

## J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2021年9月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 8月の東証REIT指数は、相次ぐ公募増資発表による需給悪化懸念や国内での新型コロナウイルスの感染拡大が重荷となり、8月中旬に一時約2ヵ月半ぶりの安値に下落する場面もありました。しかしその後は、東京都の新規感染者数が減少傾向となったことや、大手オフィスリートが好調な決算を発表したこと等が好感されて回復傾向となり、結局、前月末比-0.81%の2,142.91ポイントで引けました。10ヵ月ぶりに前月末を下回りました。
- セクター別では、オフィスが前月末比-2.18%、住宅が同-0.06%、商業・物流等が同+0.41%となりました。年初来では、オフィスが+18.92%、住宅が+21.65%、商業・物流等が+20.92%と、業績の相対的な安定感等が好感され、住宅が上昇率トップとなっています。

### 【市場規模・売買代金等】

- 時価総額は17.58兆円と前月末から764億円減少しました【図表3】。1日当り売買代金は521億円と、前月を8.3%下回りました【図表7】。

### 【予想配当利回り等】

- 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3.38%、10年国債金利はプラス0.025%、イールド・スプレッド（J-REIT予想配当利回り-10年国債金利）は3.36%となりました。イールド・スプレッドは前月末の3.29%から拡大しました【図表4、5】。

### 【主なトピックス】（各種情報をもとに作成）

- ・ 8月4日：政府は、「まん延防止等重点措置」の適用地域につき8県を8日から追加することを決定
- ・ 8月12日：三鬼商事が7月都心5区オフィス市況を発表。空室率は6.28%と前月比0.09%上昇【図表18】
- ・ 8月25日：政府は、緊急事態宣言の適用地域に8道県、「まん延防止等重点措置」に4県を加えることを決定（期間は9月12日まで）
- ・ 8月30日：菅首相は、自民党の二階幹事長と会談し、早期に党の経済対策を策定するよう指示

## (2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し

- 9月のJ-REIT（東証REIT指数）は、中間期末を控えた機関投資家の益出しの売り等で弱含む場面も想定されますが、以下を支援材料に概ね堅調な展開になるものと見ています。足元で史上最高値圏にある米国REITが上昇ピッチを速める、あるいは国内金利が落ち着いて推移する場合等には、コロナ禍前の高値水準である2,250ポイント台回復を目指す動きになることも予想されます。一方、菅首相が自民党に策定を指示した経済対策を巡って投資家がリスク選好姿勢を強め、株式への資金シフトが活発化する場合や、アフガニスタン情勢の混迷化等で地政学リスクが高まる場合等には、下振れすることも考えられます。

### ① 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

- ・ Our World in Dataによると、国内で2回目のワクチン接種を終えた人の全人口に占める割合は、6月末が14%、7月末が30%、8月末が46%と、職域での接種開始等により高まりつつあります。足元の新型コロナウイルスの新規感染者数は高止まりしているものの、ワクチン接種の普及によって感染拡大ペースはいずれ鈍化し、経済活動が正常化に向かうとの期待がJ-REITの支援材料になるものと考えます。

### ② J-REIT業績の底打ち期待の高まり

- ・ コロナ禍により、2021年3月末及び4月末に前年同月比7.2%減少したJ-REITの予想配当額は、8月末は同2.1%増となっています。前年を上回るのは2020年4月末以来です【図表14】。J-REIT業績が最悪期を脱したとの見方が広がることが予想されます。

### ③ オフィス市況の悪化ペースが鈍化傾向となっていること

- ・ 7月都心5区のオフィス空室率は6.28%と2014年6月以来の水準に上昇しましたが、前月に比した上昇幅は0.09%と、2020年10月の0.50%をピークに縮小傾向となっています【図表18】。オフィス市況の悪化ペースが鈍化しつつあることは、J-REITの時価総額（2021年8月末時点）の約5割を占め、他の2セクターに比べて出遅れ感が強いと見られるオフィスセクターの押し上げ要因になるものと思われる。

