

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年3月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2020年2月のJ-REIT (東証REIT指数、配当除き) は、前月末比で8.94%下落しました。月間の下落率としては、当時のバーナンキFRB (米連邦準備制度理事会) 議長が量的緩和を縮小する可能性を示唆し、市場が混乱した2013年5月の同14.46%以来の大きさとなりました。東証REIT指数は、月央頃までは上昇基調で推移し、一時は2019年11月につけたリーマン・ショック後の戻り高値に迫りました。しかしその後、韓国やイタリアでも感染者が報告される等、新型コロナウイルスの感染が世界的な広がりを見せ始めると、投資家のJ-REITを含むリスク資産圧縮の動きが本格化し、月末にかけ急落して引けました【図表1】。セクター別パフォーマンスは、オフィスが前月末比-8.53%、住宅が-8.38%、商業・物流等が-9.67%と、小売りやホテルが含まれる商業・物流等の下落率が最も大きくなりました。

【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15.6兆円と前月末より1.4兆円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は644億円と前年同月比45%増加し、2019年11月の652億円に次いで過去2番目の大きさとなりました。3件の公募増資があり、市場からの資金調達額は635億円でした【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3.81% (前月末: 3.48%)、10年国債金利はマイナス0.153% (前月末: マイナス0.066%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.96% (前月末: 3.55%) となっています。イールド・スプレッドは2019年6月末の4.04%以来の高水準に拡大しました。【図表4、5】。

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 2020年3月のJ-REIT (東証REIT指数) は、主要国の政府や中央銀行が景気の下支えや金融市場の安定化のために協調姿勢を強めていること、イールド・スプレッド水準等から判断して売られ過ぎ感や割安感が強い状態にあると見られること等を支援材料に調整局面を脱し、底堅く推移するものと考えています。今回の混乱は感染症という経済以外の要因が起点になっているものと思われます。2008年のリーマン・ショック時と違い、現在の金融システムが大きく揺らいでいる状況にあるとは考えにくく、感染拡大に終息の兆しが見え始めれば、J-REITは比較早期に上昇の勢いを取り戻し、2020年1月末水準である2,200ポイント台回復をうかがう動きになるものと思われます。
- G7 (主要7カ国) の財務相・中央銀行総裁は3月3日、緊急の電話会議を開き、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気下振れリスクに対応するため「あらゆる適切な政策手段を用いる」とする共同声明を発表。世界の金融市場の安定に向けてG7が財政・金融政策を総動員する姿勢を明らかにしました。同共同声明発表を受け、FRB (米連邦準備制度理事会) は3日に臨時のFOMC (米連邦公開市場委員会) を開き、政策金利を0.5%引き下げました。臨時の委員会を開いて利下げするのはリーマン・ショック直後の2008年10月以来、約11年半ぶりです。尚、パウエルFRB議長は会見で追加利下げの可能性にも言及しています。FRBの利下げ決定により、今後日銀やECB (欧州中央銀行) 等が協調的な金融緩和や市場安定化策を実施する可能性が高まったものと思われます。G7の協調姿勢がJ-REITの支援材料となりそうです。
- 2月末時点のイールド・スプレッドは3.96%、また予想配当利回りは3.81%と、ともに2019年6月末以来の水準に上昇しています【図表4、5】。2月末時点の東証REIT指数は、中長期的な方向性を示すとされる同指数の200日移動平均線から3.8%下方乖離しており、乖離率は2017年11月17日以来の大きさに広がっています。ちなみに、当時の東証REIT指数は1,650ポイント近くでもみ合った後、2018年1月頃から上昇基調入りしています【図表6】。足元のJ-REITは売られ過ぎ感や割安感が強く、投資資金を呼び込みやすい状況にあるものと判断しています。尚、東証REIT指数が前日比5.8%下落した2月28日の売買代金は過去最高となる1,540億円まで増加しました。3月に入っても3日まで連続1,000億円を超える高水準の売買が続いています【図表7】。2月月間の1日当り売買代金は644億円でした。投資家の押し目買い意欲が強いことを示す事象と言えます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年2月28日時点)

