

## J-REITレポート

**J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年5月号)**
**(1) J-REIT市場の前月の動向**
**【指数の動き】**

- 2020年4月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、新型コロナウイルス緊急事態宣言の発令を受けたオフィス市況の悪化懸念等を背景に前月末比1.18%下落し、月末値としては2014年5月以来、約6年ぶりの低水準で引けました。【図表1】。セクター別パフォーマンスは、オフィスが前月末比-6.75%、住宅が+2.67%、商業・物流等が+4.70%と、商業施設やホテルが含まれる商業・物流等が買い戻される一方、在宅勤務の普及による市況悪化懸念等が嫌気され、オフィスが続落しました。

**【市場規模・売買代金等】**

- 銘柄数は63銘柄で3月末と同じ、また時価総額は12.3兆円と3月末とほぼ同水準でした【図表3】。1日当り売買代金は710億円で、2020年3月の1,239億円からは減少したものの、史上2番目の高水準となりました【図表7】。3月に続き、4月も公募増資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4.88% (前月末: 4.84%)、10年国債金利はマイナス0.030% (前月末: プラス0.022%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は4.91% (前月末: 4.82%) 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5月のJ-REIT (東証REIT指数) は、①主要国政府・中央銀行による経済対策や金融緩和策、②欧米等での経済活動再開の動き、③割安感や売られ過ぎ感等を支援材料に、戻り待ちの売りを消化しながら、緩やかに下値を切り上げる展開になるものと思われます。日本での感染者増加がピークを越え、緊急事態宣言が解除されるとの見通しや、比較的早い段階で有効な治療薬が開発されるとの見方が強まる場合等には、J-REITは回復ペースを速めるものと考えます。一方、経済活動再開後に感染が再び広がる、新型コロナウイルスの感染源を巡って米中関係が悪化し、貿易摩擦が再燃するとの懸念が高まる、足元は落ち着きを取り戻しつつある原油価格が供給過剰が意識されて再び急落する等のマイナス材料が重なる場合には、下値を探る展開になることも想定されます。
- ① トランプ米政権は新型コロナウイルス対策として既に過去最大規模となる3兆ドル弱の財政出動を決めています。更に1兆ドル規模の大型減税を検討しているようです。日本では事業規模約117兆円の2020年度補正予算が成立し、新型コロナウイルス感染症対策がこれから実行に移されます。FRB (米連邦準備制度理事会) は3月23日、米国債やMBS (住宅ローン担保証券) を必要なだけ買い取る無制限の量的緩和を行うことを決定しました。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しました。こうした主要国政府等の対策の効果が徐々に浸透し、投資家心理の改善をもたらすものと思われます。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。低金利が持続するとの見方が強まれば、J-REITの予想配当利回りの相対的な高さが改めて評価されるものと考えます。
  - ② 新型コロナウイルス感染者数の増加ペースが鈍化し始めていること等を背景に、中国や欧米で行動制限の緩和を進める動きが広がりつつあります。3月に習近平国家主席が新型コロナウイルスの終息宣言を行った中国では農村部から都市部への移動制限を緩和する等経済活動の正常化に向けた取り組みを進めています。米国では5月6日までに30州以上が経済活動を一部再開しました。ドイツは5月6日、国内の全商店の営業等を認める経済規制の緩和策を発表しました。経済活動再開に向けた動きは世界経済の底入れ・回復期待の高まり等を通じてJ-REITの支援材料になるものと見ています。
  - ③ 2020年4月末のイールド・スプレッドは2012年1月末 (5.03%) 以来の高水準【図表4】、NAV倍率 (株価純資産倍率) は2012年8月末 (0.91倍) 以来の低水準【図表17】と、何れもアベノミクススタート前の水準まで逆戻りしています。こうした指標は、足元の東証REIT指数が割安感や売られ過ぎ感の強い状態にあることを示しているものと思われます。

