

**金利上昇に一服感 世界 REIT はリスクオンに**

3月の世界主要 REIT は全面高となった。米 FRB がゼロ金利政策と量的緩和維持を決定し、よりハト派的なスタンスを示したことで、年初来の長期金利上昇が一服し、株、REIT とともに再びリスクオンに転じた。

米国がこの1年で新型コロナウイルス対策に要した経済対策は、トータルで5.5兆ドル規模まで拡大したが、さらに3月末には2兆ドル規模のインフラ投資計画が発表されたことで、経済の過熱を警戒する声も一段と高まりそうだ。

FRB は今年の経済成長率(予想)を6.5%、インフレ率を2.4%に上方修正したが、景気がさらに過熱すれば早晩長期金利は2%台に上昇し、実質金利は大きくプラスに転じるだろう。

イエレン財務長官は財源として法人税率の引上げや株・不動産のキャピタルゲイン増税を検討中と報道されているが、これが市場の暴走を牽制する冷やし玉になるのかどうか注目したい。

《米国 REIT 用途別騰落率(3月)》

	3月(%)	2020年(年間)
All Equity REITs	+ 6.2	▼ 5.1%
オフィス	+ 5.7	▼18.4%
住宅	+ 8.1	▼10.6%
小売り(商業施設)	+ 3.4	▼25.1%
個人用倉庫	+ 5.8	+12.9%
産業(物流施設)	+ 8.2	+12.1%
インフラ	+ 9.6	+ 7.2%
データセンター	+ 4.3	+21.0%
ヘルスケア	+ 5.1	▼ 9.8%
ホテル/リゾート	+ 2.6	▼23.6%
材木	+ 4.4	+10.3%
多角	+ 3.9	▼21.7%
モーゲージ	+ 6.6	▼18.7%

<出所> FTSE Nareit U.S. Real Estate Index  
3月30日時点

ベンチマークの All Equity REITs Index は6.2% 上昇し、セクター別騰落率では、アンダーパフォームが続いていた Tech-REIT (インフラ、データセンター、産業の3セクター) がいずれもプラスに転じた。3月は全セクターがプラスとなり、堅調なパフォーマンスを確保した。

米10年債利回りが一時1.7%を上回り、年初の水準(0.9%程度)から大きく上昇したことで、米 REIT のイールド・スプレッド(予想配当利回り-10年債利回り)は2%内外まで縮小した。

**日銀が金融政策を修正 変動幅拡大は見送り**

日銀は3月19日金融政策決定会合で、金融政策を一部修正することを決定した。すなわち、それまでの金融政策は、短期金利をマイナス0.1%、長期金利を0%程度とし、日銀が「資産買い入れ」策として、ETFを年6兆円(上限12兆円)、REITを年900億円(上限1800億円) 用途に市場から買い入れる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和(YCC+QQE)」と呼ばれるものだったが、今回は長期金利に「ゼロ%±0.25%程度」までの変動幅を認め、資産買い入れではETF、REITともに買い入れの用途を削除して上限のみを残すことが決まった。

市場の一部には、日銀が「金融緩和の点検」を強調したことから、長期金利の変動幅拡大を期待する声があったが、結局これといったポジティブ・サプライズはなく、金融緩和を継続する姿勢が伝わっただけだった。

3月は欧米日の順に金融政策が決定されたが、年初来の金利上昇を強く牽制した ECB と、金利上昇を容認する FRB、米欧の金利上昇に翻弄されて何か手を打ちたいが、結局何もできなかった日銀という、各国中銀のビヘイビアの違いが明確になった。

**J-REIT は5カ月続伸 今後は金利上昇が重荷に**

3月のJ-REIT相場は続伸した。東証REIT指

数は前月比+4.4%と、昨年11月から5カ月連続騰(11月+3.2%、12月+5.7%、今年1月+3.5%、2月+4.5%)となり、コロナショック後の高値を更新した。

セクター別騰落率は、オフィス(+4.1%)、住宅(+7.0%)、商業・物流等(+4.0%)といずれも好パフォーマンスが続いた。

一方、気がかりなのは金利上昇だ。日本の10年債利回りは、2月末には0.177%まで上昇したが、3月末には0.093%とやや落ちついた。それでもイールド・スプレッドは3.5%内外まで縮小し、2019年11月以来の低水準となった。

