

2020年10月27日

# 出遅れのREIT市場に再注目 －株式市場との乖離を考える

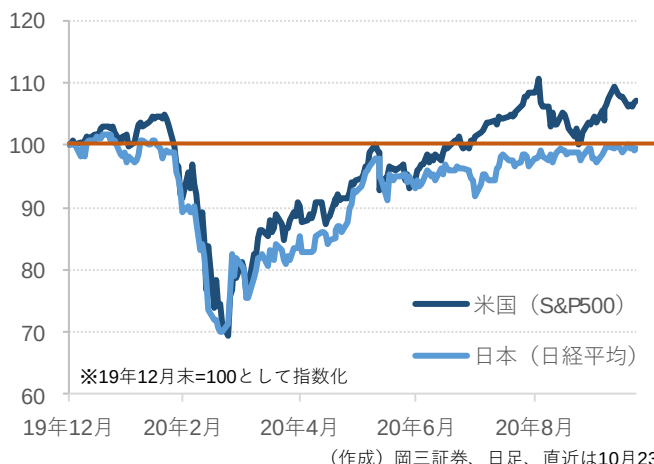
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■緊急避難的なCDB戦略から  
恐る恐るLED戦略に回帰  
する動きが広がる

## 日米ともにコロナショック以前の水準に 戻った株式市場

以下の図表は日米の株式市場の推移であり、どれも2020年2月のコロナショックで大きな影響を受ける前の水準を取り戻している。実体経済はどの指標で見てもコロナショックでのマイナスの影響から、回復していないにもかかわらず、株式市場がショック以前の水準まで値を戻した要因としては、金融緩和による運用圧力の高まりなどが挙げられる。2月、3月の株式市場急落に伴い、運用上、緊急避難的にリスク回避のCDB戦略が生じたものの、世界各国の経済対策で安心感が広がる中、恐る恐るながらも、従来のLED戦略に戻ってリスクテイクのフロンティアを広げたことが今日の市場の回復要因になったと考えられる。

### 2020年の日米の株式市場



## 一方、REIT市場の戻りは

一方、次ページの図表はREIT市場の動きを示す。今年、

■株式市場と比較して  
REIT市場の戻りは限定的

2月、3月の急速な下落を取り戻していない状況であり、株式市場と比べて戻りは限定的だ。株式も不動産も同じ資産市場であり、資産運用上も金利水没下のLED戦略でのリスクテイクのフロンティアとされながら株とREITに乖離があるのは、市場のゆがみではないかというのが本論の問題意識である。今後、REITの用途ごとに違いはあるものの、REIT市場の見直しも生じうると展望される。

### 東証REIT指数



(作成) 岡三証券、日足、直近は10月23日

■コロナ7業種関連のREITには悪影響が生じる一方、物流など安定した用途も

## REITの用途ごとの乖離

コロナショックが「コロナ7業種」を中心に深刻な影響を及ぼす以上、当該業種に関連が深い宿泊や商業施設の賃料は、稼働率の低下を含めマイナス影響も生じうる。一方、宅配の拡大等により物流施設については、需要の拡大から賃料の上昇期待も生じうる。REITのなかでも、物流に関しては昨今のコロナショック後のEC需要でニーズが高い。また、住宅はコロナショックでも比較的安定した分野である。また、オフィスは郊外への分散等の傾向があるものの既存のオフィス需要への不安は根強い。投資先として、インカムが着実に確保されるところが選別されることから、用途による乖離は今後も続くと考えられる。

■実物不動産の割にREITの戻りが鈍い可能性

## REITのディスカウント状況

REIT市場のバリュエーションを振り返ると、実物不動産市場の回復の割にREIT市場が戻っていない可能性もある。次ページの図表はNAV倍率で、株式市場のPBRに相応するものだ。この指標は実物不動産の時価とREITの価格の関係を示したもので、REITが割高か割安かを示している。コロナショック前は、実物不動産対比でREIT市場はプラスのプレミアムの状況にあったが、コロナショック後はマイナスに

