

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 (2020年4月号)
(1) J-R E I T市場の前月の動向
【指数の動き】

- 2020年3月のJ-R E I T (東証R E I T指数、配当除き)は、新型コロナウイルスの感染拡大による投資家のリスク回避姿勢の強まりから、前月末比20.93%下落し、1,595.19ポイントで引けました。下落率は、リーマン・ショック時の2008年10月(同23.72%安)以来、かつ史上2番目の大きさとなり、また終値は2014年5月末の1,565.02ポイント以来、約6年ぶりの低水準となりました【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-23.07%、住宅が同-10.39%、商業・物流等が同-21.53%と、景気変動の影響を受けにくいとされる住宅の下落率が相対的に小さくなりました。

【市場規模・売買代金等】

- 日本賃貸住宅と日本ヘルスケアの合併(存続R E I Tは日本賃貸住宅)により銘柄数は63と、前月末より1銘柄減少しました。時価総額は12.4兆円と前月末より3.2兆円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は1,239億円と前年同月比191%増加し、2019年11月の652億円を抜いて過去最大となりました。新規上場及び公募増資はありませんでした【図表12】。

【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4.84%(前月末:3.81%)、10年国債金利は0.022%(前月末:マイナス0.153%)、イールド・スプレッド(予想配当利回り-10年国債金利)は4.82%(前月末:3.96%)となっています【図表4、5】。

(2) J-R E I T市場(東証R E I T指数)の見通し

➤ 2020年4月のJ-R E I T(東証R E I T指数)は、新型コロナウイルスの感染拡大による投資家心理の冷え込み等を背景に、軟調な展開になるものと思われます。感染者数の増加スピードが増し、東京都等での都市閉鎖(ロックダウン)が現実味を帯びるような局面では、一時的に調整色を強めることも考えられます。一方、感染者数が急増している米国や欧州でピークアウトの兆しが出始める、有効な薬品や治療法が発見される等で新型コロナウイルス感染の終息が意識される状況となれば、東証R E I T指数は急反発するものと思われます。足元の同指数は、①割安感や売られ過ぎ感が強く、また、②新型コロナウイルスの業績に与える悪影響を過度に織り込んでいるように思われます。下落幅が大きければ大きいほど、反発の勢いは強くかつ急激になるものと思われます。反発局面入りすれば、相対的な利回りの高さや割安感等に着目した資金の流入が勢いづき、東証R E I T指数は2020年2月20日の高値から3月19日の安値までの下落幅1,105ポイントの3分の2戻しの水準である1,800ポイント台回復を目指した動きになるものと見ています。米国がリーマン・ショック時を上回る2兆ドル(約215兆円)の財政出動を決定し、F R B(米連邦準備制度理事会)やR B A(豪州準備銀行)が緊急利下げに踏み切る等、景気の腰折れを防ぎ、金融市場の安定化を図るために、主要国の政府・中央銀行は協調した取り組みを進めています。こうした対応による効果が浸透し、投資家心理が改善方向に向かうこととなれば、東証R E I T指数上昇の大きな支援材料となりそうです。

- 2020年3月末の東証R E I T指数の予想配当利回りは2012年11月末(4.90%)、イールド・スプレッドは2012年1月末(5.04%)以来の高水準【図表4】、N A V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。同指数の60日移動平均値からの下方乖離率は2020年3月末時点で20.8%と【図表6】、リーマン・ショック時の2008年10月末(21.3%)以来の大きさとなっています。こうした指標は、足元の東証R E I T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。
- 2019年のJ-R E I Tの不動産売却益を除く営業収益(ほぼ賃料収入)は約1.3兆円。その内、小売り施設やホテルが主体の計11銘柄のテナントの売上動向等で増減する変動賃料は約330億円です。営業収益全体に占める比率は約2.5%となっています(注)。変動賃料がゼロになっても影響は約330億円です。収益の源泉が一定の契約期間は変動しない固定賃料であることから、J-R E I Tは景気変動の影響を相対的に受けにくい資産とされます。足元の東証R E I T指数は賃貸マーケットの悪化懸念を過度に織り込んでいる可能性があると思われます。(注)2019年12月末上場銘柄が対象。小売り施設やホテルが主体の銘柄とは、同時点の保有物件(鑑定評価額)の内、60%以上を小売り施設又はホテルが占めるものを指す。小売り施設主体は5銘柄、ホテル主体は6銘柄(各社決算関連資料をもとに算出)。

