

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2021年3月号)
(1) J-REIT市場の前月の動向
【指数の動き】

- 2月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、前月末比+4.48%と4ヵ月連続で上昇し【図表1】、月末値としては2020年2月の2,017.50ポイント以来の高水準となる1,929.15ポイントで引けました。新型コロナウイルスワクチンの接種普及による経済活動の正常化期待を背景に、中旬頃まで上昇基調で推移し、取引時間中に一時2,000ポイント台を回復する場面もありました。しかし、月末にかけては10年国債金利が一時約5年ぶりの水準に急上昇したこと等が嫌気され、下落傾向となりました。セクター別では、オフィスが前月末比+4.75%、住宅が同+5.26%、商業・物流等が同+4.03%と、相対的に業績が安定しているとされる住宅が上昇率トップとなりました。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は15.46兆円と、前月末比5,390億円増加しました。銘柄数はMCUBS MidCityと日本リテールファンドの合併によって1銘柄減少し、61銘柄となりました【図表3】。1日当り売買代金は622億円と、前月比37.3%増加し、2020年6月の668億円以来の高水準を記録しました【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3.70%、10年国債金利はプラス0.162%、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3.54%と前月末より0.29%縮小し、2019年11月の3.52%以来の低水準となりました【図表4、5】。

【主なトピックス】 (各種情報をもとに作成)

- ・ 2月2日：緊急事態宣言、3月7日まで延長 (発令中の11都府県のうち栃木県を除く10都府県)
- ・ 10日：三鬼商事が1月都心5区オフィス市況を発表。空室率は4.82%と前月比0.33%上昇【図表18】
- ・ 17日：医療従事者ら約4万人を対象に、新型コロナウイルスワクチンの先行接種が始まる

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 3月のJ-REIT (東証REIT指数) は、新型コロナウイルスワクチンの接種普及による経済活動の正常化見通し、株式に比した出遅れ感【図表2、11】、3回目となるFTSE指数へのJ-REIT組入れに伴う需給改善期待等が支援材料となる一方、金利の先行きに対する懸念が重荷となり、2月末終値を中心にボックス圏で推移するものと思われます。
- 2月に医療従事者を対象に始まったワクチン接種は4月以降の高齢者向けの実施に伴い本格化する予定です。ワクチンの接種普及により経済活動が正常化に向かうとの見方が強まれば、商業施設リート等J-REITの業績回復期待につながるものと思われます。2021年2月末時点で、日経平均株価が約30年半ぶりの高値に上昇しているのに対し、東証REIT指数はコロナ禍前の高値を10%強下回った水準に止まっています。高値警戒感が強くなりつつあると思われる株式を避け、資金がJ-REITに向かうことも考えられます。3月はFTSE指数へのJ-REITの3回目の組入れが行われます (2020年9月から2021年6月まで3ヵ月毎に計4回実施)。700億円程度の資金がJ-REITに流入すると見られており、需給の改善が進む可能性もあります。
- 一方、金利の先行きに対する懸念がJ-REITの重荷となりそうです。2月26日に一時0.175%と約5年ぶりの高水準を付ける等、国内10年国債金利が急上昇しています。金利が上昇する局面では一般的に配当利回りの魅力が薄れ、J-REITは売られやすくなります。日銀が3月18~19日の金融政策決定会合で発表する予定の政策点検で、現在0%から上下0.2%程度としている長期金利の変動許容幅を拡大するとの見方が金利上昇に影響を与えているものと思われます。しかし、足元の消費者物価や個人消費動向等に照らして、一段の金利上昇を現時点で日銀が容認するとは考えにくく、また、2月26日の衆院財務金融委員会で黒田総裁が、「現在は新型コロナウイルス感染症が経済に打撃を与えており、長期金利を誘導目標のゼロ%程度から上げていくことはない」と発言したこと等から判断して、許容変動幅は据え置かれるものと見ています。政策点検の発表等をきっかけに、10年国債金利は徐々に落ち着きを取り戻し、J-REITに好影響を与えるものと思われますが、それまでは金利の先行きに対する警戒感が重荷となりそうです。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

