

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2021年1月号)
(1) J-REIT市場の前月の動向
【指数の動き】

- 2020年12月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、英米等で新型コロナウイルスのワクチン接種が開始され、経済活動が正常化に向かうとの期待が高まったことや、米政権・議会による9,000億ドル (約93兆円) 規模の追加経済対策が成立したこと等を支援材料に上昇し、前月末比+5.68%の1,783.90ポイントで引けました。月末値としては新型コロナウイルスの感染が世界的に広がる前の2020年2月末以来の高値となりました。2020年年間では-16.85%と3年ぶりに下落しました【図表1】。
- セクター別のパフォーマンスは、オフィスが前月末比+6.81%、住宅が同+3.69%、商業・物流等が同+5.06%と、11月に続いて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。オフィスの11~12月累計の上昇率は+14.12%と、東証REIT指数の同+9.08%を上回りました。尚、2020年年間では、オフィスが-23.72%、住宅が-13.94%、商業・物流等が-9.68%となりました。ネット通販の拡大による需要増加見通し等を背景に、物流施設リートが堅調であったこと等から、商業・物流等セクターの下落率が最も小さくなりました。

【市場規模・売買代金】

- 時価総額は14.40兆円と、前月末比8,511億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は543億円で、前月比5.4%減少しました【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4.06%、10年国債金利はプラス0.021%、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4.04% (前月より0.15%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)

- 12月8日：政府は8日の臨時閣議で、事業規模73.6兆円の追加経済対策を決定
- 8日：英国がワクチン接種開始。80歳以上や高齢者介護施設の職員等が対象
- 10日：三鬼商事が11月都心5区オフィス市況を発表。空室率は4.33%と前月比0.40%上昇【図表18】
- 14日：政府は「Go To トラベル」を12月28日から21年1月11日まで全国一斉に停止することを決定

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 2021年1月のJ-REIT (東証REIT指数) は、1月7日の緊急事態宣言 (対象期間は1月8日~2月7日) 発令による商業施設リート等の業績悪化を懸念した売り等に押される場面も想定されますが、以下の理由から下値は限られると見ています。緊急事態宣言発令の効果が現われ、新型コロナウイルスの感染拡大にピークアウトの兆し等が出始めれば、発令解除期待等からJ-REITは回復基調を取り戻すものと思われる。菅首相は年頭の記者会見で、2月下旬までにワクチン接種を開始すると述べていますが、その具体的なスケジュール等が明らかとなれば、経済活動の正常化期待の高まり等を背景にJ-REITは回復の勢いを強め、1,850ポイント近辺まで上昇することも想定されます。尚、新規感染者数等が減らず、緊急事態宣言の期間延長の可能性が浮上する場合には、調整局面入りすることも考えられます。

- ① 前回 (4月7日~5月25日) の緊急事態宣言では、対象区域が最終的には全国に拡大されたのに対し、今回は東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県に限定されていること、営業・施設制限の対象が前回は飲食店やホテル、劇場等広範囲に及んだのに対し、今回は飲食店への時短要請が中心であること等から判断して、経済やJ-REIT業績等への影響は前回に比べて限定的なものになると思われること
- ② 「Go To トラベル」の2021年6月までの延長を含む事業規模73.6兆円の追加経済対策の発動が、緊急事態宣言発令が経済に与えるダメージを緩和すると見られること
- ③ 12月に英米等で医療関係従事者等に開始されたワクチン接種の対象範囲が今後一般にも広がり、世界的な経済活動の正常化期待が高まると考えられること
- ④ イールド・スプレッド水準【図表4】や、TOPIXとのパフォーマンス格差【図表1、2、11】等から判断して、足元のJ-REITは割安感や出遅れ感の強い状態にあると見られること

