

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 (2021年7月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 6月の東証 R E I T 指数は、新型コロナウイルスワクチンの接種普及による経済活動の正常化期待や10年国債金利の落ち着き、F T S E グローバル株式指数への J-R E I T 組入れによる需給の改善観測等を背景に続伸し、前月末比+3.72%の2,150.73ポイントで引けました（配当込み指数は4,732.24ポイント）。8ヵ月連続で上昇しました。6月末の東証 R E I T 指数は、月末値ベースで2020年1月末以来の高水準となり、また、配当込み指数は2019年10月末値を抜いて史上最高値を更新しました。
- セクター別では、オフィスが前月末比+2.17%、住宅が同+4.86%、商業・物流等が同+4.94%となりました。年初来では、オフィスが+21.06%、住宅が+20.55%、商業・物流等が+20.03%と、いずれの上昇率も20%を超えています。

【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は17.53兆円と前月末から6,606億円増加しました。月末値ベースで、2019年10月末の17.05兆円を上回り、過去最大となりました【図表3】。1日当り売買代金は613億円と、前月より10.3%増加しました【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3.33%、10年国債金利はプラス0.058%、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3.27%と、2015年12月末（3.20%）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）

- ・ 6月1日：政府が12～64歳の一般向けのワクチン接種に本格的に着手する方針を示す
- ・ 6月10日：三鬼商事が5月都心5区オフィス市況を発表。空室率は5.90%と前月比0.25%上昇【図表18】
- ・ 6月18日：日銀は18日、コロナ対応の資金繰り支援策を22年3月末まで半年間延長することを決定

(2) J-R E I T市場（東証 R E I T 指数）の見通し

- 7月の J-R E I T（東証 R E I T 指数）は、以下を支援材料に回復傾向を続けるものと思われる。但し、6月末時点で年初から20%強上昇しており【図表1】、短期的な過熱感が強まりつつあると考えられること、また、イールド・スプレッド水準【図表4】等から見て、割安感が後退しつつあると思われること等から、コロナ禍前の高値水準（2,250ポイント台）に近づくにつれ、上値が徐々に重くなることも想定されます。
 - 尚、今後の物価指標や雇用統計等の発表を受けて米国景気の過熱懸念が高まり、F R B（米連邦準備制度理事会）が量的緩和策の縮小開始時期を早めるとの見方が増える場合には、史上最高値圏で推移する米国 R E I T が軟調な展開となり、その影響が J-R E I T に及ぶことも予想されます。
- ① ワクチンの接種普及による J-R E I T の業績回復期待
 - ・ 政府は新型コロナウイルスワクチンに関し、12～64歳の一般向け接種に本格的に着手すると共に、21日からは企業や大学でも産業医等が接種出来るようにし、対象者やルートを広げてスピードを加速させています。Our World in Dataによると、国内の最低1回ワクチンを接種した人の割合は6月末時点で約23%と、そのペースは5月末の約9%から速まりつつあります。ワクチンの接種普及で経済活動が正常化に向かうとの見方から、J-R E I T の業績回復期待が高まるものと思われる。
 - ・ 6月末の J-R E I T の予想配当額は前年同月末を下回ってはいるものの、減少幅は縮小傾向となっており【図表14】。コロナ禍でダメージを受けた商業施設リートやホテルリートを中心に業績回復が進めば、予想配当額は前年同月末比でプラス圏に浮上するものと見ています。
 - ② 株式（T O P I X）に比べた出遅れ感
 - ・ 2021年6月末時点で株式がコロナ禍前の高値を上回っているのに対し、J-R E I T は同高値を約4%下回っています【図表2、11】。経済活動の正常化で J-R E I T 業績の先行きに対する懸念が後退すれば、株式に比べた出遅れ感に着目した買いが活発化するものと思われる。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