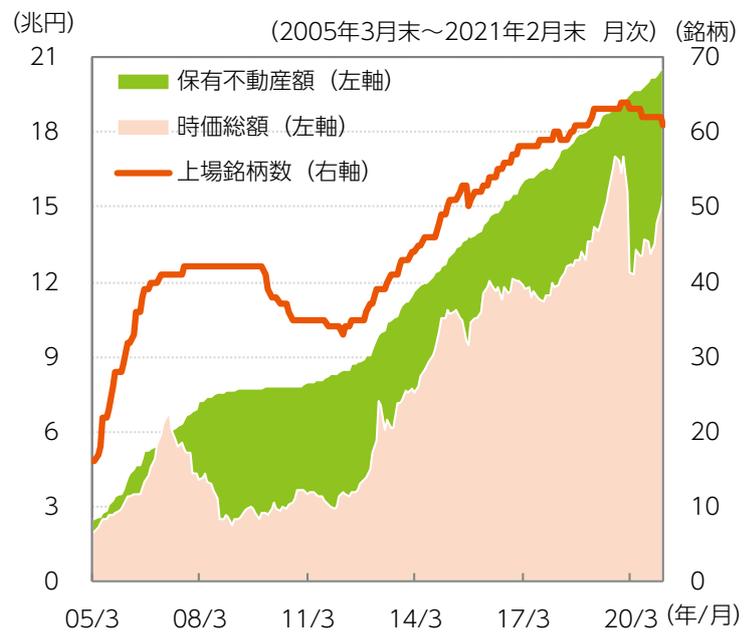
(2021年2月26日時点)

(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	4.48	8.14	-16.85
	TOPIX	3.08	3.31	4.84
	差	1.40	4.83	-21.69
配当込み	東証REIT指数	5.08	9.14	-13.38
	TOPIX	3.12	3.36	7.39
	差	1.96	5.79	-20.77

【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)
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	40	-23	530	-211	-1,211	410	-1,170
2021年	-6	186	-72	4	-122	-302	159

※2021年は判明月まで反映

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
2020年12月	27	230	78	-13	-424	218	206
2021年1月	-6	186	-72	4	-122	-302	159

