

## 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 (2019年8月号)

## (1) J-R E I T市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 7月のJ-R E I T (東証R E I T指数) は、金利低下は一服したものの、予想配当利回りの10年国債金利に対する相対的な高さ、業績の拡大観測、日銀の追加緩和期待等に支えられて続伸し、2,000ポイント台を回復しました。7月末終値 (2,017.48ポイント) は、月末値ベースとしては2007年9月末 (2,061.45ポイント) 以来、11年10カ月ぶりの高水準です。また月末値ベースの配当込み指数は先月末に続き史上最高値を更新しました【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。上昇率はオフィスが4.41%、住宅が5.06%、商業・物流等が3.26%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先月に続いて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15.2兆円と前月末より6,301億円増加し、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479億円と、前年同月比29%増加しました。2018年12月以来8カ月連続で1日当たり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253億円でした【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3.73% (前月末: 3.88%)、10年国債金利はマイナス0.153% (前月末: マイナス0.158%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.88% (前月末: 4.04%) 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

- 8月のJ-R E I T (東証R E I T指数) は、米中貿易摩擦の再燃を背景とする金利低下観測や、収益の源泉が固定賃料であること等を要因とする業績の相対的な安定感等を支援材料に、底堅く推移するものと思われる。但し、J-R E I Tの7月末時点の予想配当利回りが3.73%と過去平均 (2014年7月1日~2019年7月31日) 近くまで低下していること【図表5】、同指数の中長期的な方向性を示すとされる60日や200日移動平均線からの上振れ乖離が広がり【図表6】、一部では過熱感も指摘され始めていること、8月中旬以降は投資家の夏季休暇入りで資金流入が細る可能性があること等を考えると、8月月間のJ-R E I Tの上値は限られるものと思われる。尚、先行き不透明感が一段と強まり、リスク性資産を圧縮する動きが本格化する場合は、下落率は株式より小さくなると思われるものの、J-R E I Tも下落基調となる可能性があります。また、米中貿易協議の進展等でリスク回避姿勢が後退し、金利が上昇傾向となる場合には、J-R E I Tが株式に対して軟調な展開になることも想定されます。
- トランプ米大統領は8月1日、9月1日から約3,000億ドル (約33兆円) 分の中国製品に10%の関税を課す制裁「第4弾」を発動すると発表しました。6月下旬に閣僚級協議の再開が決まり、市場では交渉の進展期待が高まっただけに、その反動も大きかったようです。F R B (米連邦準備制度理事会) は7月末のF O M C (米連邦公開市場委員会) で約10年半ぶりに利下げに踏み切りました。一部ではF R Bが金融緩和姿勢を強めるとの見方もありましたが、パウエル議長が継続的な利下げに消極的な姿勢を示したことで追加利下げ観測は一旦後退しました。しかし、翌日の制裁「第4弾」の発動表明による先行き不安の強まりで、資金は株式から相対的に安全とされる国債へ向かうようになり、7月下旬にかけて一服状態となっていた主要国の金利は再び低下傾向となっています。金利低下局面での予想配当利回りの相対的な高さ、先行き不安が強まる中での収益の相対的な安定感はJ-R E I Tを支える材料になるものと思われる。また、都心5区 (千代田区・港区・中央区・渋谷区・新宿区) オフィス賃料の増加【図表18、19】や主要都市の地価上昇等を背景にJ-R E I T業績 (予想配当額) が前年同月を上回って推移していること【図表14】も支援材料になるものと考えます。尚、制裁「第4弾」に対して中国が報復姿勢を強める、イラン核問題を巡って中東情勢が緊迫化する、イギリスのE U (欧州連合) からの「合意なき離脱」の可能性が高まる等のケースで、投資家のリスク性資産を圧縮する動きが本格化する場合には、J-R E I Tもその影響を受けるものと思われる。

