

## 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9月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 2020年8月のJ-R E I T (東証R E I T指数、配当除き) は、新型コロナウイルスワクチンの開発期待やオフィスR E I T業績の先行きに対する懸念の後退、R E I T同士の合併計画報道等を材料に上昇し、前月末比+4.99%の1,747.53ポイントで引きました【図表1】。セクター別では、オフィスが同+9.43%、住宅が同-3.09%、商業・物流等が同+3.07%と、出遅れていたオフィスセクターが急反発しました。

### 【市場規模・売買代金】

- 時価総額は13.7兆円と、前月末より7,084億円増加しました【図表3】。1日当り売買代金は524億円で、前月とほぼ同水準でした【図表7】。

### 【予想配当利回り等】

- 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4.06%、10年国債金利はプラス0.051%、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4.01%(前月末より0.36%縮小)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)

- ・ 8月6日：三鬼商事が7月の東京都心5区オフィス市況を発表【図表18】。空室率は2.77%と前月比0.80%上昇、坪当り月額賃料は23,014円と過去最高を更新
- ・ 18日：日本ビルファンドが今期2020年6月期決算を発表。2020年12月期及び21年6月期の1口当たり分配金はともに今期実績(10,986円)とほぼ同水準の11,000円になるとの予想を示す
- ・ 21日：F T S Eラッセル社がF T S Eグローバル株式指数シリーズに組入れるJ-R E I T銘柄を発表
- ・ 28日：三菱商事系の日本リテールファンド(商業施設R E I T)とMCUBS MidCity(オフィスR E I T)が合併計画を発表

## (2) J-R E I T市場(東証R E I T指数)の見通し

- 2020年9月のJ-R E I T(東証R E I T指数)は、新型コロナウイルスワクチンの開発期待や以下の支援材料を背景に、底堅く推移するものと思われます。東京都等で新規感染者数の減少傾向が続き、経済活動の停滞懸念が後退する場合等には、1,800ポイント台を回復する局面もありそうです。一方、感染が再拡大する、米中関係が一段と悪化するといったケースでは、1,650ポイント近辺まで下落することも考えられます。

### ① F T S Eグローバル株式指数シリーズへのJ-R E I T組入れ開始による需給改善期待

- ・ 8月21日、世界的な指数算出会社であるF T S Eラッセル社がF T S Eグローバル株式指数シリーズに組入れるJ-R E I T銘柄を公表しました。FTSE Japan (Large/Mid)が20銘柄、FTSE Japan Smallが34銘柄、2指数合計で54銘柄と、2020年8月末上場62銘柄の約9割が対象となっています。組入れは2020年9月に開始された後、3ヵ月毎に25%ずつ、計4回に分けて行われ、2021年6月に完了します(2020年9月の組入れ基準日は18日)。上記2指数に連動した投資成果を目指すパッシブ運用(E T F等)を行う機関投資家は、組入れられたJ-R E I T銘柄を指数内でのウエイトに基づき買い入れる必要が生じます。4回合計で3,000億円程度(1回につき700億円程度)の資金がJ-R E I Tに流入するとの見方もあります。日銀のJ-R E I Tの年間買入目安である1,800億円を上回る金額であり、組入れ開始による需給の改善が期待されます。

### ② オフィスR E I T業績の先行きに対する警戒感の後退

- ・ オフィスR E I Tについてはテレワークの拡大による業績悪化懸念が重荷となっていました。オフィスR E I T最大手の日本ビルファンドが8月18日に示した2020年12月期及び21年6月期の1口当たり分配金予想は、オフィスR E I T業績に対する行き過ぎた警戒感を後退させるものと思われます。都心5区オフィスの空室率が上昇傾向をたどる中、7月の坪当り月額賃料が23,000円台に乗せ、過去最高を更新したこと【図表18】も投資家心理を改善させるものと見ています。

### ③ J-R E I Tの再編及び市場活性化期待

- ・ 三菱商事系R E I T2社の合併計画発表の背景には新型コロナ禍による不動産環境の急激な変化があると見られています。当発表を受け、J-R E I T銘柄の再編加速や市場活性化への期待が高まる可能性があります。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

