

# 2020年のJ-REIT市場と 2021年の展望

SMBC日興証券 株式調査部 シニアアナリスト

**鳥井 裕史**

公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員  
一般社団法人 不動産証券化協会認定マスター



## 1. 2020年のJ-REIT市場概要 とUS-REIT市場との比較

2020年の東証REIT指数は-16.9%、配当込みのトータルリターンで-13.4%と厳しいパフォーマンスであった。2020年12月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額は14兆3,980億円となり、2019年12月末時点の16兆4,380億円の比較で12.4%減少した。2020年の東証REIT指数は2月半ばまでは堅調に推移した。

### 〈目次〉

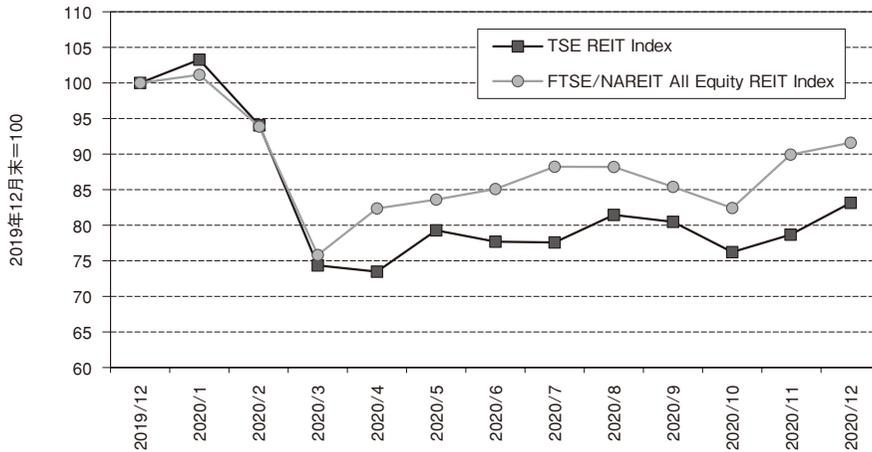
1. 2020年のJ-REIT市場概要とUS-REIT市場との比較
2. 2020年のJ-REITによる物件取得動向
3. 2020年のJ-REIT市場における需給動向
4. 2021年のJ-REIT市場展望

しかしながら、新型コロナ問題により状況が一変、2月後半から3月にかけて大幅に下落した。その後はクレジット市場の改善もあり落ち着きを取り戻したものの、賃料収入減少による減配リスクを意識されて上値の重い展開となった。

一方、同期間のUS-REIT市場での代表的な指数FTSE NAREIT All Equity Indexは-8.4%、同トータルリターンで-5.4%にとどまった。両国ともに新型コロナの影響を受けてマイナスパフォーマンスとなったものの、日本の感染拡大状況は米国よりも軽微であったにもかかわらず、J-REITはUS-REITに比較して大きく劣後したパフォーマンスとなった。

ただし、両REIT市場における各タイプ別のパフォーマンスを見ると、決してJ-REITが劣っているわけではない。つまり、新型コロナにより悪影響を受けた「オフィス・商業

(図1) 2020年における東証REIT指数 (J-REIT) とFTSE/NAREIT All Equity REIT Index (US-REIT) のパフォーマンス比較 (2019年12月末=100)



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

・ホテル」セクターではUS-REIT市場でも大幅安になっており、同影響が軽微で堅調なパフォーマンスを継続している「物流施設」セクターではJ-REITは決してUS-REITに劣っていない。

