

## 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10月号)**
**(1) J-R E I T市場の前月の動向**
**【指数の動き】**

- 9月のJ-R E I T市場(東証R E I T指数、配当除き)は、首都圏賃貸オフィス市況の引き締め等为背景とする業績拡大期待や月後半にかけての新興国通貨の下落一服等を背景に1.40%上昇しました。月末値ベースでは2017年2月以来1年7か月ぶりの高水準で引けました。リスクオンムードの高まりで株式が選ばれたことから、9月の東証R E I T指数はT O P I Xを3.32%下回りました。尚、年初来ではT O P I Xを配当除きで6.89%、配当込みで8.17%上回っています【図表1、2】。

**【市場規模・売買代金等】**

- 1銘柄が新規上昇され、銘柄数は61銘柄に増加しました。時価総額は12.9兆円と前月末より2,810億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は368億円と前月比17%増加しました【図表7】。
- 9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6,293億円で、前年同期比で28%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4.12%(前月末:4.16%)、10年国債金利はプラス0.130%(前月末:プラス0.107%)、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:4.05%)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**

- 米中貿易摩擦が悪化しても大幅減税等の恩恵を受けた現在の強い米国経済や企業業績が腰折れすることはないとの楽観的な見方、トルコの緊急利上げや中国の減税措置等を受けた新興国通貨下落の一服等を背景に、市場では積極的にリスクを取りに行こうとする姿勢が強まっています。リスクオンムードの中、資金は債券から株式へとシフトしつつあり、米国を中心に金利が再び上昇傾向となっています。9月の米国10年国債金利は一時5月以来となる3.1%近辺まで上昇しました。また、日本の10年国債金利は日銀が7月の会合で変動許容幅を広げたこと等もあり、一時は2016年1月のマイナス金利導入決定以前の水準まで上昇しました。10月のJ-R E I Tは国内金利の更なる上昇観測や株式への資金シフトの動き等が重荷となり、軟調な展開になることが想定されます。配当込みベースの東証R E I T指数が9月末時点で2016年4月25日につけた史上最高値水準近くまで上昇しており、戻り待ち売りが出やすい状況にあることも影響しそうです。但し下落の場合でも下値は限られるものと考えます。昨年11月には、金利上昇観測や株高を嫌気して東証R E I T指数が1,600ポイント割れ寸前まで売り込まれる場面がありました。その背景には金利上昇による借入費用の増加や首都圏における2018年のオフィス大量供給で賃料が下落し、J-R E I Tの業績が悪化するとの観測があったものと思われる。9月中旬頃から10年国債金利は上昇傾向を強めています。同月末の東証R E I T指数は1,777ポイントと、1年7か月ぶりの水準まで回復する等、J-R E I T市場は比較的堅調に推移しています。その背景にはJ-R E I Tの業績拡大ペースが再び勢いを増し始めたことがあるものと考えます。
- 三鬼商事データによると8月の都心5区オフィス空室率は、データが残る2002年1月以降の最低水準を記録しました。賃料(坪当月額)の伸び率(前年同月比)は約10年ぶりの大きさとなっています【図表17】。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、不動産市況の引き締め等を受けて、9月まで2ヵ月連続で6%台の回復を示しています【図表15】。国内景気の回復が続き、賃貸ニーズが更に高まる可能性があることを考えると、業績拡大は当面続くものと見ています。9月末の予想配当利回りが4.12%と、依然4.0%を超えていること【図表4、5】、NAV倍率(投資口価格/1口当り純資産額)が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ること【図表18】等、バリュエーション(企業価値評価)面からの割安感も支え要因となりそうです。米中貿易摩擦は解決の糸口が見えない状況に入りつつあるように思われます。経済への悪影響が今後徐々に現われてくる可能性もあり、先行き不透明感等から市場がリスク回避ムードを強めることとなれば、金利の低下を通じてJ-R E I T市場の回復要因となることも考えられます。