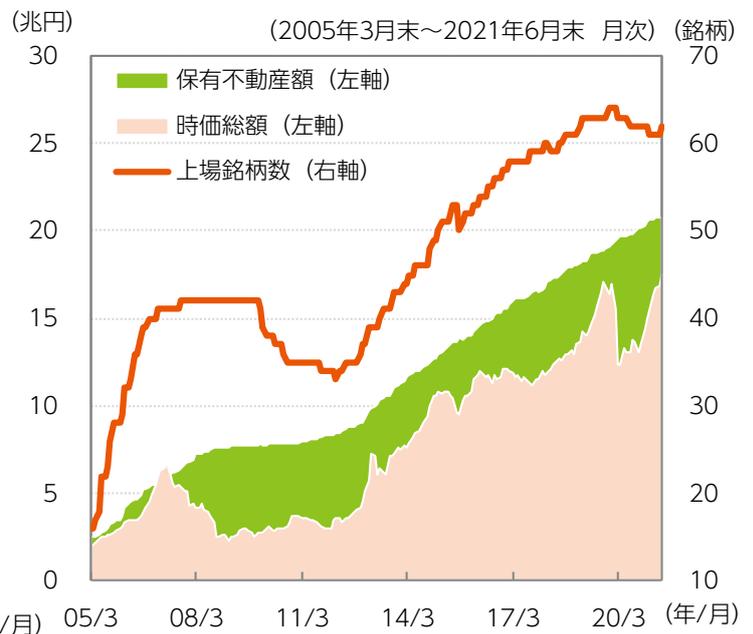
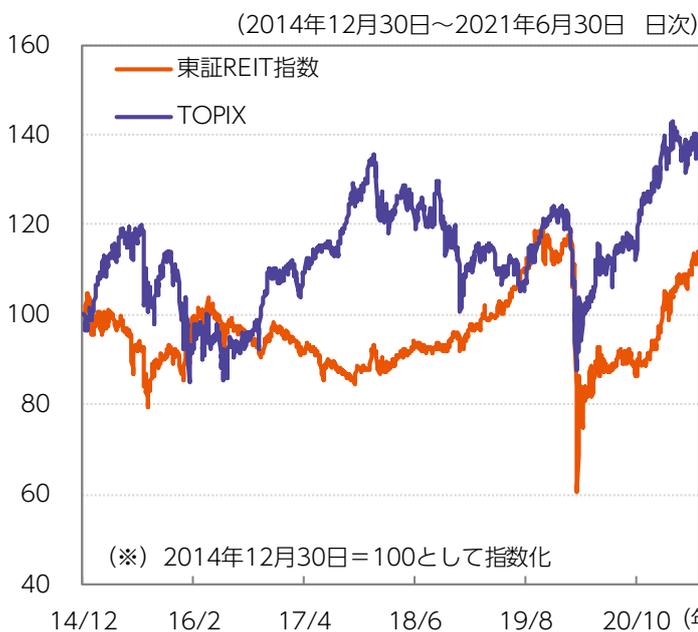
(2021年6月30日時点)

(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	3.72	20.56	-16.85
	TOPIX	1.07	7.70	4.84
	差	2.65	12.87	-21.69
配当込み	東証REIT指数	3.98	22.76	-13.38
	TOPIX	1.19	8.90	7.39
	差	2.79	13.87	-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



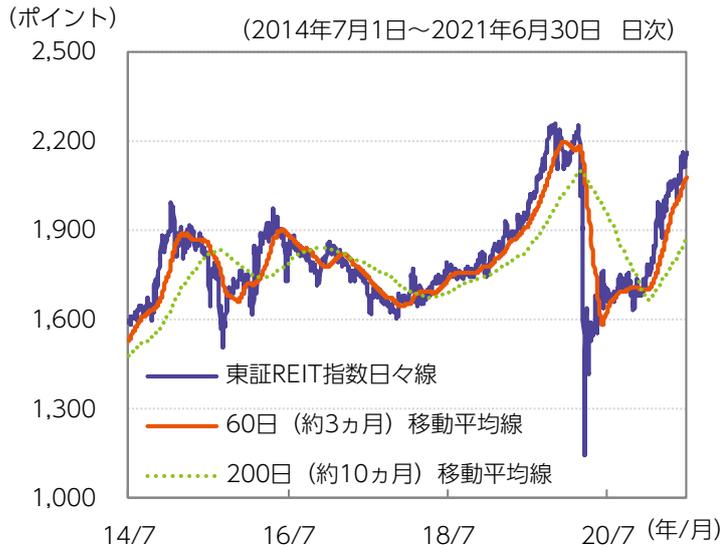
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

