

## J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2019年7月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 6月のJ-REIT (東証REIT指数) は、米国の利下げ観測や日銀の金融政策決定会合後の黒田総裁会見を受けた金利低下等を支援材料に続伸し、前月末比1.14%上昇の1,938.82ポイント (配当除き) で引きました。月末値ベースとしては2007年10月末 (1,973.22ポイント) 以来、約12年ぶりの高水準となりました。また、月末値ベースの配当込み指数は史上最高値を更新しました。6月の東証REIT指数はTOPIXを1.43% (配当込みでは1.27%) 下回りました【図表1、2】。
- 全セクター(3セクター) が前月末比上昇しました。オフィスが0.88%、住宅が2.04%、商業・物流等が1.18%と、景気変動の影響を相対的に受けにくいとされる住宅が上昇率トップとなりました。

### 【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、銘柄数は63で変わらず。時価総額は14.6兆円と前月末より2,725億円増加し、月末値ベースでは過去最高となりました【図表3】。1日当たりの売買代金は531億円と、前年同月比58%増加しました。500億円超えは、日銀がマイナス金利導入を決めた翌月の2016年2月以来となります【図表7】。
- 3件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は512億円でした【図表12】。

### 【配当利回り等】

- J-REIT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3.88% (前月末: 3.91%)、10年国債金利はマイナス0.158% (前月末: マイナス0.094%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は4.04% (前月末: 4.00%) となっています【図表4、5】。

## (2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 7月のJ-REIT (東証REIT指数) は、世界経済の先行き不透明感等を背景とする金利低下期待や業績拡大観測等を支援材料に、終値ベースで2007年12月以来となる2,000ポイント台回復を目指す動きになるものと思われます。
- 6月28~29日に大阪で開催されたG20サミット(主要20カ国・地域首脳会議)の際に行われた米中首脳会議で、米中は5月10日に決裂した閣僚級貿易協議を再開することで合意しました。交渉が物別れに終わり、米国が中国製品3,000億ドル (約33兆円) 分に最大25%の関税を課す第4弾の制裁を発動する事態は避けられましたが、今回の会談では交渉の期限や集中協議する項目等具体的な内容は示されておらず、貿易摩擦再燃の可能性を残す結果となったように思われます。関税の掛け合いの長期化で世界経済の減速懸念が強まれば、FRB (米連邦準備制度理事会) の利下げや日銀の追加金融緩和観測等を材料に、金利に低下圧力が加わることも考えられます。金利の低下は、イールド・スプレッドの拡大を通じてJ-REITの配当利回り面での相対的な魅力度を高めるとともに、借入費用の減少による収益拡大期待をもたらす、投資家の資金を呼び込む材料となることも想定されます。7月30~31日 (現地時間) のFOMC (米連邦公開市場委員会) が近づくとつれて米国の利下げ観測が高まり、J-REITが上昇傾向を強めることも想定されます。
- 尚、米中政府高官の発言等を通じて貿易協議の進展期待が高まり、投資家のリスク回避姿勢や金利の低下観測が後退する場合には、J-REITが軟調な展開となることも想定されます。しかし、投資口価格 (株価に相当) がNAV (1口当り純資産) の何倍まで買われているのかを示すNAV倍率が6月末時点で1.12倍と過去 (2003年3月末~2019年6月末) 平均の1.17倍を下回り【図表17】、足元のJ-REITは割安な水準にあると判断されること、都心5区 (千代田区・港区・中央区・渋谷区・新宿区) オフィス賃料などの増加【図表18、19】や主要都市の地価上昇等を背景にJ-REIT業績 (予想配当額) が拡大傾向を続けていること【図表14】等を考えると深押しはないものと判断しています。
- 核合意からの離脱をめぐる米国とイランの対立が激しくなる場合や、英国メイ首相辞任に伴う次期首相の選出結果を受けて英国のEU (欧州連合) からの合意なき離脱の可能性が高まる場合には、投資家がリスク回避姿勢を強めることも考えられます。質への逃避から債券が買われて金利が低下すればJ-REITの支援材料になるものと思われます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