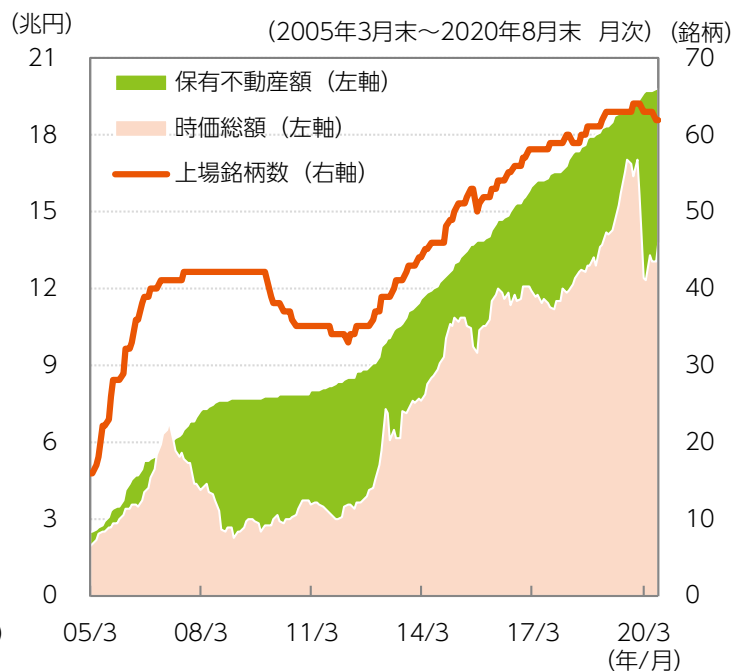
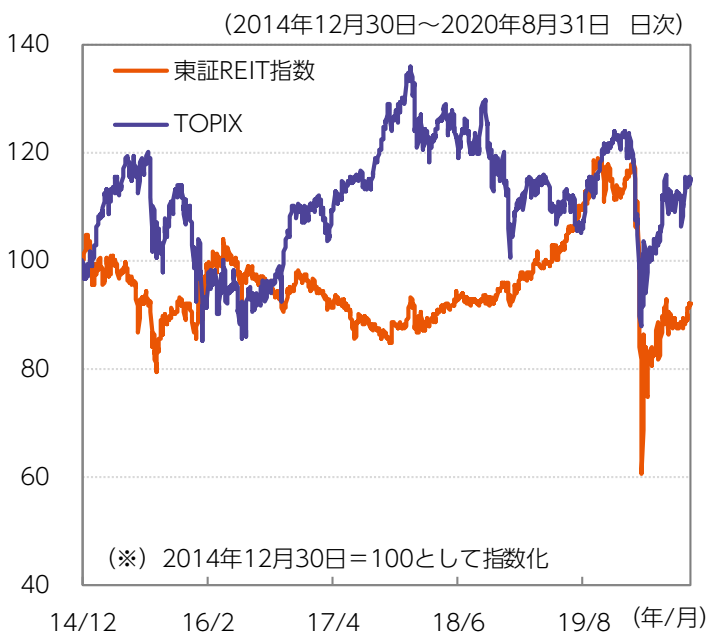
(2020年8月31日時点)

(%)

|      |          | 2020年 |        | (参考)  |
|------|----------|-------|--------|-------|
|      |          | 当月    | 年初来    | 2019年 |
| 配当除き | 東証REIT指数 | 4.99  | -18.55 | 20.94 |
|      | TOPIX    | 8.16  | -5.99  | 15.21 |
|      | 差        | -3.17 | -12.55 | 5.73  |
| 配当込み | 東証REIT指数 | 5.66  | -16.07 | 25.58 |
|      | TOPIX    | 8.17  | -4.66  | 18.12 |
|      | 差        | -2.52 | -11.41 | 7.46  |

