

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6月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 5月のJ-R E I T市場は、米中貿易摩擦再燃で国内景気の後退懸念が強まる中、リスク回避姿勢の高まりによる金利低下、F T S E 株式指数へのJ-R E I T組入れ観測報道、J-R E I T初となる敵対的買収案件の発生とM& A (合併・買収) の活発化期待等が下支えし、前月末比1.47%上昇しました。月末値ベースでは2016年4月末以来の高水準となりました。また月末値ベースの配当込み指数は2019年3月末を上回り、史上最高値を更新しました。リスク回避姿勢の高まりで株式が売られ、5月月間の東証R E I T指数はT O P I Xを8.00% (配当込みでは8.27%) 上回りました【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14.3兆円と前月末より2,207億円増加し、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483億円と、前年同月比38%増加しました。日銀がマイナス金利導入を決めた2016年1月以降では2016年2月に次ぐ高水準です【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704億円でした【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3.91% (前月末: 3.96%)、10年国債金利はマイナス0.094% (前月末: マイナス0.040%)、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: 4.00%) 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

- 6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や米国とイランの対立による中東情勢の悪化懸念等が嫌気され、上値を追う勢いは乏しくなるものと思われそうですが、一定の厚みを維持するイールド・スプレッドや業績の拡大期待等が支えとなり、5月末終値水準を中心に底堅く推移するものと見ています。米中貿易摩擦の再燃に加え、トランプ米大統領がメキシコ国境からの不法移民流入を理由にメキシコからの輸入品すべてに6月10日から追加関税を課すと表明したことによるリスク回避姿勢の高まりや、景気後退を予防するためにF R B (米連邦準備制度理事会) が年内にも利下げに踏み切るとの観測等を背景として、米国や日本の金利が低下傾向で推移していることもJ-R E I Tの支援材料となりそうです。
- 東証R E I T指数は5月末時点で年初から約8%上昇していますが、同月末のイールド・スプレッドは4.00%と、10年国債金利の低下と配当額の増加で一定の厚みを維持しています【図表4、5】。また、投資口価格 (株価に相当) がN A V (1口当り純資産) の何倍まで買われているのかを示すN V A倍率は同月末時点で1.11倍と過去 (2003年3月末~2019年5月末) 平均の1.17倍を下回っています【図表17】。両指標の水準を踏まえると現在のJ-R E I Tは依然割安な状態にあるものと思われそうです。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の業績は拡大傾向を続けるものと考えています。
- 6月28日~29日に大阪で開催されるG 20サミット (主要20カ国・地域首脳会議) でトランプ米大統領と習中国国家主席との米中首脳会談が実現し、米中貿易協議に再び進展の兆しが見え始めるのか、月末頃にかけてはその動向を巡り、J-R E I Tの値動きが一時的に荒くなることも考えられます。一時は早期決着も期待された米中貿易協議ですが、米国が2,000億ドル (約22兆円) 分の中国製品に対して、5月10日から制裁関税を最大25%に引き上げ、これに対抗する形で中国が6月1日から600億ドル (約6.6兆円) 分の米国製品への制裁関税を最大25%に引き上げたこと等から米中貿易協議は長期化の様相を呈し始めました。J-R E I Tの収益の源泉は固定賃料であり、保有資産のほぼすべてが日本国内にあることから円高リスクも相対的に小さく、J-R E I Tの業績は一般の企業に比べて景気変動の影響を受け難いとされます。G 20サミットを受けて貿易協議早期妥結の可能性が一段と後退することになれば、資金をJ-R E I Tに振り向ける投資家が増えることも想定されます。一方、進展が見られる場合には、リスク回避姿勢の後退による金利上昇が嫌気され、J-R E I Tが株式に対して軟調な推移となることも考えられます。

