

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2021年5月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 4月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、コロナ禍後を見据えた投資資金の流入や10年国債金利の落ち着き等を背景に続伸し、前月末比+2.52%の2,063.80ポイントで引けました。6ヵ月連続の上昇となりました【図表1、2】。4月末の同指数は、コロナ禍前の高値 (2020年2月20日の2,250.65ポイント) まであと8.3%となっています。尚、4月の配当込み指数は4,518.99ポイントで引け、史上最高値 (2020年2月20日の4,681.74ポイント) まであと3.5%まで回復しています。
- セクター別では、オフィスが前月末比+4.23% (年初来では+18.56%)、住宅が同+2.19% (同+15.71%)、商業・物流等が同+0.98% (同+12.96%) となっています。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は16.80兆円と、前月末比4,500億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は540億円と、前月より13.7%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3.46%、10年国債金利はプラス0.097%、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3.36%と前月末より0.11%縮小し、2016年4月末の3.33%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)

- ・ 4月1日：政府は緊急事態宣言に準じた対応をとれる「まん延防止等重点措置」の大阪、兵庫、宮城の3府県への適用を決定 (期間は4月5日~5月5日)
- ・ 4月8日：三鬼商事が3月都心5区オフィス市況を発表。空室率は5.42%と前月比0.18%上昇【図表18】
- ・ 4月23日：政府は新型コロナの対策本部会議で、東京、大阪、兵庫、京都の4都府県を対象に緊急事態宣言を出すことを決定 (期間は4月25日~5月11日)

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 5月のJ-REIT (東証REIT指数) は、イールド・スプレッド【図表4】やNAV倍率【図表17】等から判断して割安感は後退しつつあると見られるものの、世界的なカネ余りや以下①~③)を支援材料に、スピード調整を交えながら回復傾向を続けるものと思われます。上昇の勢いを強めつつある米国REITの動向等によっては、コロナ禍前高値水準の2,200ポイント台回復を目指す動きとなることも想定されます。
- 政府は5月7日、11日を期限としていた新型コロナウイルスの緊急事態宣言を31日まで延長し、対象を4都府県から6都府県 (4都府県+愛知、福岡) に広げることを決めましたが、ワクチン接種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思われます。
 - ① ワクチン接種普及による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
 - ・ 菅義偉首相は5月7日の会見で、希望する高齢者への7月末接種完了の目標に向け、1日100万回のワクチン接種を目標とすると述べると共に、6月中にも高齢者への接種が終わった自治体から一般向け接種を始める方針も明らかにしました。ワクチン接種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ます。
 - ② 株式 (TOPIX) に比べた出遅れ感
 - ・ 2021年4月末時点で株式がコロナ禍前の高値を大きく上回っているのに対し、J-REITは同高値を約8%下回っています【図表2、11】。景気回復期待等を背景に、株式に比べた出遅れ感に着目した買いが活発化する可能性もありそうです。
 - ③ 金融緩和策長期化期待の高まり
 - ・ 日銀は4月27日の金融政策決定会合後に公表した経済・物価情勢の展望 (展望レポート) で、2021年度の消費者物価 (生鮮食品除く) 見通しを前年度比+0.1%と前回 (21年1月) の同+0.5%から下方修正しました。金融緩和策の長期化期待の高まりがJ-REITの支援材料になるものと思われます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