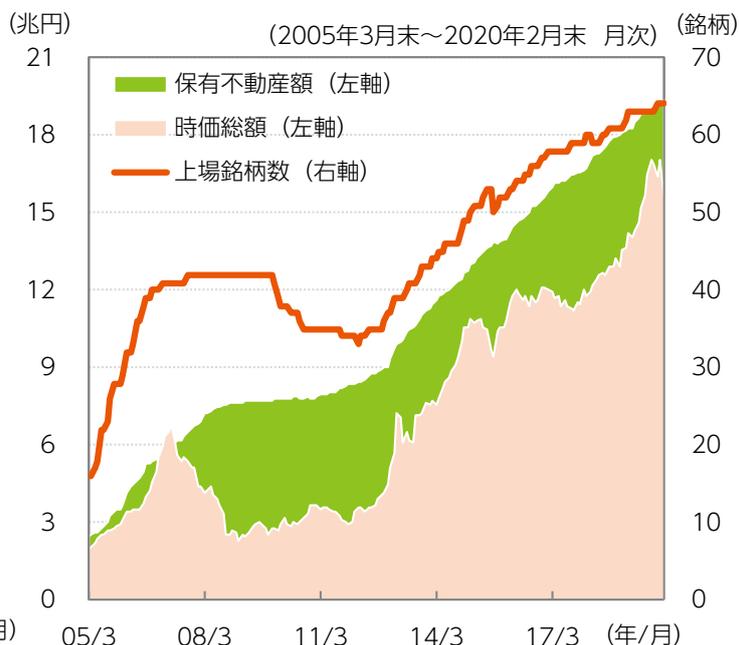
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	-8.94	-5.97	20.94
	TOPIX	-10.30	-12.23	15.21
	差	1.36	6.26	5.73
配当込み	東証REIT指数	-8.47	-5.21	25.58
	TOPIX	-10.27	-12.19	18.12
	差	1.80	6.98	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

