

## J-R E I Tレポート

# J-R E I T市場 現状と今後の見通し (2020年7月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 2020年6月のJ-R E I T (東証R E I T指数、配当除き)は、経済活動の再開期待から月初は堅調に推移したものの、その後は新型コロナウイルスの感染「第2波」への警戒感等が重荷となり、結局、前月末比-2.01%の1,666.83ポイントで引けました。【図表1】。セクター別では、オフィスが同-5.16%、住宅が同-1.02%、商業・物流等が同+1.31%と、在宅勤務の普及による市況悪化懸念から、オフィスが5%を超える下落となりました。一方、巣籠もり消費の拡大による物流施設の需要増加期待等を材料に、商業・物流等は上昇しました。

### 【市場規模・売買代金等】

- 銘柄数は5月末と同じ63銘柄。時価総額は13.0兆円と、5月末より2,305億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は668億円と、史上4番目の高水準となりました【図表7】。4ヵ月ぶりに公募増資の発表がありました。市場からの資金調達額は214億円でした。

### 【配当利回り等】

- J-R E I T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4.43%(前月末:4.37%)、10年国債金利はプラス0.028%(前月末:プラス0.005%)、イールド・スプレッド(J-R E I T予想配当利回り-10年国債金利)は4.40%(前月末:4.37%)となっています【図表4、5】。

## (2) J-R E I T市場(東証R E I T指数)の見通し

- 2020年7月のJ-R E I T(東証R E I T指数)は、経済活動再開の動きや新型コロナウイルス新規感染者数の推移等を睨みながら、神経質な展開になるものと思われます。
- 東京都は6月12日に休業要請等の緩和の段階を「ステップ3」に進めた後、19日からは接待を伴う飲食店の営業等の再開を認め、休業要請を事実上、全面的に解除しました。また、19日には政府が都道府県をまたぐ移動制限を解除しました。足元では、政府が消費喚起策である「Go Toトラベルキャンペーン」の8月開始を目指した取り組みを進めているようです。こうした動きを背景に景気や不動産市況等の回復期待が高まる可能性もあり、J-R E I Tの支援材料となりそうです。2020年6月末のイールド・スプレッドは4.40%と、約8年ぶりの大きさとなっています【図表4】。NAV倍率(株価純資産倍率)も0.97倍と、解散価値水準とされる1.0倍を下回っています【図表17】。経済活動再開の動きが広がれば、割安感に着目した買いが活発化し、J-R E I Tが上昇の勢いを取り戻すことも考えられます。一方、東京都や米国での新型コロナウイルスの新規感染者数の推移状況、米中関係の行方等はJ-R E I Tの波乱要因となりそうです。
- 1日あたり新規感染者数が緊急事態宣言解除後の最高を連日記録する等、東京都の新規感染者数が増加傾向となっています。政府は緊急事態宣言の再発令には慎重な姿勢を示してはいるものの、新規感染者数が増え続ける場合は経済活動の再開が停滞する可能性もあります。米国では、感染再拡大により経済活動再開の休止や営業制限を決める州が増加しつつあり、今後、景気回復期待が後退することも考えられます。中国政府が6月30日に可決・施行した「香港国家安全維持法」を巡る米中関係の行方も懸念材料となりそうです。貿易摩擦が再燃する場合には投資家がリスク回避姿勢を強めることも想定されます。
- J-R E I Tの時価総額(2020年6月末)の約半分をオフィスセクターが占めています。足元の都心5区(千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区)のオフィス空室率は過去最低水準近くで推移していますが【図表18】、在宅勤務増加の影響が徐々に現われ、年末に向けて4~5%近くまで上昇するとの見方もあるようです。感染症対策として社員の距離を確保するために必要なオフィス面積が広がる可能性があることや、企業がオフィスの拠点分散を進めれば、郊外を含めた新たな需要が見込まれること等を考えると、現時点ではオフィス市況が深刻な事態に陥る可能性は小さいように思われます。在宅勤務の増加が実際のオフィス市況にどの程度の影響を与えるのか、今後の推移が注目されます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2020年6月30日時点)

