REITレポート

J-REIT市場　現状と今後の見通し

(1)J-REIT市場の動向

【指数の動き】
- 11月のJ-REIT市場(東証REIT指数)は、金利の安定や業績回復期待等を背景に上昇しました。但し、米利上げに関する12月FOMC(米連邦公開市場委員会)(15～16日開催予定)の結果を見極めたい等の意向から上値を追う勢いは乏しく、上昇率は約1.3%と小幅でした【図表1、2】。

【市場規模・売買代金】
- 銘柄数は、「いちごホテルリート」の上場により52銘柄となりました。11月末時価総額は約10.6兆円と、前月より約0.2兆円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は約275億円と前月比約3%減少しました。

【配当利回り等】
- 11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3.43%(前月:3.46%)、10年国債金利は0.307%(前月:0.309%)、イールド・スプレッド(予想配当利回り－10年国債金利)は3.12%(前月:3.15%)となりました【図表4】。

(2)J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

12月の東証REIT指数は、月前半は15～16日のFOMCの結果を見極めたいとの意向から買いが手控えられる中、持ち高調整の売り等により弱含みの展開になるものと思われます。
米国の政策金利(FFレート)はリーマン・ショック後の2008年12月以降、年0～0.25%(事実上のゼロ金利)で推移してきました。市場は米利上げをかなり織り込んでいるとみていますが、約7年間の低金利政策に慣れた市場が実際にどのような反応を示すのかを確認したいとする投資家もいるものと思われます。
イエレンFRB(米連邦準備制度理事会)議長やFRB高官の発言等を受け、今回のFOMCで利上げが開始されるものの、その後の追加利上げのペースは緩やかなものになるとの見方が増えつつあるように思われます。
仮に米利上げが決定されれば先行き不透明感が後退し、買いタイミングをうかがっていた投資家が動きやすくなる可能性もあります。FOMC後、東証REIT指数はJ-REITの業績拡大期待等を背景に、年末に向け1,800ポイント台回復を目指す動きになるものとみています。

米利上げのJ-REITへの影響については、①利上げによる借入費用の増加等から世界最大規模の米国REIT市場が売られ、J-REIT市場も連動して下げる、②米国の利上げが影響して日本の金利も上昇し、借入費用の増加等を通じてJ-REIT業績の回復を遅らせる、といった点が指摘されていたように思われます。
①については、FRBの景気配慮型の金融政策等を背景に、米国REITは借入費用の増加を上回る収益拡大を続けるものと思われ、仮に利上げを嫌気して米国REIT市場が下落しても、それは一時的なものに留まる、②については、日米の金融政策の違いから日本の金利は引き続き低位安定した状態が続き、急激な金利上昇でJ-REITの業績が悪化するリスクは限定的である、と考えています。

中国をはじめ世界経済に対する過度の悲観論が後退する等、J-REITを取り巻く外部環境は改善しつつあるようです。日本の不動産市況の回復等を背景に、今後J-REITの業績回復ペースが速まる可能性もあり、米国の利上げ決定がJ-REIT市場の本格回復期入りのきっかけになる可能性もあるとみています。

尚、仮に利上げが見送られた場合、FRBは米景気の先行きを懸念しているとの受け止め方が広がることも考えられ、反って市場に悪影響を与える可能性もありそうです。

●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。 ●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。

〈審査確認番号H27-TB143〉
ニッセイ アセットマネジメント

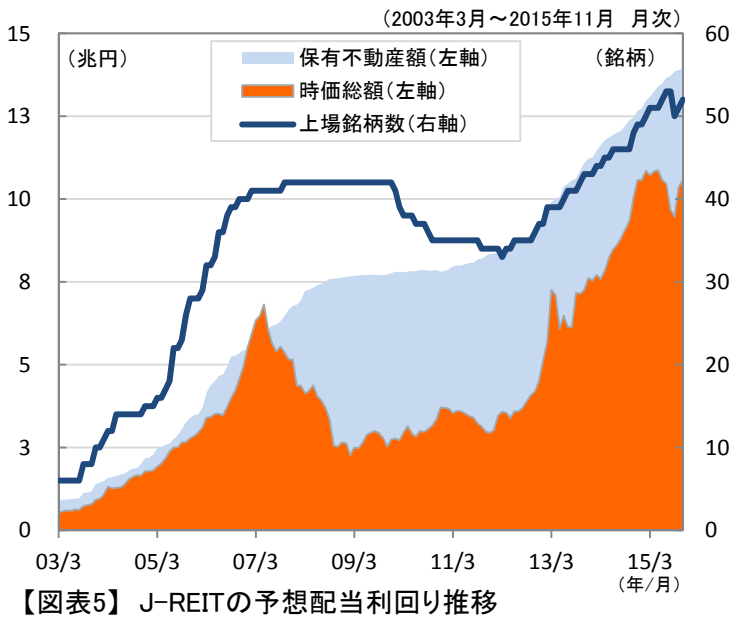
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