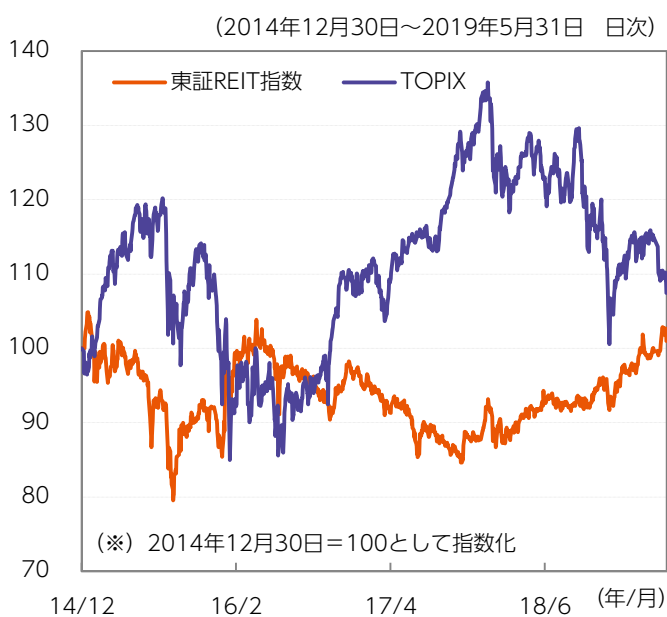
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年5月31日時点)

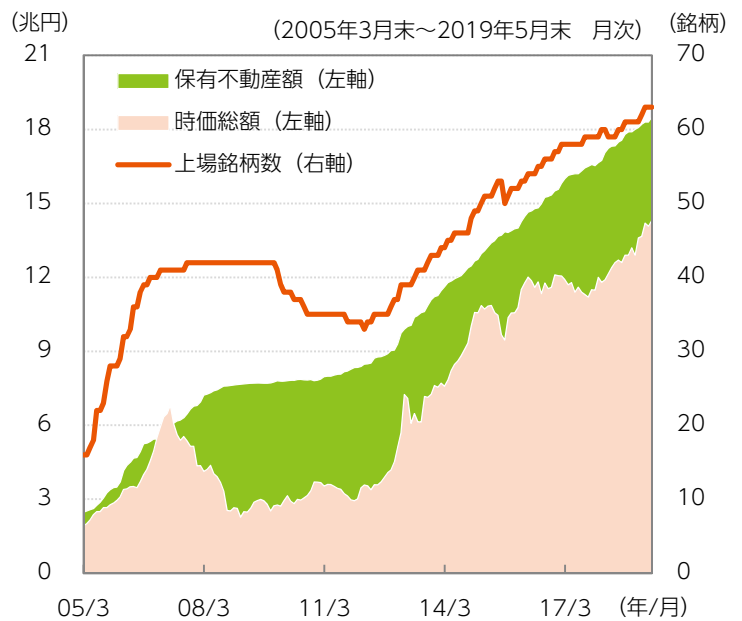
(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	1.47	8.05	6.68
	TOPIX	-6.53	1.22	-17.80
	差	8.00	6.84	24.48
配当込み	東証REIT指数	1.75	9.76	11.11
	TOPIX	-6.52	2.38	-15.97
	差	8.27	7.38	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