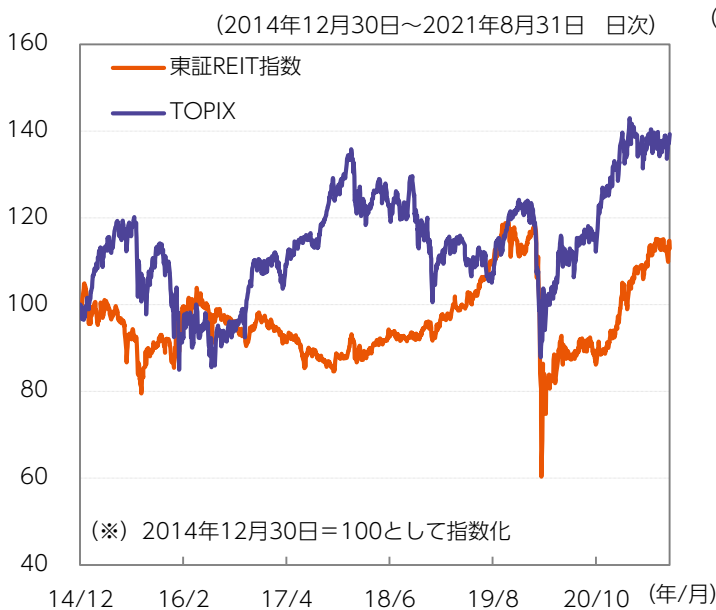
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2021年8月31日時点)

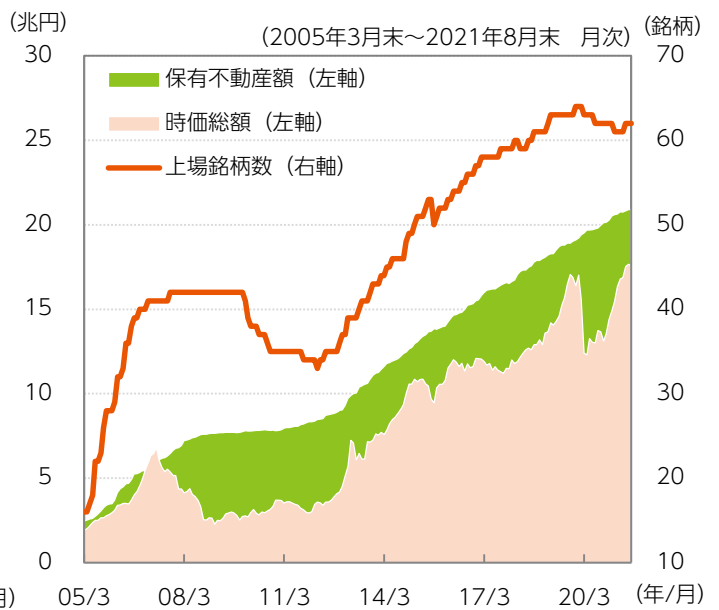
(%)

		2021年		(参考)
		当月	年初来	2020年
配当除き	東証REIT指数	-0.81	20.13	-16.85
	TOPIX	3.14	8.65	4.84
	差	-3.94	11.48	-21.69
配当込み	東証REIT指数	-0.26	23.35	-13.38
	TOPIX	3.17	9.90	7.39
	差	-3.43	13.45	-20.77

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



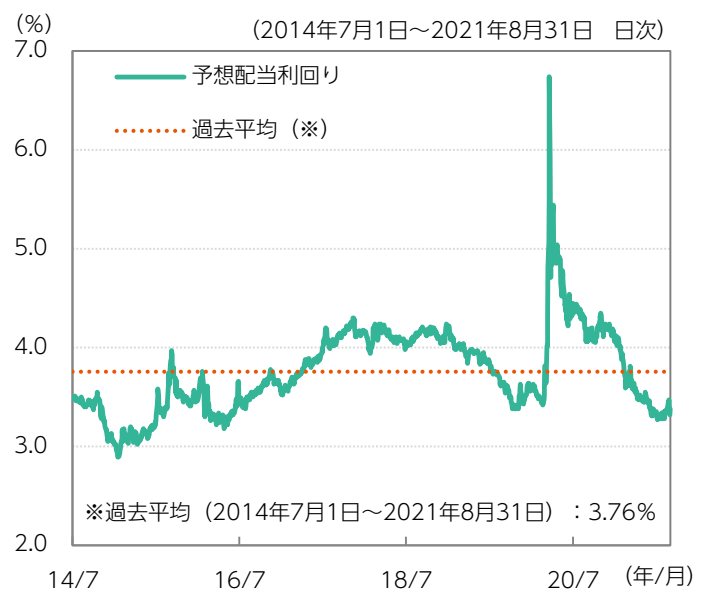
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

