

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5月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 4月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、北朝鮮情勢や米中貿易摩擦といった外部要因に対する懸念の後退、3月都心5区オフィス賃料の上昇（前年同月比）加速等を受け、前月末比2.36%上昇して引きました【図表1、2】。

【市場規模・売買代金等】

- 新規上場はありませんでした。積水ハウスリート（存続投資法人）と積水ハウスレジデンシャルの合併により、上場銘柄数は1銘柄減少の59銘柄となりました。時価総額は12.1兆円と前月末より2,019億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は331億円と前月比17%減少しました【図表7】。
- 4月は2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3,655億円で、前年同期比で18%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4.08%（前月末：4.16%）、10年国債金利はプラス0.055%（前月末：プラス0.049%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.03%（前月末：4.11%）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

- 5月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数）は、以下の要因に支えられ堅調に推移するものと思われます。4月末時点では1,728ポイントですが、北朝鮮情勢等地政学リスクや米中貿易摩擦悪化懸念が更に後退すれば、1月24日の年初来高値（1,768ポイント）を上回ることも想定されます。

① 好調な国内不動産市況

- 3月27日に発表された2018年1月1日時点の公示地価^{*}は、全用途（全国）で前年比0.7%のプラスと前年（+0.4%）を上回ると共に、バブル期以降では初めて3年連続で上昇する等不動産市況の回復が続いていることが確認されました。また、3月の三鬼商事データでは都心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【図表17】。^{*}国土交通省が毎年3月に公表する1月1日時点の全国の土地価格。一般の土地取引や公共事業用地取得の際の価格の指標となる。「住宅地」「商業地」「工業地」などに土地の用途を分類して発表する。

② 国内金融緩和政策の持続観測の高まり

- 日銀は4月27日の金融政策決定会合で、「2019年度ごろ」としていた2%の物価目標の達成時期の文言を削除しました。金融緩和の長期化が意識され金利が安定すれば、J-R E I Tの収益悪化懸念が後退することも考えられます。

③ バリュエーション（企業価値評価）から見た割安感

- 4月末のJ-R E I Tの予想配当利回りは4.08%と依然4.0%を上回っています【図表4、5】。同月末のNAV倍率（投資口価格/1口当り純資産額）は1.04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】。

④ J-R E I Tの自助努力を評価する動き

- 昨年6月以降、6銘柄が株式の自社株買いに相当する自己投資口の取得及び償却を発表しています。また、競争力の強化・財務体質の改善等を目的にJ-R E I T同士が合併する動きも出始めています。これらはJ-R E I Tの自助努力として、同市場に対する投資家の信頼を高めている可能性があります。

- 国内株式に比したJ-R E I Tの特徴として、業績の安定感や円高リスクの相対的な小ささが挙げられるものと思われます。J-R E I Tの収益の源泉は賃料であり、大半は次の改定までは変動しない固定賃料となっています。また、保有物件はほぼすべて国内不動産であり、輸出企業の含まれる国内株式に比べて円高による業績の変動リスクは小さくなります。外部環境の不透明感が増し、リスク回避姿勢が強まれば、J-R E I Tが国内株式に比べて堅調に推移することも考えられます。一方、リスクオンムードの強まりで円安が進行するようなケースでは、J-R E I Tから国内株式に資金がシフトするケースも想定されます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年4月27日時点)