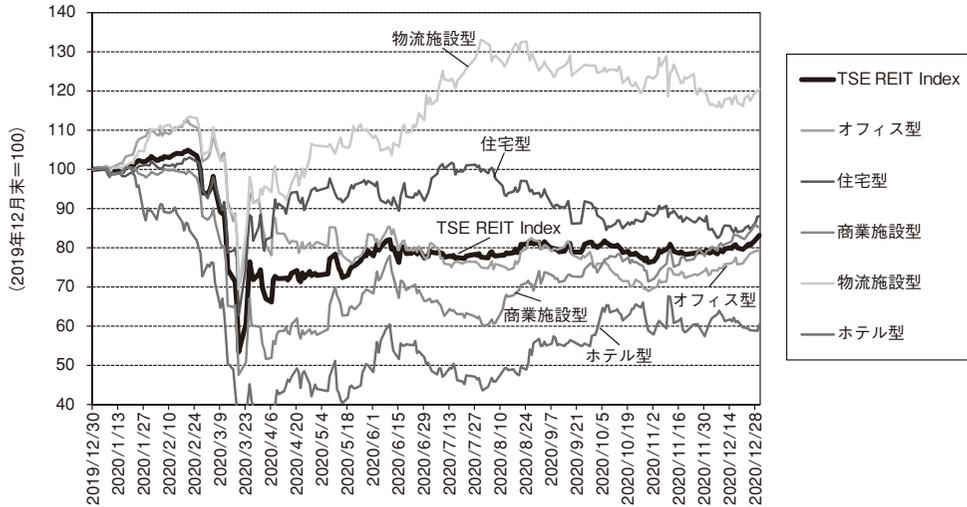
例えば、両市場における各サブセクターの2020年通年パフォーマンスを比較すると、オフィス型では日本 (NBF&JRE) が-21%に対して米国 (Office) は-22%、商業施設型では日本 (JRF&FRI) が-15%に対して米国 (Retail) は-29%、ホテル型では日本 (JHR & INV) が-40%に対して米国 (Lodging/Resorts) は-25%であった。また、物流施設型では日本 (NPR&GLP) が+20%に対して米国 (Industrial) は+9%であった。

それでは、なぜ指数ではJ-REITがUS-REITに大きく劣ったのか?それは両国REIT

市場における構成比が大きな影響を及ぼしている。US-REIT市場では「産業施設・インフラ施設・データセンター」の同市場全体に占める時価総額割合が約40%である一方、「オフィス」は7%に過ぎない (2020年12月末時点)。他方、J-REIT市場では「オフィス」の同割合が40%近くを占めている。

US-REIT市場においても従前からこのような外部環境の変化への耐久力が優れたポートフォリオであったわけではない。2015年末時点におけるUS-REIT市場における時価総額シェアは「オフィス、住宅、商業施設型」が全体の50%近くを占めていた一方、「産業施設、インフラ施設、データセンター」は20%にも満たなかった。その後、Eコマース市場やIT市場の拡大ニーズに順応するように産業施設 (物流施設) やデータセンター型

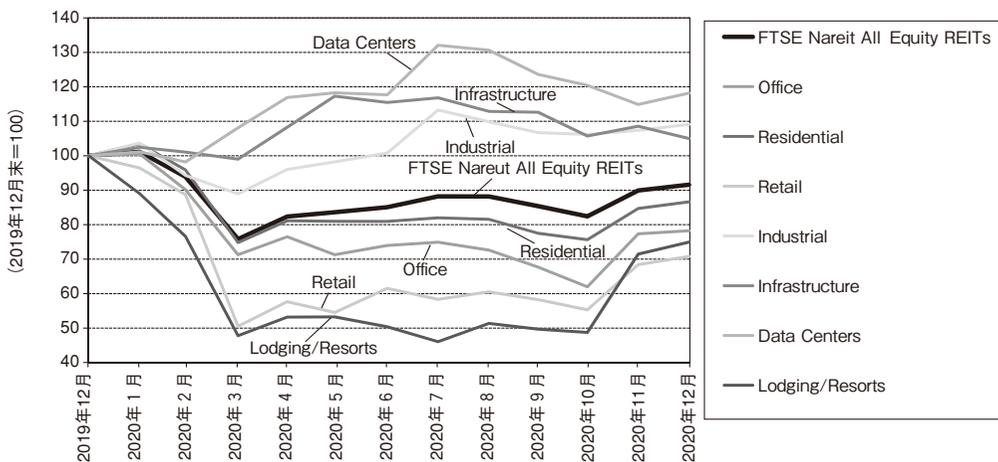
(図2) 2020年のJ-REIT各タイプ主要銘柄のパフォーマンス (2019年12月末=100)