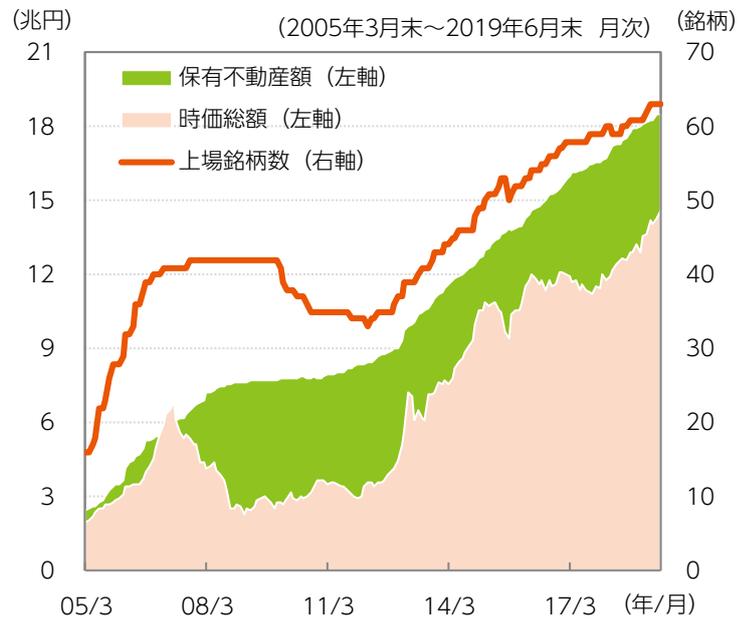
(2019年6月28日時点)

(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	1.14	9.29	6.68
	TOPIX	2.57	3.82	-17.80
	差	-1.43	5.47	24.48
配当込み	東証REIT指数	1.50	11.40	11.11
	TOPIX	2.76	5.21	-15.97
	差	-1.27	6.19	27.08

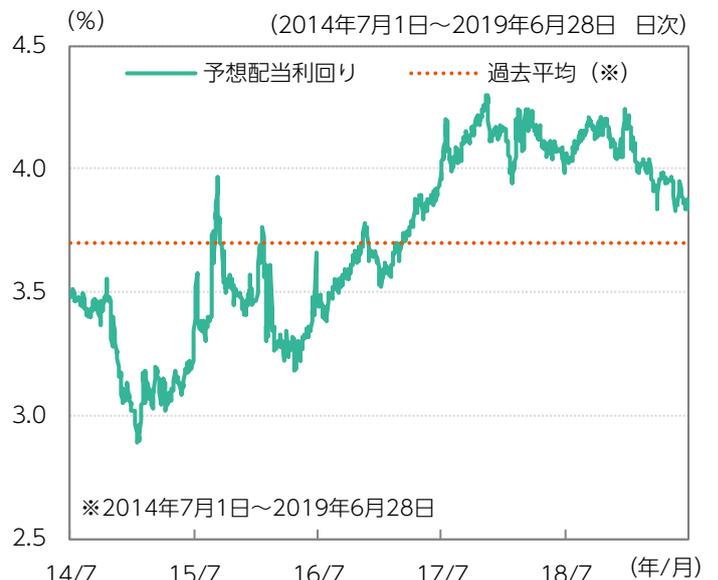
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【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



