

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年12月号)
(1) J-REIT市場の前月の動向
【指数の動き】

- 2020年11月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、新型コロナウイルスワクチンの開発が進んだことや、米大統領選を通過し、先行き不透明感が後退したこと等を材料に反発し、前月末比+3.22%の1,687.98ポイントで引けました。東京都等で感染が再拡大していること等が嫌気され、上値は限定的でした。TOPIXの上昇率(同+11.12%)を7.90%下回りました【図表1】。セクター別では、オフィスが同+6.85%、住宅が同-2.19%、商業・物流等が同+1.18%と、出遅れ物色の流れ等からオフィスが上昇率トップとなりました。一方、ディフェンシブ性が相対的に強いとされる住宅は下落しました。

【市場規模・売買代金】

- 時価総額は13.55兆円と、前月末比4,322億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は574億円で、前月比4.0%増加しました【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4.22%、10年国債金利はプラス0.032%、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4.19%(前月末より0.12%縮小)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)

- ・ 11月10日：菅義偉首相は10日の閣議で、追加経済対策を盛り込んだ2020年度第3次補正予算案の編成を指示
- ・ 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3.93%と前月比0.50%上昇【図表18】
- ・ 25日：感染拡大を受け、東京都は酒類を提供する飲食店やカラオケ店に11月28日から20日間にわたって午後10時までの短時営業を再要請すると発表

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 2020年12月のJ-REIT (東証REIT指数) は、以下の材料を背景に、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ポイントを回復する動きになるものと見ています。東京都等で新型コロナウイルス感染が再び広がりつつありますが、緊急事態宣言の発令に至らなければ、新型コロナウイルスワクチンの早期実用化期待、イールド・スプレッド【図表4】やNAV(1口当り純資産)倍率【図表17】に照らした割安感等が下支えし、影響は限定的なものになると考えています。

① 新型コロナウイルスワクチンの早期実用化期待

- ・ 米製薬大手のファイザーや米バイオ製薬のモデルナが開発中の新型コロナウイルスワクチンについて、米食品医薬品局(FDA)は早ければ12月中旬までに緊急使用を許可する可能性があります。ワクチンの早期実用化及び経済活動の正常化期待がJ-REIT回復のけん引役となりそうです。

② FTSE指数へのJ-REIT組入れによる需給改善期待

- ・ 12月は、9月に続いて2回目となるFTSEグローバル株式指数へのJ-REITの組入れが行われます(組入れ基準日は18日)。9月と同様に700億円程度の買い越し需要が発生すると見られており、J-REITの需給改善期待につながるものと思われます。尚、同組入れはあと2回(2021年3月と6月)行われます。

③ 追加経済対策(第3次補正予算)に対する期待

- ・ 菅義偉首相は11月10日の閣議で、追加経済対策を盛り込んだ2020年度第3次補正予算案の編成を指示しました。追加経済対策策定の動きは、景気や不動産市況等の回復期待を高めるものと思われます。

④ 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11月末の予想配当額は前年同月比では依然減少しているものの【図表14】、前月末比では、ホテルREITの業績上方修正等を背景に、9月末以降3ヵ月連続で増加しています。コロナ禍による業績の下方修正がピークを越えたとの見方が強まるものと見ています。

⑤ 株式市場での出遅れ株物色の波及期待

- ・ ワクチンの早期実用化期待等から、株式市場ではハイテク株に比べて出遅れていた金融株や不動産株等が買い直されつつあります。11月の不動産セクター(東証1部)の騰落率は前月末比+17.03%と、TOPIX(同+11.12%)を上回っています。東証REIT指数はTOPIXに対して出遅れ感の強い状態にあるものと思われ【図表1、2、11】、出遅れ物色の流れがJ-REITにも波及することが考えられます。