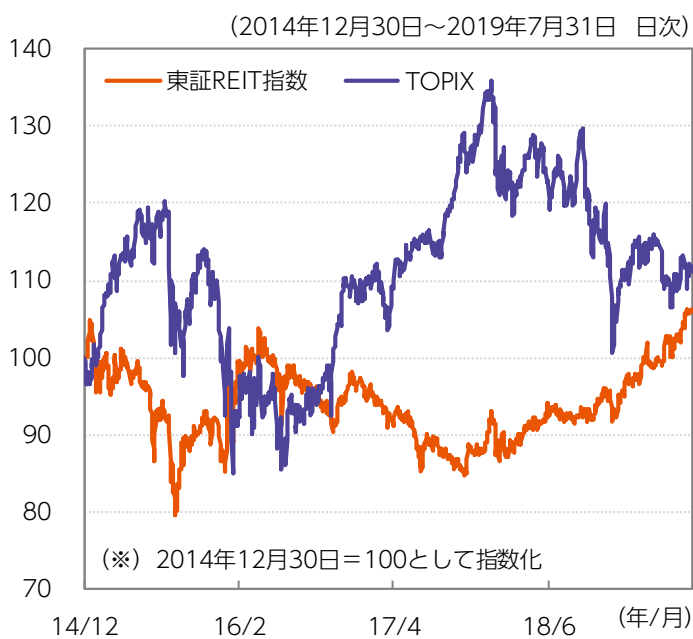
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年7月31日時点)

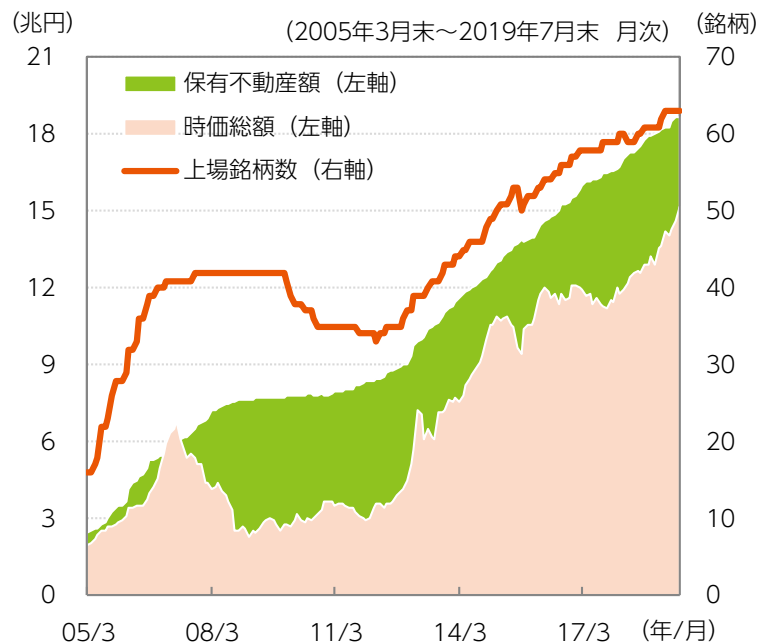
(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	4.06	13.72	6.68
	TOPIX	0.90	4.76	-17.80
	差	3.15	8.97	24.48
配当込み	東証REIT指数	4.37	16.27	11.11
	TOPIX	0.91	6.17	-15.97
	差	3.46	10.10	27.08

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



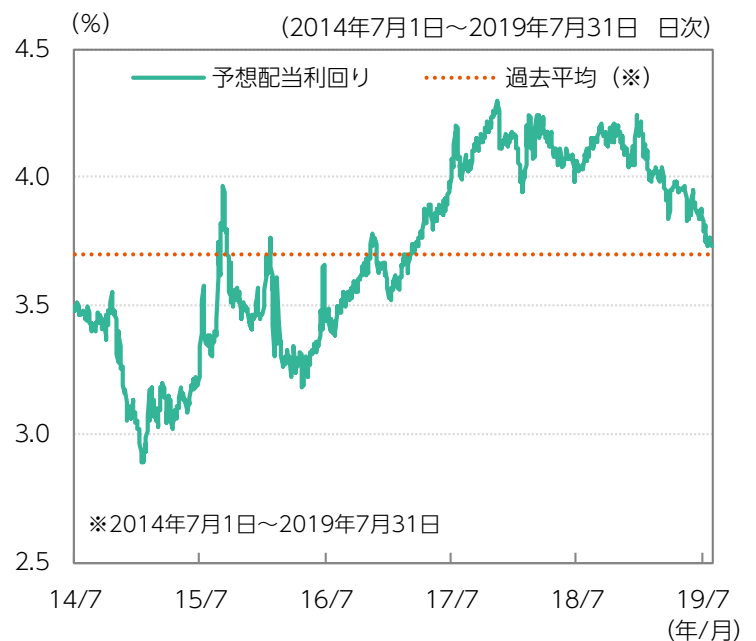
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