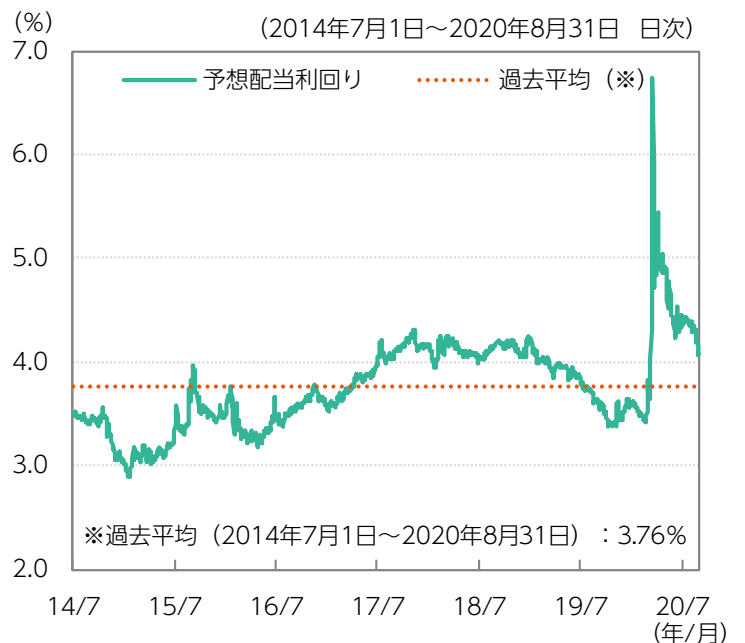
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



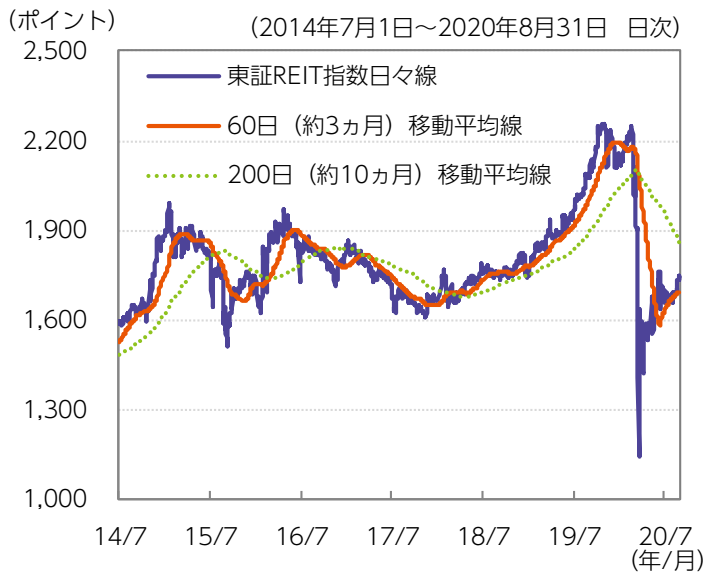
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【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<br>(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 | -40   | 90     | 818    | -72  | 170    | -956  | -805         |

※2020年は判明月まで反映

|          |      |      |      |     |      |      |      |
|----------|------|------|------|-----|------|------|------|
| 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    |
| 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  |

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

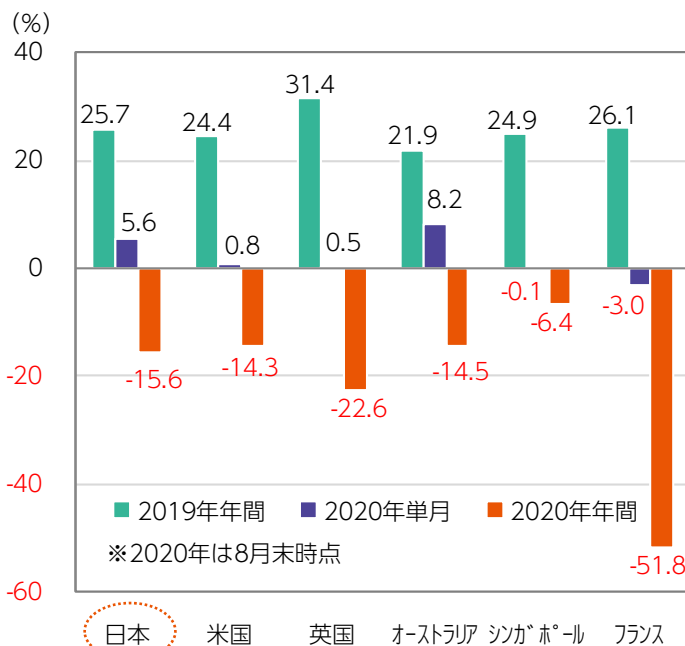
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 2020年8月の買入れ額は24億円、1回当たり12億円でした。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、市場の落ち好き等を背景に足元は減少傾向となっています。
- 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。1～8月の累計買入れ額は919億円、残りの買入れ枠は881億円（月平均約220億円）となっています。