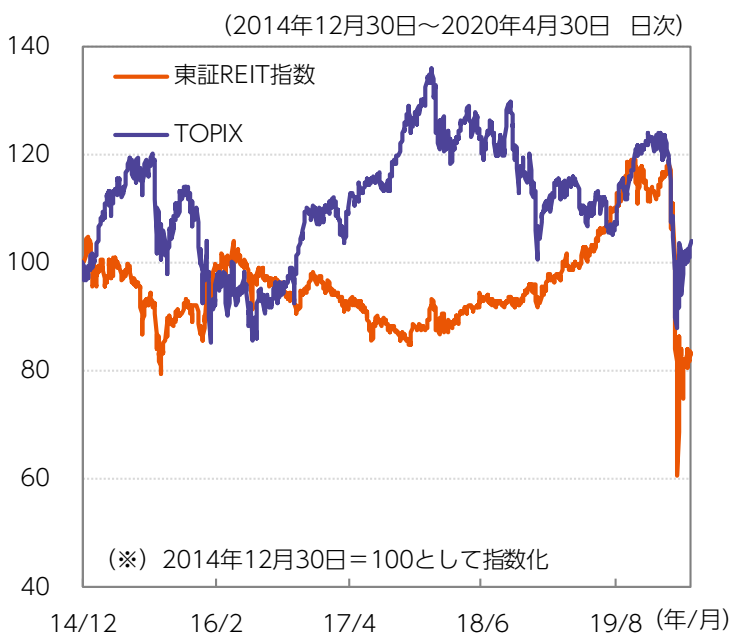
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年4月30日時点)

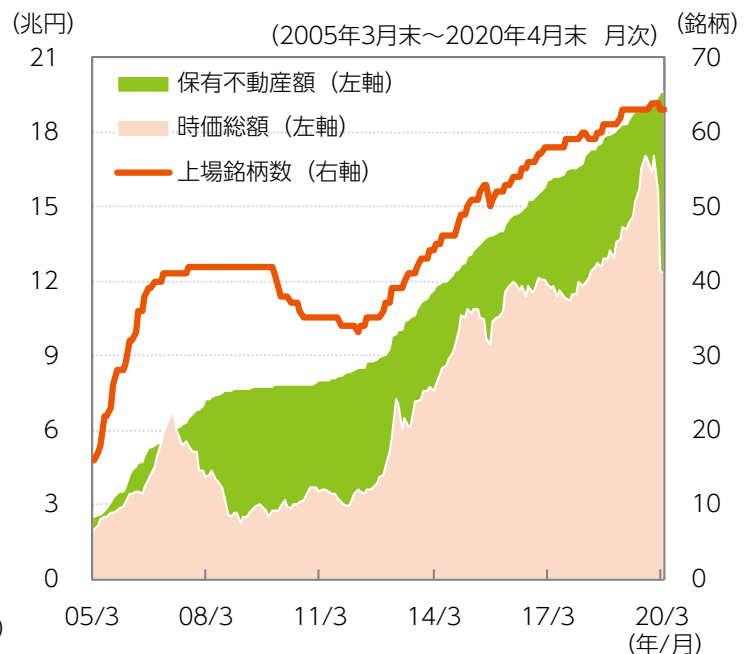
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	-1.18	-26.52	20.94
	TOPIX	4.35	-14.95	15.21
	差	-5.52	-11.57	5.73
配当込み	東証REIT指数	-0.91	-25.55	25.58
	TOPIX	4.35	-13.86	18.12
	差	-5.26	-11.69	7.46

