

J-REIT市場 2020年の見通し

ファンダメンタルズは依然として良好、緩やかな上昇を想定

2019年12月20日

お伝えしたいポイント

- J-REIT市場は2019年に大幅上昇、2020年は緩やかな上昇を想定
- 都心オフィス空室率は過去最低水準、マンション賃料は上昇傾向が続く
- J-REITに投資するETFへの資金流入続く
- J-REITの分配金利回りと長期金利の利回り差は、拡大しにくい環境を想定

ファンダメンタルズは依然として良好、2020年は緩やかな上昇を想定

2019年のJ-REIT市場は堅調なファンダメンタルズや国内外の長期金利が低下傾向にあったことなどを背景に大幅に上昇しました。

2020年も、①オフィスや住宅などの良好なファンダメンタルズを反映した分配金成長期待、②長期金利の低位推移、③相対的に高い利回りが期待できるJ-REITへの継続した投資需要、などを下支えとして、緩やかに上昇する相場展開を想定しています。

2019年の東証REIT指数と長期金利



(出所) ブルームバーグ

都心オフィス空室率は過去最低水準、賃料は上昇傾向が続く

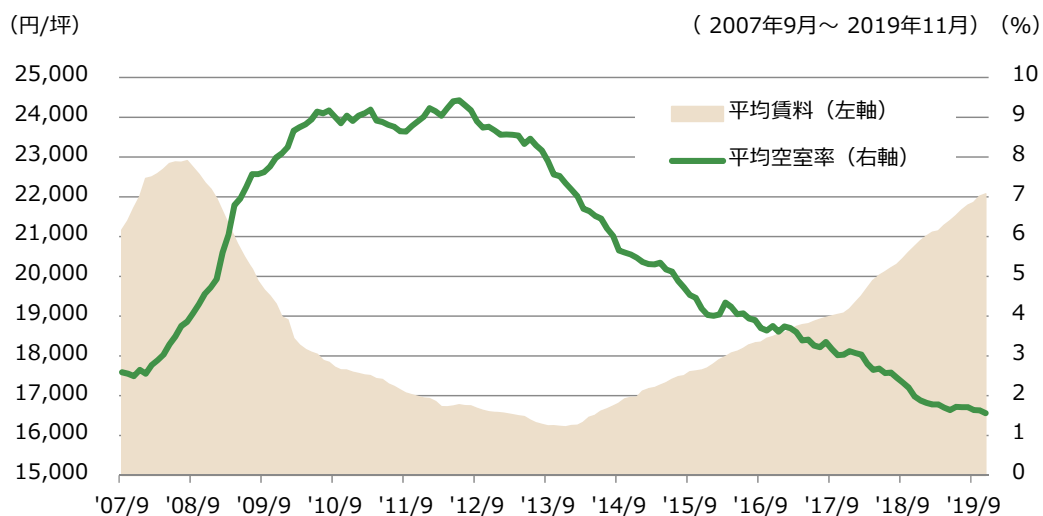
2019年11月時点の東京都心5区のオフィス・ビル平均空室率（三鬼商事調べ）は、1.56%と10月に比べて0.07ポイント低下し、三鬼商事公表の月次データとして残る2002年1月以来の過去最低値を更新しました。11月に開業した新築の大型ビル「渋谷スクランブルスクエア東棟」（渋谷区）が満室で竣工したことや、テナントの退去が少なかったことから低下しました。

平均賃料は、22,066円/坪と前月比で0.25%上昇し、前年同月比の上昇率は6.38%でした。2014年1月から71ヶ月連続の上昇となり、この期間の上昇率は36.15%となりました。

引き続きオフィス需要は強く、オフィス市況は堅調に推移していることがわかります。

また、2020年のオフィス大量供給により需給の悪化を懸念する見方がありましたが、一部報道によると、2020年の新規供給オフィスについては8割以上でテナントの入居が決まっているという状況であり、需給悪化に対する懸念はおおむね解消したと考えています。

