

J-REIT市場の先行きを考える

—長期のリスク・リターンを考慮すれば依然として魅力的—

- J-REIT市場は昨年11月以降、米長期金利の上昇などを受けて軟調な展開を続けています。
- 米長期金利には当面上昇圧力がかけやすいと予想していることから、J-REITもしばらく上値の重い展開が続く可能性があります。しかし、今後3年間のJ-REITのリスク・リターンを考慮すれば依然として魅力的な投資対象だと判断しています。

軟調な展開を続けるJ-REIT市場

J-REIT（日本版不動産投資信託）市場は昨年11月以降、下記の3点を主な要因として軟調な展開を続けています。

- J-REIT指数と逆相関すると考えられる米国10年国債利回り（長期金利）が、米中摩擦の緩和観測から昨年秋に底打ち（図表1）
- 公募増資（PO）が増加し、市場の需給が緩むとの観測の高まり
- ホテルなど一部セクターでの供給過剰感の高まり

REIT指数を動かすドライバー

REITの売上げはオフィス、物流・商業施設、住宅などの賃料収入が中心なので、国内のマクロ経済、企業活動などに左右されます。一方、REITは株主資本のみならず銀行融資や社債を通して資金を調達して不動産を購入するため、金利が低下すれば利払い負担が減り、REITの市場価値が高まると考えられています。また、金利が低下すればインカム商品としてのREITの相対的な魅力が高まります。以下では、事業環境や米長期金利との関連からJ-REITの見通しを考えてみます。

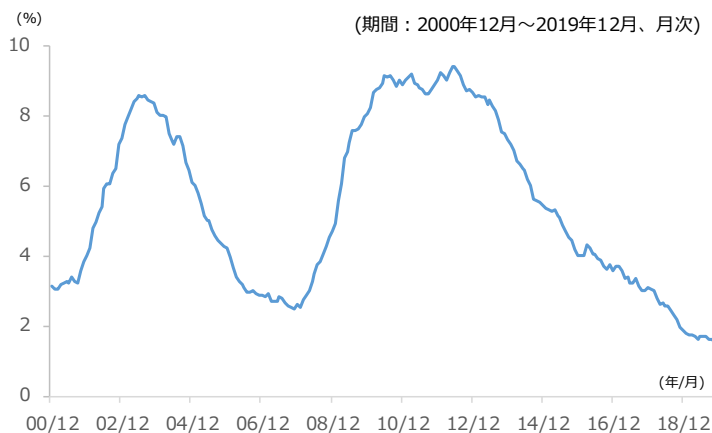
事業環境

韓国人観光客の減少もありホテルの需給が急速に改善することは期待していません。一方、J-REIT指数で最大のウェイトを占めるオフィスについては、大都市圏で高機能ビルの建設が続いていますが、足元で東京のオフィス空室率が歴史的な低水準にあることから、少なくとも今後数年は需給が引き締まった状態が続くと考えています（図表2）。また、米国の先例からわかるように、ショッピングモールなど従来型の商業施設の将来を楽観することはできませんが、Eコマース（インターネット・ショッピング）普及の恩恵を受ける物流施設の成長が期待されます（図表3）。

図表1 東証REIT指数と米国10年国債利回り



図表2 東京のオフィス空室率（三鬼商事より）



（図表1-2の出所） Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 主要国におけるEコマースを取り巻く環境

	日本	米国	中国
インターネット人口（2017年）	1.18億人	3.12億人	8.02億人
インターネット普及率（2017年）	93.3%	95.6%	56.7%
Eコマース市場規模（2018年）	1093億ドル	5232億ドル	15267億ドル
ネット利用者一人当たりEコマース規模（年間）	921ドル	1675ドル	1862ドル

（出所） 経済産業省の資料より岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■ 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

J-REIT全体では、潜在成長率の低下や生産年齢人口の減少などを背景に賃料収入が今後大幅に拡大することは期待していません。しかし、企業・オフィスの環境対策、都市化、地方都市のコンパクトシティ化、高齢化、人々の購買行動の変化などの恩恵を受けるREITの賃料収入は継続的に拡大すると予想しています。

金利環境

グローバル投資家はリートの投資尺度としてイールドスプレッド（REITの配当利回り－米長期金利）に注目しています。イールドスプレッドが大きいほどREITの魅力度が高いと判断されます。現在のイールドスプレッドは、2012年の上昇基調入り後に市場が3回底を打った時期の水準を上回っています（図表4、5）。J-REITが近い将来に底打ちすると確信することはできませんが、現在の水準は過去との比較においては魅力的です。

