

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2021年4月号)
(1) J-REIT市場の前月の動向
【指数の動き】

- 3月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、新型コロナウイルス感染に係る緊急事態宣言の全面解除による経済活動の正常化期待や、3月19日の日銀の金融政策決定会合結果を受けた金利の落ち着き等を背景に前月末比で4.35%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2,013.08ポイントで引けました。国土交通省が3月23日に発表した2021年1月1日時点の「地価公示」(公示地価)は【図表19】、ほぼ想定範囲内との見方から、J-REITへの影響は限られました。セクター別では、オフィスが前月末比+4.11%、住宅が同+7.01%、商業・物流等が同+3.97%と、相対的に業績が安定しているとされる住宅が2月に続いて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16.35兆円と、前月末比8,916億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は626億円となり、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3.56%、10年国債金利はプラス0.095%、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3.47%と前月末より0.07%縮小し、2016年5月末の3.43%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)

- ・ 3月11日：三鬼商事が2月都心5区オフィス市況を発表。空室率は5.24%と前月比0.42%上昇【図表18】
- ・ 17日：菅義偉首相が17日、緊急事態宣言を21日の期限をもって全面解除する方針を表明
- ・ 19日：日銀は19日の金融政策決定会合で、長期金利の許容変動幅を拡大すると共に、方針に明記

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 4月のJ-REIT (東証REIT指数) は、短期的な上昇ピッチの速さを懸念した売り等を消化しつつ、以下を支援材料に、概ね堅調な展開になるものと見ています。回復傾向を強めつつある米国REITがその勢いを増す場合等には、2,100ポイント台まで上昇することも想定されます。
- 足元で、新型コロナウイルス感染が再拡大する兆しが見え始めていますが、ワクチン接種の普及による経済活動正常化の流れは変わらないとの見方が下支えし、J-REITへの影響は限られると見ています。

① 景気回復期待の高まりとJ-REIT業績の先行きに対する懸念の後退

- ・ 日銀が4月1日発表した3月の全国企業短期経済観測調査(短観)で、大企業製造業の業況判断指数(DI)※は+5と前回の2020年12月調査から15ポイント上昇し、コロナ以前の2019年9月の水準に並びました。大企業非製造業は、製造業に比べて回復は遅れ気味ではあるものの、-1と4ポイント上昇しました。当短観結果やワクチン接種の普及による経済活動の正常化見通し等を背景に、国内景気の回復期待が一段と高まり、J-REIT業績の先行きに対する懸念が後退するものと思われる。※景況感が「良い」と答えた企業の割合から「悪い」と答えた企業の割合を引いた値

② 株式(TOPIX)に比べた出遅れ感【図表2、11】

- ・ 3月末の株式が約30年ぶりの高値に上昇しているのに対し、J-REITはコロナ禍前の高値を10%程度下回っています。投資資金が株式を避け、出遅れ感のあるJ-REITに向かうことも想定されます。

③ F T S E 指数への組入れに伴う需給の改善

- ・ 過去3回(20年9月、12月、21年3月)のF T S E 指数へのJ-REITの組入れに伴う売買で、戻り待ちの売り等が消化され、需給の改善が進んだものと思われる。尚、当組入れに伴う新規の資金流入額は3回合計で2,000億円程度との見方もあります。

④ 金利急上昇懸念の後退

- ・ 日銀は3月19日、金融緩和策の点検結果を公表し、これまで0%を中心に「±0.1%の倍程度」としていた長期金利の許容変動幅を「±0.25%程度」に拡大すると共に、その方針を声明に盛り込みました。具体的な数値が明記されたことで、金利の上昇余地は限られるとの見方が増えることが想定されます。