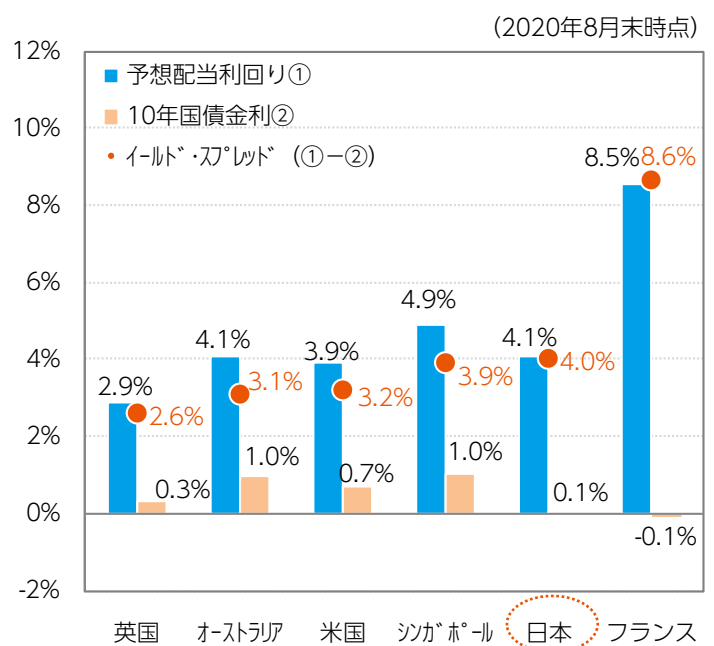
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2020年8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、前月末比で高安まちまちとなりました。上昇率トップはオーストラリアで、経済対策期待等が支援材料となりました。一方、下落率トップはフランスで、商業施設REITの業績懸念が重荷となりました。2019年末比では主要6カ国すべてが下落しています。商業施設REITが時価総額の約半分を占めるフランスの下落率は50%を超えています【図表9】。
- 2020年8月末のJ-REIT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8月末のJ-REITのTOPIXに対する下方乖離幅は前月末より拡大しました。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