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

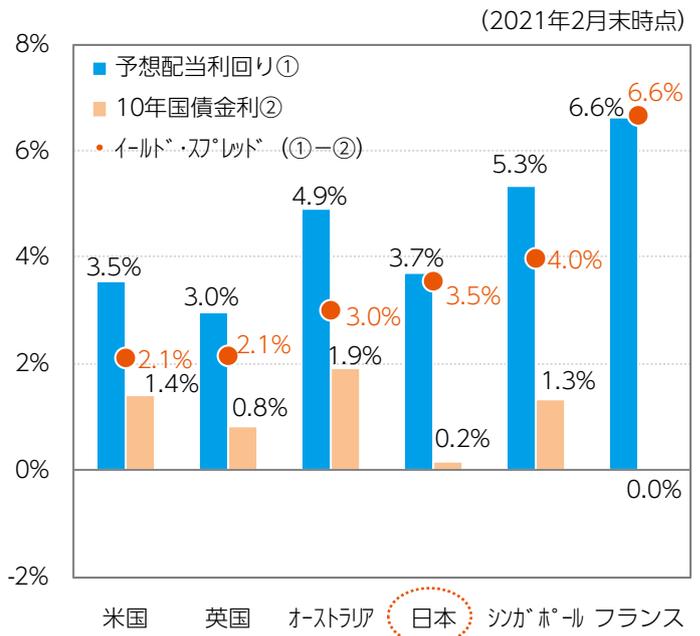
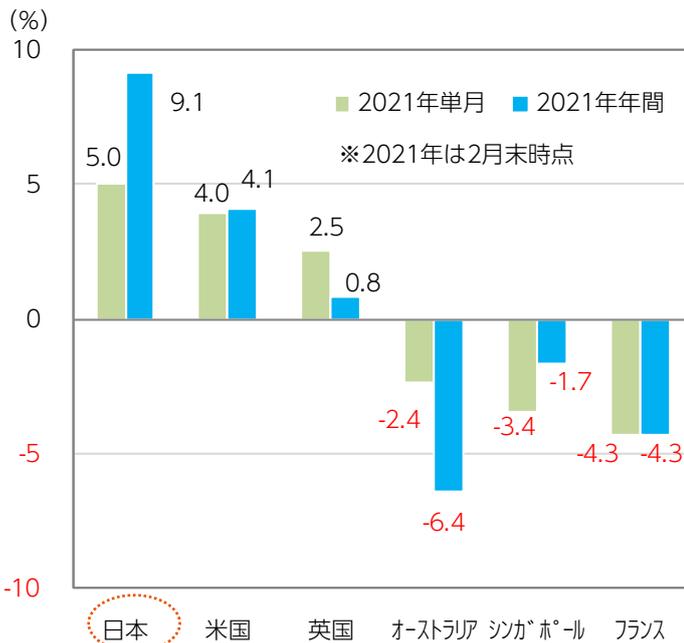
- 2月は24億円買入れました。1回当りの買入額は12億円と、1月の9億円から増額され、2020年12月までの金額に戻りました。1～2月累計の買入額は51億円となりました。
- 日銀は2020年12月18日、新型コロナウイルスの影響によって経済・物価への下押し圧力が長期間継続するとの見通しを踏まえ、効果的・持続的な金融緩和を実施していくための点検を行うと表明しました。その点検結果が3月18～19日の金融政策決定会合で公表される予定です。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2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、高安まちまちとなりました。上昇率トップは日本（J-REIT）、下落率トップはフランスでした。フランスは金利上昇や、新型コロナウイルス新規感染者数の増加傾向が続いていることが重荷となりました。年初来の上昇率トップは日本（J-REIT）、下落率トップはオーストラリアで、オーストラリアは豪州10年国債金利が一時的約1年10ヵ月ぶりの水準に急上昇したこと等が嫌気されました【図表9】。2月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国の中で3番目の大きさとなっています【図表10】。
- 2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3ヵ月連続で縮小しました。しかし、その乖離幅は依然として大きく、J-REITはTOPIXに対して出遅れ感の強い状態にあるように思われます【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

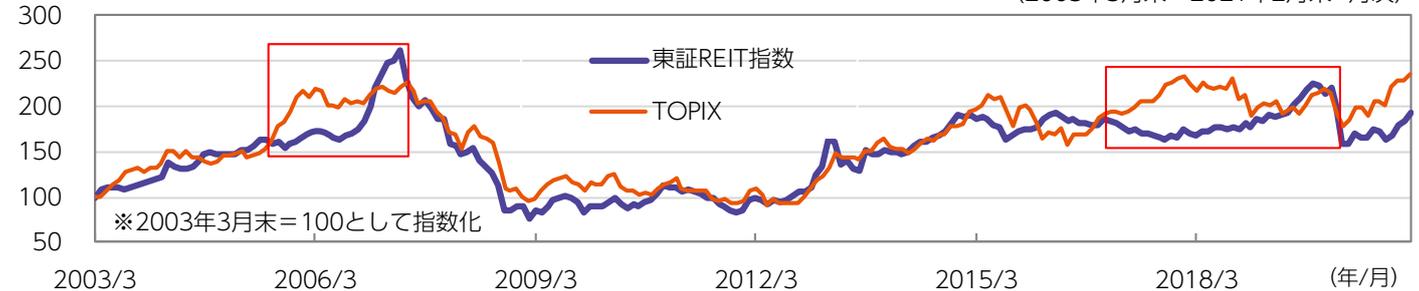


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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～2021年2月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