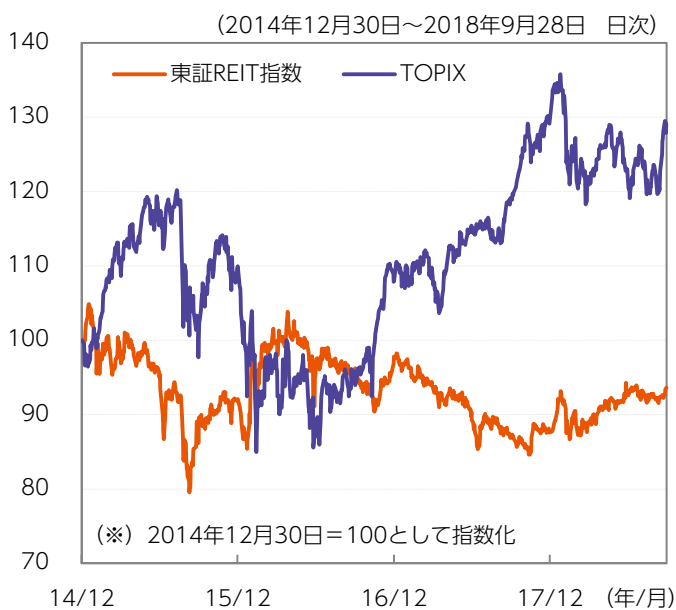
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年9月28日時点)

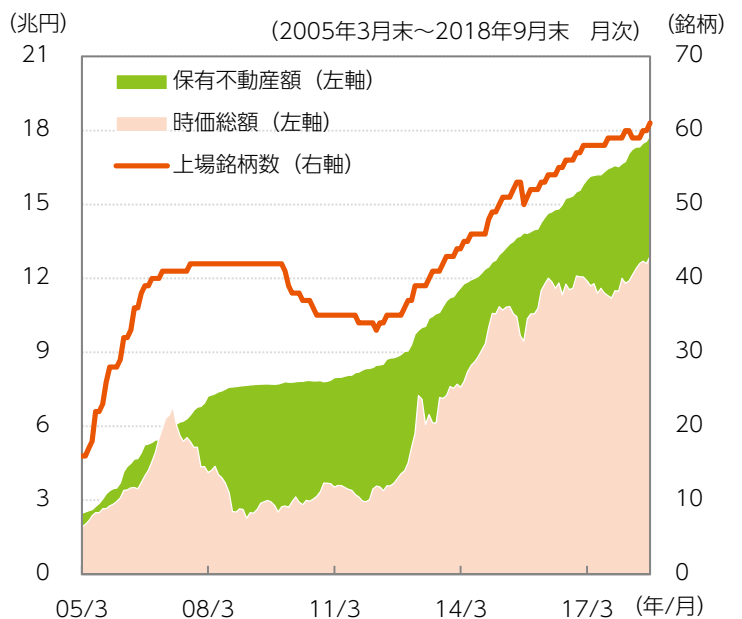
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	1.40	6.87	-10.39
	TOPIX	4.72	-0.02	19.69
	差	-3.32	6.89	-30.08
配当込み	東証REIT指数	1.61	10.15	-6.79
	TOPIX	5.55	1.98	22.23
	差	-3.94	8.17	-29.02

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



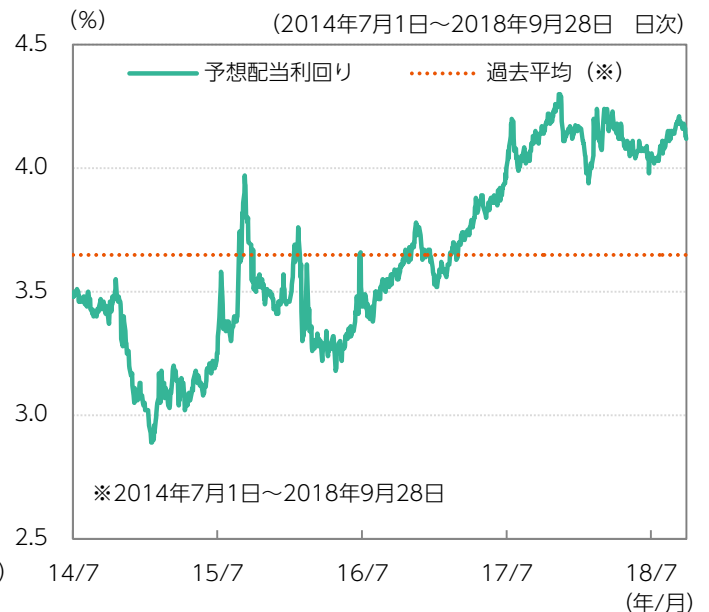
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【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