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



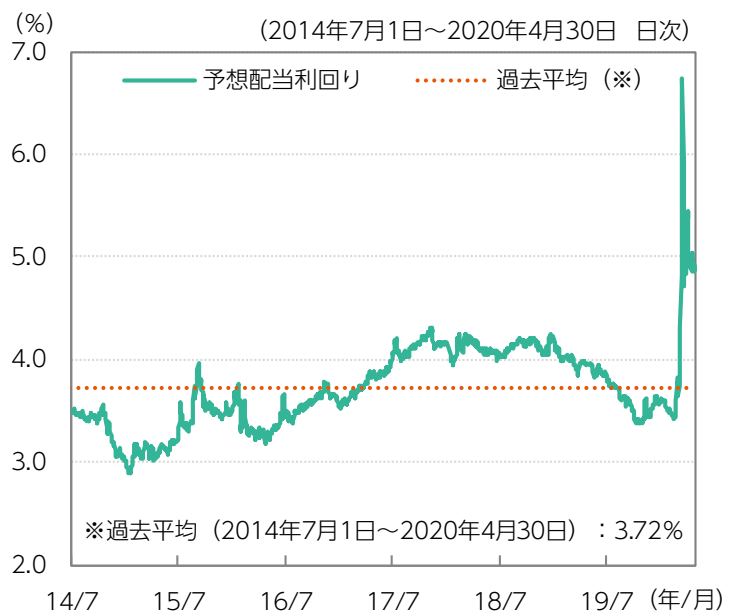
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【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

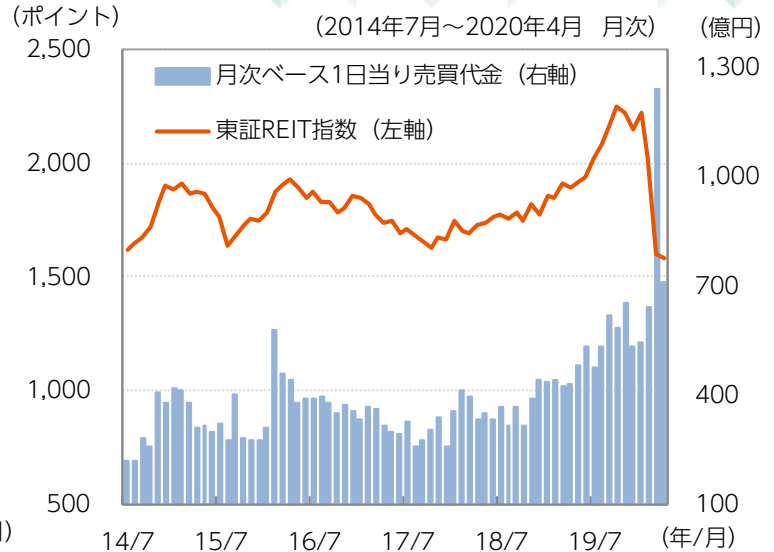


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	1	-613	-339	-111	42	438	-988

※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

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

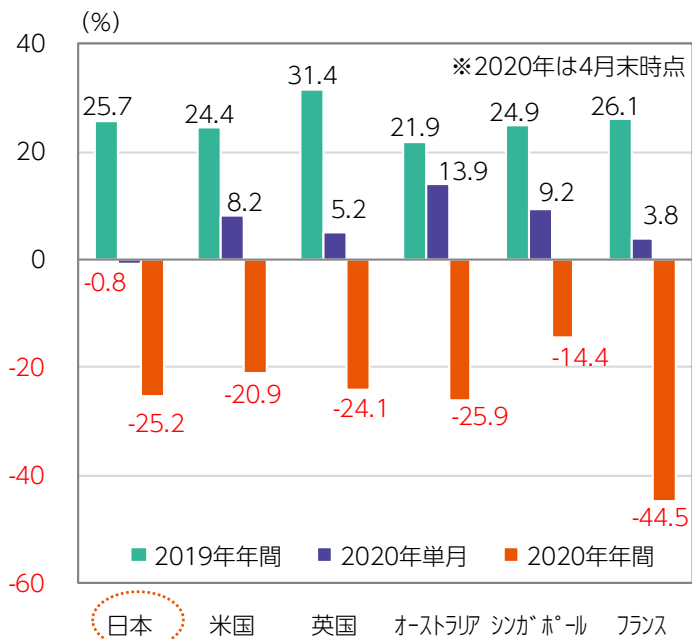
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 2020年4月の買入れ額は200億円と、2020年3月の315億円に次ぐ高水準でした。尚、市場の落ち着きもあり、1回あたりの買入れ額は20億円と、3月中旬以降の1日当りの買入れ額40億円から減少しています。
- 日銀は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。1～4月の累計買入れ額は575億円、残りの買入れ枠は1,225億円(月平均153億円)となっています。