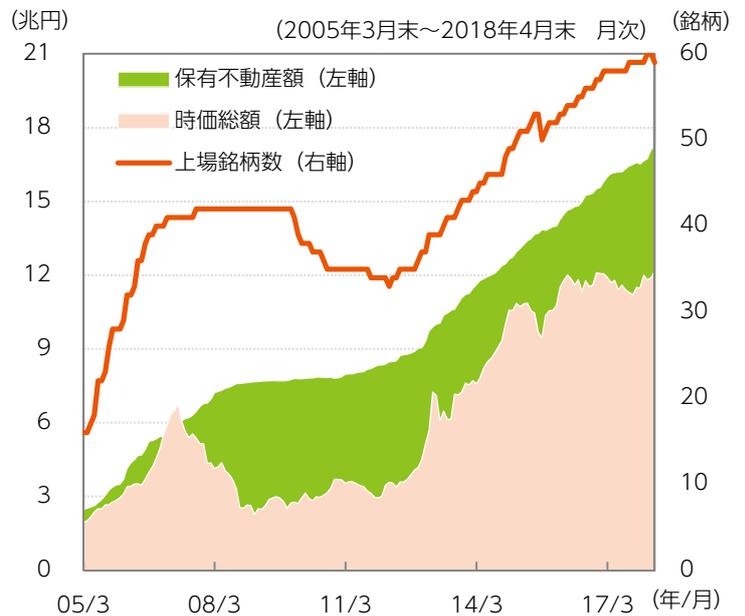
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	2.36	3.94	-10.39
	TOPIX	3.55	-2.22	19.69
	差	-1.19	6.16	-30.08
配当込み	東証REIT指数	2.55	5.30	-6.79
	TOPIX	3.55	-1.28	22.23
	差	-1.00	6.58	-29.02

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



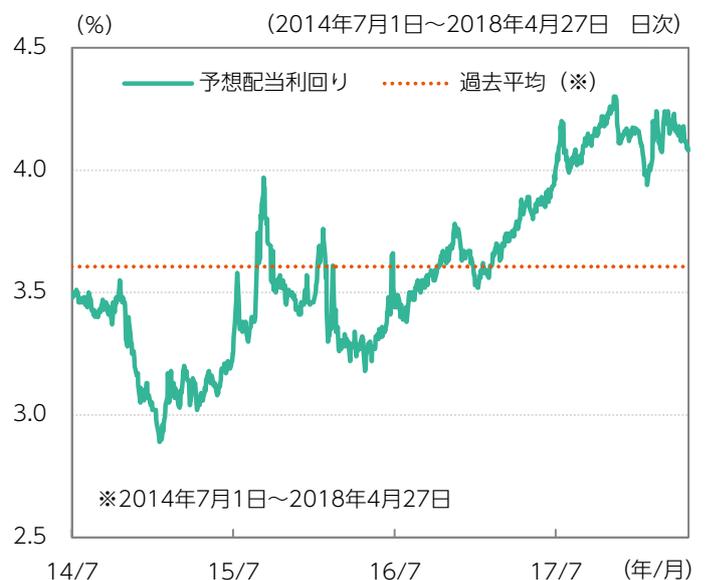
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