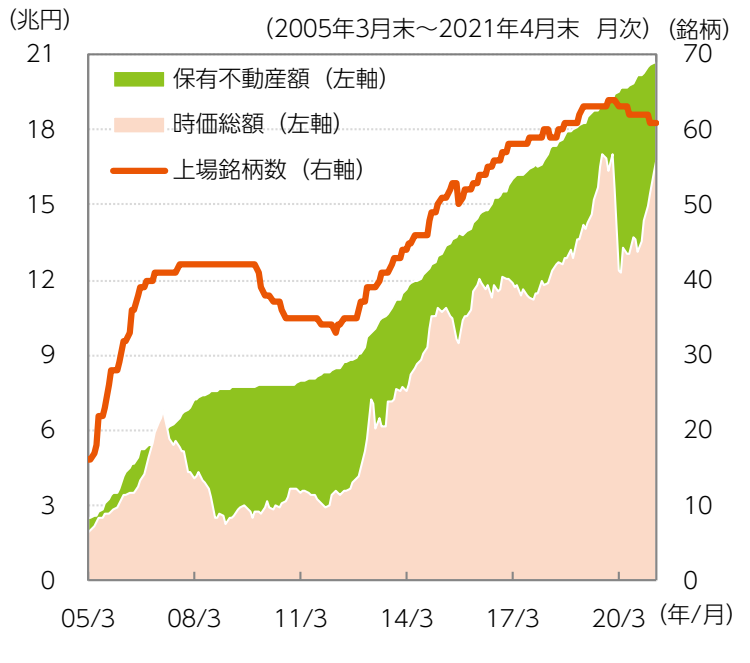
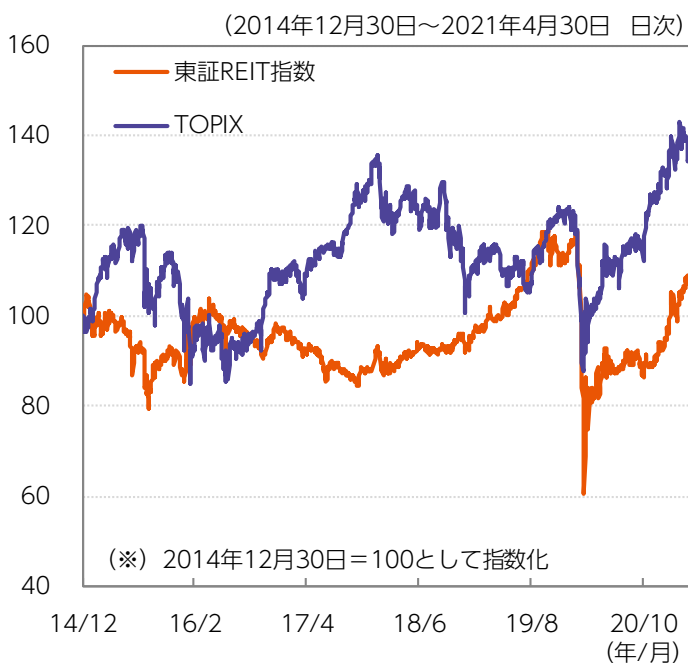
(2021年4月30日時点)

(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	2.52	15.69	-16.85
	TOPIX	-2.85	5.18	4.84
	差	5.37	10.51	-21.69
配当込み	東証REIT指数	2.72	17.23	-13.38
	TOPIX	-2.84	6.15	7.39
	差	5.56	11.08	-20.77

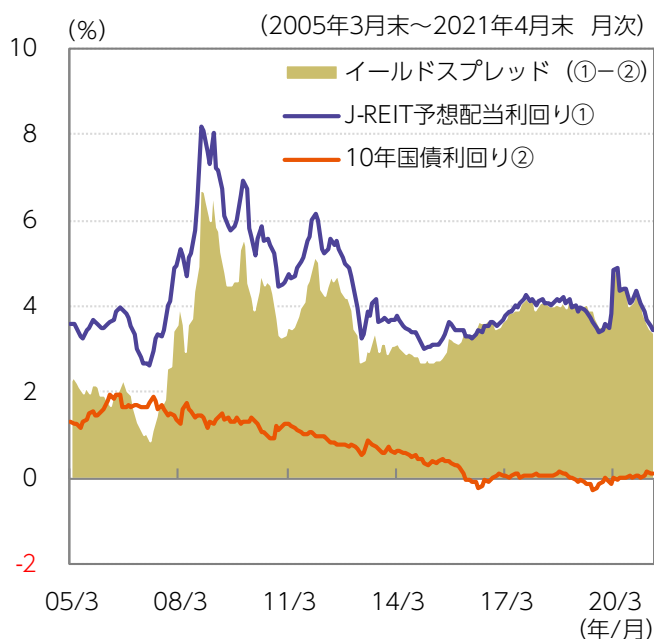
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