（2015年11月30日時点）（%）

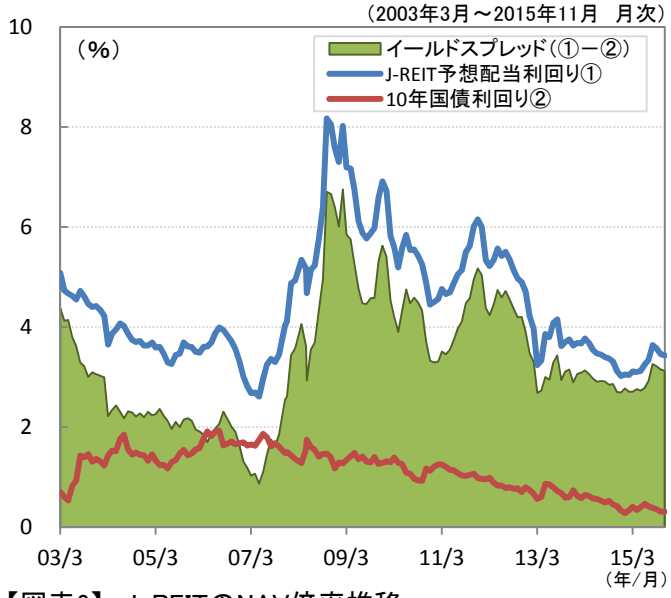
		2015年 単月	2015年 累計	（参考）2014年累計
配当除き	東証REIT指数	1.33	−7.65	25.27
	TOPIX	1.42	12.27	8.08
	差	−0.09	−19.93	17.19
配当込み	東証REIT指数	1.60	−4.98	29.68
	TOPIX	1.42	14.26	10.27
	差	0.18	−19.24	19.41

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 （配当除き）

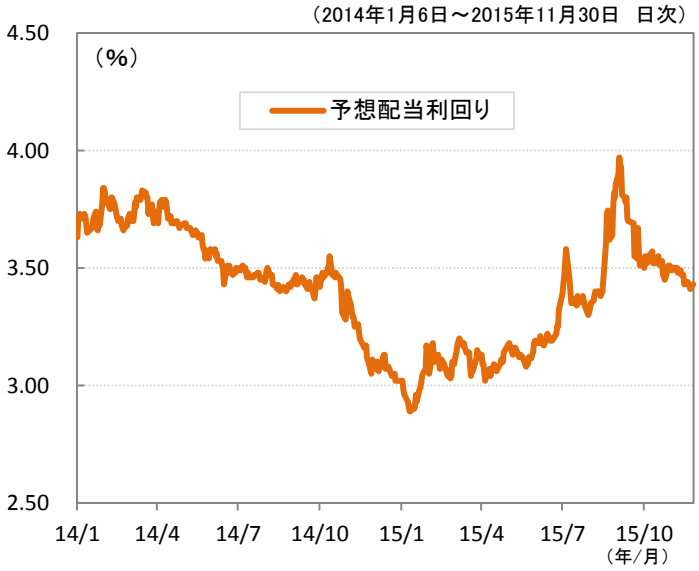
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移