(注) オフィス型はNBF (8951) 及びJRE (8952)、住宅型はADR (3269) 及びNAF (3226)、商業施設型はJRF (8953) 及びFRI (8964)、物流施設型はGLP (3281) 及びNPR (3283)、ホテル型はINV (8963) 及びJHR (8985) のそれぞれ単純平均パフォーマンス。

(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

(図3) 2020年のUS-REITタイプ別のパフォーマンス (2019年12月末=100)

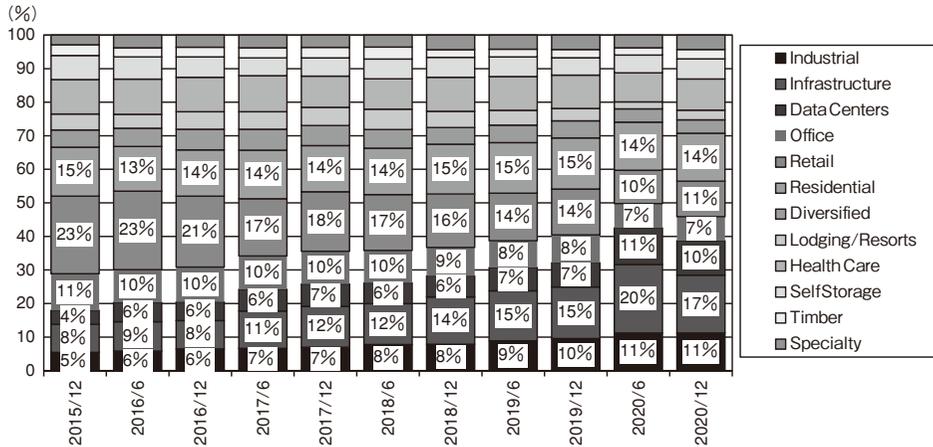


(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

REITの拡大が続き、現在に至る状況となった。

J-REIT市場においても同様の傾向にある。2019年末時点において、J-REIT市場での「オ

(図4) US-REITのタイプ別時価総額比率の推移



(出所) NAREIT、SMBC日興証券

「オフィス」の割合は約60%を占め、「物流施設」の割合は5%に満たなかった。その後、物流施設型REITの増加や継続的な資金調達を背景に、その動きは着実に進みつつある。2019年末時点での「物流施設」の割合は17%まで拡大していたが、2020年12月末には23%とさらにシェアは上昇中である。この流れが継続し、「J-REIT＝オフィス主体」ではなく、Eコマース市場拡大等の構造的な変化を通じて、「物流施設」が主役になる日もそう遠くないのではないだろうか。今後、J-REIT市場が外部環境の変化に耐えて安定したパフォーマンスを実現するには、より分散の効いたポートフォリオへと成長していくことが課題と言えよう。

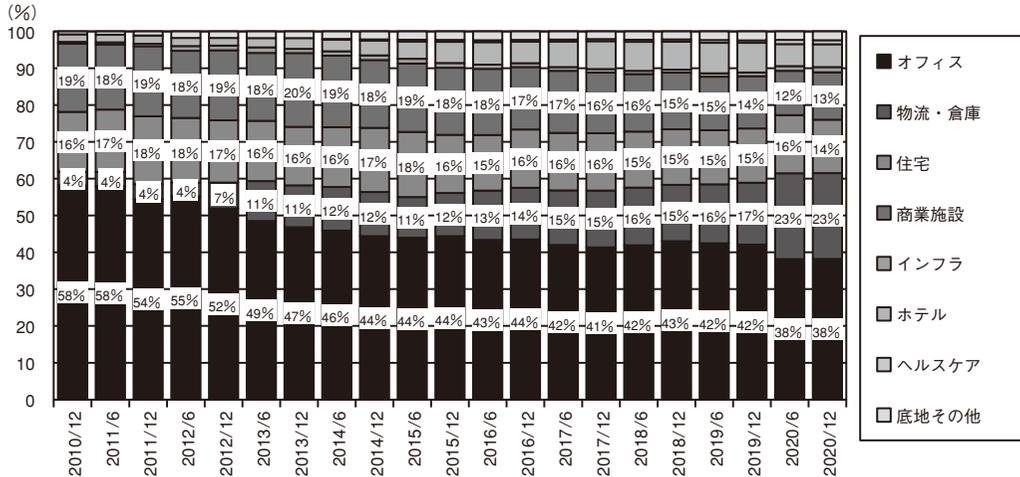
また、US-REIT市場の特徴として、総合型の時価総額シェアが全体の4%に過ぎないという点も挙げられる。それに対して、