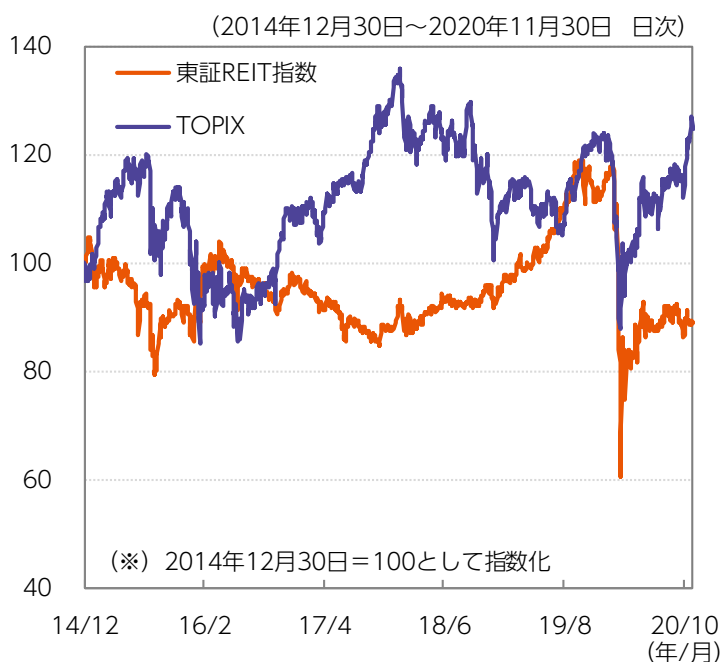
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年11月30日時点)

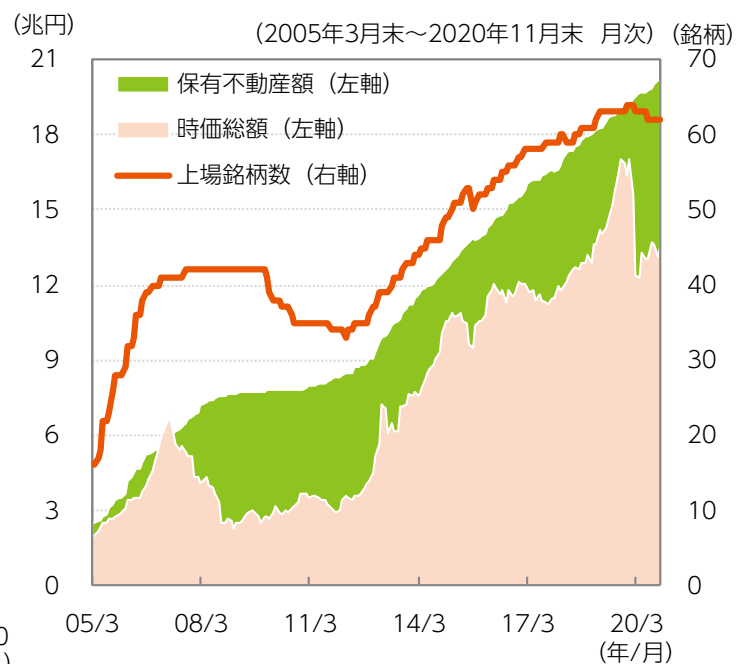
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	3.22	-21.32	20.94
	TOPIX	11.12	1.95	15.21
	差	-7.90	-23.27	5.73
配当込み	東証REIT指数	3.51	-18.30	25.58
	TOPIX	11.14	4.30	18.12
	差	-7.63	-22.60	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