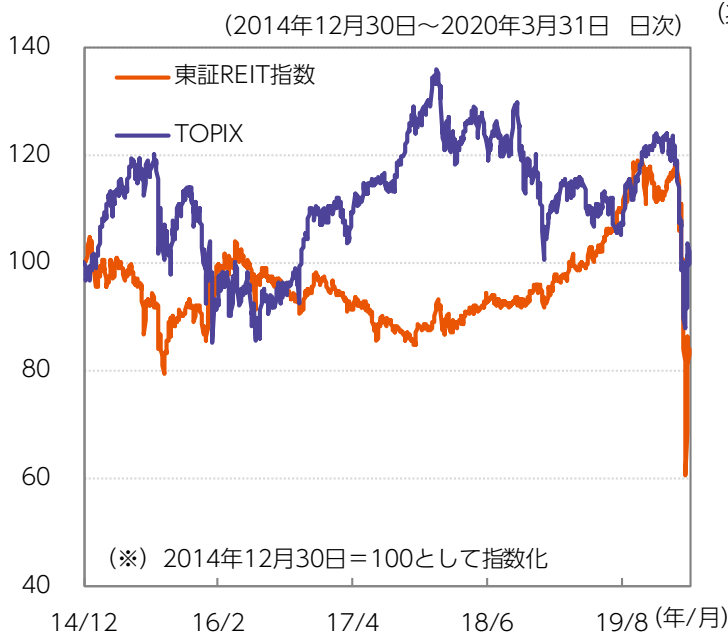
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年3月31日時点)

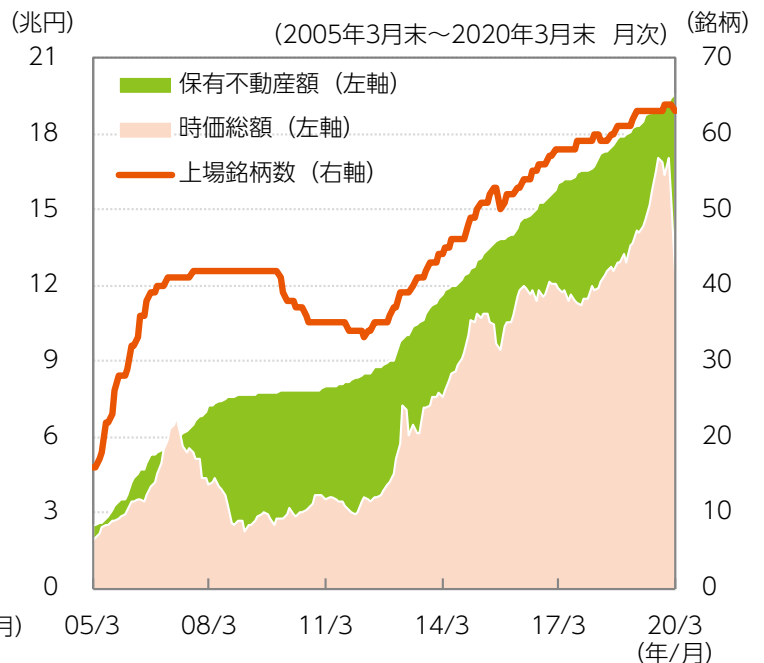
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	-20.93	-25.65	20.94
	TOPIX	-7.14	-18.49	15.21
	差	-13.80	-7.16	5.73
配当込み	東証REIT指数	-20.74	-24.87	25.58
	TOPIX	-5.99	-17.45	18.12
	差	-14.75	-7.42	7.46

