

## J-REIT市場の現状と見通し

### 足元の急落の背景と今後の見通し

2020年3月23日

#### 👉 お伝えしたいポイント

- 足元のJ-REIT市場の下落加速は金融機関の決算対策売りの増加が背景に
- 割安感の高まるJ-REIT市場は中長期的な投資対象としての魅力が高まる
- ホテルは厳しい状態だが、オフィスなど他の用途は今後も安定した収益を期待

### 金融機関の売りでJ-REIT市場は下落が加速

新型コロナウイルスの感染拡大による世界景気の減速懸念により、投資家のリスク回避姿勢が強まり、東証REIT指数（配当込み）は2月に▲8.5%、3月に▲43.2%（※3月19日時点）と大幅に下落しました。足元の下落は金融機関による3月末の決算対策売りの増加が背景とみられます。金融機関では超低金利下の運用難のなかでJ-REITの保有を増やしていましたが、足元での下落幅拡大により減損回避などの目的でロスカット（強制損切り）の売りが膨らんだことが更に下落幅を大きくしたと考えられます。また、投資信託経由を含めると、J-REITの実質的な個人保有比率が高く、足元の市場の混乱を受けた個人の売りが増えていることも一因とみられます。

足元のJ-REIT市場の下落はリーマン・ショック時の下落以来の規模ですが、現在のJ-REIT市場のバランスシートは極めて健全で、負債の調達には長期固定が中心と当時とは状況が大きく異なります。中長期的な投資対象としての割安感の高まるJ-REIT市場の魅力は高まっていると考えます。

#### 東証REIT指数の推移

（2007年01月初～2020年03月19日）



（出所）ブルームバーグ

## J-REIT市場の割安感が高まる

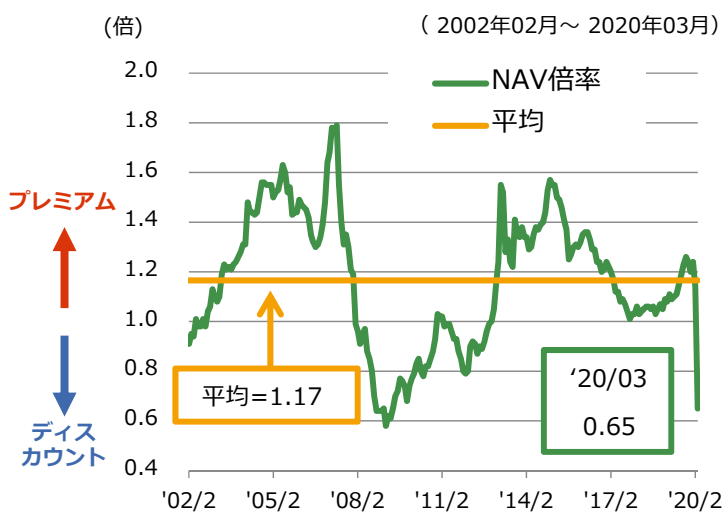
利回り、資産価値の両面において、J-REIT市場の割安感は高まっています。利回り側では、東証REIT指数の分配金利回りは3月19日時点で6.72%、10年国債利回りとの差は6.64%まで拡大しました。資産価値側では、市場全体のNAV倍率（物件の価値を時価で評価した1口あたり純資産と投資口価格の倍率）は1倍を下回り、3月19日時点で0.65倍まで低下しました。「解散価値」を大幅に下回り、理論的には保有不動産を売却すれば投資家はリートの市場価格を上回る資金を手にできる状態です。この状態が継続すれば、今後は自己投資口の取得やM&Aによる再編などの動きも期待されます。

短期的には世界経済の不透明感や需給のゆがみなどを背景に、J-REIT市場は不安定な推移が続くとみられます。一方で景気悪化に対応するため、各国で金融・財政政策が発表されています。例えば、日本銀行は3月16日に追加の金融緩和策を発表しました。その一つとして「J-REITの積極的な買い入れ」として当面は年間約1,800億円（従来900億円）に相当する残高増加ペースを上限とする積極的な買い入れが実施されます。3月13日までは1日当たりの買入額は12億円でしたが、16日以降買入額は徐々に増加し、19日は40億円まで拡大しました。日本銀行による買い入れに加えて、金融機関の売り圧力も新年度に入る4月以降は落ち付くと想定されることから今後の需給環境は改善に向かうとみています。