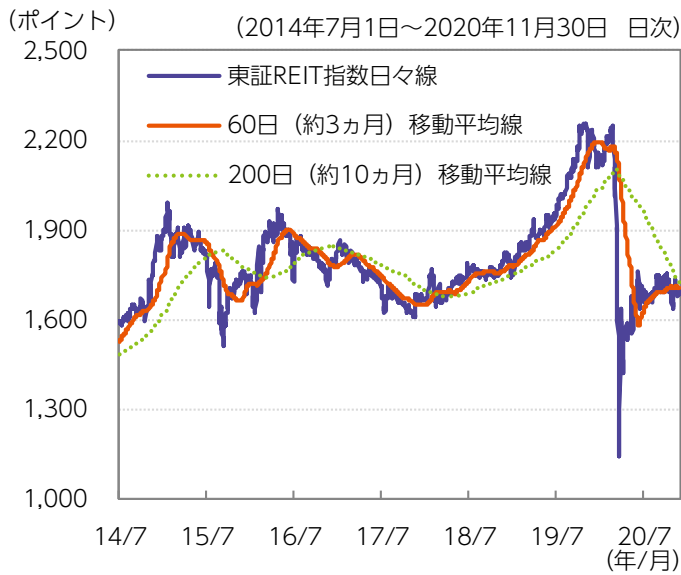


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

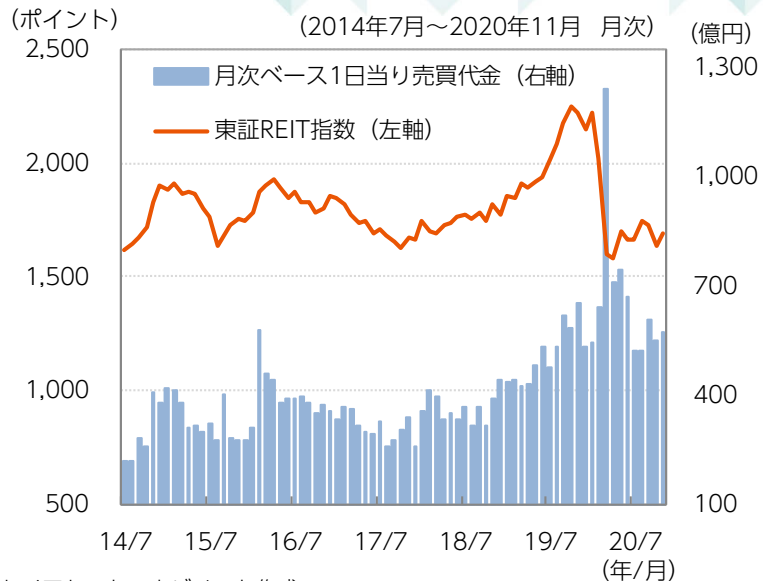


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-20	-269	397	-158	-595	118	-1,296

※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
2020年10月	8	235	-295	-74	-369	-179	163

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

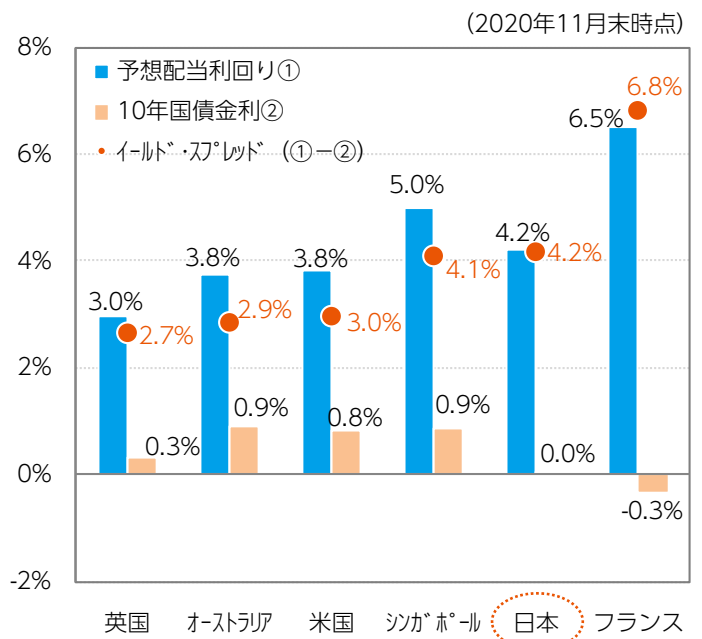
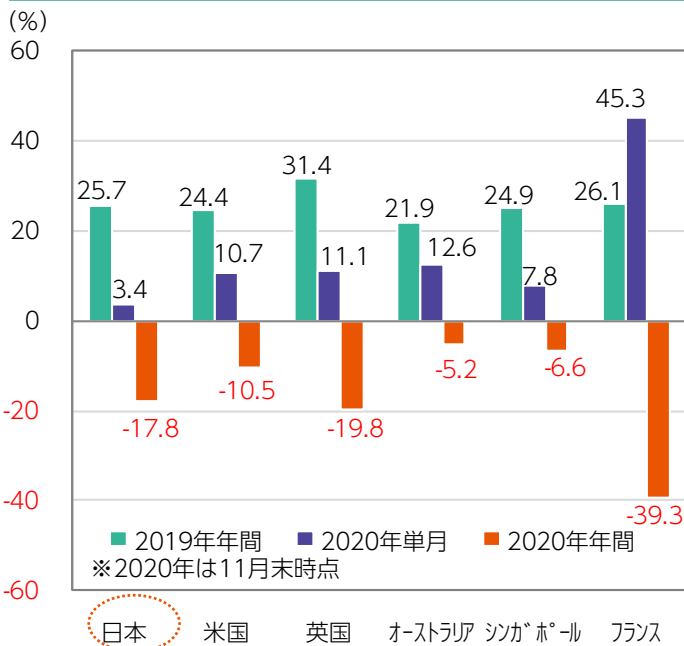
- 2020年11月の買入れ額は96億円（1回当たり12億円）で、2020年7月の105億円以来の高水準となりました。東京都等での新型コロナウイルスの感染拡大が嫌気されて下落した日等を中心に買入れが行われました。
- 1～11月の累計買入れ額は1,123億円、買入れ枠（1,800億円）に対する消化率は62%、買入れ枠残額は677億円となっています。