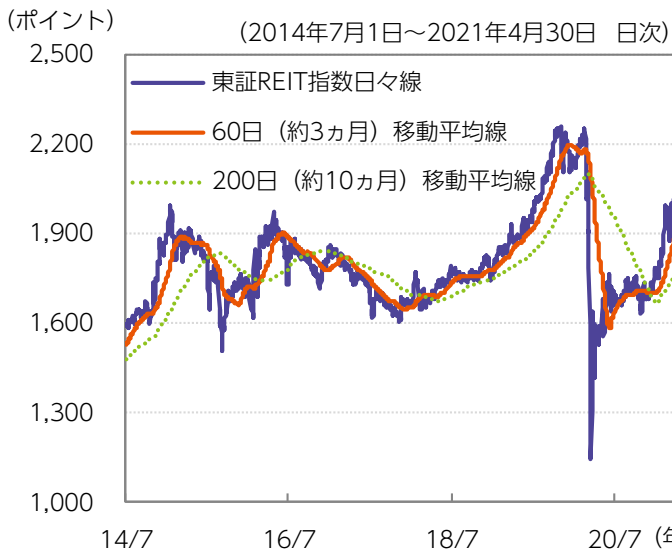
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

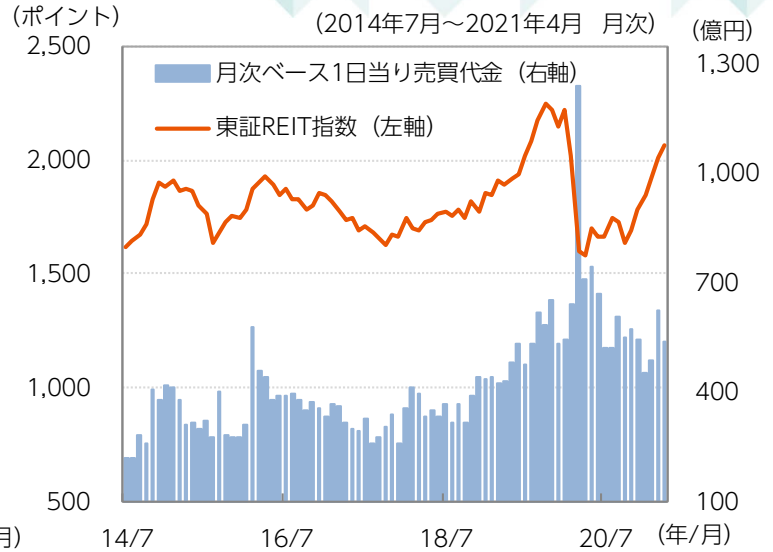


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	24	12	-295	65	-559	879	-48

※2021年は判明月まで反映

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
2021年3月	4	-230	-102	5	-254	810	-239

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

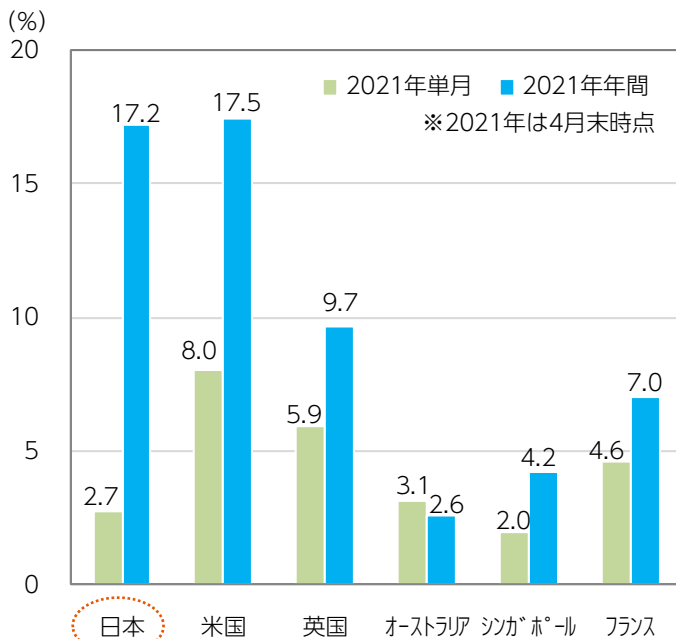
- 4月の日銀の買入れはゼロでした。買入れが無かったのは2019年7月以来です。1～4月累計では60億円となりました。以下の通り、日銀は3月19日の金融政策決定会合で買入れ方針を変更しており、市場が堅調に推移する場合は、買入れが見送られるケースが増えるものと思われます。

- J-REITの買入れ：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
- ETF（上場投資信託）の買入れ：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

