

(2020年1月～2020年3月)

J-REIT市場における2つの下落要因

2020年1月～3月のJ-REIT市場は、下落しました。

1月から2月下旬にかけては、他市場からの逃避先として資金が流入し、緩やかに上昇しました。

2月下旬以降は、新型コロナウイルスの感染拡大懸念を背景とした株式市場の変動性の高まりが①**リスク性資産のポジション圧縮に伴う機械的な売り**として、J-REIT市場に波及しました。また3月に入ると②**決算期末を控えた国内機関投資家による損切り**の動きも集中し、更に大きく下落する展開となりました。

3月末には、割安感による買い戻しの動きからやや値を戻す展開となったものの、株式市場以上に下落し年度末を迎えました。

投資部門別売買動向では、銀行(日銀除く)が期末にかけての損切りと見られる大幅売り越しとなった一方で、割安感に着目した海外投資家からの押し目買いも確認されました。

割安度はリーマンショック時の水準に

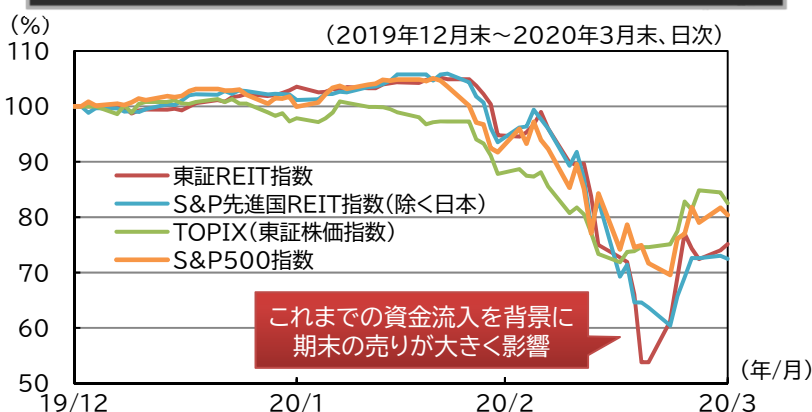
J-REIT市場の割安度を測る指標の一つであるNAV倍率は、足元の急落により、3月には一時0.66倍をつけ、3月末現在は0.92倍となっています。

0.7倍以下の水準は、リーマンショック時の信用収縮期でさえ4カ月程度のみ記録した低い水準であり、いかに3月の下落スピードが速く、また調整が一気に進んだのかが確認できます。

NAV倍率 とは

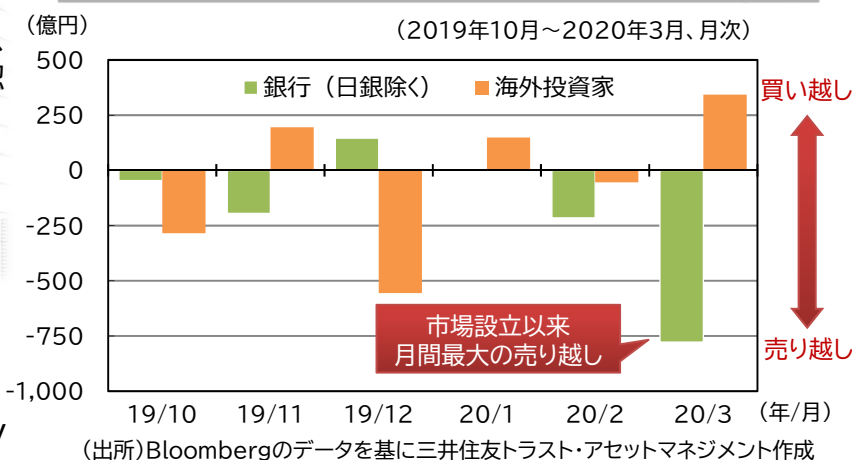
NAVとは、保有不動産の時価ベースの純資産で「Net Asset Value = 純資産価値」の略です。NAV倍率は、一口当たりのNAVの何倍までREITが買われているかをみる指標です。数値が**1倍未満であると、投資口が保有不動産の時価より割安に評価されている**ということを意味します。

