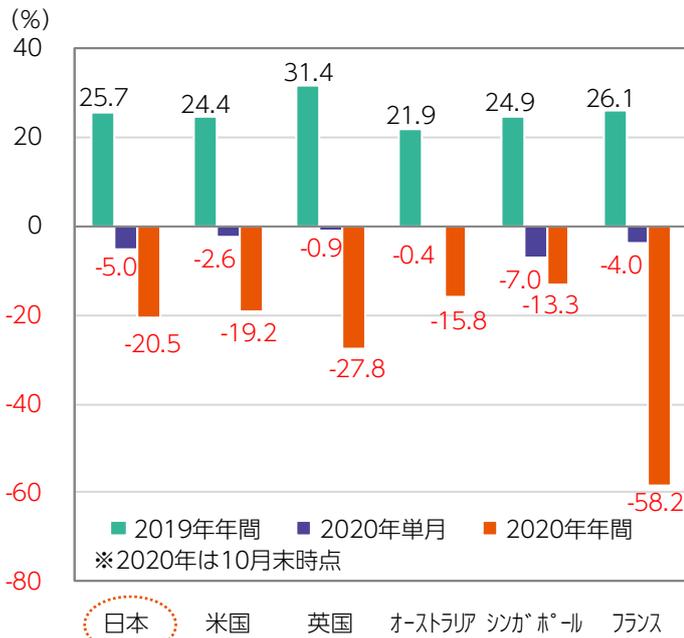
- 2020年10月の買入れ額は72億円、1回当たり12億円でした。市場が下落基調となったことから、買入れ額は2020年7月の105億円以来の高水準となりました。
- 日銀は2020年3月16日に前倒しで開いた金融政策決定会合で、J-REITの買入れ枠を900億円から1,800億円に拡大しました。1～10月の累計買入れ額は1,027億円、残りの買入れ枠は773億円(月平均約387億円)となっています。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2020年10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シンガポールで、2020年7～9月期の商業施設賃料が前期比4.5%低下と、下落率が4～6月期を上回ったこと等が嫌気されました。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60%近くに達しています【図表9】。
- 2020年10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。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10月末のJ-REITのTOPIXに対する下方乖離幅は3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

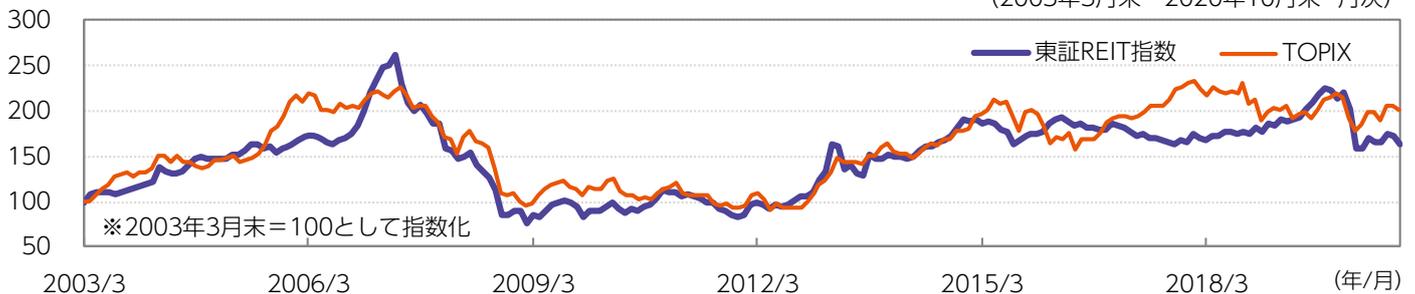


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2020年10月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