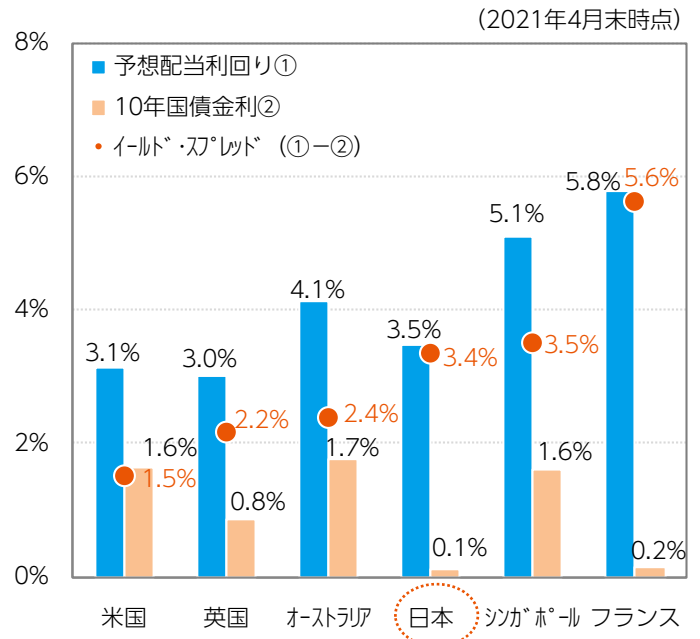
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 4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。上昇率トップは米国で、バイデン政権の追加経済対策を受けた景気回復期待等が支援材料となりました。年初来では米国が上昇率トップ、2番目は日本（J-REIT）となっています【図表9】。
- 4月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国の中では3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】。
- 足元ではやや縮小傾向にあるものの、東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は、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

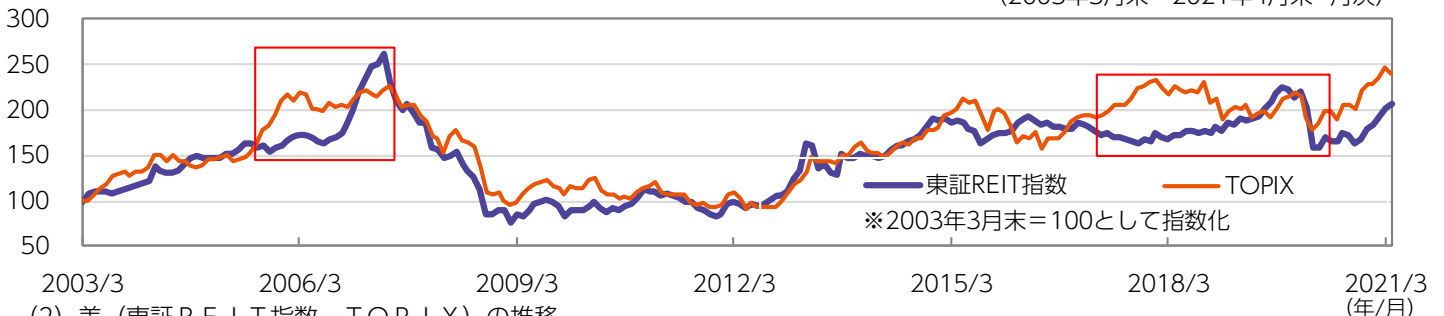


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

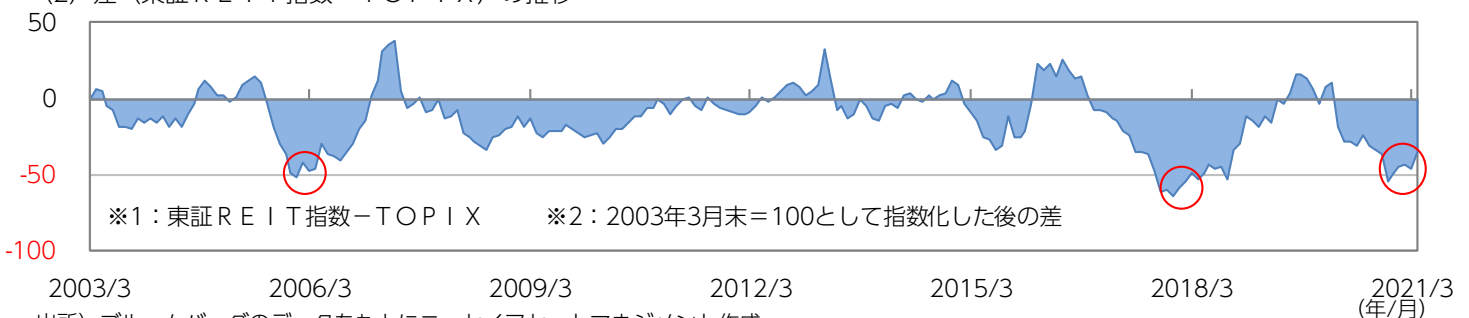
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2021年4月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移