J-REIT市場で特定用途がポートフォリオ全体の80%未満（取得価格ベース）である「複合・総合型」REITは時価総額ベースで全体の32%を占める。

総合型のメリットはその時々々の市場環境により取得する物件のタイプを柔軟に選別できる点や分散投資効果により収益ダウンサイドリスクを抑制させることができる点であろう。スポンサーにとっても様々なタイプの物件をREITに売却して売却益や現金化ができる点も好都合であると言える。一方、これらメリットについてはどちらかと言えば「発行体、スポンサー」にとってのメリットであり、投資家からするとメリットと捉えることができないこともある。これが「総合型」に対するデメリットである。

投資家サイドの視点に立つと、投資家はそ

(図5) J-REITのタイプ別時価総額比率の推移



(注) 複数タイプに投資するJ-REITについて、各銘柄の用途別構成比（取得価格ベース）と時価総額を掛け合わせるにより算出。

(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

したい傾向がある。また、総合型は様々なタイプの資産に投資するがゆえに「中身が見えづらい」といった点や投資家がその時々を取得を期待していないタイプの物件に投資をするという点等も投資家サイドからのデメリットである。そのため、総合型REITのバリュエーションは特化型REITに比較して常にディスカウントされるケースが多い。各銘柄に対しては、それぞれの置かれた立場において得意分野、特徴のある分野に注力することにより投資主利益の最大化を目指して欲しい。

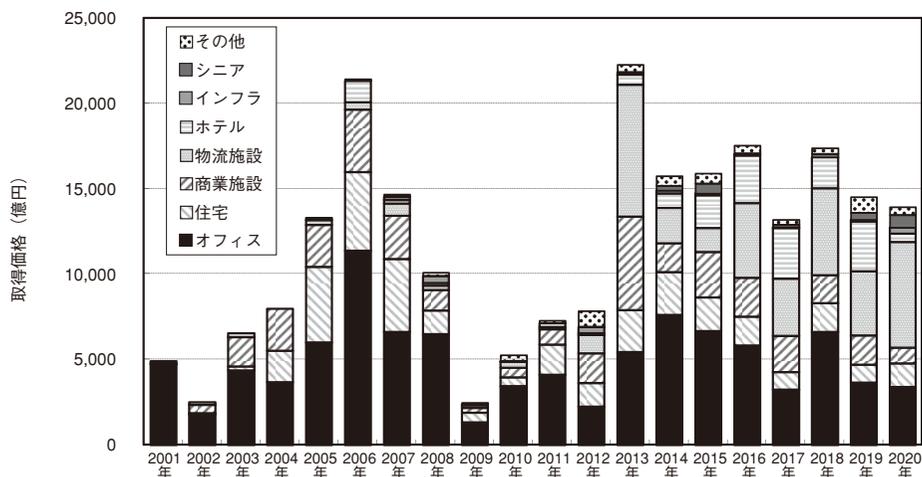
## 2. 2020年のJ-REITによる物件取得動向

2020年のJ-REITによる物件取得実績は288

物件で1兆3,925億円（優先出資証券等は除く、追加取得は含む）となり、2019年通年実績の1兆4,525億円を4%下回る水準であった。コロナ禍で一時的に物件取得が低迷していた時期があったことを勘案すると、比較的旺盛な水準であったと言えよう。また、2020年12月末までに物件取得契約をし、取得日は2021年である取得予定額は2,543億円に上る。これを含めると実質的には2019年を上回る取得規模であったと言えよう。

