

J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2017年10月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 9月のJ-REIT市場（東証REIT指数、配当除き）は、1) 9月FOMC（米連邦公開市場委員会）を受けた12月米追加利上げ観測の高まりや、米連邦法人税を現行の35%から20%に引き下げるとする米共和党指導部の税制改正案発表等による金利上昇、2) 円安進行等を背景とする国内株式市場への資金シフトの流れ等を要因として、前月末比1.79%安と続落して引けました。国内株式市場（TOPIX）を5.33%下回りました。年初来では21.17%下回っています【図表1、2】。

### 【市場規模・売買代金等】

- 1銘柄が新規上場され、上場銘柄数は59銘柄と過去最高を更新しました。時価総額は11.3兆円と前月より1,143億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は278億円と前月比8%増加しましたが、前年同月比では27%下回りました。売買が盛り上がりがない中、軟調な相場展開が続いています【図表7】。
- 上記新規上場に伴う資金調達額は536億円でした。8月ゼロ件だった公募増資は、9月は3件に増加しました。同増資に伴う資金調達額は664億円と、今年3月の858億円以来の高水準となりました。年初来の公募増資額合計は3,950億円で、前年同期比で13%減少しています【図表12】。

### 【配当利回り等】

- J-REITの予想配当利回り（配当額/投資口価格）（上場全銘柄、以下同様）は4.16%（前月末：4.07%）、10年国債金利はプラス0.086%（前月末：プラス0.009%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り-10年国債金利）は4.09%（前月末：4.06%）となっています。予想配当利回り、イールド・スプレッドとも約5年ぶりの高さです【図表4、5】。

## (2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し

- 足元の東証REIT指数は、7月14日の年初来安値1,620ポイントに接近しつつあります（10月4日時点）。下落の背景には、主に金利上昇観測の高まりがあるものと思われます。8月下旬に上陸したハリケーン「ハービー」の被害等を受けて、米国の年内の追加利上げが見送られるとの予想もありました。しかし、9月のFOMCでは年内あと1回の利上げが強く示唆されたため、国内金利への上昇圧力が増すとの懸念が再度強まったようです。10月のJ-REIT市場は金利上昇観測が根強く残る中、上値の重い展開が続くものと考えます。価格が一定以上下落すると機械的に損失を確定させる損切り基準（ロスカットルール）を設けている一部機関投資家が、下半期入りしたことで損失の確定を急ぐことも考えられ、それらの売りが重なる場合は、東証REIT指数が上記年初来安値を下回ることも考えられます。
- 軟調なJ-REIT市場が続く中で、投資指標（バリュエーション）面では売られ過ぎ感や割安感を示す指標が多くみられるようになってきたと判断しています。賃料引上げや新規物件の取得等により配当額の増加傾向が続く一方で【図表15】、J-REIT価格は下落しており、9月末時点の予想配当利回りは2013年1月末（4.22%）以来約5年ぶりの水準まで上昇しています【図表5】。イールド・スプレッドも約5年ぶりの水準まで拡大しており、主要国REIT市場の中でも相対的に高くなっています【図表4、10】。株式のPBR（株価純資産倍率）に相当するJ-REITのNAV（純資産）倍率（投資口価格/1口当りNAV）は9月末時点で1.04倍と、2012年12月（1.04倍）以来約5年ぶりの低さとなっています【図表18】。国内の不動産市況は、都心のオフス賃料が回復傾向を続ける等底堅く推移しています【図表17】。訪日観光客の増加によるホテル需要の増加や、ネット通販の拡大による物流施設需要増も想定されます。
- 金融庁が資産形成に不向きだとして問題視した毎月分配型投資信託の解約売りに一巡感が強まり、またJ-REIT市場が12月の米利上げ観測を織り込むまでには、しばらく時間を要するものと思われます。金利上昇観測を織り込む過程で、主要国REIT市場の中でのJ-REITの割安感に着目した外国人投資家の買い等により底堅さが確認されれば、下振れリスクが後退したとの判断のもと、東証REIT指数が1,700~1,800ポイント台まで急回復する可能性もあると判断しています。

