

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7月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 6月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、5月都心5区オフィス賃料の上昇加速（前年同月比）や堅調なホテル稼働率等を受けたJ-R E I T業績の拡大期待、10年国債金利の安定等に支えられて続伸しました。月末値ベースでは2017年3月以来の高い水準となりました【図表1、2】。

### 【市場規模・売買代金等】

- 上場銘柄数は59銘柄と前月末と変わらず。時価総額は12.6兆円と前月末より2,151億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は336億円と前月比4%減少しました【図表7】。
- 6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4,067億円で、前年同期比で20%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4.03%（前月末：4.08%）、10年国債金利はプラス0.036%（前月末：プラス0.040%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は3.99%（前月末：4.04%）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

- 7月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数）は、米中貿易摩擦の激化や米国のイラン核合意離脱を受けた中東情勢の混迷懸念等を背景に外部環境の不透明感が増す中、J-R E I Tの特徴とされる以下のポイントを評価した動き等に支えられ、底堅く推移するものと思われます。リスク回避姿勢が一段と強まり、金利の低下や円高が進む場合には、2017年3月中旬以来となる1,800ポイント台を回復することも考えられます。
  - 配当利回りが相対的に高い
    - 利益の90%超を配当すれば法人税が免除されます（内部留保分は課税されます）。
  - ミドルリスク・ミドルリターン
    - 長期に安定した賃料を生む不動産を投資対象としており、配当金が比較的安定する傾向があります。
    - 賃料は次の改定（オフィスでは約2～3年）まで変動しない固定賃料が大半です。
  - J-R E I Tは国内資産であるため、直接的な為替リスクはありません。
    - 尚、保有物件（約3,700棟、2018年5月末）は、2物件（マレーシアの商業施設）を除いてすべて国内不動産です。
  - インフレに強い（景気を腰折れさせない程度の金利上昇のケース等）
    - 一般的に、不動産の資産価値や不動産賃料はインフレにスライドしていく傾向があります。
- 好調な不動産市況や国内金融緩和政策持続観測の高まり、バリュエーション（企業価値評価）から見た割安感等もJ-R E I T市場の支援材料になるものと考えます。
  - 好調な国内不動産市況
    - 三鬼商事データで、5月の都心5区のオフィス賃料の上昇（前年同月比）が加速していることが示されました。同月の賃料上昇率6.5%は2007年9月の7.4%以来の大きさです【図表17】。
  - 国内金融緩和政策の持続観測の高まり
    - 7月30～31日の金融政策決定会合で、日銀が2019年度の物価見通しを4月時点の1.8%から引き下げるとの観測が出始めています。金融緩和政策が続くとの見通しから金利が低位で推移すれば、J-R E I Tの借入費用増加懸念が後退するものと思われます。
  - バリュエーション（企業価値評価）から見た割安感
    - 6月末の予想配当利回りは4.03%と依然4.0%を超えています【図表4、5】。同月末のイールド・スプレッドは主要国R E I T市場の中では2番目の大きさです【図表10】。また、NAV倍率（投資口価格/1口当り純資産額）は1.06倍と解散価値水準である1.0倍近くまで低下しています【図表18】。
- 一方、米トランプ政権が貿易面における強硬的な姿勢を緩和させる等で株式市場がリスクオンムードとなり、円安や金利の上昇が生じる場合は、消去法的に買われてきた側面もあると思われるJ-R E I T市場が調整色を強めることも考えられます。

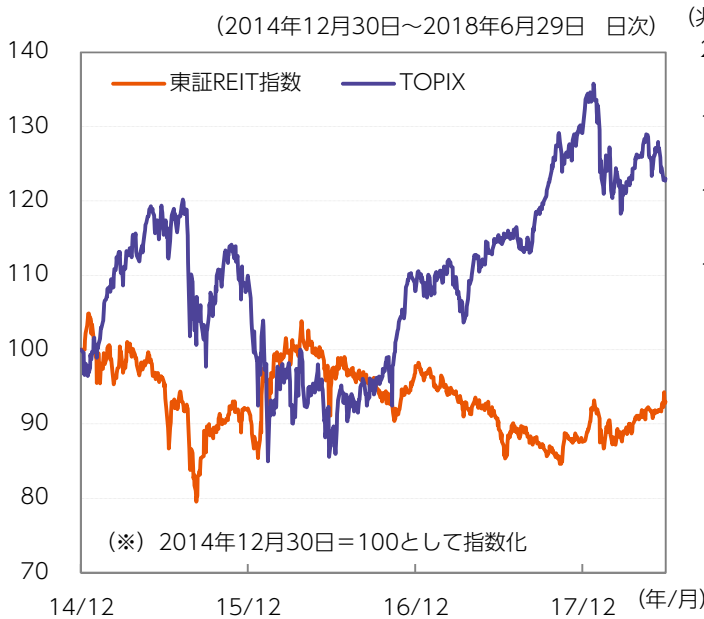
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年6月29日時点)