## ■REITのNAVはミニバブル崩壊後の12年以來の低水準

## ■賃金低下への不安を背景に投資家が過剰に反応している面もあろう

### 用途別のREIT指数



(作成) 岡三証券、日足、直近は10月23日

転じた。その後、今年半ばに底を付けたものの、コロナショック以前の水準にまで戻っておらず、依然、ミニバブル崩壊後の2012年以來の水準にある。ここでは、REITに関する不確実性がディスカウント状況をもたらしていると考えられる。

### J-REITのNAV倍率



(出所) 不動産証券化協会、直近は20年9月

## REITのディスカウントはいずれ正常化に

以上で示されたディスカウント状況にはどのような背景があるだろうか。REITは従来「インカム商品」として位置付けられていたために、コロナショックに伴う賃料の低下不安に対して過度に反応した面もあると考えられる。ただし、同じ資産市場である株式市場も企業収益の低下や配当減少の可能性はあるものの、金融緩和のサポートによりPERの上昇という形で株価評価上の底上げが生じている。一方、REITに関しては、金融緩和に伴う底上げの力が株式程は及んでいない状況にある。

■ 大幅な損失を被った投資家が再参入するまでにはある程度時間を要する可能性

投資家の資金がREITに戻っていない状況の背景には、REITの保有者構造に偏りがあったこともある。地域金融機関が大口の保有者であったため、今年2月、3月の決算前に大幅な処分売りが生じた。その時点では、一旦、大幅な損失を被った金融機関も多いだけに、そうした投資家層が再び参入するまでにはある程度時間を要する可能性がある。

ただし、本来、REITへの投資家は長期にわたって安定的な収益を確保することを念頭においたポートフォリオを構築しているとすれば、再び、インカムの安定からREIT市場に復帰することが期待される。今後、現在生じているディスカウントが次第に正常化されると展望される。以上の見方の背景には金利水没のなかでのインカムニーズが根強いからだ。

## 債券がキャピタル商品に、株・REITが新たなインカム商品に

以下の図表は金利の水没マップである。金利水没における債券市場は、債券のインカムに依存できず、むしろマイナス金利ゾーンでの価格変動、キャピタルゲイン・ロスに依存する状況にある。一方、「水没」環境下において、債券はマイナス金利でも配当はマイナスにならないことから、配当の重要性が相対的に高まる。株式はインカムを重視して投資する考えが投資家の間に広まり、株式が新たなインカム商品として意識されてきた。同様に、賃料はマイナスにならないため、不動産投資への投資が重視され、REITへの投資が着実なインカム商品として意識されていた。コロナショックで、金利の水没領域も広がる中、株式やREITにインカムへの期待も再び強まりやすい。その結果、安定配当の株式、安定賃料の