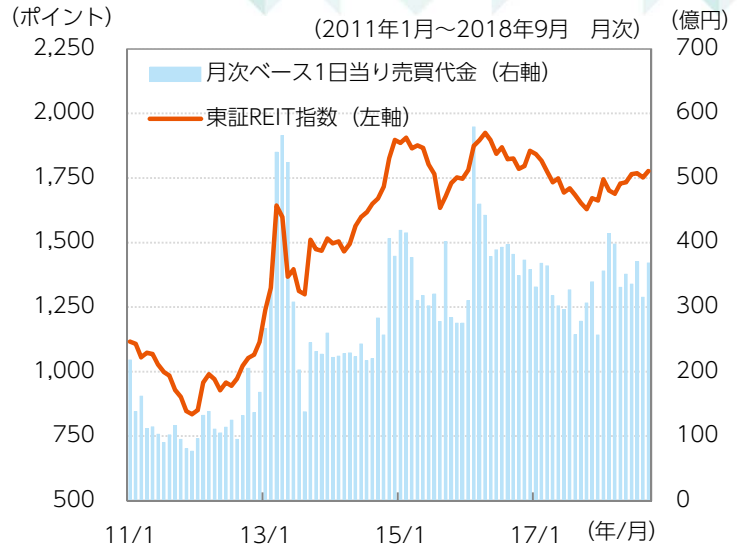


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-227	-468	-1,155	-600	-2,235	1,835	-912

※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

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

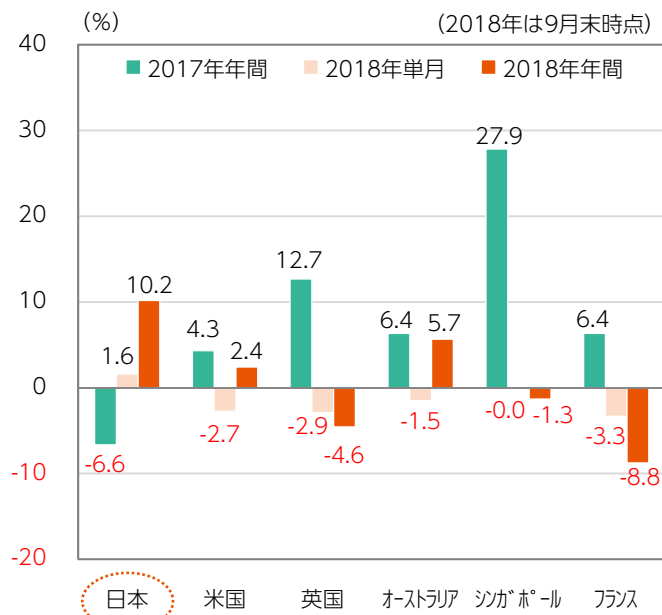
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 相場が比較的堅調であったこと等により、9月の買入れはありませんでした。買入れゼロは2017年11月以来となります。年初来の買入れ額は444億円、2018年年間の残り買入れ枠は456億円(月平均152億円)です。
- 7月30～31日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、買入れペースが鈍化すること考えられます