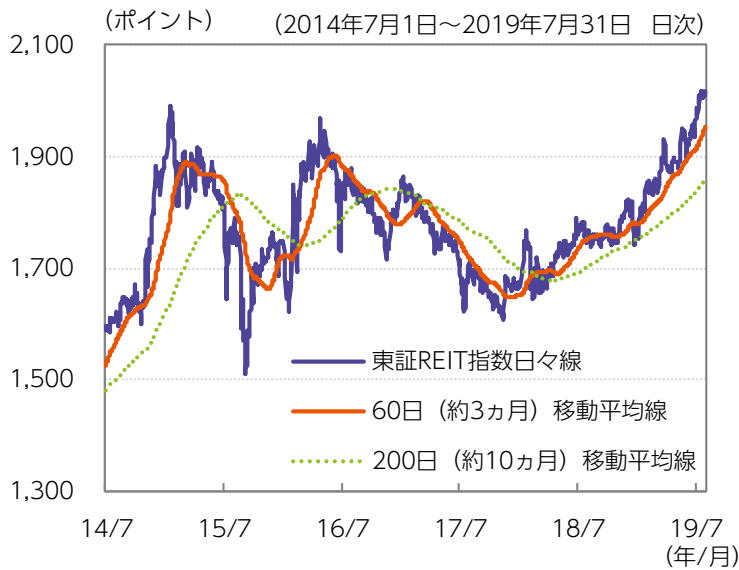


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

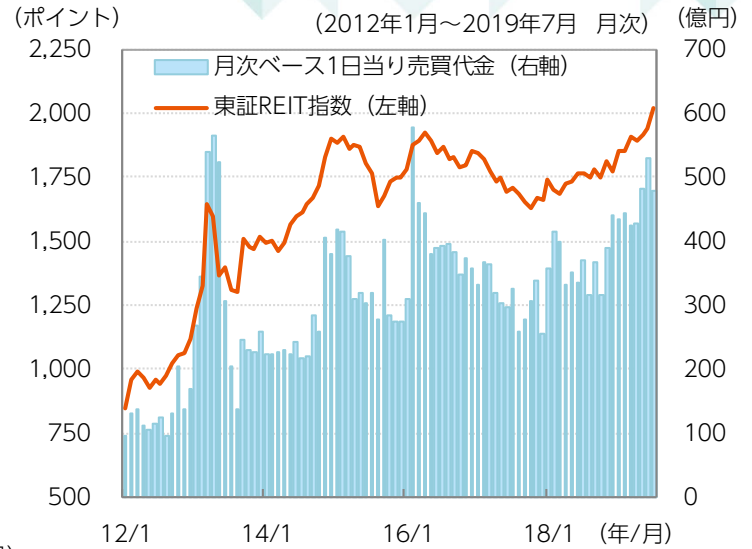


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



【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)
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	-22	-282	-185	-228	-1,743	746	-522

※2019年は判明月まで反映

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
2019年6月	63	-134	274	-75	-333	-233	-146

