

## (1) J-REIT市場の動向

### 【指数の動き】

- ・ 昨年12月の東証REIT指数は前月比+3.9%の1,897.92ポイントと年初来高値を更新して引けました。月末値ベースでは2014年4月以降9ヵ月連続の上昇と、2006年8月から2007年5月までの10ヵ月に次ぐ長さとなりました。年間では、東証REIT指数がTOPIXを17.2%上回りました。尚、同月末の配当込みの東証REIT指数は3,273.60ポイントとなり、史上最高値を更新しました【図表1、2、3】。
- ・ 同月のJ-REIT市場は、原油価格の下落等の外部環境の悪化を受け、中旬頃までは軟調な展開となりました。しかし、12月17日の米連邦公開市場委員会(FOMC)後のイエレン議長の発言をきっかけに、早期の利上げ観測懸念が後退しリスク回避の動きが一服すると上昇基調に戻り、東証REIT指数は2007年12月13日(1,934.86ポイント)以来の水準まで上昇して引けました。

### 【市場規模・売買代金】

- ・ 昨年12月末の時価総額は10.58兆円と2013年末の7.61兆円から約4割増加しました。1銘柄が新規に上場されて銘柄数は49銘柄となり、2013年末より6銘柄増加しました【図表4】。1日当たりの売買代金は379億円と前月(406億円)より減少したものの、高水準の売買が続いています。

### 【配当利回り等】

- ・ 昨年12月末の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3.02%(前月末は3.12%)、10年国債金利は0.330%(前月末は0.420%)でした。イールド・スプレッド(予想配当利回り-10年国債金利)は2.69%となり、前月より0.01%縮小しましたが、その幅は小幅に留まりました。J-REIT価格の上昇による配当利回りの低下を金利の低下が補う格好となっています【図表5】。

## (2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

### 【相場見通し】

- ・ 足元のJ-REIT市場は以下の理由からやや過熱した状態にあるものとみています。
  - ①J-REITの業績回復スピードに比した東証REIT指数の上昇ピッチの速さ【図表3、15】。
  - ②中期的な傾向を示す移動平均値と足元の東証REIT指数のかい離状態【図表7】。
- ・ 昨年11月の相場上昇をけん引したのは主に外国人投資家でした【図表8】。12月のデータは現時点では公表されていませんが、11月同様に外国人投資家が上昇を主導した可能性もあります。前月号でも触れましたが、外国人投資家の中でヘッジファンドなどの短期間での収益確保を目指す資金の流入が増えていることも想定されます。以下のような懸念等から外部環境が悪化すれば一時的に下押し圧力がかかり、値動きの荒い相場展開になる局面も予想されます。
  - ①原油等商品価格の下落が主に資源国経済を混乱させ、世界経済全体に悪影響を及ぼすとの懸念。
  - ②1月25日のギリシャ総選挙で急進左派連合等反緊縮財政派が勢力を拡大。財政面で不安を抱えるイタリア等にも影響が波及し、欧州債務不安が再燃するとの懸念。
- ・ 但し、仮に下落したとしても調整は一時的なものに留まるものと思われます。以下のような材料及び先高期待に支えられ、東証REIT指数は再び緩やかな上昇傾向をたどるものと判断しています。
  - ①2015年年間の日銀のJ-REIT買入れ額目処は約900億円。昨年買入れ実績(約372億円)の約2.4倍の規模であり、J-REIT市場の下支え・上昇要因となる可能性【図表6】。
  - ②金利上昇懸念が後退し、比較的厚めのイールド・スプレッド(J-REITの予想配当利回り-10年国債金利)がJ-REITの相対的な魅力度を維持させる可能性【図表5】。
  - ③不動産市況の回復【図表17】や新規の物件取得【図表13】等によりJ-REITの業績回復【図表15、18】が今後本格化する可能性。
  - ④年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)等公的年金資金の流入やNISA投資枠拡大等による個人投資家資金の流入額増加期待。