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



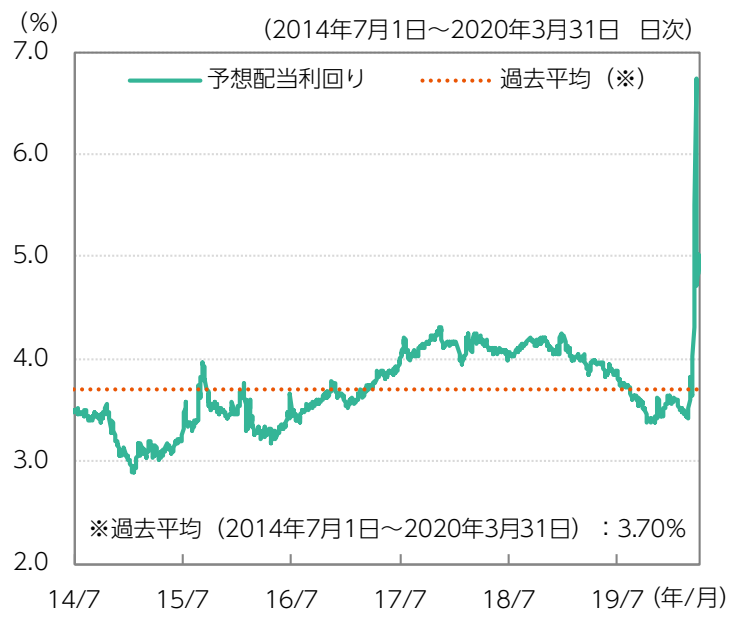
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

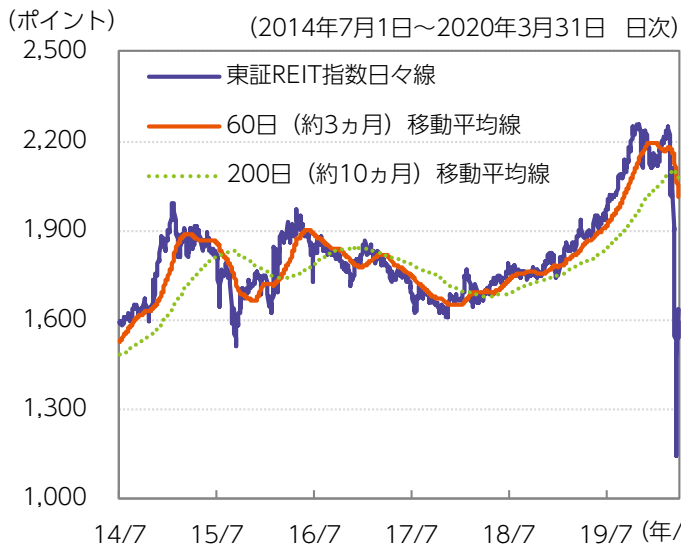


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

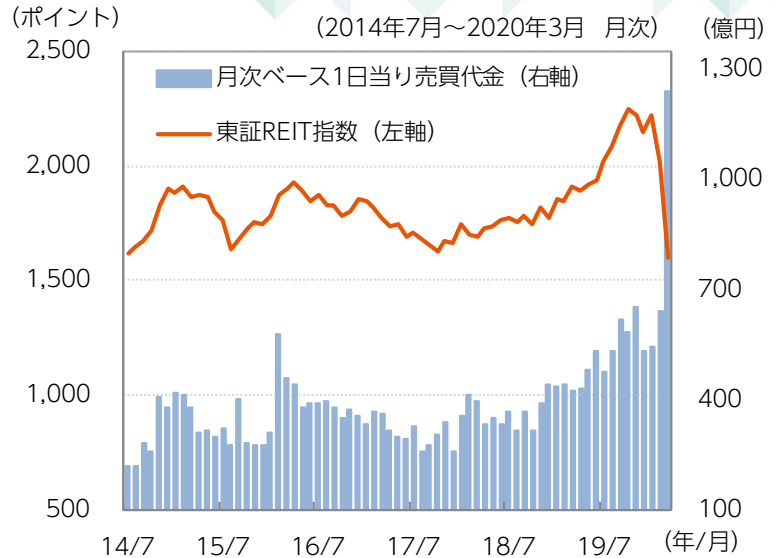


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	1	-151	-70	-67	-436	95	-211

