

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（2017年7月号）

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指標の動き】

- 6月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数）はじりじりと値を下げる展開となりました。月末には欧米金利上昇の余波を受けた国内金利の上昇を嫌気し、2016年2月以来約1年4カ月ぶりに1,700ポイントを割り込んで引けました。2018年の東京23区におけるオフィス大量供給懸念も引き続き重荷となりました。
- 東証R E I T指数（配当除き）のパフォーマンスは、6月単月で約6%、年初来では約15%TOPIX（同）を下回っています。【図表1、2】。

【市場規模・売買代金等】

- 銘柄数は58銘柄のまま、時価総額は11.4兆円と前月末より約3,500億円減少しました【図表3】。1日当たり売買代金は296億円（前月比約2%減少）で、2015年12月以来の300億円割れとなりました【図表7】。
- 1銘柄、約193億円の公募増資がありました。4~6月月平均で約115億円と、1~3月同約866億円の1割強まで減少しています。相場低迷の影響等から、新規公開は3月以降途絶えています【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4.00%（前月末：3.88%）、10年国債金利はプラス0.086%（前月末：プラス0.049%）、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：3.83%）となっています。イールド・スプレッドは2012年12月（3.92%）以来の大きさです【図表4、5】。

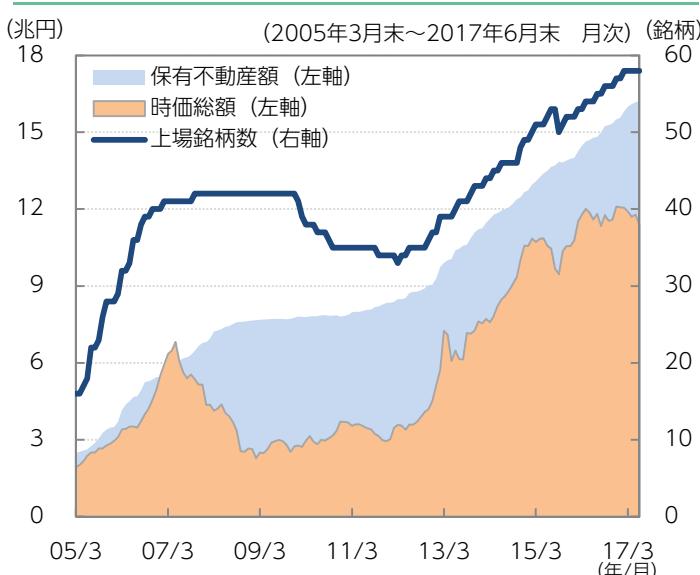
(2) J-R E I T市場（東証R E I T指数）の見通し

- 2017年のJ-R E I T市場が年初から軟調に推移している主な要因は、世界的な金利急上昇懸念にあるものと思われます。景気を腰折れさせない程度の緩やかな金利上昇であれば、賃料の増加が借入費用増を補い、J-R E I T業績の拡大が続くことが期待されるものの、金利上昇が急激であれば借入費用増が勝り、業績悪化に陥る可能性があるからです。6月のドラギECB（欧州中央銀行）総裁の発言に欧米金利が一時急上昇した時のJ-R E I T市場の動向をみると、投資家は国内金利の急上昇リスクをかなり警戒しているように思われます。しかし、FRB（米連邦準備制度理事会）が米景気に配慮しつつ緩やかに金利の正常化を進める意向を示していること、ECBは政策目標を下回る物価動向等から金融緩和策を当分継続するものとみられること、日銀が過度の金利上昇を抑制する政策を続けていること等を考慮すると、金利の急上昇は見込みづらい状況にあると考えます。現状のJ-R E I T市場は、金利急上昇懸念を織り込み過ぎているように思われます。
- ①不動産市況が引き続き回復していること【図表17】、②J-R E I Tの予想配当利回りが相対的に高いこと【図表5】、③6月末時点のイールド・スプレッドが現在の安倍内閣が誕生した2012年12月以来の水準まで拡大し、主要国の中でも相対的に高位にあること【図表4、10】、公募増資の減少による需給改善期待の高まり【図表12】等を考慮すると、現状のJ-R E I T市場は売られ過ぎ感が強い状態にあると考えます。6月末時点のJ-R E I Tの予想配当利回りは4.0%まで上昇しています。中国人民元切り下げ等を受けて2015年9月にかけて急落した局面では、同利回りが4%近くに達した水準で指数は反発に転じました。同利回り水準では地銀や公的資金の積極的な買いが期待されます。現状は、日米ともに株式市場が選好されていますが、徐々に投資資金がJ-R E I T市場にも向かい始めるものと思われます。
- 一方、政治や地政学リスク動向には引き続き注意が必要であると考えます。米国議会での税制改革案の審議の遅れ、北朝鮮情勢の行方次第等では再び投資家のリスク回避姿勢が強まることも考えられます。尚、相対的に安全とされる債券に資金がシフトし、金利が低下（価格上昇）する場合は、J-R E I T市場の下落は国内株式市場等に比べて小幅に留まるものとみられ、反発のきっかけになることも考えられます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

