

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2019年11月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 10月のJ-REIT (東証REIT指数) は前月末比3.12%上昇し【図表1】、2007年6月末以来12年4カ月ぶりの高水準で引けました。また、配当込み指数は前月末に続き史上最高値を更新しました。米中貿易協議の進展による投資家のリスク選好の動き等を背景に金利は上昇しましたが、その上昇余地は限られるとの見方や日銀の追加金融緩和期待が下支えしました。9月の都心5区 (千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区) オフィスの空室率が過去最低水準まで低下し【図表18】、オフィス賃料の上昇が当分続くとの見方も支援材料となりました。

【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17.1兆円と前月末より5,391億円増加し、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583億円と、前月の617億円について過去2番目の多さとなりました【図表7】。2件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は156億円でした【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3.40% (前月末: 3.49%)、10年国債金利はマイナス0.133% (前月末: マイナス0.213%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.53% (前月末: 3.70%)。10月末のイールド・スプレッドは前月末より縮小しましたが、前述2007年6月末 (1.1%) の約3.2倍の厚みを有しています【図表4、5】。

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 11月のJ-REIT (東証REIT指数) は、米中貿易協議の進展期待や英国の「合意なき離脱」懸念の後退等を背景とするリスク選好の動きを受けて、上値の重い展開になるものと見ています。東証REIT指数は米中貿易摩擦が再燃した8月以降上昇ピッチを速めており、中長期的なトレンド線である60日や200日移動平均線からの乖離も比較的大きくなっています【図表6】。また、10月末の年初来パフォーマンスはTOPIXを約15%上回っており、株式との乖離の大きさにも注意が必要であるように思われます【図表1、11】。足元の東証REIT指数はスピード調整が必要なタイミングを迎えている可能性もありそうです。
- トランプ米大統領は10月11日、ワシントンで開いた通商問題に関する閣僚級協議で部分合意である「第一段階の合意」に達したと発表しました。中国が米国農産品の購入拡大や金融サービスの開放等を行い、それに対して米国が10月15日に予定していた追加関税の引き上げを先送りすることが骨子となっています。その後、米国は10月15日の関税引き上げを見送り、また米中両政府は署名に向けた文書作成等の取り組みを進めています。USITR (米国通商代表部) は11月1日に行われた米中閣僚級の電話会議で様々な分野での進展があったことを公表しました。こうした動き等を背景に、11月4日のNYダウが約3ヵ月半ぶりに史上最高値を更新し、5日の日経平均株価が約1年1ヵ月ぶりに2万3,000円台を回復する等、市場ではリスク選好の動きが強まりつつあるようです。英国を除くEU (欧州連合) 加盟27カ国は10月28日、英国の要請を受けてEUからの離脱期限を来年1月末まで3ヵ月間延期することを決めました。12月12日に予定されている英国総選挙の結果等によっては混乱が生じる可能性もありますが、一時期に比べて「合意なき離脱」となる懸念が後退したこともリスク選好の動きを強める要因になっているものと思われます。11月のJ-REITは、米中貿易協議の進展期待等を株式市場がある程度織り込むまで上値の重い展開となることも考えられますが、その動きはスピード調整の一環であることとらえることも出来そうです。尚、米国が12月15日に予定している携帯電話やスマートフォン等約1,600億ドル (約17兆円) 分を対象とする対中制裁関税「第4弾」の発動を見送る等、貿易協議の進展を更に印象付ける材料が出るような場合には、J-REITが一時的に調整色を強めることも想定されます。
- 都心5区や地方主要都市のオフィス賃料の増加【図表18、19】、ネット通販拡大による物流施設需要の高まり等を背景にJ-REITの業績 (予想配当額) の拡大が続いています【図表14】。米中貿易協議の進展等で景気・企業業績の回復期待が高まれば、テナントとの賃料引上げ交渉が容易となり、J-REITの業績に好影響を与えることも考えられます。イールド・スプレッドも比較的高水準を維持しています【図表4、10】。これらを材料を背景に、スピード調整を経た後のJ-REITは再び上昇基調に回帰するものと見ています。日銀は10月30~31日の金融政策決定会合で追加緩和を見送りつつ、政策金利の「フォワードガイダンス」 (先行きの指針) を見直し、更なる利下げの可能性を示しました。日銀が当面低金利政策を続けるとの見方も支援材料となりそうです。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

