

## J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2019年9月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 8月のJ-REIT (東証REIT指数) は、トランプ米大統領がほぼすべての中国製品に関税を課す対中制裁第4弾を発動すると1日に発表し、リスク回避姿勢の高まりで金利が低下したこと等を材料に、前月末比3.23%上昇しました。終値 (月末値ベース) は2007年7月末以来の高水準となりました。また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3.32%、住宅が3.83%、商業・物流等が2.92%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15.7兆円と前月末より5,067億円増加し、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531億円と過去4番目の大きさを記録しました (過去最高は日銀がマイナス金利導入を決定した翌月2016年2月の579億円) 【図表7】。
- 4件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は508億円でした【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3.64% (前月末: 3.73%)、10年国債金利はマイナス0.269% (前月末: マイナス0.153%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.91% (前月末: 3.88%) 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

- 9月のJ-REIT (東証REIT指数) は、FRB (米連邦準備制度理事会) や日銀の金融緩和観測を背景とする金利低下期待、米中貿易摩擦の過熱化懸念等による投資家のリスク回避姿勢、好調な不動産市場を受けた業績拡大見通し等が支援材料となる一方、高値警戒感による売りや9月中間期末を控えた金融機関の利益確定の売り等が重荷になるものと思われる。
- 9月17~18日にFRB、18~19日には日銀が金融政策を決める会合を開きます。景気減速懸念等を背景にFRBが7月以来の利下げに踏み切れれば、日銀が金融緩和姿勢を強め、米国やドイツ等に比べて限定的となっている日本の金利低下が進む可能性もあります。米国は9月1日、対中制裁第4弾を発動し、衣料品や家電等を含む1,100億ドル (約12兆円) 相当の輸入品に15%の追加関税を課しました。トランプ米政権は今後、米中協議の進展がなければ、10月1日に第1~3弾の合計2,500億ドル (約27兆円) 相当分への追加関税を現行の25%から30%に引き上げる他、12月15日にはスマホ等1,600億ドル (約17兆円) 相当分に15%の追加関税を課す等の更なる制裁に踏み切る構えを見せています。一方、中国も750億ドル (約8兆円) 相当の米国からの輸入品の内、9月1日に原油や大豆等に対して5~10%の追加関税を発動するとともに、12月15日には残りの木材や自動車等に対しても同様の措置を講じる姿勢を示しています。米中共に現時点では貿易協議の継続を表明してはいるものの、双方の主張や要求の隔たりは大きいとされており、米中貿易摩擦は長期化の様相を強めつつあるように思われます。投資家のリスク回避姿勢が続くことで、資金がこれまで通り、債券や収益の源泉が固定賃料であり景気変動の影響を相対的に受けにくくディフェンシブ性があるとされるJ-REITに向かう状況が続くことも想定されます。都心5区 (千代田区・港区・中央区・渋谷区・新宿区) や主要地方都市のオフィス賃料の増加【図表18、19】等を背景にJ-REIT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】、イールド・スプレッドが比較的高い水準を維持していること【図表4、10】も材料視されるものと思われる。
- こうした支援材料が予想されるものの、一方で懸念材料もあります。8月末の東証REIT指数の年初来上昇率は配当除きで2割近くに達しています【図表1】。株式 (TOPIX) とのパフォーマンス格差も開きつつあること【図表1、2、11】や移動平均線からの上方乖離が拡大していること【図表6】等を受け、一部では高値警戒感も強まり始めているようです。9月中間期末を控えた機関投資家等からの売りが増えれば、上値が抑えられる可能性もあり、9月のJ-REITは8月末終値を中心にもみ合う展開になるものと思われる。スピード調整が進んだ後は、再び国債金利に比べた予想配当利回りの高さや業績拡大期待等を背景に上昇基調に回帰するものと見ています。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