【図表5】 J-REITの予想配当利回り推移

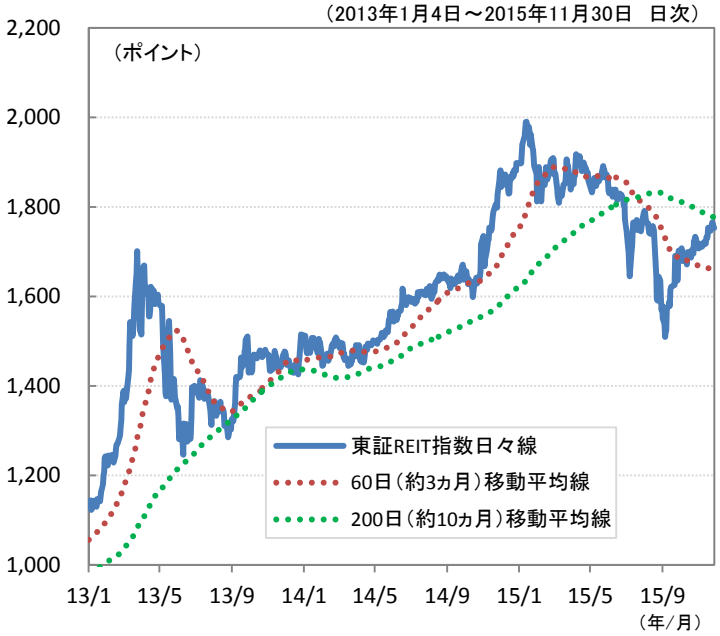


【図表6】 J-REITのNAV倍率推移

出所：図表1～5はブルームバーグデータ、図表6はブルームバーグデータ及びJ-REIT各社決算データを基にニッセイアセットマネジメント作成

●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。 ●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。

【図表7】 東証REIT指数と移動平均の推移



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
2012年	−2	759	494	−169	−1,604	514
2013年	−30	1,769	4,241	−722	−4,949	13
2014年	−142	2,265	1,073	−472	−3,435	532
2015年	5	1,728	1,949	−409	−2,727	−1,501
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
2014年12月	−46	309	290	−102	−619	158
2015年1月	−22	188	−74	−52	−361	55
2015年2月	−1	394	289	−76	−422	−294
2015年3月	35	172	535	−53	−291	−342
2015年4月	−18	264	255	−80	−349	−225
2015年5月	−12	370	220	−21	−344	−259
2015年6月	30	260	252	−53	−240	−512
2015年7月	−36	−13	27	−11	−174	145
2015年8月	22	13	85	−12	−104	−209
2015年9月	15	57	220	−18	−246	93
2015年10月	−7	23	139	−35	−195	47

（注）2015年は判明月まで反映

（※）銀行には日銀を含む
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

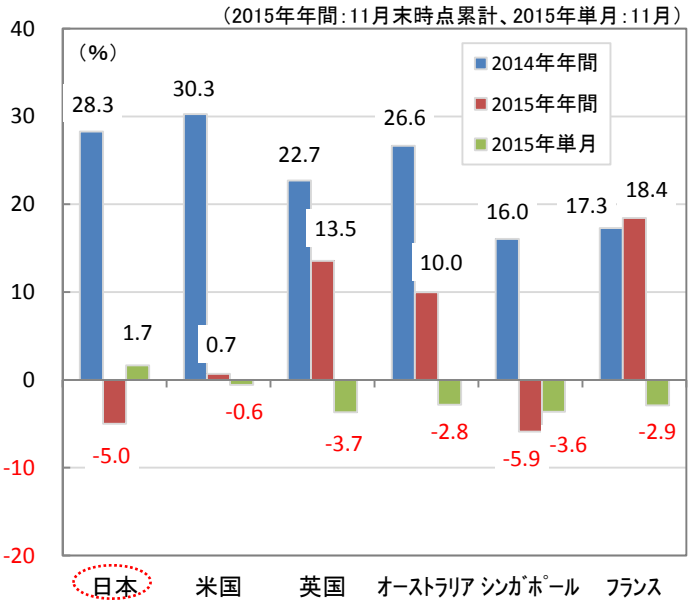
- 11月月間の買入額は約83億円、1～11月合計で約873億円。2015年年間買入れ目処約900億円に対する消化率は約97%、残り枠は約27億円です。1回当たりの平均買入れ額は約14億円と前月より2億円増加。
- 2010年の買入れ開始以降の累計買入れ額は約2,655億円となっています。