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

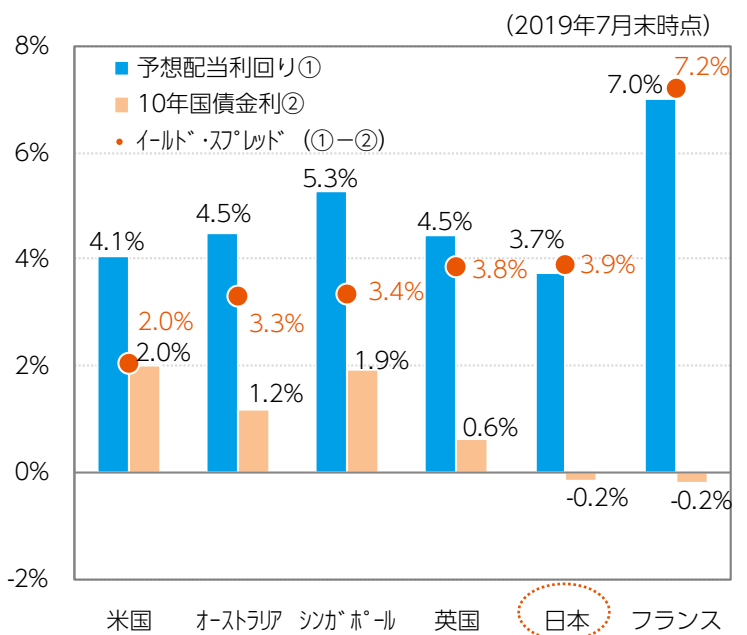
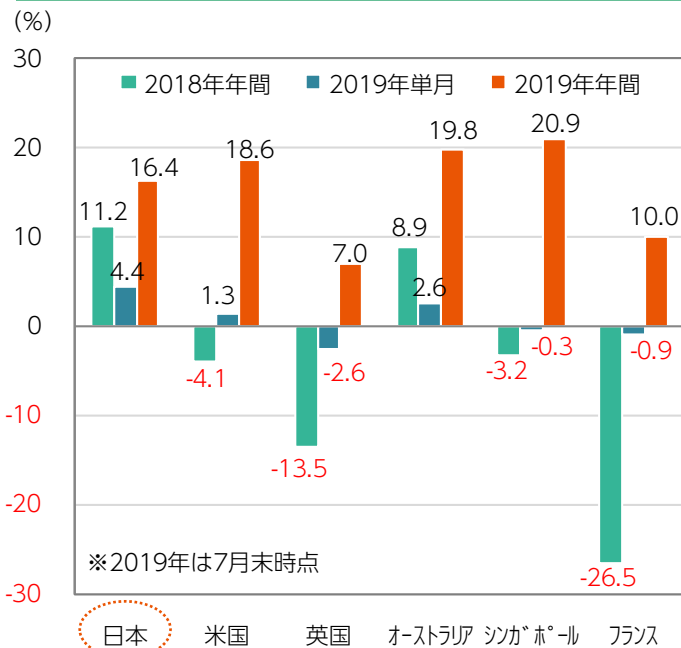
- 7月の買入れは無く、1～7月累計では240億円となりました。買入れが無かったのは2018年9月以来です。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は27%、残り枠は約660億円(月当り約132億円)です。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETFやJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。相場が堅調に推移する場合には、2018年同様に買入れ実績が目処を大きく下回ることも考えられます。2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。

#### (4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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7月月間のパフォーマンス（前月末比）は、日本が上昇率トップとなりました。年初来の上昇率トップはシンガポールで、2番目がオーストラリア、3番目が米国となっています【図表9】。
- 7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】。
- 7月は、株式（TOPIX）に比した予想配当利回りの高さや業績の相対的な安定感等を材料に、J-REITの上昇率がTOPIXを上回り、乖離縮小の動きとなりました【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

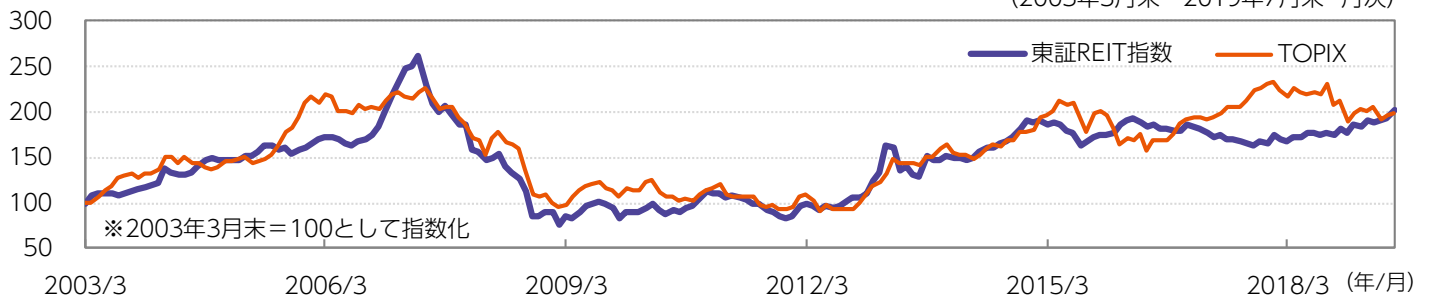


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）出所 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