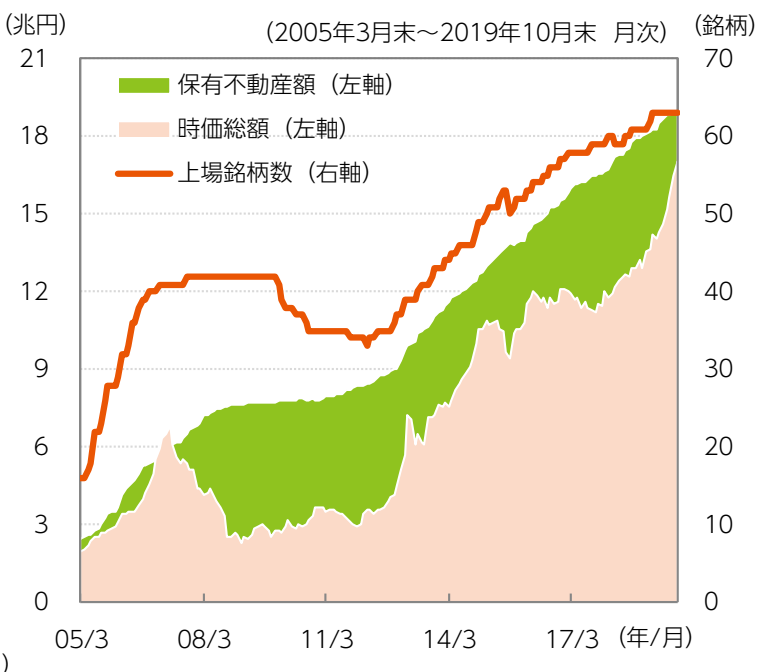
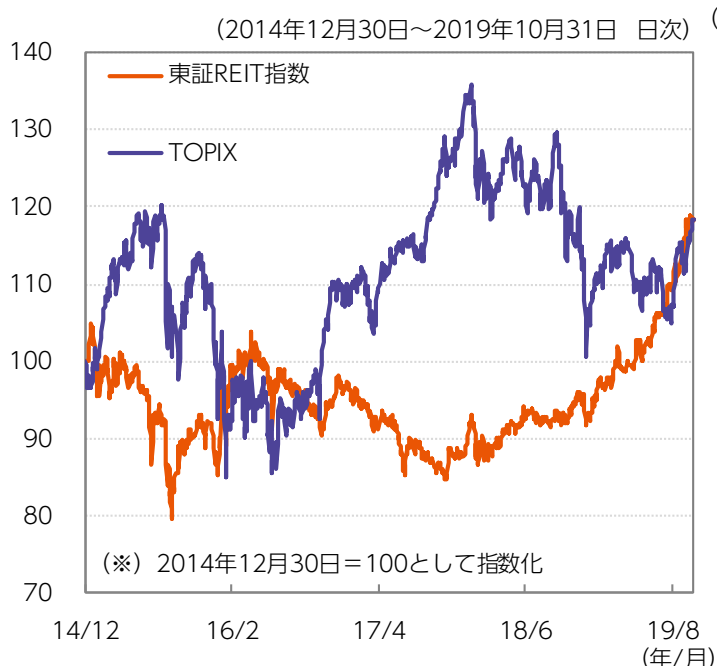
(2019年10月31日時点)

(%)

		2019年		(参考)
		当月	年初来	2018年
配当除き	東証REIT指数	3.12	26.55	6.68
	TOPIX	4.99	11.57	-17.80
	差	-1.87	14.97	24.48
配当込み	東証REIT指数	3.31	30.53	11.11
	TOPIX	4.99	14.21	-15.97
	差	-1.69	16.32	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