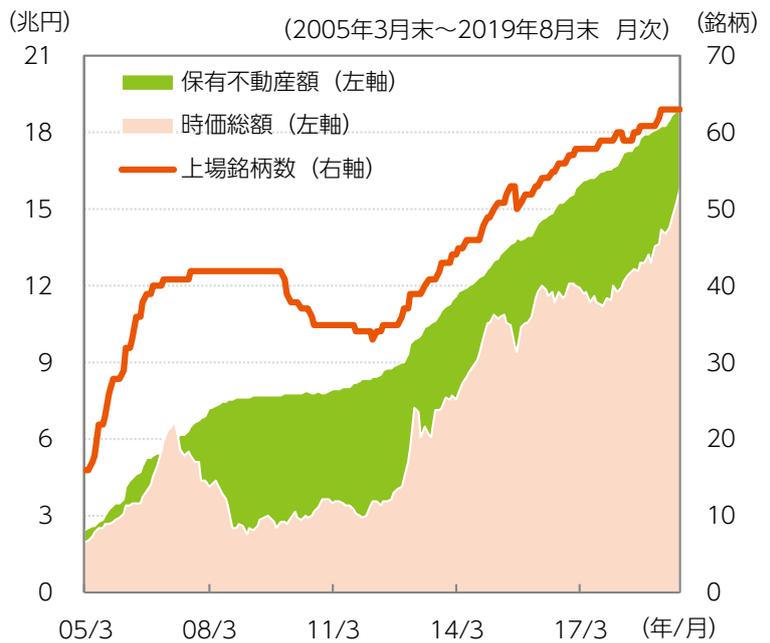
(2019年8月30日時点)

(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	3.23	17.39	6.68
	TOPIX	-3.40	1.19	-17.80
	差	6.63	16.20	24.48
配当込み	東証REIT指数	3.78	20.66	11.11
	TOPIX	-3.37	2.59	-15.97
	差	7.15	18.07	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



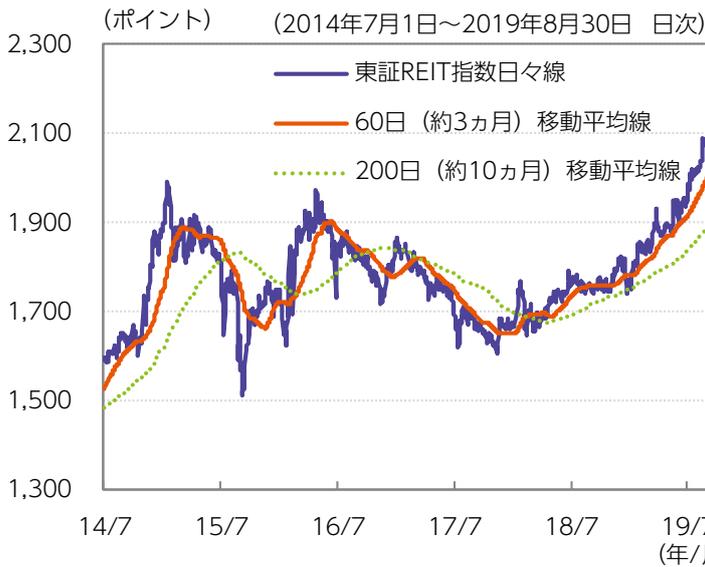
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