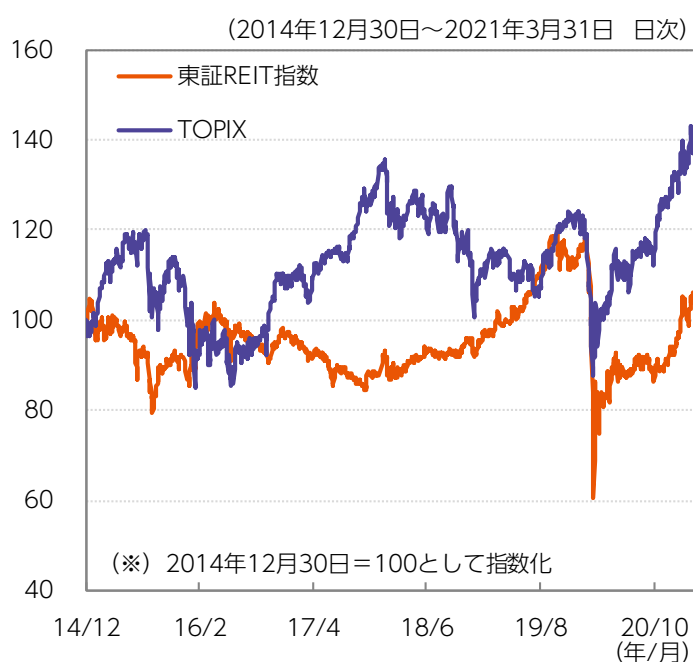
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2021年3月31日時点)

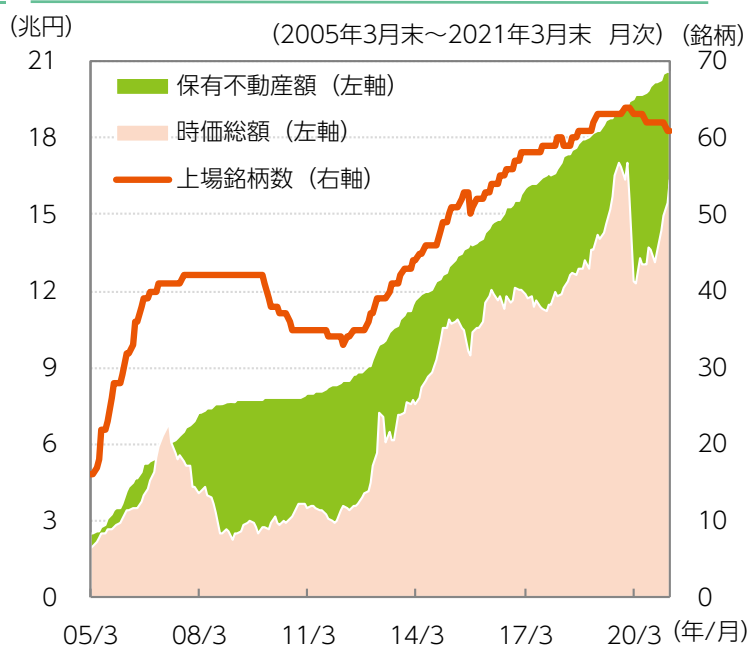
(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	4.35	12.85	-16.85
	TOPIX	4.80	8.27	4.84
	差	-0.45	4.57	-21.69
配当込み	東証REIT指数	4.56	14.13	-13.38
	TOPIX	5.71	9.25	7.39
	差	-1.14	4.87	-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