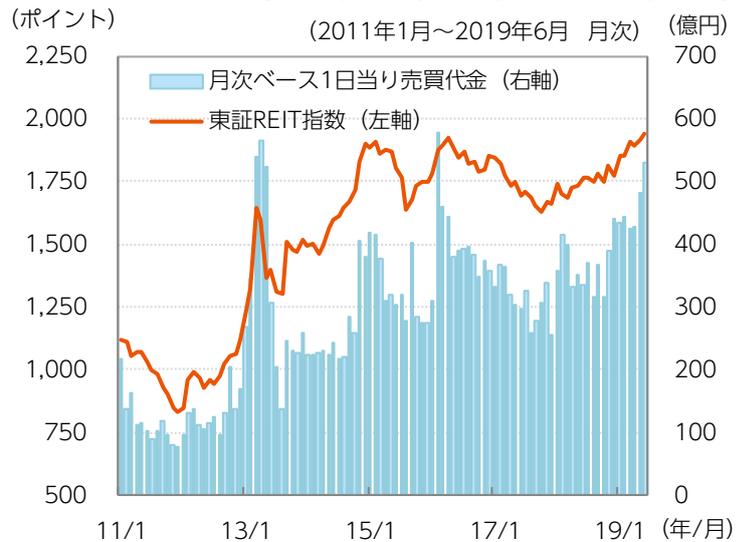
出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



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7】 東証REIT指数と売買代金の推移



【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)
2016年	-128	621	-103	-674	-3,378	1,674	-450
2017年	-149	-177	-860	-250	-1,885	385	-1,075
2018年	-163	-1,267	-1,334	-645	-3,009	3,057	-1,831
2019年	-86	-149	-460	-153	-1,410	978	-377

※2019年は判明月まで反映

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
2018年11月	34	-267	-216	-34	-140	880	-279
2018年12月	11	-264	-11	12	-253	150	-336
2019年1月	-138	-290	-294	-28	-286	815	-302
2019年2月	-77	48	-494	-22	-398	438	-0
2019年3月	-7	-54	112	-59	-406	438	-90
2019年4月	-11	190	220	3	-89	-717	94
2019年5月	147	-42	-4	-47	-231	5	-78

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

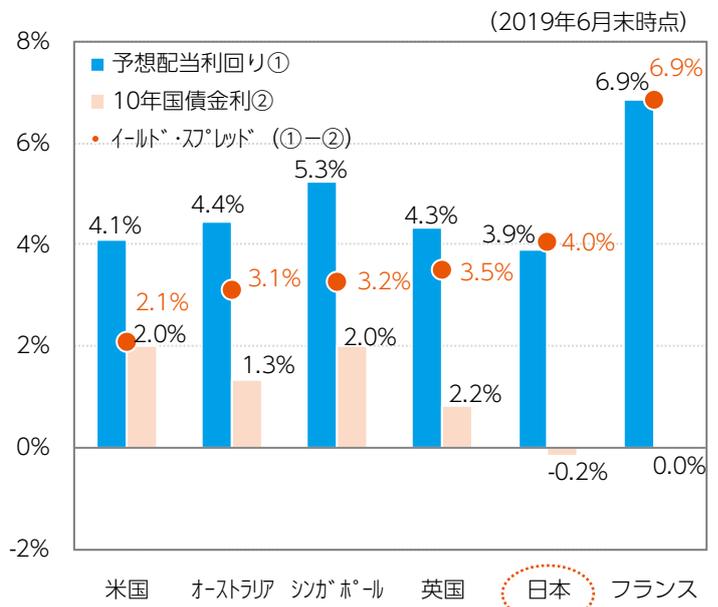
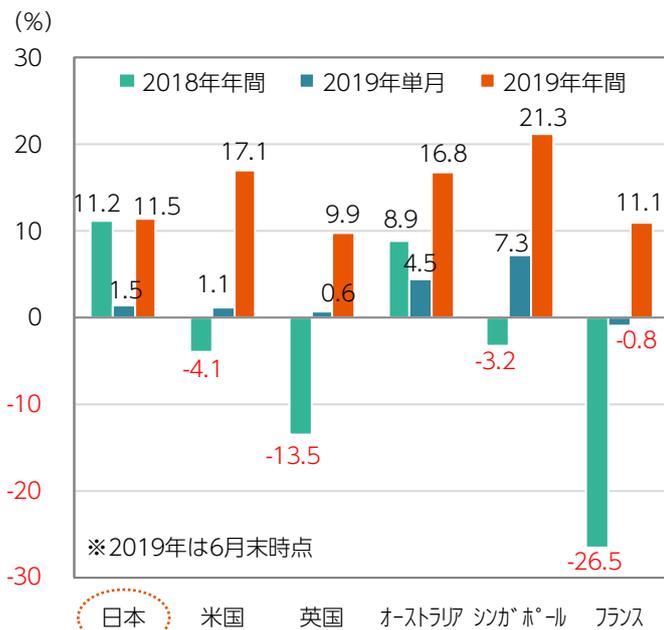
- 6月の買入れは1回のみで金額は12億円、1～6月累計では240億円となりました。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は27%、残り枠は約660億円(月当たり約110億円)です。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETFやJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。相場が堅調に推移する場合には、2018年同様に買入れ実績が目処を大きく下回ることも考えられます。2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。