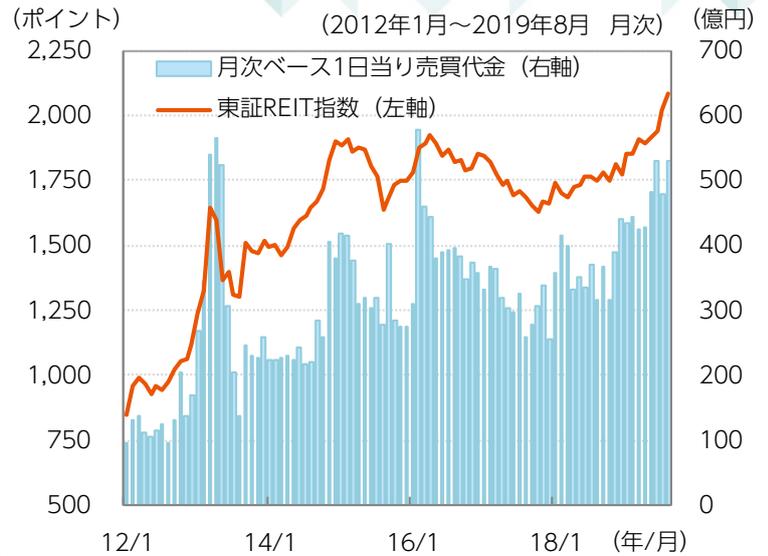


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	296	-233	-20	-278	-2,035	728	-473

※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

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

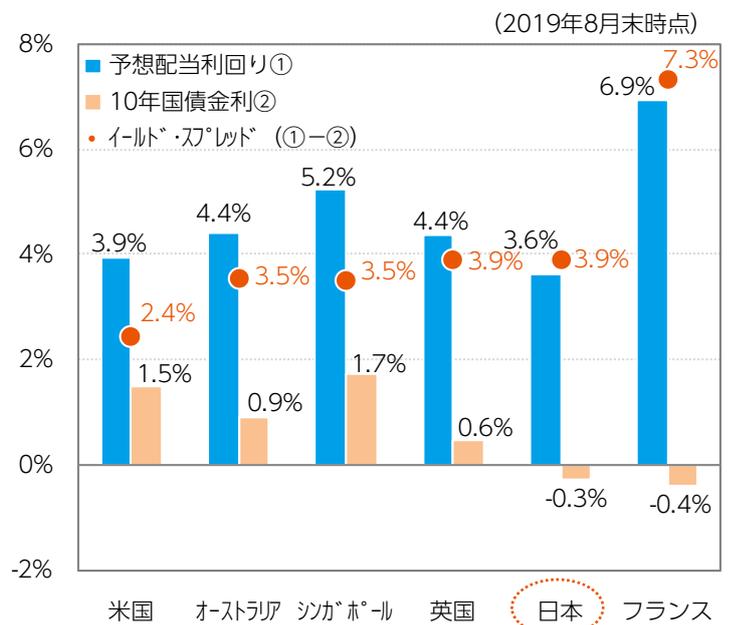
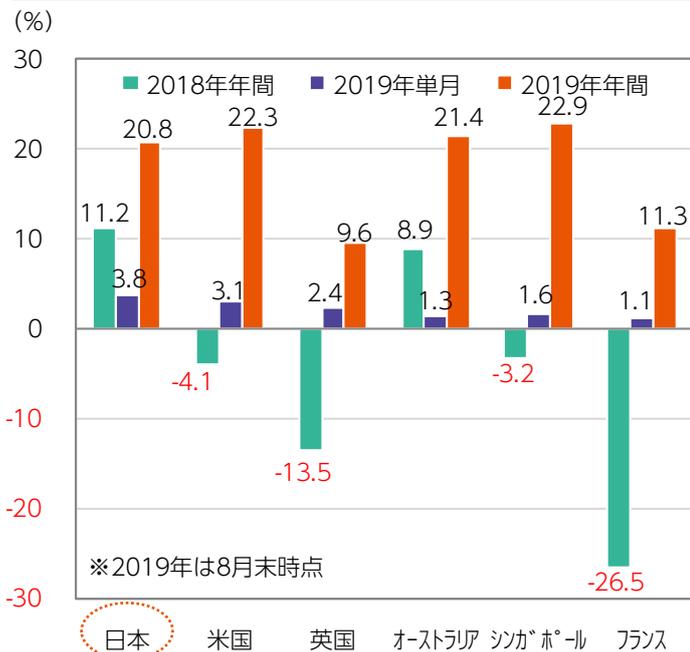
- 8月は1回、12億円買い入れました。1～8月累計では252億円となりました。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は28%、残り枠は約648億円 (月当り約162億円) です。J-REIT市場が堅調に推移しており、日銀は買い入れを見送っているようです。尚、2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETF (指数連動型上場投信) やJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。

