

J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2019年5月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 4月のJ-REIT市場は、小幅下落しました。米中貿易協議の進展期待や中国の一部経済指標の改善等を受けてリスク回避姿勢が後退し、金利が上昇したこと、また10連休入り前の持ち高調整の売り等が影響しました。セクター別ではオフィスが-2.28%、住宅が-1.34%、商業・物流等が+0.97%となりました。リスク回避姿勢の後退や円安進行から株式が買われ、4月月間の東証REIT指数はTOPIXを2.61%下回りました【図表1、2】。

### 【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14.1兆円と前月末より1,213億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は429億円と、前年同月比30%増加しました。2018年12月から5ヵ月連続で400億円を超える売買が続いています【図表7】。
- 1件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は93億円でした【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3.96%(前月末:3.89%)、10年国債金利はマイナス0.040%(前月末:マイナス0.081%)、イールド・スプレッド(予想配当利回り-10年国債金利)は4.00%(前月末:3.97%)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

- 5月のJ-REIT(東証REIT指数)は、米中貿易摩擦の再燃懸念等不透明要因もありますが、相対的に高い配当利回りや業績の拡大期待、低金利の持続観測等を背景に底堅く推移するものと思われます。4月末の東証REIT指数は年初から6.49%上昇していますが、予想配当利回りは3.96%と、配当額の増加等を受けて昨年末から0.20%の低下に留まっており、4.0%水準近くを維持しています。国内金利の低下と配当額の増加でイールド・スプレッドは一定の厚みを有しており、J-REITの利回り面での投資魅力を高めているものと思われます【図表4、5】。都心5区(千代田区・港区・中央区・渋谷区・新宿区)オフィスの賃料上昇スピード(対前年同月比)が勢いを増しつつあります【図表18、19】。J-REIT保有物件の内、都心5区のオフィスが約3分の1を占めており(3月末時点)、J-REIT業績の拡大ペースが速まることも考えられます。日銀は4月25日の金融政策決定会合で、政策金利のフォワードガイダンス(指針)について「当分の間、少なくとも2020年春ごろまで現在の極めて低い長短金利の水準を維持する」と明確化しました。FRB(米連邦準備制度理事会)が金融緩和に前向きなハト派姿勢を強めている中、今回の日銀の決定は国内金利が当面低位で推移するとの見通しを強めさせる可能性があります。5月下旬のトランプ米大統領来日に合わせて日米首脳会談が開かれる予定ですが、貿易や金融政策を巡る思惑で円高が進むことも考えられます。貿易関連銘柄が含まれる株式に対して、保有物件のほとんどが国内にあるJ-REITが選好されるケースも想定されます。4月の上昇一服でJ-REITの過熱感が後退したと考えられることも支援材料となりそうです【図表6】。

- 貿易問題を巡って投資家がリスク回避姿勢を強める場合、収益の源泉が固定賃料で、円高リスクが相対的に小さく、一般の企業に比べて景気変動の影響を受け難いとされるJ-REITに資金が向かう可能性もあります。トランプ米大統領は5月5日、2,000億ドル(約22兆円)分の中国製品に対して、5月10日から現在10%の制裁関税を25%に引き上げると発表しました。6日には米通商代表部(USTR)のライトハイザー代表も関税引き上げを表明しており、合意間近との見方もあった米中貿易協議の先行きに再び不透明感が漂い始めています。中国が交渉に前向きな姿勢を貫き、最終的には合意に達するものと考えていますが、早期妥結の可能性が後退することで、資金をリスクの相対的に小さい資産に移す投資家が増えることも想定されます。尚、トランプ大統領は4月上旬に航空機問題で欧州連合(EU)に報復関税を課すと発表しており、仮に米中協議が進展したとしても、今度は米国とEUの貿易摩擦が強まる懸念も出始めています。当面、貿易問題を巡る先行きの不透明感等から株式の上値を迫る投資家が限られる可能性もあり、J-REITの下支え要因となることも考えられます。