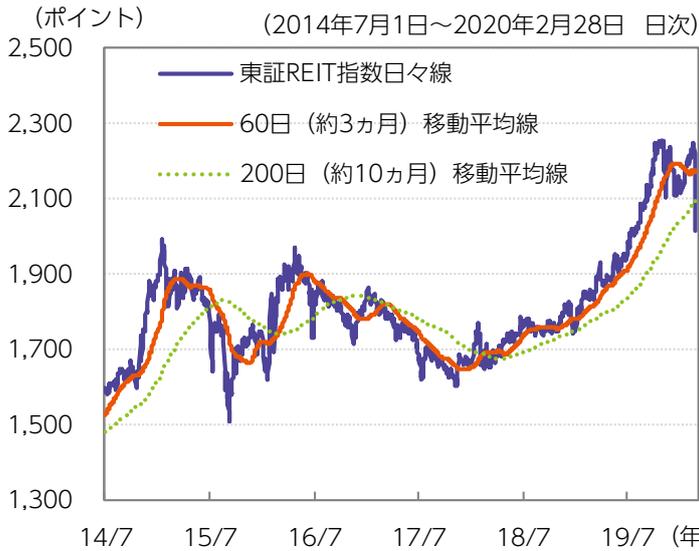


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

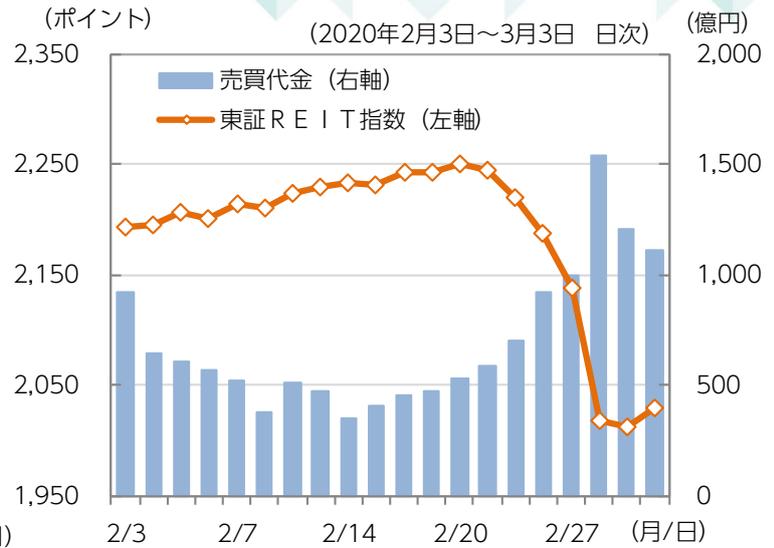


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

※2020年は判明月まで反映

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
2020年1月	7	17	8	-23	-152	149	5

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

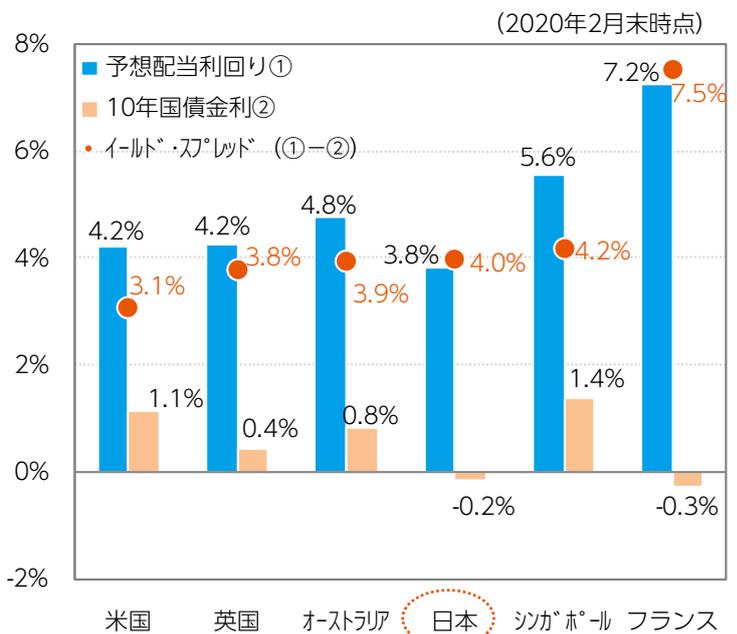
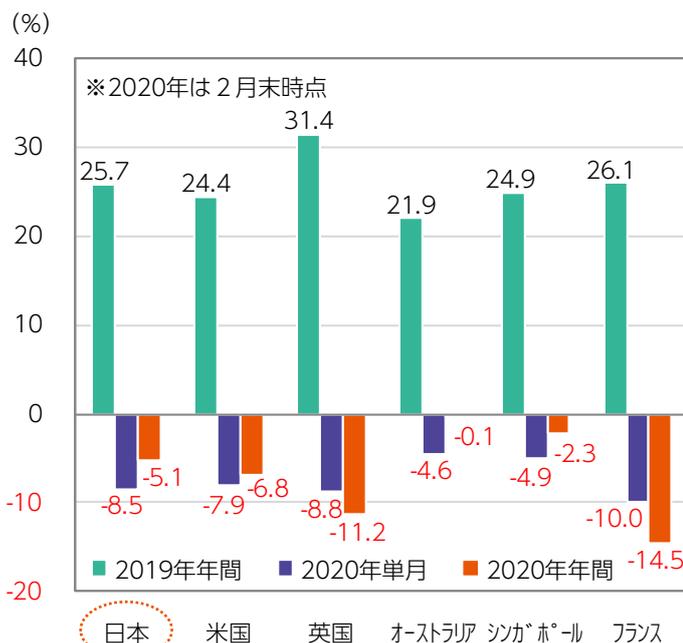
- 2020年2月は月央頃にかけてJ-REITが堅調に推移したことから、買入れは4回、48億円に留まりました。尚、株式のETF（上場投資信託）については投資家のリスク回避姿勢の高まりで相場が軟調に推移したことから、8回、計5,624億円買入れました。
- 2020年の買入れ枠は900億円（2020年2月末時点では840億円、月平均84億円）ですが、買入額について日銀は、市場の状況に応じて上下に変動する可能性があるとしています。