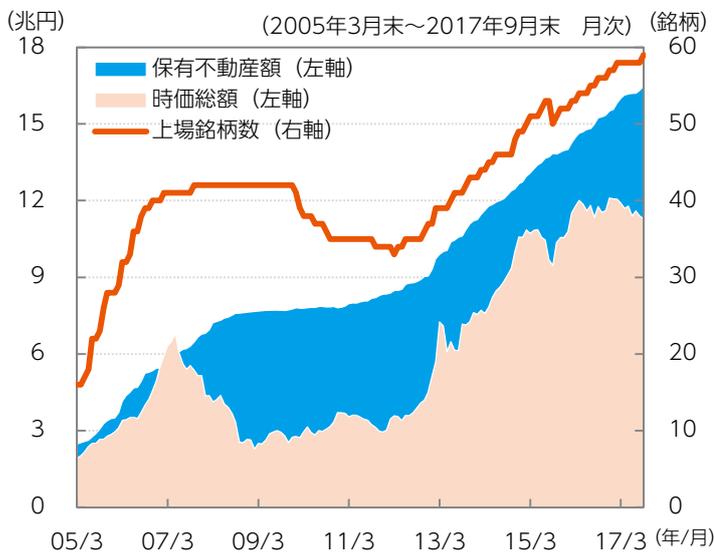
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

		(2017年9月29日時点) (%)		(参考)
		2017年		2016年累計
		単月	累計	
配当除き	東証REIT指数	-1.79	-10.89	6.20
	TOPIX	3.55	10.28	-1.85
	差	-5.33	-21.17	8.05
配当込み	東証REIT指数	-1.53	-8.25	9.86
	TOPIX	4.34	12.45	0.31
	差	-5.87	-20.70	9.54

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



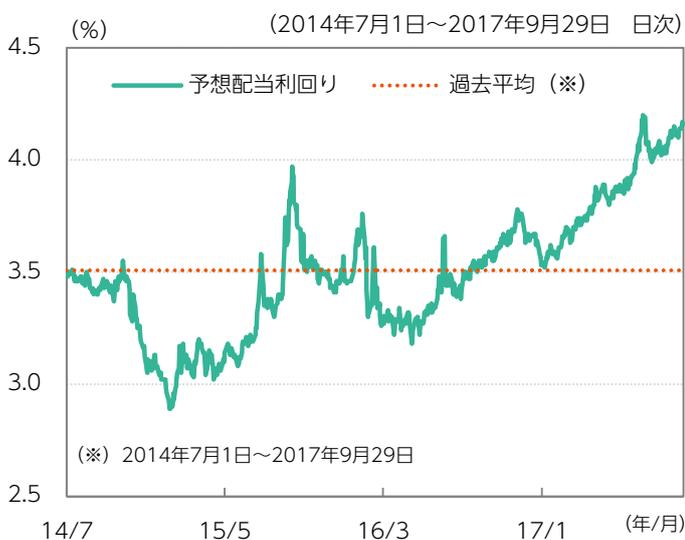
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移



【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



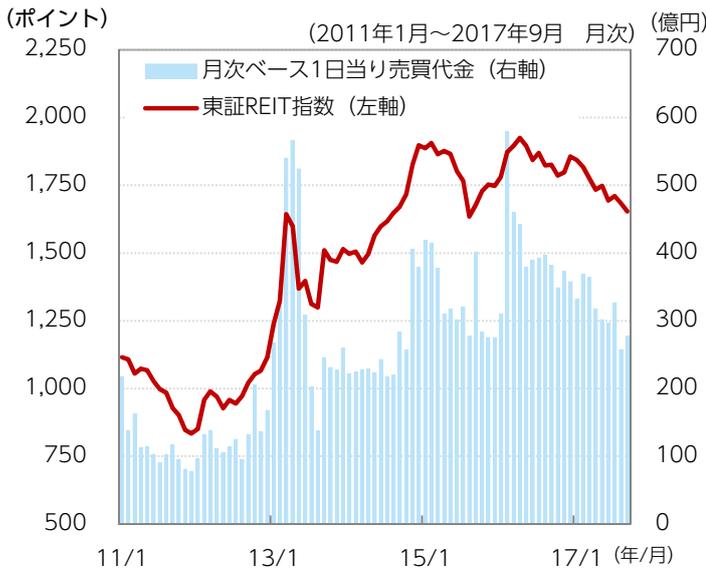
【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



出所：図表1～6はブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、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。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。 2/6

【図表7】 東証REIT指数と売買代金の推移



出所：ブルームバーグデータ、東証データを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表8】 主要主体別売買動向