(図1)東証REIT指数と主要株式・REIT指数の推移



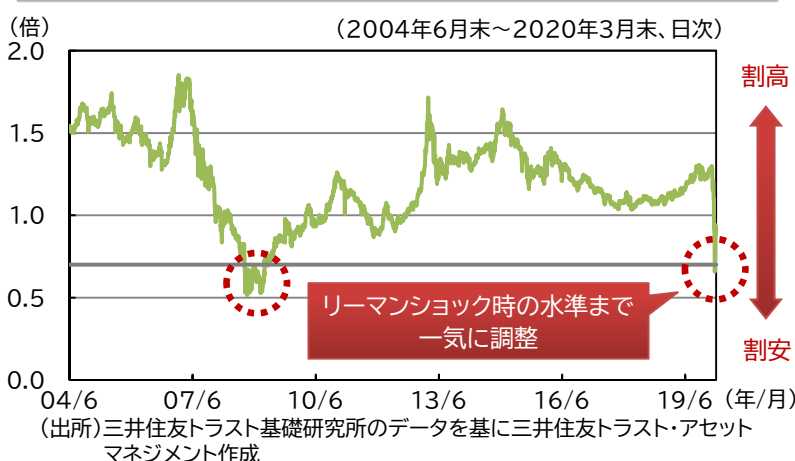
※各指数(現地通貨ベース、配当込み)のデータをグラフの起点を100として指数化 (出所) Bloomberg、S&Pのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図2)J-REIT売買動向の推移



(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図3)NAV倍率の推移



(出所) 三井住友トラスト基礎研究所のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

1 日銀の金融政策

日銀はJ-REITの年間買入枠を1,800億円に倍増

日銀が追加の金融緩和策を決定

市場が混乱する中、日銀は3月の金融政策決定会合を予定より前倒しで開催し、主な金融緩和強化策として「一層潤沢な資金供給の実施」、「企業金融支援のための措置」、「ETF・J-REITの積極的な買入れ」の3つを打ち出しました。

「ETF・J-REITの積極的な買入れ」のうち、J-REITの買入は、これまでの年間約900億円の買入枠を、当面2倍の約1,800億円まで拡大するとしています。

2020年3月は買入れ開始以来月間買入れ最大額を更新

追加緩和策の決定以降、日銀はJ-REIT市場の下落局面で随時買入れを実施し、3月の買入れ実績は合計13回、推定315億円と、東日本大震災以降に実施した2011年8月の165億円(月間買入最大額)の2倍近い金額の買入れを行いました。

新年度入り後も、日銀は「資産価格のプレミアムに働きかける」として買入れを継続することが見込まれ、J-REIT市場の下支え要因として引き続き存在感を示すものと思われます。

金利の低位安定を背景にJ-REITの財務の安定性は向上

新型コロナウイルスの感染拡大を背景に世界的な景気後退懸念が強まる中、日本では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続により、10年国債利回りが概ね0%程度で推移するよう短期から長期までの金利水準が調整されています。

日銀の金融政策の下でJ-REITは財務の健全性を高め、固定金利比率は約90%、平均残存年数も4年を超えています。また各REIT銘柄の借入比率を表すLTV(有利子負債比率)は、J-REIT全構成銘柄の平均で47%以下に抑えられています。

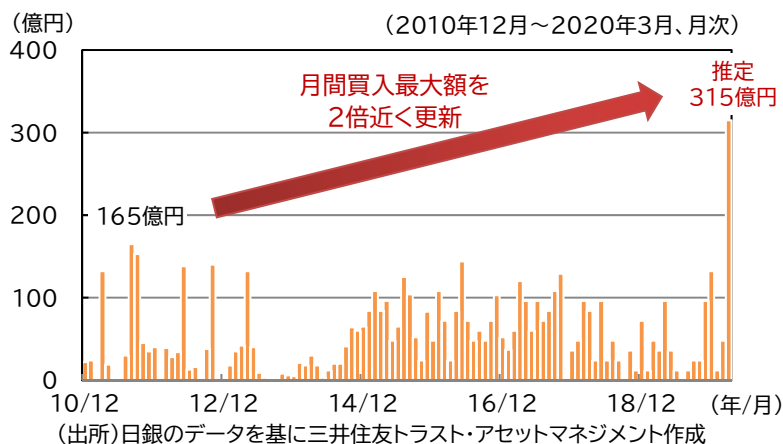
J-REIT構成銘柄のうちA格以上は98%以上、日銀が買入れ対象とするAA格以上は86%と、格付から見てもJ-REIT市場の信用力は高いといえます(2020年3月末現在)。