(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、新型コロナウイルスの感染拡大が嫌気され、全市場が前月末比で下落しました。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で個人消費の落ち込みが懸念されていたフランスは、新型コロナウイルスの感染拡大という悪材料が重なり、前月末比10%の下落となりました【図表9】。
- 2020年2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。フランスは7.5%と、2020年1月末の6.8%から更に拡大しました【図表10】。
- 2020年2月はJ-REITも株式（TOPIX）も前月末比で下落しました。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

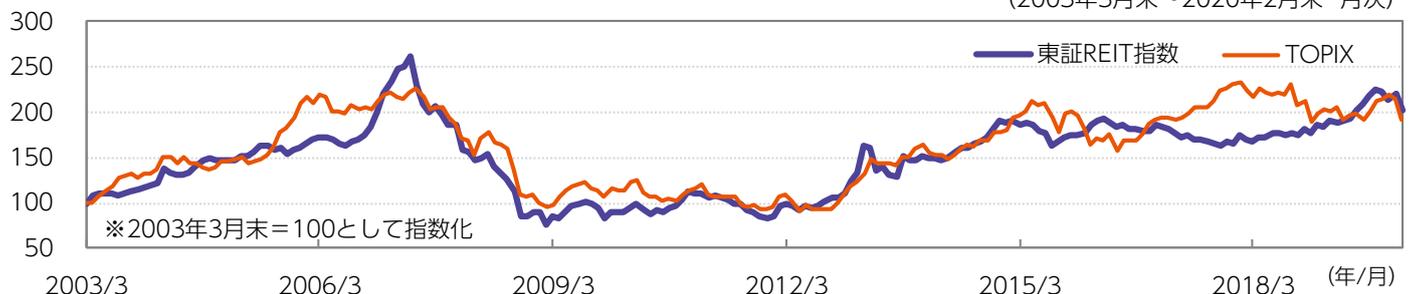


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
 出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2020年2月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