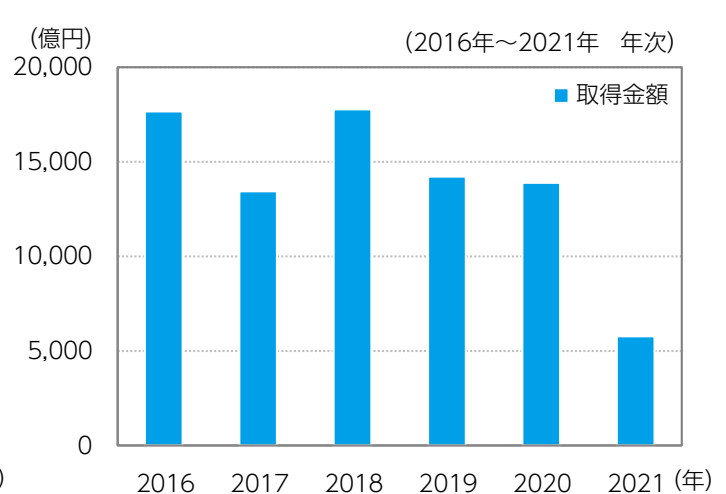
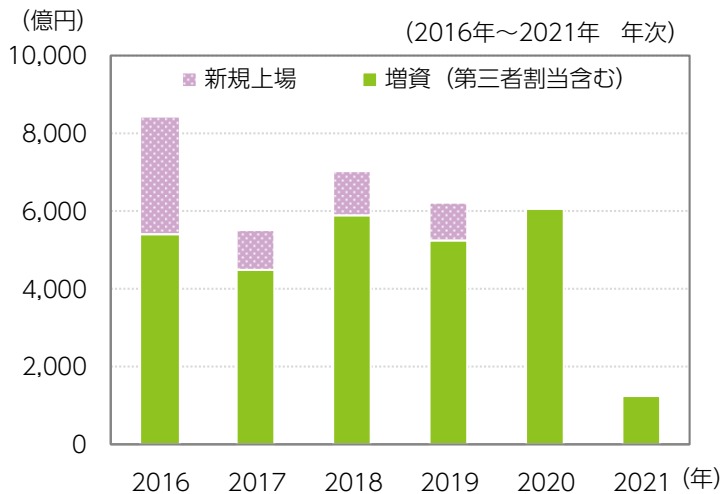
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

- 4月は2件の公募増資、合計370億円の資金調達がありました。1～4月累計では1,255億円と、前年同期比で32%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。
- 4月の物件取得額（受渡しベース）は1,369億円で、前年同月比で25%減少しました。用途別の内訳は、物流施設が43%、商業施設が22%、オフィスが17%等となっています。1～4月累計では5,803億円と、前年同期比12%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）