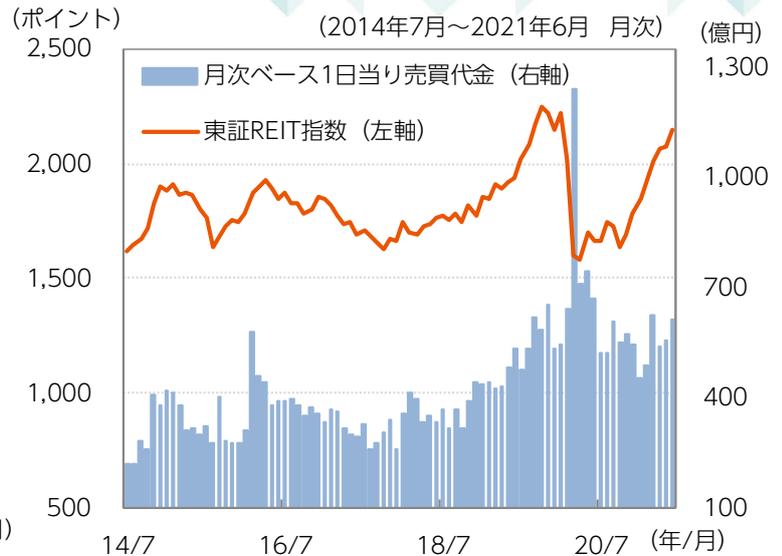


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-5	33	-873	65	-885	1,479	-27

※2021年は判明月まで反映

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
2021年4月	24	20	-396	-9	-90	221	20
2021年5月	-53	1	-181	9	-236	379	1

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

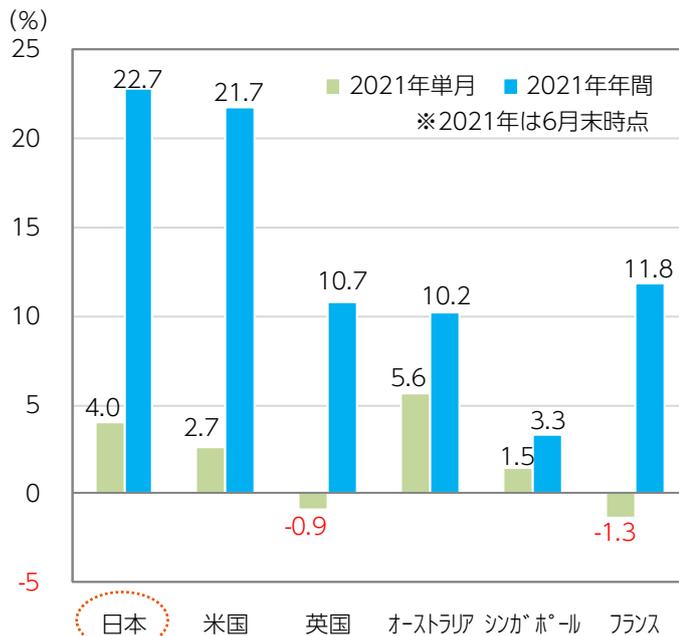
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 日銀は4、5月に続いて6月もJ-REITの買入れを見送りました。3ヵ月連続は日銀がJ-REITの買入れを開始した2010年10月以降では初めてです。1～6月累計では60億円となりました。尚、ETF(上場投資信託)は1回、701億円買入れました。
- 日銀は3月の金融政策点検で、J-REITやETFの買入れ方針を変更しており、相場が高値圏で推移する場合には買いを見送るケースが増えるものと思われます。