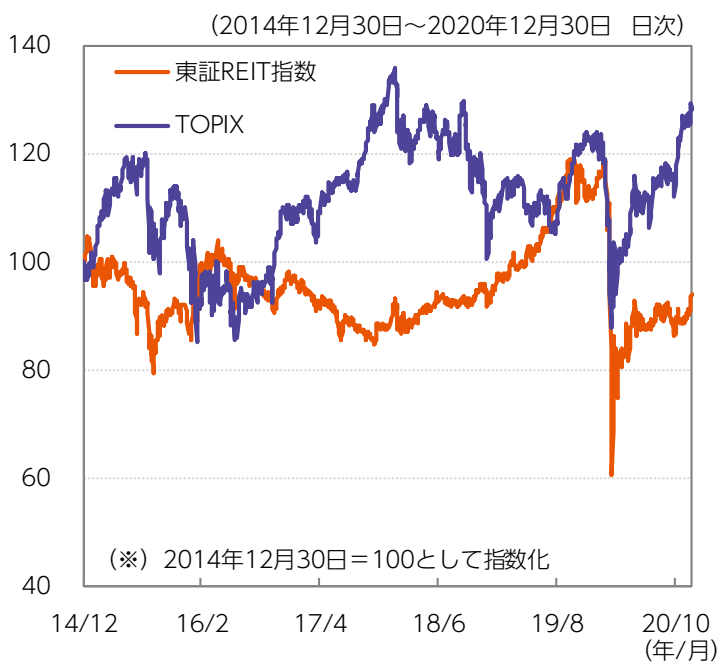
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年12月30日時点)

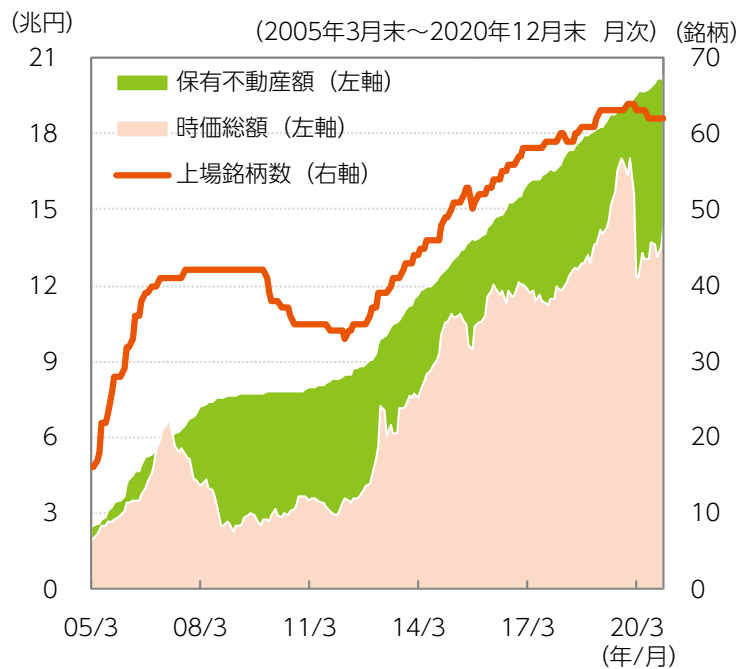
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	5.68	-16.85	20.94
	TOPIX	2.84	4.84	15.21
	差	2.85	-21.69	5.73
配当込み	東証REIT指数	6.02	-13.38	25.58
	TOPIX	2.97	7.39	18.12
	差	3.06	-20.77	7.46

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



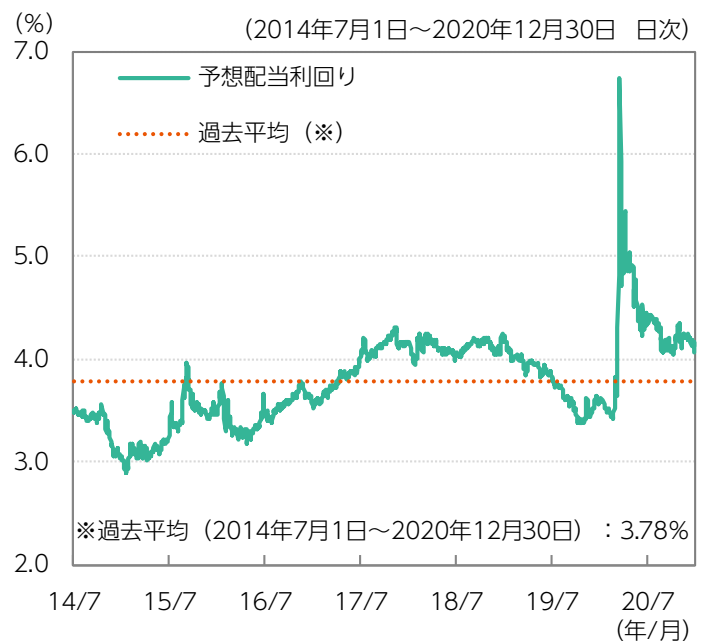
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

