

## J-REIT市場の現状と見通し

### 2020年の振り返りと今後の見通し

2021年1月15日

## 2020年のJ-REIT市場の振り返り

2020年末の東証REIT指数（配当込み）は2019年末比で▲13.4%とTOPIX（配当込み）が同+7.4%と上昇する一方で下落しました。

J-REITのパフォーマンスが悪かった要因として、新型コロナウイルスの影響が挙げられます。旅行、行楽の減少や在宅勤務の増加により、ホテルや商業施設、オフィスへの需要が大幅かつ継続的に減退するのではないかと懸念が高まり、それらを保有するJ-REITが大きく売られました。また、J-REITの下落局面が3月の年度末と重なったことで、金融機関などがロスカット（強制損切り）の売りに加えて損失を確定するための売却をしたことで、需給が一時的に大きく悪化したことも、パフォーマンス悪化につながったと考えられます。

## 利回りからみたバリュエーションは魅力的

それでは利回りからみたJ-REIT市場のバリュエーションを確認しましょう。2021年1月14日時点の東証REIT指数の分配金利回りと国債利回りとの差は4.11%です。3月以降、指数の反発などにより利回り水準は低下してきましたが、引き続き4%近い水準で、過去の水準と比較しても魅力的な水準といえます。

2021年の金融市場は、少なくとも年初においては引き続き先行きの見通しづらい状況といえます。日本株式は2020年途中から大きく上昇したこともあり、ここからは買いづらいという投資家にとってJ-REITは出遅れ感もあり、有望な投資対象となりそうです。

加えて景気サイクルからも株式・債券と比較するとリートの魅力が増していると考えています。詳しくは「[2021年はリートに注目～株式、債券に対し相対的優位の可能性～](#)」をご参照ください。

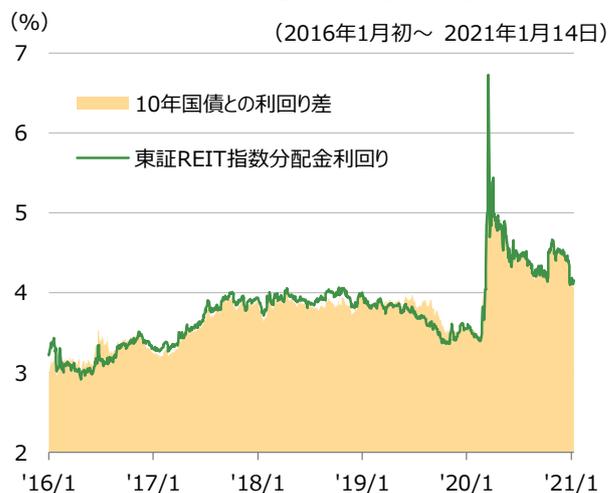
[https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/market\\_letter/20210105\\_01.pdf](https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/market_letter/20210105_01.pdf)

### 東証REIT指数の推移



(出所) ブルームバーグ

### 東証REIT指数の分配金利回りの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

## 資産価値からみたバリュエーションは過去と比べて割安

次に資産価値からみたバリュエーションを確認します。下記のグラフの通り、市場全体のNAV倍率（物件の価値を時価で評価した1口あたり純資産と投資口価格の倍率）は、2020年末時点で1.01倍と1倍を回復したものの、引き続き過去平均を下回った水準にあります。

1倍を下回る水準は「解散価値割れ」にあたり、理論的には保有不動産を売却すれば投資家はリートの市場価格を上回る資金を手にできる状態です。個別銘柄で1倍を大きく下回る銘柄においては、自己投資口の取得による資本効率性の改善などの取り組みがいくつか発表されており、J-REIT市場の下値を支える動きと捉えています。

