

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年6月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2020年5月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う緊急事態宣言が段階的に解除されたことで経済活動再開への期待が高まり、前月末比+7.90%の1,701.03ポイントで引けました。月間の上昇率は、2020年東京五輪・パラリンピック開催が決定し、同+16.19%となった2013年9月以来の大きさとなりました【図表1】。セクター別では、オフィスが同+8.49%、住宅が同+3.48%、商業・物流等が同+8.86%と、住宅に比べて景気変動の影響を受けやすいとされるオフィスや商業・物流等が8%を超える上昇となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 銘柄数は4月末と同じ63銘柄、また時価総額は13.3兆円と、4月末より9,651億円増加しました【図表3】。1日当たり売買代金は743億円と、2020年3月の1,239億円に次ぐ史上2番目の高水準となりました【図表7】。市場の急落で資金調達環境が悪化していることから、5月も公募増資の発表はありませんでした【図表12】。

【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4.37% (前月末: 4.88%)、10年国債金利はプラス0.005% (前月末: マイナス0.030%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は4.37% (前月末: 4.91%) となっています【図表4、5】。

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

➢ 2020年6月のJ-REIT (東証REIT指数) は、①政府の家賃支援給付金創設等の経済対策、②非常事態宣言解除による経済活動の再開、③日銀の金融緩和策を受けた低金利の持続観測、④イールド・スプレッド水準等から見た割安感等を支援材料に、回復傾向を続けるものと思われます。2020年4月末時点でJ-REITが保有する物件 (取得価格ベース) の内、商業施設が約17%、ホテルが約8%を占めています。商業施設やホテルの営業活動再開の動きが広がれば、J-REITの保有物件に入居する小売りテナント等からの賃料減額や減免要求が減る可能性もあり、東証REIT指数が回復ペースを速めることも考えられます。一方、感染の第二波等が発生したとの見方が広がる場合や、反体制活動を禁じる「香港国家安全法」の制定方針を中国が採決したこと等を巡る米中貿易摩擦の再燃観測等で投資家がリスク回避姿勢を強める場合には、再び調整局面入りすることも考えられます。

- ① 政府は5月27日の臨時閣議で、事業規模約117兆円の第二次補正予算案を閣議決定しました。その中には売上高が急減した飲食店等の家賃支援に最大で月100万円 (6ヵ月合計で600万円) を支給する家賃支援給付金の創設が盛り込まれています。政府は6月17日までの今国会での成立を目指しているようですが、家賃支援給付金の支給が開始されれば、テナントの倒産や退去リスクが後退するものと思われます。
- ② 政府は5月25日、新型コロナウイルス感染拡大防止のための緊急事態宣言を全国レベルで解除しました。また、東京都は6月1日、新型コロナウイルス対応に伴う休業要請の解除行程を3段階で示した「ロードマップ」について、スポーツジムや商業施設への営業要請が緩和される「ステップ2」に移行しました。テナントの営業活動再開の動きが続けば、J-REITの業績悪化懸念が後退するものと思われます。
- ③ 日銀は4月27日、80兆円を目途としていた国債の購入額を無制限とすることを決定しました。量的緩和策の拡充は、経済対策の資金調達のために国債が増発され、金利が上昇するとの懸念を後退させる可能性があります。低金利の持続観測が高まれば、J-REITの予想配当利回りの相対的な高さに着目した買いが活発化することも考えられます。
- ④ 2020年5月末のイールド・スプレッドは4.37%と、一時より縮小してはいるものの、それでも約8年ぶりの高水準となっています【図表4】。また、NAV倍率 (株価純資産倍率) は0.98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17】。5月の東証REIT指数は前月末比で約8%上昇しましたが、こうした指標は、足元の東証REIT指数が依然割安な状態にあることを示しているものと思われます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

