

## 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4月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 3月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、トランプ政権の保護貿易主義の高まりによる米中貿易摩擦懸念や森友問題による国内政治の先行き不透明感等を嫌気し、下落しました。円高の進行や金利低下等を背景に、当月の東証R E I T指数はT O P I Xを2.21%アウトパフォームしました。アウトパフォームは3ヵ月連続（累計7.12%）で、また3ヵ月連続は2015年12月～2016年2月以来となります【図表1、2】。

### 【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、上場銘柄数は60銘柄のままでした。時価総額は11.9兆円と前月末より1,315億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は398億円と前月比4%減少しました【図表7】。
- 3月は1件の公募増資がありました。新規上場を含む年初からの資金調達額は3,309億円で、前年同期比で9%増加しています【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4.16%（前月末：4.11%）、10年国債金利はプラス0.049%（前月末：プラス0.053%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.11%（前月末：4.06%）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

- 4月のJ-R E I T市場は、米中貿易摩擦や17日の日米首脳会談、27日の南北（韓国・北朝鮮）首脳会談等の外部要因に左右される展開となりそうです。トランプ政権は3月22日、中国が知的財産権を侵害しているとして、通商法301条に基づき最大で1,300品目、600億ドル分に25%の関税をかける措置を決めました。また、翌日23日には米国の安全保障を理由に、通商拡大法232条に基づき、鉄鋼に25%、アルミに10%の高関税を課す措置を発動しました。同関税の対象国からは7ヵ国・地域が除外されましたが、中国や日本等は適用対象国となりました。米国の鉄鋼等への追加関税措置発表を受け、中国政府は対抗措置として果物やワイン等128品目に最大25%の関税を上乗せする措置を4月2日から実施しました。このように米中間のさや当ては厳しさを増しつつありますが、水面下では解決に向けた交渉も始まっています。ムニューシン米財務長官はT Vインタビューで、米国と中国が合意に達することは可能との楽観的な見方を示しています。最終的には両国が歩み寄り、貿易戦争に陥る事態は避けられるものと判断していますが、当面は両国の出方を巡り神経質な展開が続くそうです。17日の日米首脳会談では貿易問題も議題に取り上げられるものと思います。日本の低金利政策に矛先が向かい、円安誘導で輸出の拡大を図っているとの指摘が行われた場合には、金利の上昇等を通じてJ-R E I Tに悪影響を与える可能性もあります。27日の南北首脳会談については、5月に予定されている米朝首脳会談に向け、北朝鮮の非核化に関してどの程度突っ込んだ話し合いが出来るかがポイントとなりそうです。

- 昨年T O P I Xを約30%下回ったJ-R E I Tは、今年に入り3月末まで3ヵ月連続でT O P I Xを上回って推移しています。その背景には、①バリュエーション（企業価値評価）から見た割安感や業績の拡大観測【図表4、15、18】、②一般の企業に比した業績の相対的な安定感等があるものと思われます。3月末時点のイールド・スプレッドはアベノミクススタート時点頃まで拡大しており、また予想配当額は前年同月比で5%程度の増加を続けています。N A V倍率に照らすとJ-R E I Tは解散価値近くまで下落しています。J-R E I Tの収益の源泉は賃料であり、大半は次の改定までは変動しない固定賃料となっています。また、保有物件はほぼすべて国内不動産であり、輸出企業の含まれる国内株式に比べて円高による業績の変動リスクは小さくなります。米中貿易摩擦や為替の動向等、先行きの不透明感が強い環境が続けば、T O P I XよりJ-R E I Tが選好される状況が続くことも想定されます。

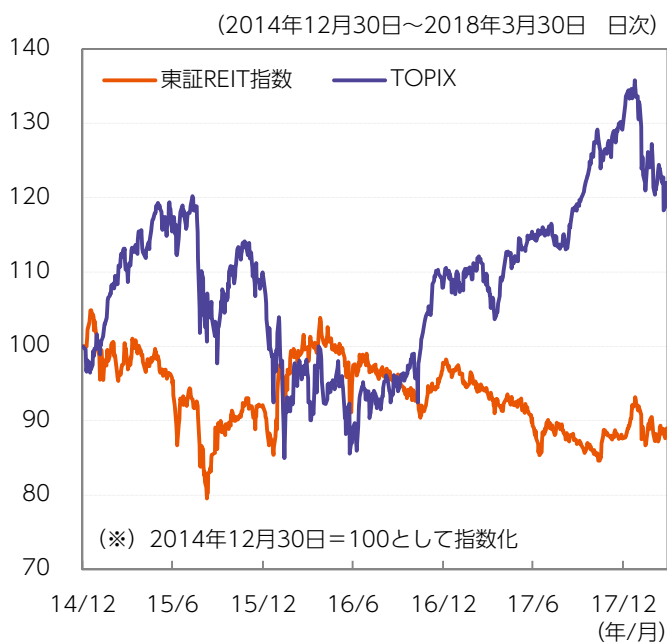
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年3月30日時点)