※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

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

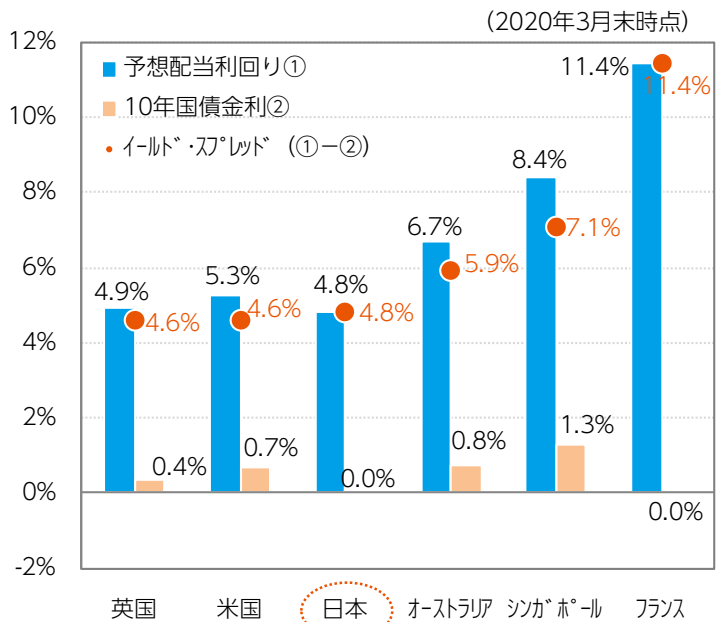
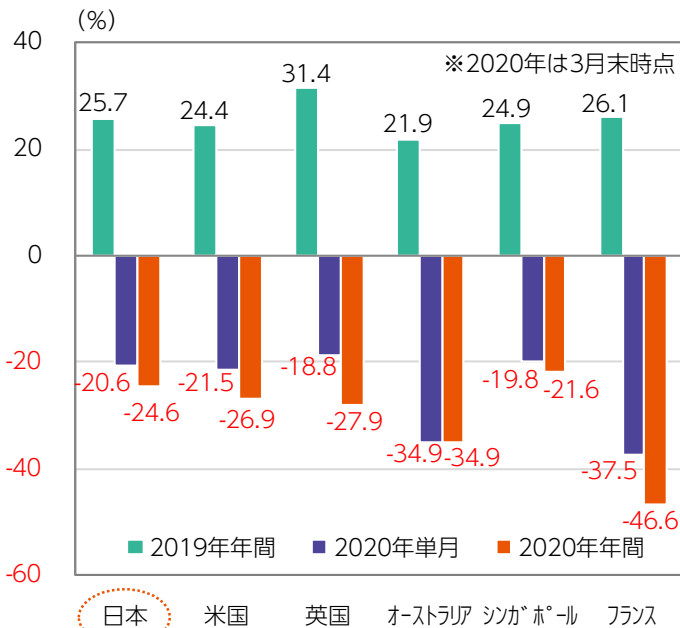
- 2020年3月の買入れ額は315億円と、2011年8月の165億円を抜き、過去最大となりました。日銀は3月16日に前倒しで開いた金融政策決定会合で、J-REITの買入れ枠を900億円から1,800億円に、ETF（上場投資信託）を6兆円から12兆円にそれぞれ倍増することを決定しました。同決定後の日銀のJ-REITの一日当りの買入れ額は、従来の12億円から40億円に増加しています。1～3月の累計買入れ額は375億円、残りの買入れ枠は1,425億円（月平均158億円）です。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2020年3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、新型コロナウイルスの感染拡大が嫌気され、全市場が前月末比で下落しました。小売り施設系REITのウェイト（時価総額ベース）が相対的に大きいオーストラリアやフランスが30%を超える下落率となりました【図表9】。
- 2020年3月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、オーストラリアが日本を上回ったため、主要6カ国の中では4番目の大きさとなっています。フランスは11.4%と、2020年2月末の7.5%から更に拡大しました【図表10】。
- 2020年3月はJ-REITの下落率がTOPIXの下落率を約14%上回りました。J-REITのTOPIXに対する下方乖離が拡大傾向となっています【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