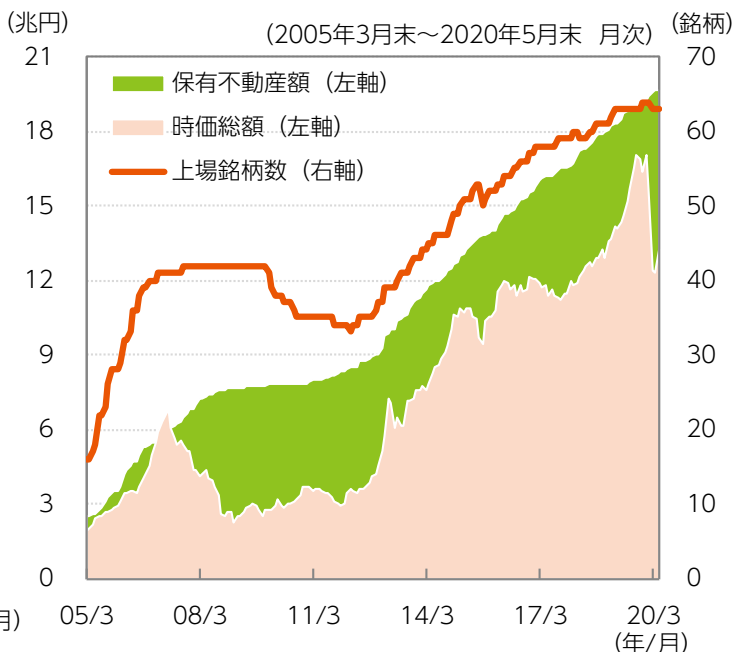
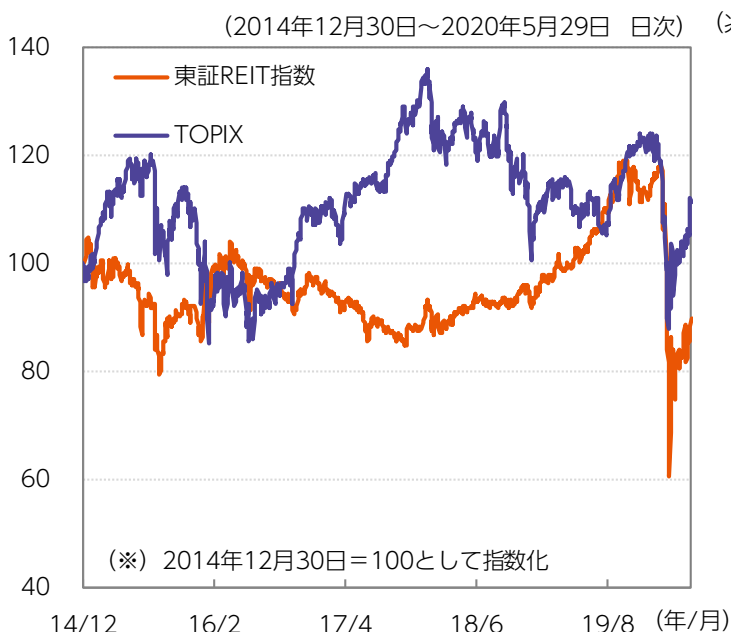
(2020年5月29日時点)

(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	7.90	-20.72	20.94
	TOPIX	6.81	-9.16	15.21
	差	1.10	-11.56	5.73
配当込み	東証REIT指数	8.24	-19.41	25.58
	TOPIX	6.82	-7.99	18.12
	差	1.43	-11.42	7.46

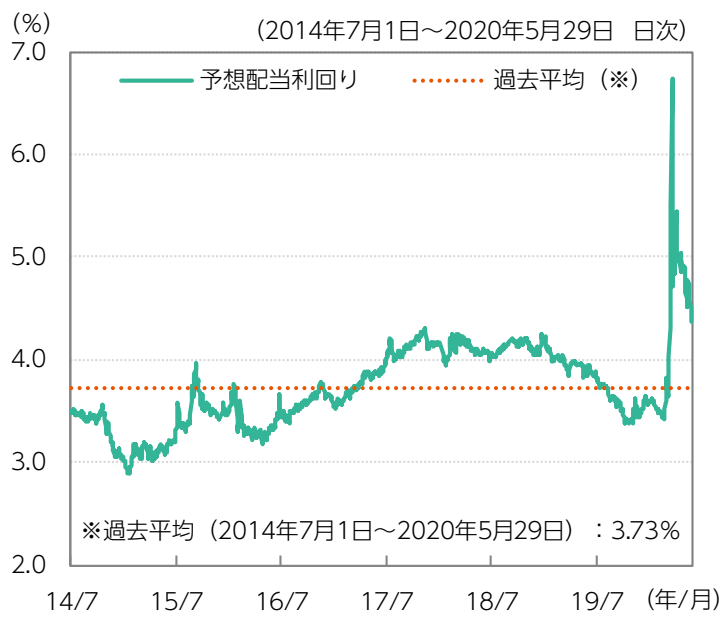
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