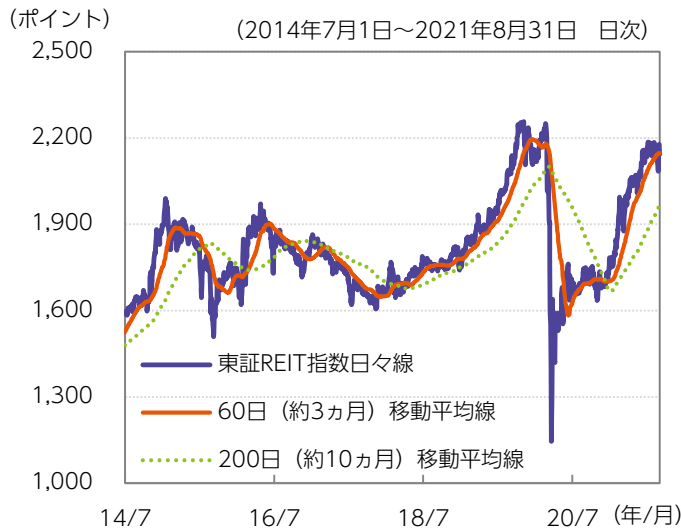


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

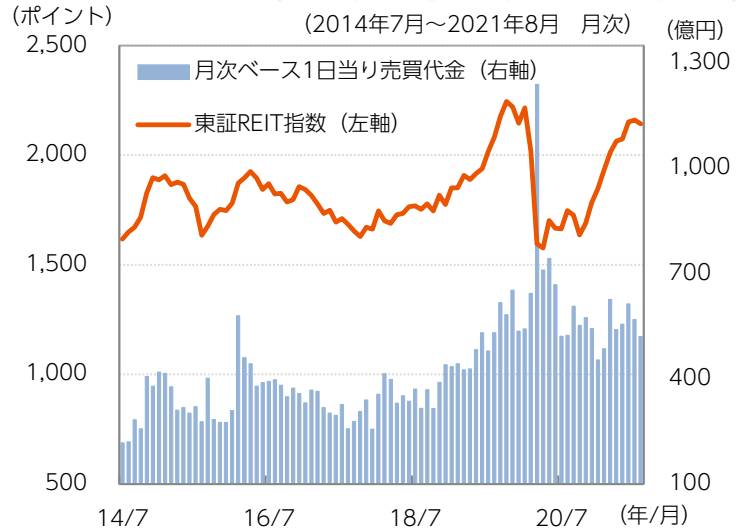


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-13	89	-1,425	69	-1,386	2,391	29

※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
2021年6月	-58	46	-286	-9	-288	598	46
2021年7月	50	10	-266	14	-212	314	10

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

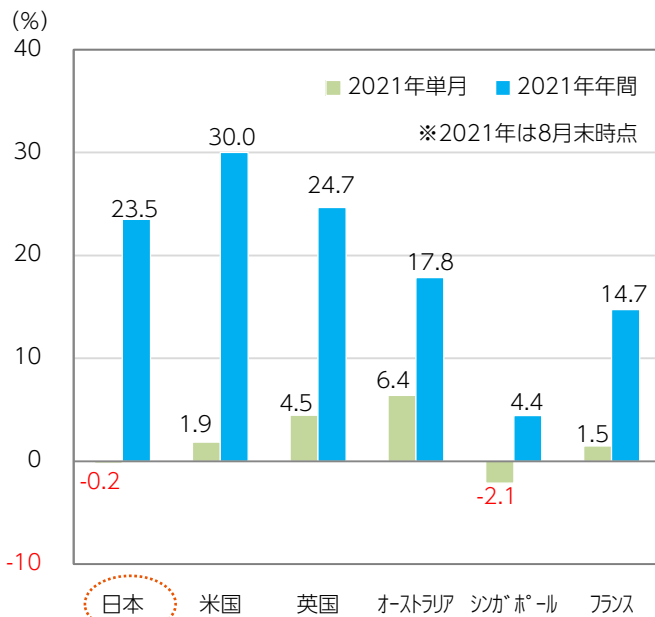
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- J-REITが底堅く推移していることもあり、8月も5ヵ月連続で買入れを見送りました。1～8月累計では60億円となりました。尚、ETF（上場投資信託）についても2ヵ月連続で買入れを見送りました。
- 日銀は2021年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います。4月以降はETFを含め買入れを見送るケースが増えています。

