

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12月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 11月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、都心5区オフィス市況の改善等を受けた業績拡大期待、米国の利上げ停止時期の前倒し観測による金利の低下、大阪万博開催決定等を支援材料に、前月末比4.07%上昇しました。月末値としては2017年2月以来、1年9ヵ月ぶりの高い水準で引けました。同月末の配当込み指数は2ヵ月ぶりに史上最高値を更新しました。11月は主力大型銘柄の上昇が目立ちました。東証R E I T指数（配当込み）の年初来パフォーマンスは、T O P I X（同）を約20%上回っています【図表1、2】。

【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、銘柄数は61銘柄のままです。時価総額は13.2兆円と前月末より5,404億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は390億円と前月比24%増加しました【図表7】。
- 11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6,739億円で、前年同期比で22%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4.05%（前月末：4.20%）、10年国債金利はプラス0.092%（前月末：プラス0.127%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は3.96%（前月末：4.07%）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

- 11月末に1年9ヵ月ぶりとなる1,800ポイント台を月末値ベースで回復したことから、目先の目標達成感による損益確定の売りが今後増加することが予想されます。12月のJ-R E I T市場は売りものを消化しつつ、月央にかけて1,800ポイント台前半の水準を固めた後、年末に向けて1,800ポイント台後半を目指す動きになるものと見ています。J-R E I T市場の上昇を支える要因としては、①首都圏オフィス賃料上昇等を背景とするJ-R E I T業績の拡大期待の高まり、②配当利回り水準等に照らしたバリュエーション面（企業価値評価）での割安感、③パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長発言を受けた米利上げ停止時期前倒し観測の高まりと金利急騰懸念の後退、④12月1日の米中首脳会談による貿易摩擦エスカレート懸念の後退と投資家心理の改善等が考えられます。2025年大阪万博開催決定もJ-R E I T市場を後押ししそうです。大阪での開催は55年ぶりです。2020年の東京五輪・パラリンピック終了後も、同万博開催や2027年中央リニア新幹線（東京～名古屋）開業等に伴う大規模な再開発が継続し、2020年以降も好調な不動産市況が続くと期待感がより高まる可能性があります。但し、上昇ピッチの速さに対する警戒は必要であるように思われます。中長期的な方向性を示すとされる200日移動平均値からの東証R E I T指数の上方かい離は拡大傾向となっています【図表6】。かい離が更に広がって過熱感が強まる場合には、悪材料が出た場合の反動が大きくなることも考えられます。
- ①について）一時4%台まで低下していたJ-R E I Tの予想配当額の伸び率（前年同月比）は、都心5区オフィス賃料の上昇加速等を背景に、11月まで4ヵ月連続で6%台の増加を示しています【図表15、17】。現在の好調な不動産市況がすぐに崩れる懸念は小さいと考えられること等から判断して、J-R E I Tの業績拡大は当面続くものと思われます。②について）11月末の予想配当利回りは4.05%と依然4%台を保っており【図表4、5】、またNAV倍率（投資口価格/1口当り純資産額）は1.07倍と解散価値水準である1.0倍近くの水準にあります【図表18】。③について）パウエル議長が11月28日の講演で行った発言を受け、市場では米国の利上げ停止が想定より早まるとの観測が高まり、一時3.2%台に上昇していた米10年国債金利は12月に入ると一時3.0%を下回る水準にまで低下しています。米金利の落ち着きは日本の金利動向にも好影響を与えるものと思われます。④について）12月1日の米中首脳会談で、米国が年明けに予定していた中国への追加関税を猶予することで合意し、投資家心理の改善が期待されることも支援材料となりそうです。

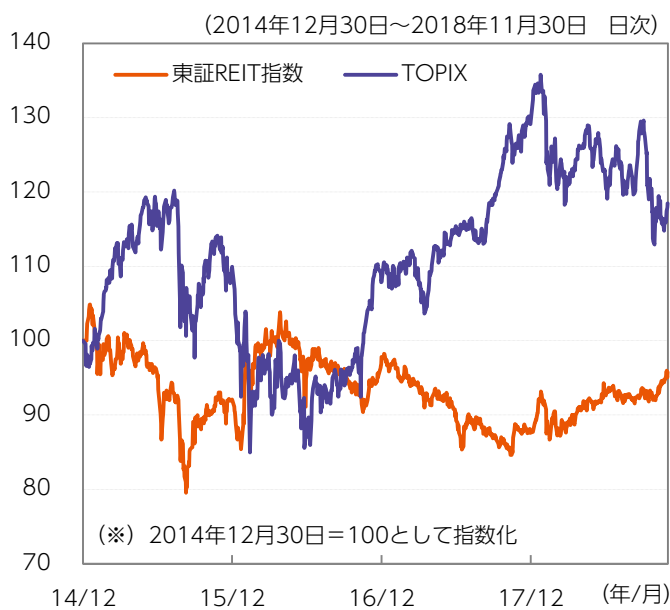
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年11月30日時点)