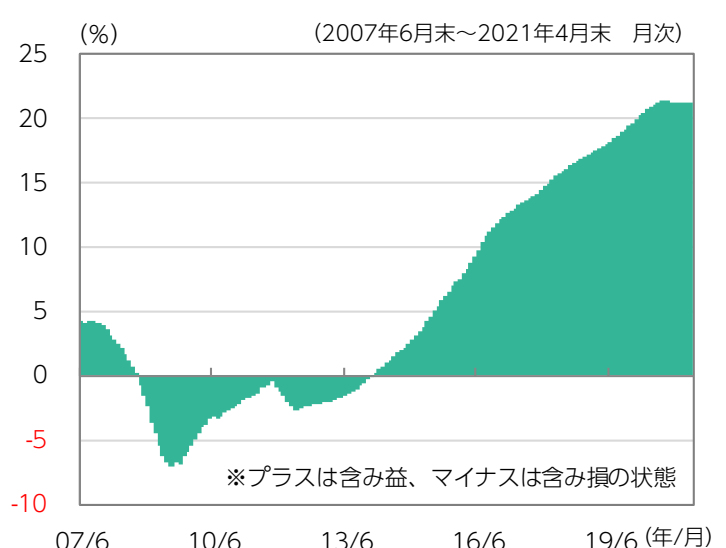
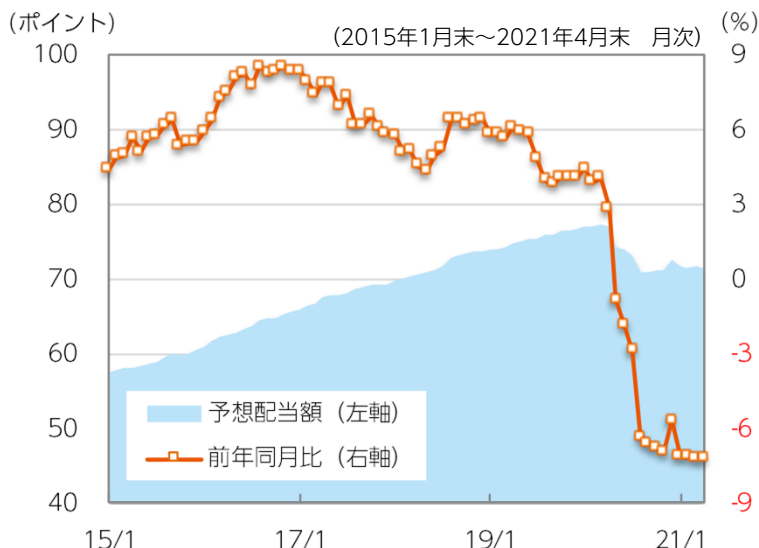
(※) 2021年は4月末時点 新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2021年は4月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 4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。減少幅は4ヵ月続けて7%台前半で推移しており、底打ちの兆しが出始めているようです。
- 4月末（2021年2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4兆1,468億円となりました。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

【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移



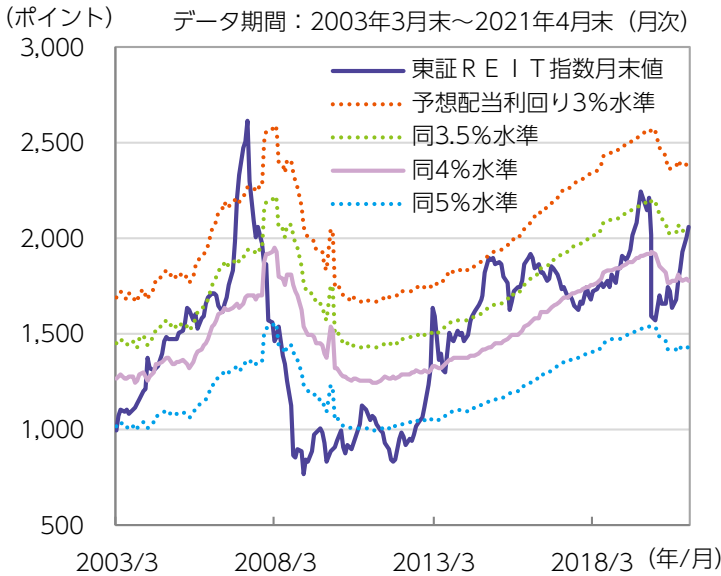
(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100 (年/月)
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 4月末の東証REIT指数は2,063.80ポイントと、3.5%水準である2,040ポイントを上回りました。3.5%水準を上回るのは2020年1月末以来です。
- 4月末のNAV倍率は1.14倍と、過去平均（2003年3月末～2021年4月末）値である1.16倍を下回っています。尚、4月末時点のNAV倍率1.16倍の東証REIT指数水準は2,095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