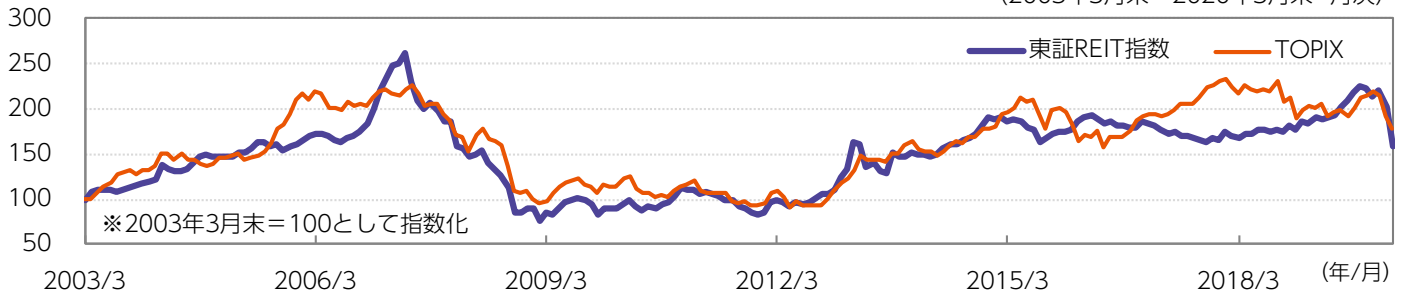


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

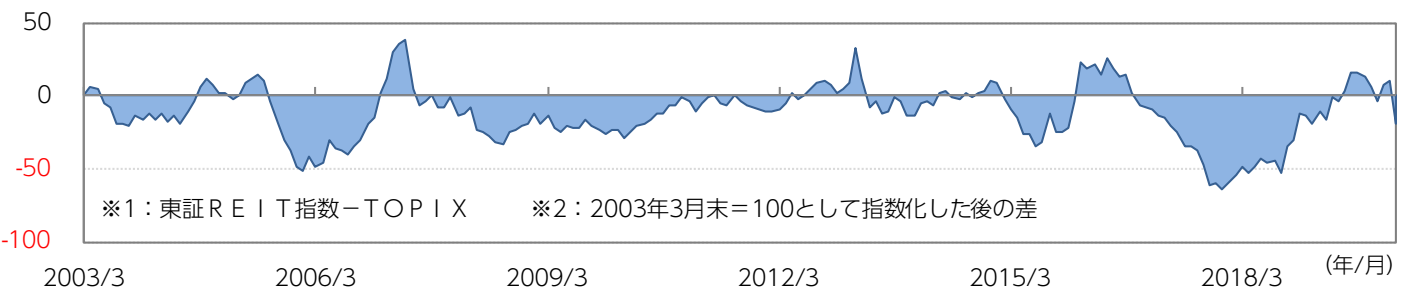
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2020年3月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