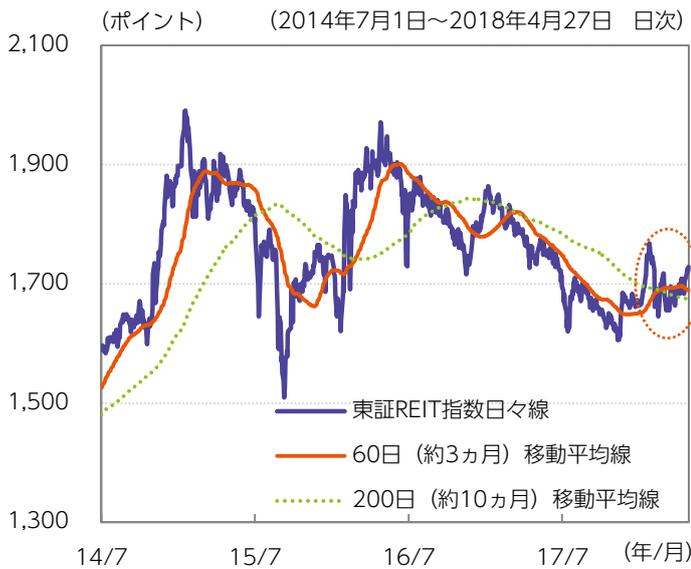


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

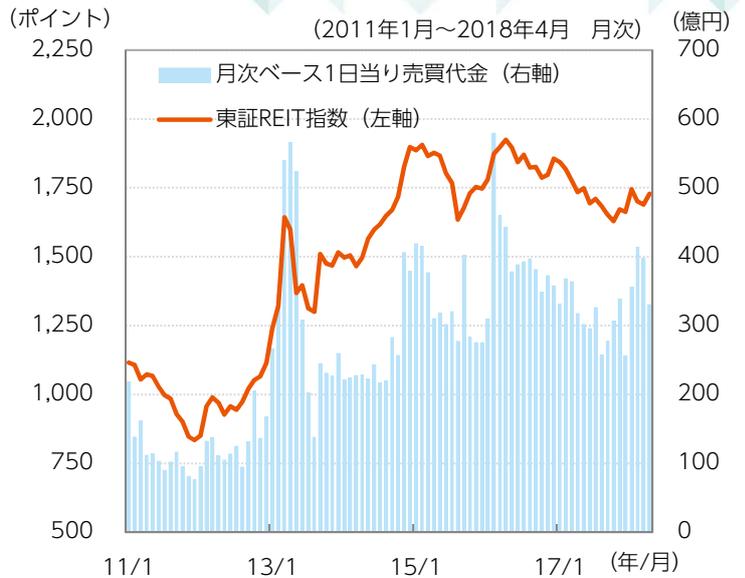


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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) プ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	-184	-349	-540	-113	-1,092	951	-577

※2018年は判明月月まで反映

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

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

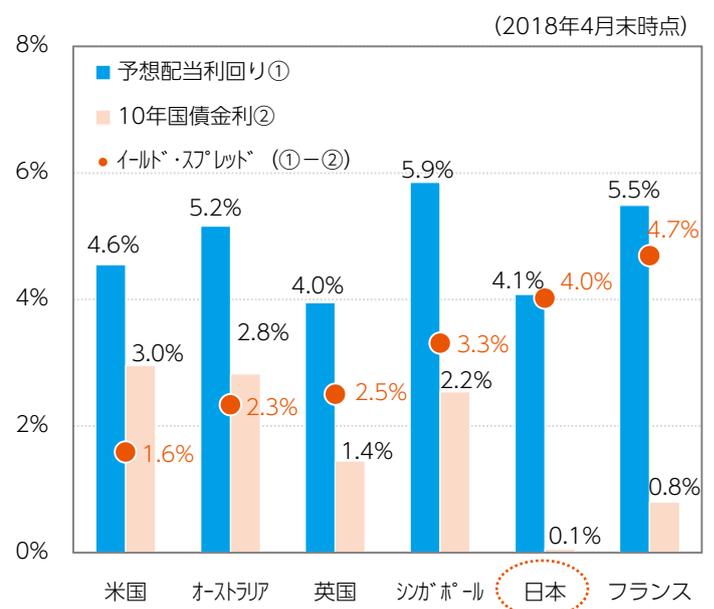
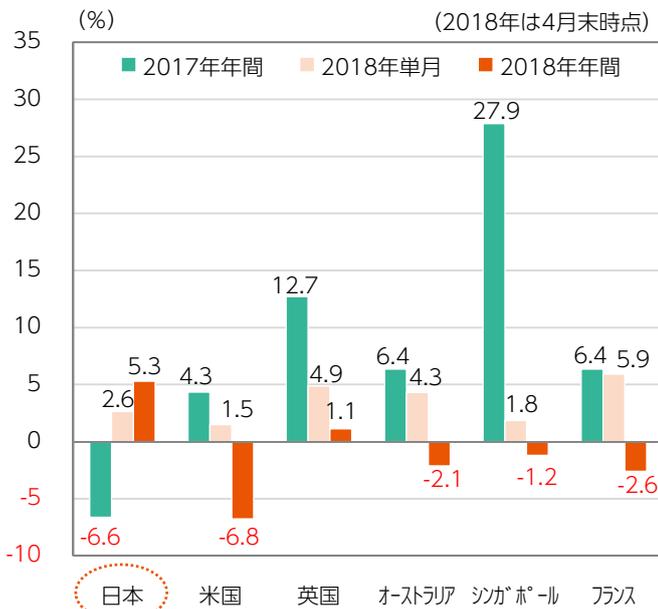
- 4月の買入れ額は24億円、1回あたりの買入れ額は12億円でした。北朝鮮情勢の好転観測等を背景にJ-REIT市場が比較的堅調に推移したことから、年間買入れ枠900億円の月平均75億円を下回りました。年初来の買入れ額は252億円、2018年年間の残り買入れ枠は648億円(月平均81億円)です。
- 4月26～27日の日銀金融政策決定会合では金融政策の据置きが決定されました。次回会合(予定)は6月14～15日です。