	生保・損保	銀行	投資信託	事業法人	個人	外国人	銀行 (除く日銀)
2014年	-142	2,265	1,073	-472	-3,435	532	1,893
2015年	-9	2,196	2,254	-486	-3,313	-1,618	1,275
2016年	-128	621	-103	-674	-3,378	1,674	-450
2017年	-25	23	-146	-248	-1,272	-234	-602

※2017年は判明月まで反映

月	生保・損保	銀行	投資信託	事業法人	個人	外国人	銀行 (除く日銀)
2016年1月	19	1	70	-52	-159	-34	-107
2016年2月	15	-187	-583	-104	-532	1167	-259
2016年3月	49	-122	-485	-21	-452	832	-146
2016年4月	-25	-87	-455	43	-271	623	-171
2016年5月	-22	174	156	-45	-183	-315	30
2016年6月	5	77	127	-81	-274	-34	5
2016年7月	27	124	266	-84	-225	-169	76
2016年8月	21	155	174	-134	-355	-78	95
2016年9月	-40	35	111	-93	-269	76	-13
2016年10月	-64	20	-2	-29	-114	-285	-52
2016年11月	-70	194	147	-37	-124	-158	91
2016年12月	-45	236	372	-39	-420	50	184
2017年1月	-26	-24	115	-40	-191	-90	-61
2017年2月	7	36	160	-56	-330	-92	-24
2017年3月	-0	73	239	-67	-245	-102	-47
2017年4月	3	-119	-60	-46	-122	113	-215
2017年5月	8	79	-148	-2	-175	-17	19
2017年6月	2	12	-162	-19	-104	-92	-84
2017年7月	-15	-132	-159	12	1	82	-204
2017年8月	-5	98	-132	-31	-104	-35	14

(※) 主体の左から2番目の銀行は日銀を含む数値  
出所：東証データを基にニッセイアセットマネジメント作成

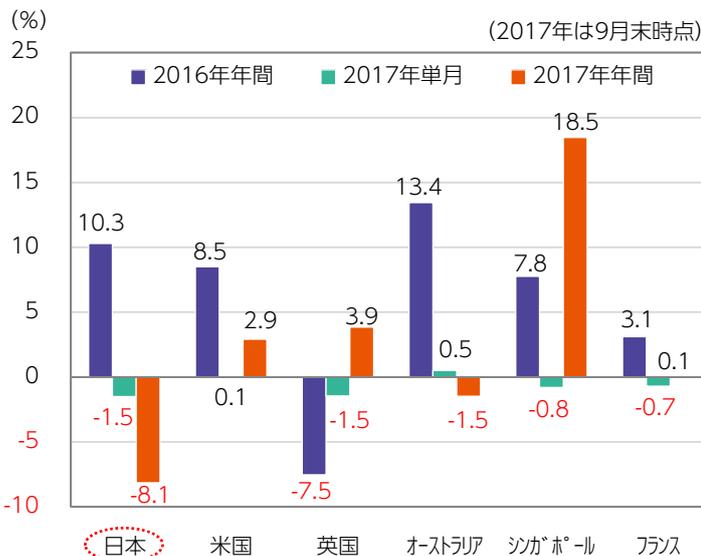
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 9月の買入れ額は108億円、1回当たりの買入れ額は12億円でした。J-REIT市場が軟調に推移したことから、買入れ額は前月の84億円より増加しました。
- 年初来の買入れ額は733億円、2017年年間の買入れ目処約900億円の残り枠は約167億円（月当たり約56億円）です。