### (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、フランスのみ下落し、他は上昇しました。シンガポールが利下げ観測等を背景に7%を超える上昇となりました。年初来の上昇率トップはシンガポールで、2番目が米国、3番目がオーストラリアとなっています【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フランスです【図表10】。
- 6月は米中貿易協議の進展期待等を背景にリスク回避姿勢が後退し、J-REITに対して株式（TOPIX）が選好されたことから、5月末時点ではゼロ近辺まで縮小していた乖離率が小幅に拡大しました【図表11】。

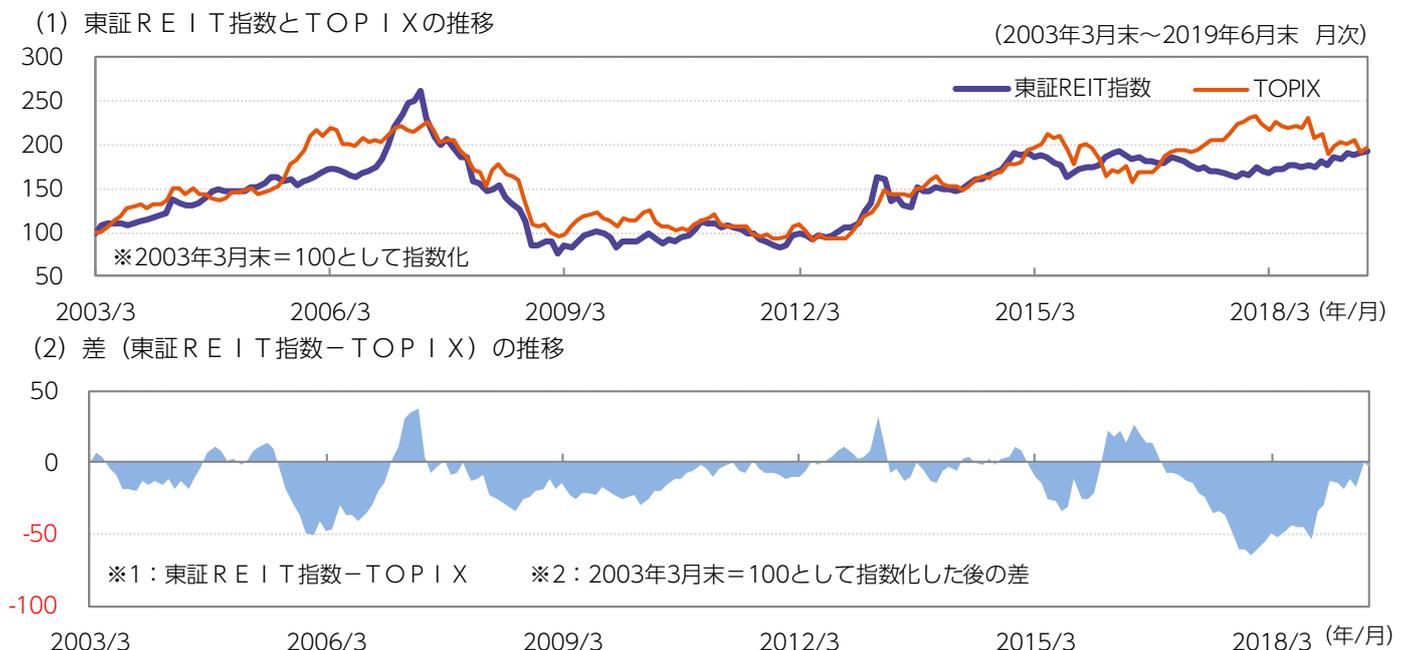
【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