(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4月月間のパフォーマンス（前月末比）は、全市場がプラスとなりました。個人消費の回復等を背景にフランスが5%を超える上昇となりました【図表9】。
- 4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のかい離は3月まで縮小した後、4月は東証REIT指数の上昇率がTOPIXを下回っ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

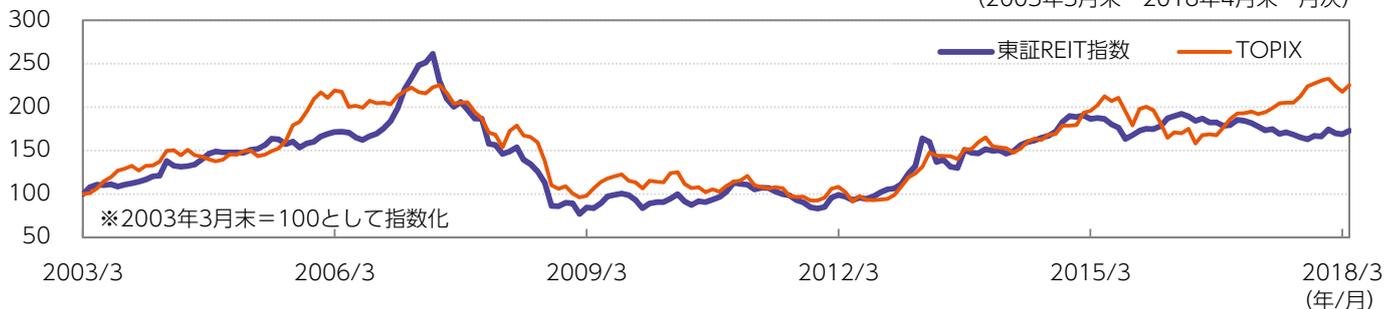


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース出所）図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

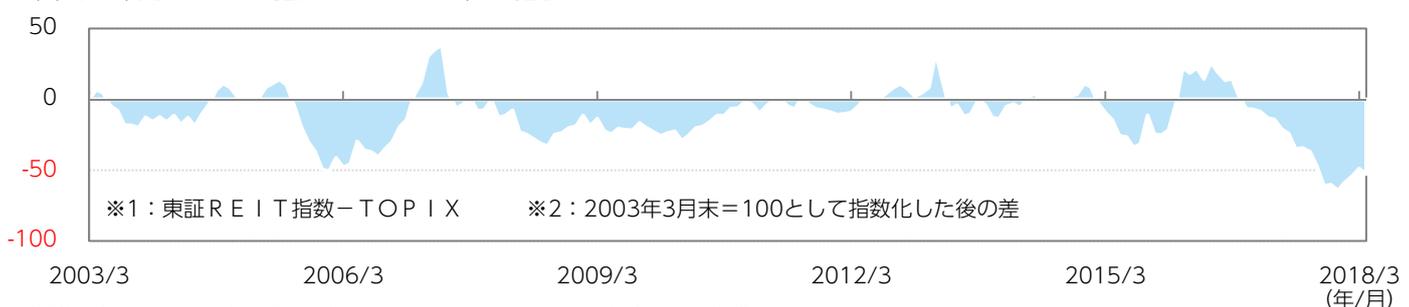
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2018年4月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