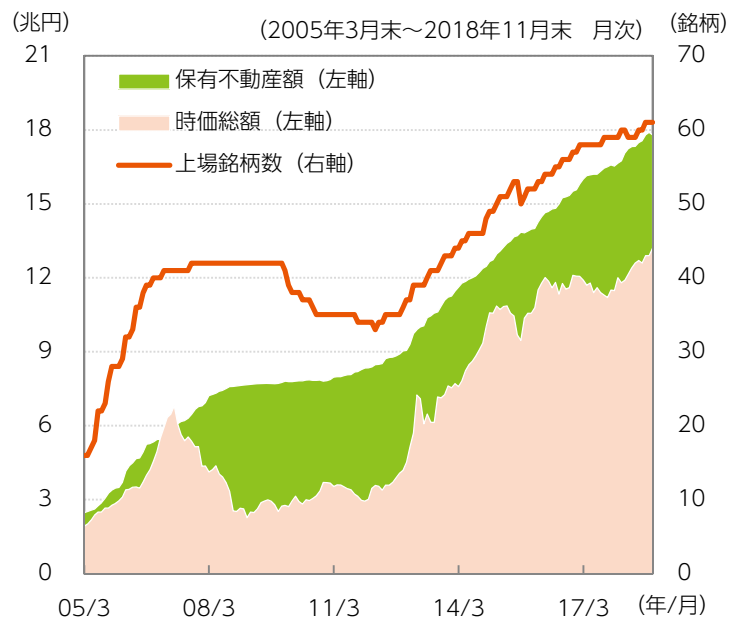
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	4.07	9.26	-10.39
	TOPIX	1.30	-8.26	19.69
	差	2.77	17.52	-30.08
配当込み	東証REIT指数	4.36	13.20	-6.79
	TOPIX	1.30	-6.42	22.23
	差	3.06	19.62	-29.02

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



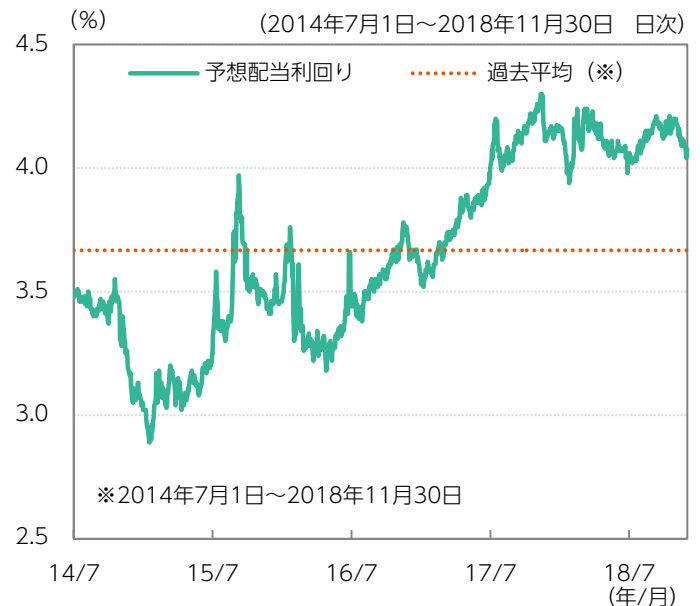
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