都心5区のオフィス賃料・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

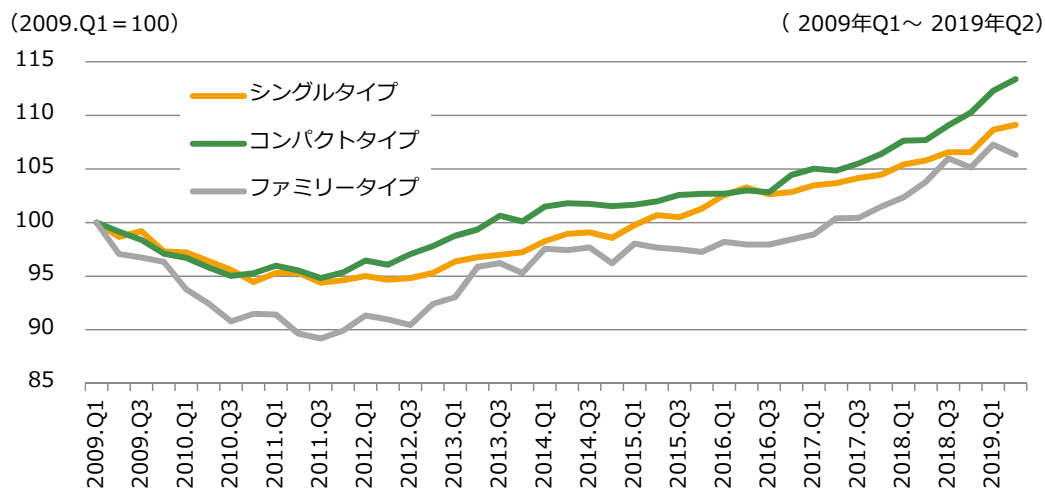
都心の賃貸住宅市場は好調、緩やかな賃料上昇が続く

マンション賃料インデックス（アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所）によると、東京23区のマンション賃料は、2011年頃から緩やかな上昇を続けています。

賃料上昇の背景として、地価や建築費の上昇などから、賃貸住宅の新規供給が抑えられていることや、東京都への人口流入傾向が続き世帯数が増加していることなどがあります。この傾向は今後も続くと考えられ、都心の賃貸住宅の賃料環境は堅調に推移することが予想されます。

特に、住宅REITの保有物件に多いシングルタイプや、コンパクトタイプについては、1世帯あたりの人数が減少していることから需要が強く、賃料上昇の恩恵を受けやすいといえます。住宅REITの保有物件の稼働率は高水準で推移しています。賃料が上昇することで、賃料収入の拡大を通じた分配金水準の向上が期待されます。

■ マンション賃料インデックス（エリア：東京23区）



※部屋タイプ：シングルタイプ 18㎡以上30㎡未満、コンパクトタイプ30㎡以上60㎡未満、ファミリータイプ 60㎡以上100㎡未満。

(出所) マンション賃料インデックス（アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所）をもとに大和投資信託が作成。

ホテル市況は今後のイベントに期待

ホテル関連のJ-REIT銘柄は、2019年は相次いだ自然災害や、新規ホテル供給の増加による需給環境悪化、日韓関係の悪化に伴う韓国人訪日客の減少などを背景にホテル需要が伸び悩み、関西地域を中心に客室単価が下落したことから業績悪化懸念が広がりました。その結果、投資口価格は軟調な推移となりました。

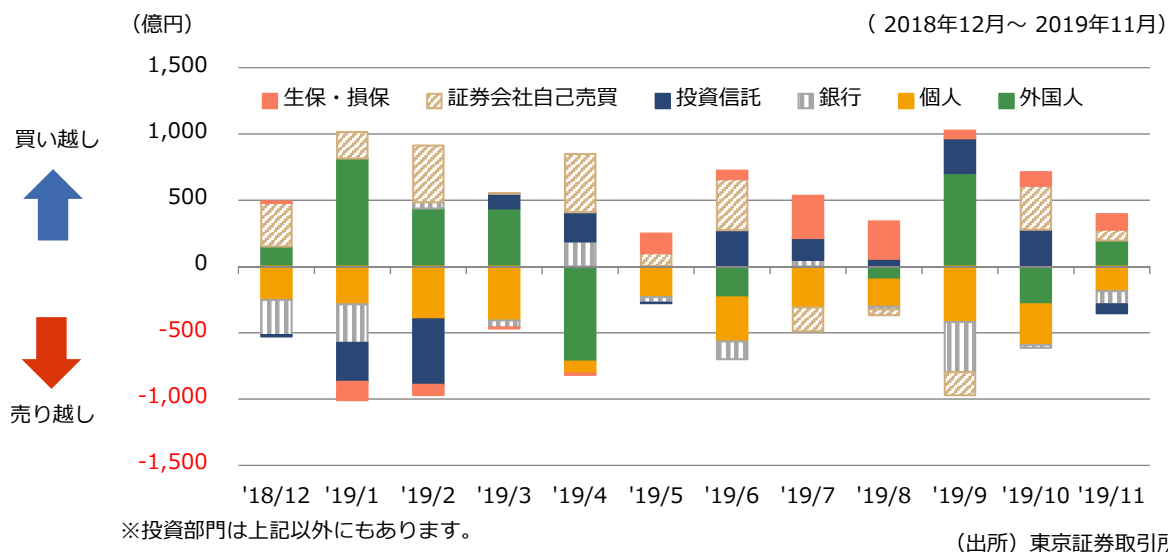
今後は、2020年に開催される東京五輪に伴うホテル需要の回復や、新規供給が落ち着くことによる客室単価の上昇に期待したいと考えています。