(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、全市場が前月末比で上昇しました。上昇率が最も大きかったのがフランスで、新型コロナウイルスワクチンの早期実用化期待等から商業施設リートが買い直され、前月末比で45.3%の上昇となりました【図表9】。2020年11月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国の中で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11月末の東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅（東証REIT指数算出開始の2003年3月末基準）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年頃以来の大きさとなっています。上記過去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

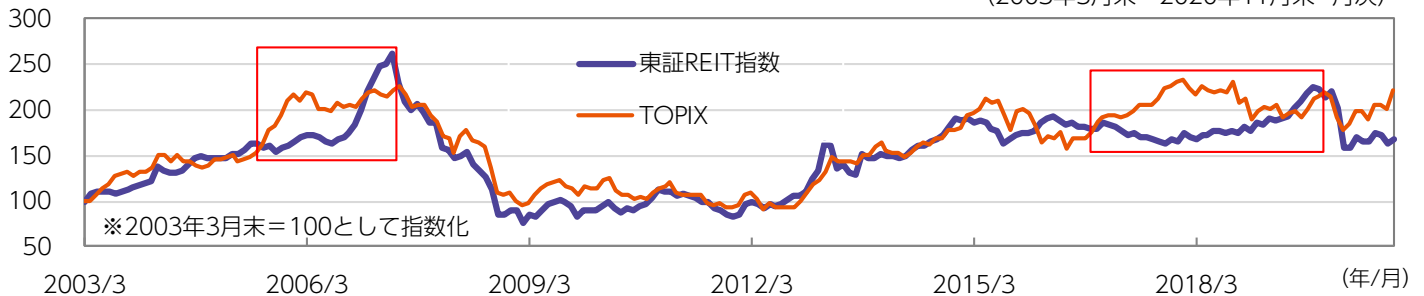


(注) 図表9~10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9~10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