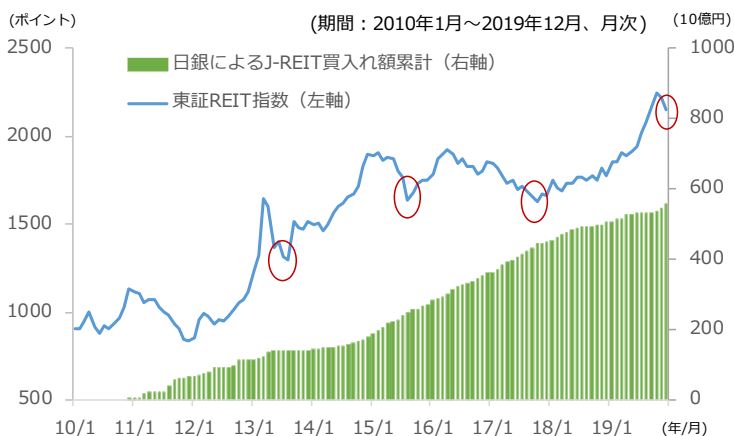
11月以降、米長期金利の上昇を嫌気してJ-REITは調整しました。米長期金利は今後米国経済の回復を受けて幾分上昇することが想定されますが、世界的な低インフレ環境で上昇余地は限られると考えています。

長期的に魅力的なJ-REIT

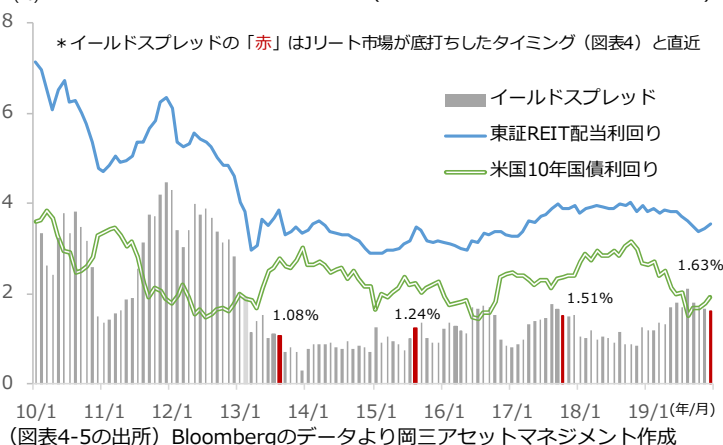
米長期金利には上昇圧力がかかりやすく、公募増資が予想されることから、しばらく上値の重い展開が続く可能性があります。今後、J-REITの賃料収入が急成長するとは考えていませんが、逆に大幅に縮小することも想定していません。一方、日銀の買入れがJ-REIT指数を下支えすることも考えられます（図表4）。

当社が推計した世界の主要資産クラスの今後3年間のリスク・リターンにおいても、J-REITはトレンドラインの左上に位置し、魅力的と考えられます（図表6）。今後も適度に底堅い経済成長と低インフレのなか、主要中銀が緩和的な金融政策を維持する「適温経済」が続くと予想していますが、このような環境では、株式と債券両方の魅力を兼ね備えたREIT、つまり、値上がり益と安定的なインカム収入の両方を期待できるREITは依然として魅力的な投資対象だと判断しています。特にリスクをとりにくい投資家には為替リスクのないJ-REITが選好されると思われます。

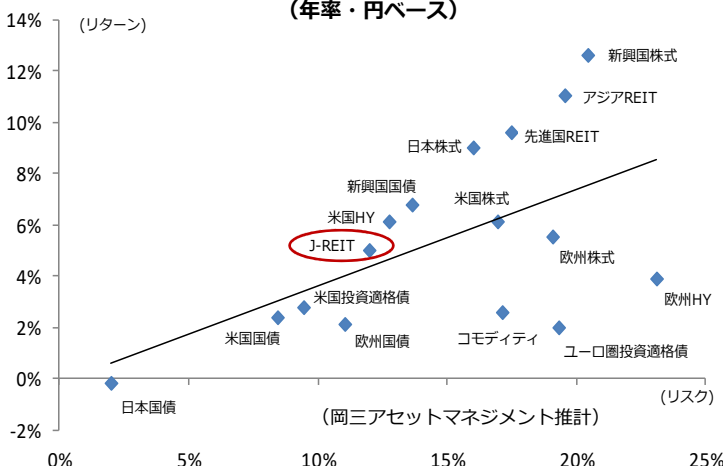
図表4 東証REIT指数と日銀のJ-REIT買入れ額



図表5 東証REIT配当利回り・米10年国債利回り・イールドスプレッド
(期間：2010年1月～2019年12月、月次)



図表6 今後3年間のリターン・リスク推計
(年率・円ベース)



※「リターン」とは投資を行うことで得られる収益を示し、「リスク」とは「結果が不確実であること」を意味し、数字の上ではリターン(収益)の振れ幅を示します。

以上（作成：投資情報部）

＜本資料に関して留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

＜本資料に関するお問い合わせ先＞

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）