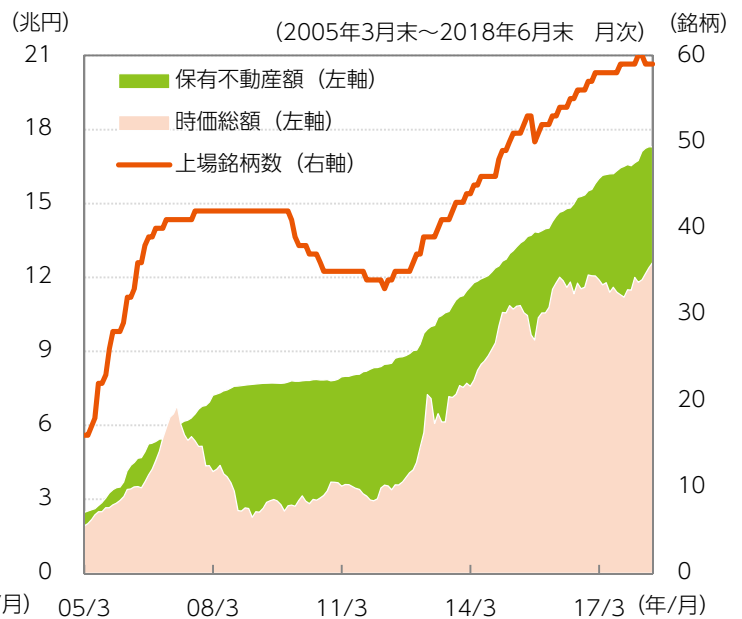
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	1.76	6.12	-10.39
	TOPIX	-0.95	-4.77	19.69
	差	2.71	10.89	-30.08
配当込み	東証REIT指数	2.11	8.19	-6.79
	TOPIX	-0.76	-3.67	22.23
	差	2.87	11.86	-29.02

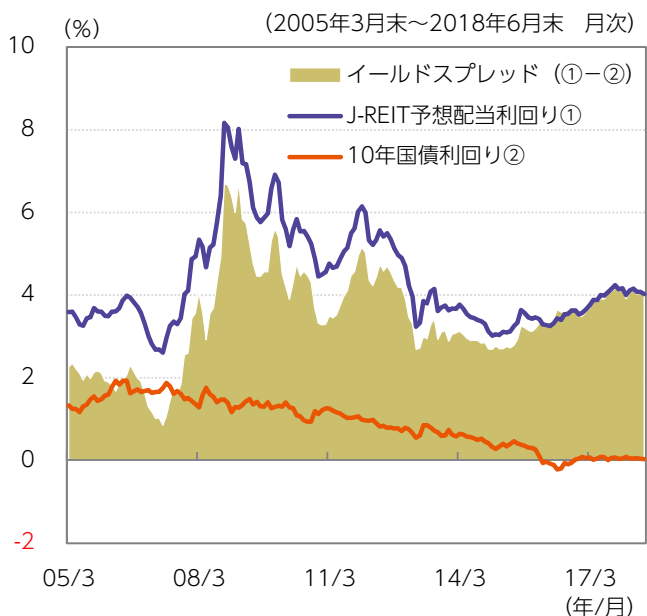
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