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

- 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8月月間のパフォーマンス（前月末比）は、金利低下等を背景に全市場が上昇しました。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】。
- 8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（英国との差は0.01%）。予想配当利回りが最も高いのはフランスです【図表10】。
- 8月は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が上昇する一方、リスク回避の動き等からTOPIXは下落しました。J-REITの上方乖離幅は7月末に比べて拡大しました【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

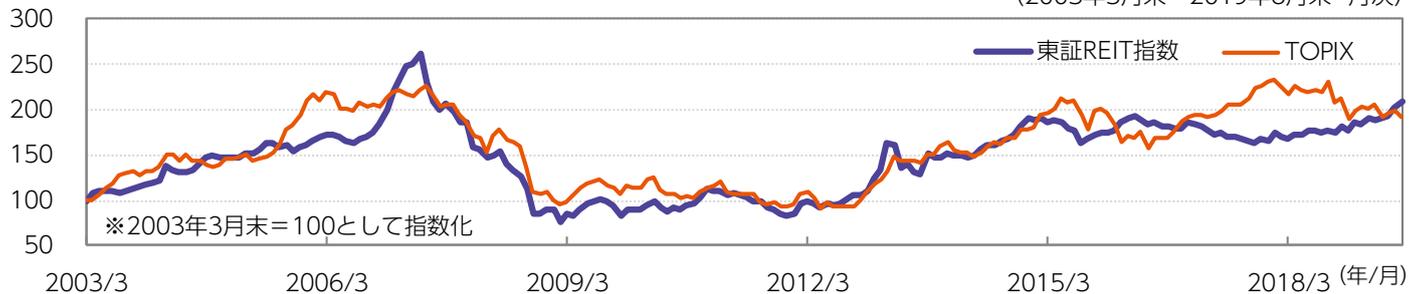


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

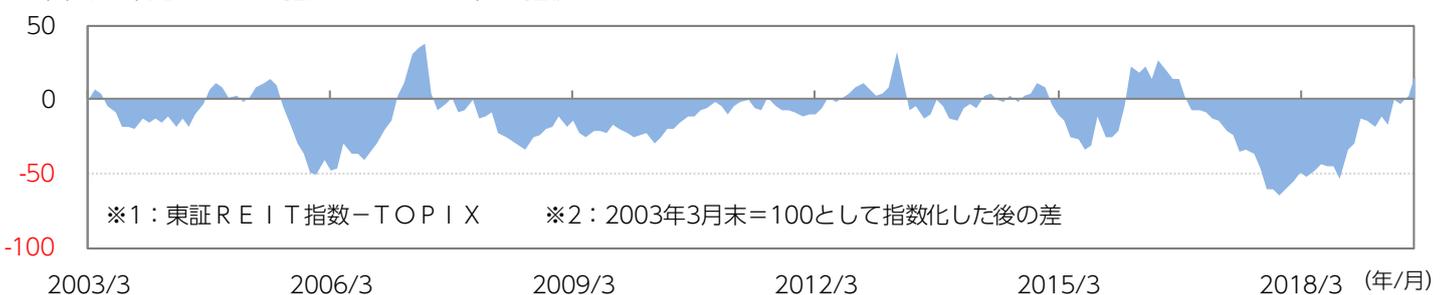
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2019年8月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

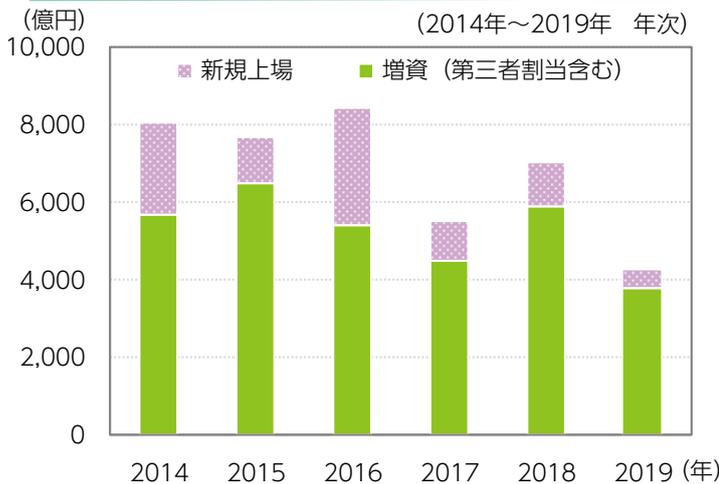


出所 ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (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）

