

J-R E I Tレポート

J-R E I T市場 現状と今後の見通し (2018年2月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 1月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、出遅れ感や景気・企業業績拡大に伴う不動産市況の引き締め期待等を背景に上昇し、月末値としては2017年5月末以来8ヵ月ぶりの高値で引きました。月間の上昇率は4.93%と、日銀がマイナス金利導入を決定した翌月2016年2月（+5.18%）以来の高い伸び率となりました。1月のTOPIXのパフォーマンスを3.88%上回りました【図表1、2】。

【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、銘柄数は59銘柄で横ばい、時価総額は12.0兆円と前月末より5,610億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は356億円と前月比39%増加しました【図表7】。
- 1月は6件の公募増資がありました。同増資に伴う資金調達額は475億円で、2016年1月の750億円、2017年1月の641億円より減少しました【図表12】。

【配当利回り等】

- J-R E I T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4.00%（前月末：4.17%）、10年国債金利はプラス0.085%（前月末：プラス0.048%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は3.92%（前月末：4.12%）となっています【図表4、5】。

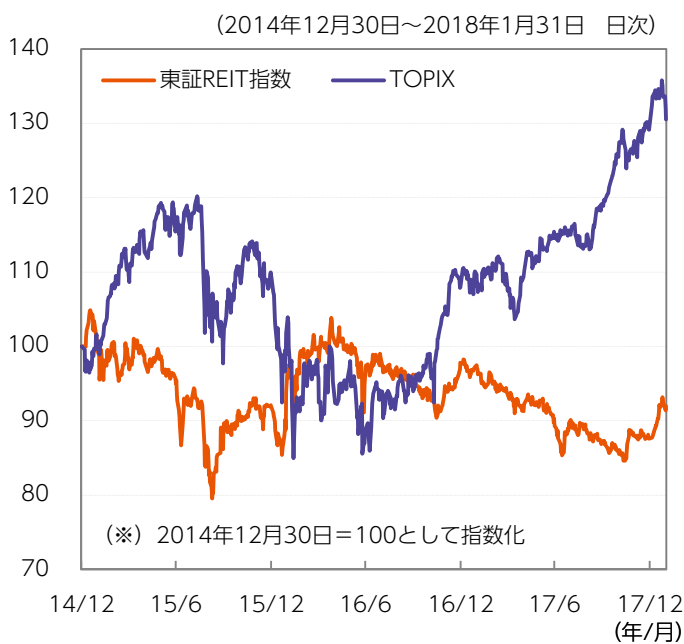
(2) J-R E I T市場（東証R E I T指数）の見通し

- 2017年年間を通じて低迷していたJ-R E I Tが、2018年に入り大きく反発するきっかけになったと考えられる主な要因は以下の通りです。
 - ① 出遅れ感・・・1) 昨年の東証R E I T指数のパフォーマンスはTOPIXに対し大きく劣後。昨年末の劣後幅は月末値ベースで過去最大【図表1、11】、2) 昨年の主要国リート市場のパフォーマンスの中で、日本のみマイナス【図表9】
 - ② バリュエーション（企業価値）に照らした割安感・・・好調な不動産市況等を背景に今後もJ-R E I Tの業績回復が続くことが想定されるにも関わらず、予想配当利回り等のバリュエーション面からみて、昨年末のJ-R E I Tは約5年前のアベノミクススタート頃の水準まで下落【図表4、18】
 - ③ J-R E I Tを組入れた投資信託の解約売りの減少・・・毎月分配型を中心とする同主体の売り越し額は、2017年10月の201億円をピークに12月には148億円まで減少【図表8】
 - ④ 国内金利急上昇懸念の後退・・・物価の2%水準が定着するまで現状の金融政策を続けるとの黒田日銀総裁のコメントを背景に、日銀が近く金融緩和縮小に舵を切るとの懸念が後退
 - ⑤ J-R E I Tの自助努力を好感する動き・・・1) 自社株買いに相当する自己投資口買いの発表や実施（需給改善）：1月末で4銘柄が計画や実施状況を公表、2) 財務体質強化や合理化等のための合併：昨年11月以降今年1月末までに2件の計画が判明、3) 保有物件の入替えや売却による競争力の強化：不動産価格が上昇する中、物件の新規取得を抑え、賃料や稼働率の上昇がより期待される物件への入替え等を行うJ-R E I Tが増加（昨年12月は物件売却額が新規取得額を上回る売り越し。売り越しは2011年5月以来約7年半ぶり）
- 1,700ポイント台半ばまで回復したJ-R E I Tですが、急上昇後の反動安を警戒する動きや戻り待ち売り圧力の強まり等が影響し、一旦上値が重くなることも考えられます。足元上昇傾向となっている欧米金利が経済指標等を受けて一段と上昇する場合には1,700ポイントを下回ることと想定されます。しかし欧米金利が上昇しても、日銀の金融政策により国内金利はすぐに落ち着きを取り戻すものと思われます。足元のJ-R E I Tは、依然出遅れ感や割安感が強い状態にあると判断しており、景気拡大の持続や金利の低位安定等を背景とするJ-R E I T業績の拡大観測等を背景に、3月末にかけて1,800ポイント台回復を目指す動きになるものと考えます。