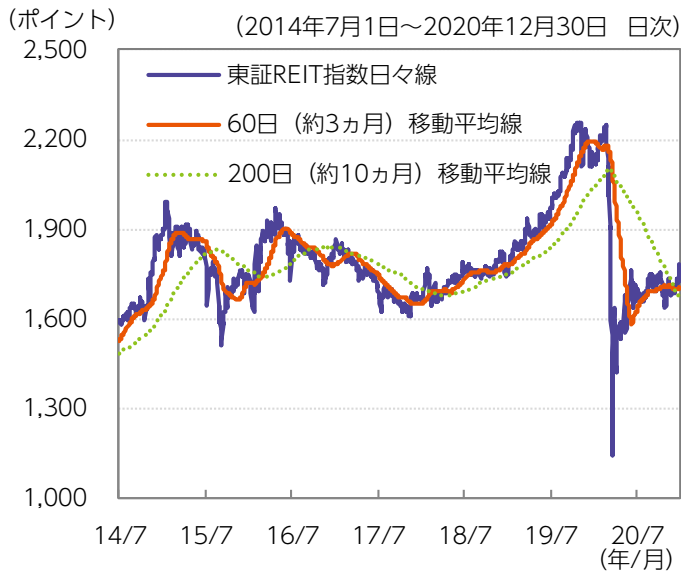


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

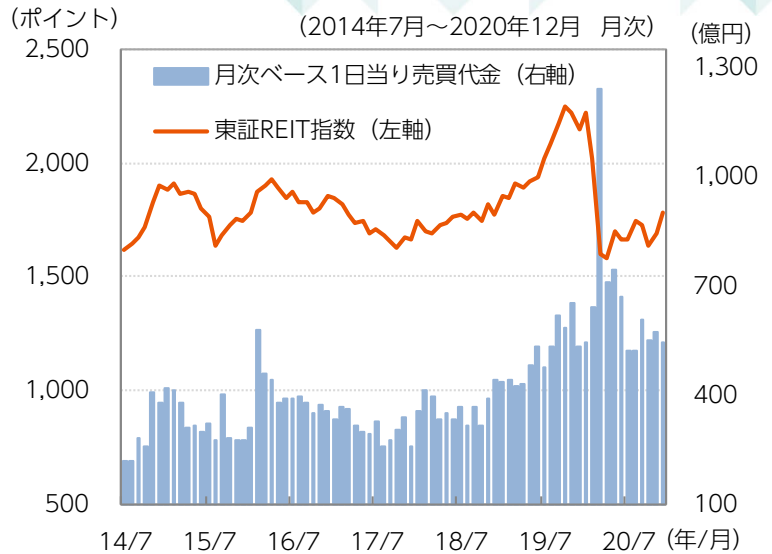


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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<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	13	-253	452	-199	-786	191	-1,376

※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
2020年11月	33	17	54	-41	-191	73	-79