【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

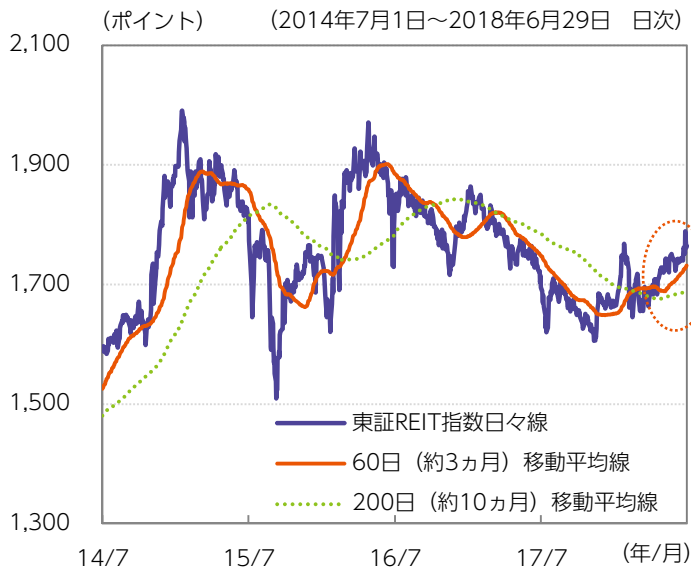


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

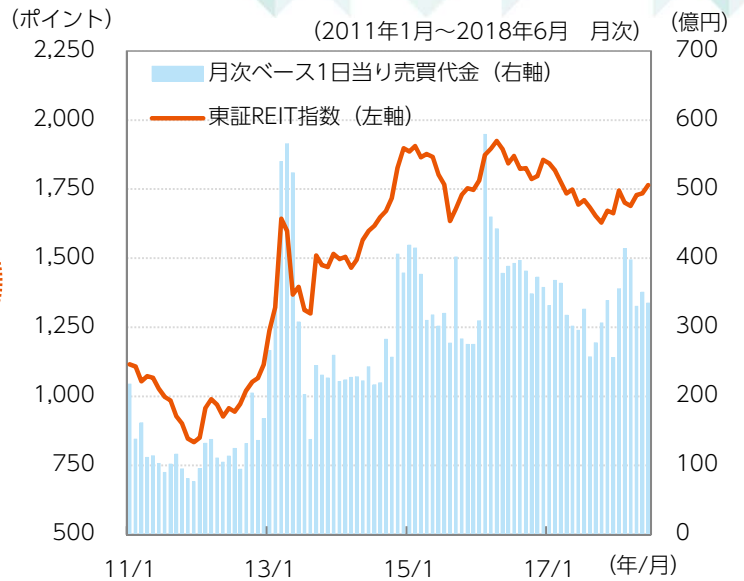


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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) 図表6~7は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	-242	-197	-678	-437	-1,666	1,089	-545

※2018年は判明月まで反映

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
2018年3月	-127	6	-8	-85	-486	295	-78
2018年4月	-11	90	-37	-309	-301	218	66
2018年5月	-47	62	-101	-15	-273	-80	-34

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

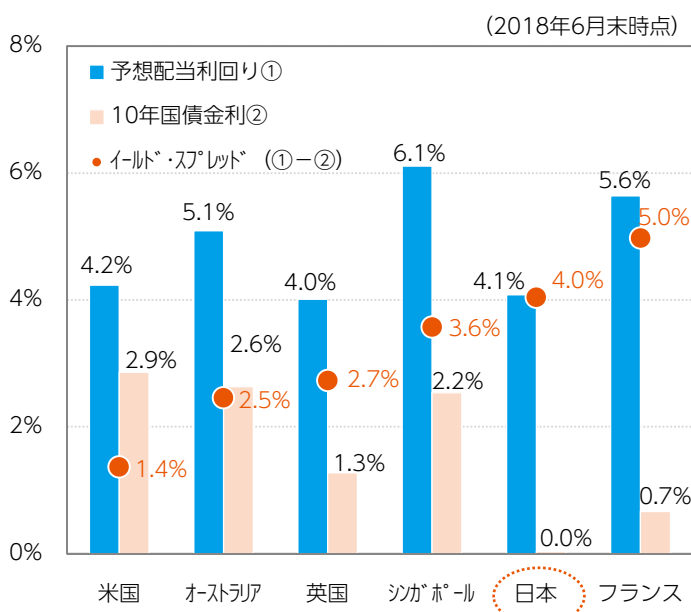
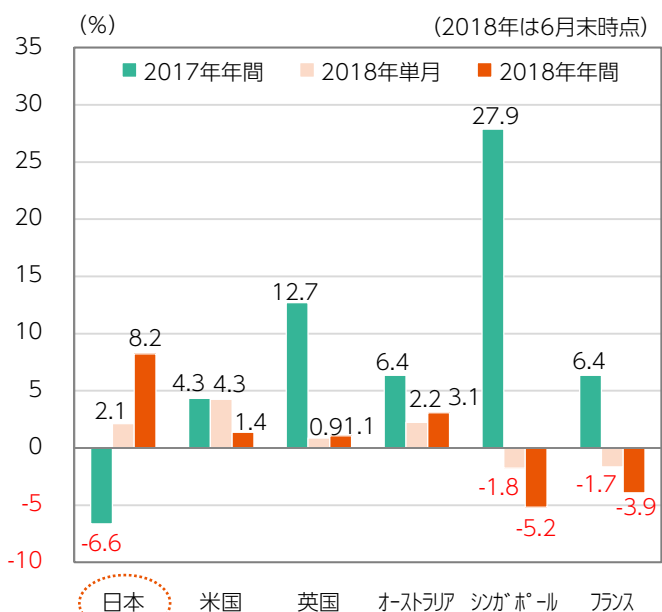
- 6月の買入れ額は24億円、1回あたりの買入れ額は12億円でした。J-REIT市場が月間を通じて堅調に推移したことから買入れは2回に留まりました。年初来の買入れ額は372億円、2018年年間の残り買入れ枠は528億円(月平均88億円)です。
- 7月30~31日に日銀金融政策決定会合が開かれます。金融政策の据置きが予想されます。同会合で2019年度物価上昇率見通しが4月時点の1.8%から1%台半ば以下に下方修正されるとの見方もあります。