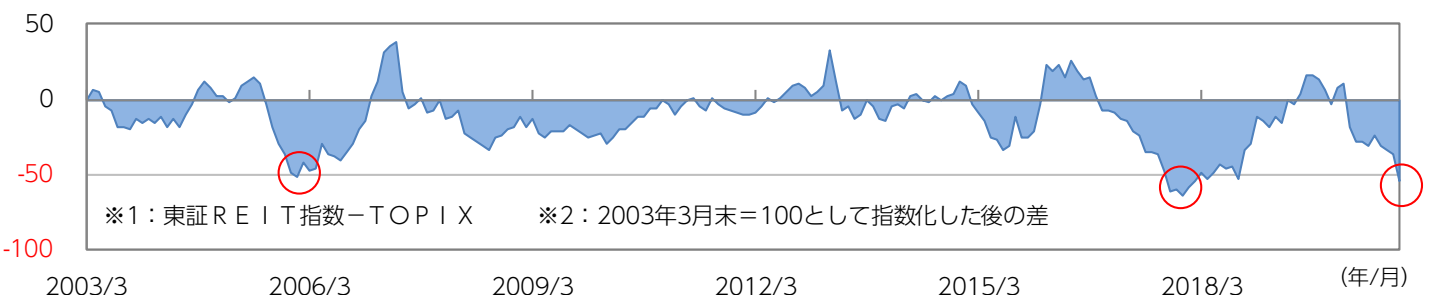
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末~2020年11月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数-TOPIX）の推移

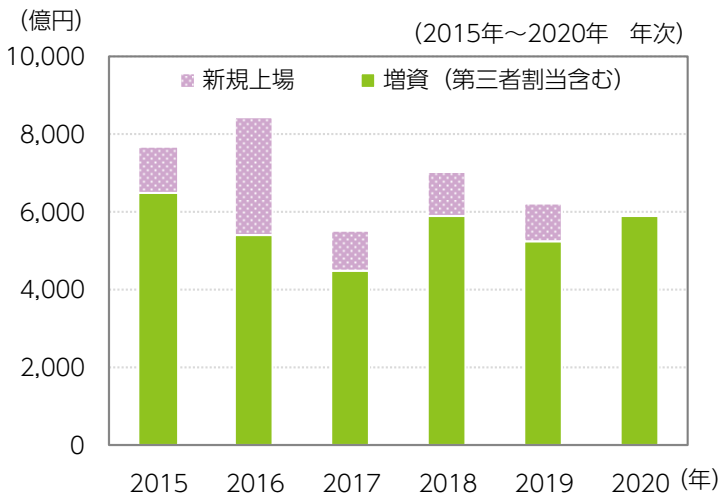


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

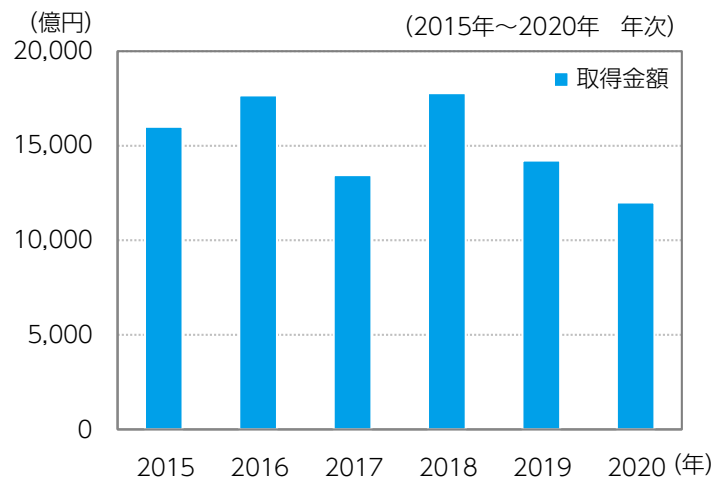
- 2020年11月は4件の公募増資（資金調達額は873億円）がありました。新規上場と増資（第三者割当含む）を合わせた資金調達額は1～11月合計で5,928億円と、前年同期比10.4%増となっています。
- 2020年11月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比48.2%減の301億円でした。1～11月合計では1兆1,946億円と前年同期比8.7%減少しています。11月取得額の内訳は、住宅：78%、底地：13%、オフィス：6%等となっています。