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

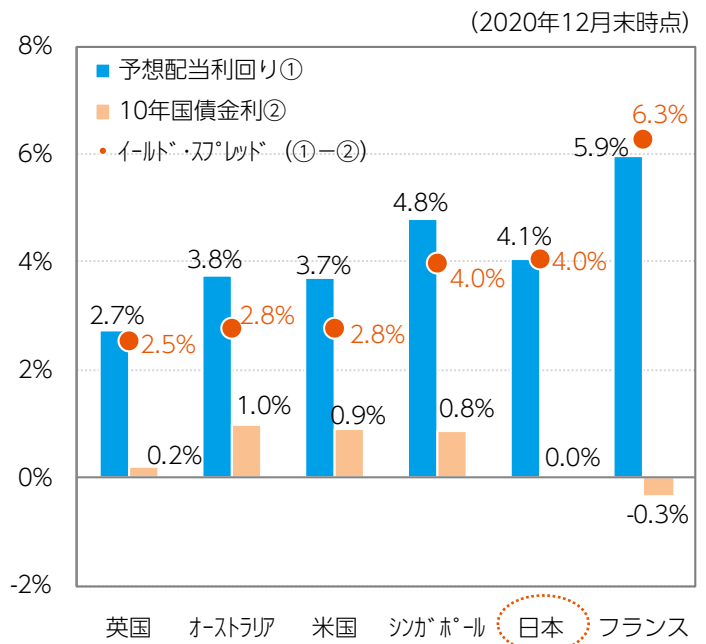
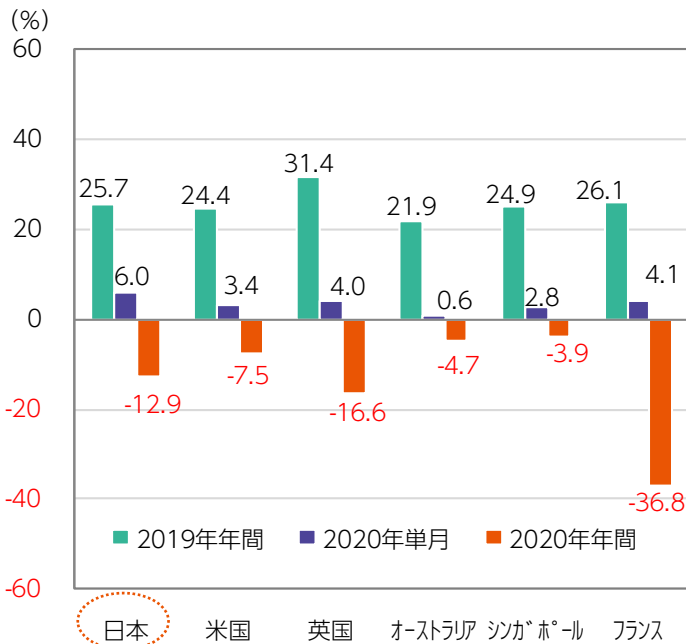
- 2020年12月の買入れ額は24億円 (1回当たり12億円)、2020年年間では1,147億円、年間の買入れ目途1,800億円に対する消化率は64%となりました。新型コロナウイルスの感染拡大でJ-REITが大きく調整した3月と4月に合計で515億円買入れました。
- 日銀は12月18日の金融政策決定会合で、J-REIT及びETF (上場投信) について、当面は、それぞれ年間約1,800億円、年間約12兆円に相当する残高増加ペースを上限に買入れを行うことを決めました。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2020年12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、11月に続いて全市場が前月末比で上昇しました。日本（J-REIT）の上昇率が最も大きくなりました【図表9】。2020年12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12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11月末より縮小しました。しかし、依然として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年頃以来の乖離幅となっています。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

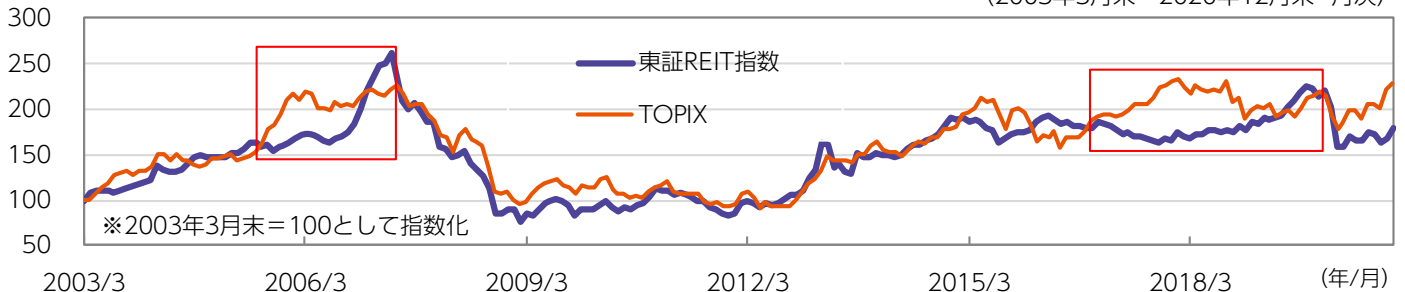


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

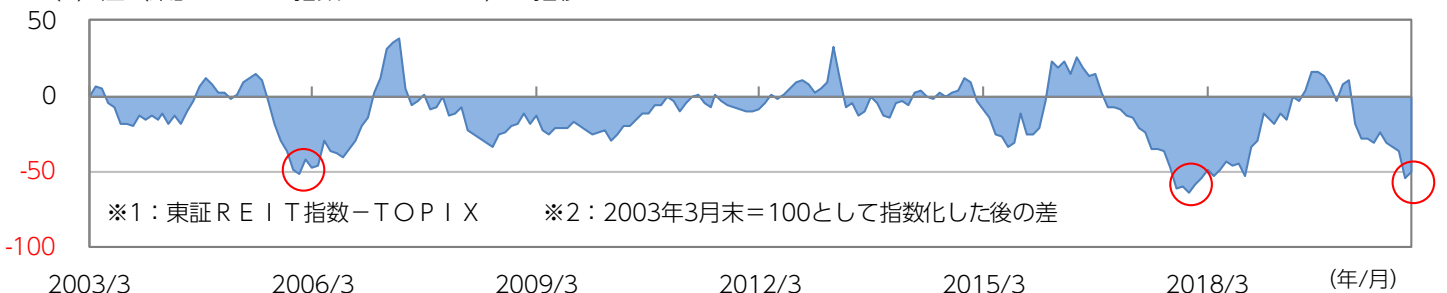
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2020年12月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

