

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年2月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2020年1月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、米国とイランの関係悪化や新型コロナウイルスの感染拡大等を背景とする金利低下等を支援材料に前月末比3.27%上昇し、月末値としては2ヵ月ぶりに2,200ポイント台を回復して引けました (引け値: 2,215.67ポイント)。リスク回避姿勢の高まりで下落した株式 (TOPIX) のパフォーマンスを5.42%上回りました【図表1】。
- セクター別パフォーマンスは、オフィスが同+5.18%、住宅が同+2.53%、商業・物流等が同+1.04%と、新型コロナウイルスの影響を受けやすいと考えられる小売り施設やホテルが含まれる商業・物流等の上昇率が他に比べて小幅に留まりました。

【市場規模・売買代金等】

- 銘柄数は64と前月末比変わらず、また、時価総額は17.0兆円と前月末より5,787億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は542億円と、前年同月比で25%増加しました【図表7】。8件の公募増資があり、市場からの資金調達額は1,198億円でした。1,000億円を超えるのは2018年2月 (2,024億円) 以来です【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3.48% (前月末: 3.58%)、10年国債金利はマイナス0.066% (前月末: マイナス0.011%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.55% (前月末: 3.59%) 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2月のJ-REIT (東証REIT指数) は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた低金利の持続観測やJ-REITの特徴の一つとされるディフェンシブ性、好調なオフィス市況を背景とする業績拡大期待等を支援材料に底堅く推移するものと思われます。J-REITの収益の源泉は固定賃料であり、景気変動の影響を相対的に受けにくい特徴を持つとされます。経済の先行き不透明感等から投資家がリスク回避姿勢を強める場合にはJ-REITのディフェンシブ性に着目した買いが活発になる可能性があります。新型コロナウイルスの経済への影響度や終息までの期間は現時点では見通せず、足元のJ-REITの上昇を支えていると見られる投資家のリスク回避姿勢は当面続くものと思われます。
- 2019年末頃から工業生産等製造業を中心に持ち直しの兆しが見え始めていた中国経済ですが、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、一部では2020年1~3月期の実質GDP (国内総生産) 成長率 (前年同期比) が5%を割り込むとの見方も出始めているようです。2003年に重症急性呼吸器症候群 (SARS) が流行した際、世界の株式市場が比較的短期間で回復したこと等から、今回の新型コロナウイルスについてもその影響を楽観的に捉える見方もあるようです。しかし、世界経済に占める中国のGDPの比率が2018年時点で2003年当時の約4倍に拡大していること等を踏まえると、中国経済の減速が及ぼす悪影響はSARSが流行した頃より大きくなる可能性があります。その影響が見通せない中であって、投資家は当面リスク回避姿勢を続けるものと思われます。中国人民銀行 (中央銀行) は企業の資金繰り等を支えるために、2月3~4日の2日間に異例の規模となる合計1.7兆人民元 (約26兆円) を市場に供給しました。また一部報道によると同中央銀行は銀行の法定預金準備率引き下げ等を近いうちに実施する予定とのことです。新型コロナウイルスの影響で世界経済の先行き不透明感が高まる場合には、中国以外の国・地域の中央銀行による金融緩和期待の高まりや金利の低下観測等がJ-REITの支援材料になるものと見ています。
- 2019年12月末時点のJ-REIT保有物件 (取得価格ベース) の内、約40%をオフィスが、約15%を物流施設が占めています。三鬼商事によると同月の都心5区 (千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区) のオフィス空室率は過去最低を更新し、坪当り月額賃料は約11年ぶりの水準に上昇しています【図表18】。CBREによると、首都圏の大規模マルチテナント型施設の2019年12月の空室率は1.1%と、2004年の調査開始以来最低となっています。首都圏を中心とする好調な不動産市況がJ-REIT業績の拡大期待を高めるものと思われます。ブルームバーグデータを用いて集計すると、2020年に満期を迎える10年国債は約33兆円で平均表面利率は1.2%、また20年国債は約6兆円で平均表面利率は2.4%です。現在の新発債の表面利率は10年国債が0.1%、20年債は0.3%です。2020年1月末時点のイールド・スプレッドは3.5%を超えています【図表4】。満期を迎える資金の一部がより高い金利を求めてJ-REIT市場に流入し、好調な需給環境が続くと期待感もけん引役となりそうです。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年1月31日時点)