好パフォーマンスを続けるJ-REITだが、急激な長期金利の上昇は大きな重荷になりつつある。

#### 2月は外人と銀行・生損保が買い越し

東証が発表した2月のJ-REIT投資部門別売買動向によると、外人投資家が+370億円、銀行が+55億円、生損保が+25億円買い越した一方で、投資信託が▼120億円、個人投資家が▼182億円、その他金融(信金・信組等)が▼123億円の売り越しとなった。売買手口からは、2月は外人投資家と銀行・生損保の買いがJ-REIT相場を支えたと言えそうだ。

個人投資家は引き続き売り越し、投信は一部が決算対策の益出しに動いたと思われる。また、民間銀行の投資額は、銀行分(55億円買い越し)から日銀分(24億円買い越し)を差し引くと、実質は31億円の買い越しだったことになる。銀行の買い越しは2月も続いたが、3月は決算対策の益出しに動くことが多いため、新年度入りまでは動きが鈍る可能性が高い。

さらに、3月にはFTSEグローバル株式指数におけるJ-REITの組入比率引き上げで、指数連動ファンドの買いが膨らんだ可能性が高い。組入引き上げの月とその前月は、外人が先回り買いを仕掛けて買い越すことが多いので、3月の手口

は大いに注目される。

#### 日銀がETF・REITの「買い入れ目途」を撤廃

日銀の3月のJ-REIT買い入れ額は9億円(買い入れ回数は1回)だった。これは買い入れ枠の上限とされる1,800億円の3.3%程度に過ぎず、今後は年間の買い入れ目途が撤廃されることから、買い入れはフェードアウトと思われる。

東証のデータによると、J-REIT全62銘柄(2020年末時点)のうち、日本銀行が5%超を保有している銘柄は20銘柄あり、中には保有率が10%近くに達する銘柄も存在することがわかった。日銀保有分の時価総額は7,074億円(2020年9月末時点)、全時価総額の5%程度に達すると推測される。

一方、日銀が保有するETF(上場投資信託)の時価総額は約45兆円(2020年10月時点)、東証1部全体の時価総額の7%弱に達すると推測される。

日銀点検の結果、ETF、REITともに12兆円、1800億円という買い入れ上限は残るものの、毎年の買い入れ目途が撤廃されたことで、今後は「相場の上昇局面では見送り、暴落時には大量に買う(雨宮副総裁)」という柔軟な買い入れスタンスに転換することになるだろう。

#### 地価公示は商業・住宅地が下落し工業地が上昇

令和3年1月1日時点の公示地価は、コロナ禍に伴う消費の落ち込みを反映し、東京・銀座(山野楽器前▼7.1%)や大阪・ミナミ(戎橋周辺▼28.0%)といった大都市の商業地で下落が鮮明となり、雇用情勢や賃金環境の悪化から住宅地も上昇鈍化や下落する傾向が見られた。

一方で、在宅時間の長期化で好調なインターネット販売を背景に大型物流施設の開発が相次ぎ、工業地は用途別で唯一プラスを維持した。

取り分け首都圏の大型物流施設用地では、松戸市(外環道沿道)が+10.8%、横浜市(首都高

速道路沿い) が+11.1%と二桁上昇し、川口市(首都高周辺)と三郷市(外環道周辺)がともに4.3%上昇する等、交通の利便性が高く、都心に近い土地が値上がり率上位に並んだ。

**米 Prologis の分析 物流不動産の成長は続く**

米国でも物流不動産セクターは好調だ。直近の CommercialEdge Industrial Report によると、米国の産業用(物流)不動産の2月の平均賃料は、1平方フィート当たり6.47ドル(@約2,100円/坪 @110円/\$換算)で、前年比5.1%上昇したという。取り分けサウスカロライナ州(8.1%)とロサンゼルス(7.8%)の上昇率が高く、中西部はセントルイス(+0.3%)からシカゴ(+3.1%)まで緩やかな伸びが続いている。

世界最大の物流不動産 REIT の米 Prologis の2020年決算も好調で、1株当たり FFO は、2019年の3.31ドルから3.80ドルに14%アップ、翌21年予想も3.88ドルから3.98ドルの範囲で約5%アップを予想している。その他、20年の NOI 成長率3.0%、賃料の伸び率36.4%、稼働率95.8%

と、いずれの指標も前期比増となっている。

米 Prologis の3月のレポート「Forever Altered : The Future of Logistics Real Estate Demand」は、「(パンデミックで)物流不動産の立ち位置は永遠に変わった」として、Prologis Research の市場分析を開示している。