（参考）ETFの2015年1～11月合計買入れ額は約27,477億円、年間買入れ目処約3兆円に対する消化率は約92%です。

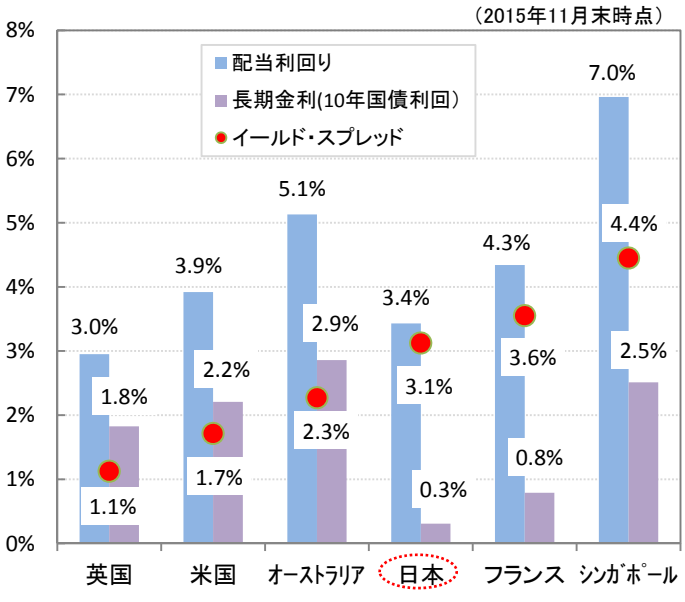
(4) 主要国REIT市場比較

- 11月の主要6ヵ国のREIT指数（S&P各国REIT指数、配当込み、現地通貨ベース）（前月比）は日本のみがプラスとなりました。2015年累計では、フランスがトップの上昇率となっています。
- 11月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは主要6ヵ国の中では3番目の高さになっています。

【図表9】 主要国REIT指数の騰落率



【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



（注）図表9～10：S&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース　出所：図表9～10：S&P、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

●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。 ●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

(5)J-REITファンド(公募投信)への資金流出入動向

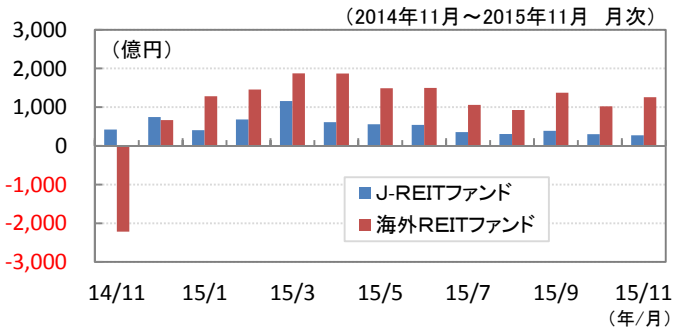
- J-REITファンドは11月も資金流入超、金額は前月比約10%減少しました。
- 海外REITファンドも連続資金流入超、金額は前月比約23%増加しました。

【図表11】 REITファンドへの資金流出入動向(表とグラフ)

(億円)

項目	2015年度 4~6月累計	2015年度 7~9月累計	直近3ヵ月 15年9月	直近3ヵ月 15年10月	直近3ヵ月 15年11月
J-REITファンド	1,715	1,054	390	303	274
海外REITファンド	4,855	3,357	1,371	1,021	1,259

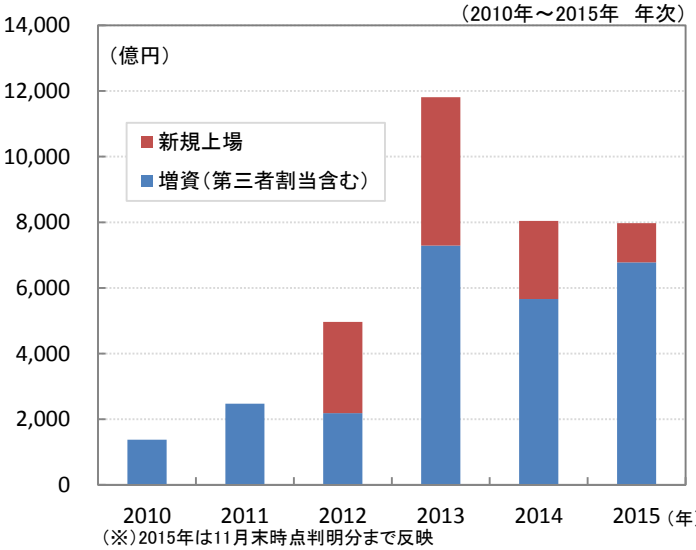
出所:野村Fundmarkのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成
<対象は追加型株式投信(ETFを除く)>