### ＜上値・下値目処＞

- ・ 今年3月までの上値目処としては1,960ポイント程度を想定しています。原油の下げ止まり等外部環境の不透明感が後退すれば2,000ポイントを目指す動きも想定されます。但し、配当利回りが3.0%以下となる1,900ポイント以上では損益確定の売りも増加し、上値の重さが徐々に意識される展開になりそうです。
- ・ 当面の下値目処としては、①急上昇の反動のみに留まる場合は60日(約3ヵ月)移動平均値近辺の1,750～1,800ポイント程度、②株式市場の急落、金利上昇等想定を超す悪材料が生じた場合等は1,680ポイント程度とみています。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

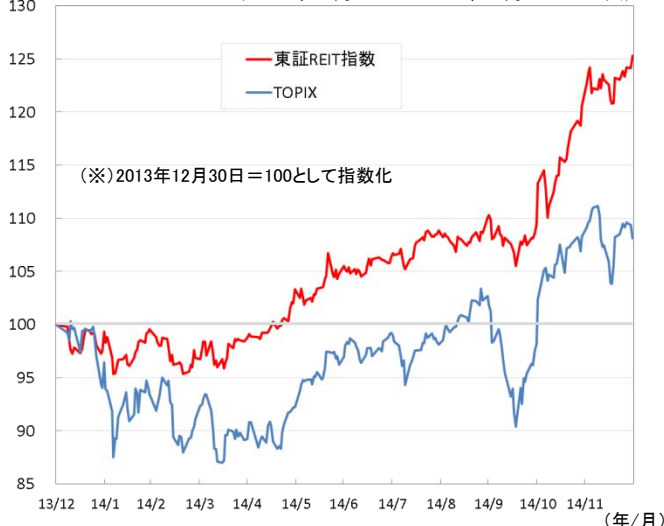
(2014年12月30日時点) (%)

|      |          | 2014年 |      | (参考)<br>2013年累計 |
|------|----------|-------|------|-----------------|
|      |          | 単月    | 累計   |                 |
| 配当除き | 東証REIT指数 | 3.9   | 25.3 | 35.9            |
|      | TOPIX    | -0.2  | 8.1  | 51.5            |
|      | 差        | 4.1   | 17.2 | -15.6           |
| 配当込み | 東証REIT指数 | 4.3   | 29.7 | 41.1            |
|      | TOPIX    | -0.1  | 10.3 | 54.4            |
|      | 差        | 4.3   | 19.4 | -13.3           |

出所: ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

(2013年12月30日～2014年12月30日 日次)



出所: ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表3】 東証REIT指数推移(指数算出開始以来)

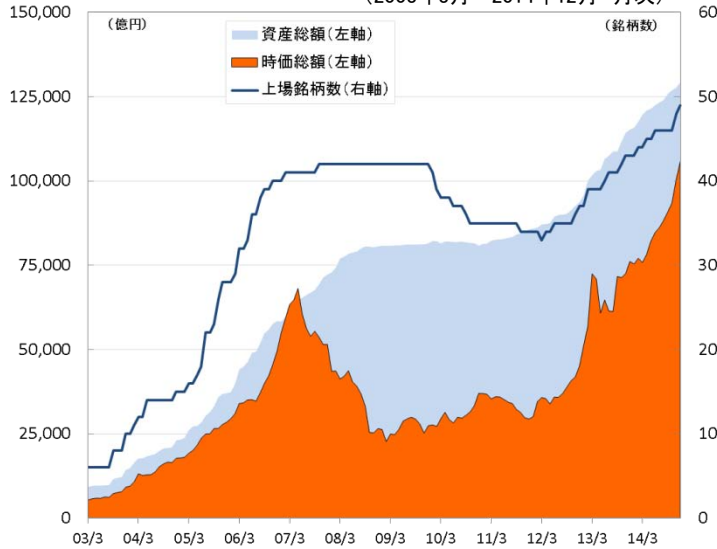
(2003年3月第5週～2014年12月第5週 週次)



出所: ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成 (年/月)