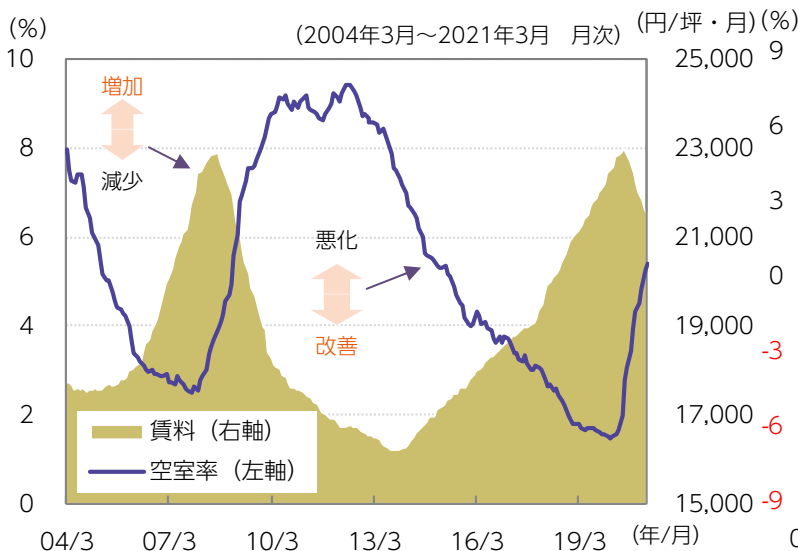


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額
 出所）J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
 ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

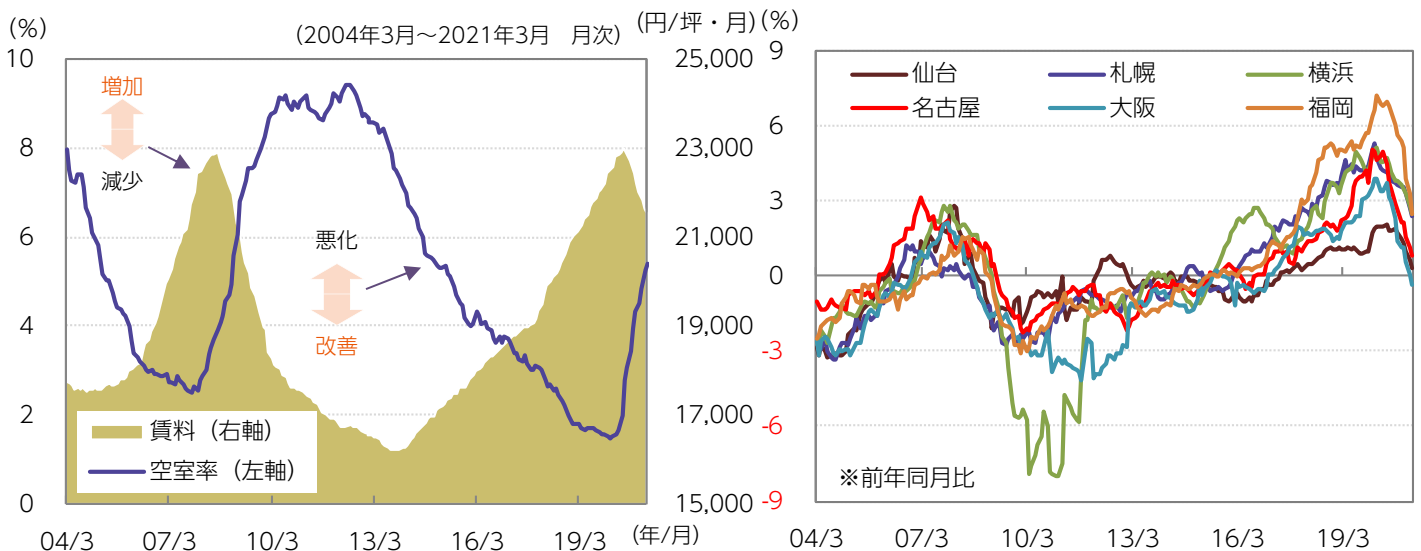
- 3月の都心5区のオフィス空室率は5.42%と前月比0.18%上昇し、2014年12月の5.47%以来の高水準となりました。3月の上昇幅は2月の同0.42%から縮小しました。3月の坪当たり月額賃料は21,541円で、直近のピークである2020年7月の23,014円からは6.4%減少しています。
- 3月の主要地方都市のオフィス賃料の内、大阪が前年同月比0.33%減となりました。前年同月を下回るのは2017年1月以来です。

【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/>