### (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6月月間のパフォーマンス（前月末比）は、米国が金利低下等を背景に前月に続き4%強上昇しました。2018年年初来では、昨年唯一下落した日本が上昇率トップとなっています。一方、昨年30%近く上昇したシンガポールは5%強の下落となっています【図表9】。
- 6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の乖離は、今年に入り縮小傾向となっています。今後この乖離縮小が継続するのかが注目されます【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

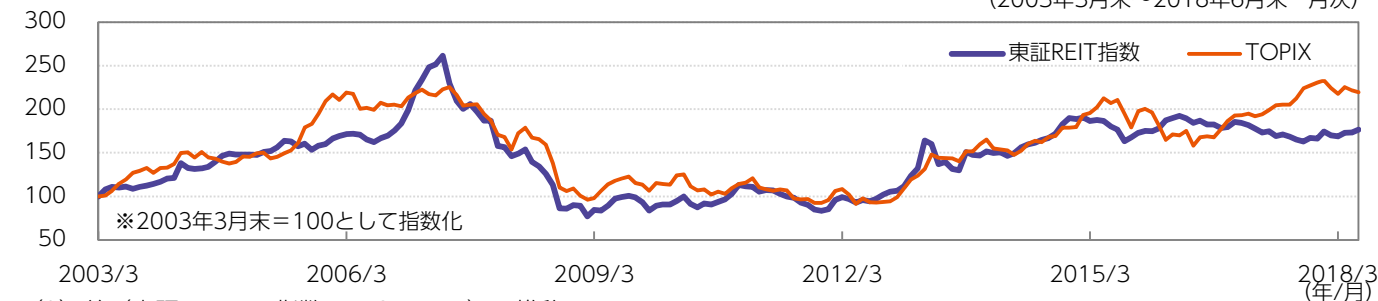


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

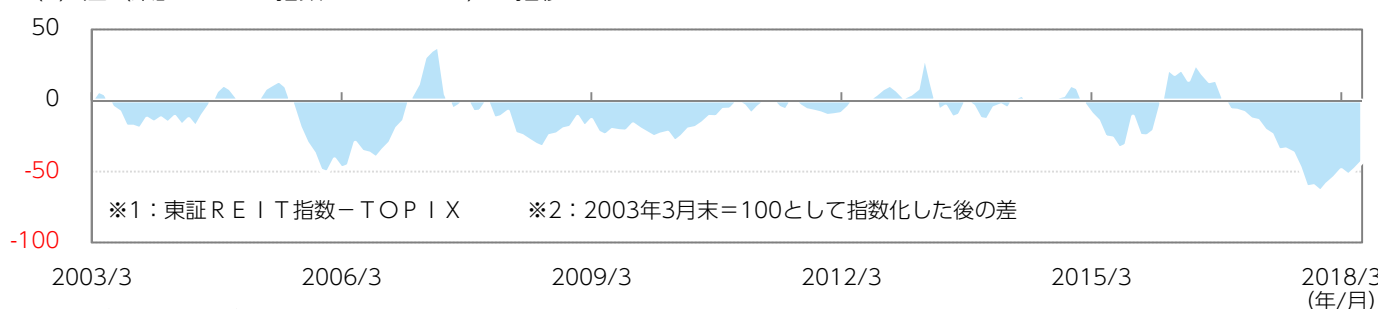
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2018年6月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