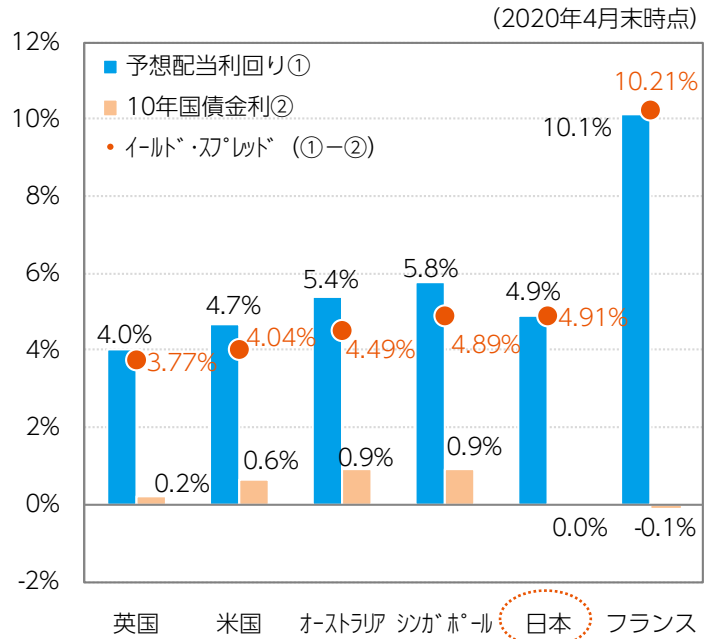
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2020年4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、日本（J-REIT）のみが前月末比下落しました。3月に同30%を超える下落率となったオーストラリアが上昇率トップとなっています。1～4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す【図表9】。
- 2020年4月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、フランスに次いで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4月はJ-REITが前月末比で続落したのに対して、TOPIXは反発しました。J-REITのTOPIXに対する下方乖離が拡大しました【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

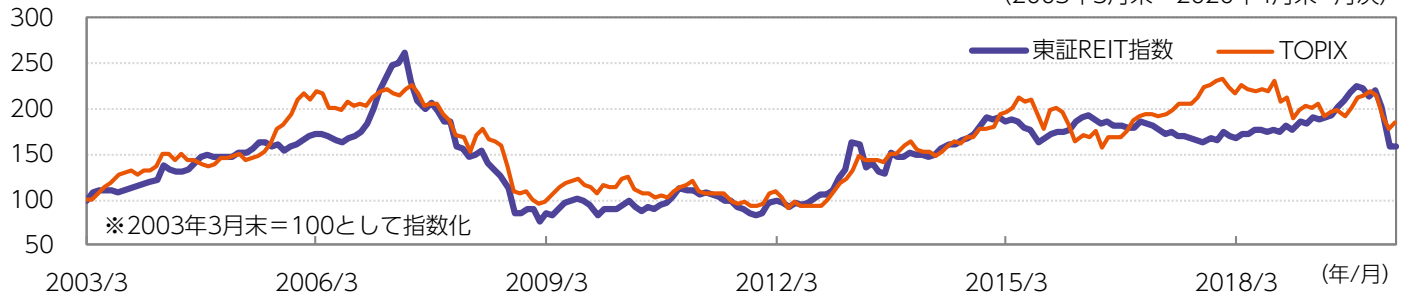


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所）図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