【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）

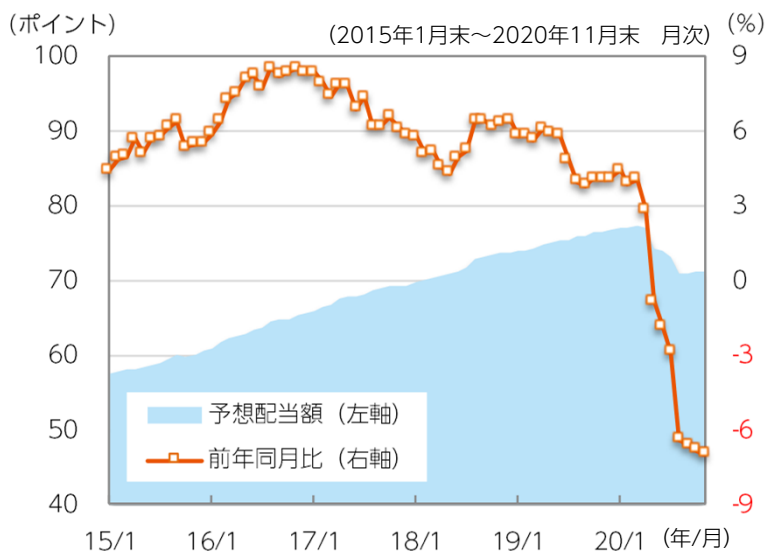


(※) 2020年は11月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

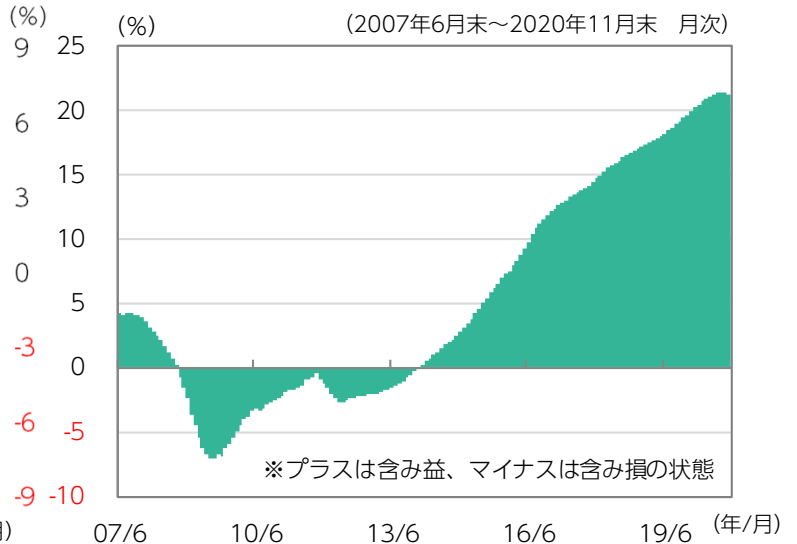
- 2020年11月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比では7.0%減と7カ月連続で減少しているものの、前月末比では0.1%増と3カ月連続で増加しています。
- 2020年11月末（2020年9月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6カ月平均）は21.3%、また含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,736億円（10月末は3兆9,863億円）となりました。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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カ月平均）推移

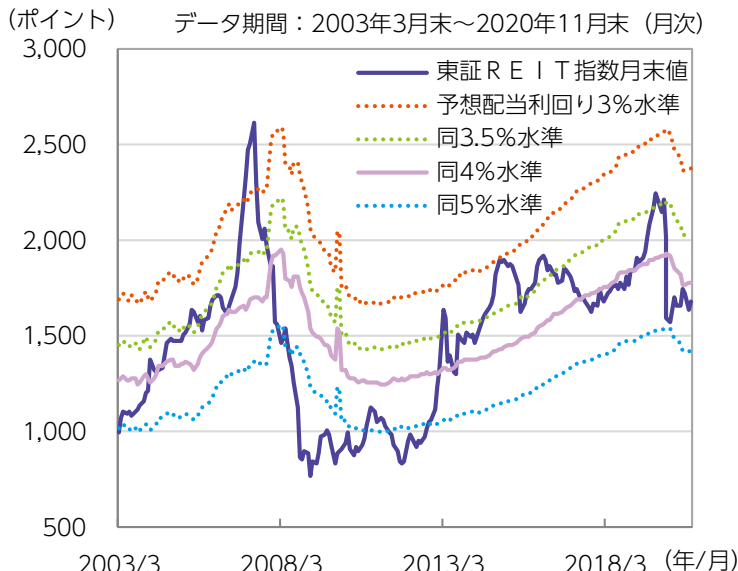


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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。11月末時点での予想配当利回り4%水準の東証REIT指数は1,781ポイント、5%水準は1,425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11月末のNAV倍率は0.97倍と、解散価値水準とされる1.0倍を下回っています。尚、NAV倍率1.0倍の東証REIT指数水準は1,740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) 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