(6)J-REITの増資(資金調達)と物件取得状況

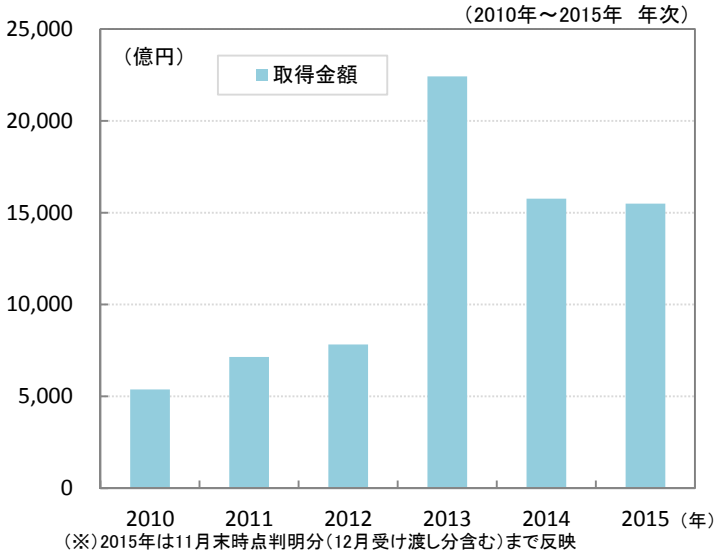
- 11月は2銘柄の公募増資(新たな投資口の発行による資金調達)と1銘柄の新規上場がありました。1~11月合計の公募増資(35銘柄)に伴う市場からの資金調達額は約6,780億円。新規上場銘柄の上場に伴う調達額と合わせて約7,970億円と、昨年同期比約1.1倍の規模となっています。
- 1~11月累計の物件取得額(今年12月受け渡し分含む)は約1兆5,500億円。昨年年間実績(約1兆5,800億円)にほぼ匹敵する金額です。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※)2015年は11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



(※)2015年は11月末時点判明分(12月受け渡し分含む)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

- 12月の新規上場予定はありません。森トラストが、同社にとっては2本目となるホテル特化型のREITの上場計画を発表しました。2016年度中の上場予定とされています。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2015年11月30日時点)

設立母体(REIT名称)	上場時資産規模(予定)	上場時(予定)	主な運用対象等
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。 ○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。
森トラスト	未定	2016年度目処	○ホテル特化型REITで、森トラストとしては2本目のREIT。既に子会社と共同で新設するREITの運用会社を設立。 ○森トラストは「ラフォーレホテルズ」や「マリオット」等の他、温泉施設も手掛ける。

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

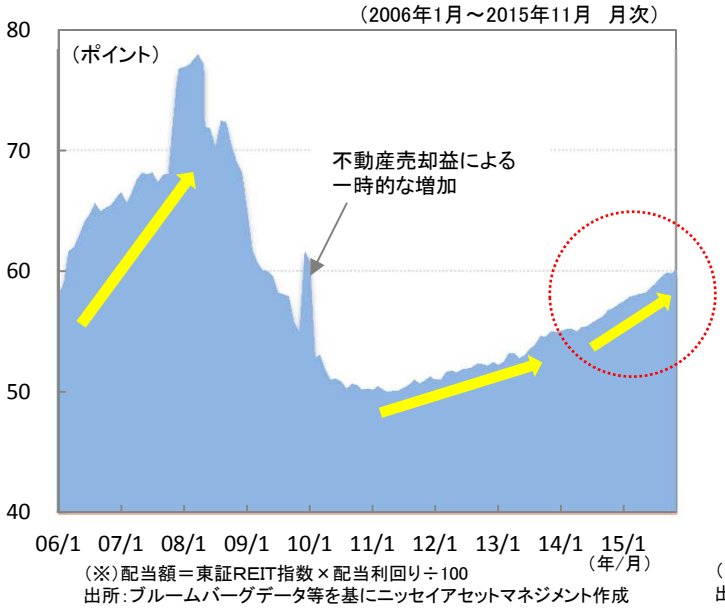
●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。 ●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料のいかなる内容も将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

ニッセイアセットマネジメント

(8)J-REITの配当額や保有物件含み率推移

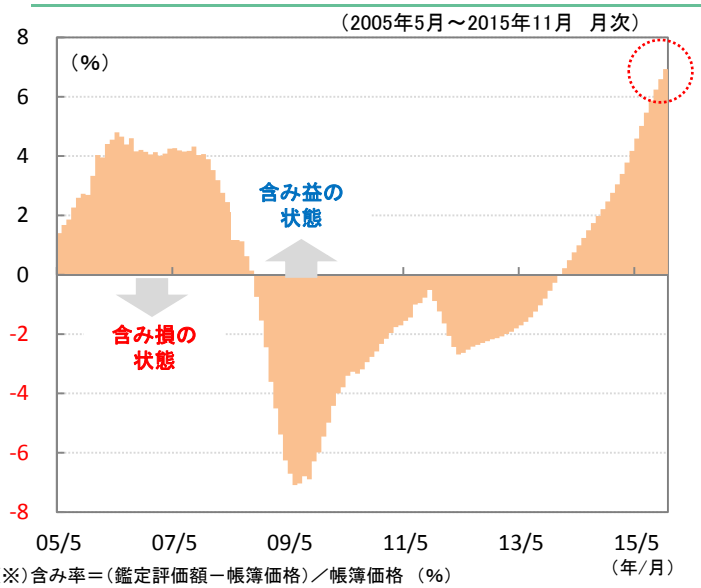
- 11月末の予想配当額(東証REIT指数ベース)は前年同期比で5.5%増加。借り手との賃上げ交渉を行いやすい環境になりつつあるとの見方もあり、予想配当額の増加ペースが速まる可能性もあります。
- 11月末のJ-REIT保有物件の含み率(6ヵ月平均)は6.9%と過去最高水準となっています。11月末時点での含み益額(鑑定評価額－簿価価格)は約1兆70億円と、初めて1兆円の大台に達しました。