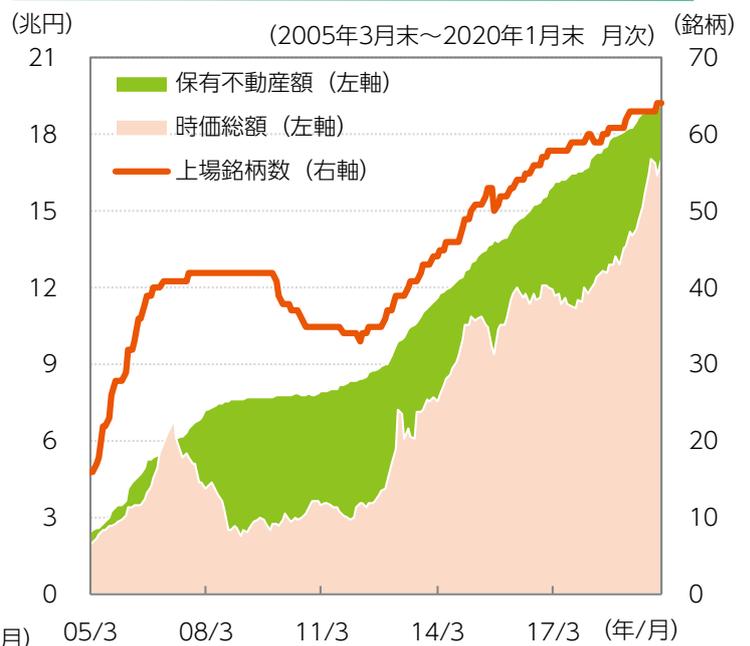
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	3.27	3.27	20.94
	TOPIX	-2.14	-2.14	15.21
	差	5.42	5.42	5.73
配当込み	東証REIT指数	3.56	3.56	25.58
	TOPIX	-2.14	-2.14	18.12
	差	5.70	5.70	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

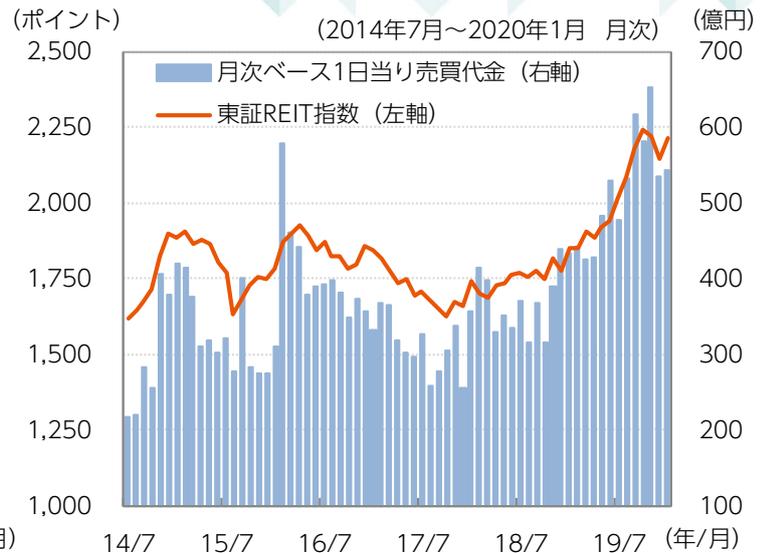


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

2018年9月	8	-225	147	-27	-232	143	-225
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