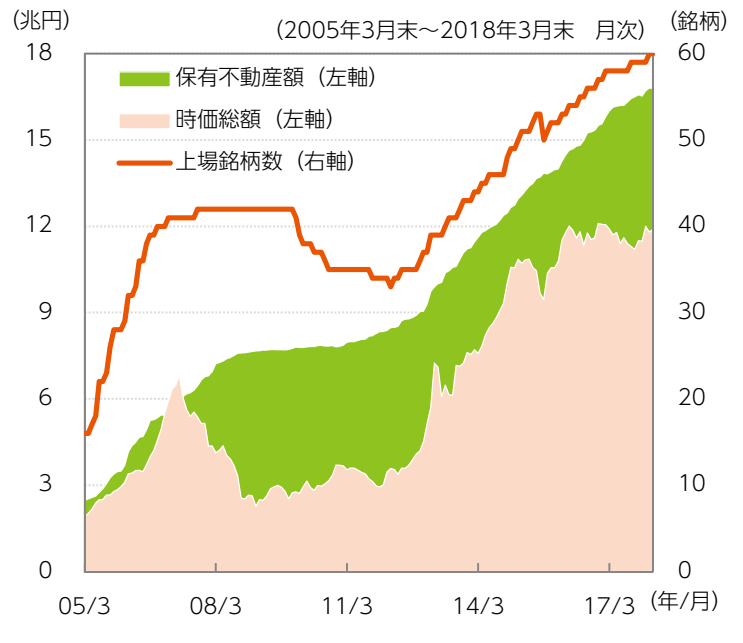
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	-0.72	1.55	-10.39
	TOPIX	-2.94	-5.57	19.69
	差	2.21	7.12	-30.08
配当込み	東証REIT指数	-0.50	2.68	-6.79
	TOPIX	-2.04	-4.67	22.23
	差	1.54	7.34	-29.02

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



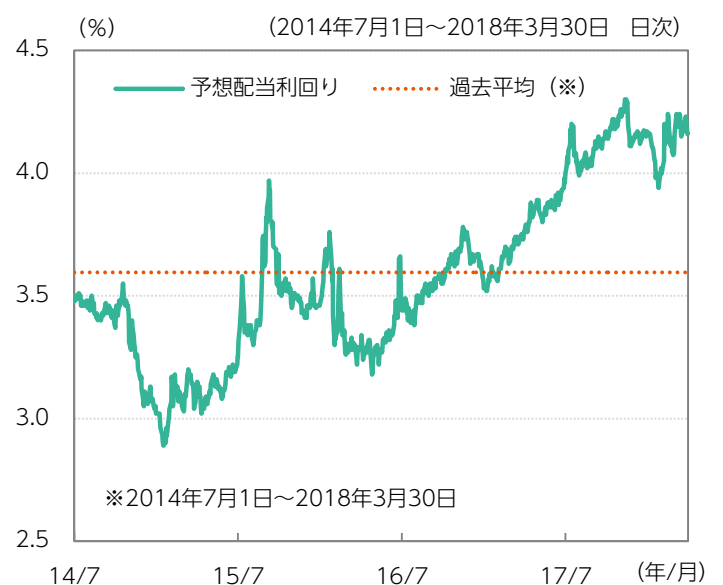
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