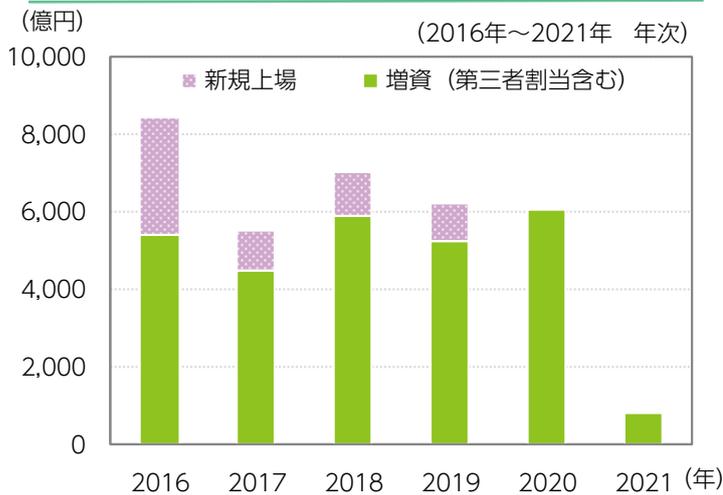


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

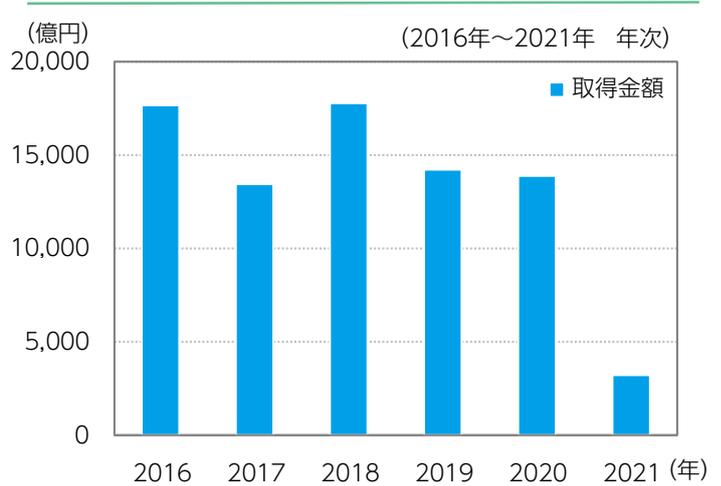
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 2月は2件の公募増資がありました。資金調達額は246億円と、前年同月比61%減少しました。
- 2月の物件取得額（受渡しベース）は751億円で、前年同月比60%減少しました。用途別の内訳は、物流施設が83%、住宅が16%、オフィスが2%となっています。年初来では3,219億円と、1月の日本ビルファンドによる新宿三井ビル（取得価格約1,700億円）取得の影響等により、前年同期比10%増加しています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）

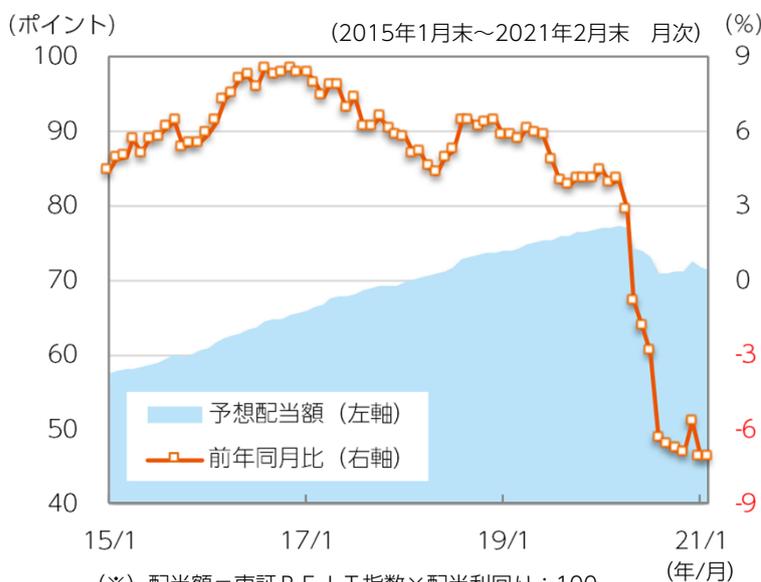


(※) 2021年は2月末時点 新規上場は上場月、増資は発表月ベース
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