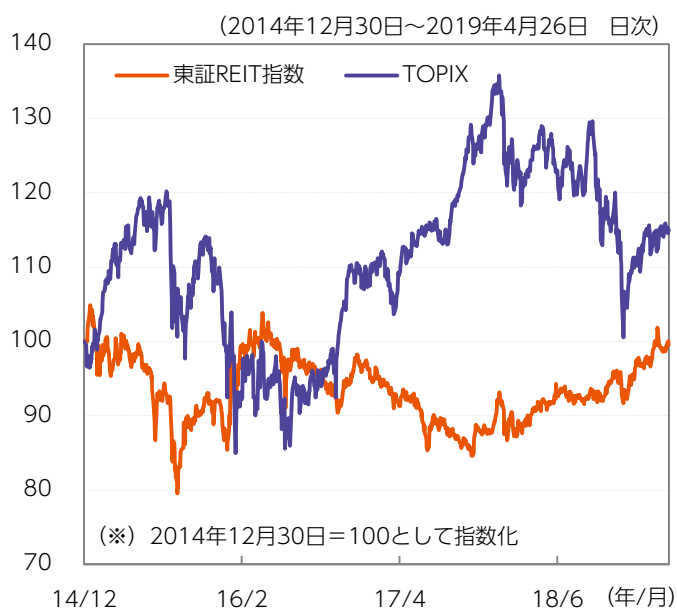
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年4月26日時点)

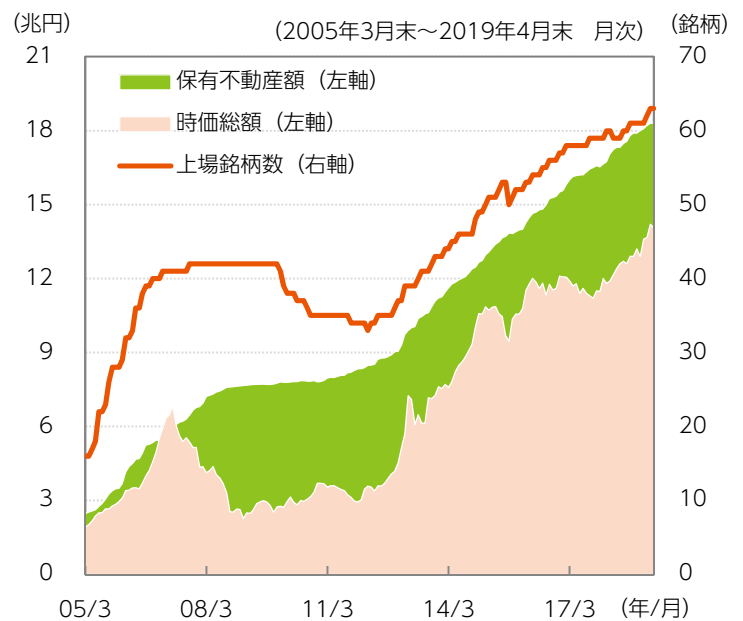
(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	-0.96	6.49	6.68
	TOPIX	1.65	8.29	-17.80
	差	-2.61	-1.80	24.48
配当込み	東証REIT指数	-0.74	7.87	11.11
	TOPIX	1.65	9.52	-15.97
	差	-2.39	-1.65	27.08

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



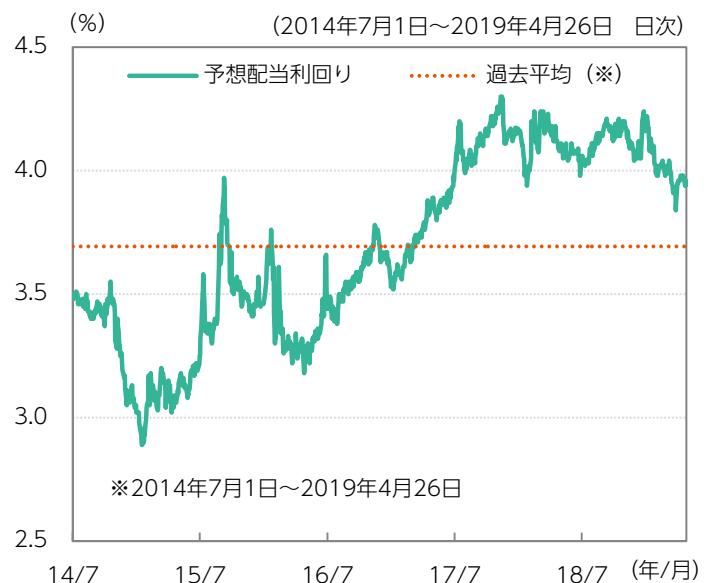
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