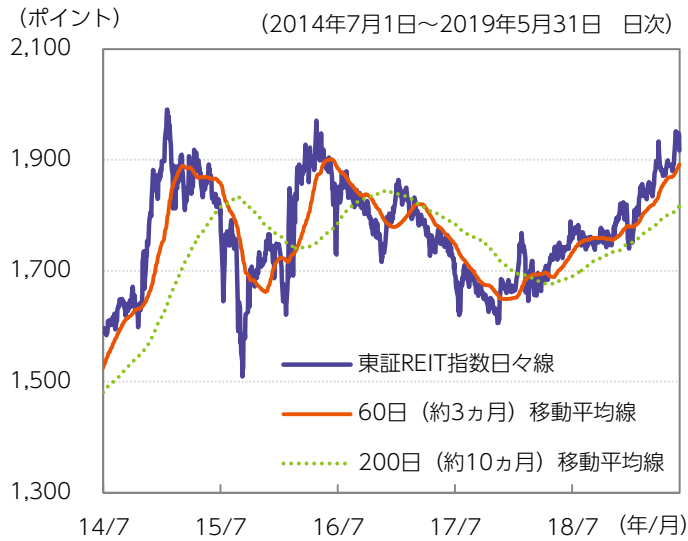


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

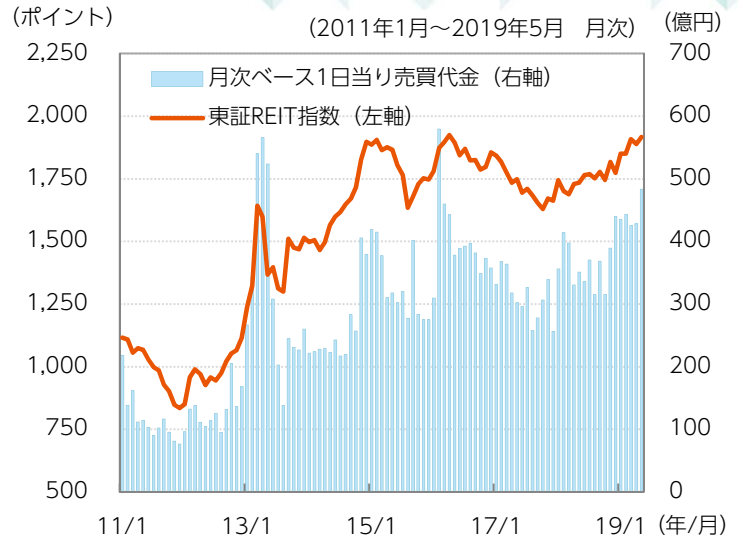


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-233	-107	-456	-107	-1,179	974	-299

※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
2019年4月	-11	190	220	3	-89	-717	94

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

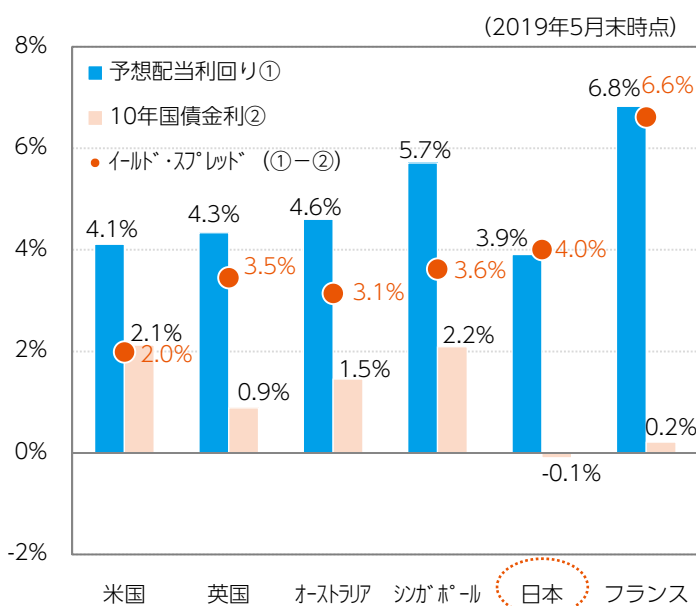
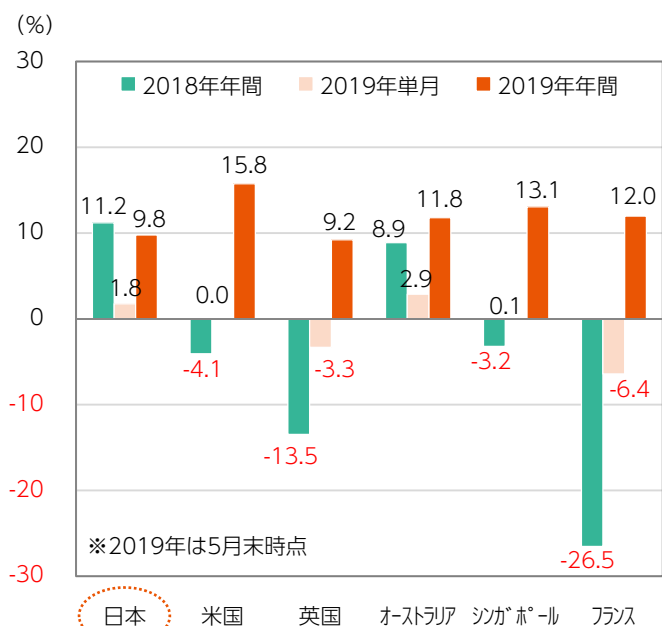
- 5月の買入れは3回、36億円（1回当たり12億円）、1～5月累計では228億円となりました。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は25%、残り枠は約672億円（月当たり約96億円）です。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETFやJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。相場が堅調に推移する場合には、2018年同様に買入れ実績が目処を大きく下回ることも考えられます。2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。