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

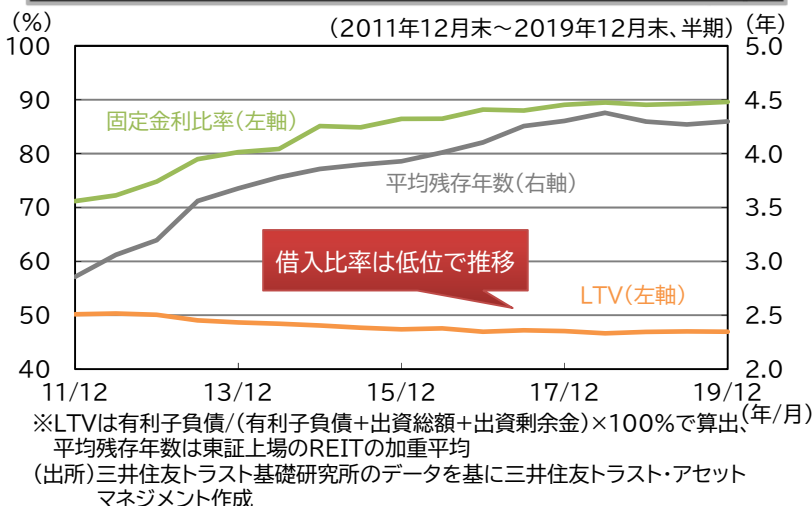
(図4)日銀による金融緩和の主な内容

決定事項	内容
一層潤沢な資金供給の実施	・積極的な国債買入れ ・6中央銀行協調での米ドル資金供給
企業金融支援のための措置	・中小企業支援の強化を念頭に、期限付きで民間企業債務を担保に最長1年の資金を金利ゼロ%で供給 ・CP・社債等の買入枠増額(合計2兆円追加)
ETF・J-REITの積極的な買入れ	・年間買入上限の拡大 ETF:約6兆円→約12兆円 J-REIT:約900億円→約1,800億円

(図5)日銀によるJ-REIT買入実績額の推移



(図6)J-REITの有利子負債の固定金利比率、LTVおよび平均残存年数の推移



2 地価動向

都市部の地価上昇トレンドは継続

三大都市圏の商業地、住宅地は7年連続上昇

2020年3月に発表された公示地価によると、全国(全用途)は5年連続上昇し、不動産需要の増加により都市部を中心に上昇が継続するとともに、地方にも上昇が広がっていることが確認されました。

またJ-REIT保有物件の大半が所在する三大都市圏の商業地・住宅地は、ともに7年連続での上昇となりました。J-REIT保有物件の所在地は、東京圏が7割超と最大で、続く大阪圏、名古屋圏と合わせて9割近くが三大都市圏に位置しています。地価の上昇を受けた不動産価格の上昇が、J-REIT市場にポジティブに寄与してきたことが確認できます。

※東京圏(東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、茨城県)、大阪圏(大阪府、兵庫県、京都府、奈良県)、名古屋圏(愛知県、三重県)

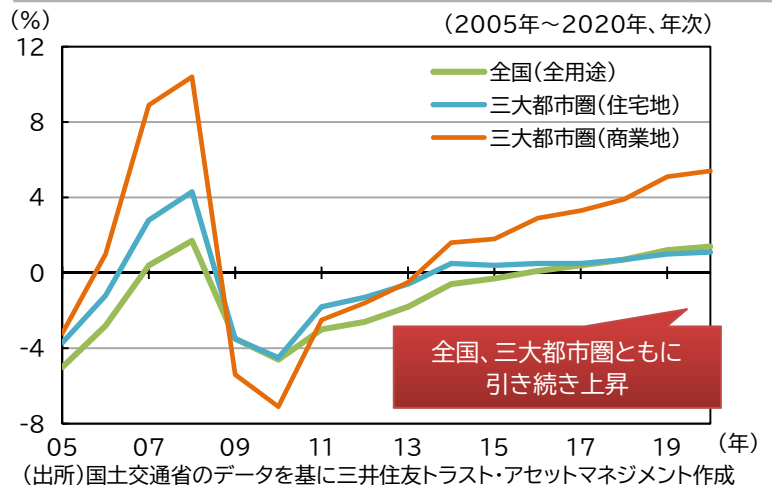
実需の増加を受け、堅調な地価動向

国内全体の人口は、今後減少が見込まれますが、利便性の高い都市に産業や人口が集中する傾向も継続していることから、三大都市圏などの地価は実需を伴って上昇していると言えます。