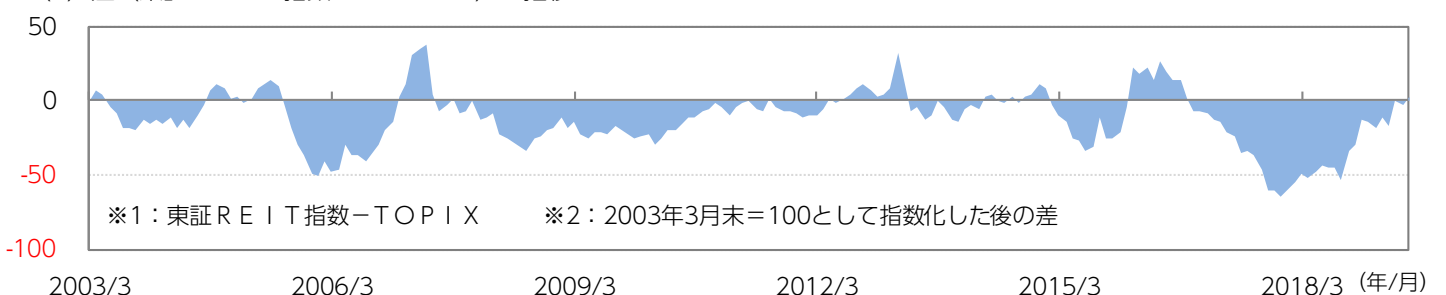
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2019年7月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

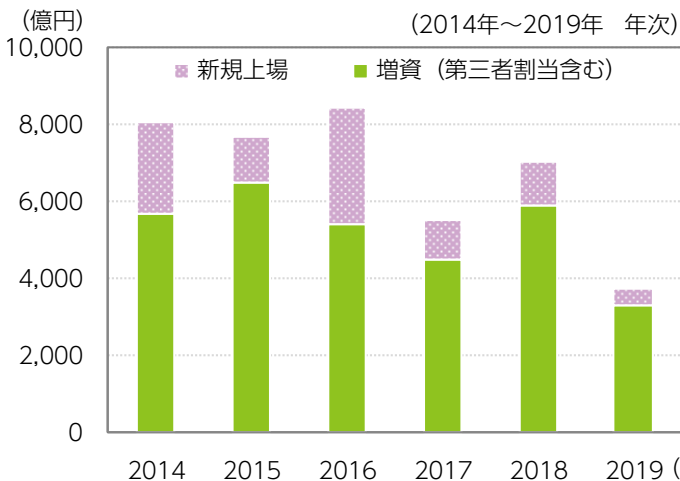


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

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

- 7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27%減の3,759億円となっています。
- 7月の物件取得額（受渡しベース）は1,046億円、年初来では前年同期比15%減の1兆円となっています。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。7月の取得額はホテルが全体の約8割を占めました。

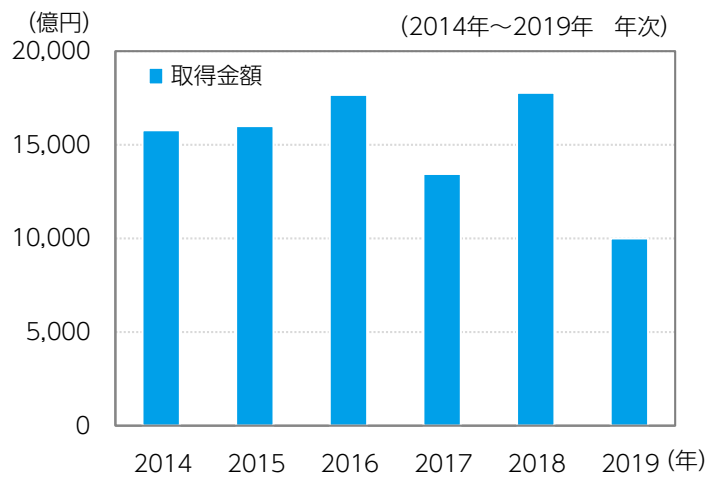
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は7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）