(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5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。年初来の上昇率トップは米国で、4月末時点でトップであったフランスはシンガポールに次いで3番目となりました【図表9】。
- 5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】。
- 5月は米中貿易摩擦の再燃でリスク回避姿勢が強まり、株式（TOPIX）に対してJ-REITが選好されたことから、両者の乖離は縮小しました。5月末の乖離率はほぼゼロ%となっています【図表11】。

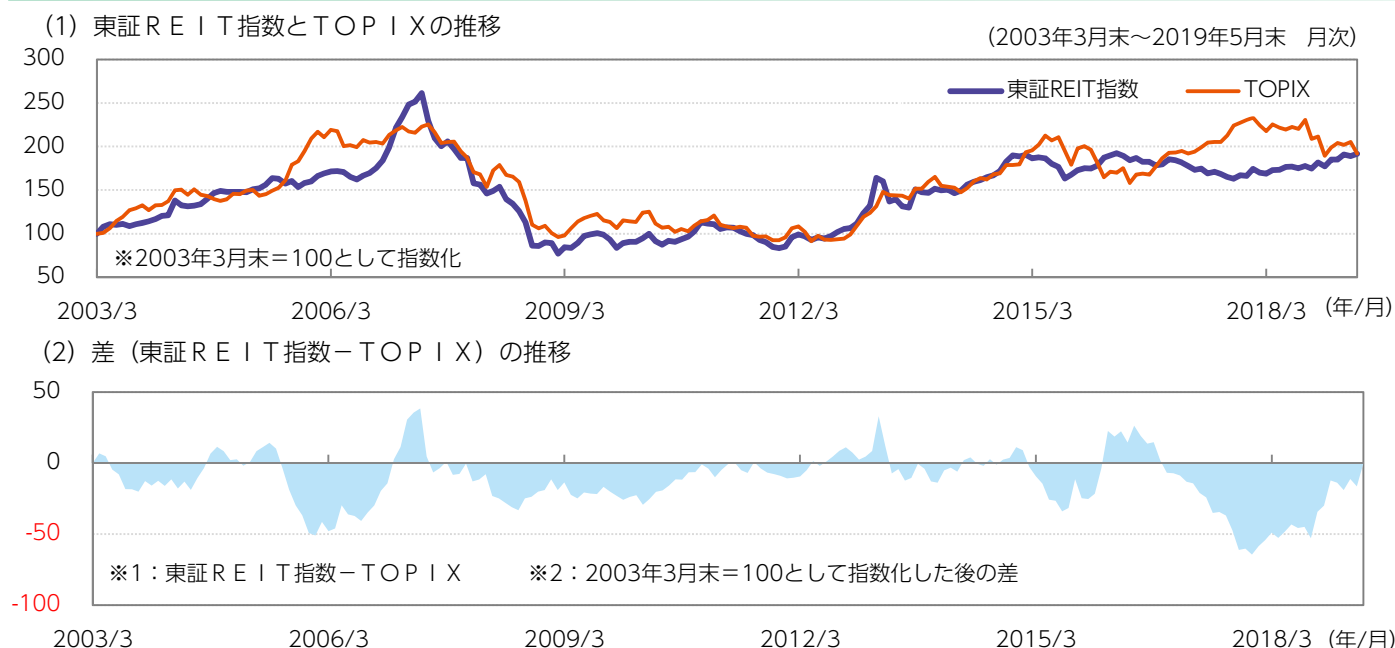
【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