### (4) 主要国REIT市場比較

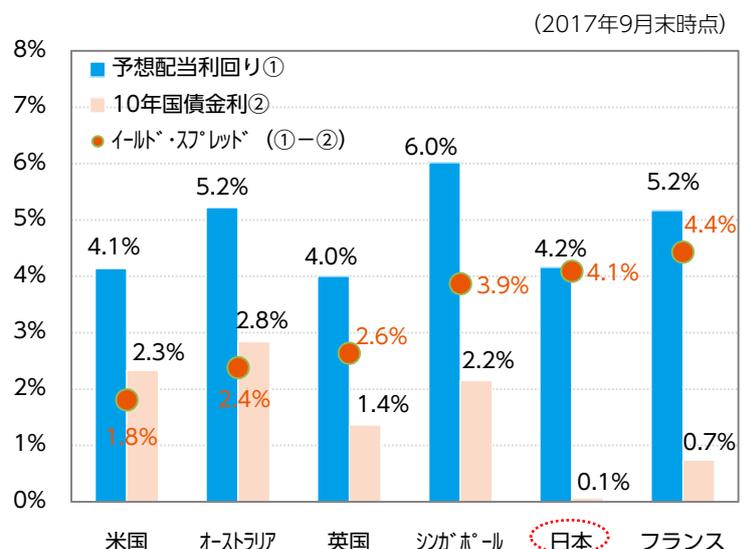
- 主要6カ国のREIT指数（S&P各国REIT指数、配当込み、現地通貨ベース）の9月月間の騰落率（前月末比）は、小幅上昇した米国とオーストラリア以外は下落しました。年初来ではシンガポールが18.5%と上昇率トップ、一方日本は最下位となっています。
- 9月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、主要6カ国の中ではフランスに次いで2番目の高さになっています。予想配当利回りが最も高いのはシンガポールです。

【図表9】 主要国REIT指数の騰落率



(注) 図表9～10：S & P 各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所：図表9～10：S & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド

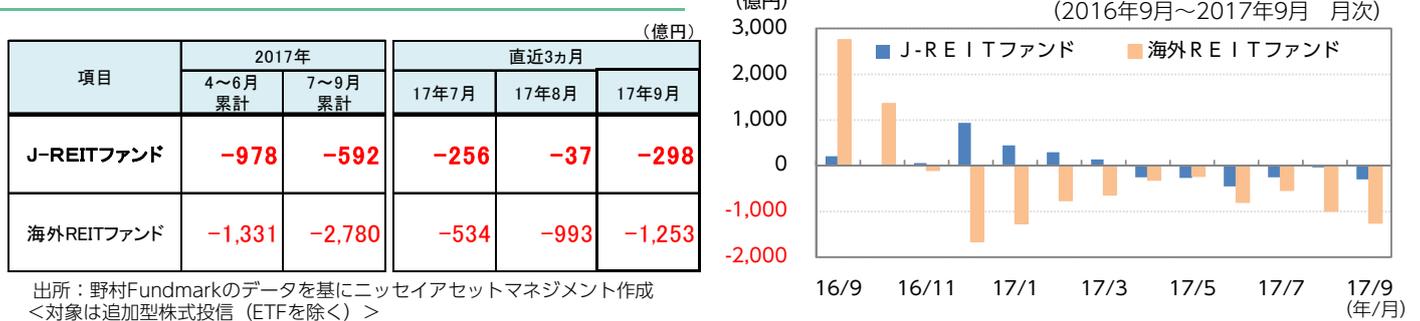


●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

## (5) J-REITファンド（公募投信）への資金流出入動向

- 2017年9月月間のJ-REITファンドへの資金流出入は、6ヵ月連続の流出超となり、金額は前月の37億円から298億円に増加しました。
- 海外REITファンドは11ヵ月連続流出超、金額は1,253億円と2017年1月以来の大きさでした。