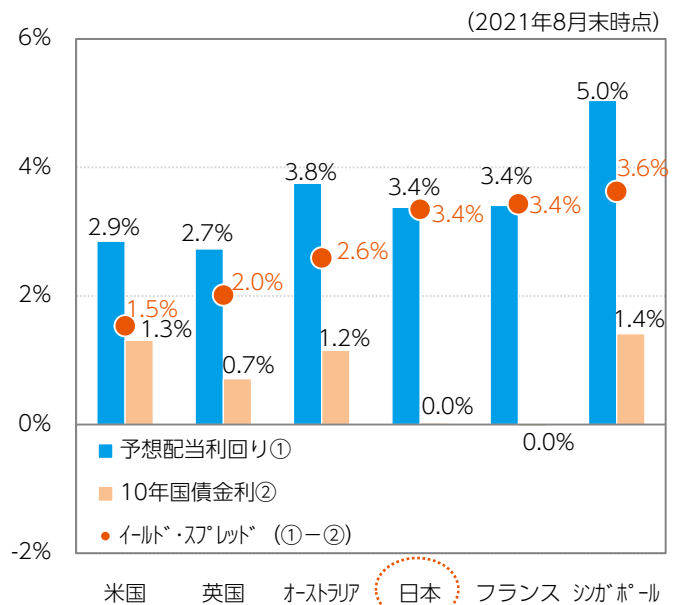
#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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、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、シドニー都市圏に適用されている都市封鎖措置が9月末まで延長され、景気悪化懸念から金利が低下したことが支援材料となりました。一方、シンガポールは、景気回復を示す経済指標の発表が続き、金利が上昇したこと等が嫌気され、2%強下落しました【図表9】。
- 8月末のJ-REITのイールド・スプレッドは、主要国中3番目の大きさとなっています【図表10】。
- 2020年11月末をピークに縮小傾向が続いていた東証REIT指数のTOPIXに対する下方乖離幅は、8月は再び拡大しました【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



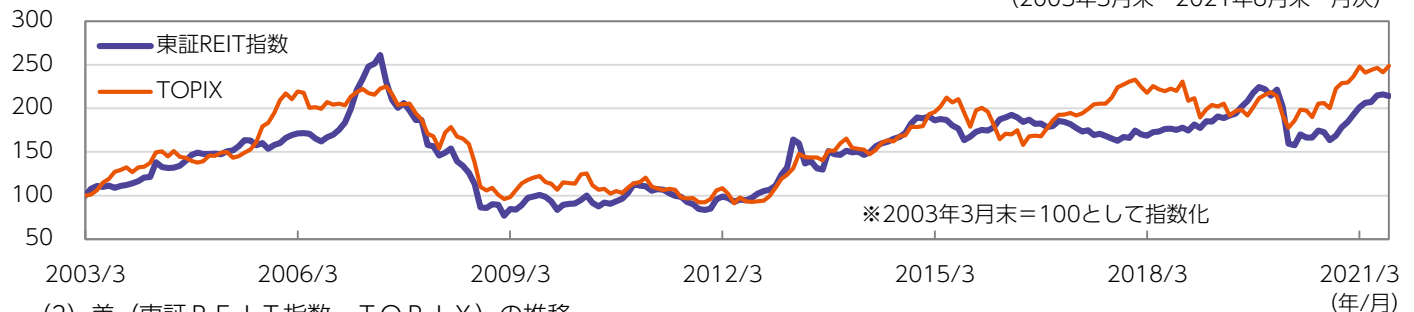
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