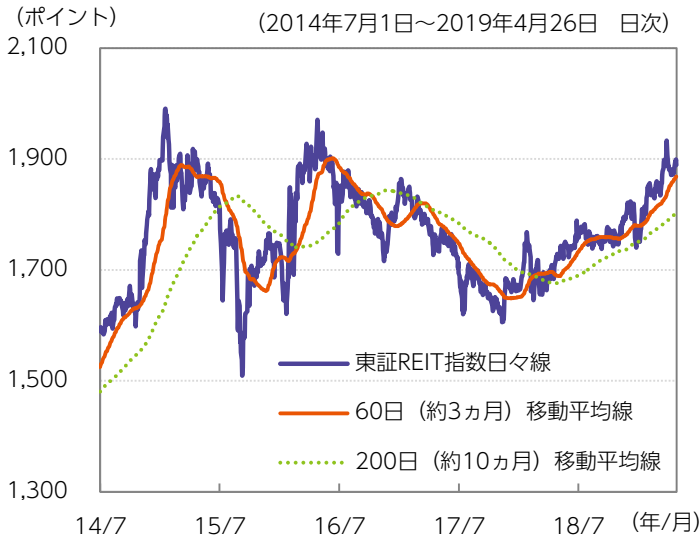


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



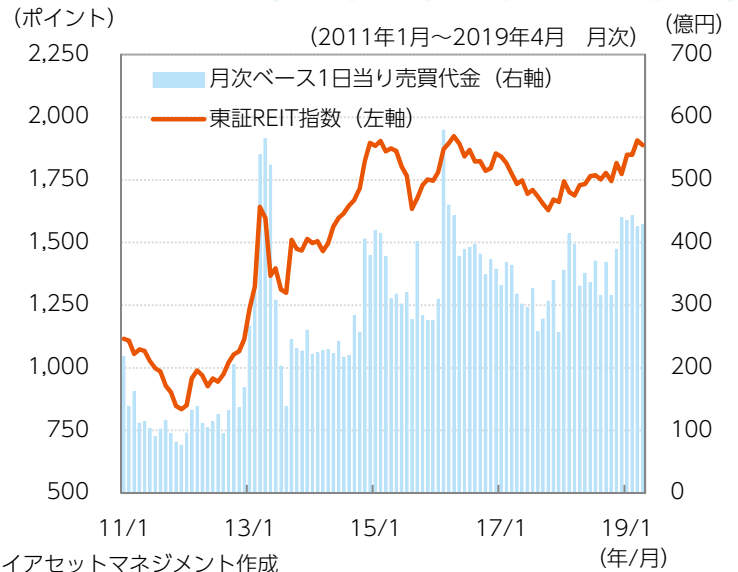
出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-222	-297	-676	-110	-1,090	1,691	-393