【図表4】 J-REITの時価総額等推移

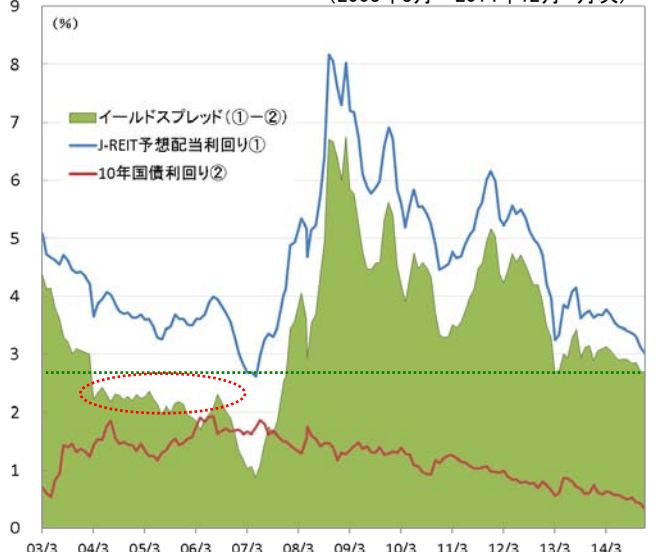
(2003年3月～2014年12月 月次)



出所: ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成 (年/月)

【図表5】 J-REITの配当利回り等推移

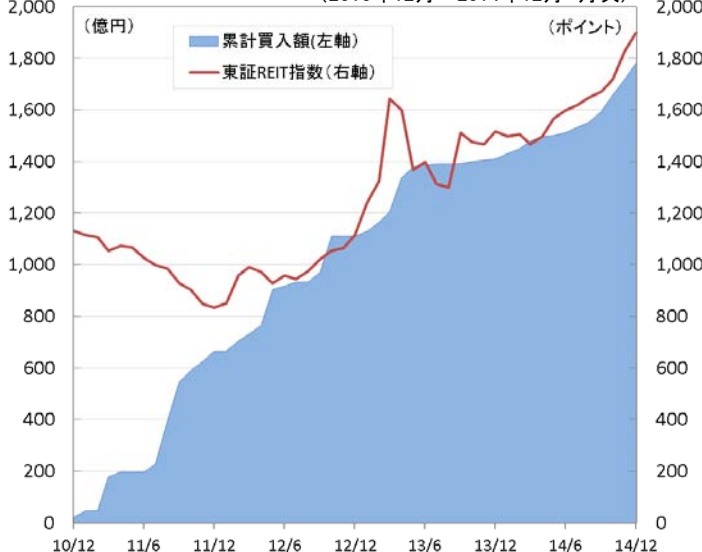
(2003年3月～2014年12月 月次)



出所: ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表6】 東証REIT指数と日銀買入れ額(累計)推移

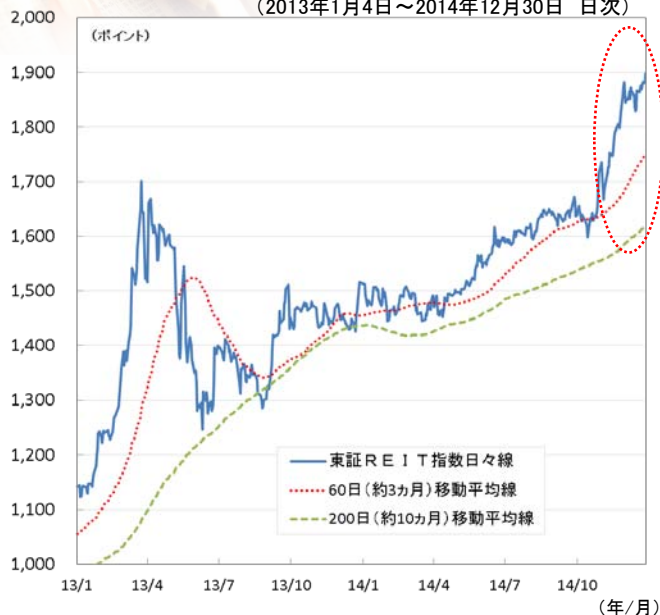
(2010年12月～2014年12月 月次)



出所: 日銀、ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表7】 東証REIT指数と移動平均の推移

(2013年1月4日～2014年12月30日 日次)