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

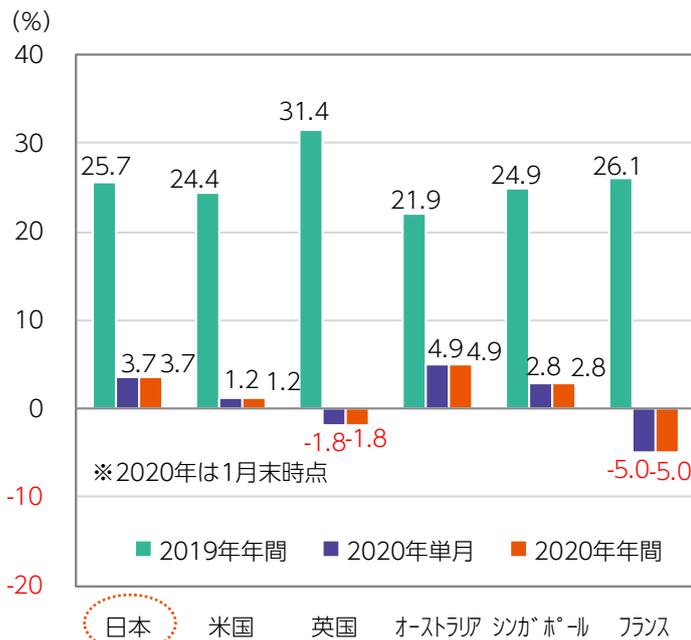
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 2020年1月はJ-REITが堅調に推移したことから、買入れは1回、12億円で留まりました。尚、株式のETF（上場投資信託）については投資家のリスク回避姿勢の高まりで相場が軟調に推移したことから、6回、計4,212億円買入れました。
- 2020年の買入れ枠は900億円（2020年1月末時点では888億円）ですが、買入額について日銀は、市場の状況に応じて上下に変動する可能性があるとしています。

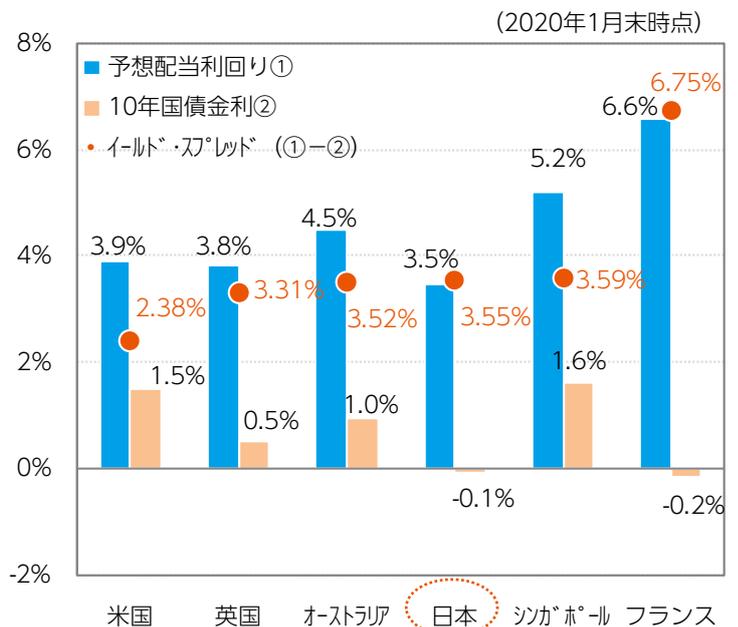
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2020年1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）の騰落率（前月末比）は、高安まちまちとなりました。オーストラリアが金利低下等を支援材料に4.9%上昇する一方、フランスはマクロン大統領が提案した年金改革案を巡るデモや大規模ストライキの影響等が懸念され、5.0%下落しました【図表9】。
- 2020年1月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、主要6カ国の中では3番目の大きさとなっています。日本に比べて金利の低下幅が大きかったシンガポールが日本を上回りました【図表10】。
- 2020年1月は投資家がリスク回避姿勢を強めたこと等から、J-REITのパフォーマンス（前月末比）がTOPIXを上回りました。両者の乖離は一時期に比べて小さくなっています【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