※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

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

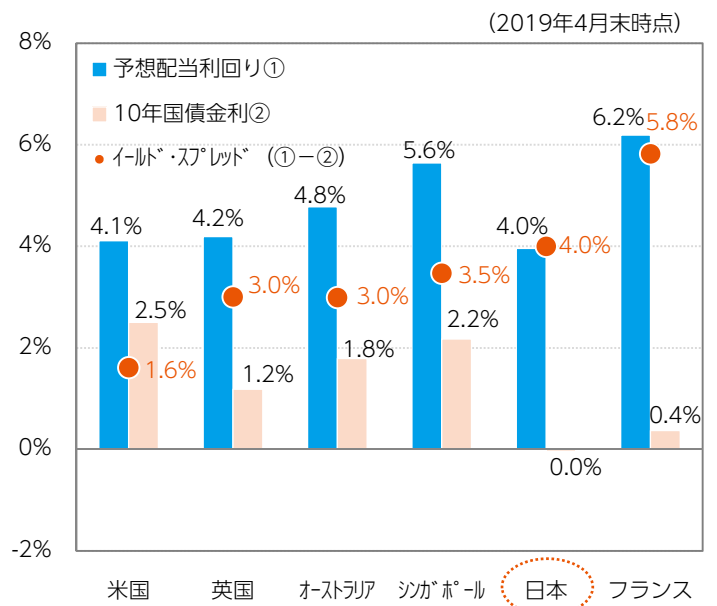
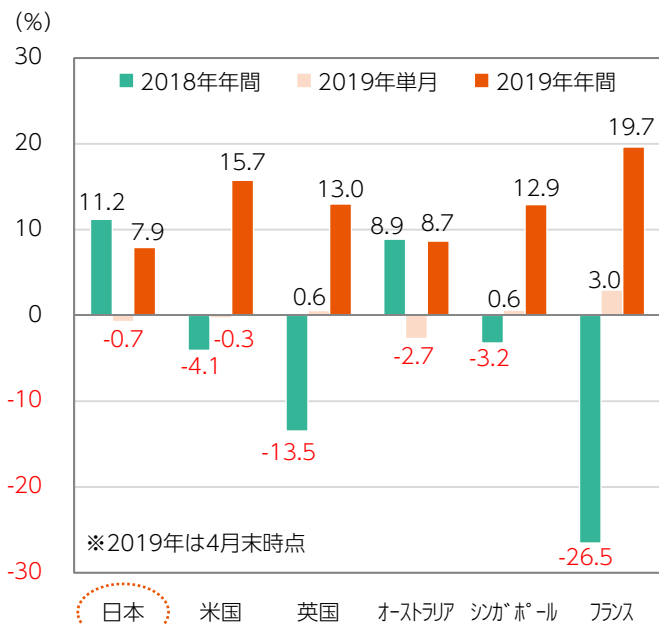
- 4月の買入れは8回、96億円(1回当たり12億円)、1～4月累計では192億円となりました。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は21%、残り枠は約708億円(月当たり約89億円)です。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETFやJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。相場が堅調に推移する場合には、2018年同様に買入れ実績が目処を大きく下回ることも考えられます。2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。

## (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4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。年初来では昨年26.5%下落したフランスが上昇率トップとなっています【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フランスです【図表10】。
- 4月は世界景気の減速懸念の後退や米中貿易協議の進展期待等からリスク回避姿勢が弱まり、J-REITに対して株式（TOPIX）が選好されたことから、両者の乖離は拡大しました【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

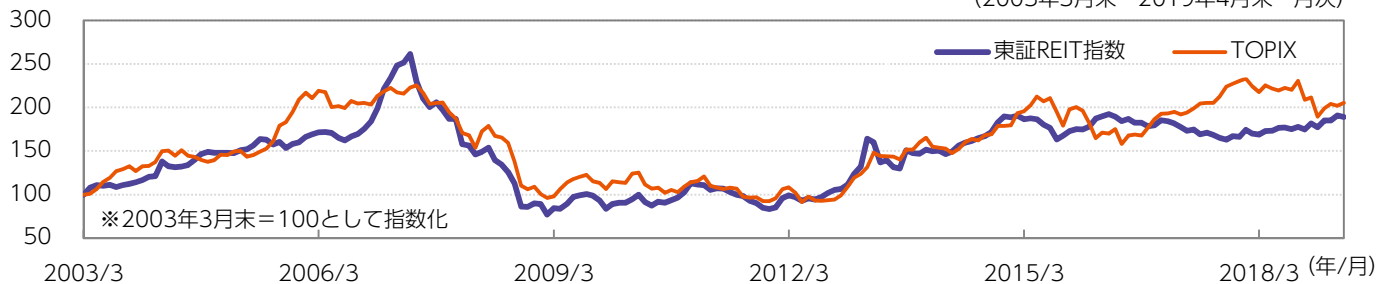


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所）図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

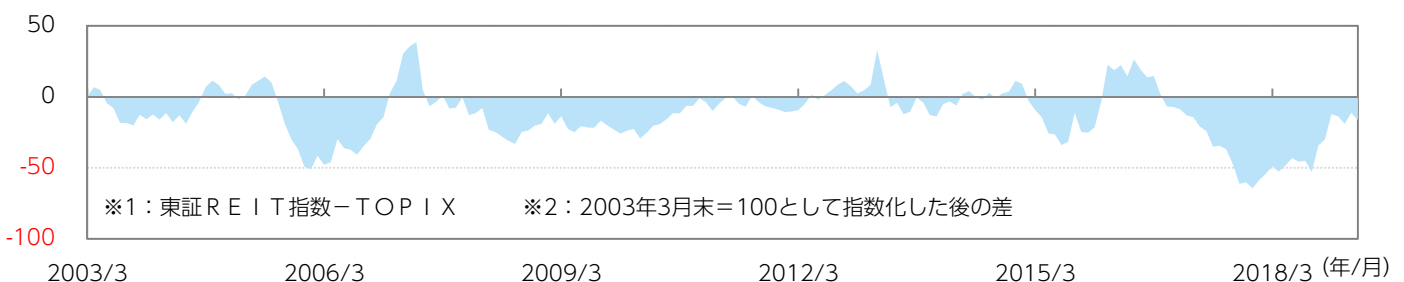
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2019年4月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