【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   |
|-------|-------|-------|-------|------|--------|-------|
| 2007年 | 227   | -322  | 720   | -418 | -2,415 | 3,928 |
| 2008年 | 100   | 203   | 269   | -18  | -40    | -100  |
| 2009年 | -101  | -46   | 382   | 16   | -54    | -35   |
| 2010年 | 99    | 749   | 578   | -103 | -789   | -5    |
| 2011年 | 124   | 841   | -125  | -166 | -555   | -186  |
| 2012年 | -2    | 759   | 494   | -169 | -1,604 | 514   |
| 2013年 | -30   | 1,769 | 4,241 | -722 | -4,949 | 13    |
| 2014年 | -96   | 1,956 | 783   | -370 | -2,816 | 374   |

(注) 2014年は判明月まで反映

|          |     |     |      |     |      |      |
|----------|-----|-----|------|-----|------|------|
| 2013年8月  | 8   | 103 | 102  | -8  | -93  | -213 |
| 2013年9月  | -33 | 524 | 681  | -85 | -598 | -345 |
| 2013年10月 | -3  | 94  | 472  | -92 | -452 | 120  |
| 2013年11月 | 22  | 156 | 377  | -61 | -410 | -154 |
| 2013年12月 | -3  | 146 | 461  | -57 | -610 | 43   |
| 2014年1月  | -20 | 261 | 368  | -37 | -217 | -306 |
| 2014年2月  | -32 | 259 | 351  | -51 | -369 | -239 |
| 2014年3月  | -17 | 167 | 332  | -19 | -267 | -112 |
| 2014年4月  | -70 | 348 | -2   | -39 | -285 | -63  |
| 2014年5月  | 43  | 113 | -88  | -36 | -174 | 233  |
| 2014年6月  | -1  | 34  | -231 | -39 | -223 | 389  |
| 2014年7月  | 46  | 170 | 51   | -15 | -193 | -32  |
| 2014年8月  | 24  | 85  | 104  | -20 | -239 | 30   |
| 2014年9月  | -17 | 102 | 100  | -12 | -271 | 98   |
| 2014年10月 | -9  | 212 | 15   | -22 | -229 | -139 |
| 2014年11月 | -42 | 206 | -217 | -79 | -349 | 515  |

出所: 東証データを基にニッセイアセットマネジメント作成

## (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

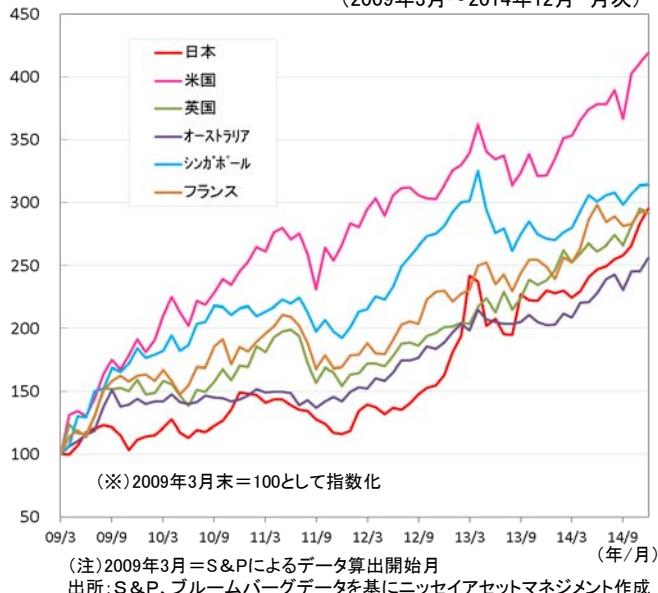
- ・ 昨年12月月間の買入額は約65億円、2014年年間の買入れ額は約372億円、2010年の買入れ開始以降昨年末までの買入れ累計額は約1,782億円となりました。
- ・ 今年2015年の年間購入目標額目処は約900億円、昨年買入れ実績(約372億円)の約2.4倍の大きさです。2014年1～11月の銀行の累計買い越し額(除く日銀買入れ額)(1,584億円)の約6割に相当します。

## (4) 主要国REIT市場比較

- ・ 昨年12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)(前月比)は英国とフランスの市場が下落、他の市場は上昇しました。
- ・ 昨年年間の騰落率では、米国: +30.3%、日本: +28.3%、オーストラリア: +26.7%、英国: +22.7%、フランス: +17.3%、シンガポール: +16.1%の順となっています。
- ・ 昨年12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3番目の高さになっています。