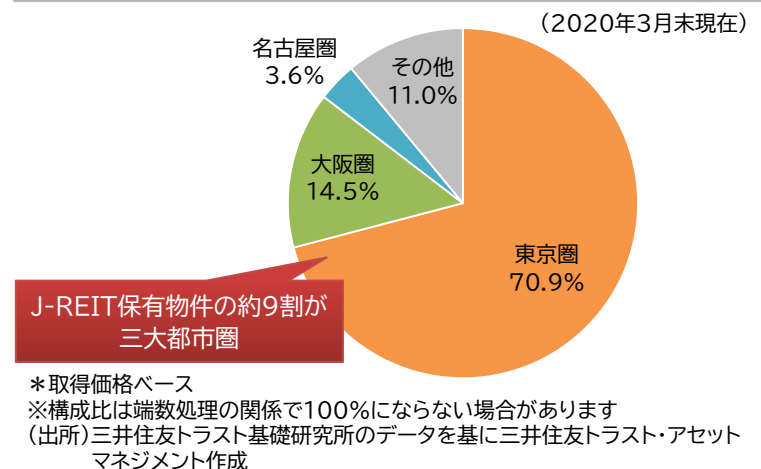
都道府県別の人口増減数を見ると、東京圏や地方の中心地の人口が増加していることが確認できます。この動きは、都市部に集中する産業の労働人口となる世帯に加え、働き方改革によりフルタイムで働く共働き世帯や子育て世帯が、利便性の高い住居を求める傾向が強まったことも影響していると思われます。

新型コロナウイルスの感染拡大により経済活動が停滞する中でも、利便性を求める世帯の実需は変わりようがなく、J-REITが多く保有する三大都市圏、特に中心地に所在する物件の実需は依然として強いことから、三大都市圏における中心地の不動産価格は、引き続き底堅く推移することが見込まれます。

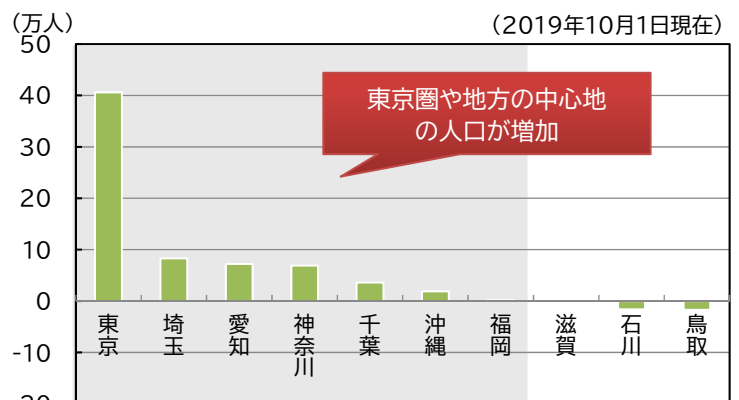
(図7) 公示地価の対前年平均変動率の推移



(図8) J-REIT保有不動産の地域別構成比*



(図9) 都道府県別の人口増減数(2015年比)