2020年1～3月での物件取得額（取得日ベース）は4,740億円と前年同期の4,538億円を上回った。2019年12月末時点の東証REIT指数は2,145.49ポイント、J-REIT市場全体のNAV倍率（鑑定ベース）は1.19倍、インプライド・キャップレートは3.9%であり、

(図6) J-REITによる物件取得実績(暦年ベース)(暦年ベース、2020年12月末発表分まで)



(注) 優先出資証券等は除く。新規上場したREITの上場前取得分は上場日に取得したものと計算  
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

J-REITにとって積極的にエクイティファイナンスと物件取得をするには良好な資金調達環境であり、スポンサーパイプラインを豊富に有するREITが積極的に物件取得を実行に移したと言えよう。

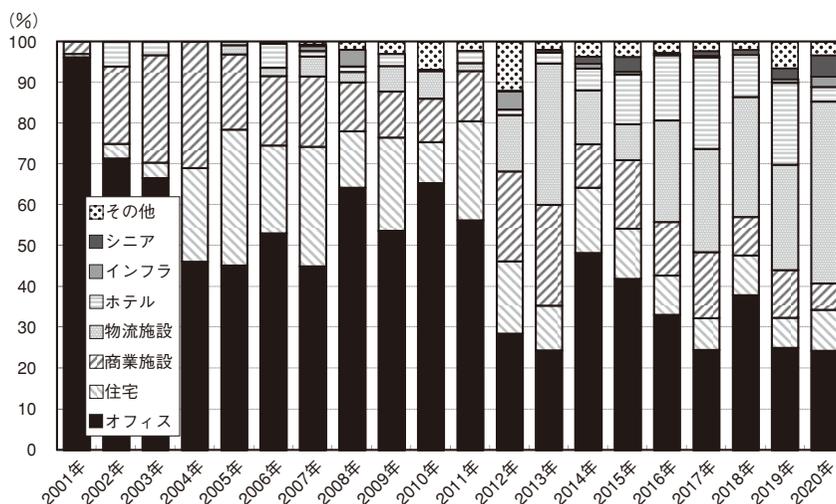
しかしながら、2020年2月後半以降は新型コロナウイルス問題が深刻となりJ-REITの投資口価格も大きく下落したことによりエクイティ調達環境は急速に悪化し、3～5月に公募増資を発表したREITは一つもなかった。その結果、2020年4～6月での物件取得額は大きく鈍化した。2020年7～12月については堅調な投資口価格と豊富なスポンサーパイプラインを活用して物流施設型REITは積極的に物件取得を実行した一方、その他用途では一部を除き引き続き低調であった。

2020年における用途別取得状況を見ると、

オフィスの取得シェア(取得価格ベース、以下同様)は全体の24%であった。2018年実績(38%)との比較では大幅に低下しており、2019年実績(25%)比較でもさらに若干低下した。物流施設のシェアは45%(2019年:26%)と2019年に比較して大幅に上昇し、圧倒的に最大のシェアとなった。住宅は10%(同7%)と若干上昇し、商業施設は6%(同12%)と低下した。また、ホテルが4%(同20%)と取得シェアが大きく低下した。

2020年の東京23区及び首都圏における平均取得キャップレート(鑑定評価上のNCF/取得価格、取得価格加重平均)はオフィスが3.7%、住宅が4.4%、商業施設が4.4%、物流施設が4.4%、ホテルが4.3%であった。2019年の同地域における平均取得キャップレートはオフィスが3.9%、住宅が4.5%、商業施設

(図7) J-REITによる用途別の物件取得シェア (2020年は12月末まで発表分)



(出所) 会社資料、SMBC日興証券

が4.1%、物流施設が4.7%、ホテルが4.2%であった。これらは実際の取得事例であるため、取得キャップレートにはばらつきはあること、質の違い等がある点は留意すべきであるが、2020年の取得キャップレートは2019年平均との比較では物流施設で30bps低下、オフィスで20bps低下、住宅で10bps低下した一方、ホテル及び商業施設はそれぞれ10bps、30bps上昇した。