世界的な感染拡大の鈍化が確認されれば、経済支援策の将来的な効果発現へ投資家の関心が移り、割安感の高まったJ-REIT市場の反発が期待できると考えています。

3ページ目以降では、足元の環境変化がJ-REIT保有物件に与える影響を用途別に確認していきます。以降は、3月16日付け「J-REIT市場の現状と見通し～新型コロナウイルスのJ-REIT保有物件に与える影響を考える～」とほぼ同一の内容です。

### 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。  
※2020年3月分は2020年2月時点のNAVと3月19日の投資口価格を元に大和投資信託作成。

(出所) ブルームバーグ

### 東証REIT指数の分配金利回りの推移



※上記資産は異なるリスク特性を持つものであり、利回りの比較はあくまでご参考です。  
※税金等諸費用は考慮していません。

(出所) ブルームバーグより大和投資信託作成

## ホテルは厳しい状態が継続

J-REITの保有するホテルについては、足元、先行きとも厳しい状態です。

訪日外国人の増加を期待し、東京や大阪、京都を中心に大量のホテルが供給され、需給が緩んだ状態にありました。2019年夏以降、日韓関係の悪化により韓国客が大きく減少したことも要因の一つです。

今後について、新型コロナウイルスの影響と東京五輪の延期・中止の影響の考え方の二つを確認します。

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、訪日外国人が当面低水準となるのは避けられません。加えて日本は水際対策として中国や韓国・欧州のほとんどの国、米国などに14日以内に滞在した外国人の入国を原則拒否する措置をとることも悪影響を与えるでしょう。日本人の宿泊者数もレジャー・出張ともに自粛ムードが高まるなかでは減少が想定されます。当面は厳しい状態が継続するとみています。

ホテル専業の大手銘柄であるジャパン・ホテル・リートの2019年12月期の実績を振り返ると営業収入に占める変動賃料は112億円で39.5%でした。純利益は153億円だったことから、仮に1年間現在のような環境が続き変動賃料が全く発生しなかった場合でも、大幅な分配金減少は起こりますが、利益を計上し、分配金の支払いは可能です。

では、J-REIT市場全体の分配金をどれだけ毀損しうるかという点ですが、変動賃料比率の多い大手三社（ジャパン・ホテル・リート、インヴィンシブル、星野リゾート・リート）の昨年の変動賃料が合計で250億円程度で、J-REIT市場全体の分配金額が6,000億円弱ですので、全体の分配金を4%程度毀損しうることとなります。少なくない金額ではありますが、昨今のJ-REIT市場の大幅下落を説明するほどの金額とはいえません。

一部で報道されている東京五輪の延期・中止について、その可能性を議論することは材料が乏しくできませんが、考え方を確認します。仮に中止された場合、2020年夏に期待されていた五輪による特需がなくなることとなります。一方、延期であれば、特需が発生する時期が変わるだけです。

厳しい状態が今後も続くと想定されるホテルですが、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が収束すれば、これまで旅行を控えていた分の反動需要もあり、一定のリバウンドが期待できると考えています。

## オフィスは堅調

J-REITの保有するオフィスについては、足元は好調、先行きは堅調とみています。

2020年2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、1.49%と2020年1月に比べて0.04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。大型成約はなかったものの、解約の影響も小さく、空室率は低下しました。