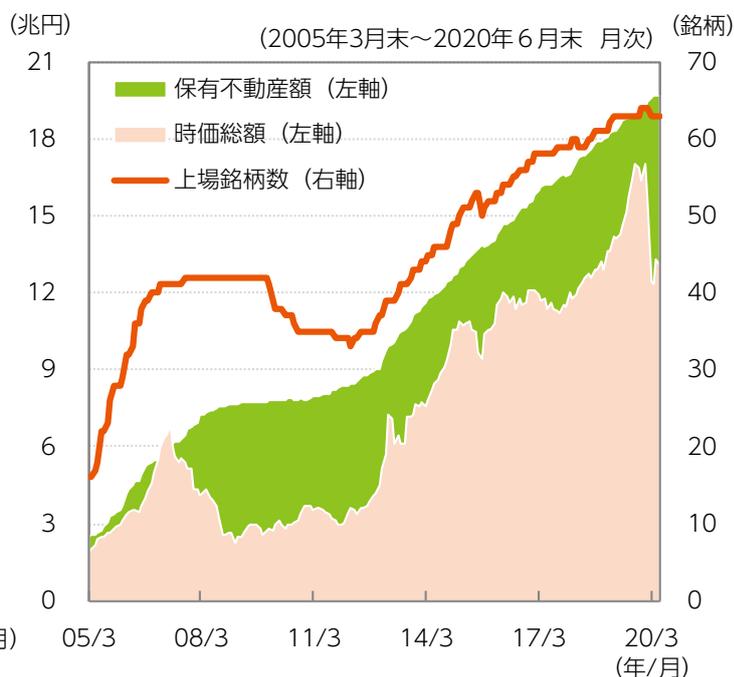
(%)

		2020年		(参考)
		当月	年初来	2019年
配当除き	東証REIT指数	-2.01	-22.31	20.94
	TOPIX	-0.31	-9.45	15.21
	差	-1.70	-12.86	5.73
配当込み	東証REIT指数	-1.68	-20.77	25.58
	TOPIX	-0.19	-8.17	18.12
	差	-1.49	-12.60	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	20	-354	297	-4	236	-386	-1,024

※2020年は判明月まで反映

2018年10月	34	-267	-98	3	-149	49	-79
2018年11月	11	-264	-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
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