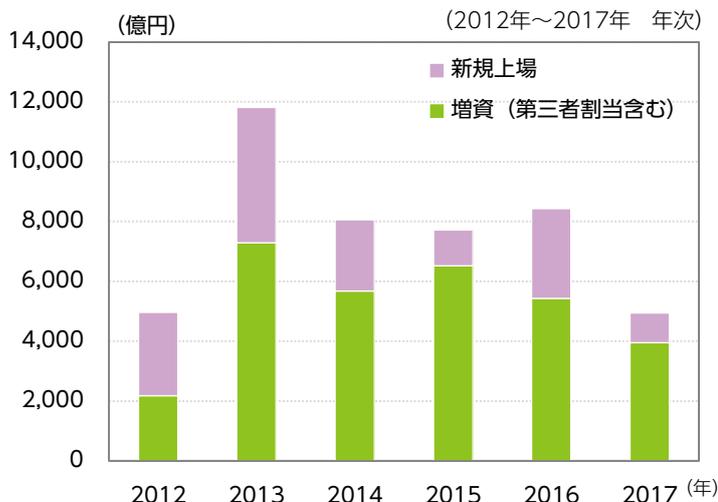
【図表11】 REITファンドへの資金流出入動向（表とグラフ）



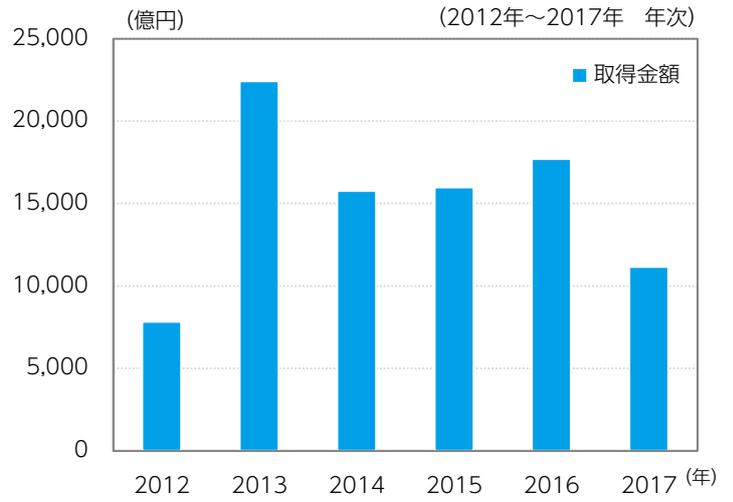
## (6) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 9月は1銘柄の新規上場と3銘柄の公募増資がありました。新規上場は2月以来今年2件目です。1~9月累計の公募増資額は3,950億円と、前年同期より13%減少しています。公募増資の減少はJ-REIT市場の需給改善をもたらす可能性があります。
- 9月の物件取得額（受渡しベース）は1,445億円でした。年初来累計取得額は1兆1,155億円で、前年同期（1兆4,634億円）より24%減少しています。不動産価格の上昇等が影響しているようです。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



【図表13】 J-REIT物件取得状況



## (7) J-REITの新規上場候補

- 香港の物流施設開発・運営会社であるイーシャン・レッドウッドが今年秋頃に物流特化型のJ-REITを上場させる予定です。物流特化型としては伊藤忠商事等も上場を計画しています。
- 昨年の9月末時点の新規上場銘柄数は6銘柄でしたが、今年は2銘柄に留まっています。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2017年9月末時点)

設立母体 (REIT名称)	上場時（予定）	主な運用対象等
イーシャン・レッドウッド	2017年秋頃	○イーシャン・レッドウッドは香港の物流施設開発・運営会社。中国・日本・韓国で350万㎡以上のプロジェクトを所有・開発。物流施設特化型REITの組成を計画。 ○上場当初は500億円規模とし、3,000億円規模の同社保有物件を順次REITに売却。

出所：不動産証券化協会資料等を基にニッセイアセットマネジメント作成

●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、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。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

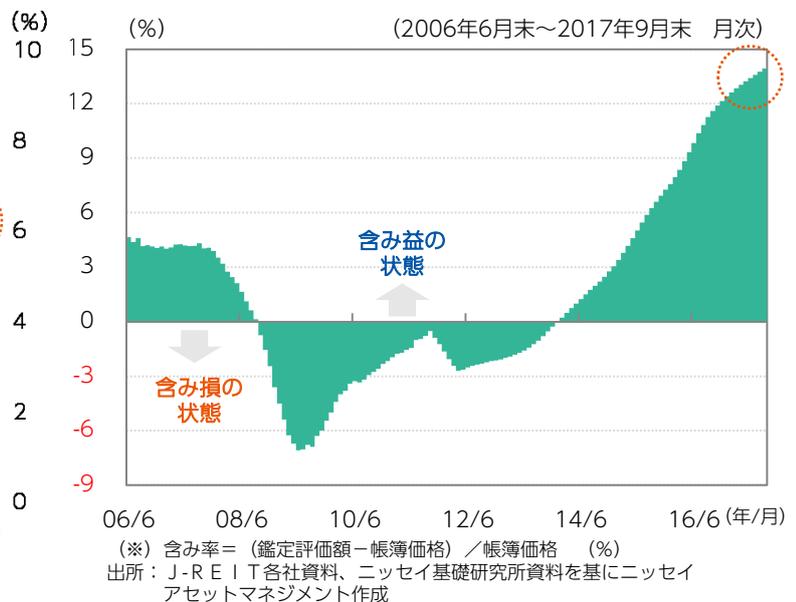
## (8) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 9月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比6.2%増加と、前月と同水準でした。伸び率は鈍化傾向となっていますが、前年の水準が比較的高かった分、今後も同傾向が続くものと思われます。
- 9月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は14.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆2,375億円と、何れも過去最高水準です。