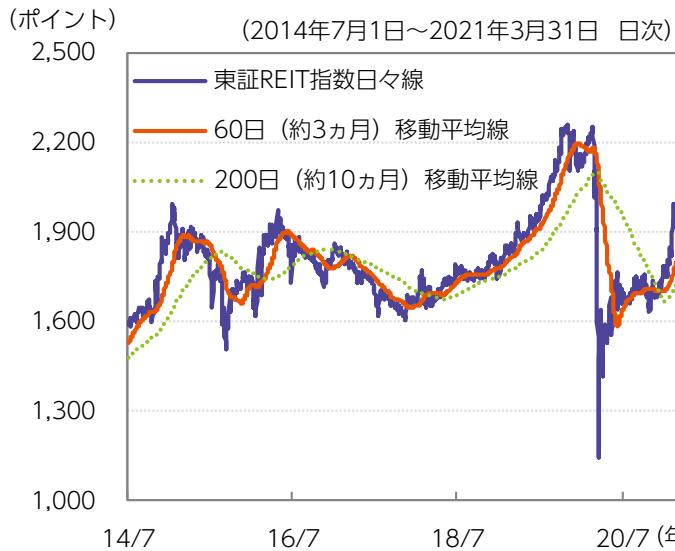


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

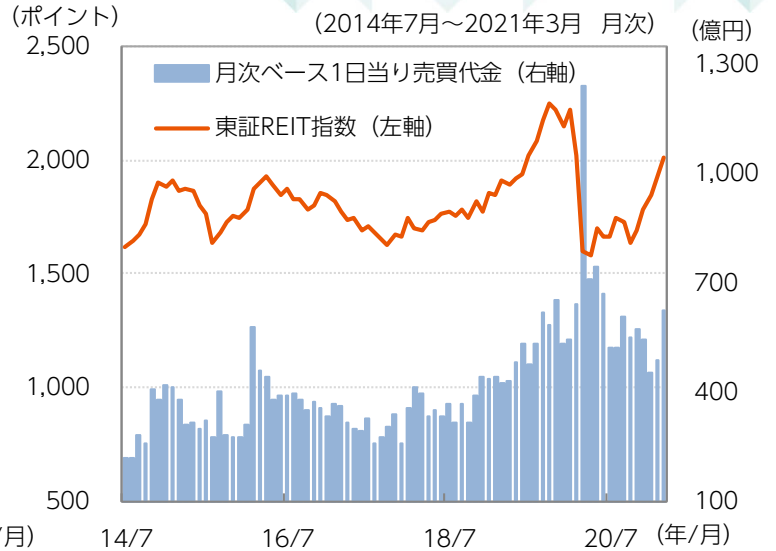


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	19	242	-193	60	-305	69	191

※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
2021年2月	26	56	-121	56	-183	371	32

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

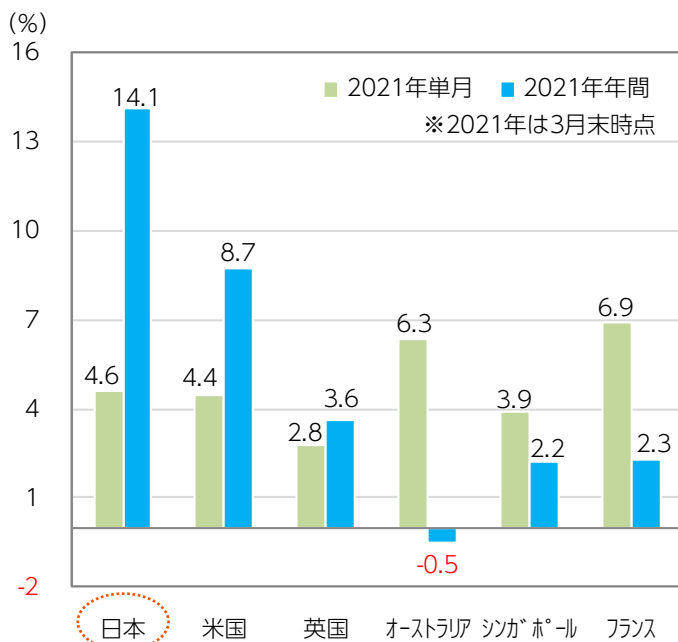
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 3月は1回、9億円の買入れに止まりました。1～3月累計では60億円となりました。
- 日銀は3月19日の金融政策決定会合で金融緩和策の点検結果を公表し、長期金利の許容変動幅を拡大しました。J-REITの買入れについては、上限の年1,800億円は継続する一方、原則年900億円の目安は削除、また、ETF(上場投資信託)については、買入れ対象をTOPIX連動型に限定すると共に、上限の年12兆円は継続する一方、原則年6兆円の目安は削除しました。