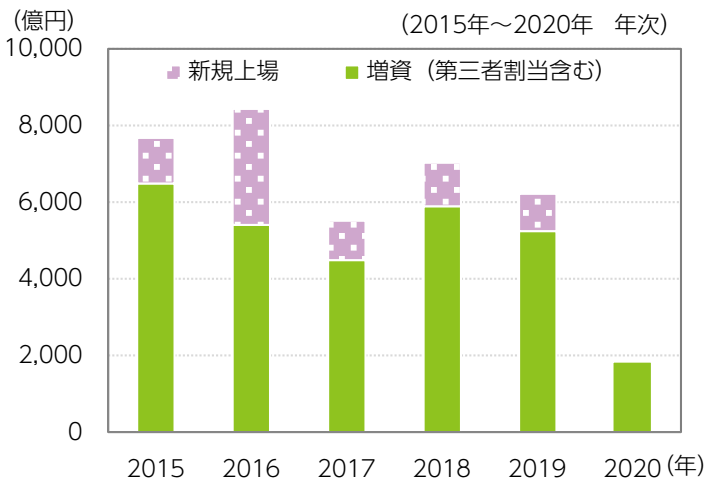


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

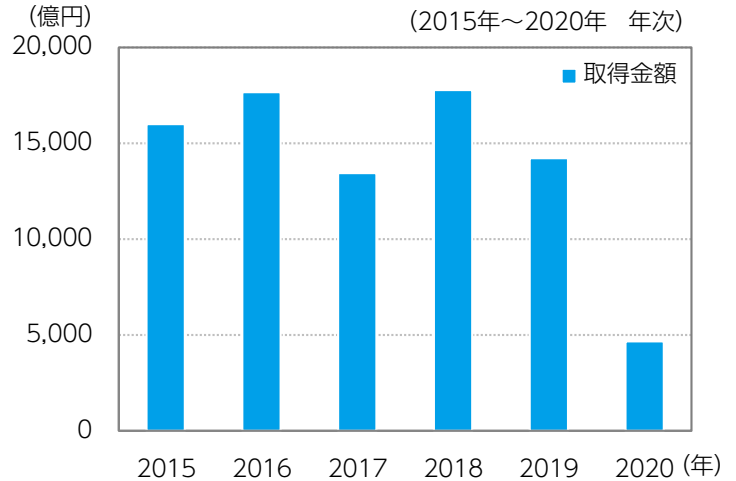
- 2020年3月は新規上場も公募増資もありませんでした。新規上場と公募増資を合わせた市場からの資金調達額は1～3月合計では1,833億円と、前年同期比16.6%減少しています。
- 2020年3月の物件取得額（受渡しベース）は1,713億円でした。1～3月合計では4,628億円と前年同期比で4.5%増加しています。2020年3月取得額の内訳は、オフィスが34%、物流施設が20%、住宅が20%等となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2020年は3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）