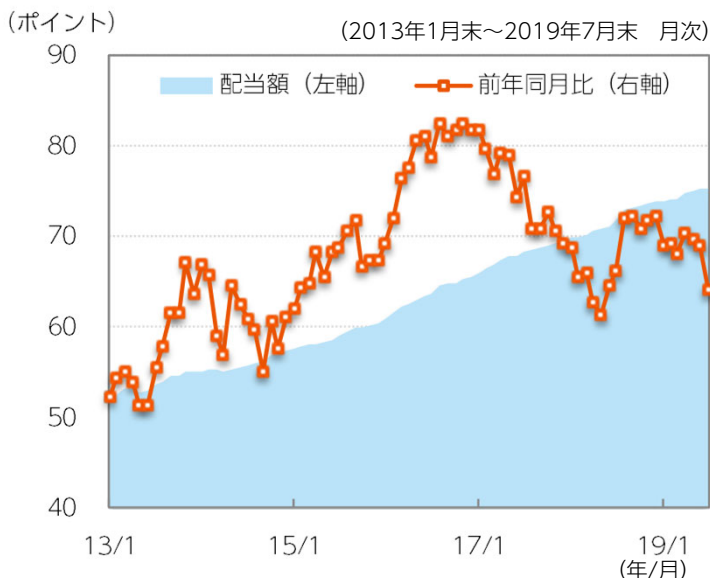


(※) 2019年は7月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

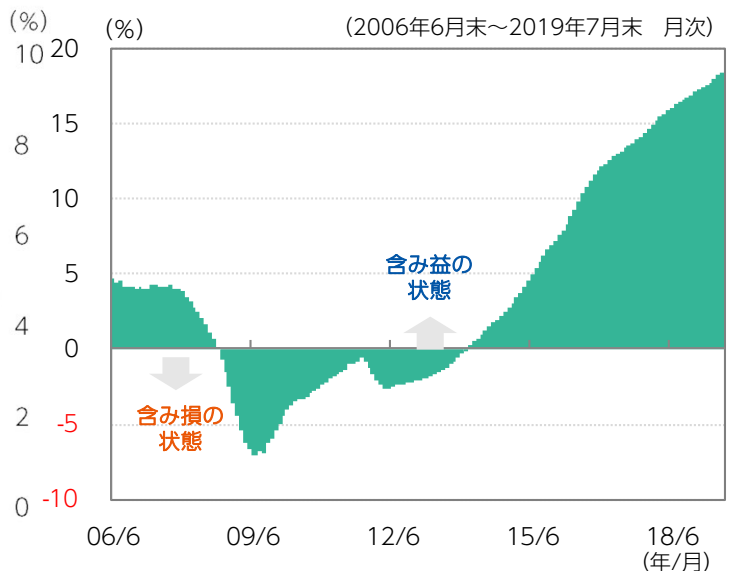
- 7月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比4.8%増となりました。伸び率が5%を下回るのは2018年6月以来です。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に再び5%を超える伸び率に回復するのか注目されます。
- 7月末（2019年5月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は18.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆2,937億円と何れも過去最高水準です。物件入替え時に売却益が発生する可能性が高まっています。

【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

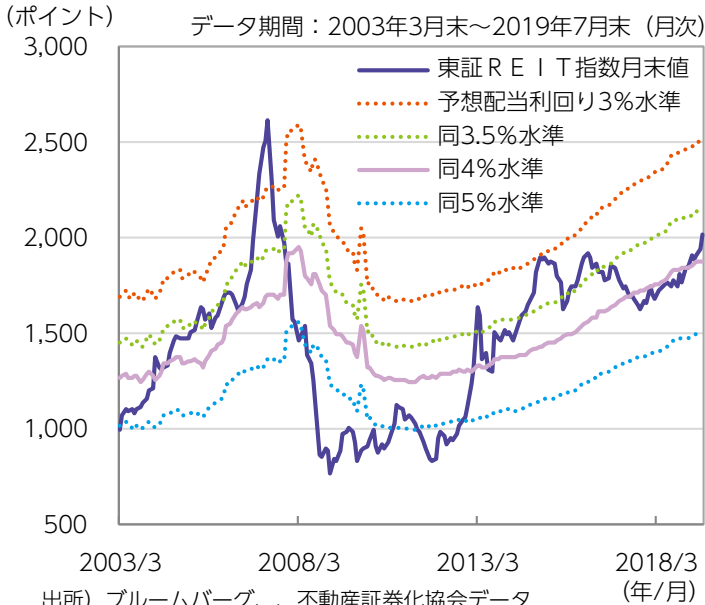


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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