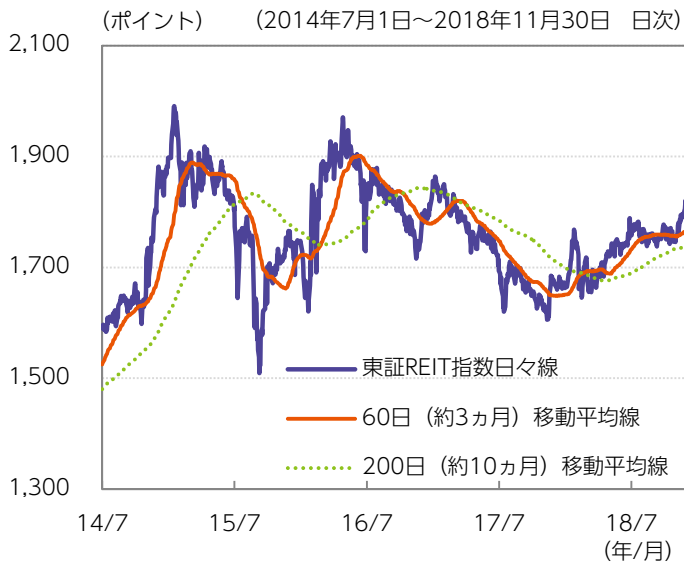


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

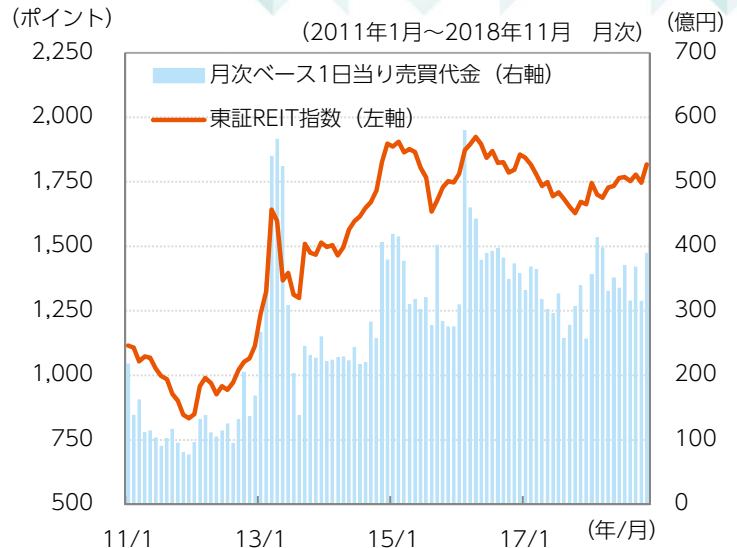


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-208	-736	-1,107	-624	-2,617	2,026	-1,216

※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
2018年6月	-38	-127	-222	-51	-233	635	-151
2018年7月	16	-175	-184	-72	-211	283	-223
2018年8月	37	31	-72	-39	-125	-172	7
2018年9月	8	-225	147	-27	-232	143	-225
2018年10月	11	-43	-98	3	-149	49	-79

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

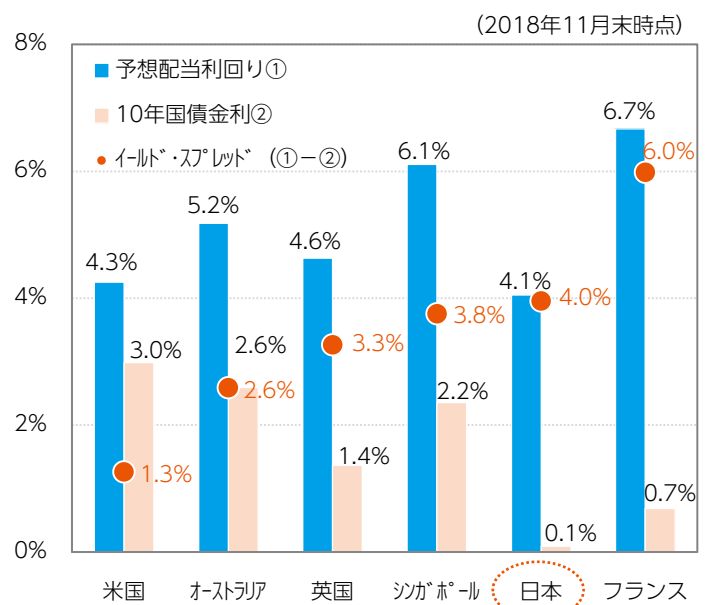
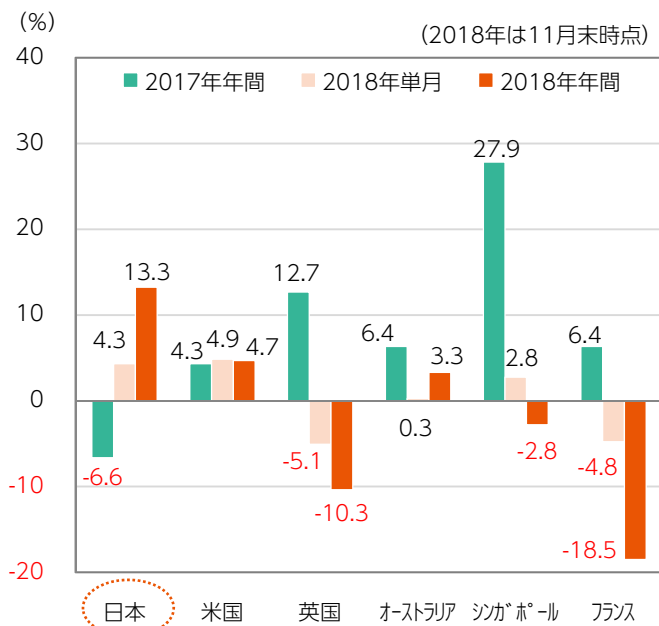
- 11月は1回、12億円買入れました。年初来では492億円となっています（年間買入れ目処900億円に対する消化率は55%）。尚、ETF（上場投資信託）は4,921億円、年初来では54,367億円買入れました。
- 7月の日銀金融政策決定会合で、ETF（上場投資信託）やJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されており、市場が横ばい又は堅調に推移する場合、12月も買入れが見送られる可能性もあります。