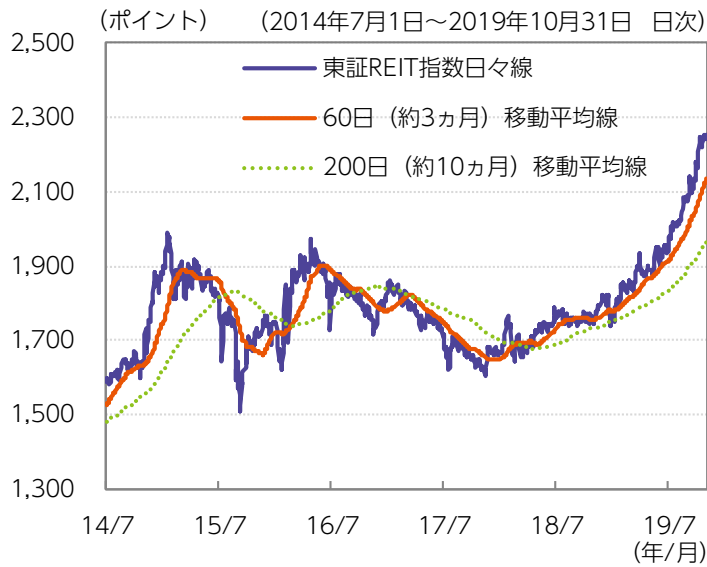
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

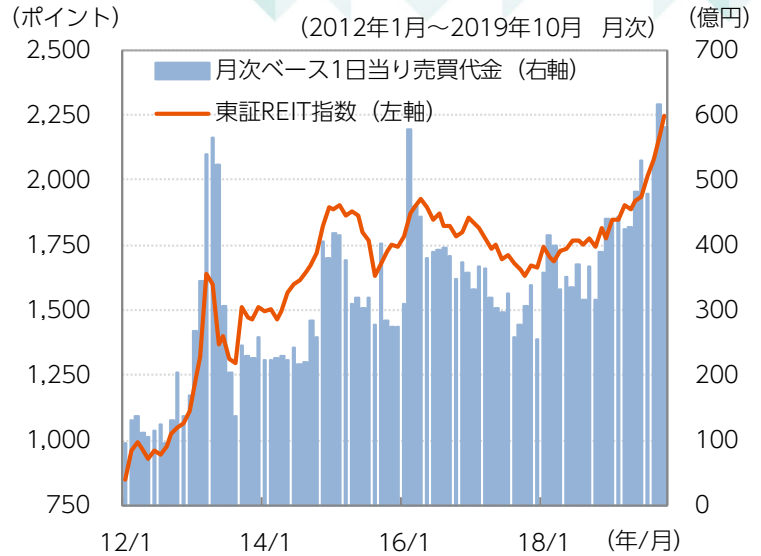


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表6】 東証REIT指数と移動平均線の推移



【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	636	-630	300	-368	-2,659	1,336	-906

※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
2019年7月	318	49	166	-50	-292	-17	49
2019年8月	282	-20	58	-54	-205	-97	-32
2019年9月	58	-376	261	-36	-419	705	-400