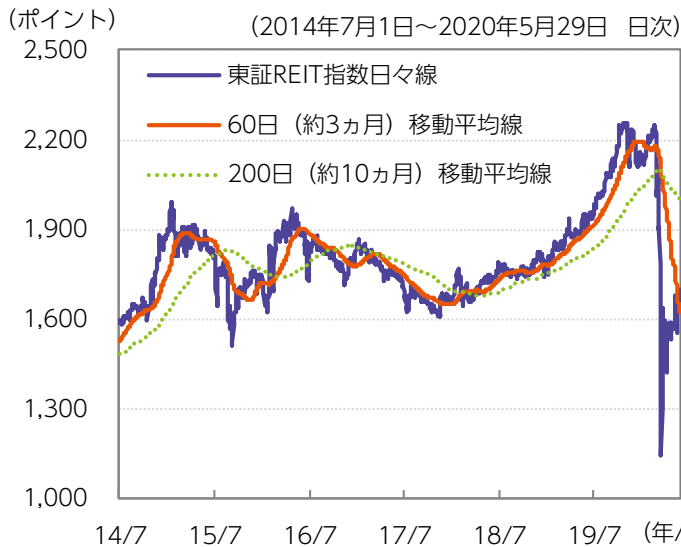
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

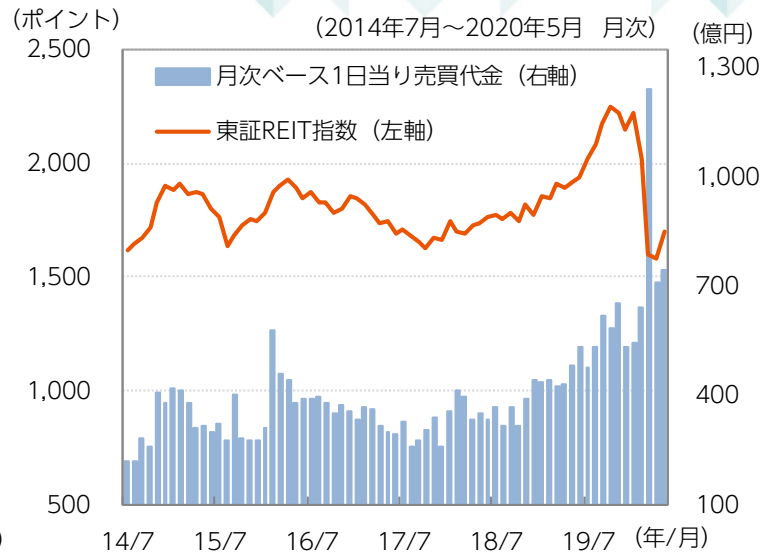


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	7	-434	-82	-50	200	264	-1,009

※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

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

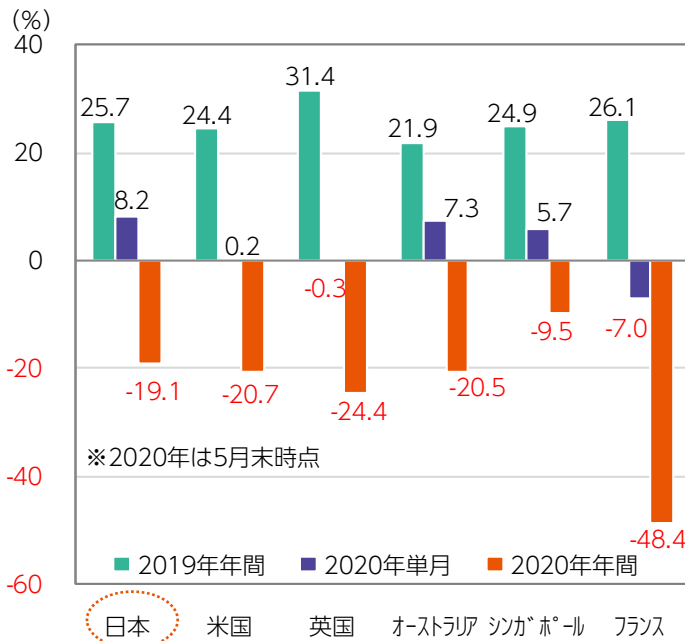
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- J-REITが回復基調で推移したことから、2020年5月の買入れ額は95億円と、2020年4月の200億円の半分以下となりました。また、1回あたりの平均買入れ額は16億円と、4月の20億円から減少しました。
- 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。1～5月の累計買入れ額は670億円、残りの買入れ枠は1,130億円(月平均161億円)となっています。