11月は外国人投資家が買い越しに転じる

2019年11月のJ-REITの投資部門別売買動向は、外国人投資家が196億円、生保・損保が117億円、ETFへの資金流入が大部分を占めると考えられる証券会社の自己売買部門が81億円の買い越しとなりました。一方、個人投資家が186億円、銀行が99億円、投資信託が67億円の売り越しとなりました。

外国人投資家は、2019年10月は売り越しに転じましたが、11月は再び買い越しに転じました。J-REIT市場の調整局面で投資意欲が再び高まったと考えられます。一方、買い越し基調が続いている生保・損保は引き続き買い越しとなり、国内投資家もJ-REIT市場を買い支えていることがうかがえます。

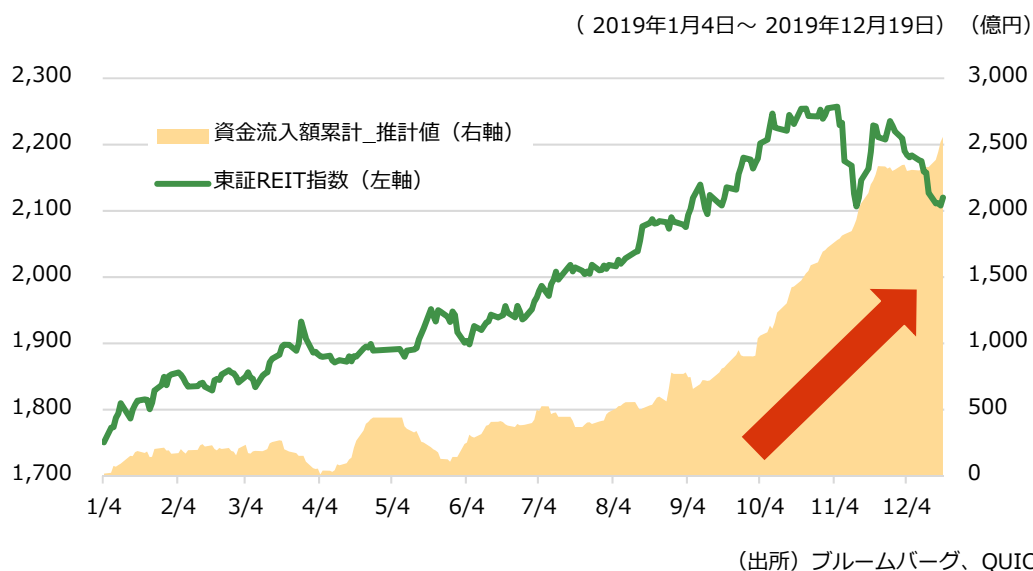
J-REITの主要投資部門別売買動向



ETFへ継続して資金流入

投資部門別売買動向で、ETFへの資金流入が大部分を占めると考えられる証券会社の自己売買部門が今年は大きく買い越しています。2019年のJ-REITに投資するETFへの推計資金流入額の累計を見てみると、年間を通して資金流入が継続しており、J-REITに対する投資家の需要は強いことがうかがえます。

東証REIT指数とETFへの資金流入



資産価値からみたバリュエーションは過去平均とほぼ同水準

堅調なファンダメンタルズ一方で、バリュエーション面では割高感はないと考えます。

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、1倍を超えているものの、過去平均とほぼ同水準で推移しており、依然として割高な水準ではないといえます。