【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

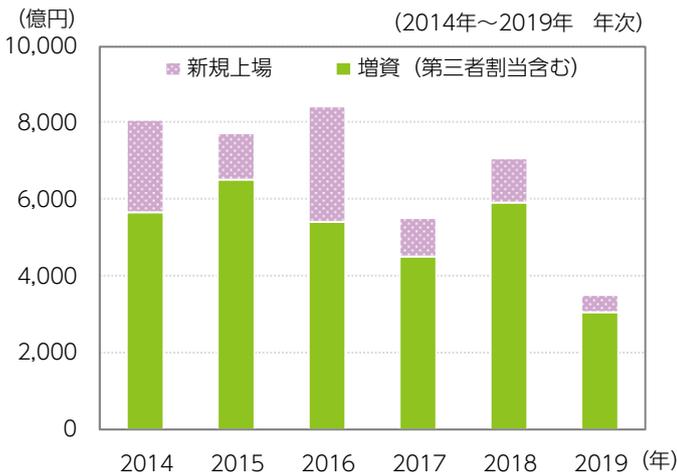


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

- 6月は3件の公募増資がありました。新規上場はありませんでした。新規上場と公募増資合計の年初来の資金調達額は前年同期比14%減の3,499億円となっています。
- 6月の物件取得額（受渡しベース）は2,356億円、年初来では前年同期比13%減の8,954億円となっています。不動産価格の高騰で、J-REITが新規の物件取得に慎重になっている可能性があります。尚、取得物件の用途別ではオフィスが中心となっています。

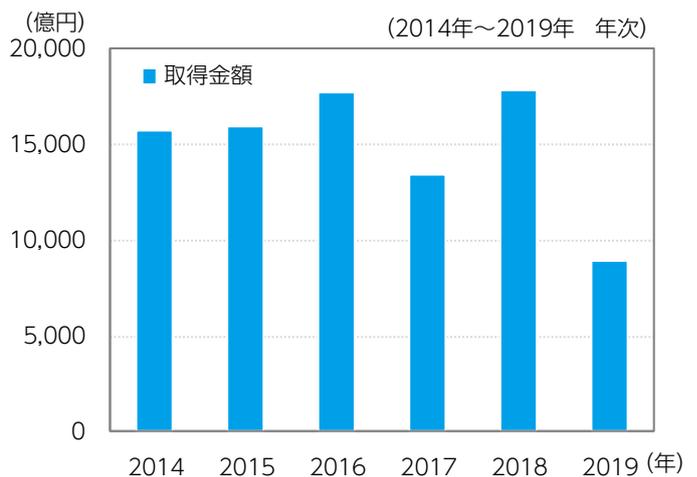
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019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）