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

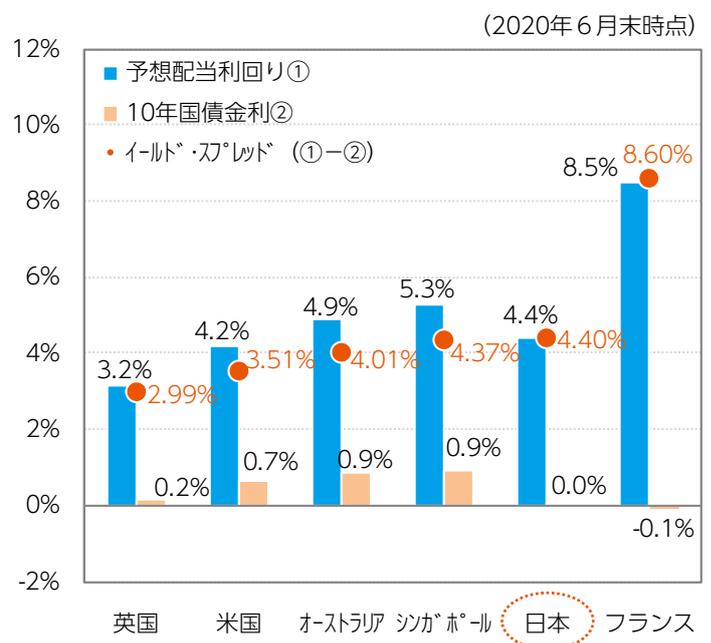
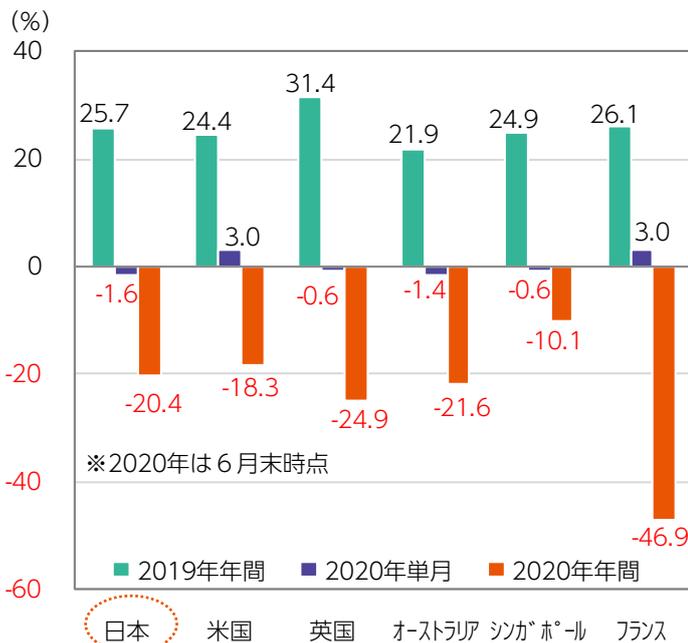
- 2020年6月の買入れ額は120億円、1回当たりの買入れ額は15億円でした。J-REITが急落した3月には1回で40億円買入れる日もありましたが、5月中旬以降は15億円ペースとなっています。
- 日銀は2020年3月16日に前倒しで開いた金融政策決定会合で、J-REITの買入れ枠を900億円から1,800億円に拡大しました。1～6月の累計買入れ額は790億円、残りの買入れ枠は1,010億円(月平均168億円)となっています。

#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2020年6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。米国とフランスが上昇する一方、他は下落しました。1～6月累計では主要6カ国すべてがマイナスのパフォーマンスとなっています。時価総額（2020年5月末時点）の約半分を商業施設系が占めるフランスの下落率が一番大きくなっています【図表9】。
- 2020年6月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、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6月末のJ-REITのTOPIXに対する下方乖離幅は、約1年半ぶりの大きさとなっています。TOPIXに比べて、J-REITは出遅れているとの見方もあります【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

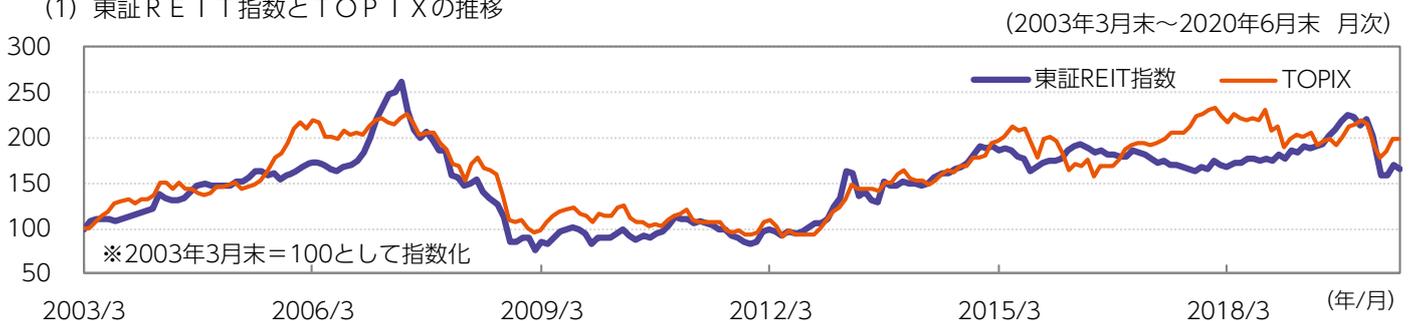
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(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