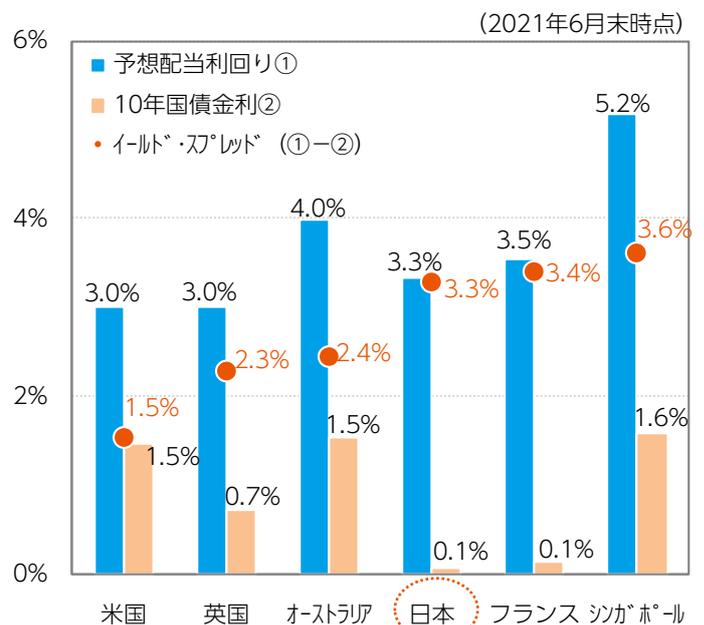
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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。上昇率トップはオーストラリアで、金利の低下や5月の求人広告件数が19万542件と、約13年ぶりの高水準となったこと等が好感されました。一方、変異株による新型コロナウイルス感染再拡大の兆しが出始めている英国やフランスは下落しました。年初来では日本が上昇率トップとなっています【図表9】。
- 6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【図表10】。
- 一時、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年頃とほぼ同程度の大きさに拡大した東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は、足元は縮小傾向となっています【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



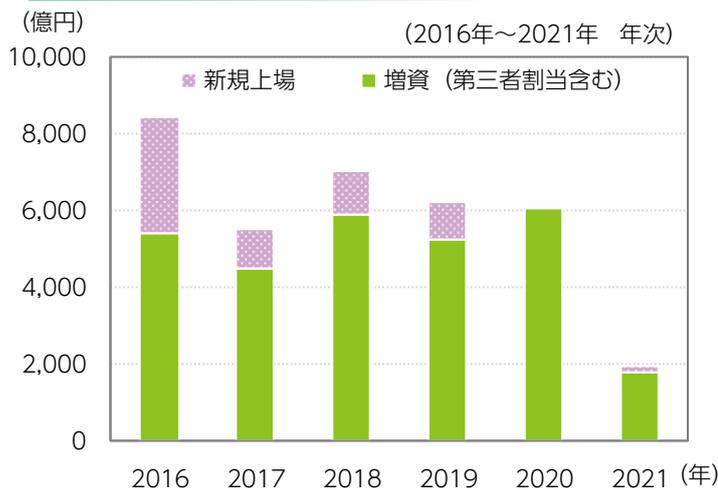
(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移



(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）

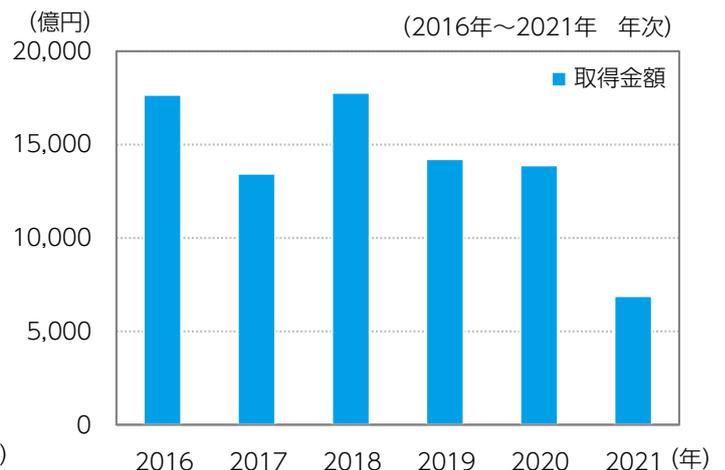
- 6月は1件の新規上場と2件の公募増資、合計578億円の資金調達がありました。1～6月累計では1,943億円と、前年同期比で10.5%減少しています。J-REIT市場の回復による資金調達環境の改善等で、物件取得のための公募増資が今後増加する可能性もあります。尚、新規上場は2019年12月以来一年半ぶりとなります。
- 6月の物件取得額（受渡しベース）は1,077億円で、全体の約半分を物流施設が占めました。1～6月累計では6,884億円と、前年同期比3.8%減となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2021年は6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）