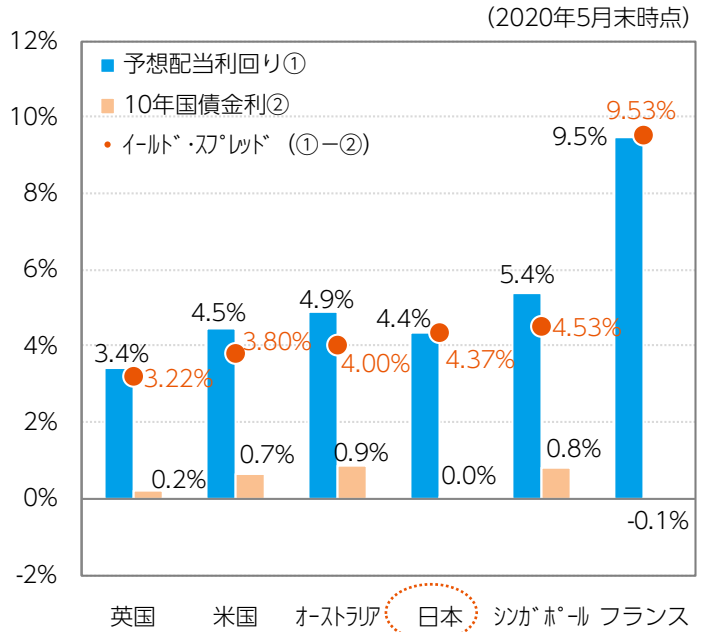
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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、高安まちまちとなりました。4月に前月末比で唯一下落していた日本（J-REIT）が上昇率トップとなりました。一方、下落率が最も大きかったのがフランスで、商業施設REITの業績悪化懸念が重荷となりました。1～5月累計では主要6カ国すべてがマイナスのパフォーマンスとなっています。下落率が一番大きいのがフランスで、その率は50%近くに達しています【図表9】。
- 2020年5月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、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5月末のJ-REITのTOPIXに対する下方乖離幅は、約1年半ぶりの大きさとなっています。TOPIXに比べ、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