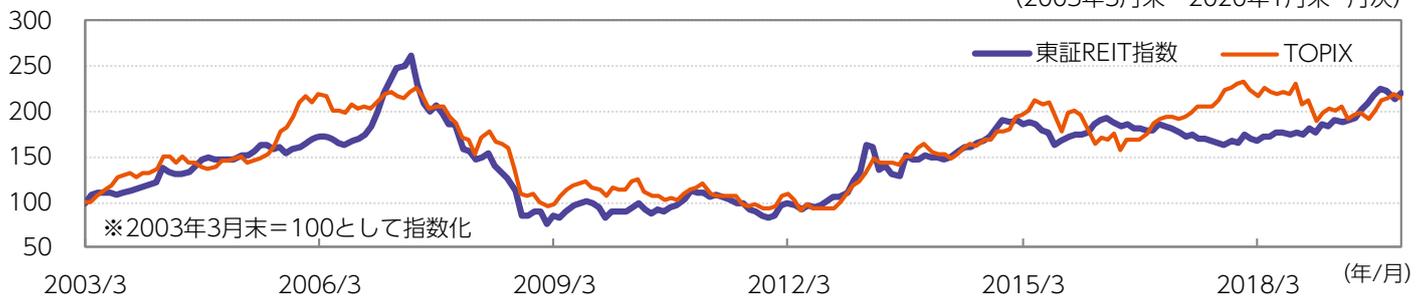
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(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



(2) 差（東証REIT指数-TOPIX）の推移

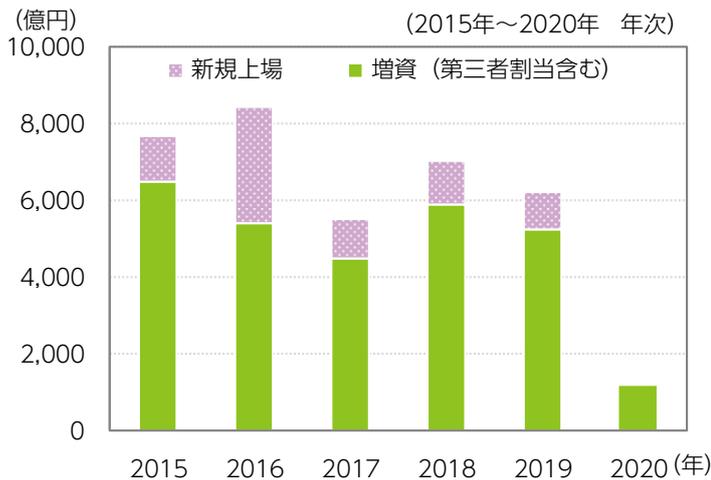


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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1月は8件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は1,198億円と前年同月比で21%増加しました。資金調達額が1,000億円を超えるのは2018年2月の2,024億円以来です。
- 2020年1月の物件取得額（受渡しベース）は1,011億円で前年同月とほぼ同水準となりました。2020年1月取得額の内訳は、オフィスが57%、ホテルが22%、住宅が10%等となっています。

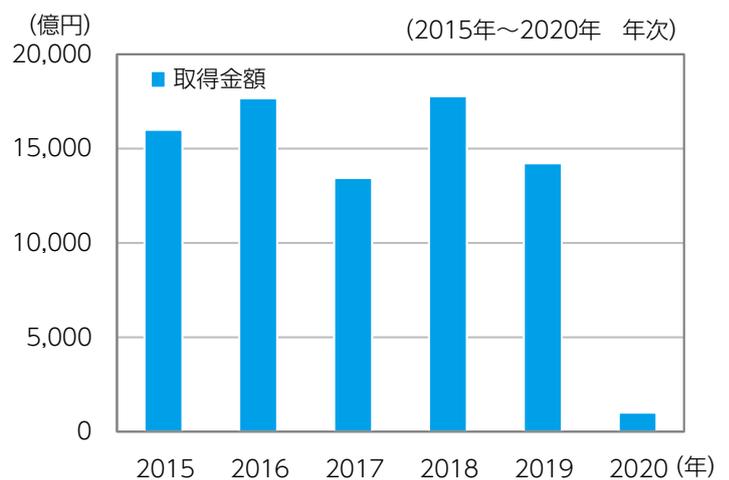
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2020年は1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）