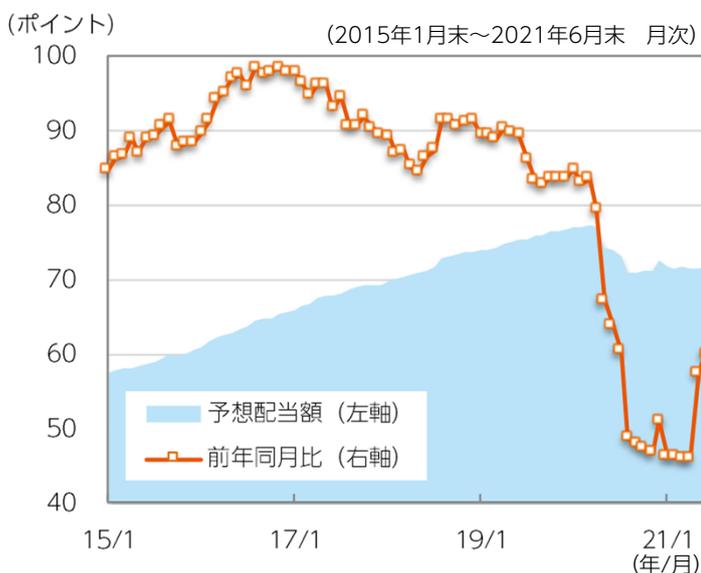
(※) 2021年は6月末時点

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

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

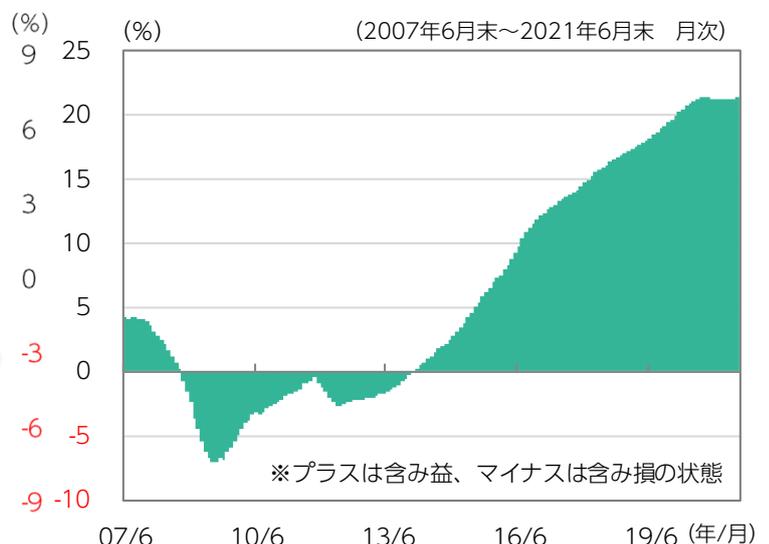
- 6月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比3.0%減となりました。減少幅は4月の同7.2%、5月の同3.8%から縮小しており、底打ちの兆しが出始めているようです。
- 6月末（2021年4月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は21.4%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は過去（東証REIT指数算出開始以来）最大の4兆1,740億円となりました。コロナ禍にも拘わらず、J-REIT保有物件の価格（鑑定評価額）上昇は続いているようです。

【図表14】 J-REITの予想配当額推移



(※) 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

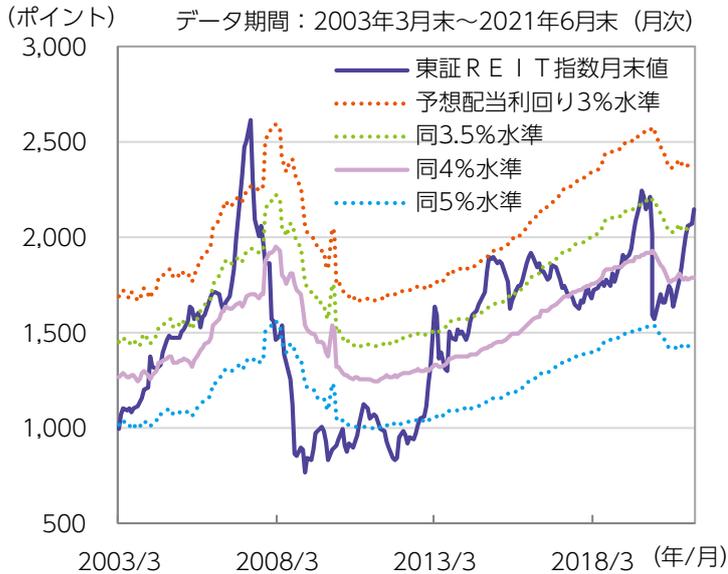


(※) 含み率＝（鑑定評価額－帳簿価格）／帳簿価格（％）
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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