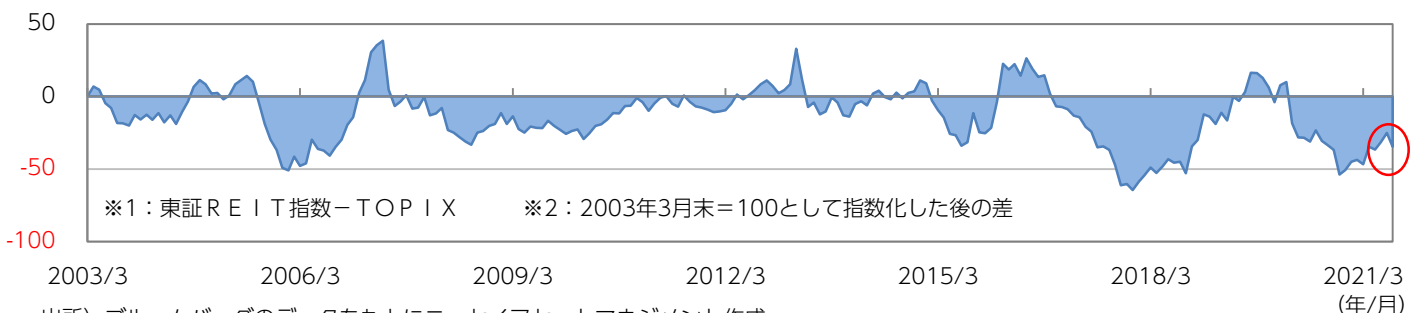
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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



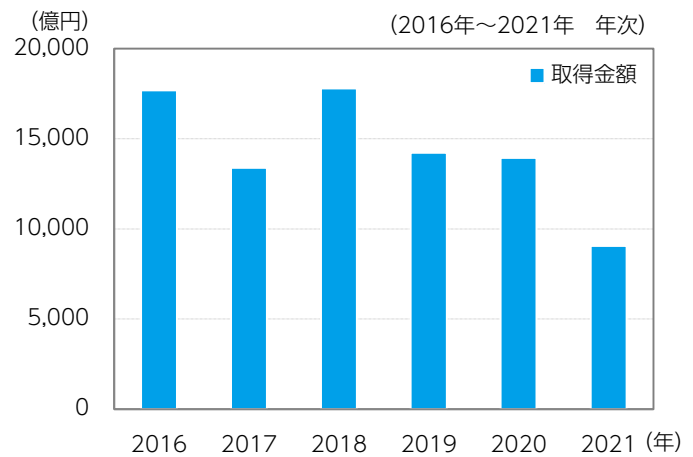
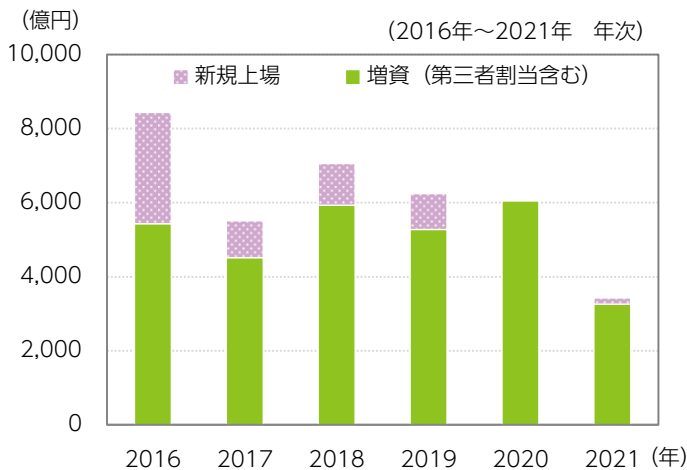
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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）

- 8月は6件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は1,203億円で、2020年10月以来の大きさとなりました。新規上場や第三者割当増資を含む1～8月の合計額は3,425億円と、前年同期を4.1%上回りました。
- 8月の物件取得額（受渡しベース）は1,431億円と、前年同月比約6倍の規模となりました。用途別では、商業施設が46%、住宅が24%、オフィスが14%等となっています。1～8月累計では9,050億円と、前年同期より11.8%増加しています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況