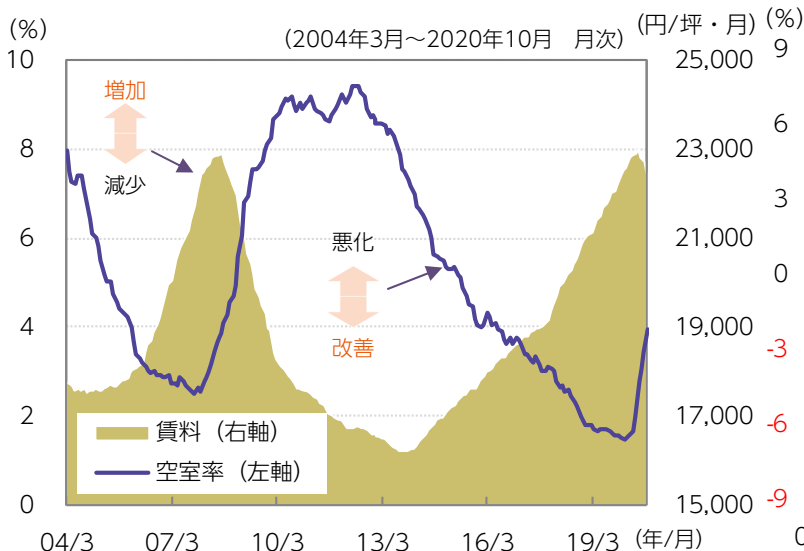


※NAV倍率=投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

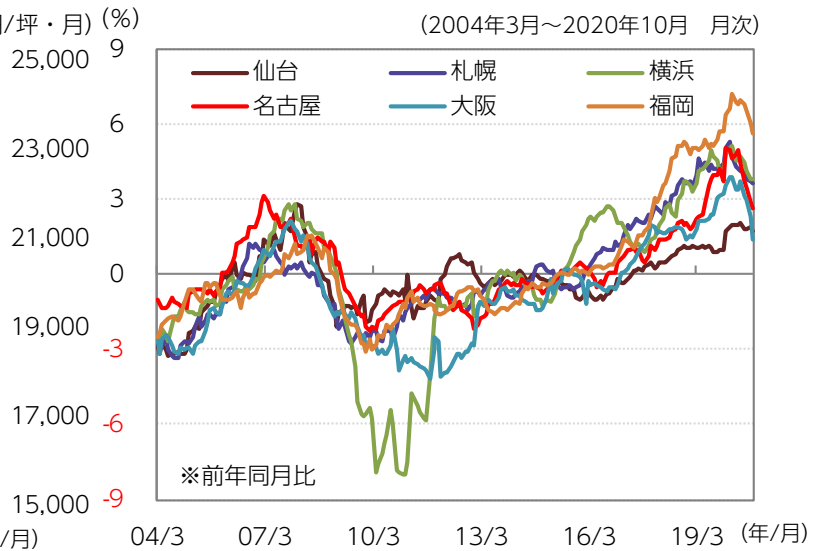
- 2020年10月の都心5区のオフィス空室率は3.93%と、9月より0.50%上昇し、2016年7月の3.94%以来の高水準となりました。10月の坪当たり月額賃料は22,434円で、前月比1.3%減少しました。前年同月比では1.93%増で、増加は78ヵ月連続となっています。
- 主要地方都市の賃料は前年同月を上回って推移しているものの、増加率は鈍化傾向となっています。

【図表18】 都心5区オフィス空室率と賃料推移



(※) 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/>