(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11月月間のパフォーマンス（前月末比）は、高安まちまちとなりました。反政府デモの拡大等が嫌気されフランスが10月の6%強の下落に続き、11月も5%近く下落しました。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、下落率トップはフランスで、マイナス18.5%となっています【図表9】。
- 11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フランスです【図表10】。
- 11月は米中貿易摩擦による中国景気の減速懸念等を背景にリスクオフムードが続き、業績の相対的な安定感等からJ-REITが選好され、株式とのかい離は縮小しました【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

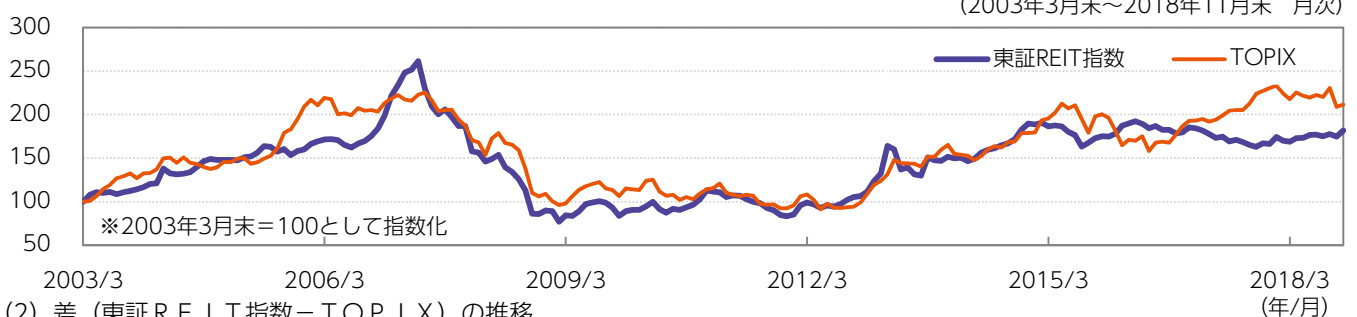
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



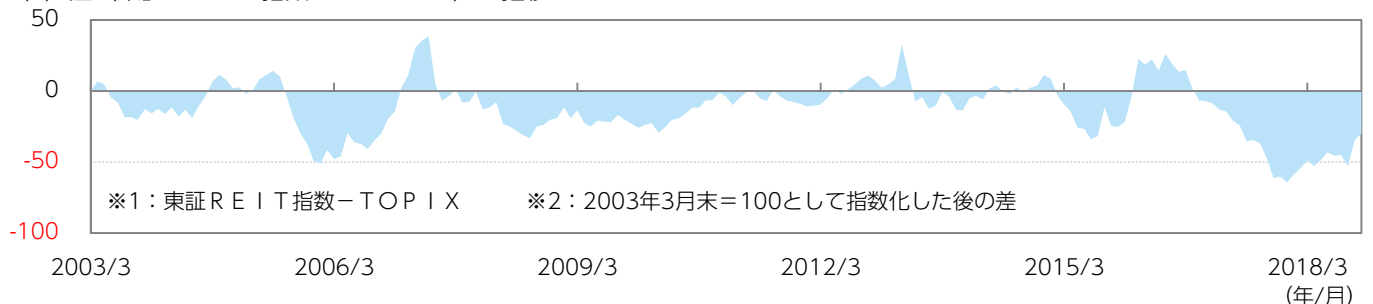
(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