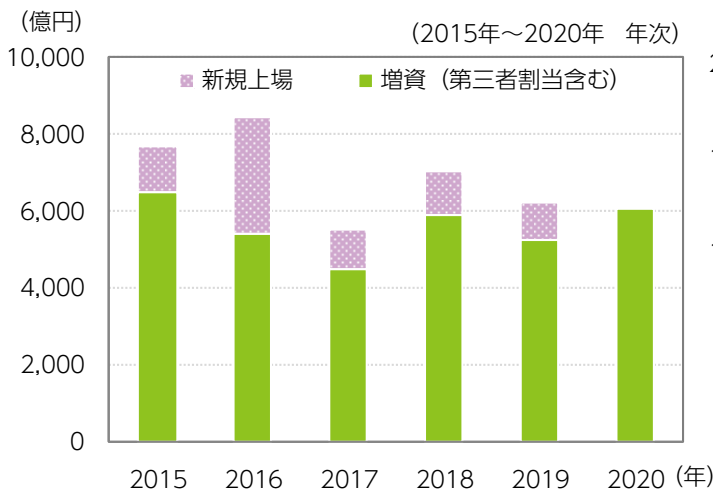


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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12月は1件の公募増資（資金調達額は102億円）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2020年間で6,050億円と、前年比3.1%減少しました。
- 2020年12月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比71.5%増の1,963億円でした。2020年年間では1兆3,915億円と前年比2.2%減少しました。12月取得額の内訳は、物流施設：63%、オフィス：26%、住宅：7%等となっています。

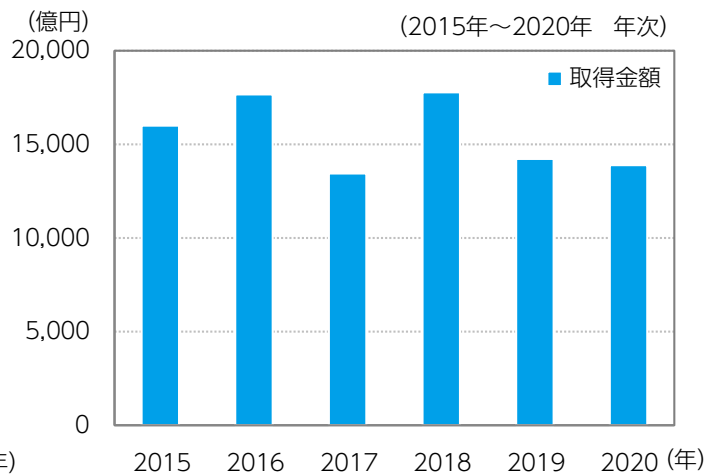
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



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

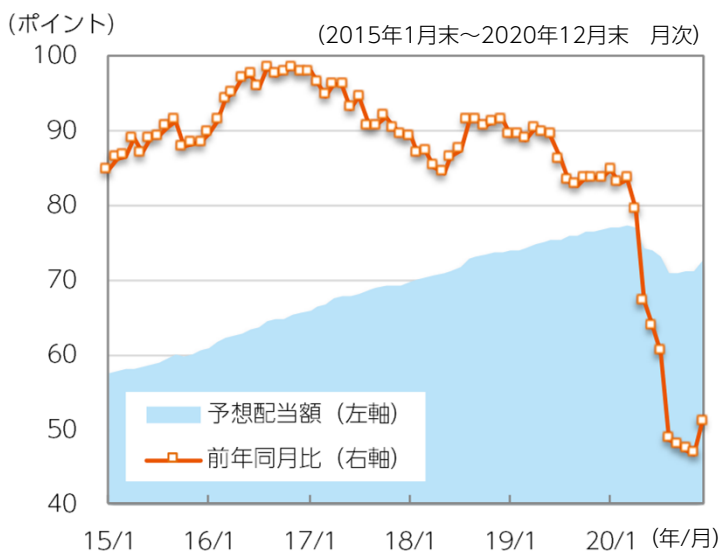
【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