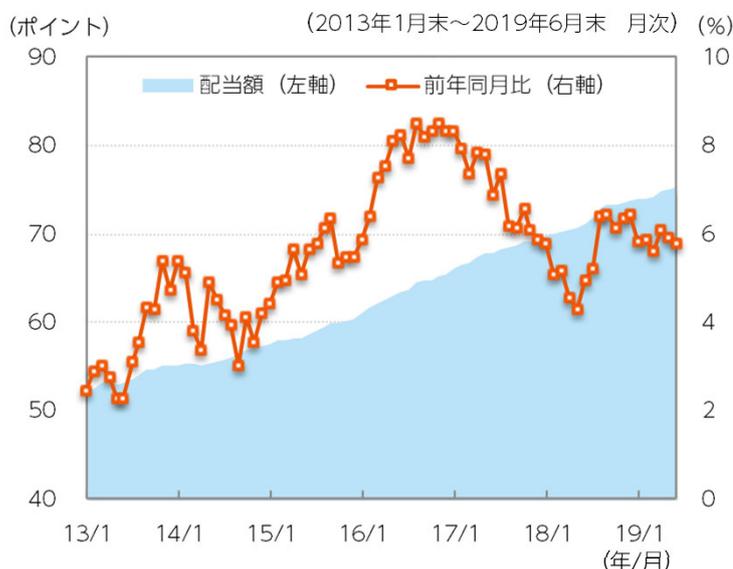


(※) 2019年は6月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

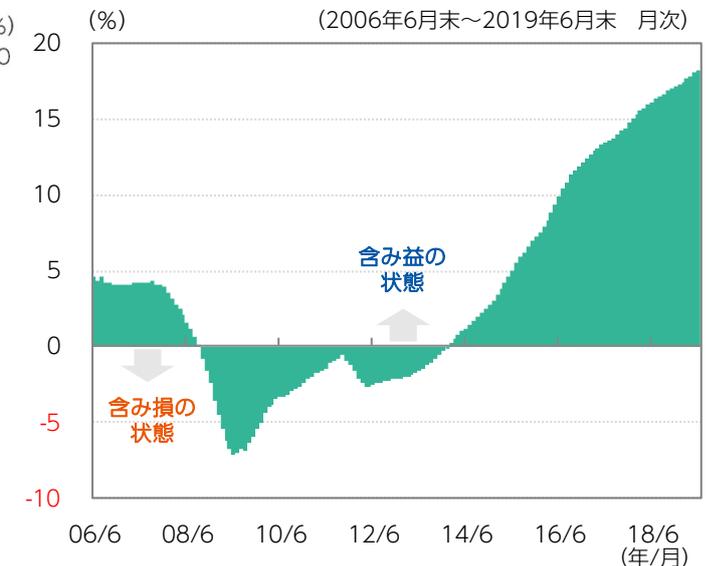
- 6月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比5.8%増となりました。伸び率は前月の5.9%増から小幅縮小しました。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に、当面は5%を超える伸びが続くものと思われます。
- 6月末（2019年4月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は18.2%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆2,400億円と何れも過去最高水準です。物件入替え時に売却益が発生する可能性が高まっています。

【図表14】 J-REITの配当額推移



(※) 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

【図表15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移

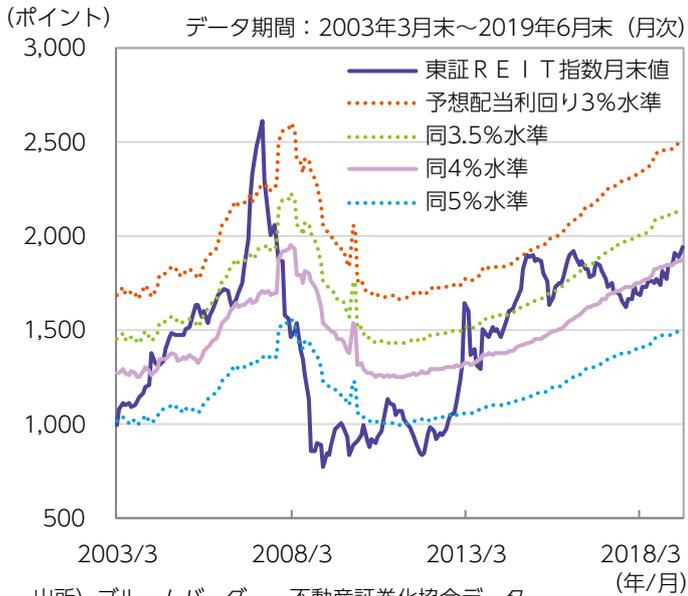


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 足元の東証REIT指数は予想配当利回り4.0%水準近辺で推移しています。
- 2019年6月末のNAV倍率は1.12倍と、過去（2003年3月末～2019年6月末）平均の1.17倍を下回っています。尚、2019年6月末時点のNAV倍率1.0倍の東証REIT指数水準は1,731ポイントです。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