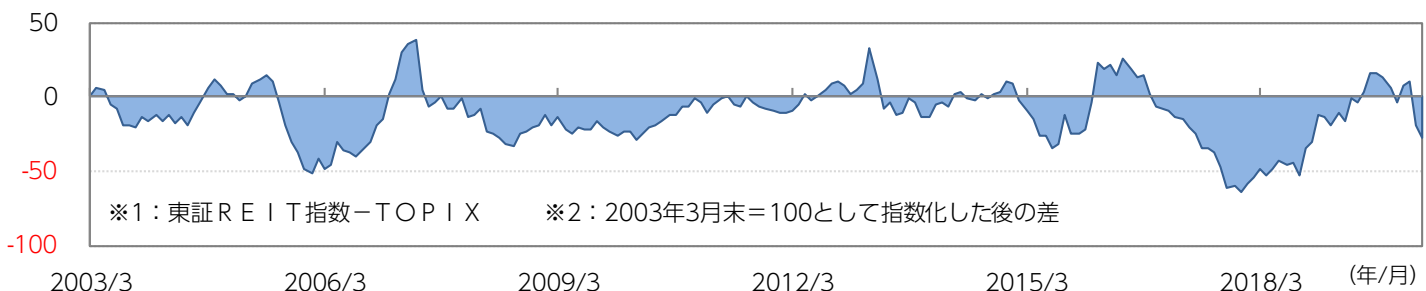
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2020年4月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

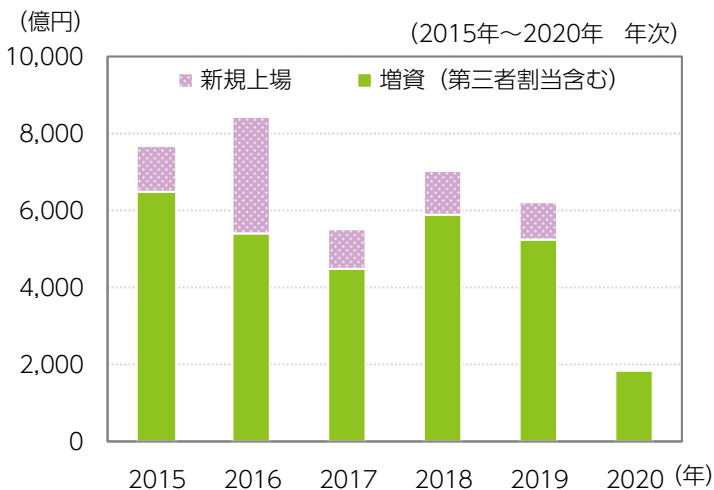


出所）ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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）

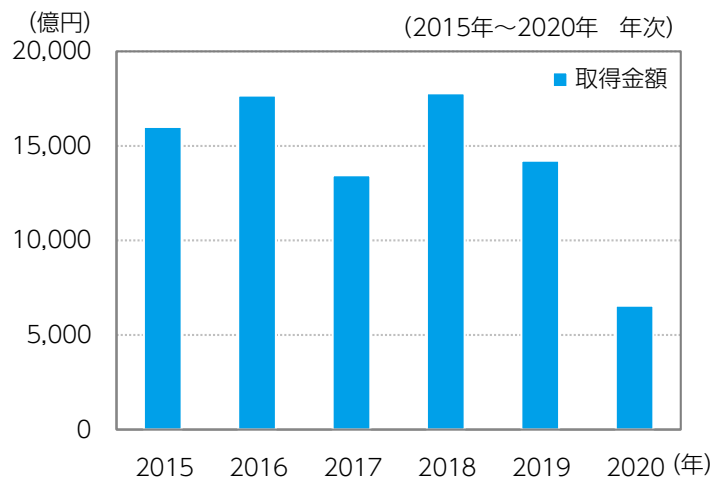
- 2020年4月も3月同様、新規上場、公募増資ともにありませんでした。新規上場と公募増資を合わせた市場からの資金調達額は1～4月合計では1,833億円と、前年同期比20%減少しています。
- 2020年4月の物件取得額（受渡しベース）は1,815億円でした。1～4月合計では6,555億円と前年同期比2.2%増加しています。2020年4月取得額の内訳は、ヘルスケア（サービス付き高齢者住宅等）が35%、物流施設が27%、オフィスが18%等となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2020年は4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）