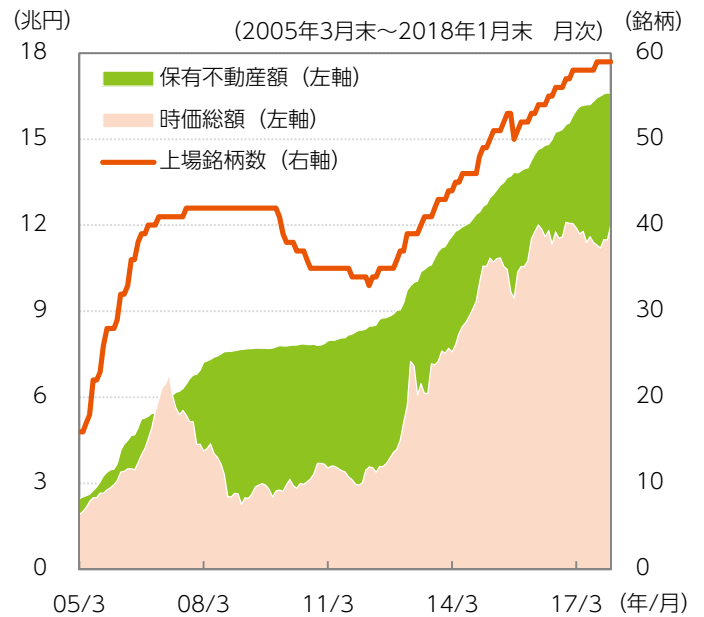
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	4.93	4.93	-10.39
	TOPIX	1.05	1.05	19.69
	差	3.88	3.88	-30.08
配当込み	東証REIT指数	5.25	5.25	-6.79
	TOPIX	1.06	1.06	22.23
	差	4.19	4.19	-29.02

【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



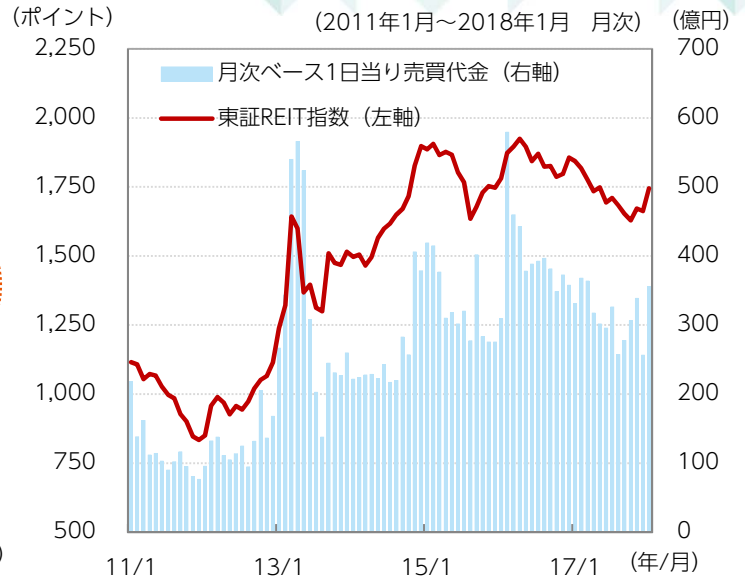
【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



【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、東証データをもと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

(単位: 億円)

	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	-149	-177	-860	-250	-1,885	385	-1,075

※2017年は判明月まで反映

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
2017年9月	-10	-22	-191	-44	-88	119	-130
2017年10月	9	-84	-201	9	-144	173	-213
2017年11月	-35	-124	-174	15	-267	354	-124
2017年12月	-88	30	-148	18	-114	-28	-6