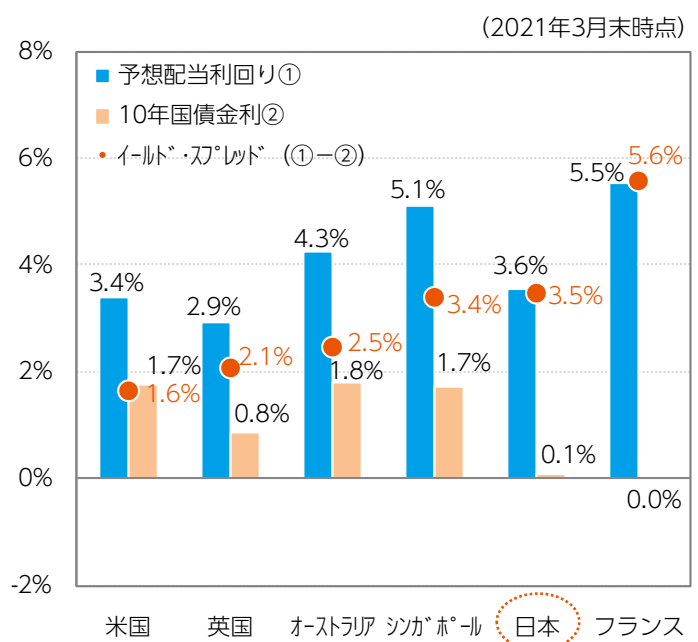
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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、すべて上昇しました。上昇率トップはフランスで、他市場に比べた出遅れ感や大手商業施設リートの業績底打ち期待等が支援材料となりました。年初来では日本（J-REIT）がトップとなっています【図表9】。
- 3月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国の中では2番目の大きさです。予想配当利回りが最も高いのはフランスです【図表10】。
- 東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は2020年11月末以降、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年頃とほぼ同等の大きさに拡大しています。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



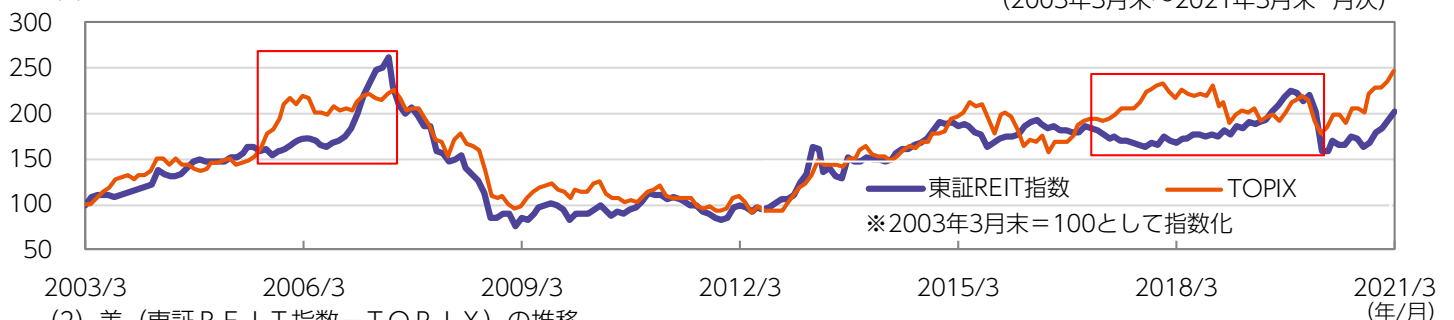
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(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