- 6月末の東証REIT指数は2,150.73ポイントと、3.5%水準である2,046ポイントを上回りました。3.5%水準を上回るのは3ヵ月連続です。
- 6月末のNAV倍率は1.19倍と、過去平均（2003年3月末～2021年6月末）値である1.16倍を上回りました。J-REITの割安感は徐々に後退しつつあるようです。

【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

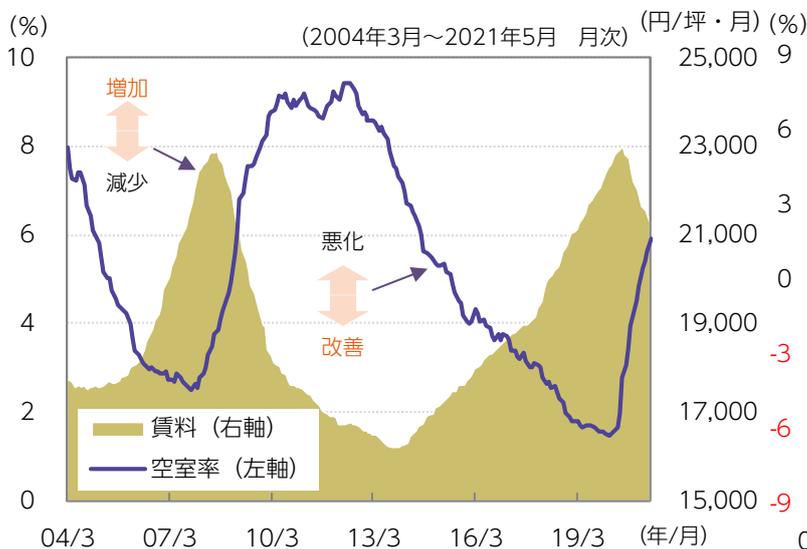


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに
ニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況

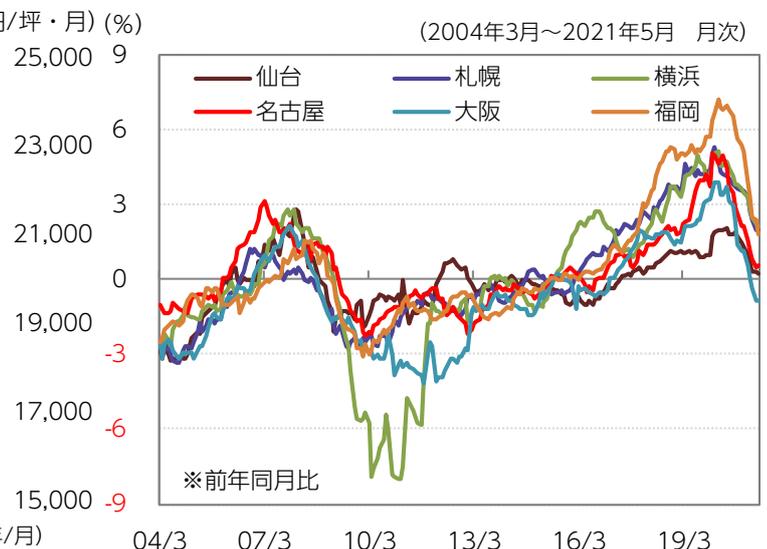
- 5月の都心5区のオフィス空室率は5.90%と前月比0.25%上昇し、2014年8月の6.02%以来の高水準となりました。5月の坪当たり月額賃料は21,249円で、2019年3月の21,134円以来の低水準となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは約8%減少しています。
- 5月の主要地方都市のオフィス賃料の内、大阪が前年同月比0.82%減と、3ヵ月連続で前年同月を下回りました。他の主要地方都心の賃料は前年同月を上回ってはいますが、伸び率は鈍化傾向です。

【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/>