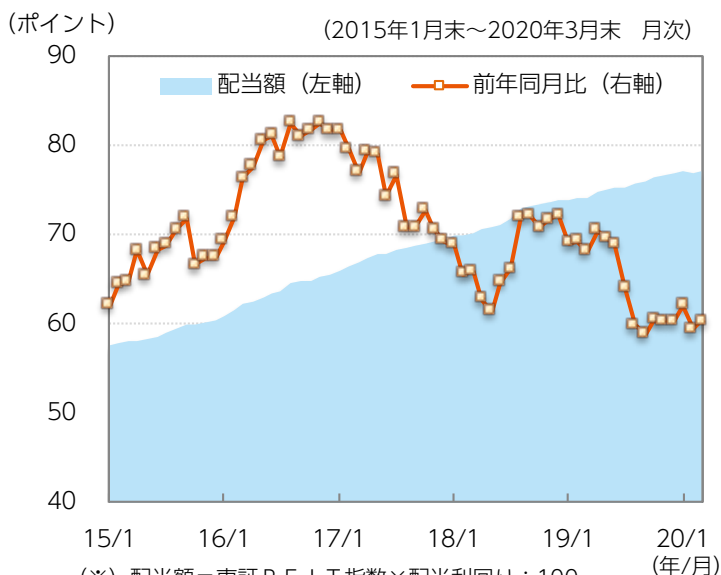


(※) 2020年は3月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

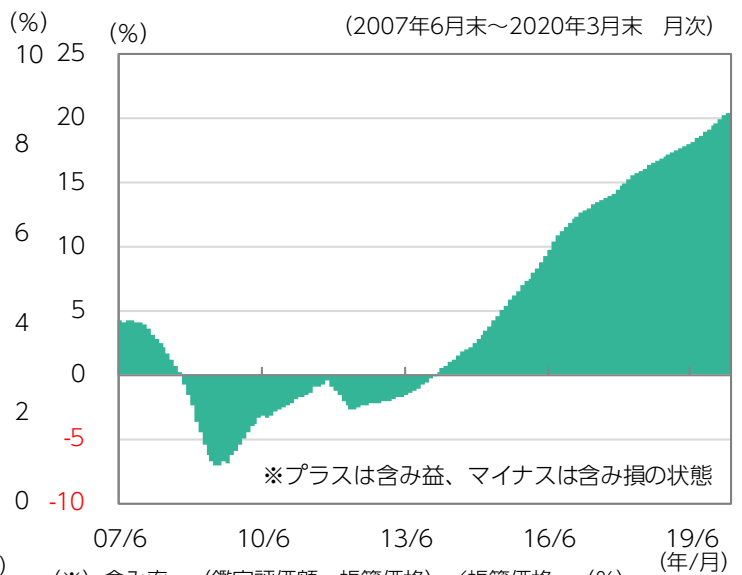
- 2020年3月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比4.1%増加しました。2019年8月以降の増加率は4.0%を中心に推移しています。新型コロナウイルスの感染拡大の不動産賃貸マーケットに与える影響が注目されます。
- 2020年3月末（2020年1月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は20.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆8,207億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われる。