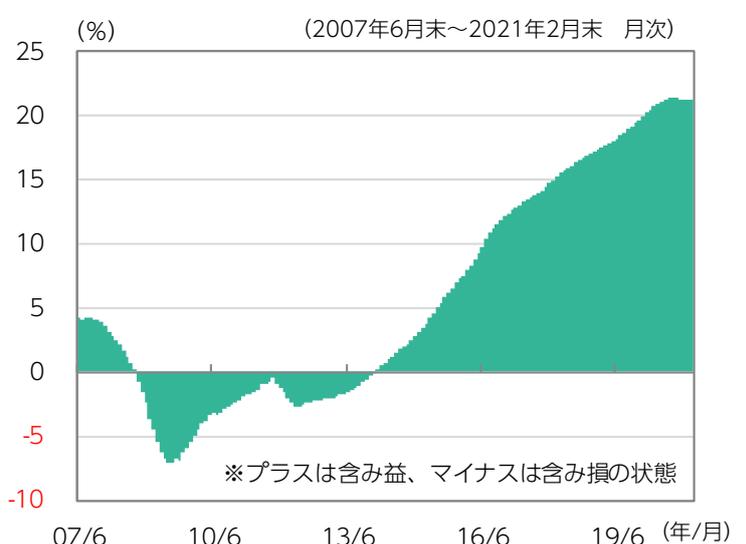
- 2月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比7.1%減となりました。前月末比では0.4%減と、2度目の緊急事態宣言発令を受けた商業施設リートやホテルリートの業績下方修正等により、2カ月連続で前月を下回りました。
- 2月末（2020年12月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.2%、また含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は4兆15億円と、過去最高を記録した2021年1月（4兆156億円）より減少したものの、2ヵ月連続で4兆円を上回りました。

【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

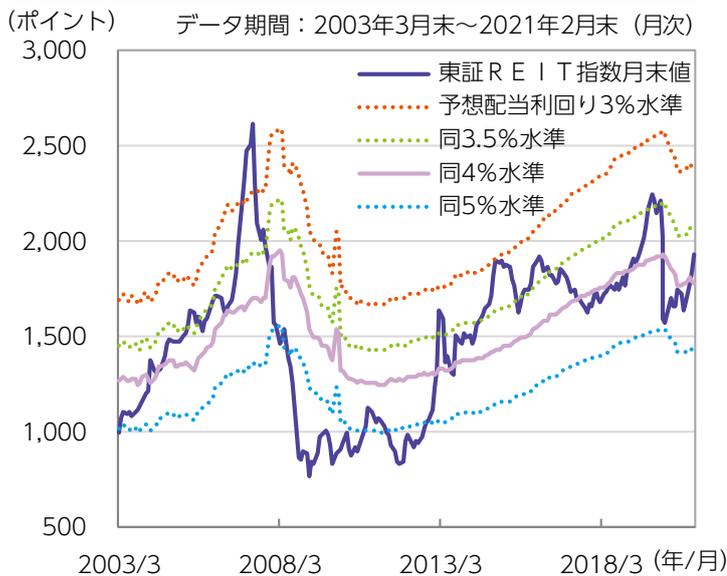


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

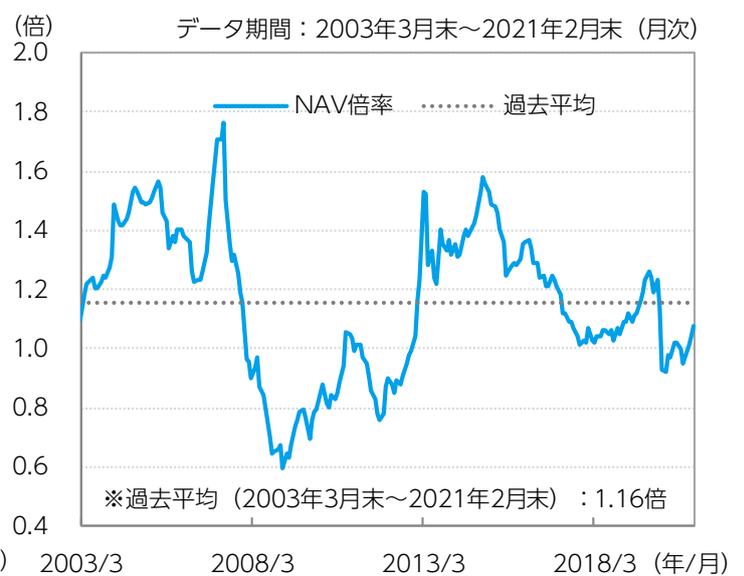
- 2月末の東証REIT指数は1,929.15ポイントと、予想配当利回り4.0%水準を2ヵ月連続で上回りました。3.5%水準である2,039ポイントを目指す動きとなるのか、注目されます。
- 2月末のNAV倍率は1.08倍となりました。1月末の1.04倍からは上昇したものの、過去平均（2003年3月末～2021年2月末）値である1.16倍を下回っています。尚、2月末時点のNAV倍率1.16倍の東証REIT指数水準は2,067ポイントです。