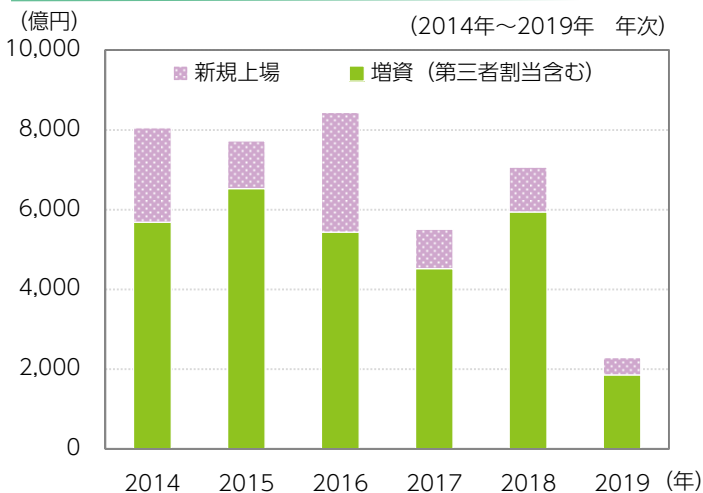


出所）ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 4月は1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37%減の2,290億円となっています。
- 4月の物件取得額（受渡しベース）は1,904億円、年初来では前年同期比29%減の6,333億円となっています。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。

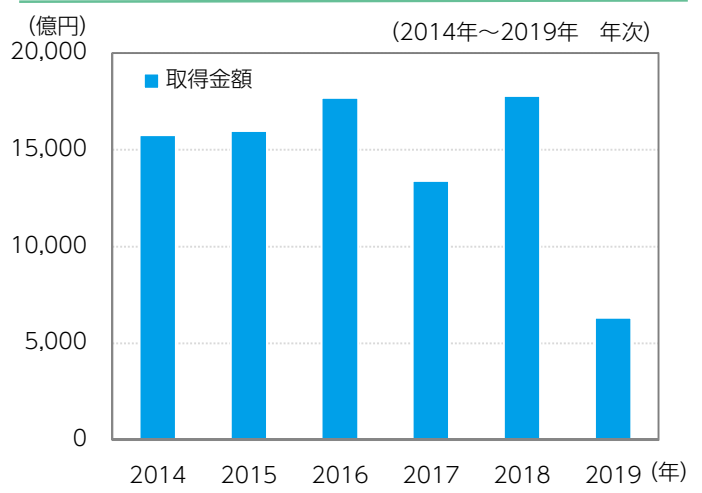
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は4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）