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

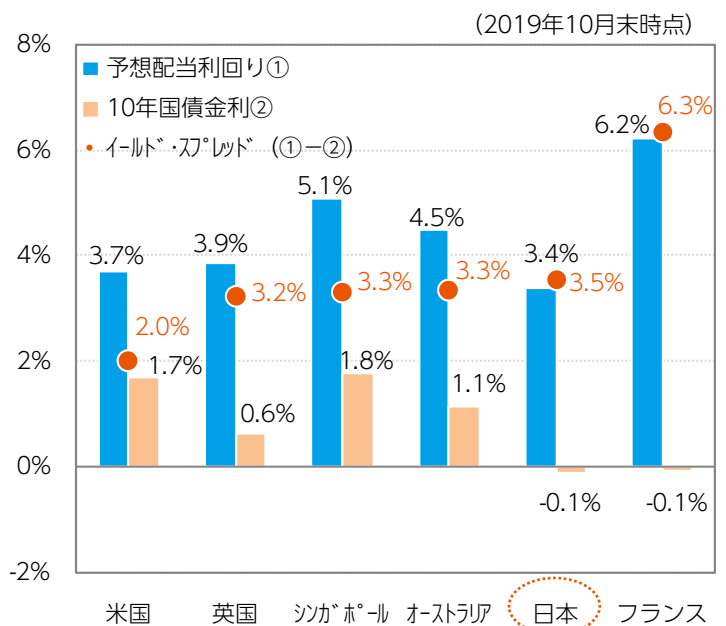
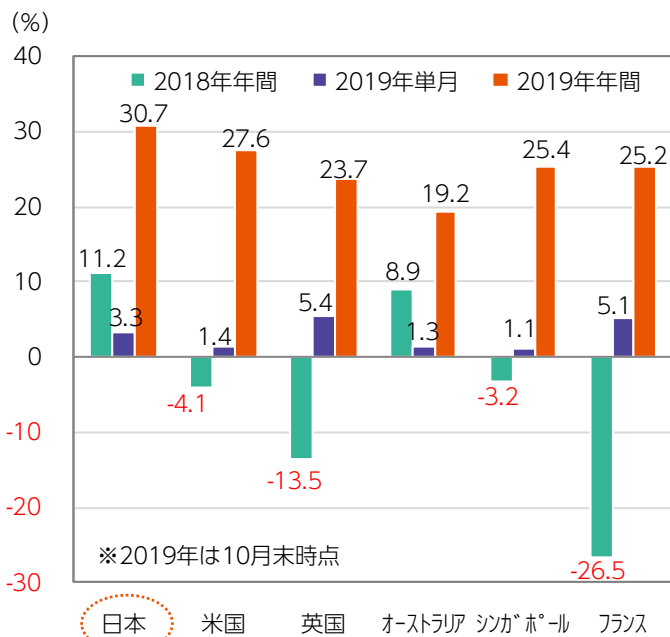
- 10月は2回、計24億円買入れしました。1～10月累計では300億円となりました。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は約33%、残り枠は約600億円 (月当たり約300億円) です。J-REIT市場が堅調に推移しており、日銀の買入れペースは緩やかです。尚、2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETF (指数連動型上場投信) やJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 10月の主要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）（前月末比）は、全市場が上昇しました。英国のEU（欧州連合）からの離脱期限が3カ月間延長され、「合意なき離脱」懸念が後退したこと等から、英国やフランスは5%を超える上昇となりました。年初来の上昇率トップは日本で、2番目が米国となっています【図表9】。
- 10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】。
- 10月もリスク選好の動きが続き、J-REITのパフォーマンス（前月末比）は前月に続いてTOPIXを下回りました。J-REITの上方乖離幅は縮小傾向となっています【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

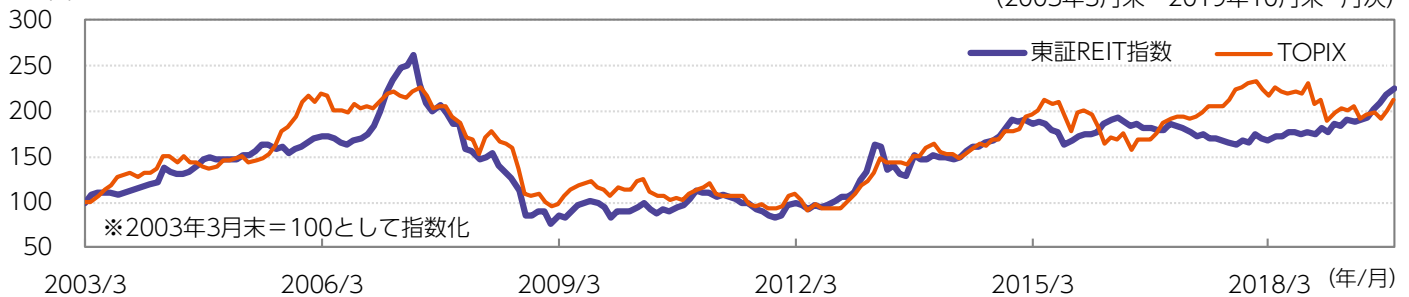


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

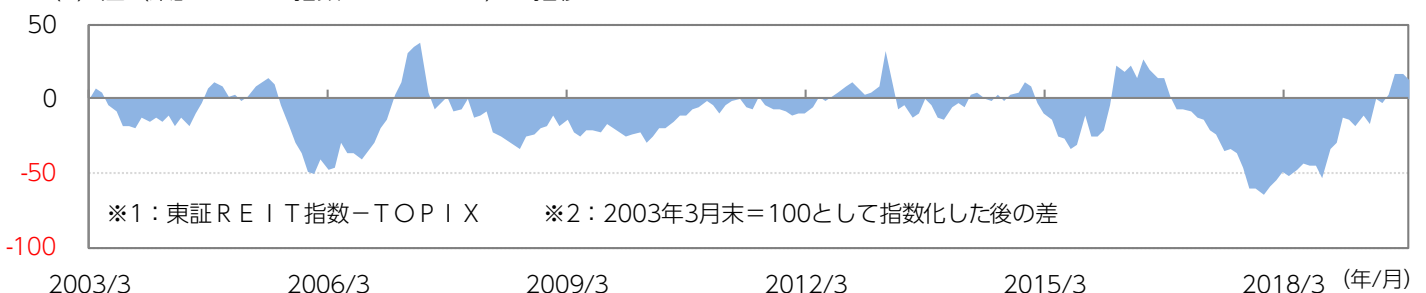
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2019年10月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