【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



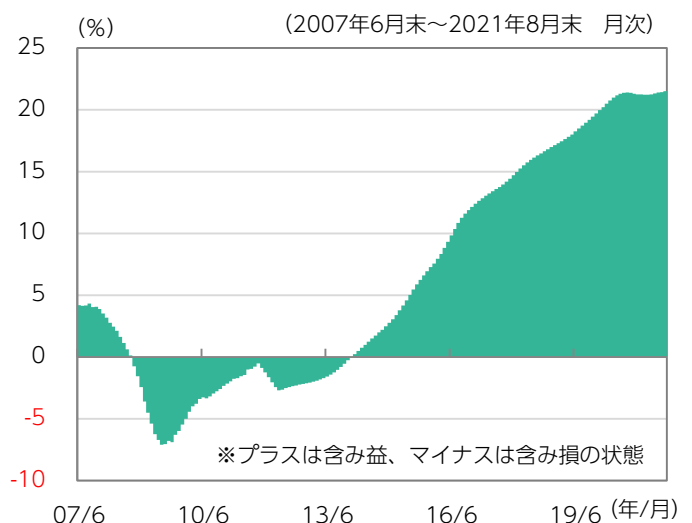
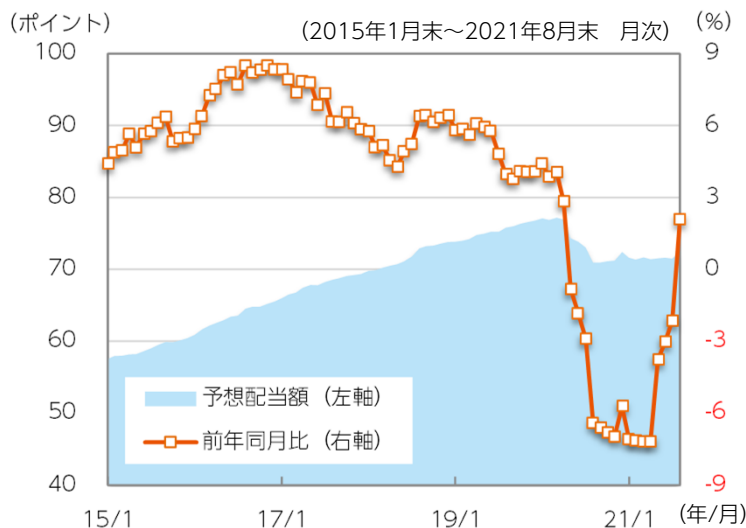
(※) 2021年は8月末時点 新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2021年は8月末時点  
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 8月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月末比2.1%増となりました。前年同月を上回るのは2020年4月以来で、J-REIT業績の底打ち感が強まりつつあります。
- 8月末（2021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21.5%、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4兆2,264億円となりました。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

【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移



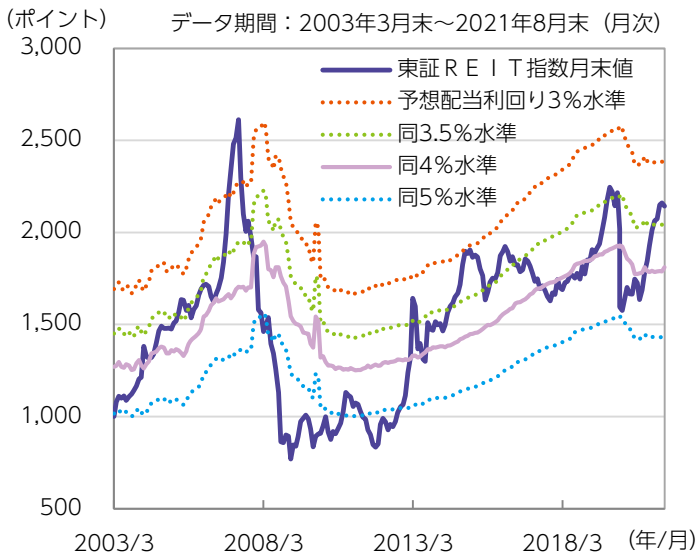
(※) 配当額 = 東証REIT指数 × 配当利回り ÷ 100  
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