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

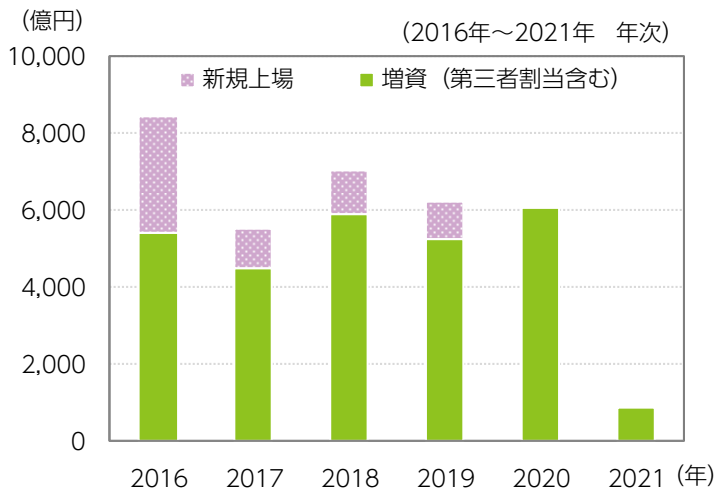


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

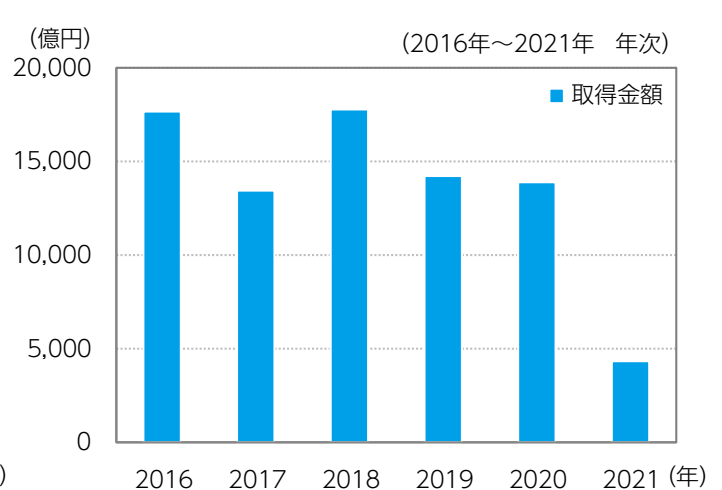
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 3月は1件の公募増資と1件の第三者割当増資、合計70億円の資金調達がありました。1～3月累計では883億円と、前年同期比で52%減少しています。J-REIT市場の回復による資金調達環境の改善等で、物件取得のための公募増資が今後増加する可能性もあります。
- 3月の物件取得額（受渡しベース）は1,141億円で、前年同月比で37%減少しました。用途別の内訳は、オフィスが38%、物流施設が34%、底地が14%等となっています。1～3月累計では4,367億円と、前年同期比8%減となっています。

【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）

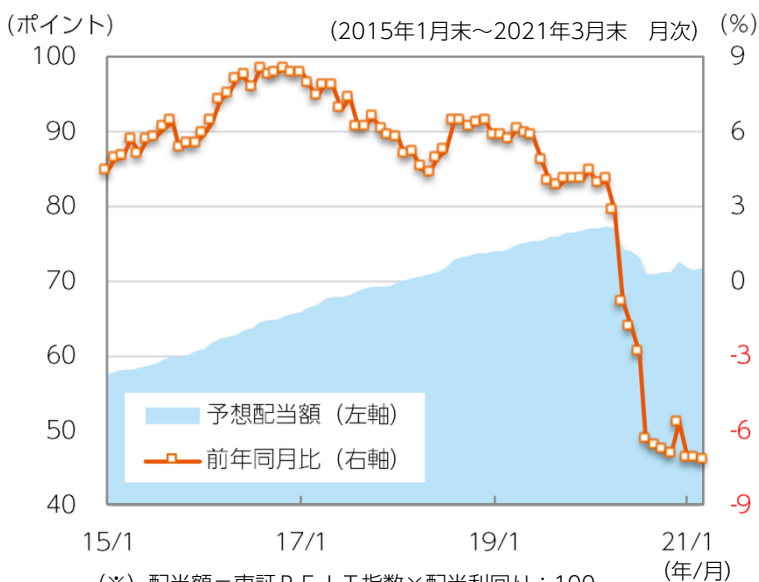


(※) 2021年は3月末時点 新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2021年は3月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