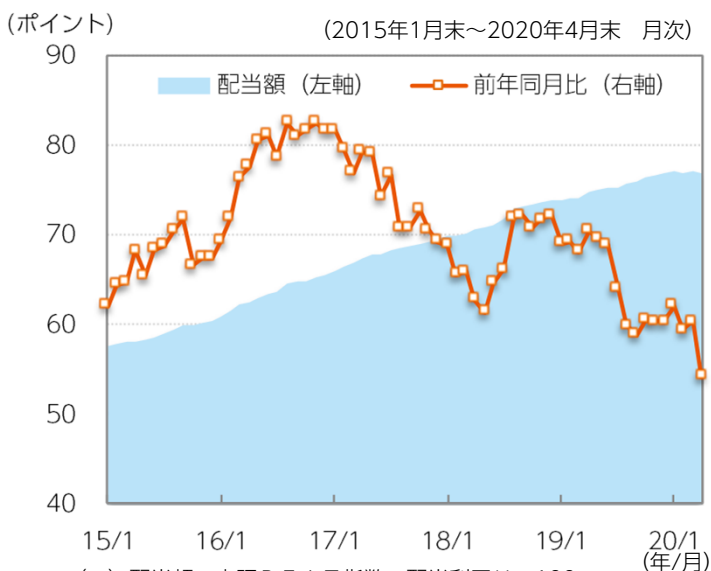


(※) 2020年は4月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

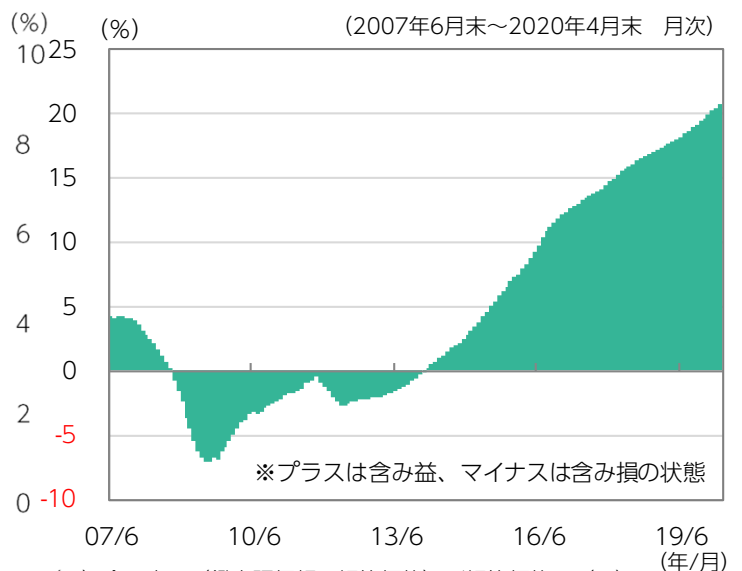
- 2020年4月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比2.8%増加しました。増加率は2013年6月（同2.3%増）以来の低水準です。新型コロナウイルスの感染拡大を受け、ホテル系REITが業績見通しを下方修正したこと等が影響しています。
- 2020年4月末（2020年2月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は20.8%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,095億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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