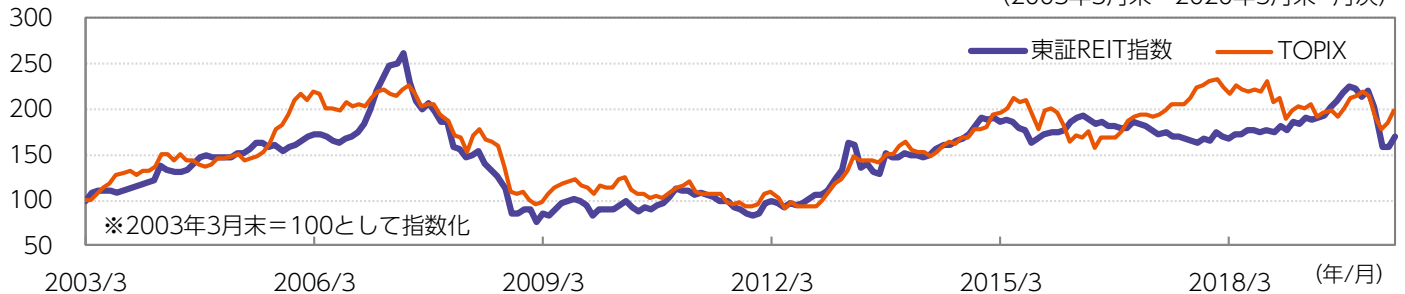


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

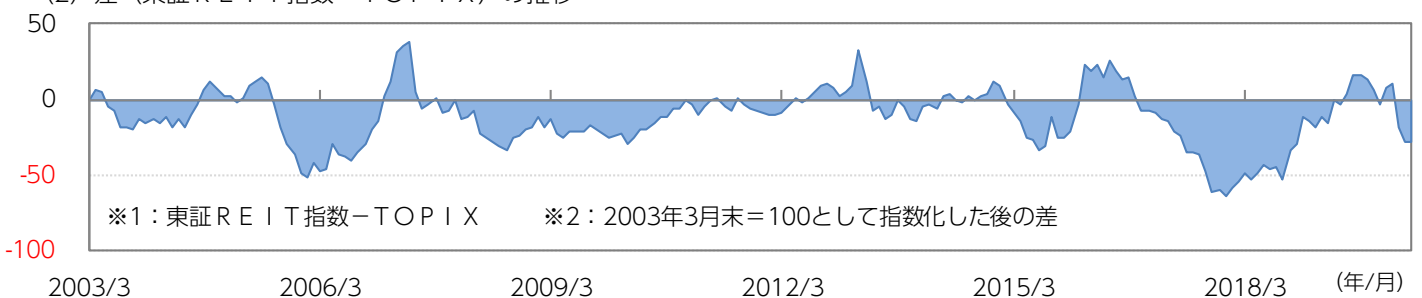
【図表11】 株式市場との比較

(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

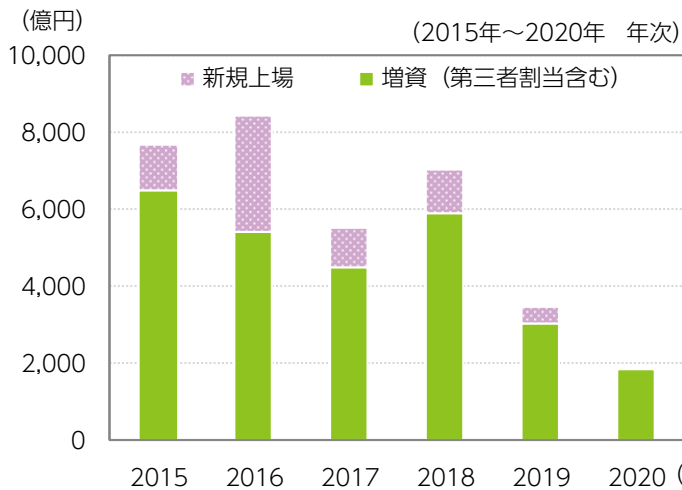


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

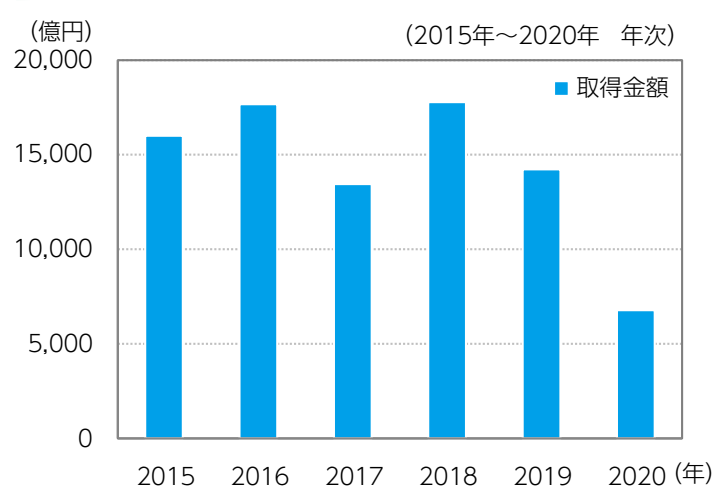
- 2020年5月も新規上場、公募増資（公募増資は発表日ベース）ともありませんでした。新規上場と公募増資を合わせた資金調達額は1～5月合計で1,833億円と、前年同期比39%減少しています。
- 2020年5月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比7%減の171億円でした。1～5月合計では6,743億円と前年同期比2.2%増加しています。2020年5月取得額の内訳は、オフィスが82%、住宅が18%となっています。