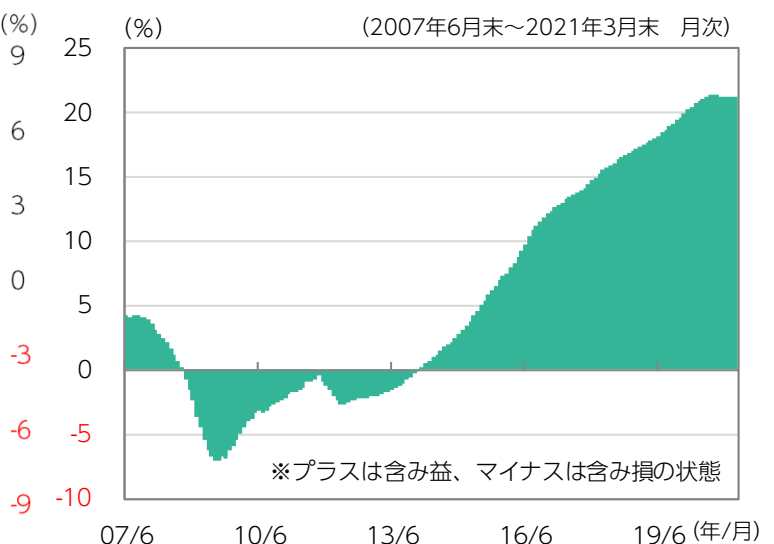
- 3月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比7.2%減となりました。前月末比では0.4%増と、一部オフィスリートの業績見通しの上方修正により、3カ月ぶりに増加に転じました。
- 3月末（2021年1月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.2%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は過去最大の4兆628億円となりました。コロナ禍にも拘わらず、J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）上昇は続いているようです。