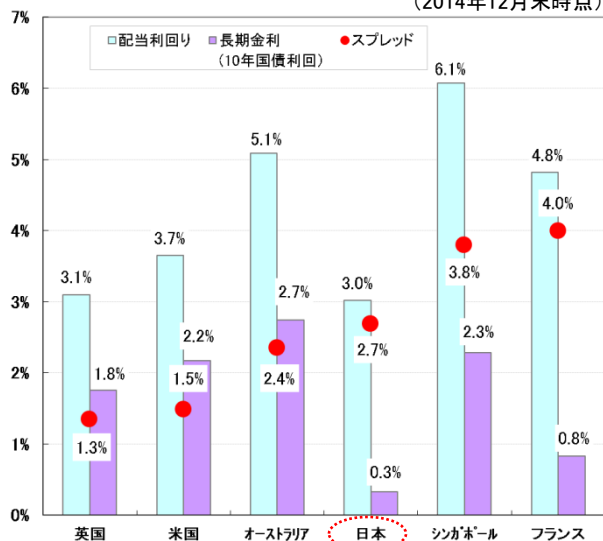
【図表9】 主要国REIT指数(現地通貨ベース)の推移

(2009年3月～2014年12月 月次)



【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド

(2014年12月末時点)



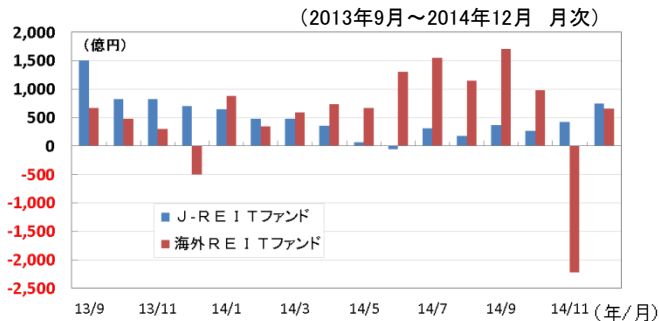
## (5) J-REITファンド(公募投信)への資金流出入動向

- ・ J-REITファンドは昨年12月も資金流入超となり、金額は前月比で約76%増加しました。
- ・ 海外REITファンドは昨年11月に2,200億円を超える流出超となりましたが、同12月は流入超に転じています。

【図表11】 REITファンドへの資金流出入動向(表とグラフ)

| 項目         | 2014年度     |              | 直近3か月 |        |     |
|------------|------------|--------------|-------|--------|-----|
|            | 7～9月<br>累計 | 10～12月<br>累計 | 10月   | 11月    | 12月 |
| J-REITファンド | 854        | 1,433        | 268   | 422    | 742 |
| 海外REITファンド | 4,408      | -570         | 986   | -2,218 | 663 |

出所: 野村Fundmarkのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成  
 <対象は追加型株式投信(ETFを除く)>

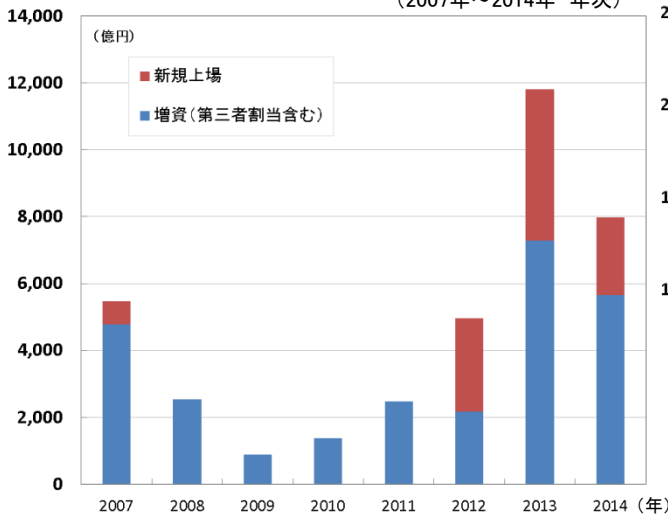


## (6) J-REITの増資(資金調達)と物件取得状況

- ・ 昨年年間の新規上場と増資に絡む市場からの資金調達額は約8,000億円と、前年同期より約3割減少しました。昨年12月は1銘柄(積水ハウス・リート)の新規上場のみで、公募増資の発表はありませんでした。
- ・ 昨年年間の物件取得額(受渡しベース)は約1兆5,500億円と前年同期より約3割減少しています。J-REITの新規不動産取得は一服した感があります。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況