【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

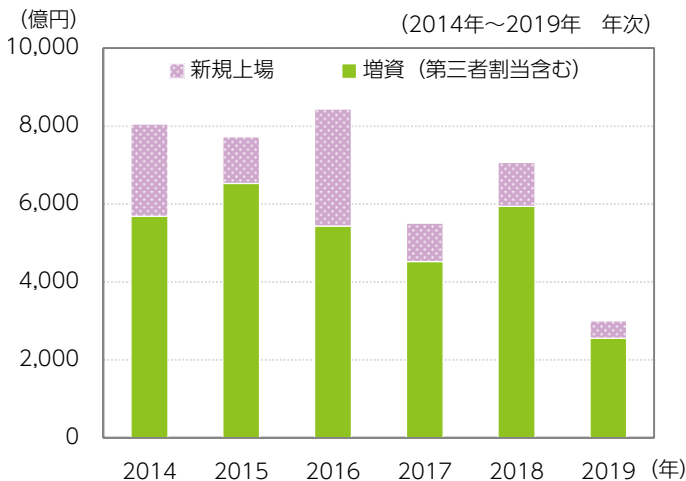


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

- 5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23%減の2,994億円となっています。
- 5月の物件取得額（受渡しベース）は355億円、年初来では前年同期比32%減の6,769億円となっています。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。尚、取得物件の用途別ではオフィスが中心となっています。

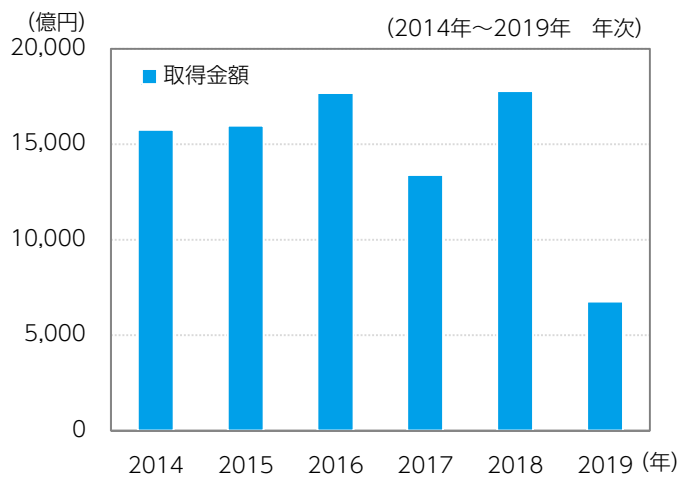
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は5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）

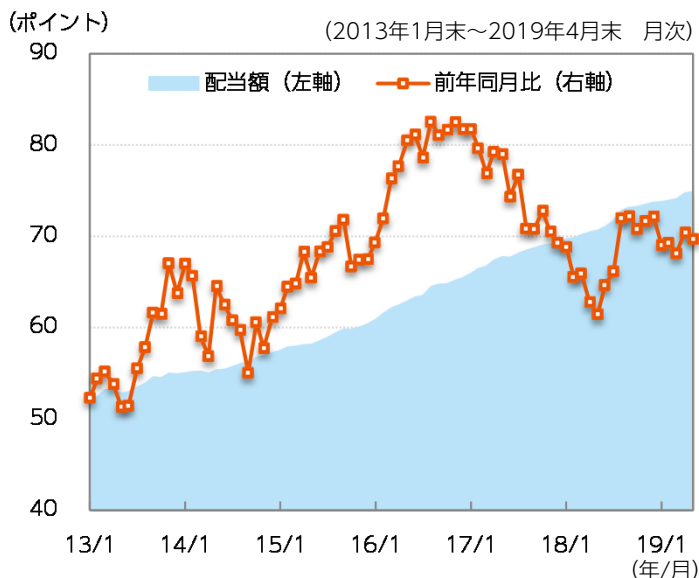


(※) 2019年は5月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 5月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比5.9%増となりました。伸び率は前月の6.1%増から小幅縮小しました。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、当面は5%を超える伸びが続くものと思われます。
- 5月末（2019年3月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は18.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆1,897億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。