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

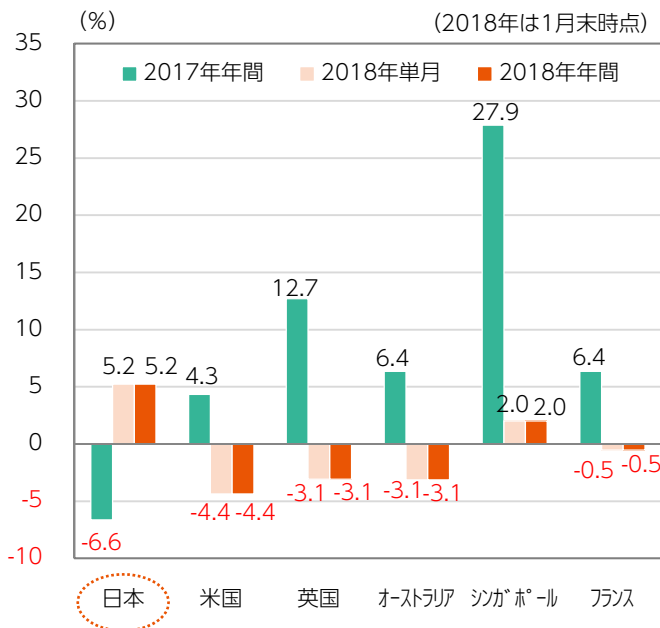
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 1月の買入れ額は48億円、1回あたりの買入れ額は12億円でした。相場が堅調に推移したことから年間買入れ枠900億円の月平均75億円を下回りました。2018年年間の残り買入れ枠は852億円(月平均77億円)です。
- 1月22～23日の金融政策決定会合で日銀は政策の据置きを決めました。次回予定は3月8～9日です。

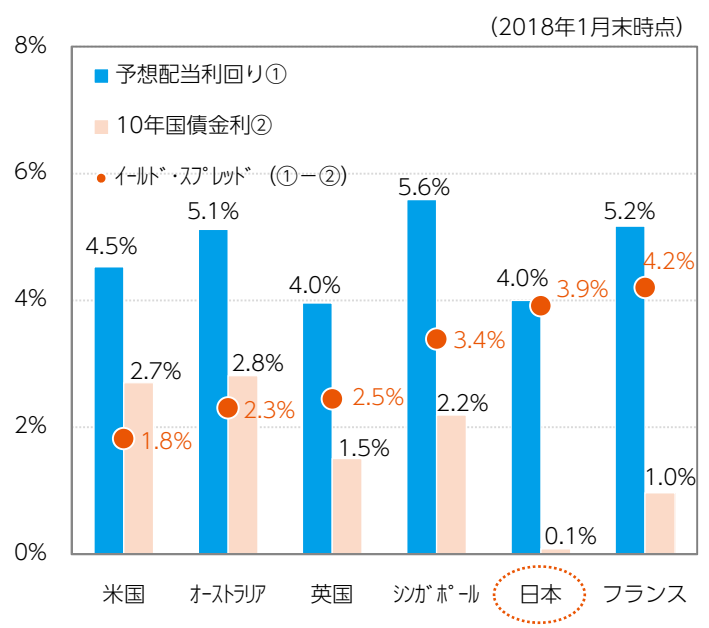
(4) 主要国REIT市場比較

- 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1月月間のパフォーマンス（前月末比）は、日本とシンガポールのみがプラスとなりました。昨年唯一マイナスとなった日本が上昇率トップとなりました。下落した市場の主な要因は金利の上昇です。
- 1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。
- 昨年末に過去最大となっていた東証REIT指数とTOPIXのかい離は、1月末は前月末より縮小しました。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



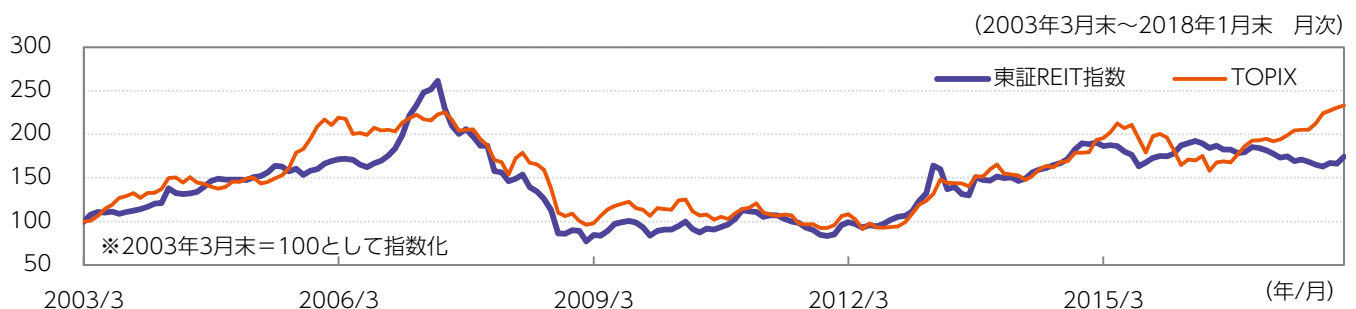
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