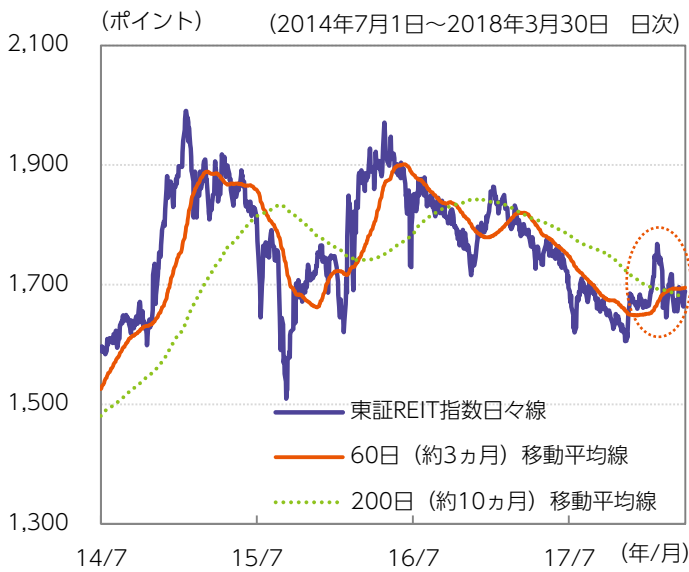
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移



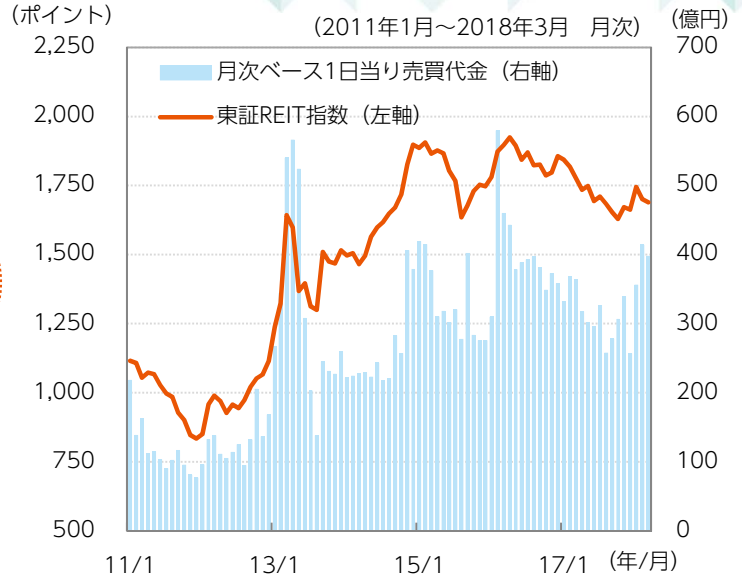
【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



【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
2018年	-57	-355	-532	-29	-606	656	-499

※2018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
2018年1月	-31	-160	-318	2	-251	396	-208
2018年2月	-26	-195	-213	-31	-355	260	-291

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

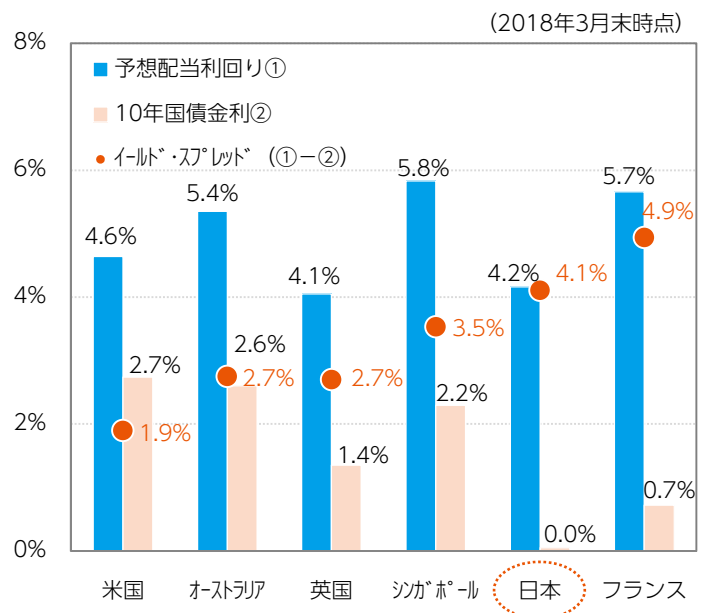
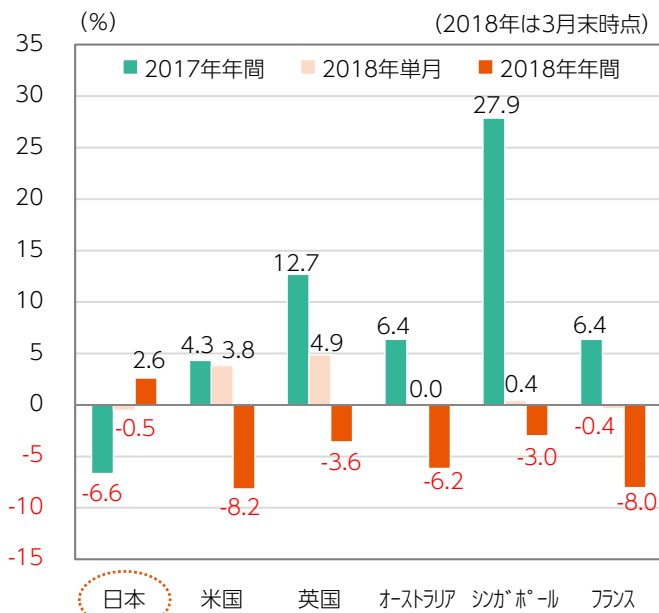
- 3月の買入れ額は84億円、1回あたりの買入れ額は12億円でした。月央にかけ調整が続いたことから年間買入れ枠900億円の月平均75億円を上回りました。年初来の買入れ額は228億円、2018年年間の残り買入れ枠は672億円(月平均75億円)です。
- 4月26～27日に日銀金融政策決定会合が開かれますが、金融政策据置きとの見方が多いようです。