## 需給面からみた2020年の振り返り～当面は良好な環境を想定～

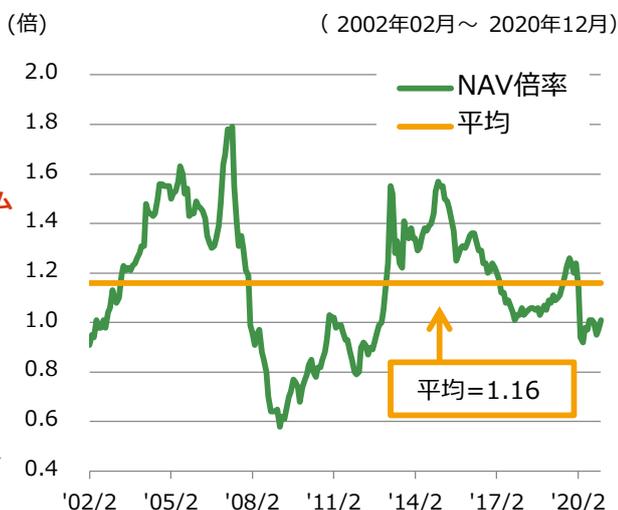
需給面から2020年のJ-REIT市場を振り返ると、いくつかの注目すべき出来事がありました。

まずは冒頭の2020年の振り返りで言及した3月の下落時の需給です。下記のグラフのように3月の急落時には銀行部門の売り越しが大きくなりました。統計上、銀行部門には日本銀行の買い越しも含まれていることから、民間銀行は777億円の売り越しと試算され、大きな売り主体であったことが確認できます。

次に年後半の外国人の買い越しです。FTSEグローバル株式指数は9月からJ-REITの組み入れを開始しました。四半期ごとに4回に分けて組入比率を高めていく予定で、12月に組入比率の引き上げが実施されました。報道によると指数連動ファンドからの1回当たりの資金流入は700億円程度とみられており、2020年9月や12月のように、2021年3月、6月にも同様の資金流入が期待されます。

最後に夏以降に再開したJ-REIT市場での公募増資です。公募増資は、下記の統計には含まれないためグラフでの確認ができませんが、重要です。J-REIT市場では、公募増資により資金調達を行い、一口当たりの利益を伸ばしていくことが成長の一つの手段であり、公募増資が再開されたことはポジティブです。しかし、10-11月に大きな公募増資が集中したことで需給が軟化し、J-REIT市場の上値を抑えました。ただし、例年は1-3月に公募増資が集中していたのが前倒しされたとの解釈もあり、短期的には公募増資が一段落となることが期待され、当面の需給悪化要因になりにくいと考えます。

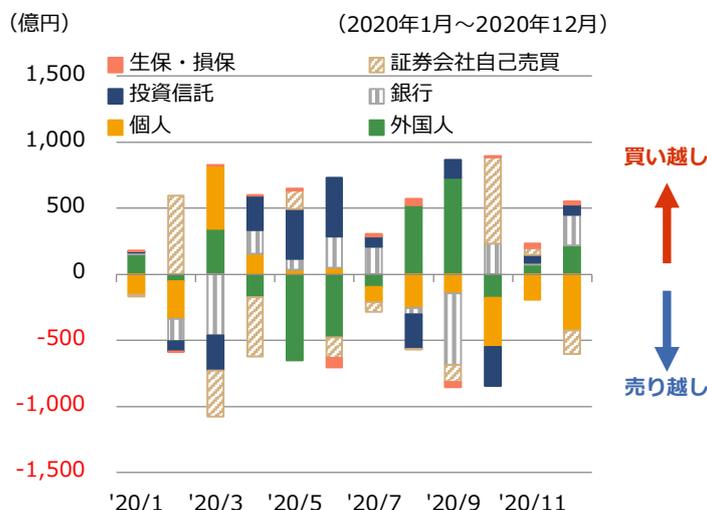
### J-REITのNAV倍率の推移（月次）



※NAV倍率はJ-REIT全銘柄の時価総額加重平均値。

(出所) 不動産証券化協会

### J-REITの主要投資部門別売買動向



※投資部門は上記以外にもあります。

(出所) 東京証券取引所

Daiwa Asset Management

## 用途別のコロナ禍の影響

ここからコロナ禍が用途別の不動産ファンダメンタルズとJ-REIT業績に与えた影響について確認します。最も影響が大きかったのはホテルでGoToトラベルキャンペーンで一時的回復傾向にあったものの、足元は再び厳しい状態です。商業施設は影響を受けたものの、懸念されていたほど業績への影響は大きくありませんでした。