【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

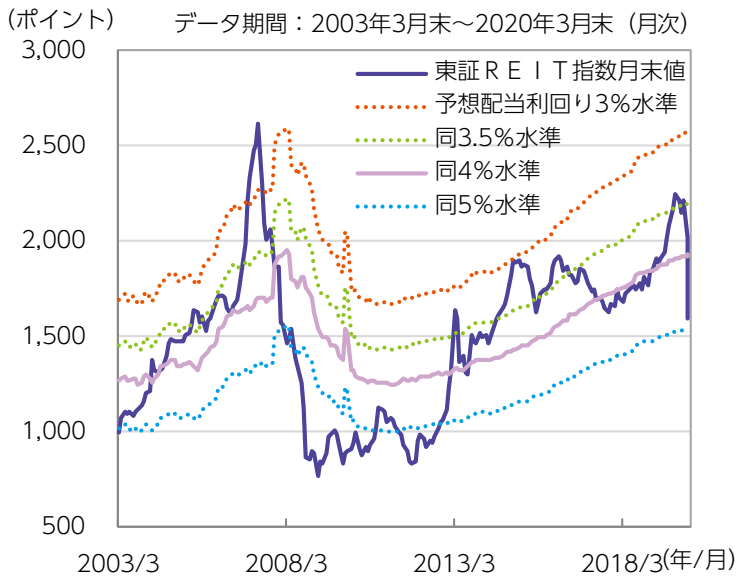


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

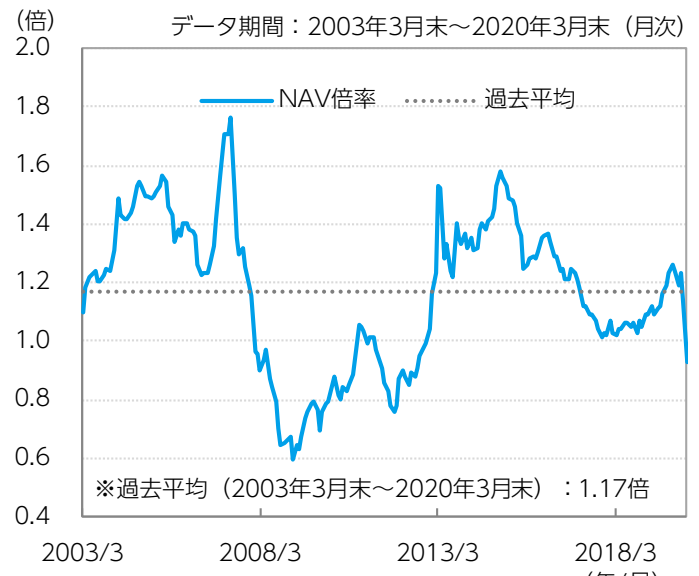
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 2020年3月末の東証REIT指数は1,595.19ポイントと、予想配当利回り5.0%水準（1,544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3月末のNAV倍率は0.93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



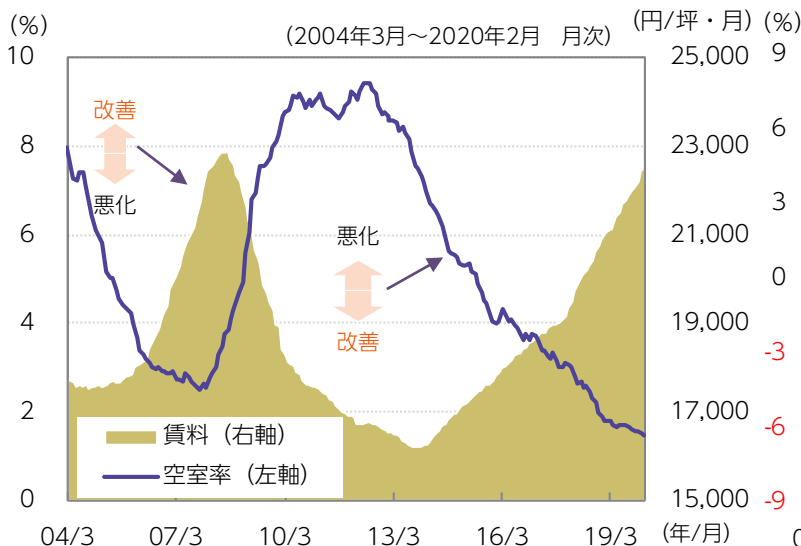
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



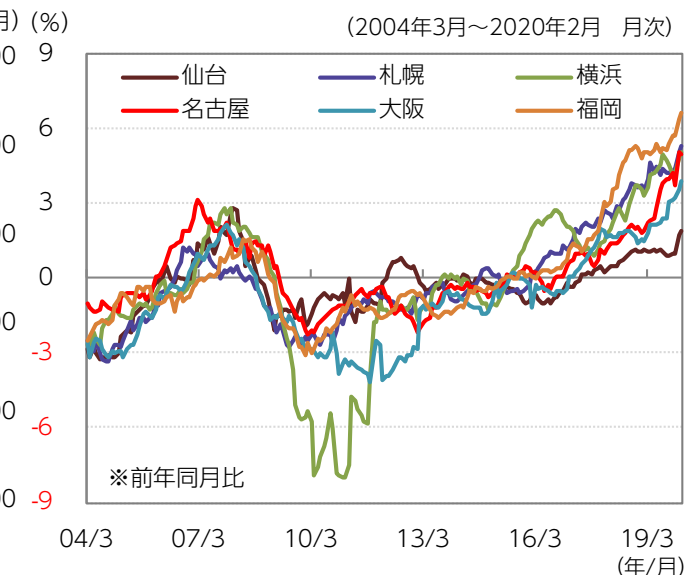
(8) 不動産市況

- 2020年2月の都心5区のオフィス空室率は1.49%と前月比0.04%低下し、過去（データの残る2002年1月以降）最低を更新しました。同月の坪当たり月額賃料は22,548円で、2008年10月（22,559円）以来の水準を回復しました。賃料は前月比で74カ月、前年同月比で70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2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。

<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/>