#### (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3月月間のパフォーマンス（前月末比）は、EU（欧州連合）離脱を巡る交渉の進展期待等で英国が4.9%、金利の落ち着きから米国が3.8%上昇しました。その他はほぼ横ばいでした【図表9】。
- 3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10】。
- 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、前月に続き3月も縮小しました【図表11】。

【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

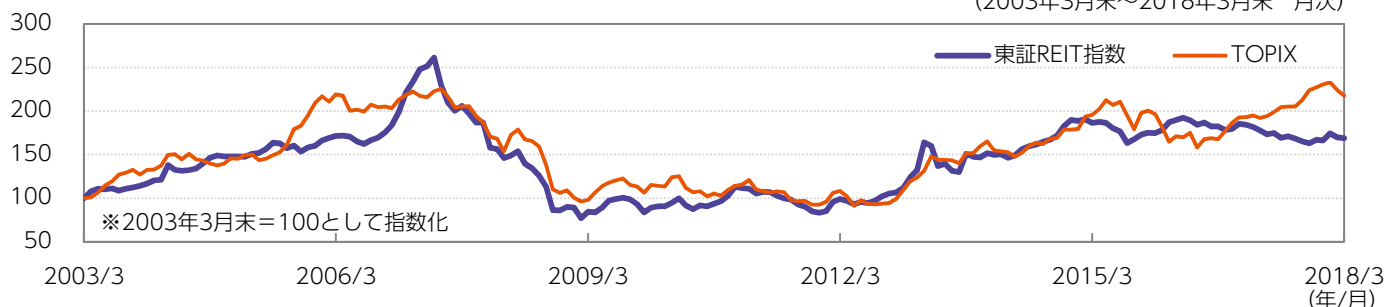


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）出所 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

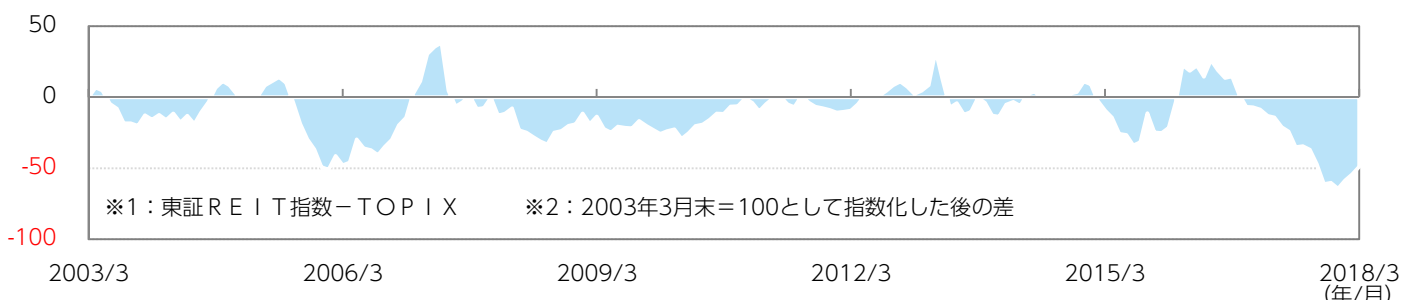
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2018年3月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移