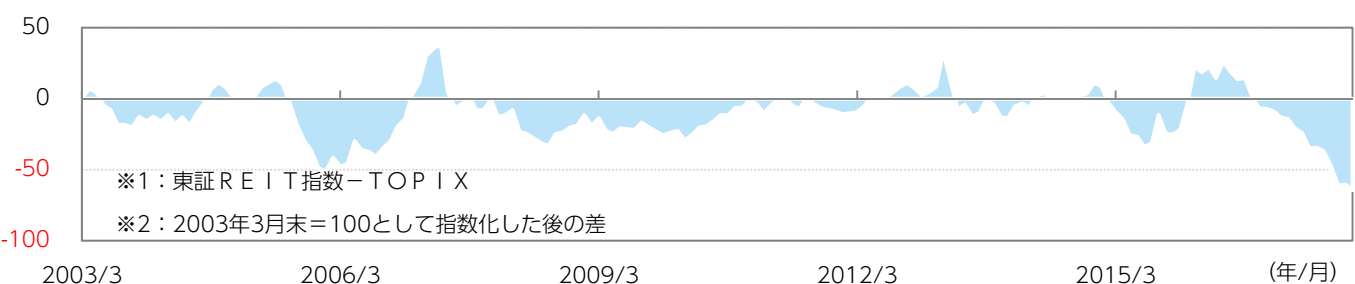
(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）出所 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

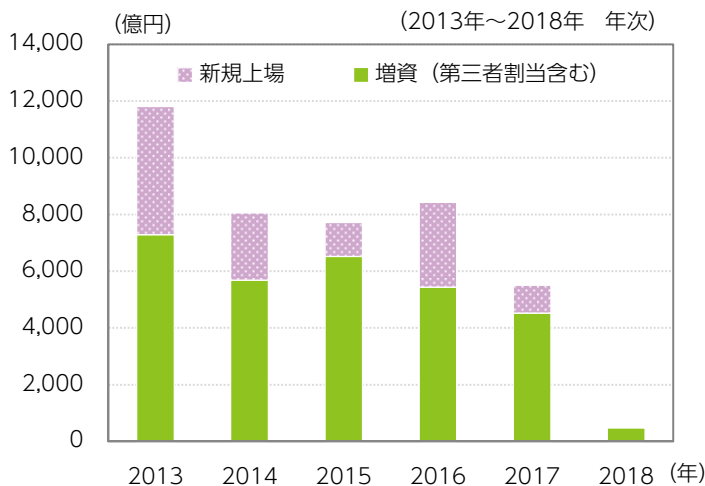


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

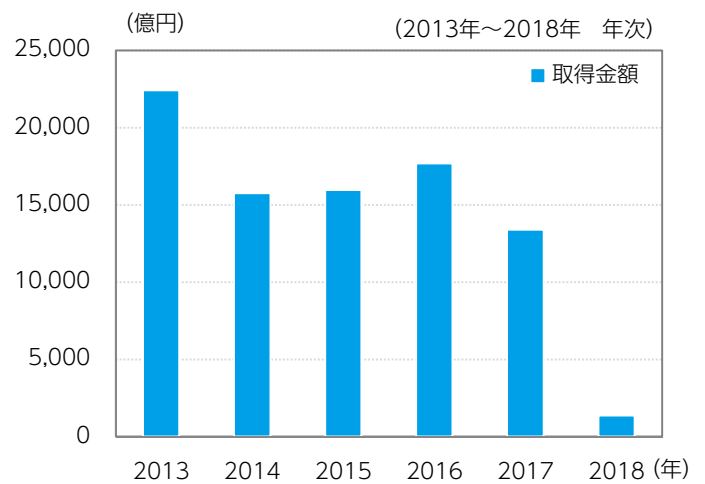
- 1月は新規上場は無く、6銘柄の公募増資がありました。同増資に伴う市場からの資金調達（予定）額は475億円で、2016年1月の750億円、2017年1月の641億円より減少しています。
- 1月の物件取得額（受渡しベース）は1,363億円でした。前年同月比で約2倍に増加しています。1棟約381億円のオフィス取得が金額を押し上げました。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2018年は1月末時点・新規上場は上場月、増資は発表月ベース
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