(2007年～2014年 年次)

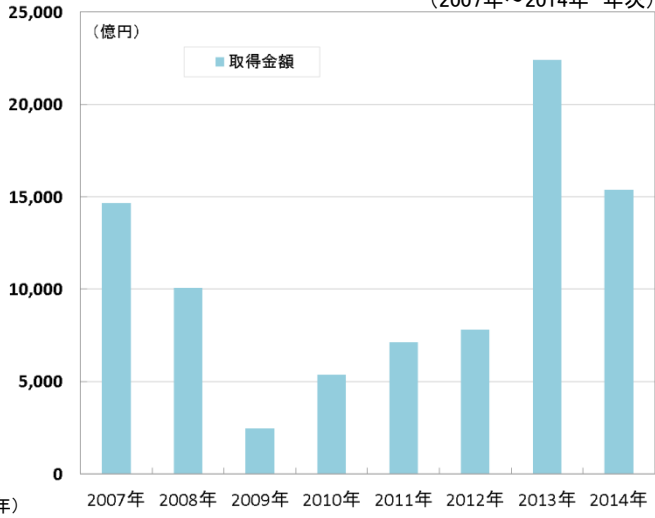


(※)2014年は12月末時点判明分まで反映

出所: 不動産証券化協会資料等を基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

(2007年～2014年 年次)



(※)2014年は12月末時点判明分まで反映

出所: 不動産証券化協会資料等を基にニッセイアセットマネジメント作成

## (7) J-REITの新規上場候補

- ・ 昨年12月3日に積水ハウス・リートが上場され、上場銘柄数は49銘柄となりました。2月10日に1銘柄の新規上場が予定されていますが、相場が堅調なことから今後新規上場が増加する可能性もあります。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2015年1月7日時点)

| 設立母体<br>(REIT名称)        | 上場時資産規模(予定) | 上場時(予定)    | 主な運用対象等                                                                                                                                           |
|-------------------------|-------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ケネディクス<br>(ケネディクス商業リート) | 約810億円      | 2015年2月10日 | ○投資対象は、比較的中規模クラスの食品スーパーや専門店等、生活に密着した商業施設が中心。上場時の組入れ物件は「フルルガーデン八千代」等商業施設18棟。<br>○上場に伴う市場からの資金調達額は第三者割当増資を含め約520億円。                                 |
| 新生銀行等                   | 約1,000億円    | 2015年中     | ○病院や介護施設等に特化。新生銀行、ケネディクス、長谷工、三菱UFJ信託、LIXILグループ、損保ジャパン6社が共同で4月28日に運用会社を設立。<br>○当初は、介護住宅や高齢者住宅など約70件、金額で1,000億円程度を組み入れるが、徐々に増やして2,000～3,000億円に拡大する。 |
| スパークス・グループ              | 約300億円      | 2016年目途    | ○病院や研究施設等医療関連物件を含む総額300億円規模のJ-REIT上場を準備。<br>○既に100億円規模の物件を取得予定で、2015年中に200億円程度の購入を目指す。                                                            |