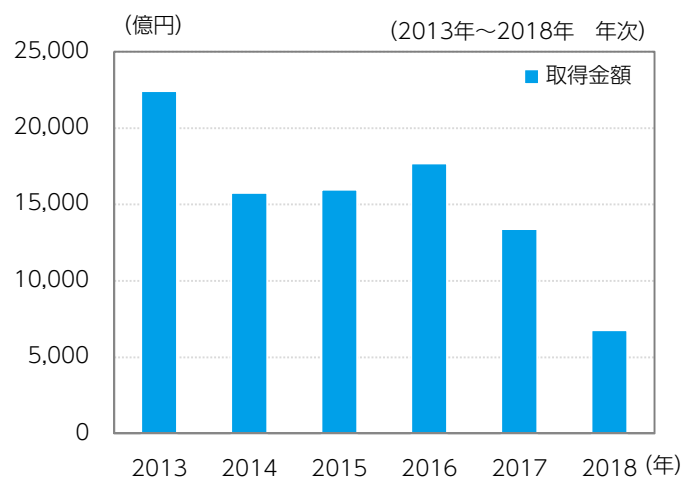
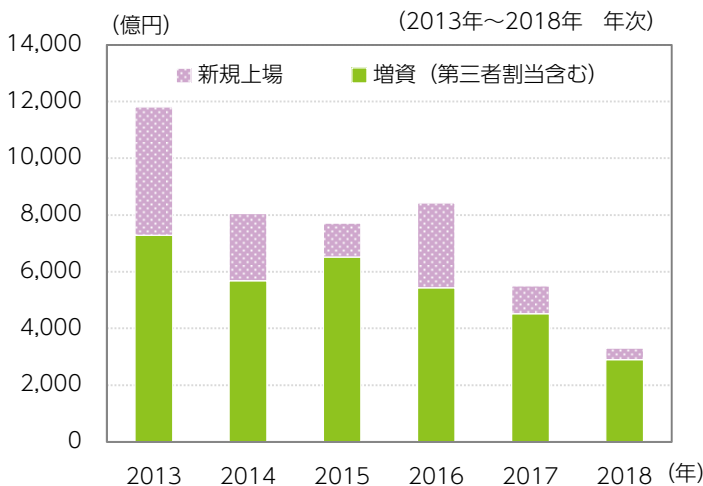
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 3月は1銘柄の公募増資（発表ベース）がありました。新規上場を含む年初からの資金調達額は3,309億円で、前年同期比で9%増加しています。公募増資が同12%増となっています。
- 3月の物件取得額（受渡しベース）は3,676億円でした。日本ビルファンドによる六本木ティーキューブ（オフィス）の取得（約630億円）やジャパンリアルエステイトによる新宿イーストサイドスクエア（追加取得）（オフィス）（約260億円）等が金額を押し上げました。取得額が3,000億円を超えるのは2013年6月以来です。年初来では6,777億円で、前年同期比21%増加しています。

【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（受渡しベース）



(※) 2018年は3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

(※) 2018年は3月末時点

## (6) J-REITの新規上場候補

- 3月の新規上場はありませんでした。
- 4月以降の上場予定については、候補はあるものの、上場日程等具体化されている案件はありません。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2018年3月末時点)