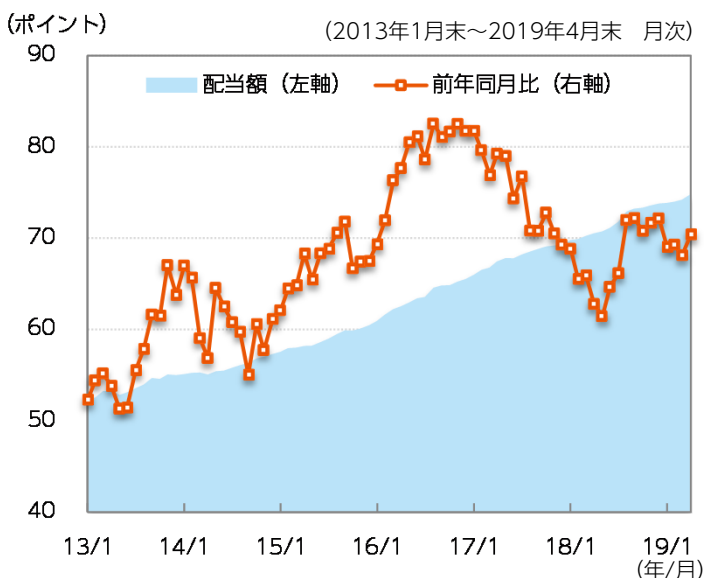


(※) 2019年は4月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

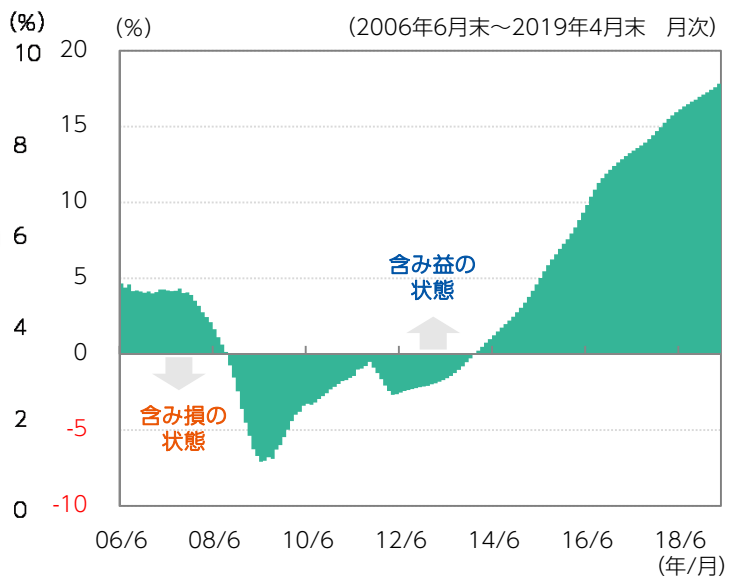
- 4月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比6.1%増となりました。伸び率は前月の5.6%増から拡大しました。オフィス賃料の上昇加速や金利低下による借入費用の減少等を背景に、当面は5%を超える伸びが続くものと思われます。
- 4月末（2019年2月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は17.8%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆1,611億円と何れも過去最高水準です。物件入替え時に売却益が発生する可能性が高まっています。