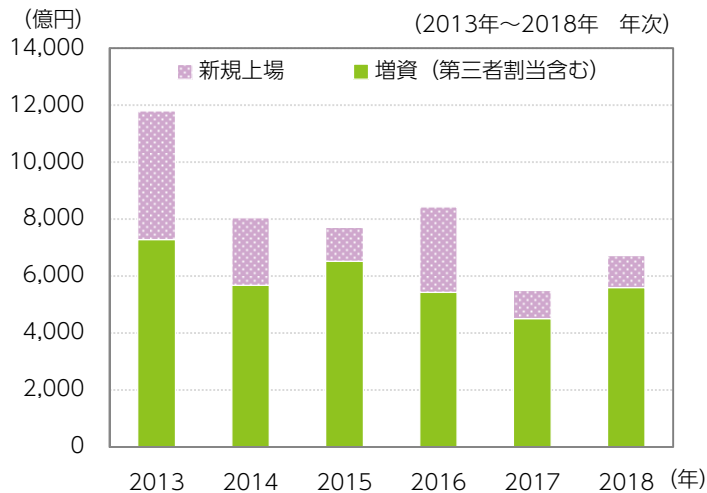


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

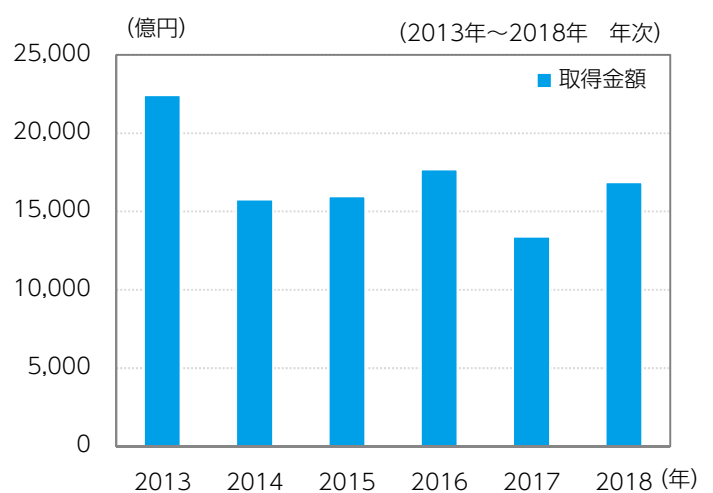
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 11月は新規上場は無く、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6,739億円で、前年同期比で22%増加しています。新規上場が同14%増、公募増資が同24%増となっています。
- 11月の物件取得額（受渡しベース）は437億円でした。3月の3,949億円が今年のピークとなっています。年初来では1兆6,876億円で、前年同期比30%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



【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



(※) 2018年は11月末時点 ・ 新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2018年は11月末時点
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

(6) J-REITの新規上場候補

- 11月末時点で、上場予定日等確定している案件はありません。
- 10月末時点でJ-REITが保有する物件（取得価格ベース）の約半分をオフィスが占めています。ネット通販の拡大を受けた物流施設リート、外国人観光客の増加によるホテルリート、高齢化に伴うヘルスケアリートの上場が今後増える可能性があります。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2018年11月末時点)

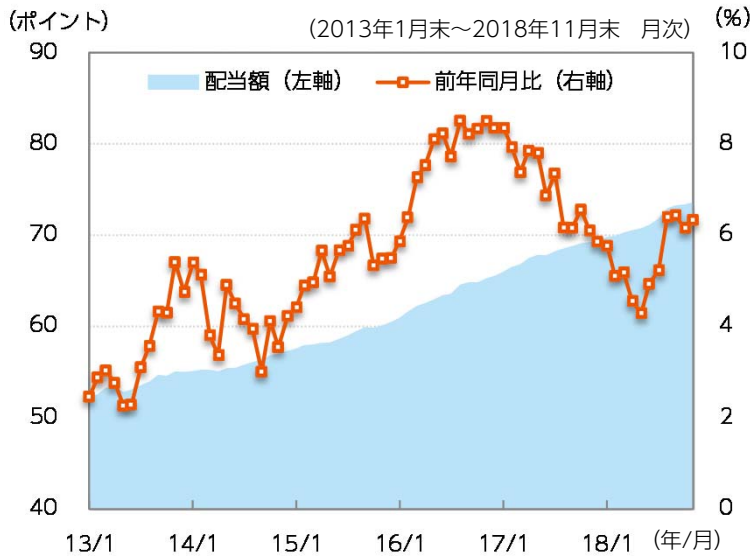
設立母体 (REIT名称)	上場時 (予定)	主な運用対象等
イーシャン・レッドウッド	未定	○イーシャン・レッドウッドは香港の物流施設開発・運営会社。中国・日本・韓国で350万㎡以上のプロジェクトを所有・開発。物流施設特化型REITの組成を計画。 ○上場当初は500億円規模とし、3,000億円規模の同社保有物件を順次REITに売却。