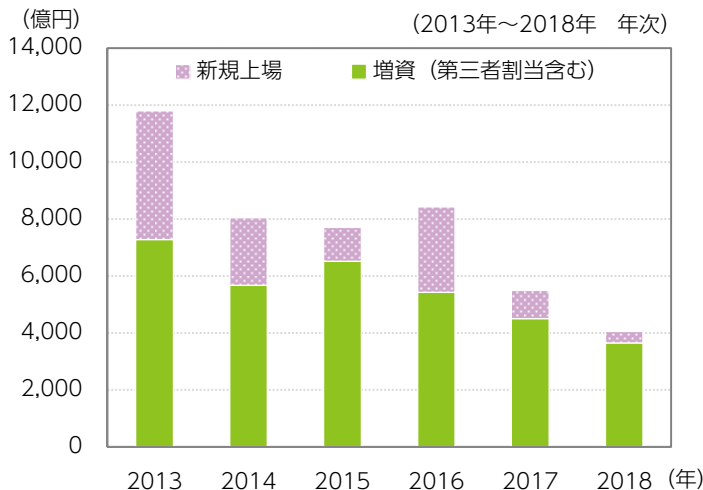


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

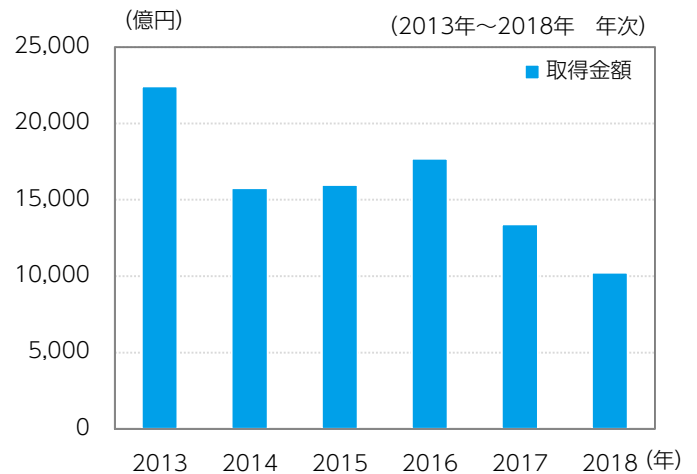
- 6月は1銘柄の公募増資（発表ベース）がありました。新規上場を含む年初からの資金調達額は4,067億円で、前年同期比で20%増加しています。公募増資が同24%増となっています。
- 6月の物件取得額（受渡しベース）は326億円でした。3月の3,949億円をピークに減少傾向となっています。年初来では1兆239億円で、前年同期比26%増加しています。物件価格の高騰により、投資尺度を満たす物件が減少していると言われており、取得額は3月で当面のピークをつけたとの見方もあるようです。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2018年は6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や各社公表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6月末時点

## (6) J-REITの新規上場候補

- 6月の新規上場はありませんでした。
- 7月27日に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等をスポンサーとする「タカラレーベン不動産投資法人」が上場される予定です。上場に絡む市場からの資金調達予定額は約340億円です。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2018年6月末時点)

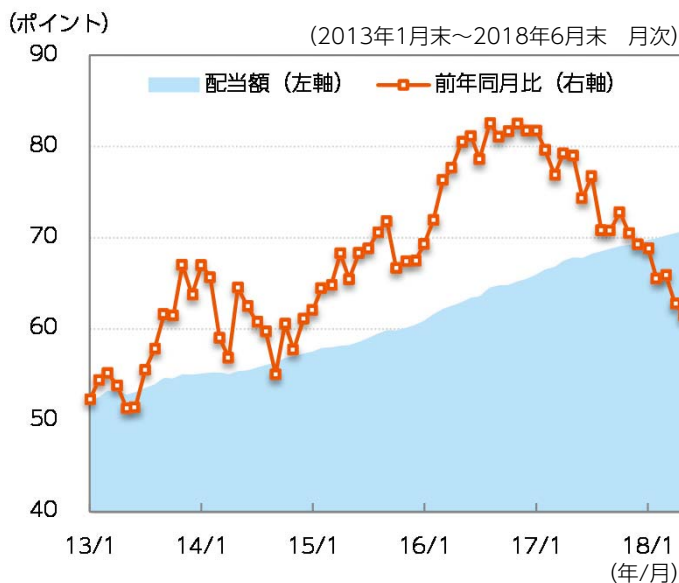
設立母体 (REIT名称)	上場時 (予定)	主な運用対象等
タカラレーベン (タカラレーベン不動産投資法人)	2018年7月27日	<ul style="list-style-type: none"> <li>○分譲マンション等の開発・販売を手掛けるタカラレーベン、外資系運用会社のPGAグループを中心に、共立メンテナンスとヤマダ電機が参画。オフィス、住宅、ホテル等を対象とする総合型のREIT。</li> <li>○上場時の資産規模は約640億円。上場に絡む市場からの資金調達予定額は約340億円。</li> </ul>
イーシャン・レッドウッド	未定	<ul style="list-style-type: none"> <li>○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。</li> <li>○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。</li> </ul>