- 8月は4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4,267億円となっています。
- 8月の物件取得額（受渡しベース）は262億円、年初来では前年同期比19%減の1兆276億円となっています。8月の取得額は住宅が全体の約8割を占めました。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。

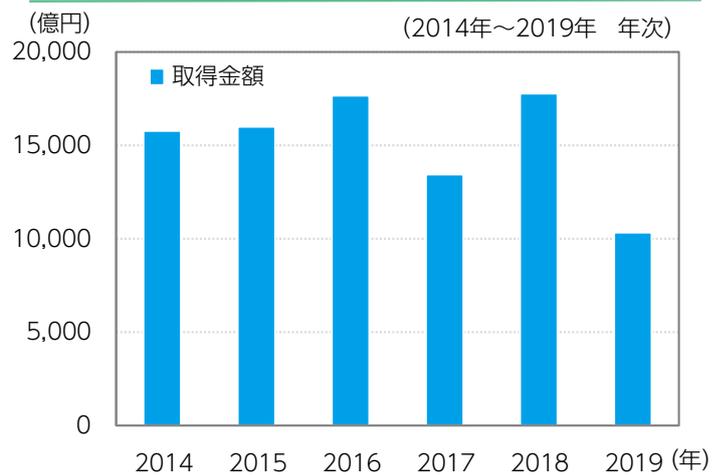
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は8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）