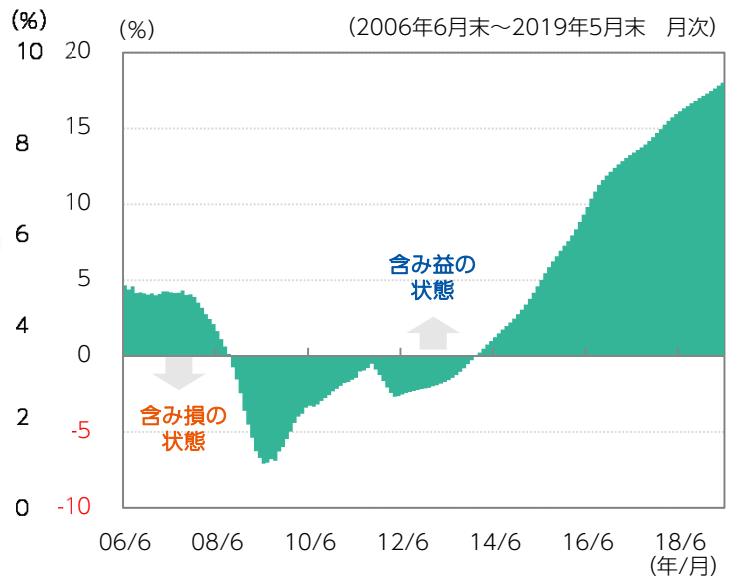
【図表14】 J-REITの配当額推移



(※) 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



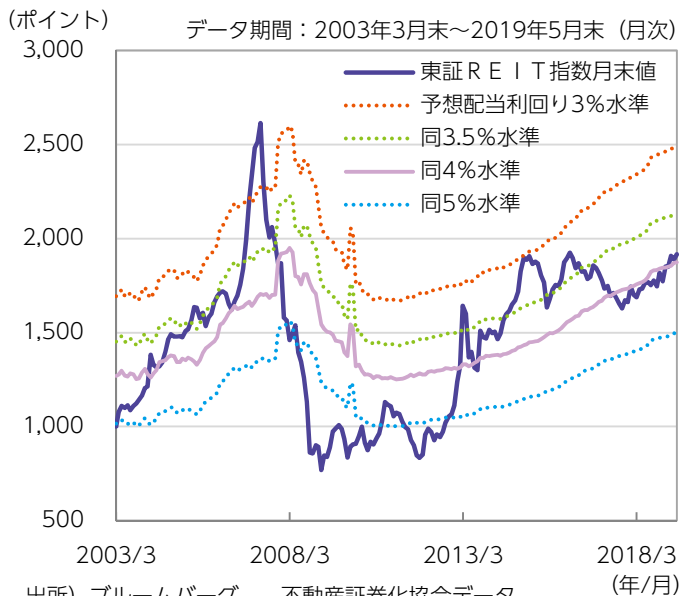
(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)