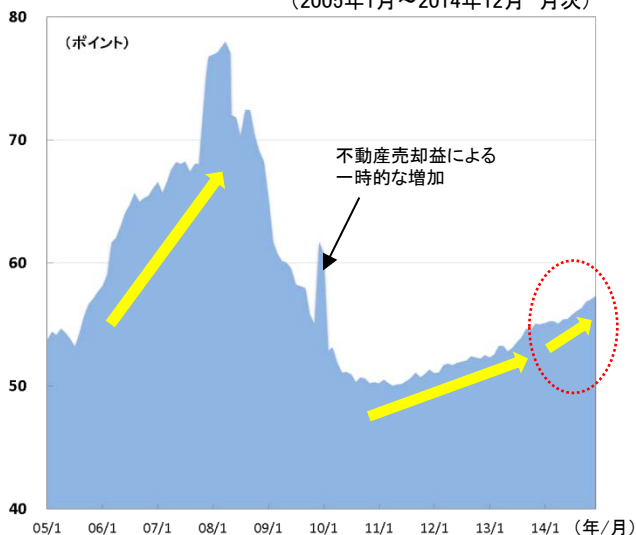
出所: 不動産証券化協会資料等を基にニッセイアセットマネジメント作成

## (8) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- ・ J-REITの東証REIT指数ベースの配当額は昨年年間で4.2%増加しました。増加スピードは昨年後半以降やや速まりつつあるものの、依然2006年～2007年央の頃に比べると緩やかなものに留まっています。
- ・ J-REIT保有物件の含み率が改善しつつあります。含み益の増加で信用力が向上し、資金を借り入れる際の条件が良くなる等、J-REITにとってプラスの効果が期待されます。

【図表15】 J-REITの配当額推移

(2005年1月～2014年12月 月次)

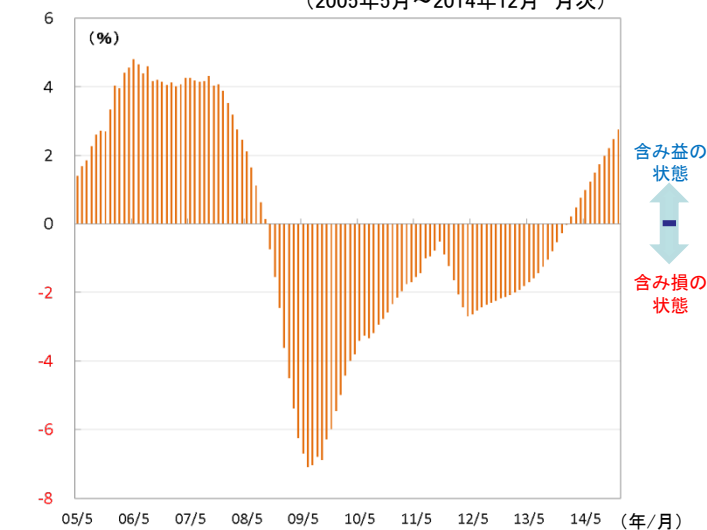


(※)配当額＝東証REIT指数×配当利回り÷100

出所：ブルームバーグデータ等を基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表16】 J-REIT保有物件含み率(6ヵ月平均)推移

(2005年5月～2014年12月 月次)



(※)含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)

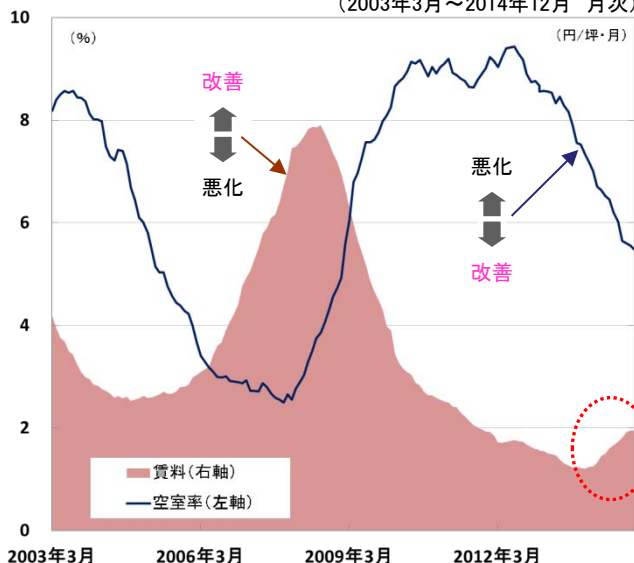
出所：J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料を基にニッセイアセットマネジメント作成