【図表15】 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

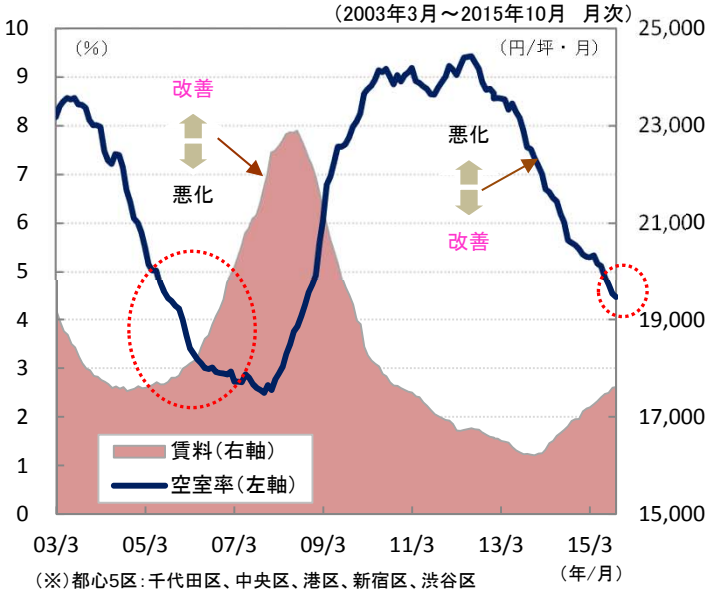


(※)含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格　(%)
出所:J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料を基にニッセイアセットマネジメント作成

(9)不動産市況の推移

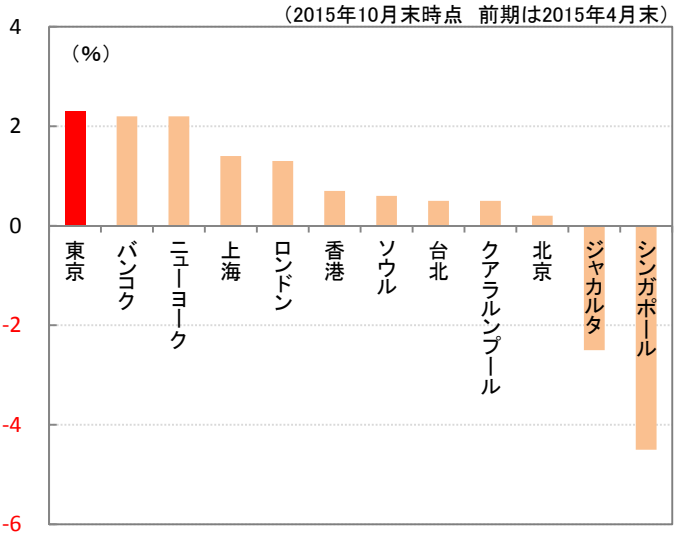
- 10月の都心5区のオフィス空室率は4.46%と、前月より0.07%低下(改善)しています。リーマン・ショック前は空室率が5.0%を下回ったあたりから賃料上昇に弾みがついています。賃料は前月比で22ヵ月、前年同月比で18ヵ月連続上昇していますが、上昇率は前年同月比で4.1%程度と緩やかなものに留まっています。
- 日本不動産研究所は、東京都心部の有力オフィスの今年4月末から10月末の賃料の伸びが世界の主要14都市の中で最も大きくなったと発表しました。賃料の更なる上昇観測等を背景に、外国資金の流入も活発化しているようです。

【図表17】 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】 主要国オフォス賃料指数変化率(前期比)



(※)グラフは対象14都市の中から抜粋
出所:日本不動産研究所データを基にニッセイアセットマネジメント作成

●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。 ●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。