※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

3 賃貸不動産市場

ホテルは厳しいものの、オフィス・住宅は順調

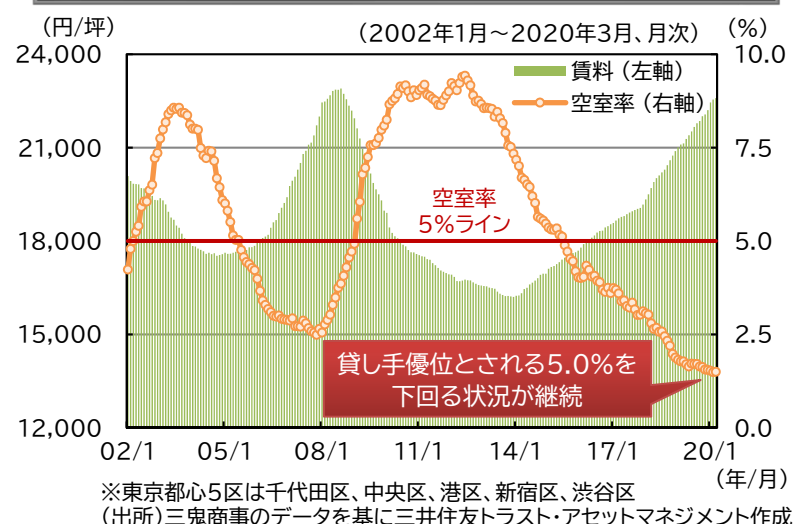
オフィスや住宅の賃料は引き続き上昇

2020年3月の東京都心5区のオフィス空室率は1.5%と、月次データ公表開始以降の最低水準とほぼ変わらず、引き続き、貸し手が優位とされる5.0%を大きく下回る状況が続いています。2020年3月の平均賃料は22,594円/坪と75カ月連続で上昇し、また2020年に竣工する大規模新築オフィスビルの内定率は85%に昇るとの調査結果も発表されており、都心オフィスの賃貸市況はタイトな状況が続くと見込まれます。

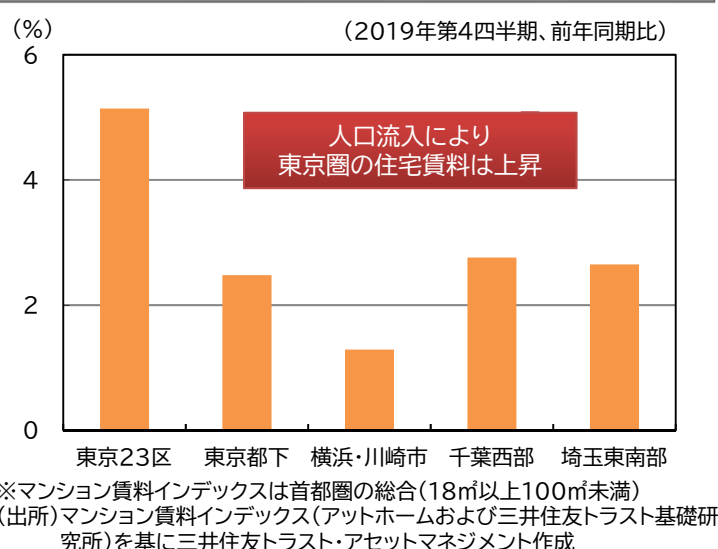
住宅賃料も、東京圏への人口流入による実需を背景に上昇しています。足元では経済活動の停滞が懸念されていますが、政府の経済政策や雇用維持への取り組みにより、現時点では新型コロナウイルス問題が賃貸住宅市況に影響する可能性は限定的と見ています。

観光需要の減少によりホテルの経営状況は厳しいものの、J-REITのコア・アセットであるオフィス、住宅、物流施設は順調であることから、J-REIT市場のファンダメンタルズは相対的に良好であると考えられます。