- 東証REIT指数は2019年1月以降、予想配当利回り4.0%水準を上回って推移しています。
- 2019年7月末のNAV倍率は1.16倍と、過去（2003年3月末～2019年7月末）平均の1.17倍とほぼ同水準まで上昇しています。尚、2019年7月末時点のNAV倍率1.0倍の東証REIT指数水準は1,739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



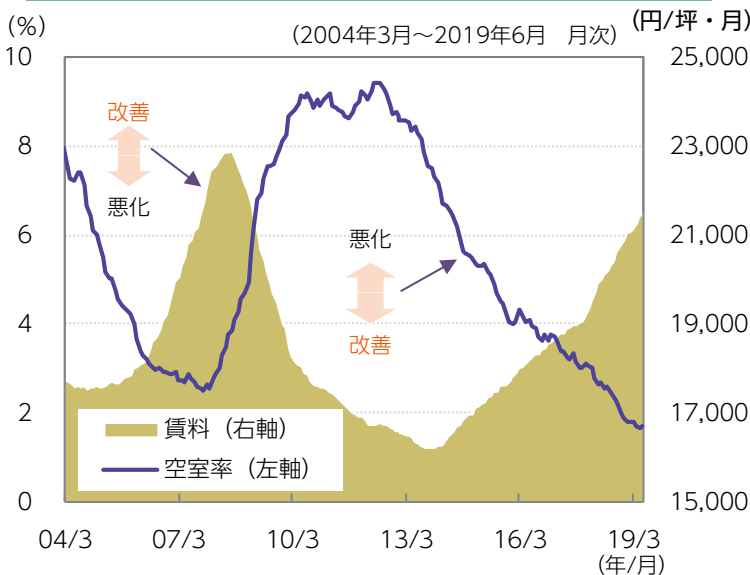
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



## (8) 不動産市況

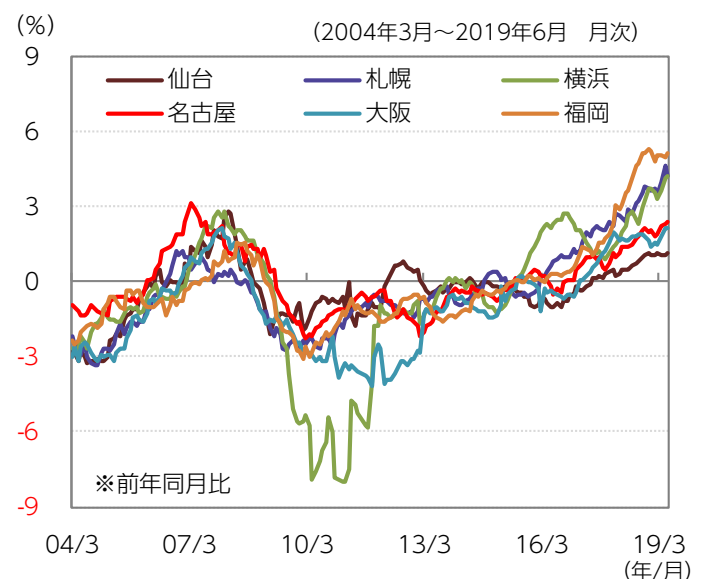
- 2019年6月の都心5区のオフィス空室率は1.72%と、前月から0.08%悪化しましたが、リーマン・ショック前を下回る低い水準です。同月の月額坪当たり賃料は21,518円で、前年同月比で7.0%増加しました。賃料は前月比で66カ月、前年同月比で62カ月連続増加しています。
- 主要地方都市のオフィス賃料（前年同月比）も前年同月を上回って推移しています。尚、福岡や仙台のオフィス賃料上昇には一服感も出始めています。

【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/>