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

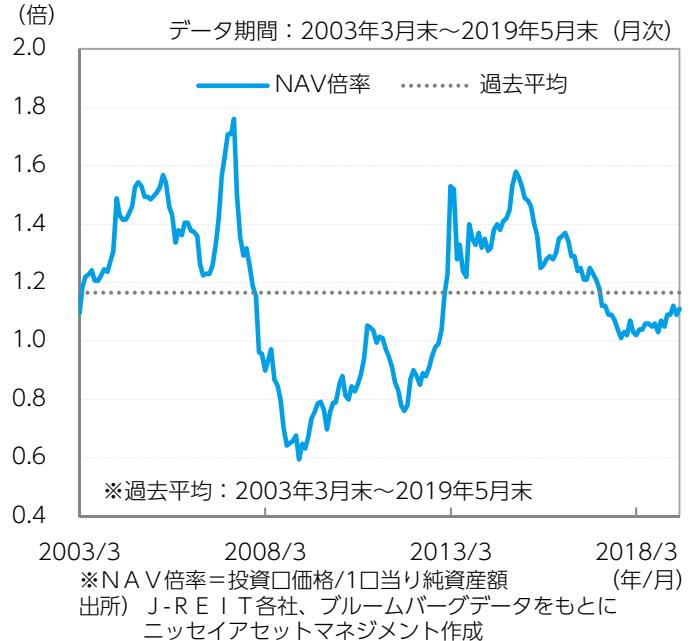
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 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5月末のNAV倍率は1.11倍と、過去（2003年3月末～2019年5月末）平均の1.17倍を下回っています。尚、2019年5月末時点のNAV倍率1.0倍の東証REIT指数水準は1,727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



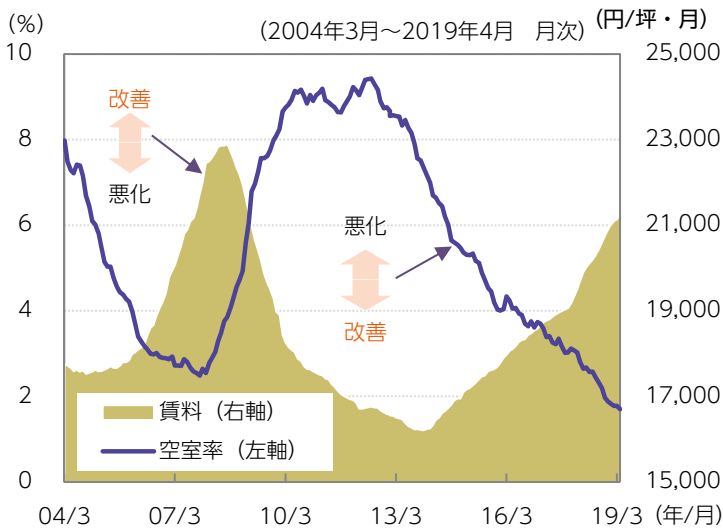
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

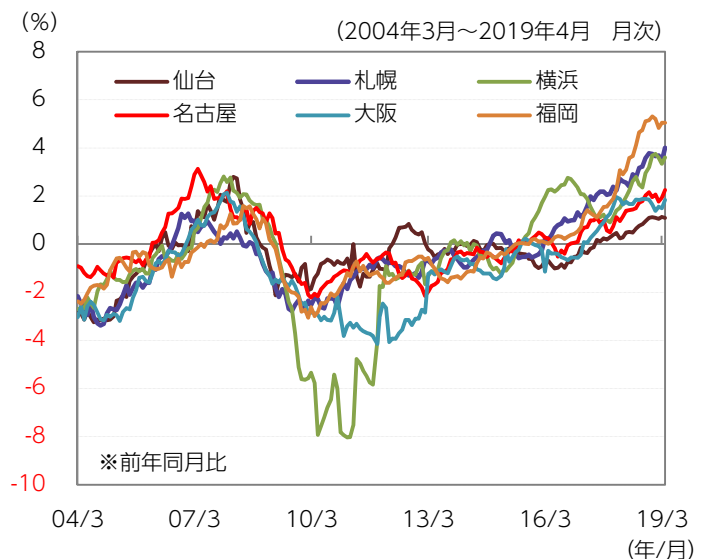
- 2019年4月の都心5区のオフィス空室率は1.70%と、前月から0.08%低下し、月次データが残る2002年1月以降の最低値を更新しました。同月の月額坪当たり賃料は21,279円で、前年同月比で6.8%増加しました。2.0%を下回っている空室率は今後は横ばいあるいは小幅上昇に転じるとの見方もあります。
- 主要地方都市のオフィス賃料も上昇傾向を続けています。福岡や札幌等の同賃料上昇率（前年同月比）はリーマン・ショック前を上回っています。

【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。

<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/>