【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

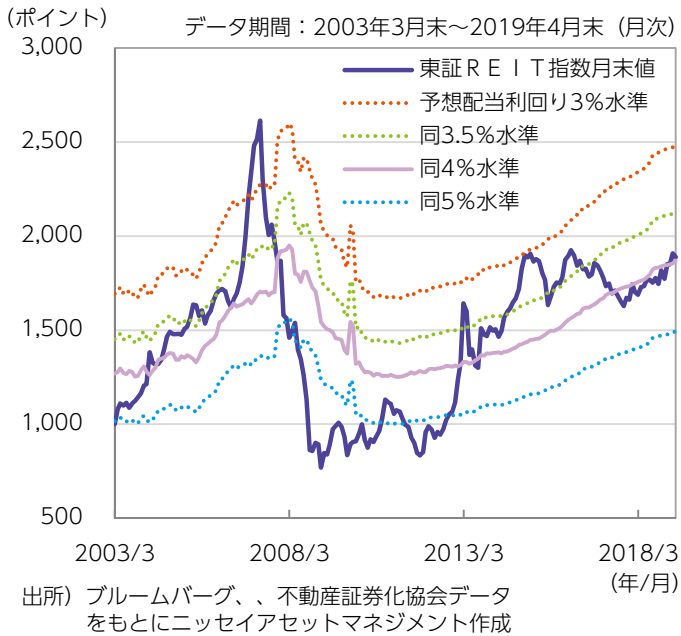


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

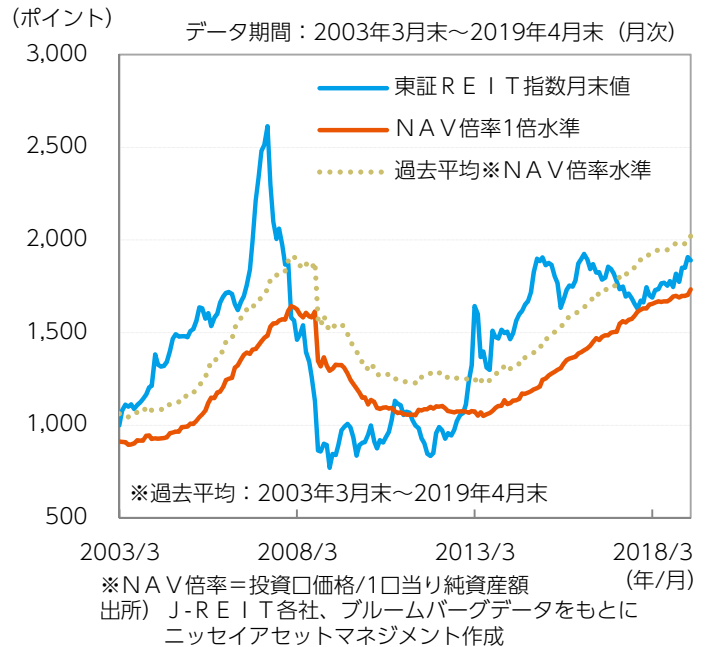
## (7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 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4月末のNAV倍率は1.09倍と解散価値水準とされる1倍を上回っています。尚、リーマン・ショック前後は1倍を下回っていました。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



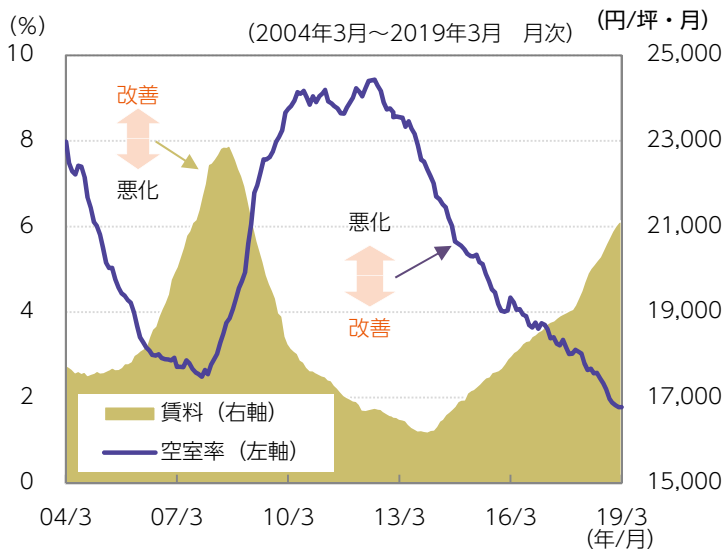
【図表17】 東証REIT指数とNAV1倍水準



## (8) 不動産市況

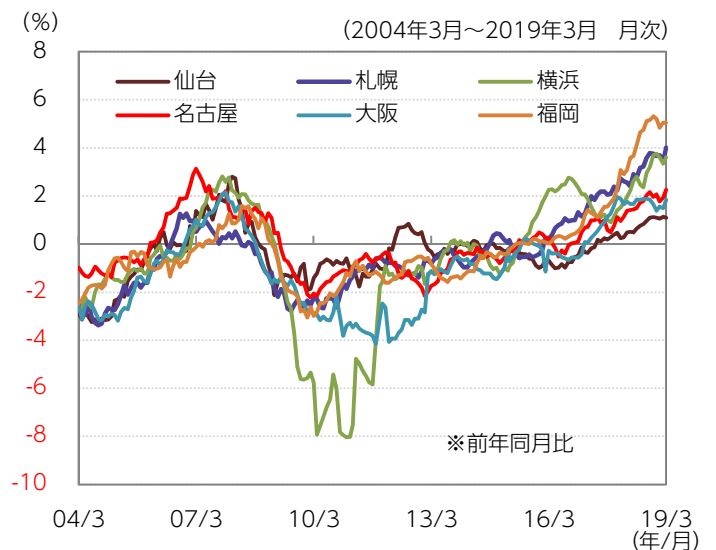
- 2019年3月の都心5区のオフィス空室率は1.78%と、前月比横ばいとなりました。同月の月額坪当たり賃料は21,134円で、前年同月比で7.3%増加しました。2.0%を下回っている空室率は今後は横ばいないしは小幅上昇に転じるとの見方もあります。
- 主要地方都市のオフィス賃料も上昇傾向を続けています。福岡や札幌等の同賃料上昇率（前年同月比）はリーマン・ショック前を上回っています。

【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/>