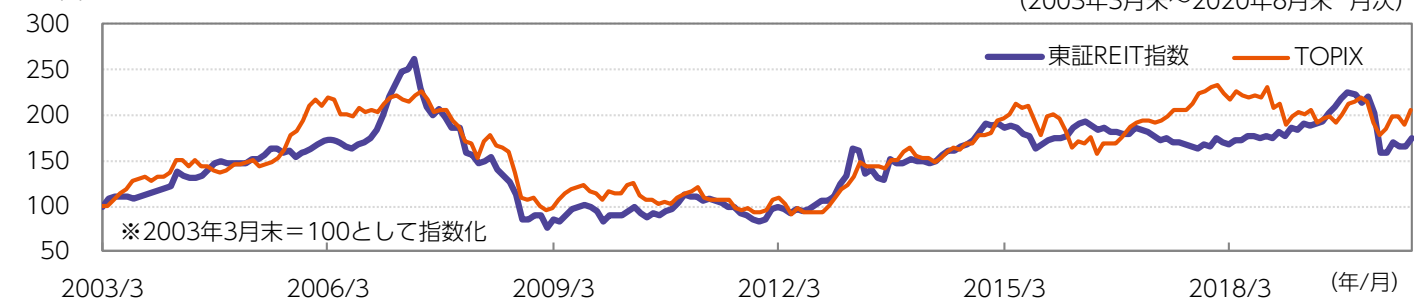


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

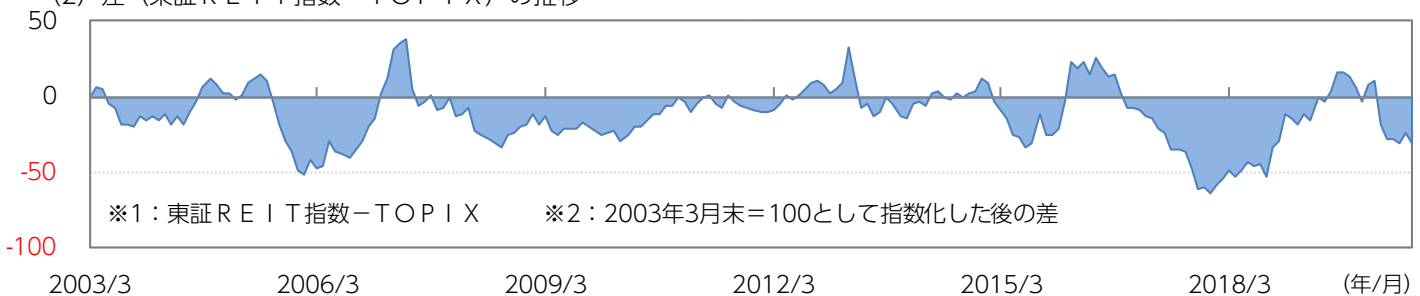
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2020年8月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

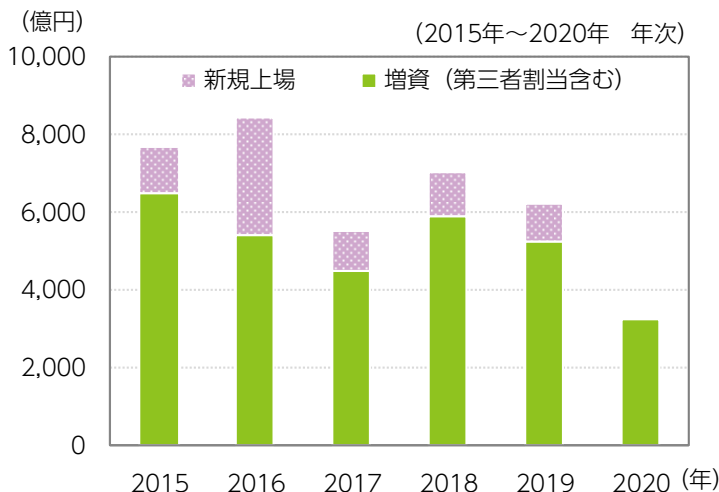


出所 ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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）

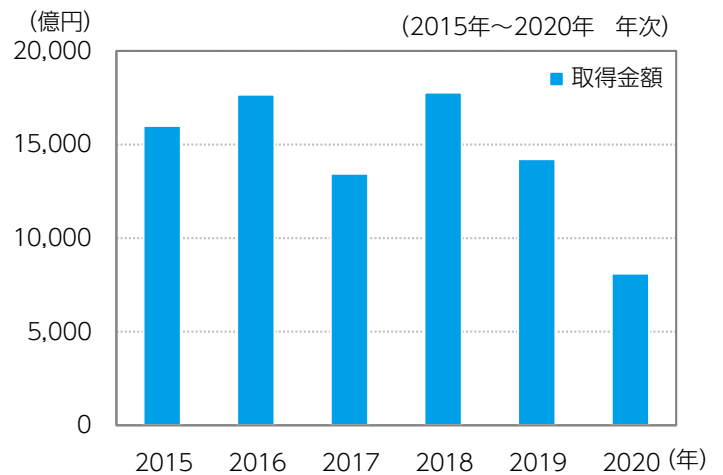
- 2020年8月は公募増資3件の発表がありました。新規上場と増資（第三者割当含む）を合わせた資金調達額は1～8月合計で3,289億円と、投資口価格の低迷等が影響し、前年同期比23%減となっています。
- 2020年8月の物件取得額（受渡しベース）は前年同月比20%減の218億円でした。1～8月合計では8,071億円と前年同期比22%減少しています。8月取得額の内訳は、住宅：44%、物流施設：34%、商業施設：23%となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2020年は8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ち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）