【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）

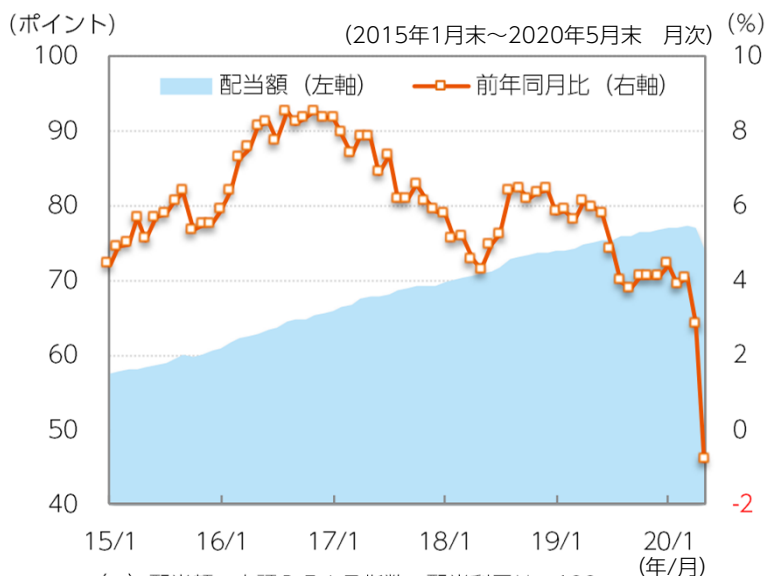


(※) 2020年は5月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

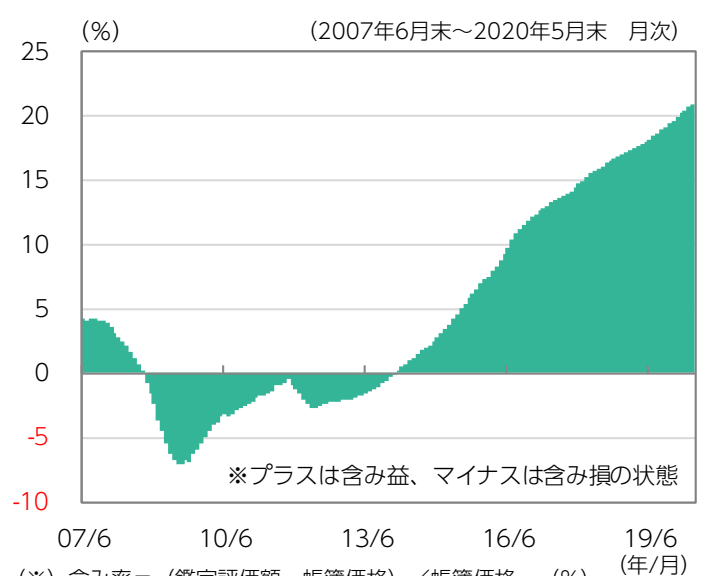
- 2020年5月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前月末比3.4%減、前年同月末比0.8%減となりました。新型コロナウイルスの感染拡大を受け、ホテル系REITが業績見通しを下方修正したこと等が影響しています。前年同月末を下回るのは欧州債務危機等で市場が混乱した2011年7月末以来です。
- 2020年5月末（2020年3月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,217億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われる。