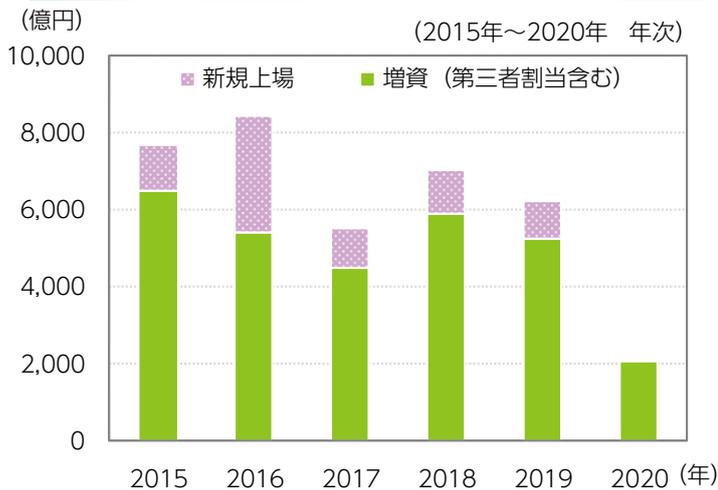


出所）ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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）

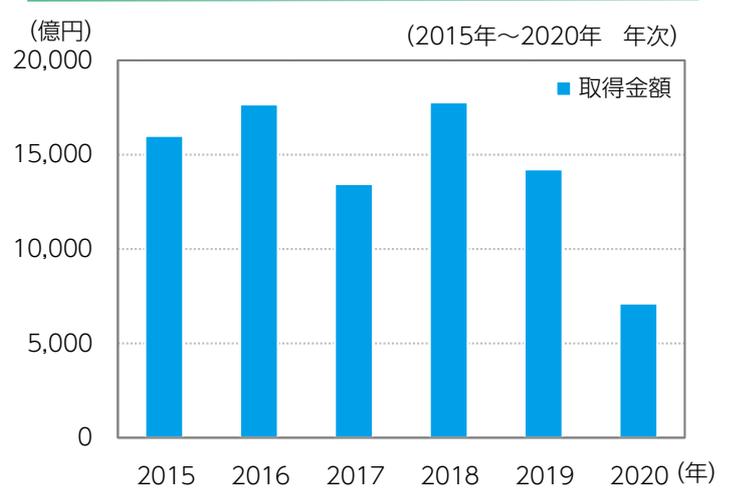
- 2020年6月は4ヵ月ぶりに公募増資の発表がありました。新規上場と増資（第三者割当含む）を合わせた資金調達額は1～6月合計で2,051億円と、前年同期比42%減少しています。
- 2020年6月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比83%減の410億円でした。1～6月合計では7,153億円と前年同期比20%減少しています。2020年6月取得額の内訳は、オフィス：51%、物流施設：27%、住宅：18%等となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2020年は6月末時点・新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2020年は6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

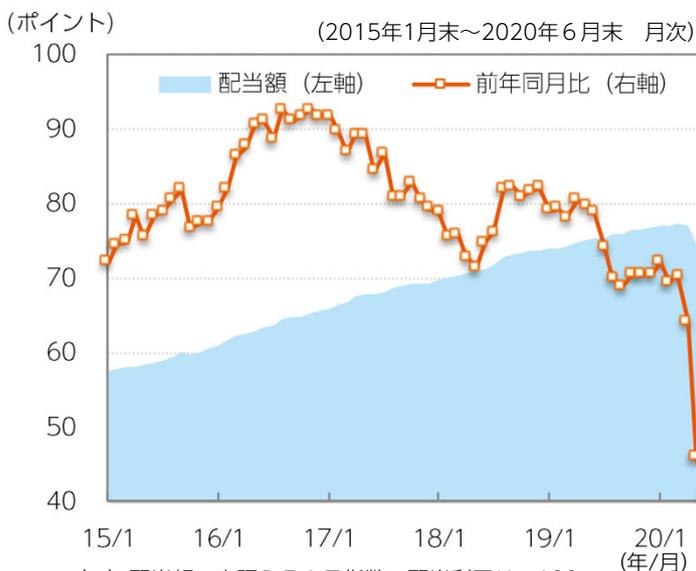
【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