【図表15】 J-REITの配当額推移



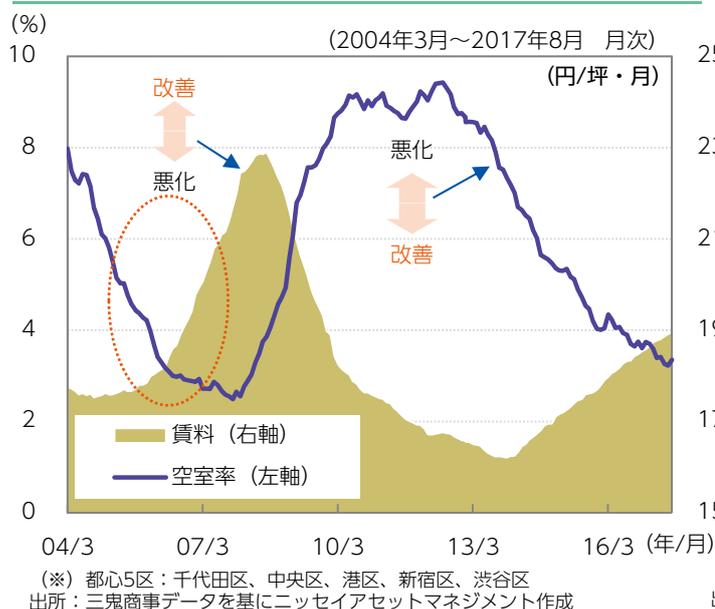
【図表16】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移



## (9) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 8月の都心5区のオフィス空室率は3.35%。前月より0.13%上昇（悪化）しましたが、2008年4月の3.03%以来の低い水準です。同月の坪当たり賃料（月額）は18,957円で、前年同月比3.5%増加していますが、伸び率は低下傾向となっています。賃料は前月比で44ヵ月、前年同月比で40ヵ月連続上昇しています。
- 投資口価格が1口当り純資産額（保有物件の含み損益額含む）の何倍まで買われているかを示すNAV（純資産額）倍率は9月末時点で1.04倍と、2012年12月（1.04倍）以来の低さとなっています。

【図表17】 都心5区オフィス空室率と賃料推移



【図表18】 J-REITのNAV倍率推移



●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、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。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

【ご投資にあたっての留意点】

- 当資料は、ファンドに関連する情報および運用状況等についてお伝えすることを目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものです。金融商品取引法等に基づく開示資料ではありません。

【投資信託に関する留意点】

- 投資信託はリスクを含む商品です。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）はすべて投資家の皆様のものとなります。元本および利回りが保証された商品ではありません。
- ファンド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もあります）に投資しますので基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。ファンドは投資元本の保証や一定の成果は約束されておりません。ファンドの基準価額に影響を与える主なリスクは投資信託説明書（交付目論見書）の「投資リスク」をご覧ください。
- 分配金額は、収益分配方針に基づいて委託会社が決定しますので、あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。運用状況によっては、分配金をお支払いできない場合もあります。また、分配金は投資信託財産からお支払いしますので、基準価額が下がる要因となります。
- 投資信託は保険契約や金融機関の預金と異なり、保険契約者保護機構、預金保険の対象となりません。証券会社以外の金融機関で購入された投資信託は、投資者保護基金の支払い対象にはなりません。
- ご購入の際には必ず取扱販売会社より投資信託説明書（交付目論見書）をお受け取りになり、内容をご確認の上ご自身でご判断ください。

【手数料等】

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込手数料

お申込み日またはお申込み日の翌営業日の基準価額に3.78%（税込）を上限として、取扱販売会社が独自に定める率をかけて得た額とします。

■信託報酬

各投資信託の純資産総額に年2.916%（税込）の率をかけて得た額を上限とします。

■信託財産留保額

1万口につき購入申込受付日の基準価額に0.04%の率、換金申込受付日または翌営業日の基準価額に0.5%の率をかけて得た額を上限とします。

■その他費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書等でご確認下さい。

《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、ニッセイアセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく目論見書をご覧ください。

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、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。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 当資料のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

ニッセイアセットマネジメント株式会社  
 コールセンター0120-762-506  
 （受付時間：営業日の午前9時～午後5時）  
 ホームページ <https://www.nam.co.jp/>

<設定・運用>



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイ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369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