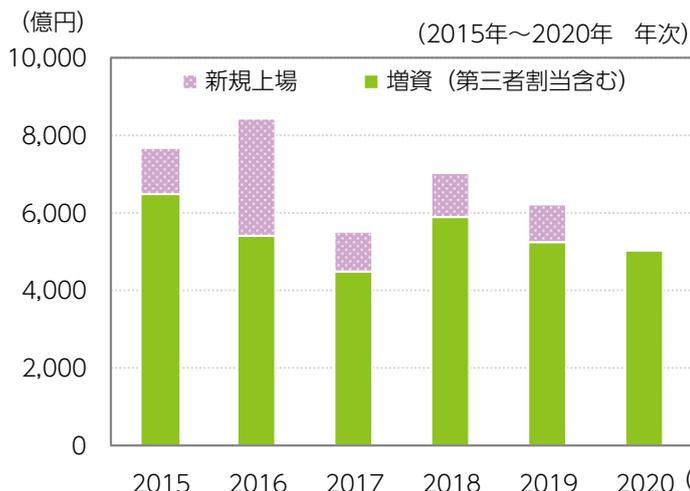


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

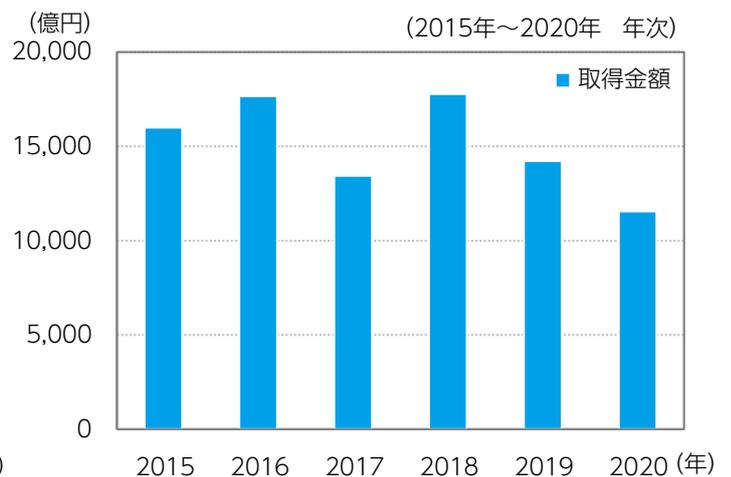
- 2020年10月は1件の公募増資（資金調達額は1,268億円）がありました。新規上場と増資（第三者割当含む）を合わせた資金調達額は1～10月合計で5,055億円と、前年同期とほぼ同水準となっています。
- 2020年10月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比162%増の1,683億円でした。1～10月合計では1兆1,499億円と前年同期比8%減少しています。10月取得額の内訳は、物流施設：47%、オフィス：33%、底地：10%等となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2020年は10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）

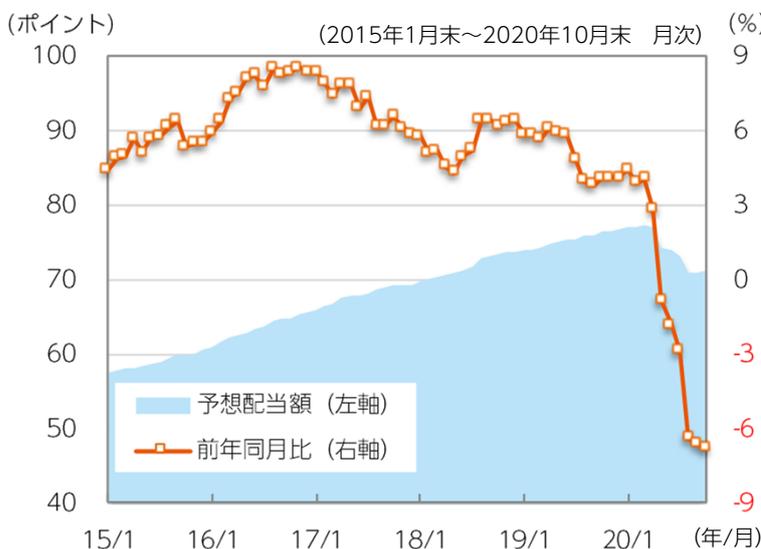


(※) 2020年は10月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

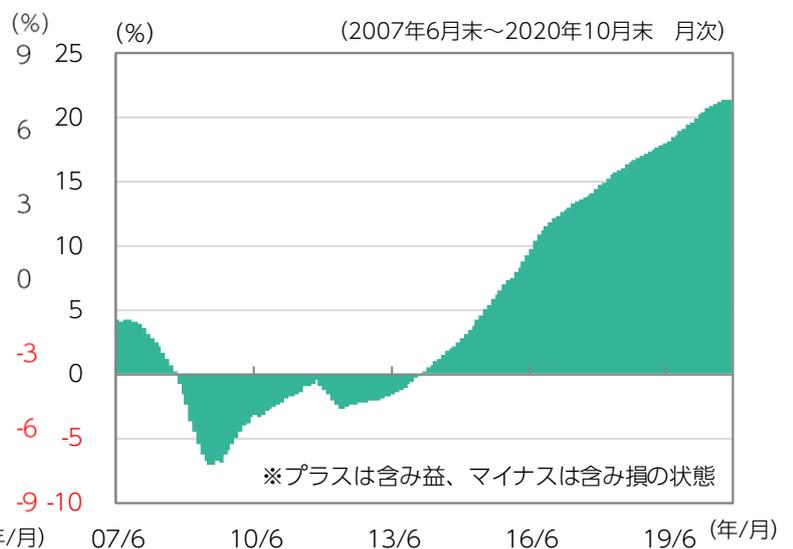
- 2020年10月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前月末比0.2%増、前年同月末比6.8%減となっています。前月末比では2ヵ月連続増加、前年同月末比では6ヵ月連続減少しています。
- 2020年10月末（2020年7月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.4%、また含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は過去最高の3兆9,863億円となりました。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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