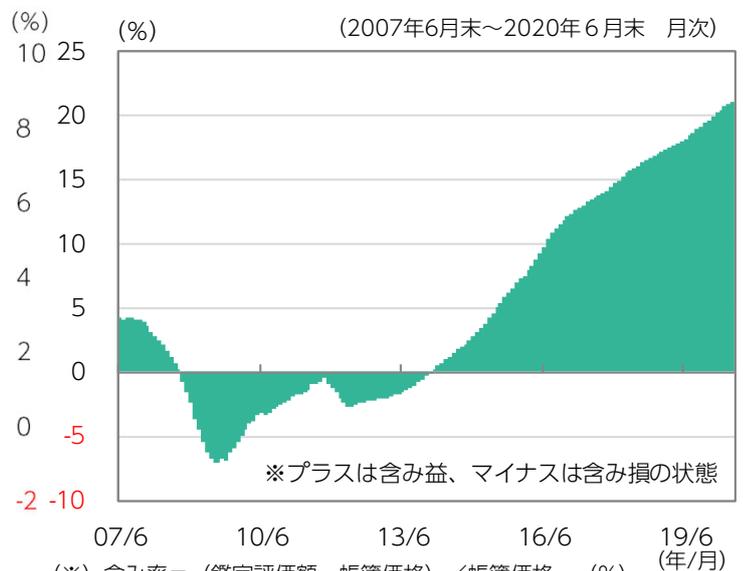
- 2020年6月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前月末比0.7%減、前年同月末比1.8%減となりました。前年同月末を下回るのは2ヵ月連続です。新型コロナウイルスの感染拡大による稼働率の落ち込みを背景に、ホテル系REITが予想配当額を大きく下方修正したことが影響しているとみられます。
- 2020年6月末（2020年4月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.2%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,308億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われる。

【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

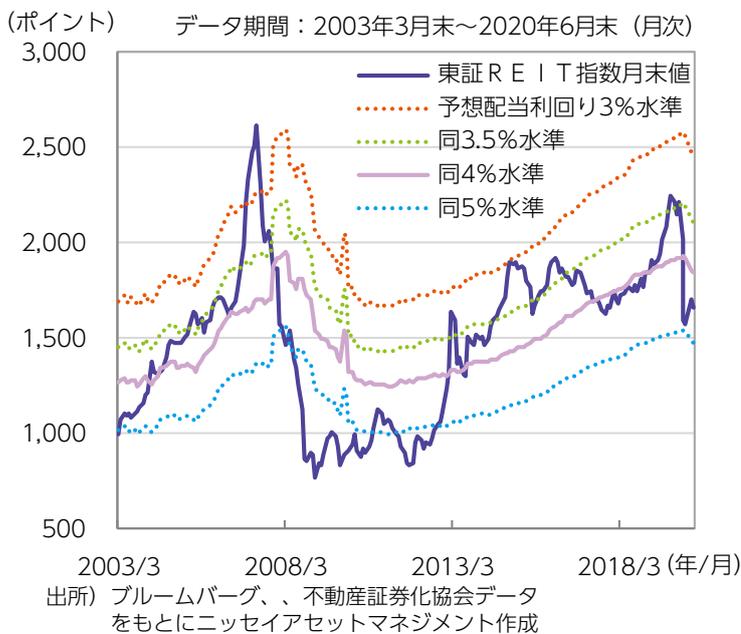


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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4月末に予想配当利回り5%水準近くまで下落した東証REIT指数ですが、足元は持ち直しています。なお、過去に東証REIT指数（月末値）が予想配当利回り5.0%水準を下回っていた時期は、リーマン・ショック及びその後遺症が残る2008～12年頃です。
- 2020年6月末のNAV倍率は0.97倍と、解散価値水準とされる1.0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