■ 金利水没下、株式やREITへの資金流入が再び強まりやすい環境

### 世界の金利水没マップ

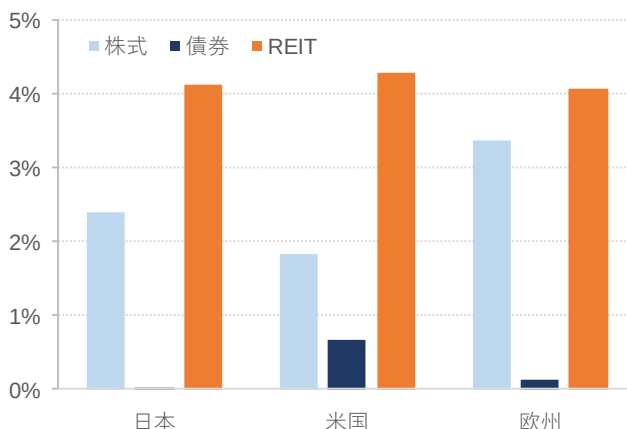
|        | 1年    | 2年    | 3年    | 4年    | 5年    | 6年    | 7年    | 8年    | 9年    | 10年   | 11年   | 12年   | 13年   | 14年   | 15年   | 20年   | 30年   | 40年  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| スイス    | -0.74 | -0.81 | -0.82 | -0.78 | -0.73 | -0.70 | -0.64 | -0.61 | -0.56 | -0.52 | -0.48 | -0.44 | -0.39 | -0.35 | -0.31 | -0.27 | -0.21 |      |
| ドイツ    | -0.70 | -0.77 | -0.80 | -0.81 | -0.77 | -0.77 | -0.70 | -0.69 | -0.63 | -0.57 | -0.53 | -0.49 | -0.45 | -0.41 | -0.37 | -0.34 | -0.15 |      |
| オランダ   | -0.72 | -0.70 | -0.73 | -0.71 | -0.70 | -0.66 | -0.62 | -0.57 | -0.52 | -0.46 | -0.44 | -0.43 | -0.41 | -0.39 | -0.38 | -0.19 | -0.14 |      |
| フィンランド | -0.74 | -0.68 | -0.70 | -0.66 | -0.64 | -0.62 | -0.56 | -0.50 | -0.43 | -0.36 | -0.33 | -0.30 | -0.27 | -0.24 | -0.21 | -0.14 | 0.01  |      |
| デンマーク  | -0.64 | -0.61 | -0.65 | -0.61 | -0.58 | -0.56 | -0.54 | -0.52 | -0.48 | -0.44 | -0.40 | -0.35 | -0.31 | -0.27 | -0.22 | -0.18 |       |      |
| オーストリア | -0.61 | -0.70 | -0.68 | -0.68 | -0.65 | -0.59 | -0.57 | -0.52 | -0.47 | -0.39 | -0.34 | -0.28 | -0.23 | -0.18 | -0.13 | 0.01  | 0.14  | 0.23 |
| フランス   | -0.63 | -0.70 | -0.71 | -0.69 | -0.65 | -0.61 | -0.53 | -0.47 | -0.36 | -0.29 | -0.25 | -0.22 | -0.18 | -0.15 | -0.12 | 0.14  | 0.40  |      |
| アイルランド | -0.51 | -0.57 | -0.62 | -0.60 | -0.59 | -0.48 | -0.42 | -0.38 | -0.28 | -0.19 | -0.14 | -0.10 | -0.05 | -0.01 | 0.03  | 0.10  | 0.41  |      |
| スウェーデン | -0.25 | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.34 | -0.30 | -0.26 | -0.18 | -0.11 | -0.03 | 0.01  | 0.04  | 0.08  | 0.11  | 0.14  | 0.31  |       |      |
| 日本     | -0.13 | -0.13 | -0.13 | -0.13 | -0.10 | -0.10 | -0.08 | -0.05 | 0.00  | 0.03  | 0.07  | 0.12  | 0.16  | 0.21  | 0.25  | 0.41  | 0.63  | 0.66 |
| ポルトガル  | -0.55 | -0.53 | -0.44 | -0.39 | -0.27 | -0.19 | -0.07 | 0.00  | 0.06  | 0.21  | 0.28  | 0.35  | 0.43  | 0.50  | 0.57  | 0.60  | 0.91  |      |
| スペイン   | -0.52 | -0.53 | -0.49 | -0.39 | -0.33 | -0.24 | -0.08 | -0.02 | 0.08  | 0.23  | 0.29  | 0.35  | 0.42  | 0.48  | 0.54  | 0.78  | 1.04  |      |
| 英国     | 0.01  | -0.02 | -0.06 | -0.05 | -0.03 | 0.01  | 0.09  | 0.15  | 0.24  | 0.28  | 0.34  | 0.40  | 0.44  | 0.48  | 0.52  | 0.80  | 0.85  | 0.79 |
| イタリア   | -0.39 | -0.31 | -0.19 | -0.01 | 0.17  | 0.31  | 0.39  | 0.59  | 0.65  | 0.80  | 0.87  | 0.94  | 1.01  | 1.08  | 1.15  | 1.34  | 1.71  |      |
| カナダ    | 0.18  | 0.26  | 0.26  | 0.32  | 0.40  | 0.39  | 0.39  | 0.48  | 0.57  | 0.66  | 0.69  | 0.71  | 0.74  | 0.77  | 0.80  | 0.93  | 1.26  |      |
| ノルウェー  | 0.06  | 0.14  | 0.22  | 0.30  | 0.38  | 0.45  | 0.52  | 0.59  | 0.66  | 0.73  |       |       |       |       |       |       |       |      |
| 豪州     | 0.11  | 0.13  | 0.14  | 0.20  | 0.30  | 0.34  | 0.53  | 0.64  | 0.74  | 0.83  | 0.87  | 0.92  | 1.00  | 1.07  | 1.14  | 1.45  | 1.79  |      |
| 米国     | 0.13  | 0.16  | 0.20  | 0.29  | 0.38  | 0.49  | 0.61  | 0.69  | 0.77  | 0.85  | 0.91  | 0.96  | 1.02  | 1.08  | 1.13  | 1.42  | 1.66  |      |
| 中国     | 2.63  | 2.84  | 2.92  | 2.98  | 3.03  | 3.13  | 3.23  | 3.21  | 3.19  | 3.17  | 3.21  | 3.24  | 3.28  | 3.31  | 3.35  | 3.53  | 3.88  |      |
| インド    | 3.45  | 4.19  | 4.68  | 4.99  | 5.21  | 5.76  | 5.85  | 6.00  | 5.99  | 5.92  | 6.18  | 6.33  | 6.30  | 6.26  | 6.38  | 6.51  | 6.77  | 6.78 |