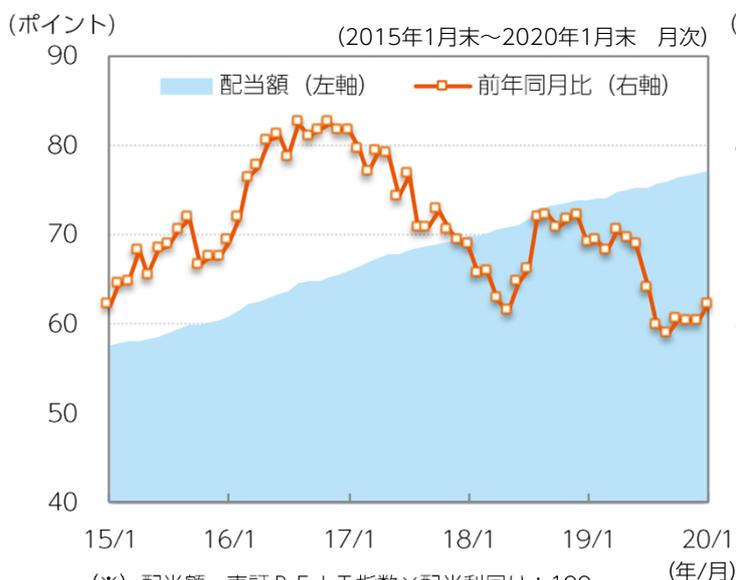


(※) 2020年は1月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

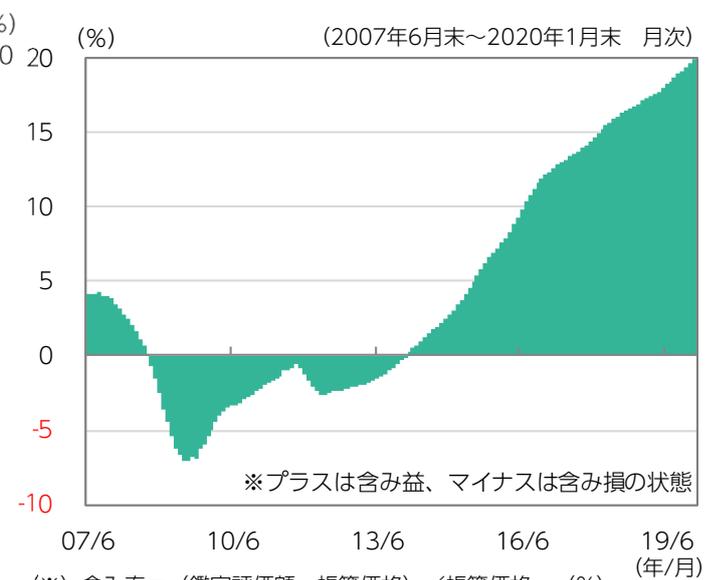
- 2020年1月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比4.4%増となりました。伸び率は2019年9月の同3.8%増を直近ボトムに改善傾向となっています。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に再び5%を超える伸び率に回復するのか注目されます。
- 2020年1月末（2019年11月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は20.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆6,694億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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