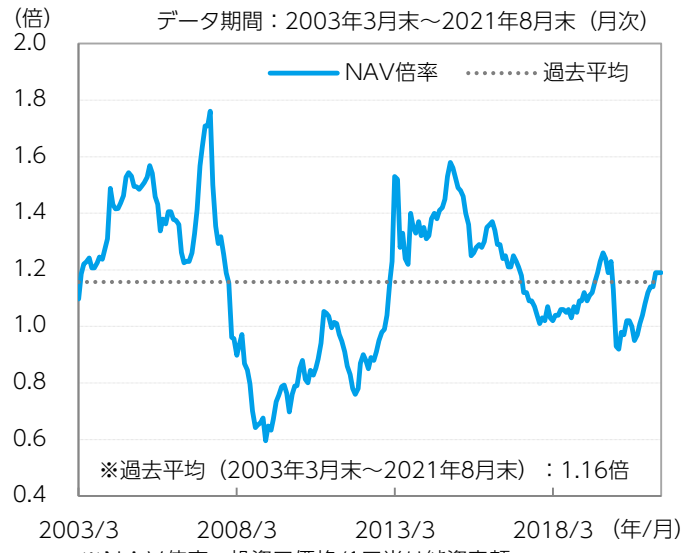
- 8月末の東証REIT指数は2,142.91ポイントと、3.5%水準である2,069ポイントを上回りました。3.5%水準を上回るのは5ヵ月連続です。
- 8月末のNAV倍率は前月末と同水準の1.19倍と、過去平均（2003年3月末～2021年8月末）値である1.16倍を3ヵ月連続で上回りました。J-REITの割安感は徐々に後退しつつあるようです。

【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

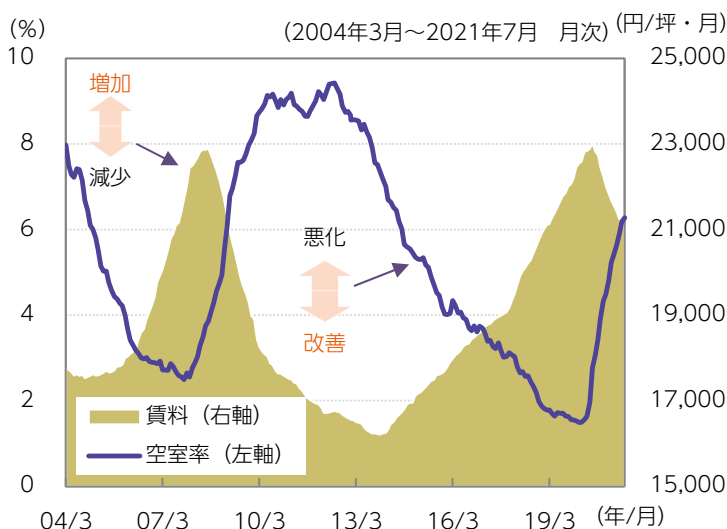


※NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額  
 出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに  
 ニッセイアセットマネジメント作成

## (8) 不動産市況

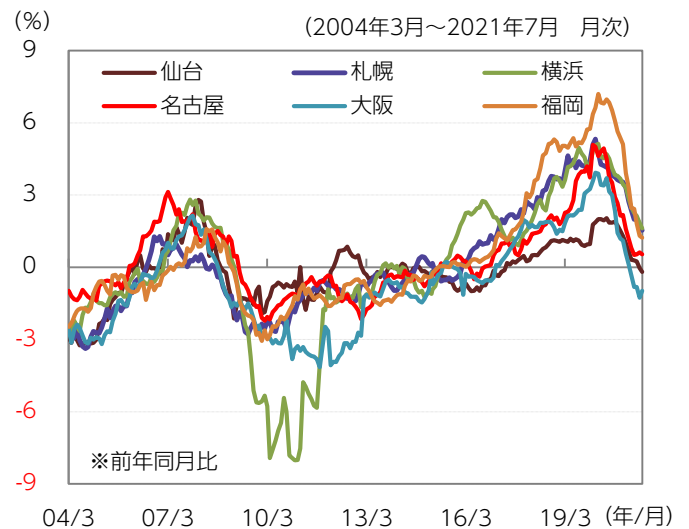
- 7月の都心5区のオフィス空室率は6.28%と前月比0.09%上昇し、2014年6月の6.45%以来の高水準となりました。空室率の前月比での上昇幅は、2020年10月の0.50%をピークに縮小傾向となっています。7月の坪当たり月額賃料は21,045円で、2019年1月の21,010円以来の低水準となりました。直近のピークである2020年7月の23,014円からは約9%減少しています。
- 7月の主要地方都市のオフィス賃料の内、大阪が前年同月比0.98%減と、5ヵ月連続で前年同月を下回りました。減少幅は6月の1.26%から縮小しました。

【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/>