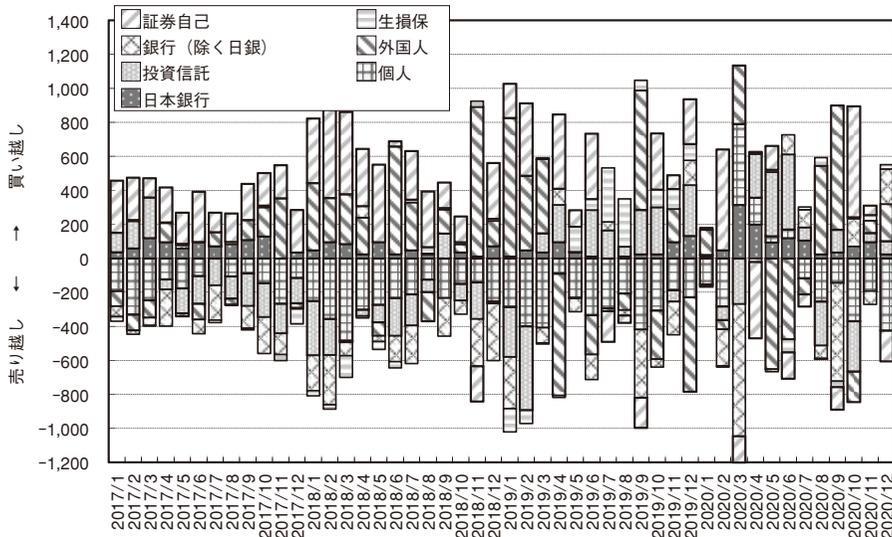
J-REITによる取得事例に基づくと、キャップレートは商業施設やホテルで上昇の兆しは見られるものの、物流施設やオフィス、住宅では低下傾向が続いている。2021年についても低金利環境が継続することやJ-REIT以外の売買プレイヤーも取得意欲が旺盛であることからこの傾向には大きな変化は見られなと考える。

### 3. 2020年のJ-REIT市場における需給動向

2020年のJ-REIT市場を取り巻く需給構造を見ると、以下の点が特徴として挙げられる。

- (1) 2020年前半での個人投資家によるJ-REIT特化型投信への資金流入の動きは旺盛であった。J-REITに対する割安感やインカムゲインニーズが強かったと考える。特に、2020年3～6月はJ-REITによるエクイティファイナンスも大きく減少したことからセカンダリーでの買い越しも目立った。一方、7月以降は投資口価格の回復に伴う利益確定売りや公募増資再開に伴う換金売りも目立つようになった。ただし、同期間におい

(図8) 投資部門別売買動向 (単位: 億円)