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

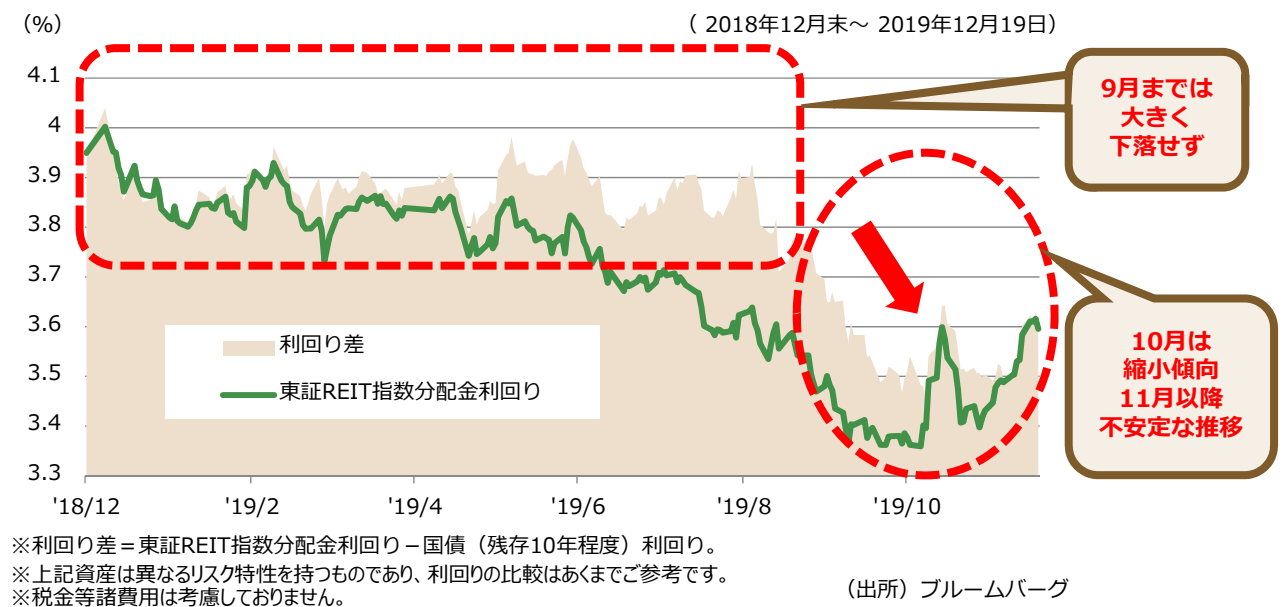
J-REITの分配金利回りと長期金利の利回り差は、拡大しにくい環境

2019年の東証REIT指数の分配金利回りと国債利回りとの差を見ると、2019年9月までは東証REIT指数の上昇が続き、分配金利回りは低下する一方、長期金利も低下したため利回り差は高い水準を維持していました。

10月以降は長期金利が上昇した一方で、東証REIT指数の上昇が続き、分配金利回りは低下したため、利回り差は縮小傾向にありました。しかし、11月以降は長期金利・東証REIT指数ともに方向感のない展開となっており、利回り差も不安定な推移となっています。

国内外の長期金利は、インフレ期待が弱いことから当面低水準で推移することが想定されます。引き続き、利回りを求める投資家の需要は強いとみられ、利回り差が拡大しにくい環境だと考えています。

東証REIT指数と国債との利回り差



2020年のJ-REIT市場は緩やかな上昇を想定

前述のように、都心オフィスや都心マンションなどの良好なファンダメンタルズを背景に、J-REIT各社の分配金の伸びが期待できます。バリュエーション面でも割高感はなく、低金利環境の中で相対的に高い利回りが安定的に期待できるJ-REITに対する、投資家の強い需要がうかがえます。

これらを下支え要因として、2020年のJ-REIT市場は、分配金成長を反映して緩やかに上昇する相場展開を想定しております。

※TOPIXおよび東証REIT指数に係る知的財産権は、株式会社東京証券取引所(東証)に帰属します。なお、本商品は東証により提供、保証又は販売されるものではなく、本商品に係る損害等について東証は責任を有しません。

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投資信託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・統計資料等の知的財産権、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。