### ホテル

- 一度は需要が蒸発。GoToトラベルキャンペーンにより5月を底に11月までは着実に需要回復もキャンペーンの一時停止や再びの緊急事態宣言で再度厳しい状態に。
- 借り主であるオペレーターの破綻が発生。オフィスへの用途転換を目指す事例も。
- 賃料収入に占める比率が高かった変動賃料がほぼゼロに。固定賃料の賃料減額も多く、業績に大きな影響が生じた。

### 商業施設

- 2020年の緊急事態宣言では施設全体での休館や個別にテナントが休業するなどサービス業、飲食、アパレルを含む一部物販などで大きな売上下落。
- 一方、スーパーなど生活必需品を扱うテナントでは巣ごもり消費を捉え、売上が前年比でプラスとなる例も。
- 賃貸借契約は固定賃料であっても賃料減免の要請があり、テナントの破綻・退店を避けるため一部では賃料減額対応を実施。結果として、業績への影響は出たものの、懸念されていたほど大きな影響にはならず。

### オフィス

- 足元でテナント退去の申し込みが増え、今後の空室率の上昇が見え始めたが、退去の申し出は6カ月前などに行うケースが多く、現時点での影響は軽微。
- 上昇が続いていた市場賃料はピークアウトし、下落に転じる。コロナ前は歴史的な低水準であった空室率を背景に賃料増額を繰り返していた好調な局面は終了。

### 住宅

- 都心の高額物件を中心に稼働率がやや低下も悪化局面は一巡。
- 稼働率の低下は業績に悪影響も大きな影響にはならず。
- 都心を中心に上昇が続いていた市場賃料はピークアウト。

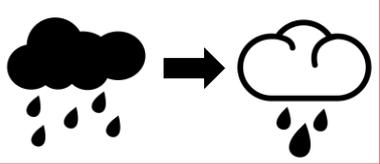
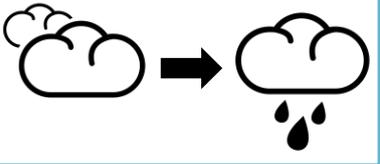
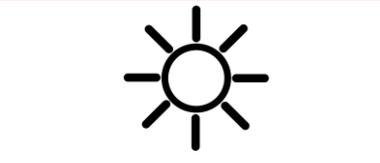
### 物流施設

- コロナ禍による悪影響はほぼない、業績への影響もなし。むしろ、コロナ禍によりネット通販の進展加速などが物流施設への需要の高まりにつながった。
- 主要エリアでの空室率は低下傾向で、今後の供給物件のリーシングも順調。

※ 上記は資料作成時点における見解であり、今後変更となる場合があります。

## 各用途の今後の見通し

新型コロナウイルスの感染再拡大に伴い、首都圏4都県を対象に緊急事態宣言が再発令、その後7府県が対象に追加されるなど、足元の経済環境は大きく変化し、先行きには不透明感があります。現時点での今後の見通しを下記にまとめました。

	ホテル	商業施設	オフィス
	<ul style="list-style-type: none"> <li>●中長期的にはワクチン接種により、従来のような需要が戻ってくると想定しているが、回復時期が読めない。</li> <li>●インバウンドの戻りには時間がかかる見通し。</li> <li>●ホテルオペレーターの倒産リスクには一定の注意が必要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●短期的には再びの緊急事態宣言で飲食店などを中心に賃料減免の必要が生じる可能性。</li> <li>●しかし、現時点では業績への影響は軽微とみる。</li> <li>●生活必需品を扱う商業施設については、今後も堅調な推移を想定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●景況感の悪化によるオフィス市況の悪化が今後どの程度出てくるかが最大の注目点。</li> <li>●テレワークの浸透、ソーシャルディスタンスなどアフターコロナを見据えたオフィス需要の変化についても注意が必要。</li> </ul>
見通し予報	 <p>豪雨のち雨</p>	 <p>雨のち小雨</p>	 <p>くもりのち小雨</p>
	住宅	物流施設	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>●稼働率の更なる低下は想定せず、安定した推移を想定。今後の業績は安定的に推移するとみる。</li> <li>●現時点ではアフターコロナにおける住宅需要の大きな変化は見られないが、変化の兆しに注意が必要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●不動産業者の施設開発意欲は強く、今後も物件の供給量は高水準が続くが、ネット通販の拡大などによりそれを上回る需要がある。</li> <li>●空室率は低位が続き、市場賃料の上昇も続きそうだ。</li> </ul>	
見通し予報	 <p>くもり</p>	 <p>晴れ</p>	