【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

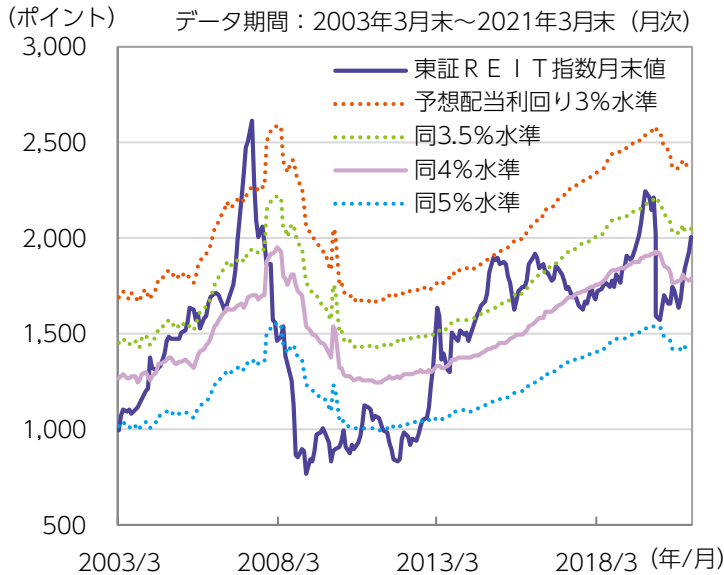


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

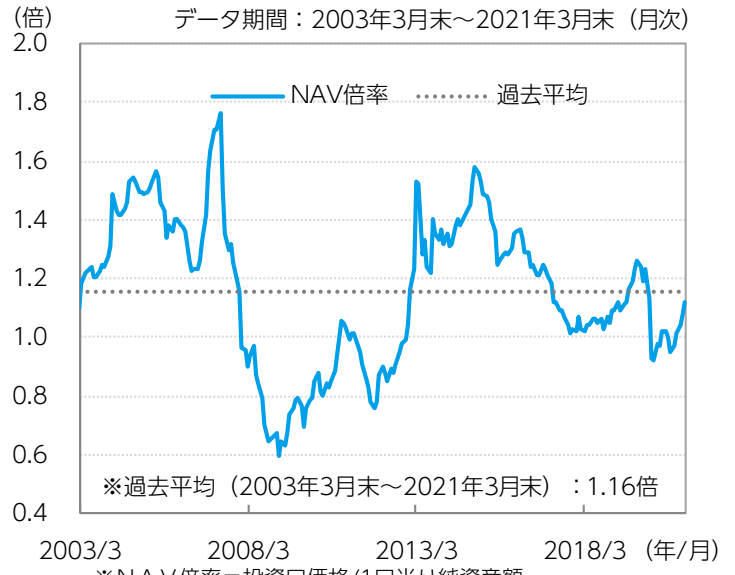
- 3月末の東証REIT指数は2,013.08ポイントと、3.5%水準である2,048ポイントに接近しました。
- 3月末のNAV倍率は1.12倍となりました。2月末の1.08倍からは上昇したものの、過去平均（2003年3月末～2021年3月末）値である1.16倍を下回っています。尚、3月末時点のNAV倍率1.16倍の東証REIT指数水準は2,080ポイントです。

【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



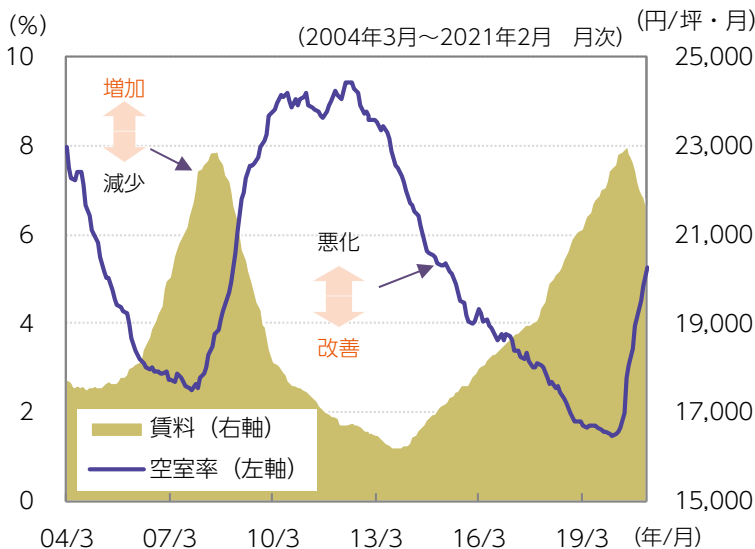
※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額

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

- 2月の都心5区のオフィス空室率は5.24%と1月より0.42%上昇し、2015年4月の5.34%以来の高水準となりました。2月の坪当たり月額賃料は21,662円で、直近のピークである2020年7月の23,014円からは5.9%減少しています。
- 国土交通省が3月23日に発表した2021年1月1日時点の「地価公示」（公示地価）は、全国全用途の平均が前年比-0.5%と6年ぶりに下落に転じました

【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】 2021年公示地価（前年比）

	住宅地	商業地	全用途
全国	▲0.4% (0.8%)	▲0.8% (3.1%)	▲0.5% (1.4%)
三大都市圏	▲0.6% (1.1%)	▲1.3% (5.4%)	▲0.7% (2.1%)
東京圏	▲0.5% (1.4%)	▲1.0% (5.2%)	▲0.5% (2.3%)
大阪圏	▲0.5% (0.4%)	▲1.8% (6.9%)	▲0.7% (1.8%)
名古屋圏	▲1.0% (1.1%)	▲1.7% (4.1%)	▲1.1% (1.9%)
地方圏	▲0.3% (0.5%)	▲0.5% (1.5%)	▲0.3% (0.8%)
中核4都市	2.7% (5.9%)	3.1% (11.3%)	2.9% (7.4%)

※中核4都市：札幌、仙台、広島、福岡

※（ ）内は2020年 ▲はマイナスを示す

注）公示地価：国土交通省が毎年3月に公表する1月1日時点の1㎡当りの地価。一級の土地取引や公共事業用地を取得する際の価格指標となる
出所）国土交通省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/>