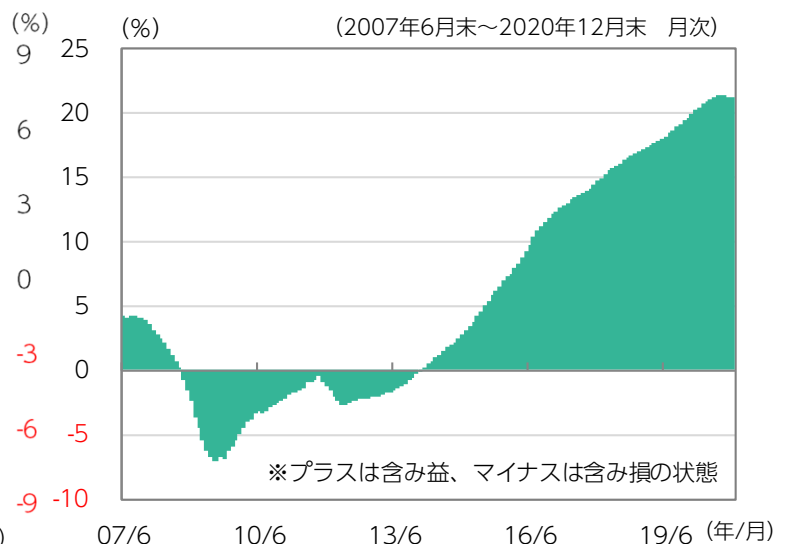
- 2020年12月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比5.7%減となりました。減少は8ヵ月連続ですが、マイナス幅は11月より縮小しています。前月末比では1.7%増と4ヵ月連続で増加しています。
- 2020年12月末（2020年10月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.3%、また含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,955億円となりました。含み益額は2020年10月の3兆9,863億円を上回り、過去最高となりました。