※上記はイメージです。※上記は資料作成時点における見解であり、今後変更となる場合があります。

## (補足) 12月の都心オフィス市況

オフィス市況に関する現状認識、先行きの見通しについては、これまでのページで述べてきたとおりですが、足元で発表された統計について補足説明をします。

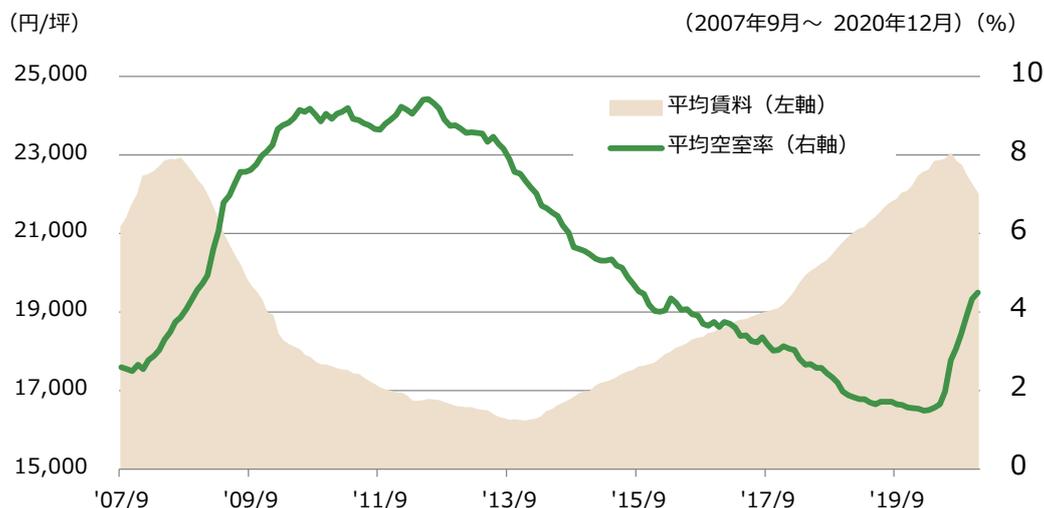
2020年12月時点の東京都心5区のオフィス・ビル平均空室率（三鬼商事調べ）は4.49%と前月比0.16ポイント上昇しました。空室率は10カ月連続で上昇し、2015年9月以来の水準となりました。12月は解約の影響が少なく、小規模ながら成約の動きが見られたことで、空室率の上昇幅は縮小しました。

平均賃料は21,999円/坪と前月比で1.01%、前年同月比で0.93%下落しました。平均賃料の下落は5カ月連続で、15カ月ぶりに2万2千円を下回りました。前年同月比が下落に転じたのは2014年4月以来です。

8月以降、平均空室率・平均賃料はそろって前月比での悪化が続いています。2020年のオフィス供給量は過去20年の中で2003年に次ぐ高水準となった見込みです。よほど需要が強くない限り、新築ビルへのテナント移転に伴う二次空室の発生やそれに伴う空室率の上昇は自然な現象です。加えてコロナ禍で業績が悪化した企業の解約があった一方で、先行きが見通しにくいなかでテナントの成約に向けた動きが停滞していることが足元の空室率上昇に寄与したと考えられ、今後数カ月は同様の傾向が続く可能性があります。しかし、2021-22年にオフィス供給量は低水準となる見込みで、2020年の大量供給により発生した二次空室の埋め戻しに時間をかけられるため、過去の悪化局面ほど空室率が上昇するとは考えていません。

前述のように、景況感の悪化によるオフィス市況の悪化が今後どの程度出てくるかが最大の注目点と考えています。そのなかで足元で発生した空室の埋め戻しの進捗が今後注目されます。

### 都心5区のオフィス・ビル賃料・空室率の推移（月次）



※対象地区は都心5区（千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区）。  
 ※調査対象ビルは東京ビジネス地区内にある基準階面積が100坪以上の主要貸事務所ビル。建物全部の一括賃貸など特殊な事情のあるビルは、調査対象に含まれておりません。

(出所) 三鬼商事

### 当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。