出所) 各種報道資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

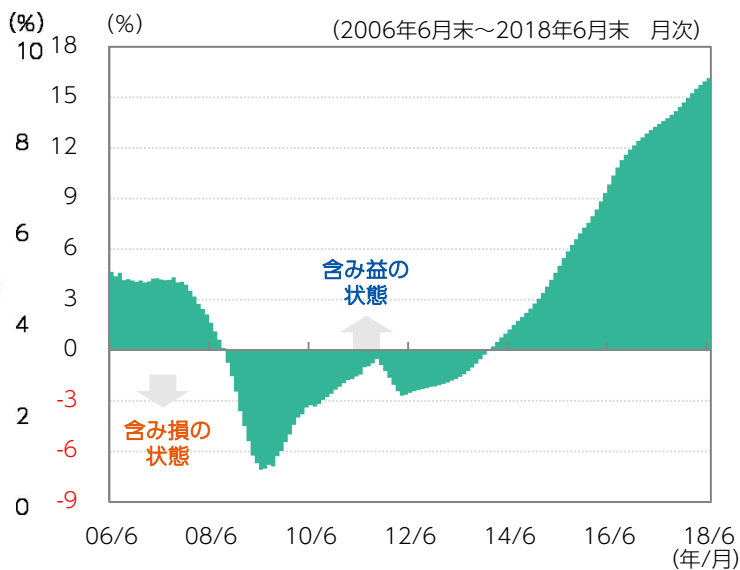
## (7) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 6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4.9%増と、前月（4.3%増）を上回りました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向が続いていましたが、オフィス賃料の上昇加速等を反映し、今後は横ばい又は鈍化が緩やかになる可能性もあります。
- 6月末（2018年4月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は16.1%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆6,350億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



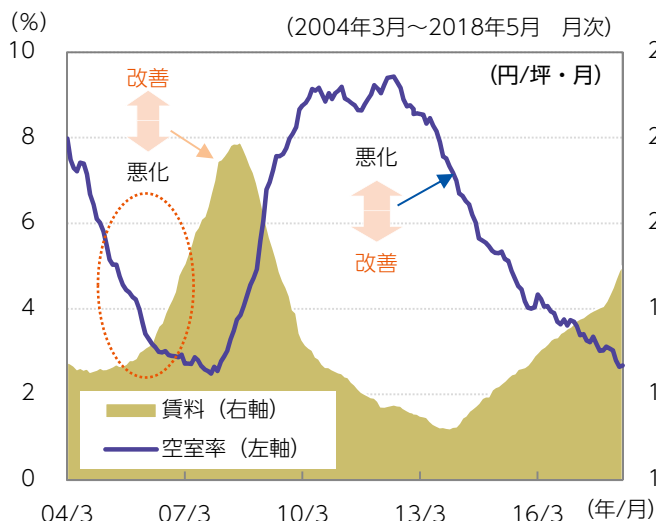
(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 5月の都心5区のオフィス空室率は2.68%と前月より0.03%上昇しましたが、依然2008年1月（2.55%）以来の低さとなっています。同月の坪当たり賃料（月額）は20,019円で、前年同月比で6.5%増加しました。増加率は2007年9月（7.4%）以来の大きさ、賃料水準は2009年7月の20,170円以来の高水準です。増加率は昨年11月の3.2%を直近ボトムに拡大傾向を続けています。賃料は前月比で53ヵ月、前年同月比で49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6月末時点で1.06倍。東証REIT指数算出開始以降の平均値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1,931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/>