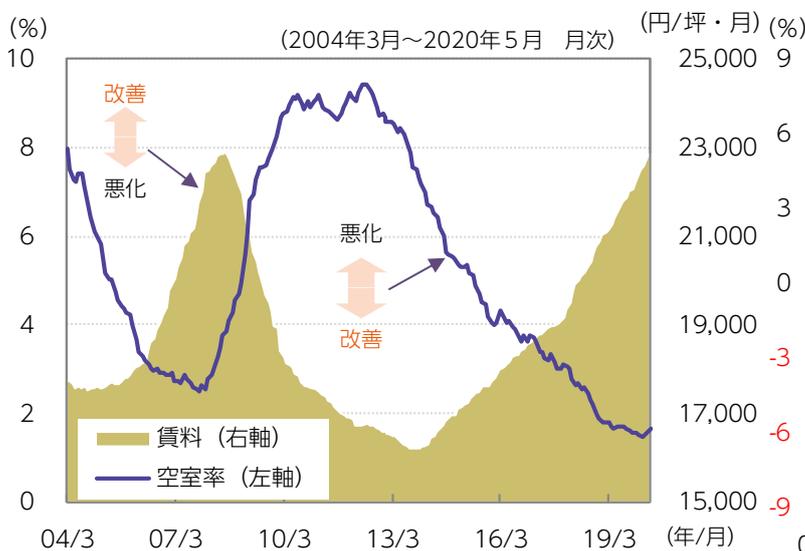
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



## (8) 不動産市況

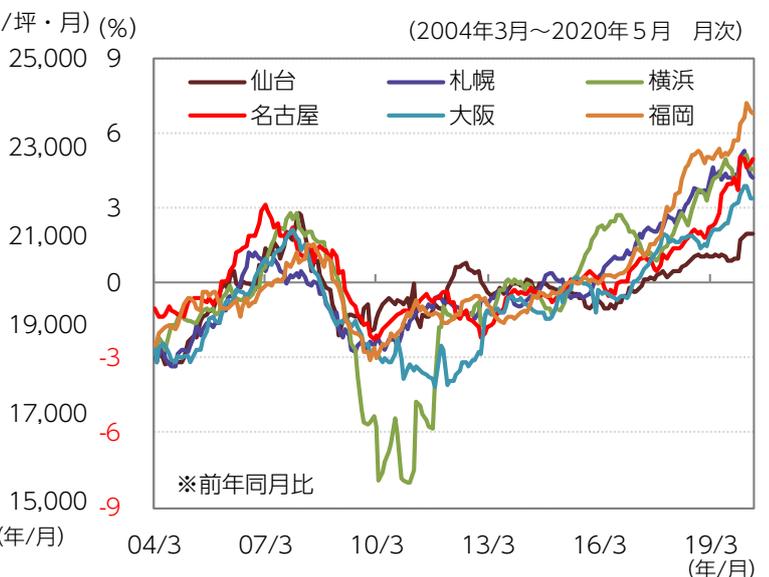
- 2020年5月の都心5区のオフィス空室率は1.64%と、4月より0.08%上昇しました。空室率は2020年2月を底に上昇傾向にあるものの、依然低水準です。5月の坪当たり月額賃料は前年同月比+6.7%の22,836円となりました。賃料は前月比で77カ月、前年同月比で73カ月連続して増加しています。
- 主要地方都市のオフィス賃料も前年同月を上回って推移しています。2020年5月時点では福岡の賃料増加率が最も大きくなっています。賃貸需要に対して新規供給が少ないこと等が要因と見られています。

【図表18】 都心5区オフィス空室率と賃料推移



（※）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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>