(出所) 東京証券取引所、SMBC日興証券

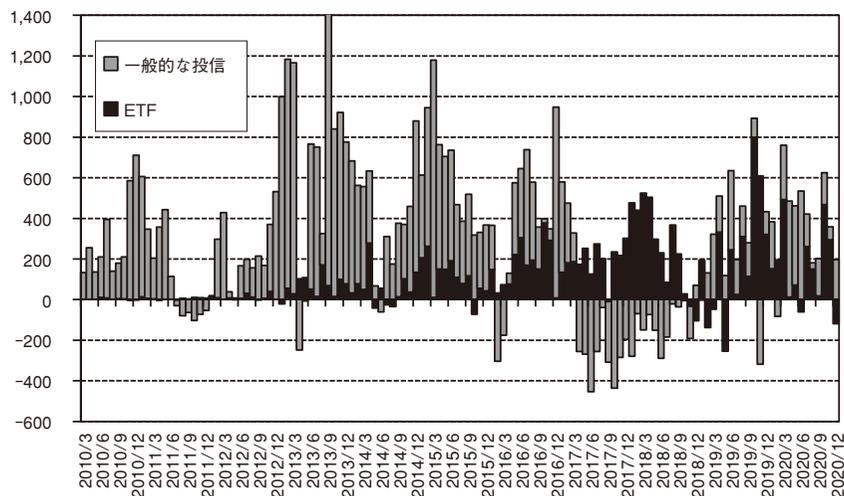
でもJ-REIT特化型投信への資金流入超過は継続した。

- (2) 地域金融機関は国内長期金利がゼロ近辺もしくはマイナス圏で推移する環境下で2020年2月まではJ-REITのインカムゲインに着目し、需要は旺盛であった。しかしながら、3月中旬以降は東証REIT指数が急落する中で一部ロスカット売りも余儀なくされ、売り手に転じた。新年度入りした2020年4~6月については一部打診買いも見られたが、全般的には様子見姿勢であった。7月以降はJ-REIT市場環境の落ち着きも見られたことからREIT-ETFへの資金流入も確認された一方、相場上昇による利益確定売りも見られ、一進一退の動きであったと考えら

れる。

- (3) 海外投資家は不安定な株式市場と世界的に金利上昇リスクが低減している環境下ではJ-REITを安定投資先として買い越す姿勢もあった。2020年3月はグローバルで大きなリスクオフ相場となる中でJ-REITの売却を早める一方、同市場急落後は割安感に着目して買い姿勢となった投資家もいたことも散見された。そして、2020年半ばにかけてJ-REIT市場が反発した局面で利益確定売りが見られものの、8月に入ると一転大幅な買い越しとなった。また、9月及び12月に関してはFTSEグローバル株式指数シリーズへのJ-REIT組入れに伴う買い需要が膨らんだ。

(図9) J-REIT特化型投信への純資金流出入状況 (単位: 億円)



(出所) 投資信託協会、ブルームバーグ、SMBC日興証券

が挙げられる。

2021年前半については、新型コロナウイルス問題が収束に向かい、かつ長期金利が低位安定推移する状況であれば、利益確定売りもこなしながら投信経由での個人投資家からのインカムゲインニーズは期待できよう。加えて、2020年4月以降様子見姿勢もしくは売り買い交錯であった地域金融機関もインカムゲインニーズにより買い主体として再び出てくることにも期待したい。特に、2020年3月のJ-REIT市場急落から1年が経過する2021年4月以降は計測する価格ボラティリティ(通常1年間)の低下に伴い、J-REITに投資をしやすい金融機関も出てくるだろう。

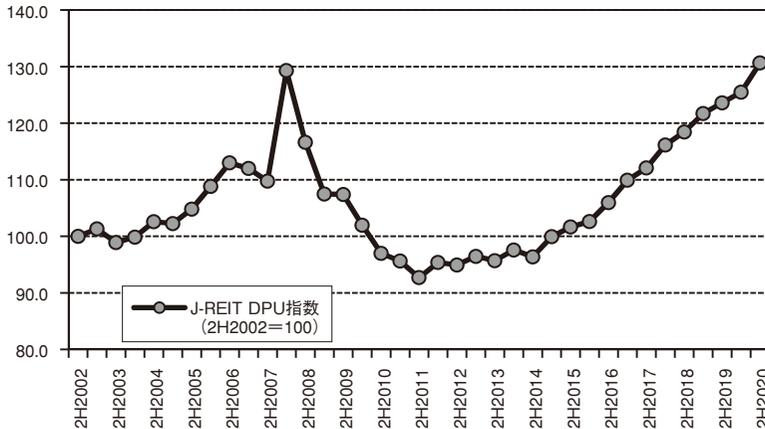
2020年に入り海外投資家が買い越した局面の特徴はヘッジファンド等が相場下落時での安値を拾うものであったと考えられる。不動

産ファンダメンタルズの不透明感払拭によるロング・スペシャリストの買いにも今後期待したい。いずれにしろ、新型コロナウイルス問題はファンダメンタルズだけでなく、J-REIT市場の需給面でも大きな影響を及ぼすと言えよう。

#### 4. 2021年のJ-REIT市場展望

2020年のJ-REIT市場全体での一口当たり分配金(DPU)は前年比4.4%増で着地する見込み(一部弊社想定含む、2020年上期及び下期の平均値)。従来弊社予想ではホテルや商業施設等での賃料減免・減額により10%減配を想定していたが、実際はそれを上回り、かつ増配着地である。弊社が想定していたよりも稼働率低下や賃料減免のネガティブイン