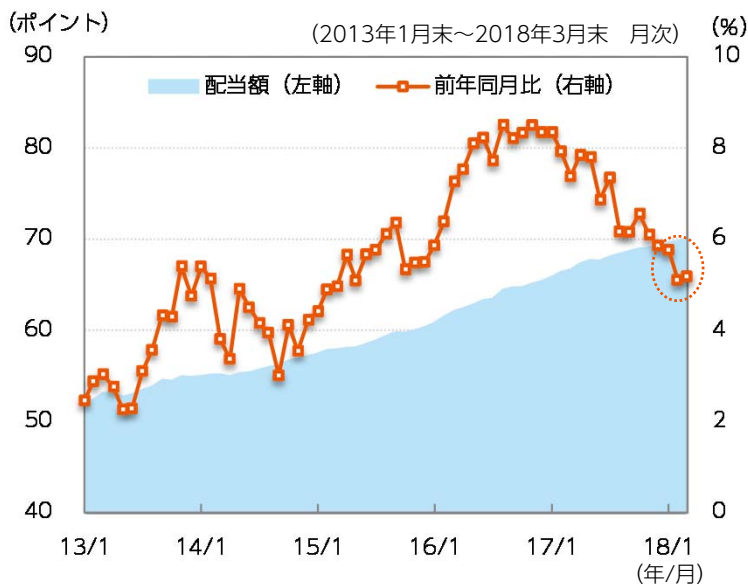
設立母体 (REIT名称)	上場時 (予定)	主な運用対象等
タカラレーベン	2018年度中	○分譲マンション等の開発・販売を手掛けるタカラレーベンがJ-REITの上場計画を発表。 2018年度中の上場を目指す。 ○上場時の資産額等詳細は未定。
イーシャン・レッドウッド	未定	○イーシャン・レッドウッドは香港の物流施設開発・運営会社。中国・日本・韓国で350万㎡以上のプロジェクトを所有・開発。物流施設特化型REITの組成を計画。 ○上場当初は500億円規模とし、3,000億円規模の同社保有物件を順次REITに売却。

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

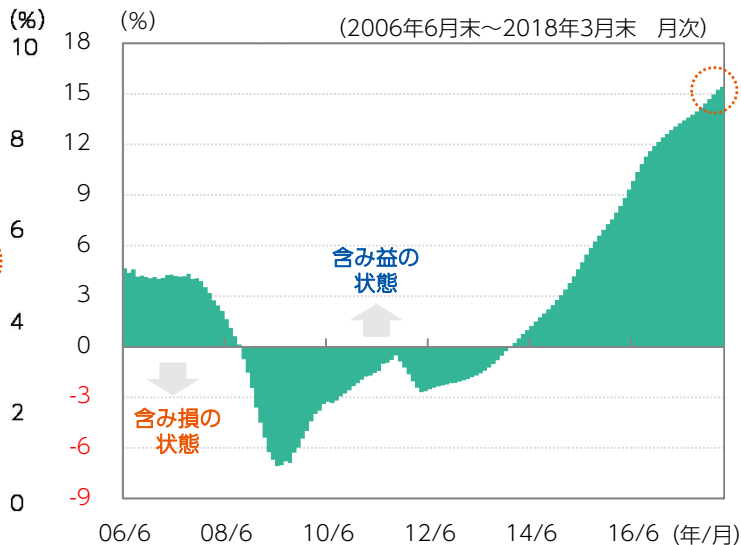
## (7) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 3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5.2%増と、前月とほぼ同水準となっています。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。
- 3月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は15.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆5,318億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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



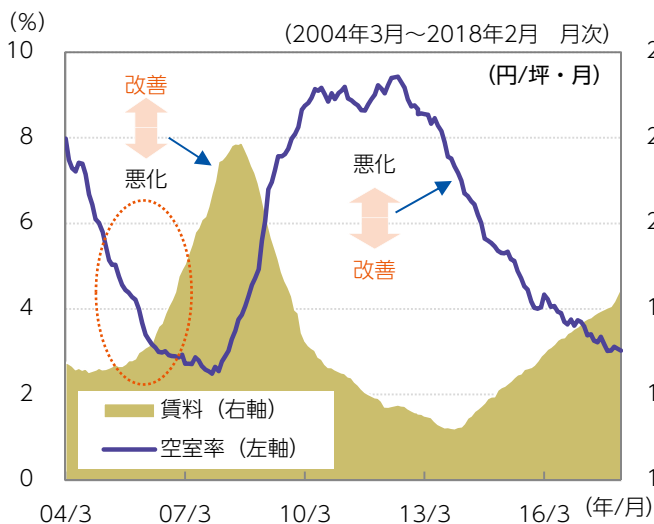
(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 2月の都心5区のオフィス空室率は3.03%となり、前月より0.04%低下(改善)しました。同月の坪当たり賃料(月額)は19,500円で、前年同月比で4.8%増加しました。同増加率は2017年11月:3.3%→12月:3.5%→2018年1月:4.7%→2月:4.8%と勢いがつきつつあります。賃料は前月比で50ヵ月、前年同月比で46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1.02倍。東証REIT指数算出開始後今年3月末までの平均1.16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、1.16倍の東証REIT指数水準は約1,921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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>