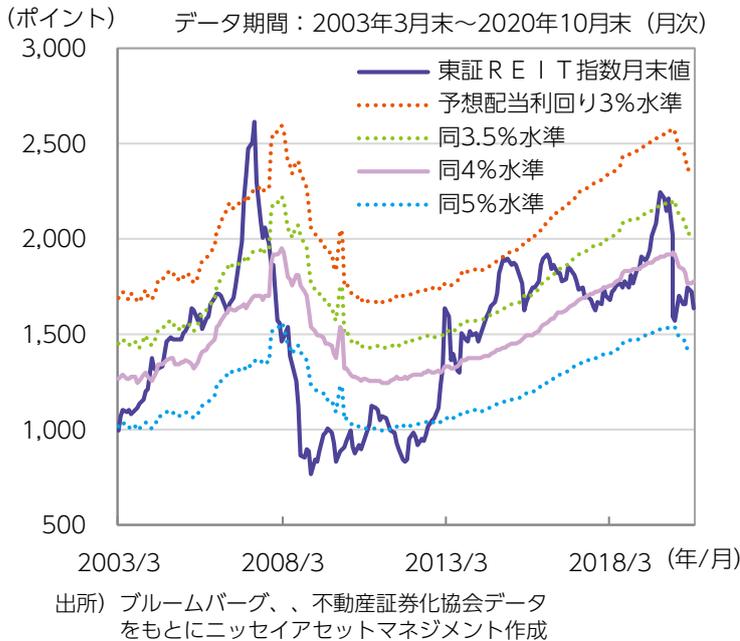


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)÷帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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、足元はほぼ横ばい推移となっています。10月末時点での予想配当利回り4%水準の東証REIT指数は1,778ポイント、5%水準は1,423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10月末のNAV倍率は0.95倍と、解散価値水準とされる1.0倍を下回っています。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



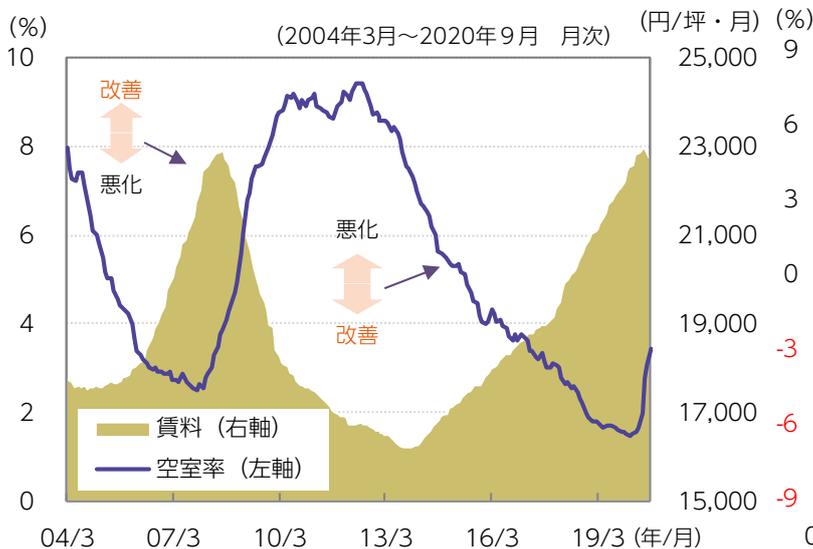
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



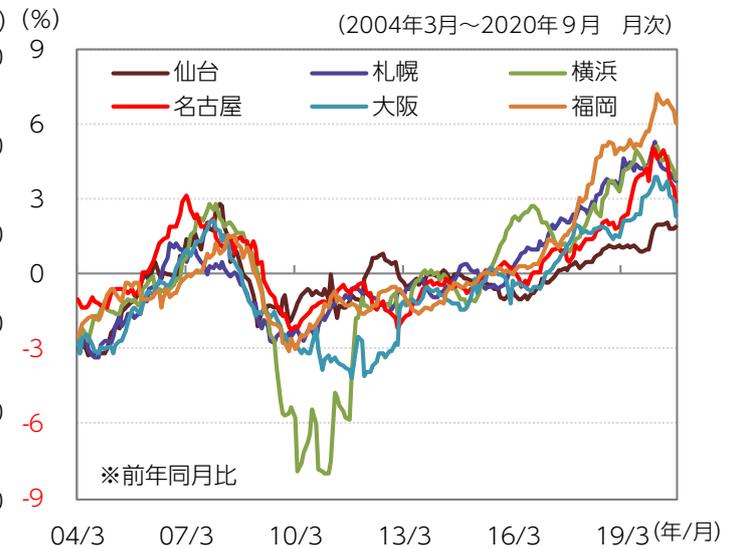
(8) 不動産市況

- 2020年9月の都心5区のオフィス空室率は3.43%と、8月より0.36%上昇し、2017年3月の3.60%以来の高水準となりました。9月の坪当たり月額賃料は22,733円で、8月より0.4%減少しました。前年同月比では4.0%増で、増加は77ヵ月連続となっています。
- 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



【図表19】 主要地方都市オフィス賃料推移



(※) 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

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/>