(図10) J-REIT市場全体の一口当たり分配金指数の推移 (2002年下期=100)



(注) 2020年下期における11月期及び12月期決算銘柄は弊社予想数値、弊社未カバレッジ銘柄は会社予想数値をベースに計算  
(出所) 会社資料、SMBC日興証券

バクトが軽微もしくは後ずれしたことに加え、コスト削減や売却益計上、物件取得による収益寄与等が、同上振れ要因であったと推察される。

### (1) 2021年前半の東証REIT指数見通し

2020年前半は新型コロナウイルス問題を発端とした賃料収入減少リスクへの意識が残るため、1,800ポイントがまずは上値目線として意識されよう。一方、同問題から派生した資金繰りリスクはさほど懸念する必要はなく、1,550ポイントを意識する必要性は遠のいているとみる。

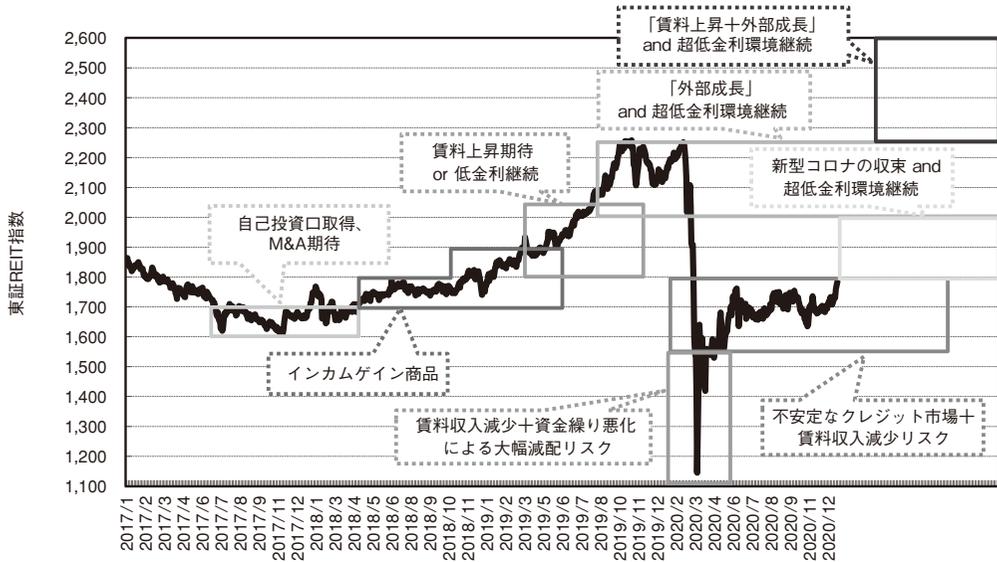
2021年半ばにかけて新型コロナ問題が収束してセンチメントが改善し、J-REIT市場全体での一口当たり分配金(DPU)が増配基調を続けることが確認できれば同指数は

2,000ポイントにまで回復することを期待する。この見通しは新型コロナ次第と言えるものの、ホテルの収益改善、オフィスの収益ボトム確認、物流施設型の外部成長継続等により今後3年間(2021~23年)での平均DPU成長率が年率+4.5%となることを想定している。

### (2) 2021年後半から2022年に向けての東証REIT指数見通し

同指数が2,000ポイントに到達した後、新型コロナウイルス問題がさらに払拭され、安定したクレジット市場かつ超低金利下で安心してJ-REITのインカムゲインを獲得できる環境となれば、同指数は2,250ポイントを目指す展開となろう。その上で、物流施設型以外でも各J-REITが円滑な資金調達と物件取

(図11) 東証REIT指数に対する筆者の考え方



(出所) ブルームバーグ、SMBC日興証券

得を実行することにより外部成長が有効に機能し、DPUが底上げされる状況となれば、2,450を目指す状況も決して不可能ではないと考える。