【図表14】 J-REITの配当額推移



(※) 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

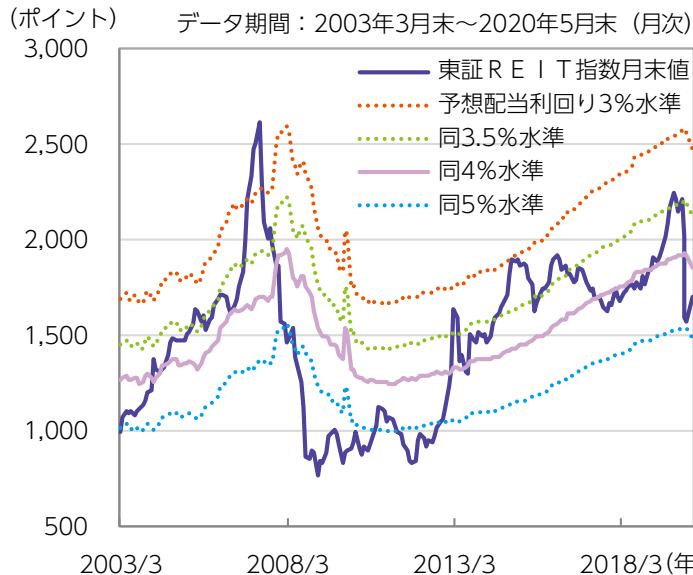


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

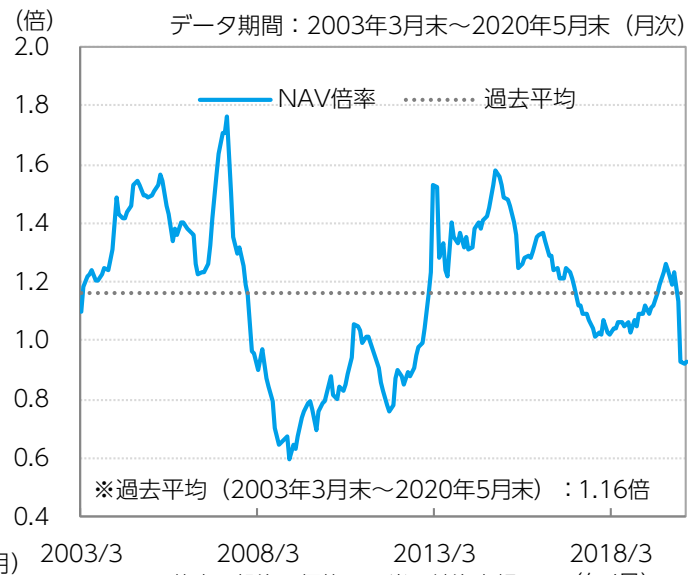
- 2020年4月末に予想配当利回り5.0%水準近くまで下落した東証REIT指数ですが、5月は反発しました。なお、過去に東証REIT指数（月末値）が予想配当利回り5.0%水準を下回っていた時期は、リーマン・ショック及びその後遺症が残る2008～12年頃です。
- 2020年5月末のNAV倍率は0.98倍と、解散価値水準とされる1.0倍を下回っています。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



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

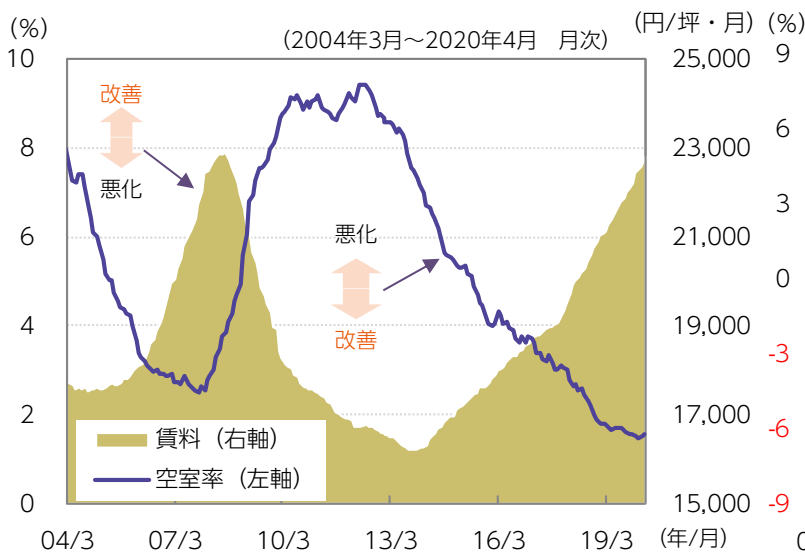


※NAV倍率=投資口価格/1口当たり純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

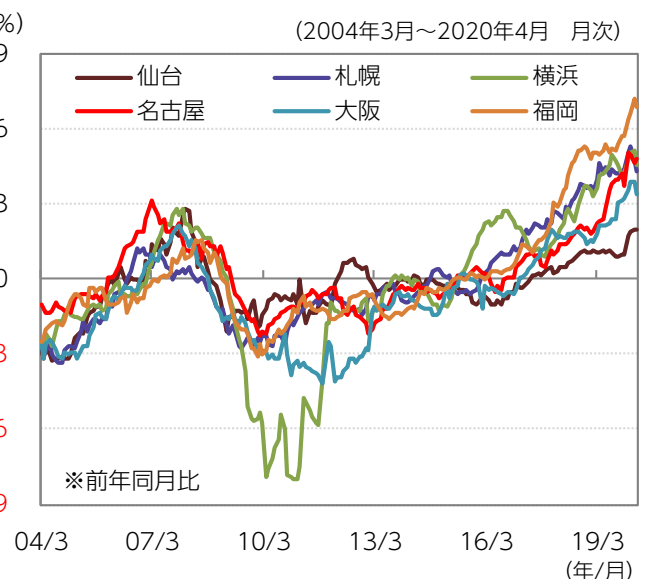
- 2020年4月の都心5区のオフィス空室率は1.56%と、3月より0.06%上昇しました。新型コロナウイルス感染拡大の影響が懸念されましたが、上昇幅は比較的小幅に留まりました。4月の坪当たり月額賃料は前年同月比+7.2%の22,820円となり、2008年8月（22,901円）以来の水準を回復しました。
- 主要地方都市のオフィス賃料も前年同月を上回って推移しています。2020年4月時点では福岡の賃料増加率が最も大きくなっています。賃貸需要に対して新規供給が少ないこと等が要因と見られています。

【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。

<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/>