## (9) 都心5区オフィス市況及びJ-REIT賃貸収益前年同期比伸び率推移

- ・ 都心5区の昨年12月末時点のオフィス空室率は5.47%と、2009年1月以来の水準まで低下しています。賃料は前月比で12ヵ月、前年同月比で8ヵ月連続して増加しています。賃料の前年同月比増加率は、4月の+0.21%から12月は+4.60%に拡大しています。
- ・ 賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を受け、J-REITの賃貸収益(賃貸収入－賃貸費用、不動産売却損益除く)が改善しています。テナントとの賃料引上げ交渉が今後本格化するものと思われ、J-REITの業績に好影響を与える可能性もあります。

【図表17】 都心5区オフィス空室率と賃料推移

(2003年3月～2014年12月 月次)

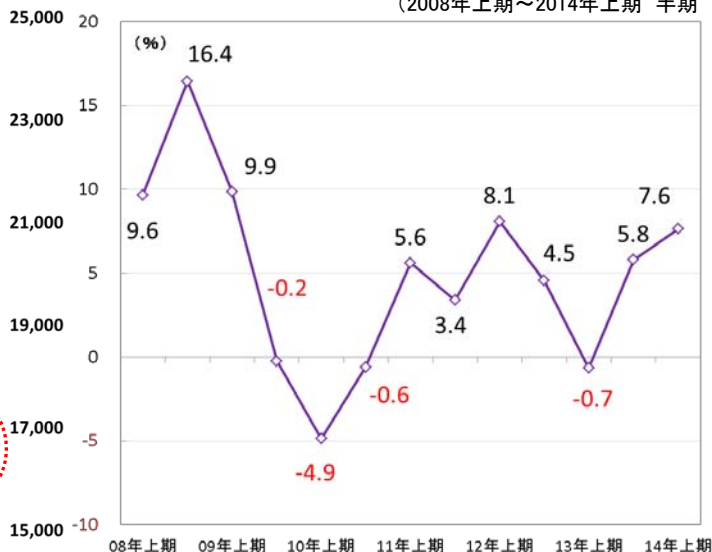


(※)都心5区：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

出所：三鬼商事データを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表18】 J-REIT賃貸収益前年同期比伸び率推移

(2008年上期～2014年上期 半期)



(※)2007年より継続してデータが取れる27銘柄が対象

出所：各社決算短信等を基にニッセイアセットマネジメント作成

## 【ご投資にあたっての留意点】

- 当資料は、ファンドに関連する情報および運用状況等についてお伝えすることを目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものです。金融商品取引法等に基づく開示資料ではありません。

## 【投資信託に関する留意点】

- 投資信託はリスクを含む商品です。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果(損益)はすべて投資家の皆様のもthingとなります。元本および利回りが保証された商品ではありません。
- ファンドは値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替変動リスクもあります)に投資しますので基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。ファンドは投資元本の保証や一定の成果は約束されておりません。ファンドの基準価額に影響を与える主なリスクは投資信託説明書(交付目論見書)の「投資リスク」をご覧ください。
- 分配金額は、収益分配方針に基づいて委託会社が決定しますので、あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。運用状況によっては、分配金をお支払いできない場合もあります。また、分配金は投資信託財産からお支払いしますので、基準価額が下がる要因となります。
- 投資信託は保険契約や金融機関の預金と異なり、保険契約者保護機構、預金保険の対象となりません。証券会社以外の金融機関で購入された投資信託は、投資者保護基金の支払い対象にはなりません。
- ご購入の際には必ず取扱販売会社より投資信託説明書(交付目論見書)をお受け取りになり、内容をご確認の上ご自身でご判断ください。

## 【手数料等】

【ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。】

## ■申込手数料

お申込み日またはお申込み日の翌営業日の基準価額に3.78%(税込)を上限として、取扱販売会社が独自に定める率をかけて得た額とします。

## ■信託報酬

各投資信託の純資産総額に年2.916%(税込)の率をかけて得た額を上限とします。

## ■信託財産留保額

1万口につき購入申込受付日の基準価額に0.04%の率、換金申込受付日または翌営業日の基準価額に0.5%の率をかけて得た額を上限とします。

## ■その他費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書等でご確認下さい。

## 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ニッセイアセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく目論見書をご覧ください。

## 【当資料に関する留意点】

- 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。
- 当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、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。
- 当資料のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

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 <http://www.nam.co.jp/>

<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