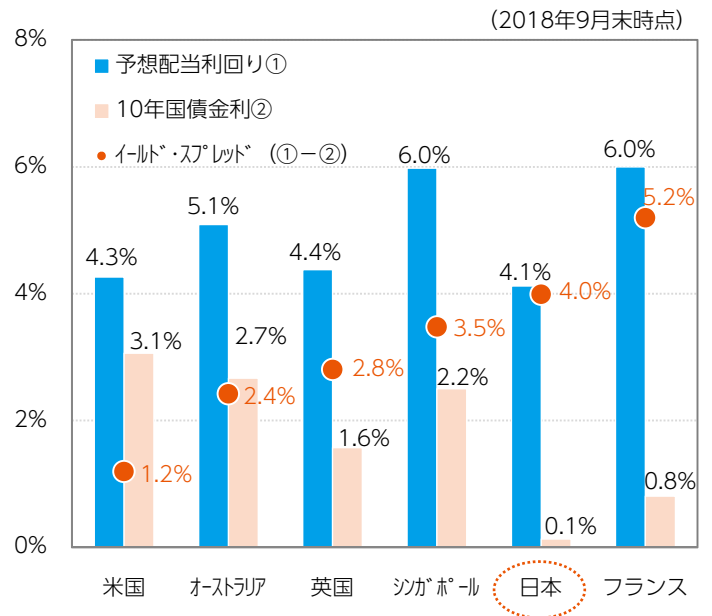
#### (4) 主要国REIT市場比較

- 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9月月間のパフォーマンス（前月末比）は、日本のみがプラスとなり、他は金利上昇等が嫌気されて下落しました。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8.8%となっています【図表9】。
- 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10】。
- 今年に入り縮小傾向となっていた東証REIT指数とTOPIXのかい離は、9月は米中貿易摩擦の緩和観測等を背景にリスクオンムードが高まり、株式がJ-REITに対して選好されたことから拡大しました【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



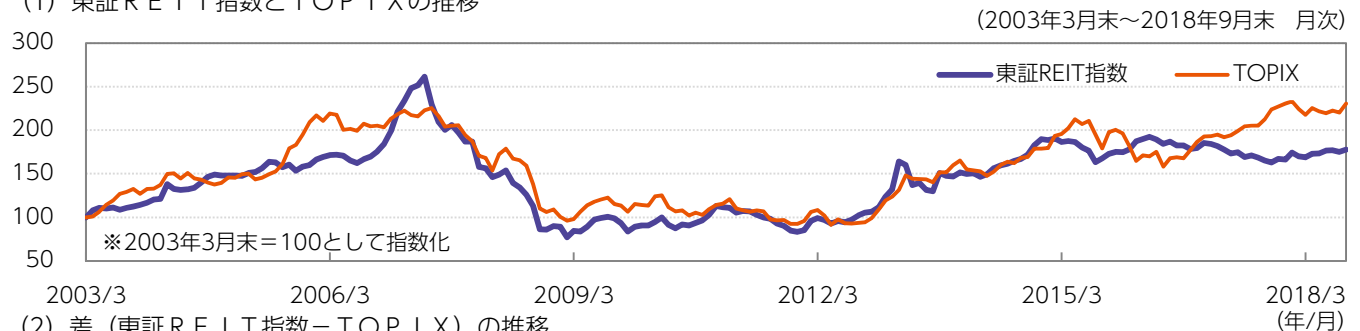
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



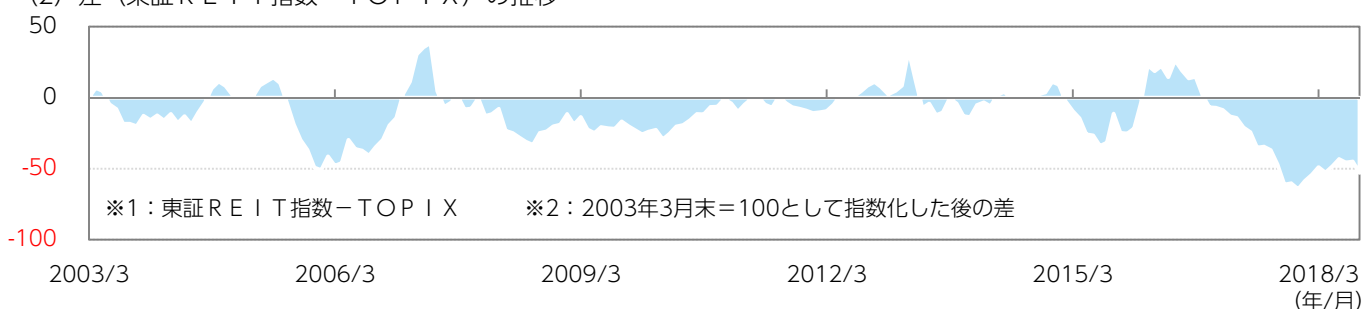
(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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



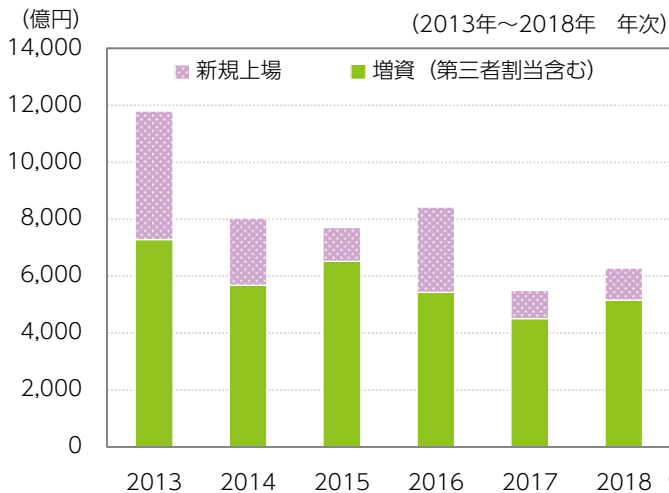
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成



## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 9月は1銘柄の新規上場と、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6,293億円で、前年同期比で28%増加しています。新規上場が同14%増、公募増資が同31%増となっています。
- 9月の物件取得額（受渡しベース）は2,819億円でした。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1兆5,478億円で、前年同期比38%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。

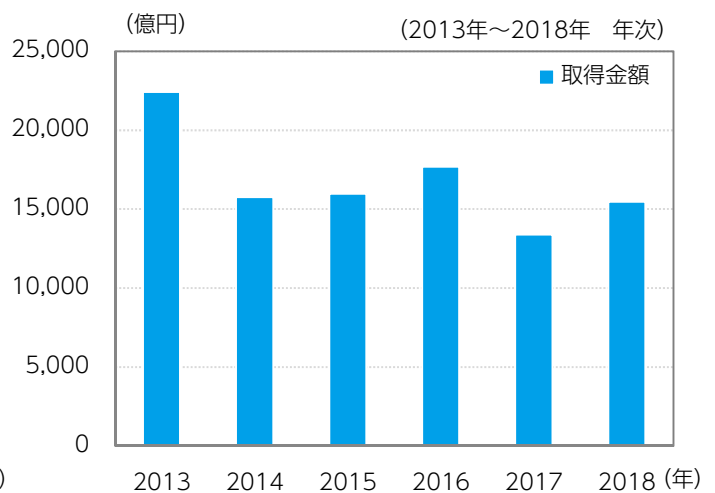
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2018年は9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9月末時点

## (6) J-REITの新規上場候補

- 伊藤忠商事をスポンサーとする物流施設に特化したREITが9月7日に上昇されました。当初の運用資産規模は約540億円、上場に伴う市場からの資金調達額は約370億円でした。ネット通販の拡大による需要増を背景に、物流施設に投資するJ-REITの上場が今後も続く可能性があります。
- 9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。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2018年9月末時点)

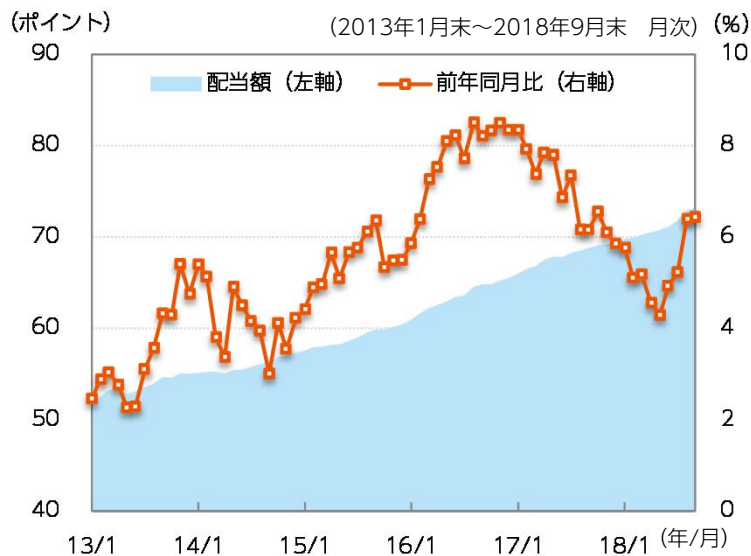
設立母体 (REIT名称)	上場時 (予定)	主な運用対象等
イーシャン・レッドウッド	未定	○イーシャン・レッドウッドは香港の物流施設開発・運営会社。中国・日本・韓国で350万㎡以上のプロジェクトを所有・開発。物流施設特化型REITの組成を計画。 ○上場当初は500億円規模とし、3,000億円規模の同社保有物件を順次REITに売却。