出所) 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

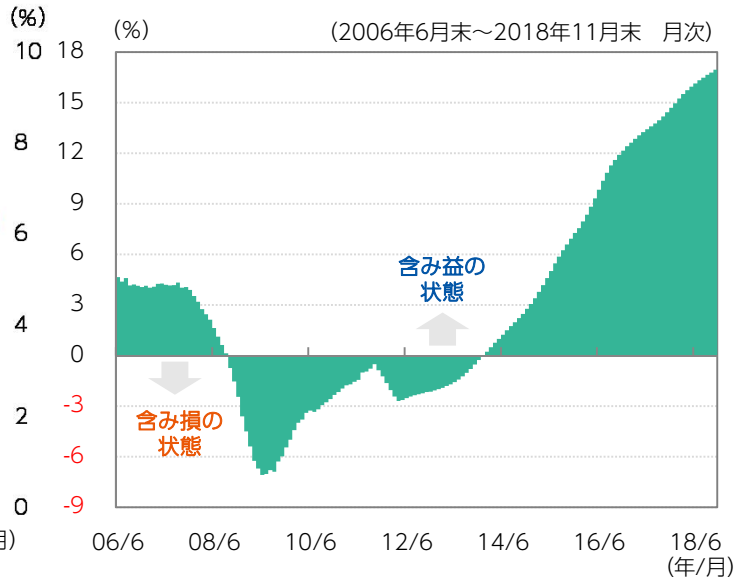
- 11月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比6.3%増と、4ヵ月連続6%台の伸び率を維持しました。伸び率は2016年末頃をピークに2018年5月末まで鈍化傾向が続いていましたが、オフィス賃料の上昇加速等を背景に再び拡大基調入りした可能性もあります。
- 11月末（2018年9月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は17.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆8,986億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【図表15】 J-REITの配当額推移



(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100
出所) プ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

【図表16】 J-REIT保有物件含み率 (6ヵ月平均) 推移

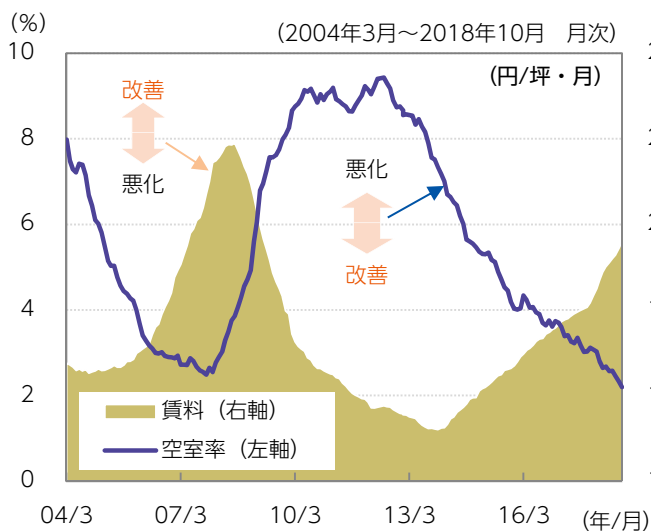


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 10月の都心5区のオフィス空室率は2.20%と、前月より0.13%低下し、データが残る2002年1月以降の最低水準を前月に引き続き更新しました。同月の坪当たり賃料(月額)は20,597円で、前年同月比で8.2%増加しました。同増加率は2008年8月(同8.6%増)以来、約10年ぶりの大きさとなりました。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58ヵ月、前年同月比で54ヵ月連続上昇しています。賃料引き上げの動きはJ-REITが保有するオフィスでも活発化しています。
- 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11月末時点で1.07倍。東証REIT指数算出開始以降の平均値1.15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、1.15倍の東証REIT指数水準は約1,953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



(※) 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

【図表18】 J-REITのNAV倍率推移



(*) NAV倍率 = 投資口価格 / 1口当り純資産額

出所) J-REIT各社、プ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/>