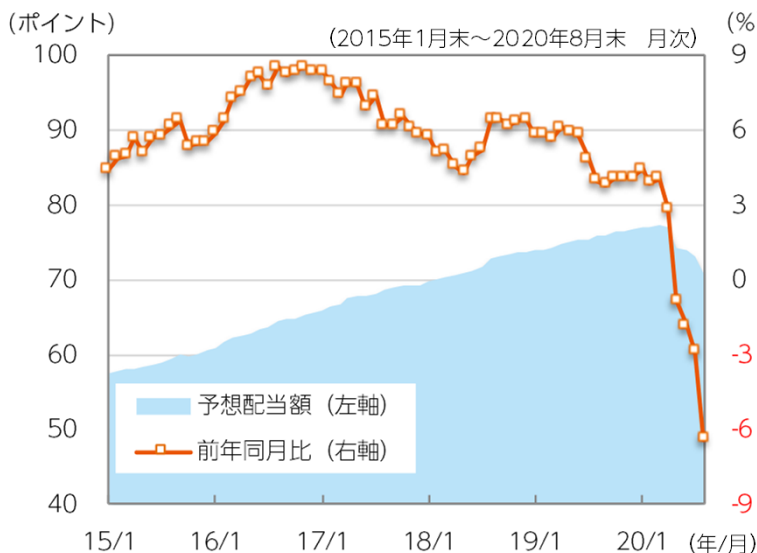


(※) 2020年は8月末時点 (出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもちにニッセイアセットマネジメント作成

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

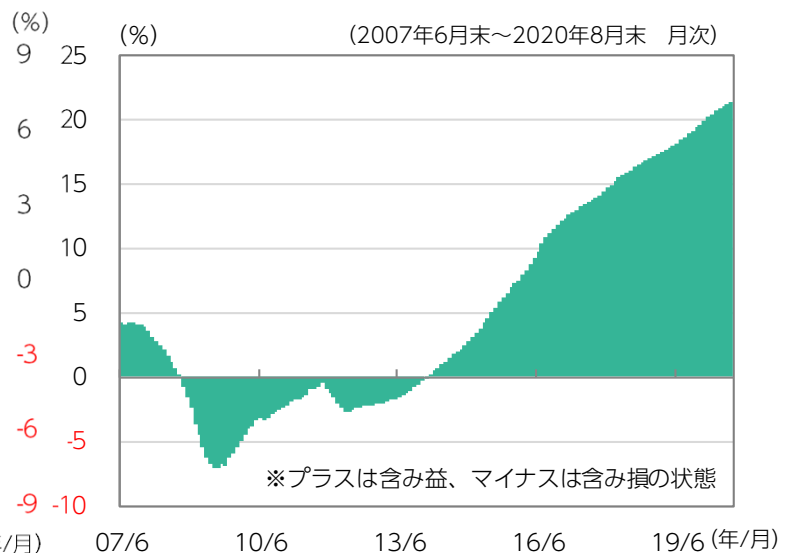
- 2020年8月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前月末比2.9%減、前年同月末比6.4%減となっています。8月末の予想配当額は、ピークであった2020年3月末より8.1%下方修正されています。
- 2020年8月末（2020年6月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.4%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆9,441億円となっています。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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ち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



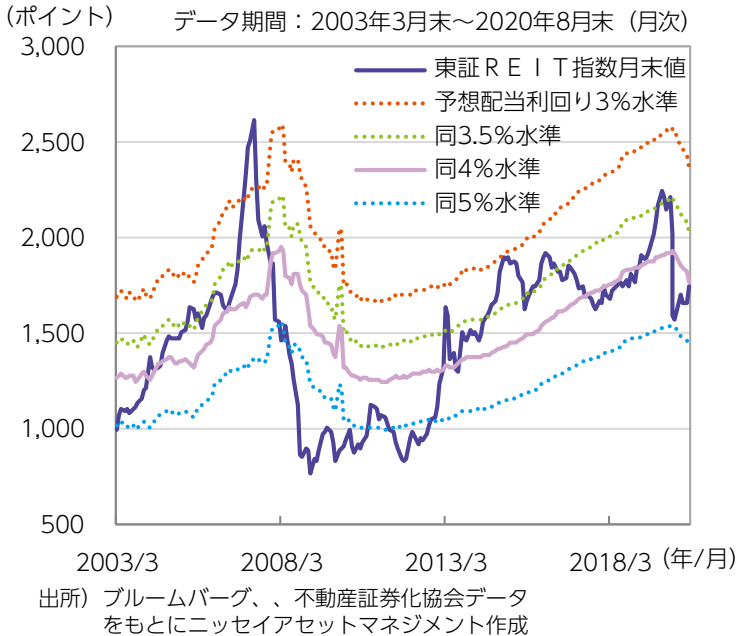
(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%) (出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもちにニッセイアセットマネジメント作成

## (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後、反発に転じた東証REIT指数ですが、足元は上値の重い状態が続いています。8月末時点での予想配当利回り4%水準の東証REIT指数は1,774ポイント、5%水準は1,419ポイント。当面の上値や下値の目処として意識されそうです。
- 2020年8月末のNAV倍率は1.02倍と、解散価値水準とされる1.0倍とほぼ同水準です。

【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

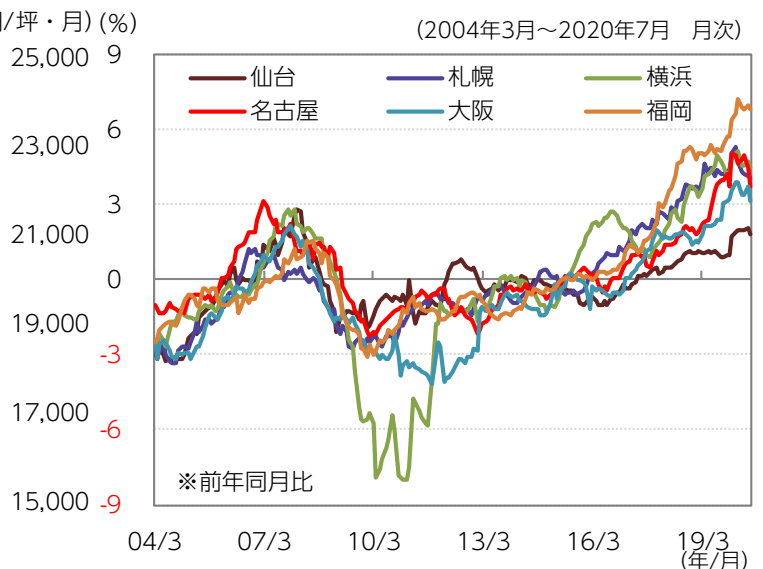
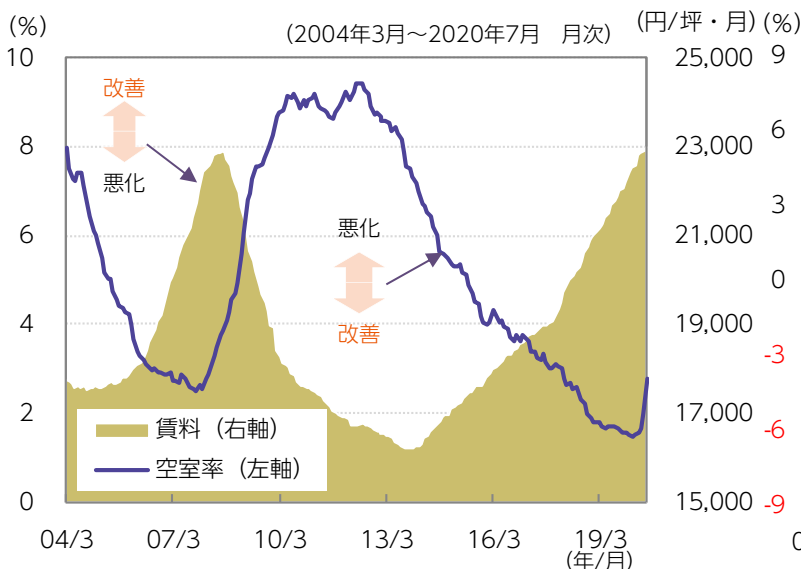


## (8) 不動産市況

- 2020年7月の都心5区のオフィス空室率は2.77%と、6月より0.80%上昇し、2018年3月の2.80%以来の高水準となりました。7月の坪当たり月額賃料は前年同月比6.2%増の23,014円となり、過去最高を更新しました。賃料は前月比で79カ月、前年同月比で75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が、増加率は頭打ち傾向となっています。2020年7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。

【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。

## &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/>