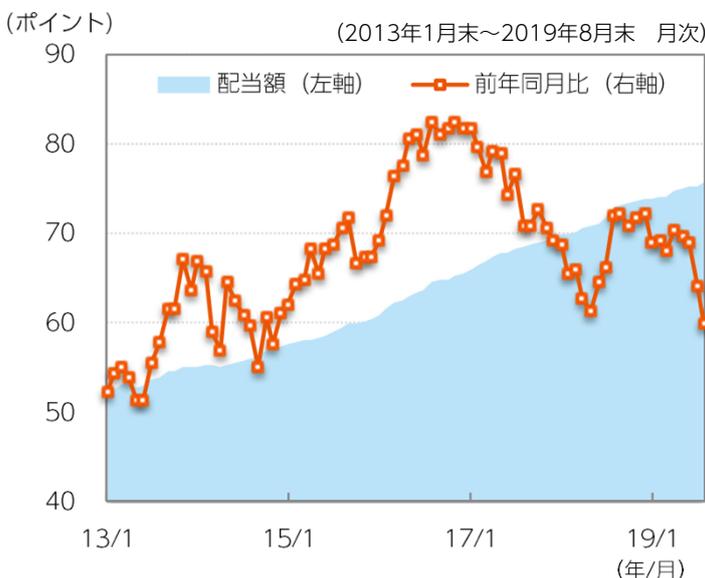


(※) 2019年は8月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

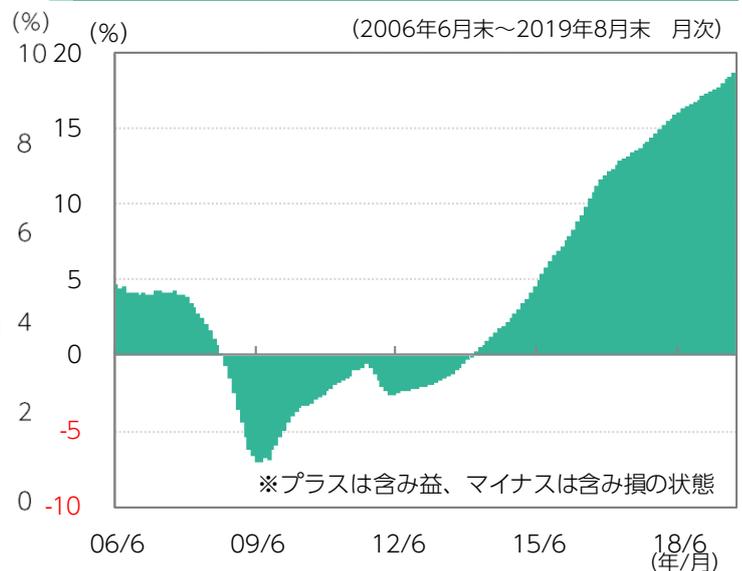
- 8月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比4.0%増となりました。増加率は2014年11月の同3.5%増以来の低水準です。前年同月（2018年8月）が6%を超える比較的高めの増加率を記録しており、その反動もあるものと思われます。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に再び5%を超える伸び率に回復するのか注目されます。
- 8月末（2019年6月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は18.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆3,525億円と何れも過去最高水準です。

【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

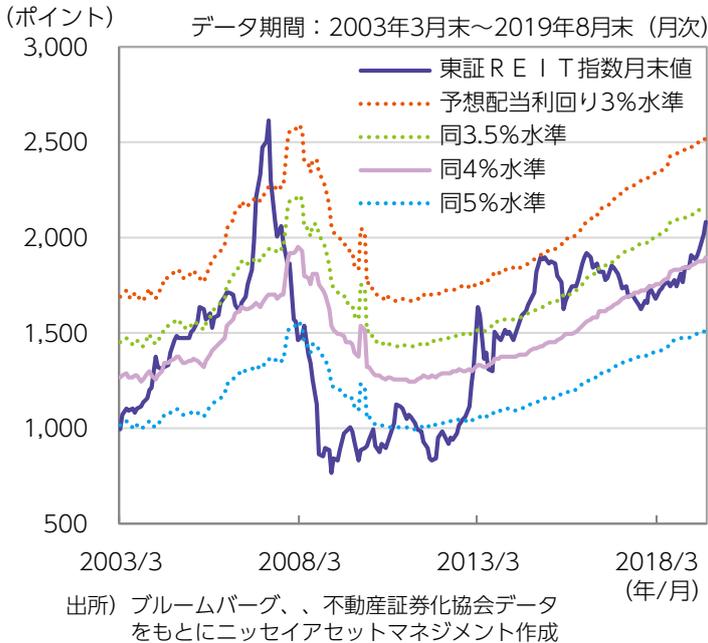


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

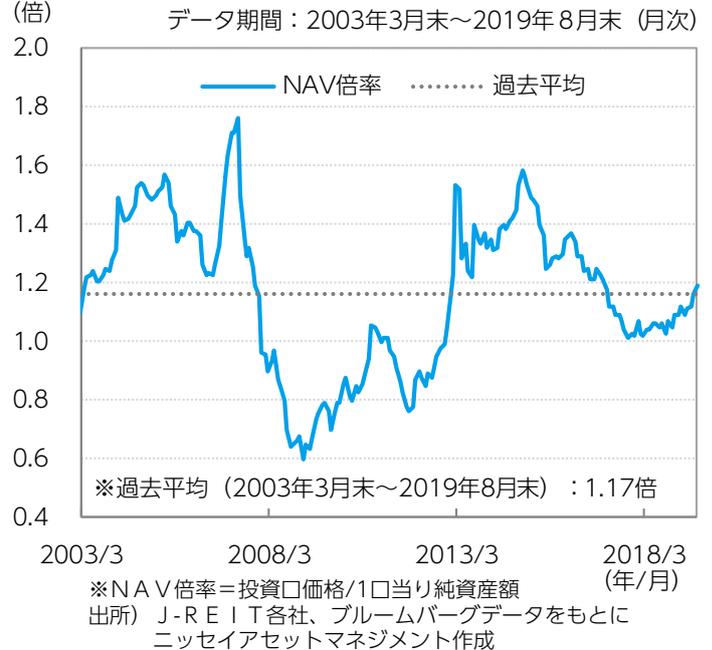
## (7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 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8月末のNAV倍率は1.19倍と、過去（2003年3月末～2019年8月末）平均の1.17倍とほぼ同水準となっています。尚、2019年8月末時点のNAV倍率1.0倍の東証REIT指数水準は約1,750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