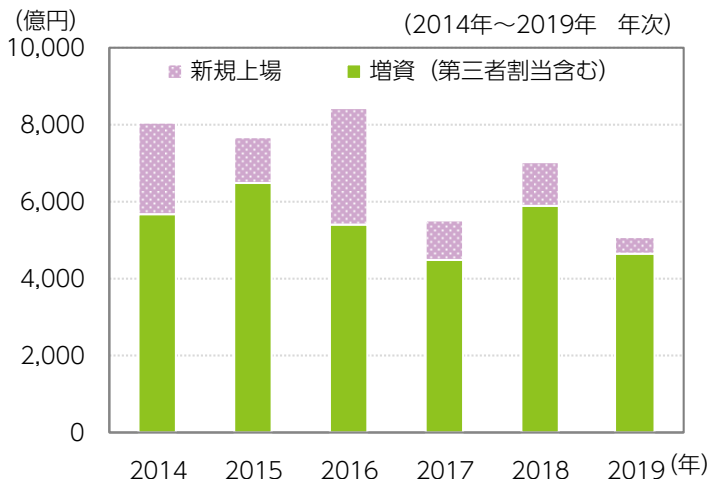


出所 ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

- 10月は2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24%減の5,081億円となっています。
- 10月の物件取得額（受渡しベース）は629億円、年初来では前年同期比24%減の1兆2,484億円となっています。10月取得額の内、物流施設が全体の約57%を占めています。2019年の取得額は6月の2,356億円をピークに減少傾向となっています。

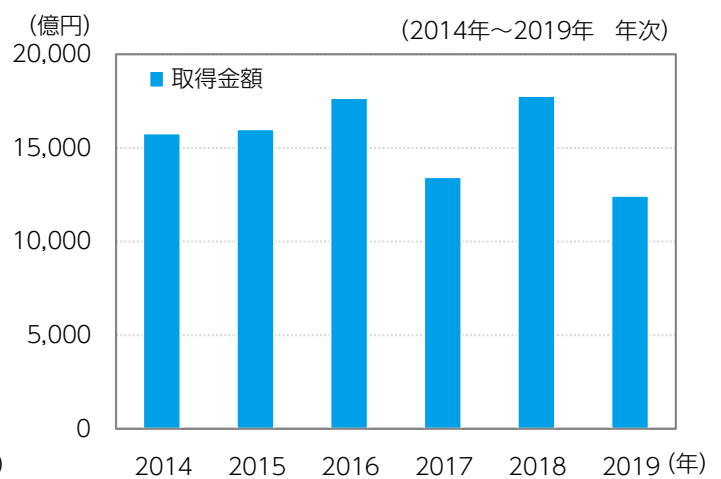
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は10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）