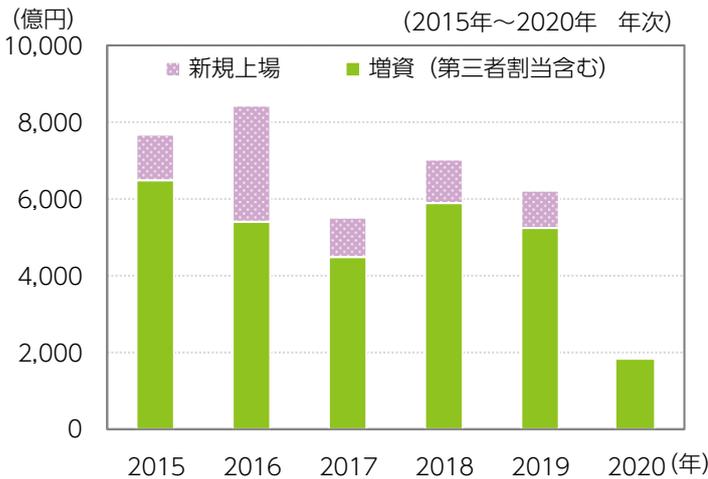


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

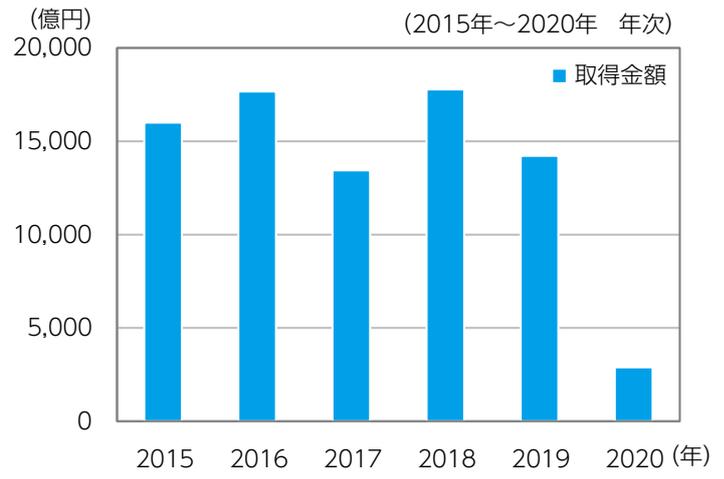
- 2020年2月は3件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は635億円と、前年同月比18%減少しました。1～2月合計では1,833億円と前年同期比4%増加しました。
- 2020年2月の物件取得額（受渡しベース）は1,885億円と前年同月比26%増加しました。2020年2月取得額の内訳は、物流施設が69%、商業施設が14%、住宅が8%等となっています。

【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と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2月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

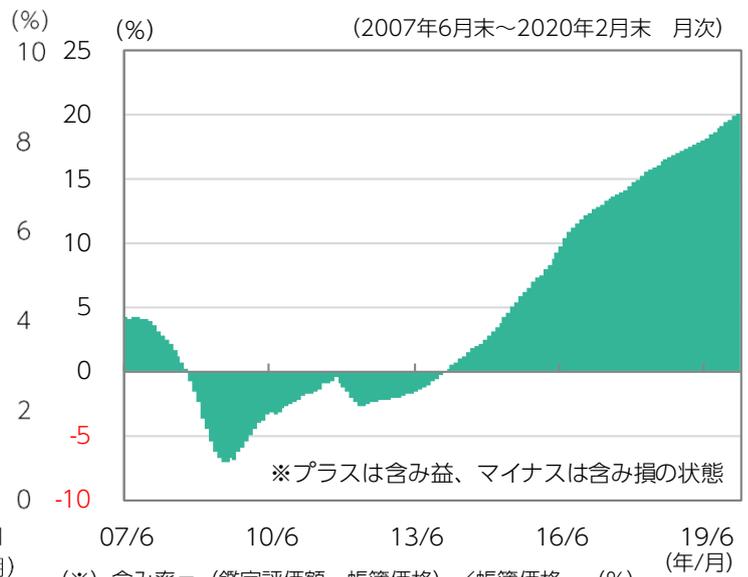
- 2020年2月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比3.9%増加しました。2019年8月以降の増加率は4.0%を中心に推移しています。オフィス賃料の上昇や新規物件の取得等が支援材料となり、予想配当額の増加基調（対前年同月比）は継続するものと見ています。
- 2020年2月末（2019年12月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は20.2%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆7,444億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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) プ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