【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

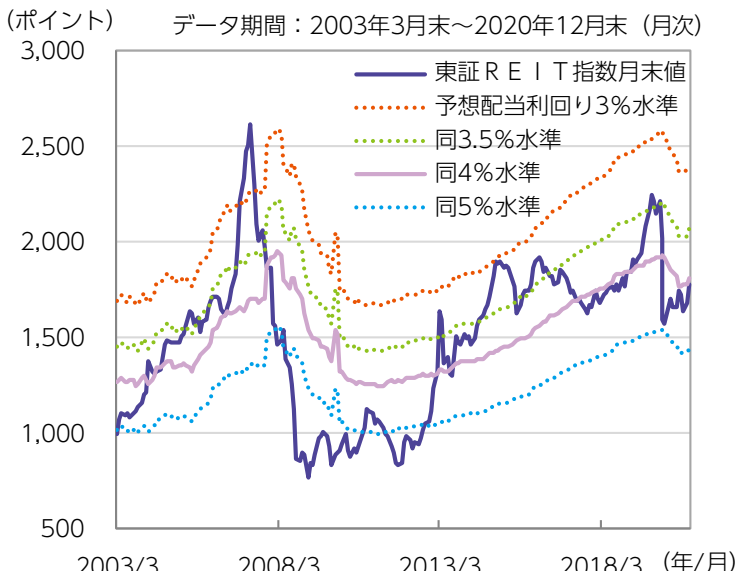


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

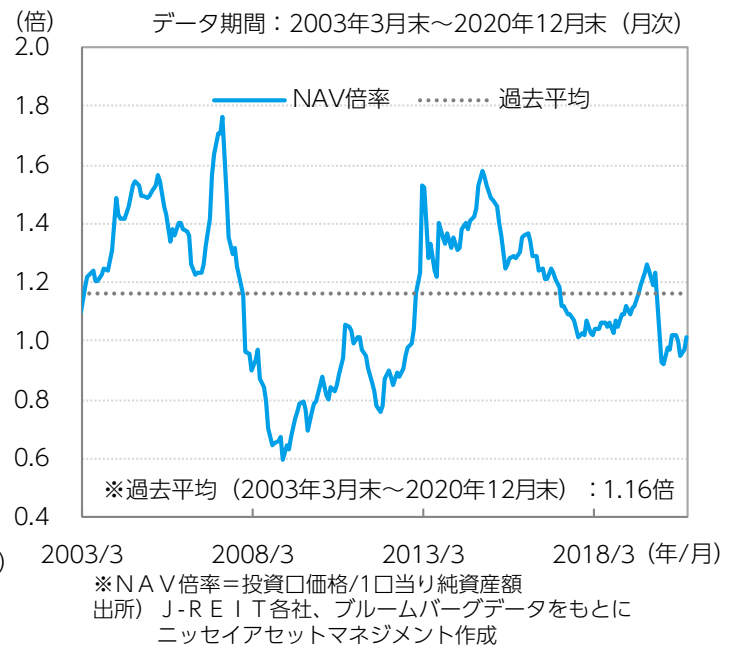
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 2020年12月末の東証REIT指数は1,783.90ポイントと前月末比5.68%上昇しました。2021年1月も上昇基調が続き、予想配当利回り4%水準である1,811ポイントを目指す動きとなるのか注目されます。
- 2020年12月末のNAV倍率は1.01倍と、解散価値水準とされる1.0倍を回復しましたが、過去平均(2003年3月末～2020年12月末)値である1.16倍は下回っています。尚、NAV倍率1.16倍の東証REIT指数水準は2,045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



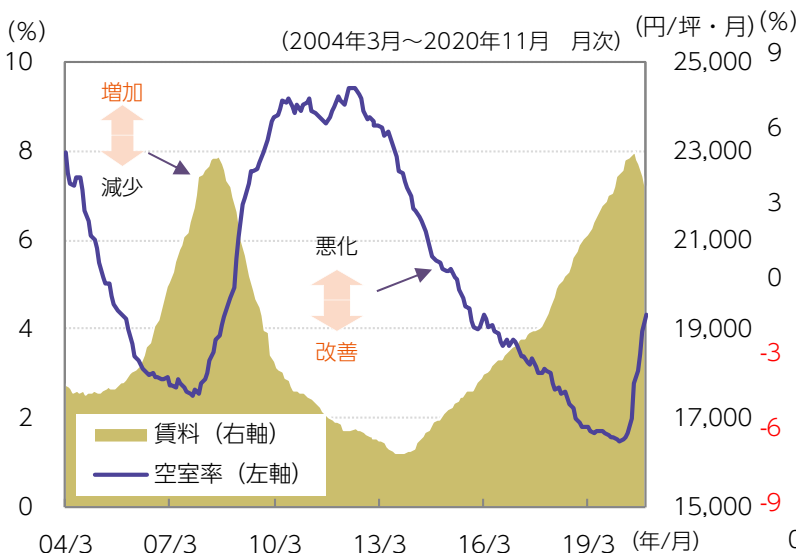
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



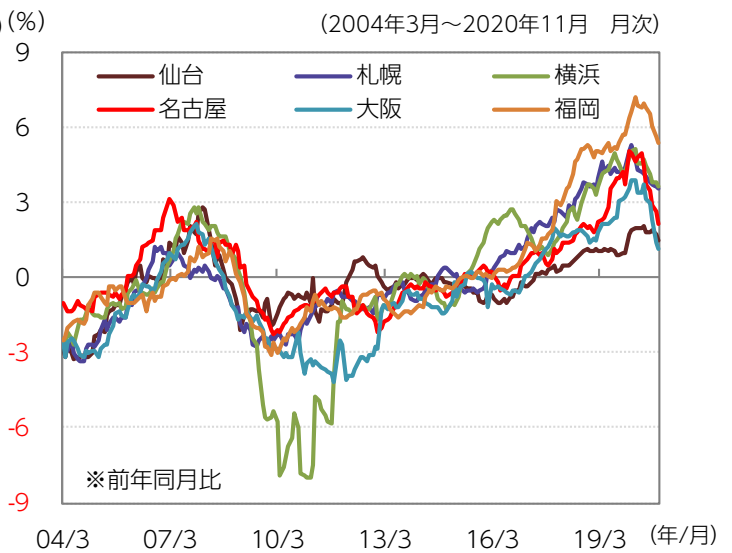
(8) 不動産市況

- 2020年11月の都心5区のオフィス空室率は4.33%と、10月より0.40%上昇し、2016年3月の4.34%以来の高水準となりました。11月の坪当たり月額賃料は22,223円で、前月比0.94%減少しました。減少は4ヵ月連続です。前年同月比では0.71%増で、増加は79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



【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/>