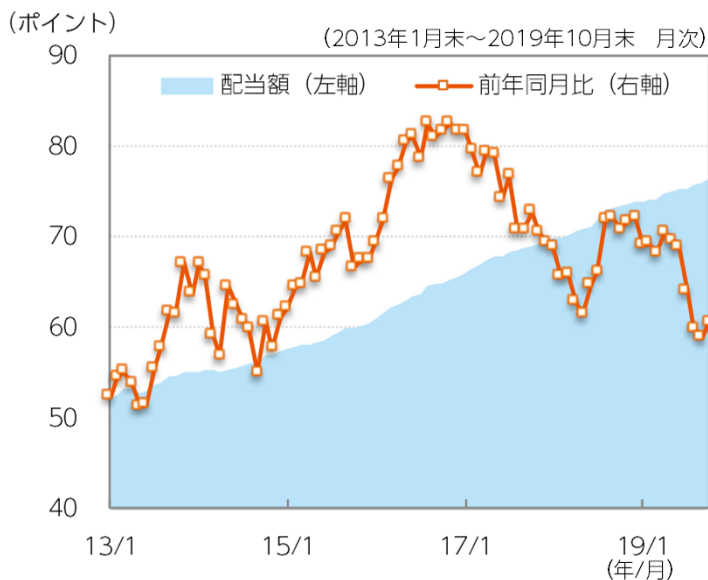


(※) 2019年は10月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

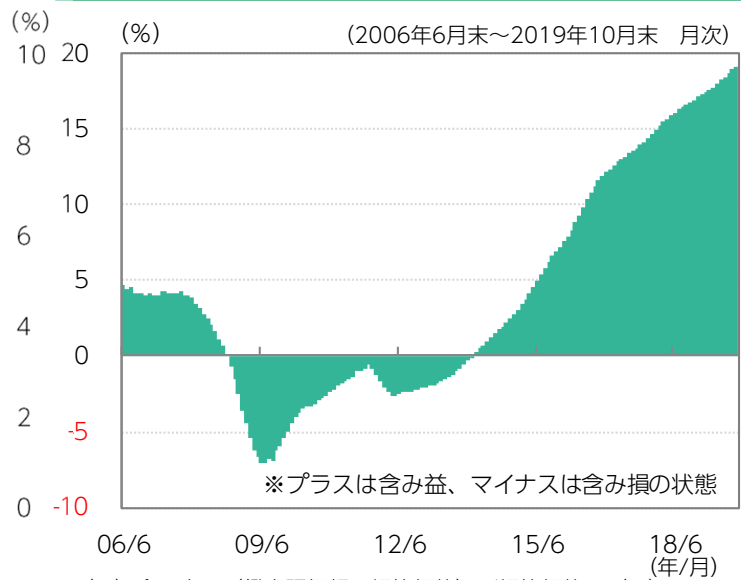
- 10月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比4.1%増となりました。伸び率は前月末の同3.8%より改善したものの、7月末以降4ヵ月連続で5%を下回る状態が続いています。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に再び5%を超える伸び率に回復するのか注目されます。
- 10月末（2019年8月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は19.2%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆5,077億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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