同分析の骨子は以下の通り。①物流不動産の長期的・構造的な成長率は上昇しており、②物流の需要は「生産や貿易」にまつわる用途は減少している一方で、「消費」にまつわる用途は上昇していることから、今後ワクチン効果でパンデミックが治まっても「消費財」の物流の成長は続く、③Eコマースは今後5年間、毎年1.5%程度の成長を続ける、④物流のグローバル化はますます進む、⑤そんな環境下、物流不動産で最も重要なのは「ロケーション」である。

J-REIT では物流セクターの頭打ちを予想する見方が多いが、米 Prologis はパンデミックが治まっても、もう一段のアップサイドがあると予想している。(論説主幹 井出)

◇◆◇ マーケット情報 ◇◆◇

	2021/2	2021/3	騰落率
日経平均	28,966.01	29,178.80	+0.7%
TOPIX	1,864.49	1,954.00	+4.8%
NY ダウ	30,932.37	32,981.55	+6.6%
NASDAQ	13,192.34	13,246.87	+0.4%
① J-REIT	1,929.15	2,013.08	+4.4%
② 米国 REIT	218.01	225.99	+3.7%
③ 欧州 REIT	2,075.19	2,140.86	+3.2%
④ 豪州 REIT	1,339.60	1,426.40	+6.5%

- <出所>①東証 REIT 指数  
 ②FTSE Nareit All REITs Index  
 ③FTSE EPRA/Nareit Developed Europe Index  
 ④S&P/ASX200 A-REIT 指数

※指数は月末終値 騰落率は前月比

首都圏物流不動産キャップレートウォッチ

※ 首都圏物流不動産のキャップレートは、引き続き低下傾向にあるものの経済情勢が大幅に変動しているため、注視が必要。

REIT保有物流施設のCAP(NCF)推移(1都3県所在物件対象)

リート名	日本プロロジスリート				GLP			日本ロジスティクスファンド			産業ファンド			伊藤忠アドバンス・ロジスティクス		
	県名	所在	直近期(2020/11)	前期との差異	所在	今期(2020/8)	前期との差異	所在	直近期(2021/1)	前期との差異	所在	直近期(2021/1)	前期との差異	所在	直近期(2021/1)	前期との差異
千葉	市川1		3.90%	0.00%	雷里	4.60%	0.00%	浦安千鳥	3.80%	-0.10%	野田	4.30%	-0.10%	柏	4.40%	-0.10%
	市川3		3.80%	0.00%	習志野II	4.70%	0.00%	船橋西浦	4.00%	-0.10%	習志野II	4.50%	-0.10%	野田	4.30%	-0.10%
	船橋5		4.00%	0.00%	船橋	4.50%	0.00%	習志野	4.20%	-0.10%	柏	4.70%	-0.10%	千葉北	4.60%	-0.10%
	成田1-A&B		4.80%	-0.10%	船橋III	4.00%	0.00%	八千代	4.30%	-0.10%	印西	5.10%	-0.20%	印西	4.50%	-0.10%
	成田1-C		4.80%	-0.10%	袖ヶ浦	4.60%	0.00%	八千代II	4.30%	-0.10%				柏2	4.20%	-0.20%
	成田1-D		4.80%	-0.10%	浦安III	3.80%	0.00%	浦安千鳥II	4.00%	0.00%				印西2	4.60%	-0.10%
	成田3		4.60%	-0.10%	習志野	4.60%	0.00%	市川	3.90%	-0.10%						
	習志野4		3.90%	0.00%	松戸	4.40%	0.00%	習志野II	4.10%	-0.10%						
	習志野5		4.00%	0.00%	市川塩浜	4.00%	0.00%	市川II	3.90%	-0.10%						
	千葉1		4.20%	-0.10%	野田吉春	4.80%	0.00%	柏	4.60%	-0.10%						
					浦安	4.00%	0.00%	柏II	4.90%	-0.10%						
					船橋II	4.00%	0.00%	千葉北	5.00%	0.00%						
								千葉北II	4.40%	-0.10%						
							浦安千鳥III	4.00%	-0.10%							
							臼井	4.50%	-0.20%							
							市川III	4.10%	0.00%							
神奈川	座間		4.20%	0.00%	東扇島	4.10%	0.00%	平塚	4.90%	-0.10%	厚木II	4.50%	-0.10%	厚木	4.30%	-0.10%
	座間2		4.10%	0.00%	厚木II	4.10%	0.00%	川崎	4.30%	-0.10%	横浜都筑	4.30%	-0.10%			
	横浜鶴見		4.00%	0.00%	湘南	4.50%	0.00%	横浜福浦	4.30%	-0.10%	厚木III	4.70%	-0.10%			
	海老名		4.00%	0.00%				新子安	4.00%	-0.10%						
								相模原	4.40%	-0.10%						
								座間	4.80%	-0.10%						
埼玉	川島		4.50%	0.00%	加須	4.50%	0.00%	草加	4.00%	-0.10%	越谷	4.60%	-0.10%	三郷	4.20%	-0.10%
	川島2		4.50%	0.00%	深谷	4.80%	0.00%	三郷	4.40%	-0.10%	さいたま	4.80%	-0.10%			
	北本		4.60%	-0.10%	杉戸II	3.90%	0.00%	羽生	5.00%	-0.10%	川口	4.20%	-0.10%			
	吉見		4.50%	0.00%	岩槻	3.90%	0.00%	埼玉騎西	4.80%	-0.10%	三郷	4.10%	-0.10%			
	東松山		4.50%	0.00%	春日部	4.20%	0.00%	加須	4.40%	-0.10%	入間	4.90%	0.00%			
	MFLP川越		4.20%	-0.10%	越谷II	3.80%	0.00%	戸田	4.00%	-0.10%	加須	4.60%	-0.10%			
					三郷II	3.80%	0.00%									
					桶川	4.60%	0.00%									
					杉戸	4.20%	0.10%									
東京	東京大田		3.60%	0.00%	東京	3.50%	0.00%	新木場	4.10%	0.00%	東雲	4.10%	0.00%			
	東京新木場		3.60%	0.00%	昭島	4.10%	0.00%	東雲	3.90%	-0.10%	新砂	4.10%	0.00%			
					辰巳	3.60%	0.00%	辰巳	3.70%	-0.10%	羽村	4.40%	-0.10%			
					羽村	4.20%	0.00%	武蔵村山	4.20%	0.00%	板橋	4.10%	-0.10%			
					辰巳IIa	3.60%	0.00%	新木場II	3.80%	-0.10%	昭島	4.20%	0.00%			
					東京II	3.60%	0.00%									
					新木場	3.90%	0.00%									
				新砂	3.90%	0.00%										