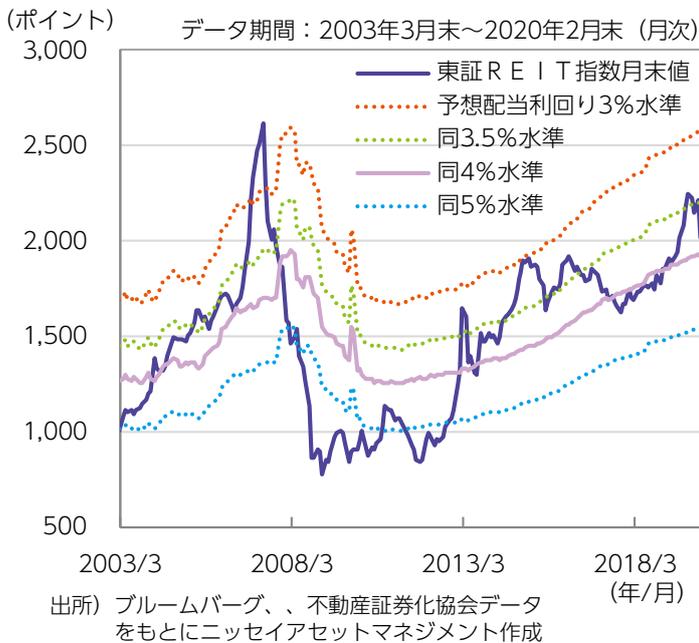


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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2月末の東証REIT指数は2,017.50ポイントと、予想配当利回り4.0%水準（1,922ポイント）に接近しつつあります。新型コロナウイルスの感染拡大等でJ-REITが更に調整色を強める場合、下値目処の一つとして同水準が意識されるものと思われます。
- 2020年2月末のNAV倍率は1.13倍と、過去平均の1.17倍を下回っています。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



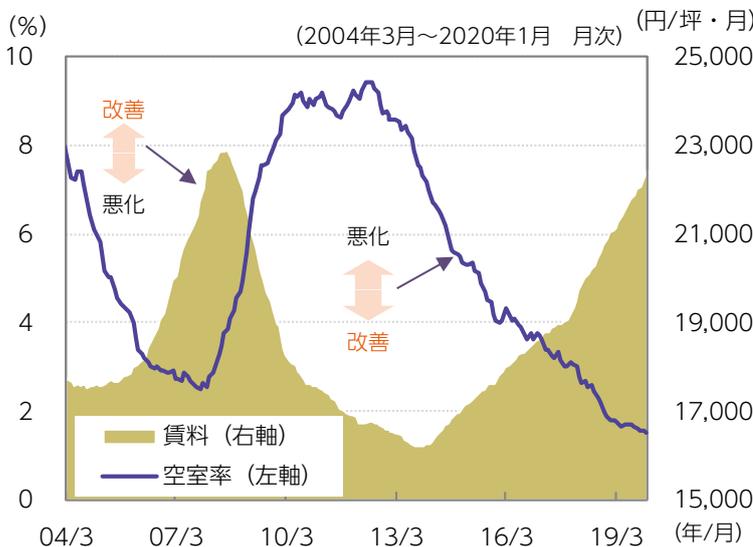
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



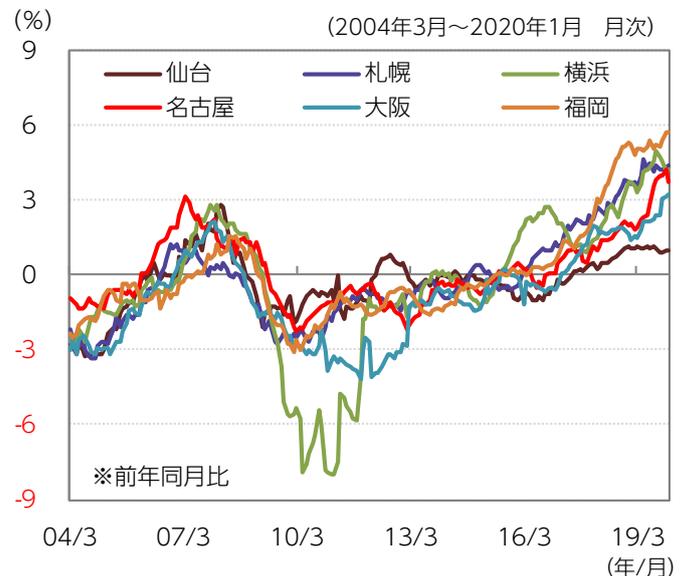
(8) 不動産市況

- 2020年1月の都心5区のオフィス空室率は1.53%と前月比0.02%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22,448円で、2008年10月（22,559円）以来の水準を回復しました。賃料は前月比で73カ月、前年同月比で69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。2020年1月時点では福岡の賃料増加率が最も大きくなっています。賃貸需要に対して新規供給が少ないこと等が要因と見られています。

【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/>