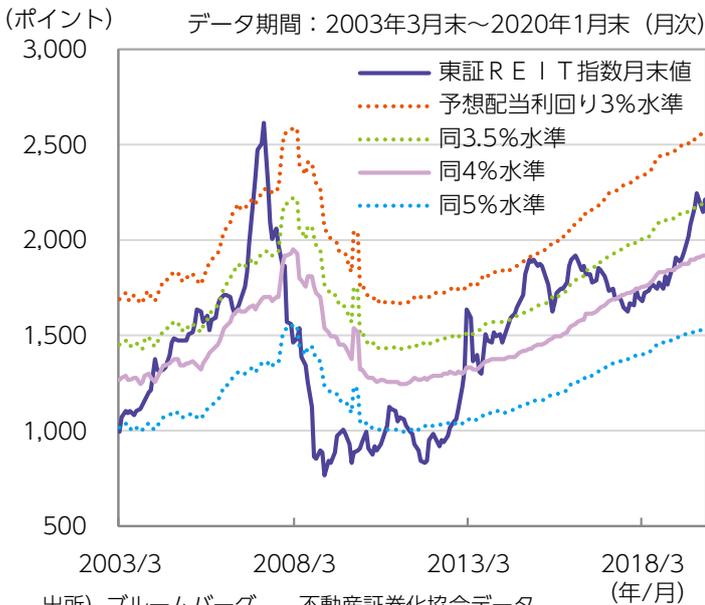


(※) 含み率 = (鑑定評価額－帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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1月末の東証REIT指数は2,215.67ポイントと、予想配当利回り3.5%の水準（2,203ポイント）とほぼ同程度となっています。尚、予想配当利回り3.0%水準は2,570ポイント、同4.0%水準は1,928ポイントです。
- 2020年1月末のNAV倍率は1.23倍と、過去平均の1.17倍を上回っています。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



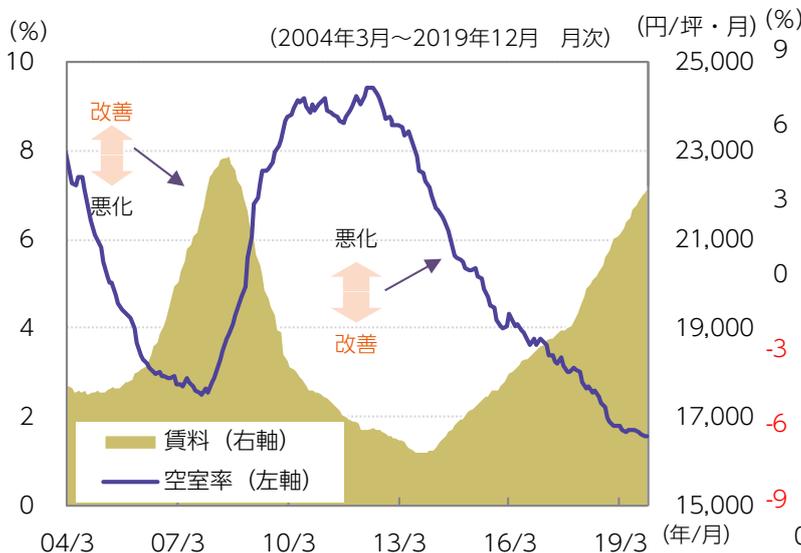
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



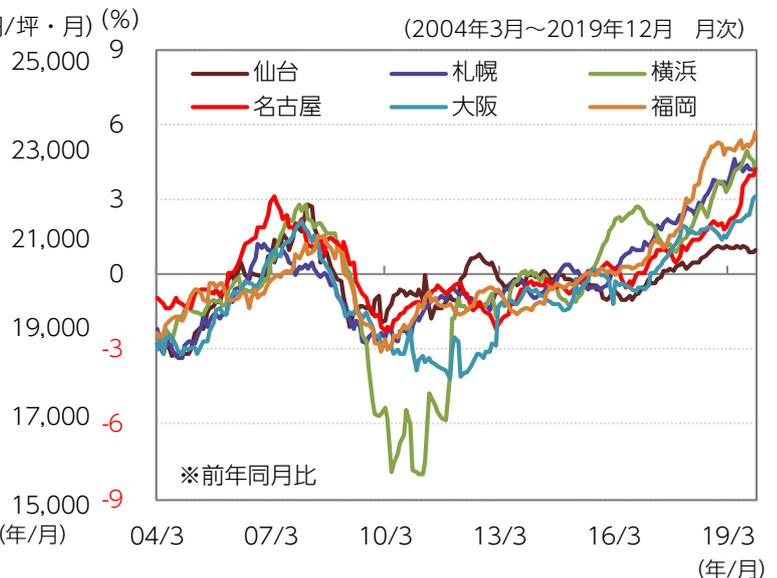
(8) 不動産市況

- 2019年12月の都心5区のオフィス空室率は1.55%と前月比0.01%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22,206円で、前年同月比6.3%増加しました。賃料は前月比で72カ月、前年同月比で68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。大阪や名古屋のオフィス賃料が増加傾向を続ける一方、横浜や仙台等は一服状態となっています。

【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



【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/>