リート名	三菱地所物流リート				GREロジスティクスファンド			ラサールロジポート			三井不動産ロジスティクスパーク			SOSILA物流リート		
	県名	所在	今期(2020/8)	前期との差異	所在	直近期(2020/12)	前期との差異	所在	今期(2020/8)	前期との差異	所在	直近期(2021/1)	前期との差異	所在	直近期(2020/11)	前期との差異
千葉		船橋	4.90%	0.00%				北柏	3.90%	0.00%	市川塩浜	3.90%	-0.10%			
								流山B	4.20%	0.00%	船橋西浦	4.30%	-0.10%			
								柏沼南	4.40%	0.00%	柏	4.40%	-0.10%			
											印西	4.60%	0.00%			
神奈川		相模原	4.20%	0.00%				橋本	4.10%	0.00%	横浜大黒	4.30%	-0.10%	横浜港北	4.10%	-0.10%
		橋本	4.00%	0.00%				相模原	4.20%	0.00%	厚木	4.40%	-0.10%	相模原	4.30%	-0.10%
		厚木I	4.20%	0.00%				東扇島A	4.40%	0.00%	平塚	4.40%	-0.10%			
		厚木	4.10%	-0.10%				東扇島B	4.40%	0.00%	厚木II	4.20%	-0.10%			
埼玉		加須	4.90%	-0.10%	久喜	4.40%	-0.10%	川越	4.40%	0.00%	久喜	4.40%	-0.10%	春日部	4.70%	-0.10%
					羽生	4.70%	0.00%	狭山日高	4.40%	0.00%	八潮	4.20%	-0.10%	川越	4.70%	-0.10%
					久喜II	4.70%	-0.10%				川越	4.20%	-0.10%			
					浦和美園	4.20%	-0.10%									
					新座	4.50%	0.00%									
					川越	4.50%	-0.10%									
					春日部	4.40%	-0.10%									
東京					草加	4.10%	-0.10%									
					八潮	4.10%	-0.10%									
					瑞穂A	4.30%	-0.10%				日野	4.10%	-0.10%			
				瑞穂B	4.30%	-0.10%										