出所) ブルームバーグ、不動産証券化協会データ  
をもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表17】 J-REITのNAV倍率推移

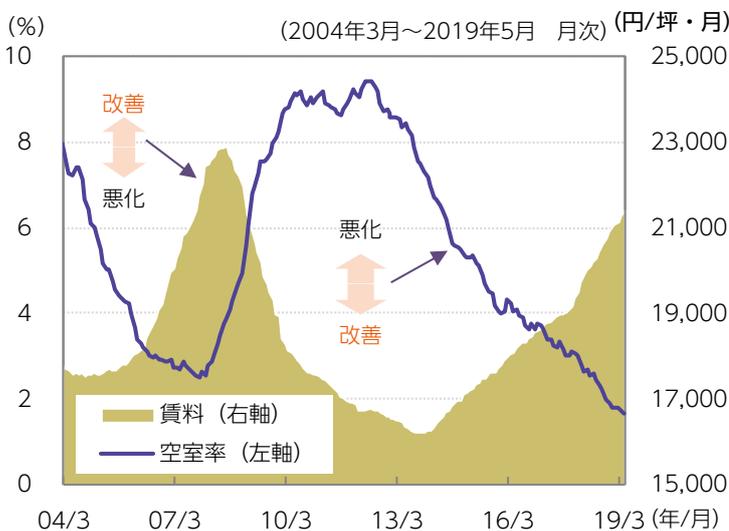


※NAV倍率=投資口価格/1口当り純資産額  
出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとに  
ニッセイアセットマネジメント作成

## (8) 不動産市況

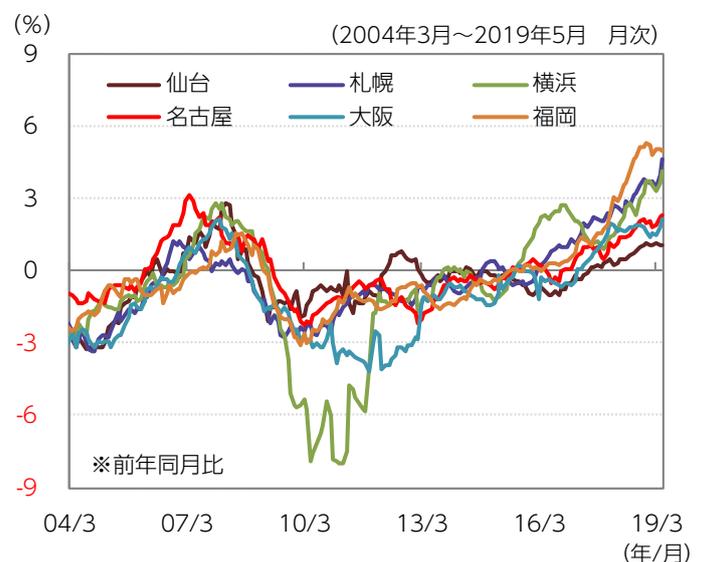
- 2019年5月の都心5区のオフィス空室率は1.64%と、前月から0.06%低下し、月次データが残る2002年1月以降の最低値を更新しました。同月の月額坪当たり賃料は21,396円で、前年同月比で6.9%増加しました。2.0%を下回っている空室率は今後は横ばいあるいは小幅上昇に転じるとの見方もあります。
- 主要地方都市のオフィス賃料（前年同月比）も上昇傾向が続いています。福岡や札幌等の同賃料上昇率はリーマン・ショック前を上回っています。尚、福岡や仙台のオフィス賃料上昇には一服感も出始めています。

【図表18】 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) 三鬼商事の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19】 主要地方都市オフィス賃料推移



出所) 三鬼商事の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/>