(※) 2018年は1月末時点

(6) J-REITの新規上場候補

- 2月は物流施設特化型のCREロジスティクスファンドとオフィスや商業施設等に投資するザイマックス・リートの2銘柄が上場され、全上場銘柄数は61銘柄となります。
- 2月時点で昨年年間の上場銘柄数に並びます。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2018年1月末時点)

設立母体 (REIT名称)	上場時 (予定)	主な運用対象等
シーアールイー (CREロジスティクスファンド)	2018年2月7日	○シーアールイー (CRE) は物流施設に特化した開発・管理を行う会社。 上場時のポートフォリオは「ロジスクエア久喜」等物流施設7物件で取得額は約477億円。 ○上場時の資金調達予定額は約174億円。上場後は資産規模1,000億円への早期到達を目指す。
ザイマックス (ザイマックス・リート)	2018年2月15日	○ザイマックスは不動産の総合管理会社で、2000年にリクルートから独立。 上場時のポートフォリオはオフィス7物件、商業施設3物件等計12物件で、取得額は約330億円。 ○上場時の資金調達予定額は約220億円。今後もオフィスや商業施設を中心に投資。

出所) 不動産証券化協会資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

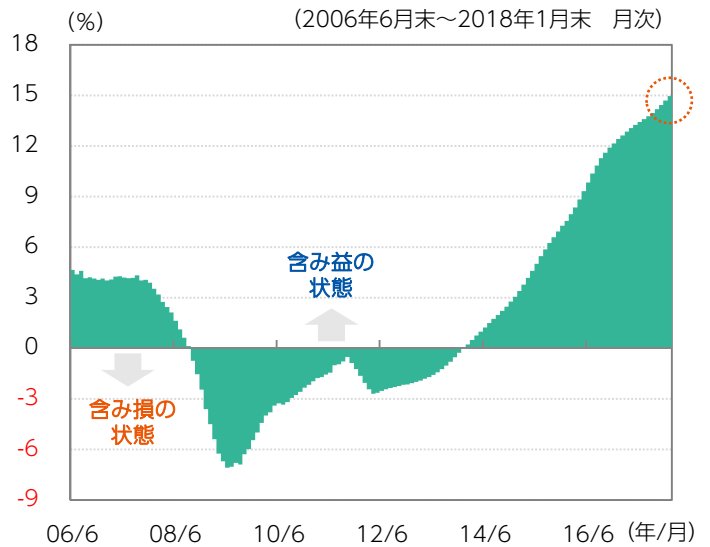
(7) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 1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5.8%増と、前月より縮小しました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向となっています。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。
- 1月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は15.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆4,374億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



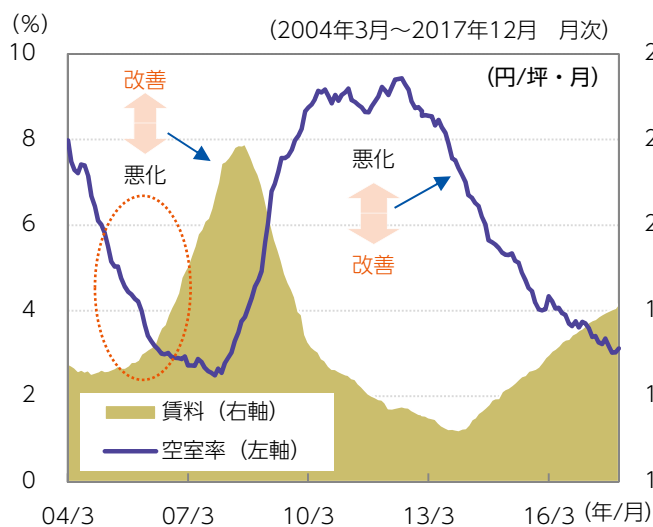
(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 含み率=(鑑定評価額-帳簿価格)÷帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 昨年12月の都心5区のオフィス空室率は3.12%となり、前月より0.09%上昇(悪化)しました。同月の坪当たり賃料(月額)は19,173円で、前年同月比で3.4%増加しました。賃料は前月比で48ヵ月、前年同月比で44ヵ月連続上昇していますが、伸び率は3%台に留まっています。
- 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1月末時点で1.07倍。東証REIT指数算出開始後の平均1.17倍を下回っています(参考:現在のNAVが変わらないと仮定すると、1.17倍の東証REIT指数水準は約1,910ポイントです)。

【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



(※) 都心5区: 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
出所) 三鬼商事データをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(*) NAV倍率=投資口価格/1口当り純資産額
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【当資料に関する留意点】

- 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。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 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。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証する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。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、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。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<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

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/>