(図10)東京都心5区のオフィス空室率と賃料の推移



(図11)東京圏のマンション賃料指数の比較



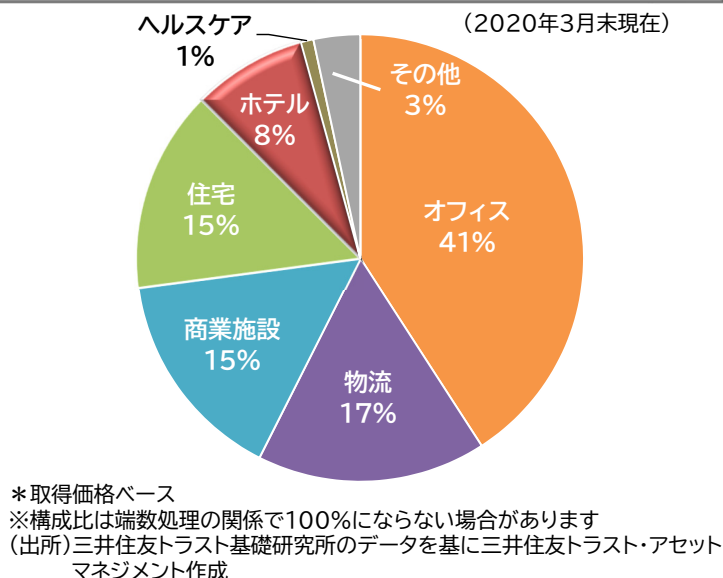
J-REITのうちホテル特化型は8% 全体に対する影響は限定的

ホテル物件の主な収入となる宿泊代金は、観光需要が大きく減少する局面において、稼働率の低下や宿泊単価の引き下げに伴い減少します。

しかし、東証REIT指数構成銘柄のうち「ホテル」は2.3%に留まる上、総合型リートが保有する物件なども含めてJ-REITが保有する物件の取得価額ベースで見ても、全体に占める「ホテル」の比率は8.3%程度です。

またホテル物件から得られる収入は、固定賃料契約によるものが大半であることから、観光需要減少によるJ-REIT市場への影響は限定的と見られます。

(図12)J-REIT保有不動産の用途別構成比*



※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

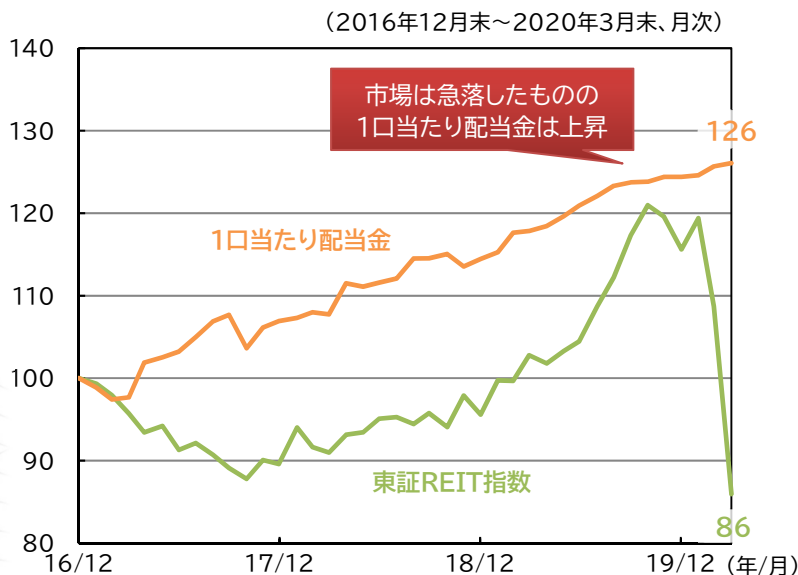
業績・利回りから見た割安感が高まる

業績から見たJ-REIT市場の出遅れ感

今回のJ-REIT市場の下落は、業績内容の悪化ではなく、短期的な需給悪化が主な要因と考えられます。

2016年12月末比で見ると、2020年3月末現在の1口当たり配当金は+26%、東証REIT指数は▲14%と、足元の東証REIT指数は業績の伸びと比較して出遅れた水準にあることから、今後割安なJ-REIT市場への注目度が高まると予想されます。