【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

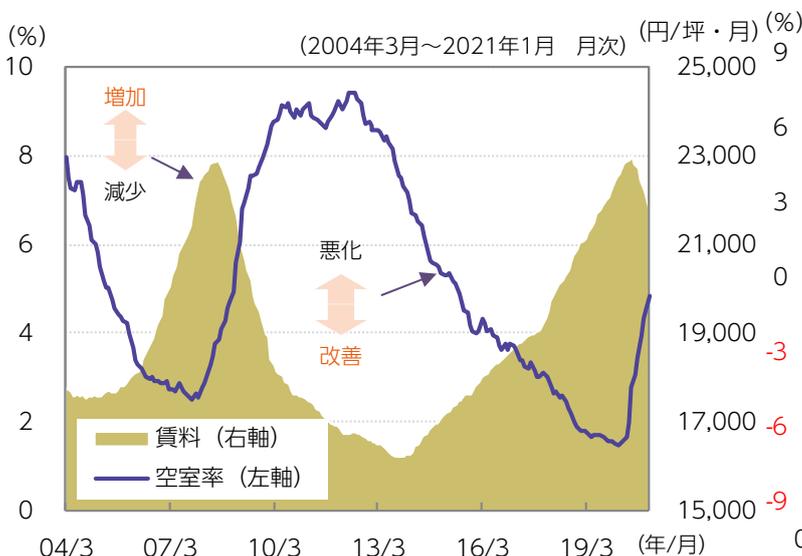


※NAV倍率=投資口価格/1口当たり純資産額
 出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
 ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

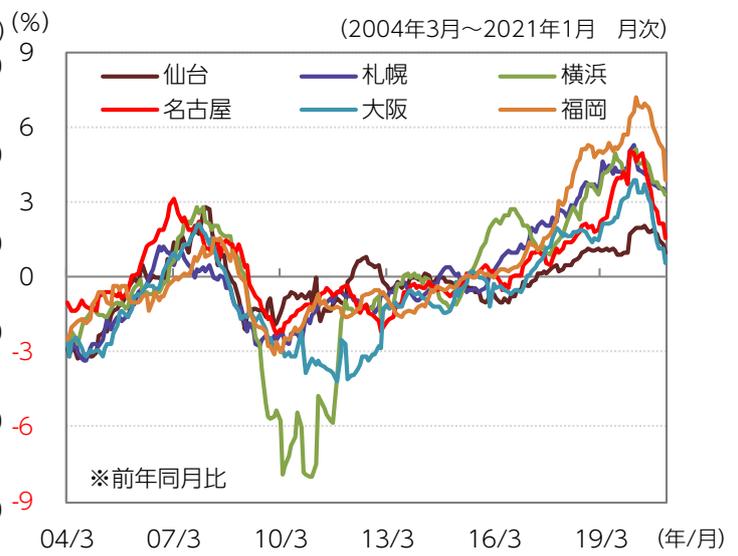
- 1月の都心5区のオフィス空室率は4.82%となりました。2020年12月より0.33%上昇し、2015年7月の4.89%以来の高水準となりました。1月の坪当たり月額賃料は21,846円で、直近のピークである2020年7月の23,014円からは5.1%減少しています。
- 主要地方都市の賃料は前年同月を上回って推移しているものの、増加率は鈍化傾向が続いています。

【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/>