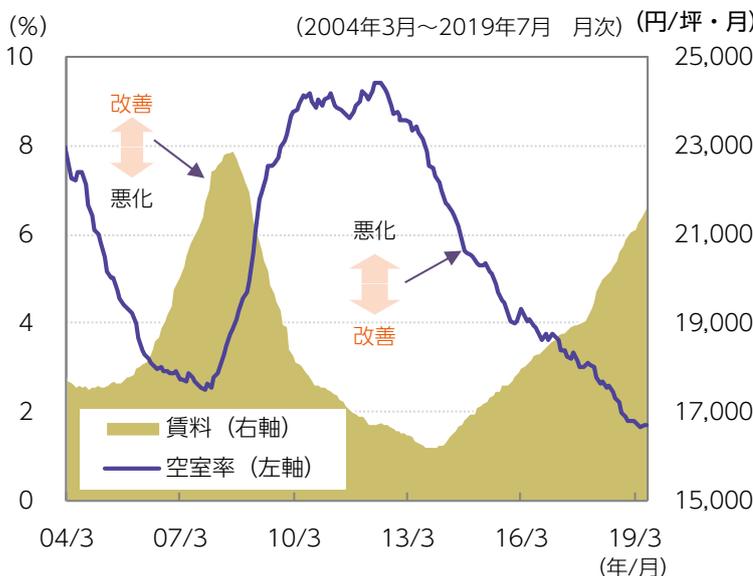
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



## (8) 不動産市況

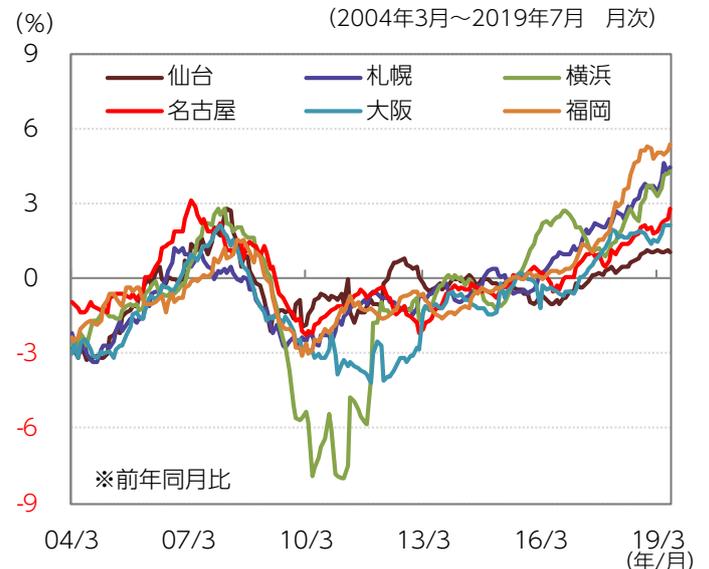
- 2019年7月の都心5区のオフィス空室率は1.71%と、前月から0.01%改善しました。同月の月額坪当たり賃料は21,665円で、前年同月比7.2%増加しました。月額坪当たり賃料の増加率は2019年5月の6.9%を直近ボトムに拡大傾向となっています。賃料は前月比で67カ月、前年同月比で63カ月連続増加しています。
- 主要地方都市のオフィス賃料（前年同月比）も前年同月を上回って推移しています。尚、仙台等一部都市のオフィス賃料上昇には一服感も出始めているようです。

【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、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/>