(図13)1口当たり配当金と東証REIT指数の推移



※グラフの起点を100として指数化

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

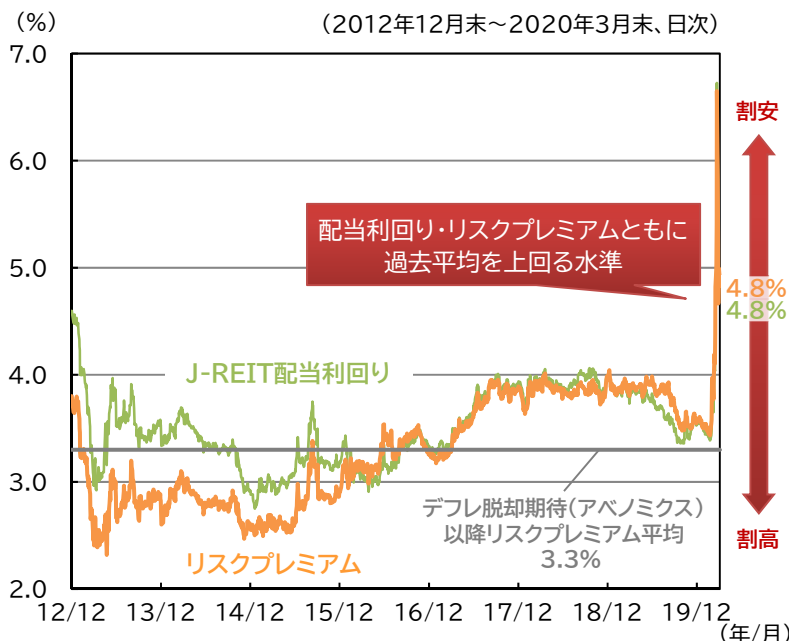
過去との比較でも割安感続く

2020年1～3月の東証REIT指数が軟調に推移したことに加え、J-REITは好業績を背景に増配基調が続いたため、配当利回りは3月末現在で4.8%と、アベノミクスが始まってデフレ脱却への期待感が膨らんだ2012年12月以降の平均を大きく上回る水準まで上昇しました。

また3月末のリスクプレミアムも4.8%と、アベノミクス以降の平均値3.3%を大きく上回りました。

足元のJ-REIT市場は、利回り面から見ても割安感が高まっているといえます。

(図14)J-REITの配当利回りとリスクプレミアムの推移



※リスクプレミアム: J-REIT配当利回り-10年国債利回り

※J-REIT配当利回り: 東証REIT指数の実績配当利回り。デフレ脱却期待(アベノミクス)以降リスクプレミアム平均は2012年12月末以降
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

※上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

リーマンショック時と現在、J-REIT市場の変化

2001年の設立以来徐々に規模を拡大し、現在では世界第2位の規模を誇るJ-REIT市場は、これまでリーマンショックなどいくつかの有事に伴う市場の混乱を経験し、制度・会計面を中心に市場下落時の対応力を備え成長してきました。これらの対応策は2008年のリーマンショック以降に備えられたことから、今回の新型コロナウイルス感染拡大懸念に伴う局面において、過去の下落局面とは異なる展開が予想されます。

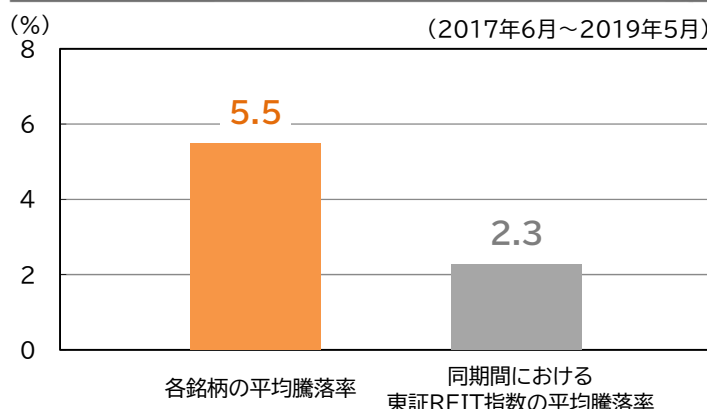
J-REITが備える市場下落時の対応策

- ✓ 制度面： 投信法改正(2013年)により、**自己投資口取得やライツ・オフアリングが可能に**
- ✓ 会計面： リーマンショック以降、合併に伴う「負ののれん」計上や物件売却により**積み上げられた内部留保**
- ✓ 需給面： 日銀によるJ-REIT買入れが開始(2010年)、**年間買入枠は1,800億円まで拡大**

2013年の投信法改正により、J-REIT市場においても株式市場のように自己投資口取得による価格の下支えやライツ・オフアリングによる資金調達が可能になりました。制度改正以降、自己投資口の取得を実施したJ-REIT銘柄の平均価格は、東証REIT指数を上回って上昇したことが確認できます。今回も既に2020年3月にフロンティア不動産、4月には日本リテールファンドが自己投資口の取得を発表しており、今後も株価の低迷から脱するための自己投資口取得の動きが広がると予想されます。