0%未満  
0%以上0.5%未満  
0.5%以上1.0%未満  
1.0%超

※Refinitivデータより岡三証券作成  
※2020年10月22日時点(休場等で同日の値がない国は直近営業日時点)  
※一部データは岡三証券推計値

不動産も新たなインカム商品の位置づけとなる。ただし、コロナショック後の新常態「修正LED戦略」ではインカムに対する選別が強化される。REIT市場では賃料の安定が見込まれるインフラや物流に目が向きやすい。以下の図表はREITの利回りを比較したものだが、各国と比べても、また、債券や株式と比べても高い利回りが残っている。

### 各国・地域の利回り



各種資料をもとに岡三証券作成、株式及びREITは予想配当利回り（翌年ベース）

※株式：日本（TOPIX）、米国（S&P500）、欧州（STOXX600）、9月末時点

※債券：OECDのLong-term interest rates、欧州はユーロ圏19ヵ国、9月の値

※REIT：日本（東証REIT指数）、米国（FTSE EPRA/NAREIT United States Index）、欧州（FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index）、9月末時点

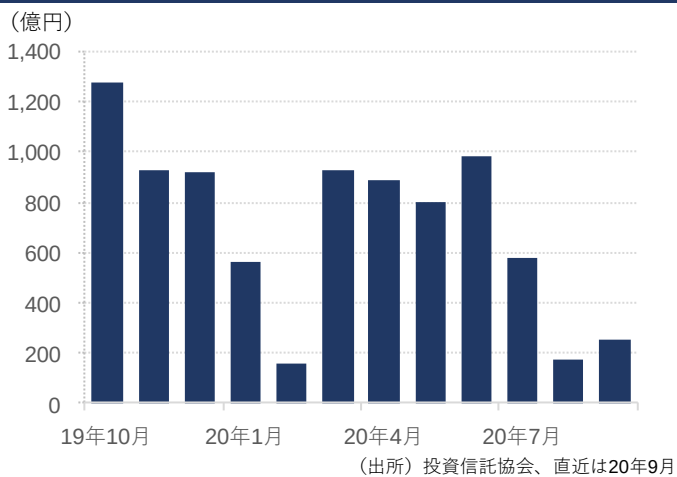
## 今回は資産価格に優しい

REITを巡る環境として特に認識すべき点がある。それは、コロナショックを受けた政策対応が、株・不動産に対し、かつてなく優しい状態にある点だ。今年、政府が二次補正予算で対応した家賃支援給付金は、事実上の不動産市場への公的資金の注入に等しい。割引現在価値（ディスカウントキャッシュフロー）で不動産評価を行うに際し、賃料の負担力が増すことは価格保全に資するからだ。同時に日本銀行は株式市場を支援すべくETFの買入れ額を、また、不動産市場を支援すべくREITの買入れ額をそれぞれ倍増した。政府・日銀が共に株式・不動産市場で資産価格を支援する対応を行っている。

次ページの図表は、REIT市場への資金流入推移を示す。コロナショック直後にREIT市場への流入は減少したが、その後、流入も回復に至っている。以上を振り返れば、REIT市場はコロナショックに伴い大きな影響を受けたが、時間をかけつつもインカム確保を重視した安定商品としての評価を回復すると展望される。

■REIT市場への資金流入の動きは継続している

## 公募REITへの資金流入額





## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、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。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。



その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)