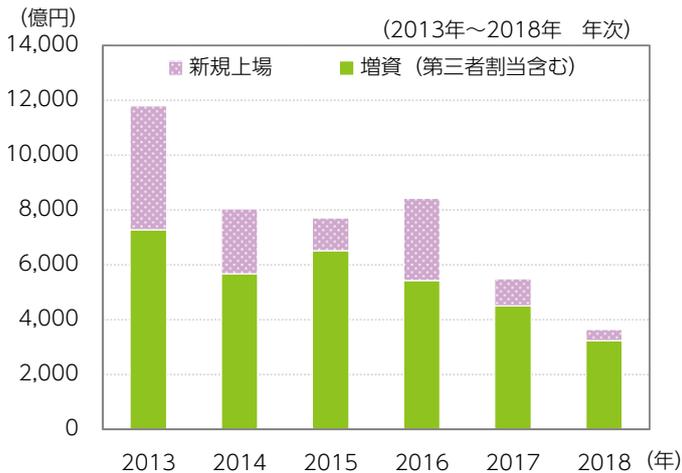


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

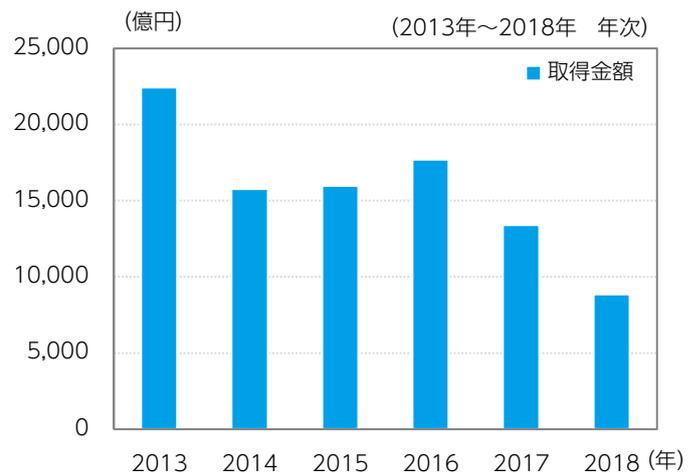
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 4月は2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3,655億円で、前年同期比で18%増加しています。公募増資が同23%増となっています。
- 4月の物件取得額（受渡しベース）は1,792億円でした。3月は3,949億円と2013年6月以来となる3,000億円超えを記録しましたが、4月は約半減しました。年初来では8,842億円で、前年同期比23%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4月末時点 ・新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2018年は4月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会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

- 4月の新規上場はありませんでした。
- 5月以降の上場予定については、候補はあるものの、上場日程等具体化されている案件はありません。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

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	2018年度中	○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がJ-REITの上場計画を発表。2018年度中の上場を目指す。 ○上場時の資産額等詳細は未定。
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

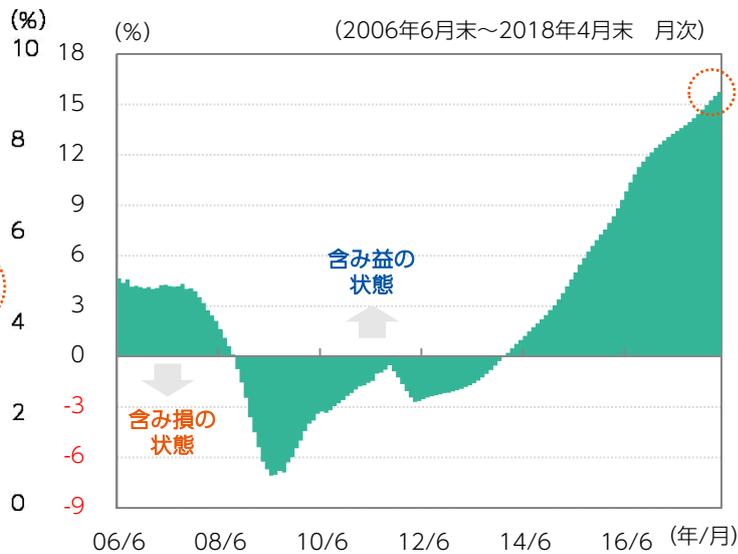
(7) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 4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4.6%増と、前月（5.2%増）を下回りました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向となっています。前年の水準が比較的高かった分、今後も同傾向が続くものと思われます。
- 4月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は15.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆5,908億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

- 3月の都心5区のオフィス空室率は2.80%と前月より0.23%低下し、2008年2月(2.77%)以来の低さとなっています。同月の坪当たり賃料(月額)は19,699円で、前年同月比で5.2%増加しました。同増加率が5%を超えるのは2015年3月(+5.3%)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51ヵ月、前年同月比で47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1.04倍。東証REIT指数算出開始後今年4月末までの平均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1,928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。

<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/>