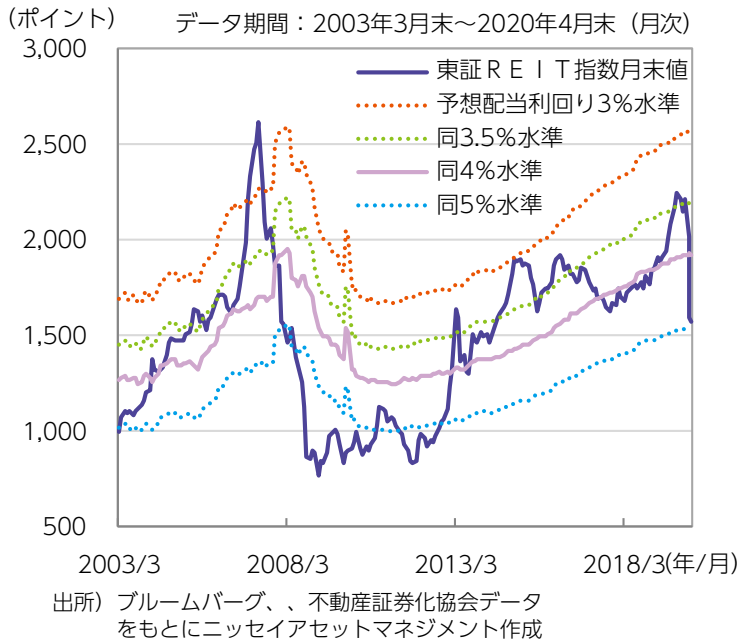


(※) 含み率=(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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月末の東証REIT指数は、予想配当利回り5.0%水準（1,539ポイント）に接近しています。過去、東証REIT指数が月末値ベースで予想配当利回り5.0%水準を下回っていたのは、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4月末のNAV倍率は0.92倍と、2012年8月末の0.91倍以来の低水準となっています。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



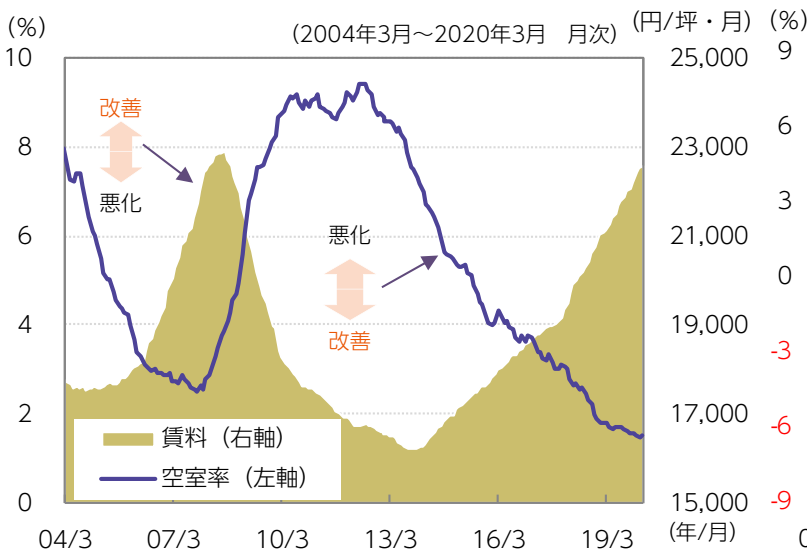
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



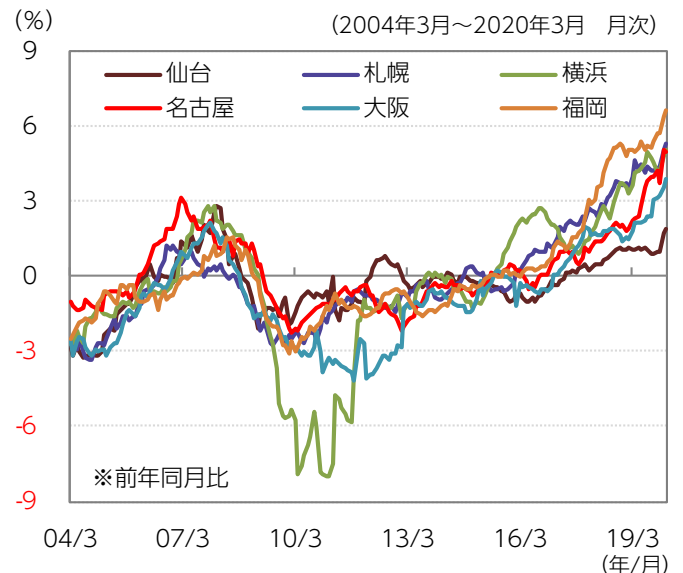
## (8) 不動産市況

- 2020年3月の都心5区のオフィス空室率は1.50%と、引き続き過去（データの残る2002年1月以降）最低水準近くで推移しています。同月の坪当たり月額賃料は22,594円で、2008年9月（22,732円）以来の水準を回復しました。賃料は前月比で75カ月、前年同月比で71カ月連続増加しています。
- 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3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



【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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>