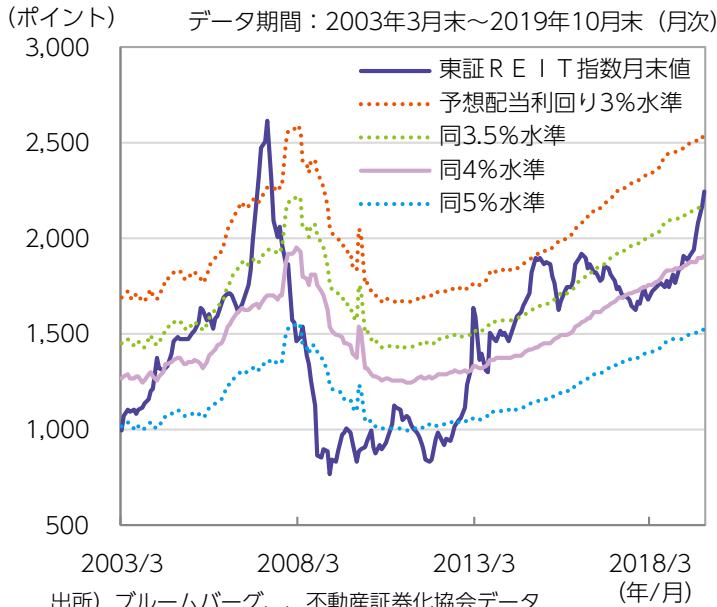


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

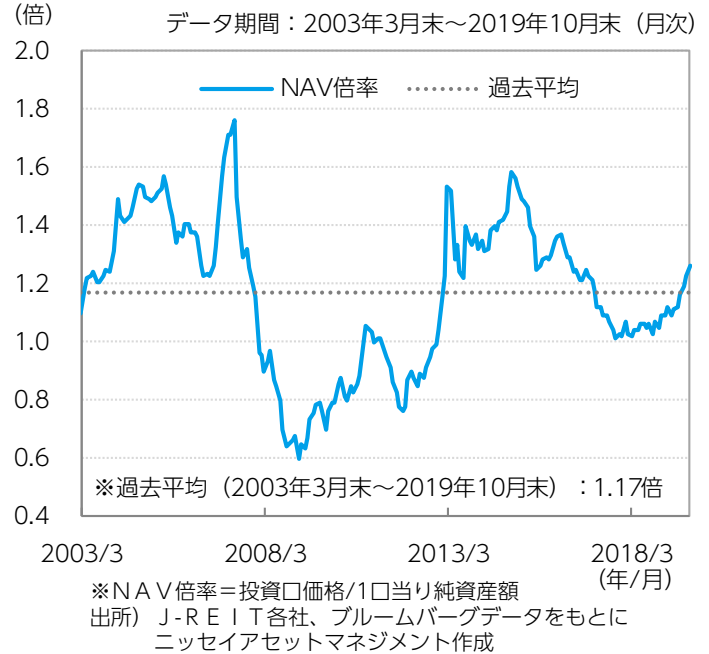
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 10月末の東証REIT指数は、予想配当利回り3.5%の水準（2,181ポイント）を上回っています。尚、予想配当利回り3.0%の東証REIT指数の水準は10月末時点で2,544ポイントです。
- 2019年10月末のNAV倍率は1.26倍と、2016年7月末（1.29倍）以来の水準まで上昇しています。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



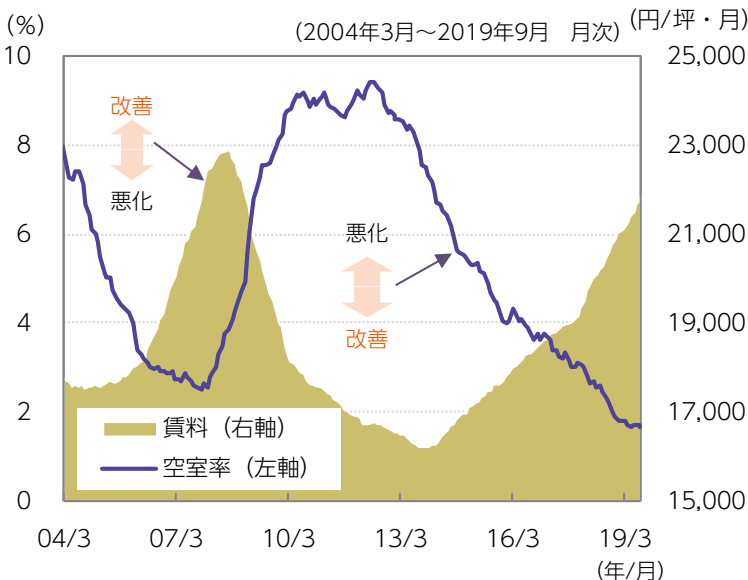
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

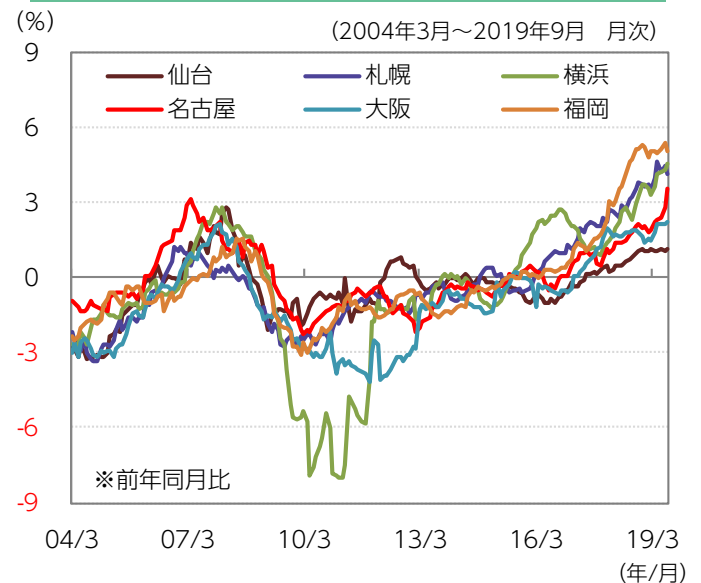
- 9月の都心5区のオフィス空室率は1.64%と前月比0.07%低下し、過去最低水準となりました。同月の月額坪当たり賃料は21,855円で、前年同月比6.9%増加しました。賃料は前月比で69カ月、前年同月比で65カ月連続増加しています。
- 主要地方都市のオフィス賃料も前年同月を上回って推移しています。尚、福岡や仙台等一部地方都市のオフィス賃料上昇には一服感も出始めているようです。

【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・渋谷区・新宿区
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。

<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/>