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

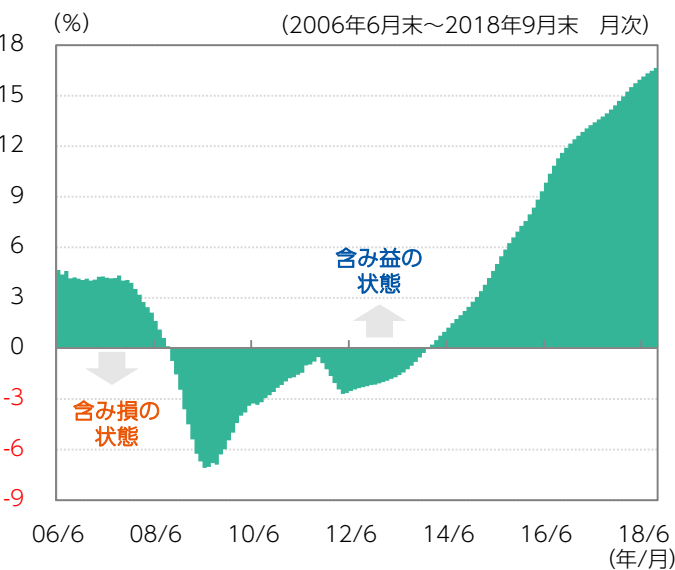
## (7) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 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6.4%増と、前月（6.4%増）と同様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。
- 9月末（2018年7月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は16.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆7,729億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



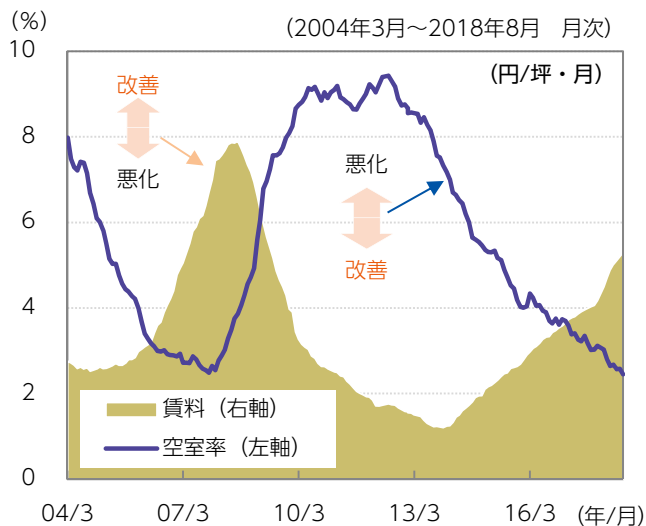
(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

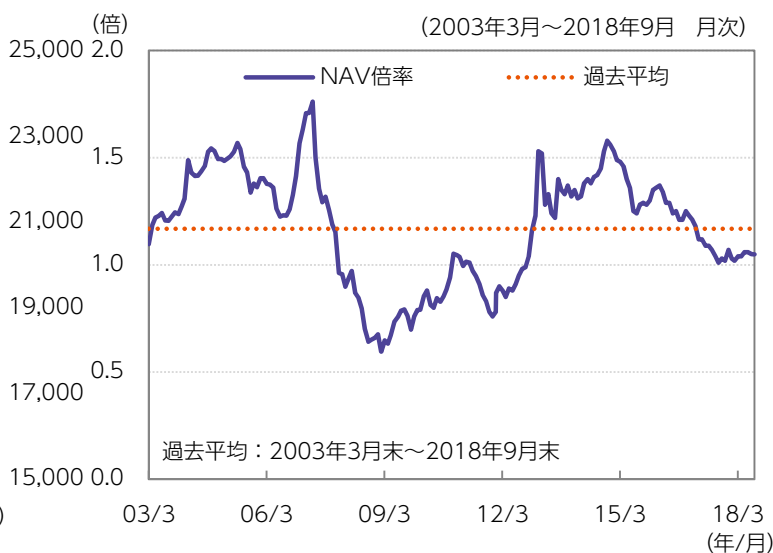
## (8) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 8月の都心5区のオフィス空室率は2.45%と、データが残る2002年1月以降の最低水準を記録しました。同月の坪当たり賃料(月額)は20,291円で、前年同月比で7.0%増加しました。増加率が7%台に乗せるのは2008年9月(同7.4%増)以来です。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56ヵ月、前年同月比で52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1.06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1,945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/>