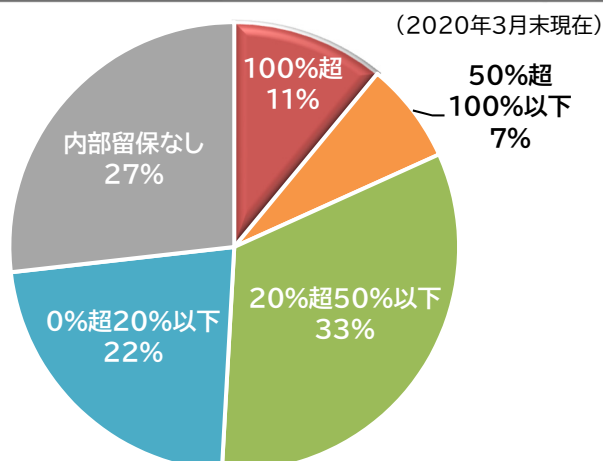
またリーマンショック以降、各REITは、合併に伴い発生した「負ののれん」やこれまでの堅調な不動産価格を背景とした物件の売却益を内部留保として積み上げました。

(図15)自己投資口取得から2カ月後の平均騰落率



※各REITが自己投資口取得を公表した日から2カ月後までの平均騰落率(出所)Bloombergのデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

(図16)1期当たり予想分配金に対する内部留保比率



※時価総額ベースで算出
(出所)三井住友トラスト基礎研究所、東証のデータを基に三井住友トラスト・アセットマネジメント作成

2020年3月末現在、J-REIT市場構成銘柄のうち70%以上が内部留保を有し、1期分の利益を全て補える規模の内部留保を有する銘柄は10%以上あります。税制改正により、一時差異等調整積立金に振り替えられた「負ののれん」は用途が定められているものもありますが、緊急時における減益分に充当することが可能です。4月に行われた決算説明会では、既に複数のREITが収益の下振れ時に内部留保を活用すると示唆しており、今年度の業績悪化を抑制する可能性が高いと予想されます。

さらに、日銀の買入枠が年間1,800億円規模に拡大されたことも需給面での下支えとなると期待されていることから、今後各REITが打ち出す対策やJ-REIT市場の動向が注目されます。

※上記は当資料作成時点の情報であり、今後変更となる場合があります。上記は過去のデータであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。



【投資に関する留意事項】

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債など値動きのある有価証券等を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。したがってお客様の投資された金額を下回ることもあります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

投資信託にご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

1. 購入時に直接ご負担いただく費用 (1) 購入時手数料 上限 3.85%(税込) (2) 信託財産留保額 上限 0.1%

2. 換金時に直接ご負担いただく費用 (1) 信託財産留保額 上限 0.5%

3. 保有期間中に間接的にご負担いただく費用 (1) 信託報酬 上限年率 2.09%(税込、概算)

※ファンド・オブ・ファンズ形式の場合は、一部を除き、投資信託が投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。

※一部の投資信託および投資信託証券には運用実績等に基づき計算される成功報酬額が別途かかる場合があります。この場合、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合がありますが、成功報酬額は運用実績等により変動するため、上限額等を事前に表示することができません。

4. その他費用 (1) 上記以外に投資信託の保有期間等に応じてご負担いただく費用(*)があります。これらの費用は、運用状況等により変動するため、料率、上限額等を事前に表示することができません。

(*) 監査費用、有価証券の売買・保管、信託事務に係る諸費用、投資信託証券の解約に伴う信託財産留保額、および投資信託が実質的に投資対象とする仕組み債券の価格に反映される費用等

上記の費用の合計額については、お客様が投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、上限額等を事前に表示することができません。

詳細は投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友トラスト・アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率(作成日現在)を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧ください。

◆設定・運用は



三井住友トラスト・アセットマネジメント

商 号 三井住友トラスト・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347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

【ご留意事項】

- 当資料は三井住友トラスト・アセットマネジメントが投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- ご購入のお申込みの際は最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替変動リスクを伴います。)に投資しますので基準価額は変動します。したがって、投資元本や利回りが保証されるものではありません。ファンドの運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。
- 投資信託は預貯金や保険契約とは異なり預金保険機構および保険契約者保護機構等の保護の対象ではありません。また、証券会社以外でご購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると判断した各種情報等に基づき作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、今後予告なく変更される場合があります。
- 当資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。
- 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。