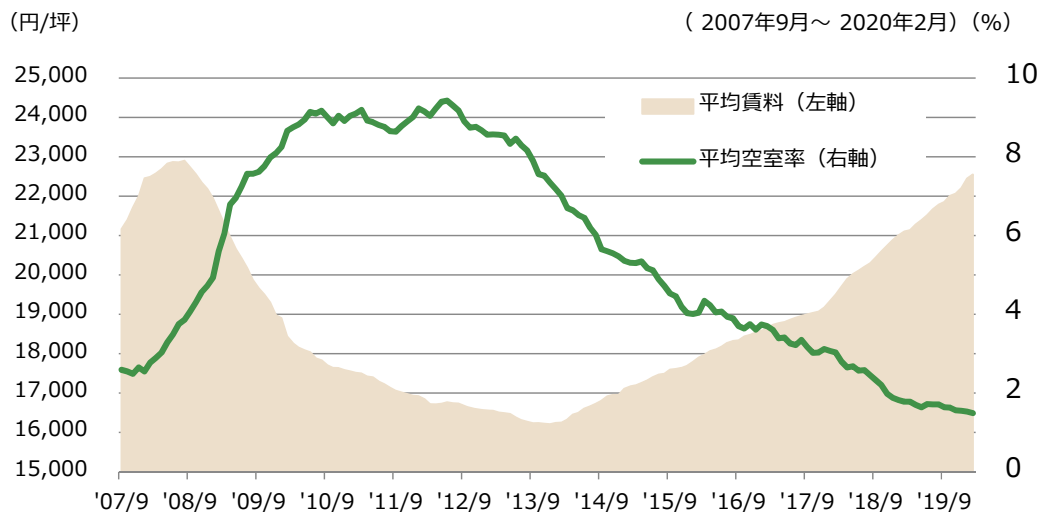
平均賃料は、22,548円/坪と前月比で0.45%上昇し、前年同月比の上昇率は6.86%でした。2014年1月から74カ月連続の上昇となり、この期間の上昇率は39.13%となりました。

引き続きオフィス需要は強く、オフィス市況は好調に推移していることが分かります。

今後について、オフィスの大量供給と新型コロナウイルスの影響の二つを確認します。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、大型ビルの入居企業はほぼ決まっている状態でオフィス市況が崩れる要因にはならないと考えています。

新型コロナウイルスの影響はリストラ等による企業の雇用者数の減少が都心でのオフィスワーカーの減少につながらない限り、企業がオフィス面積を大きく減らす動きにはつながりにくいと考えています。足元でのテレワークの普及も短期的な影響は限定的でしょう。これまで順調だった賃料増額について景気不透明感や企業業績の悪化などからペースが鈍化する可能性はありますが高い稼働率を背景に今後も堅調とみています。

### 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

## 商業施設は概ね固定賃料のため底堅い

J-REITの保有する商業施設については、足元は堅調、先行きは新型コロナウイルスの影響を注視しつつも概ね固定賃料のため底堅いとみています。

米ファストファッション大手フォーエバー21の日本市場からの完全撤退など一部のテナント退去が市場の懸念を高めていましたが、足元の業績は堅調です。多くの契約が長期固定契約となっており、賃料の安定性が高いことがその要因としてあげられます。

今後について、新型コロナウイルスの影響を注視しています。外出自粛はテナントの売上に悪影響を与えており、その影響を見極める必要があるためです。現時点では前述の長期固定契約から安定した賃料収入が期待できることや政府による消費刺激策などにより底堅いとみています。

## 物流施設は堅調

J-REITの保有する物流施設については、足元は堅調、先行きも堅調とみています。

インターネット通販の拡大による需要の拡大を背景に足元は堅調な推移が続いています。2019年は物流施設の大量供給があったものの、旺盛な需要により空室率は低下しました。

今後についても堅調な推移が続くとみています。2020年の物流施設の供給は前年より減少する見込みで、需給は引き締まった状態が継続する見込みです。加えて多くの契約が長期固定契約となっており、賃料の安定性が高いことも安心材料です。

## 住宅は堅調

J-REITの保有する住宅については、足元は好調、先行きは堅調とみています。

都心部への人口流入に比べて賃貸住宅の供給は少ない状態が続いており、都心部の賃貸住宅の稼働率が高止まり、賃料も上昇、好調な状態です。

今後についても着工件数等のデータからは新規供給の大きな増加は予想されず、堅調な推移が続くと考えています。物流施設と並び、ファンダメンタルズでの不安材料が少ないセクターです。強いて懸念材料をあげると、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で3月末の転勤等が抑制され、入居者の退去率が低下した場合、賃料増額のペースが低下する可能性があります。高稼働の継続を示唆するものであり、悪い話ではありません。

### 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。
- 個別銘柄の推奨を目的とするものではありません。
- 大和証券投資信託委託株式会社は、2020年4月1日付で、商号を「大和アセットマネジメント株式会社」に変更します。