		(2017年6月30日時点) (%)		
		2017年		(参考) 2016年累計
		単月	累計	
配当除き	東証REIT指数	-3.10	-8.70	6.20
	TOPIX	2.78	6.14	-1.85
	差	-5.88	-14.84	8.05
配当込み	東証REIT指数	-2.77	-7.06	9.86
	TOPIX	2.96	7.37	0.31
	差	-5.73	-14.43	9.54

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移



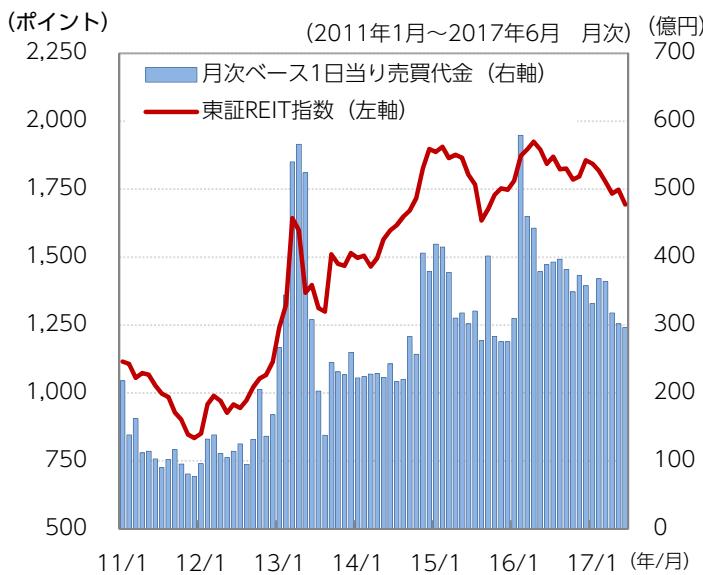
【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



出所：図表1～6は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指数と売買代金の推移



出所：ブルームバーグデータ、東証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)						銀行(除く日銀)
	生保・損保	銀行	投資信託	事業法人	個人	外国人	
2014年	-142	2,265	1,073	-472	-3,435	532	1,893
2015年	-9	2,196	2,254	-486	-3,313	-1,618	1,275
2016年	-128	621	-103	-674	-3,378	1,674	-450
2017年	-8	45	307	-211	-1,064	-189	-328

※2017年は判明月まで反映

(※) 主体の左から2番目の銀行は日銀を含む数値

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-R E I T買入れ状況

- 6月の買入れ額は約96億円、1回当たりの買入れ額は約12億円でした。J-R E I T市場が軟調に推移したことから月間の買入れ額は前月の60億円から増加しました。
- 年初来の買入れ額は約469億円、2017年間の買入れ目処約900億円の残り枠は約431億円（月当り約72億円）です。

(4) 主要国REIT市場比較

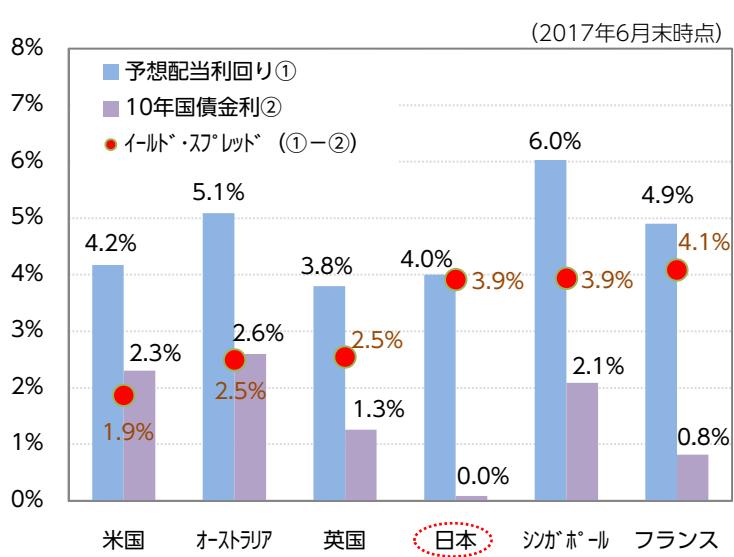
- 主要6カ国のREIT指数（S&P各国REIT指数、配当込み、現地通貨ベース）の6月月間の騰落率（前月末比）は、米国とシンガポールが上昇しました。年初来ではシンガポールが15.9%と上昇率トップ、一方日本は最下位となっています。
- 6月末のJ-R E I T市場のイールド・スプレッドは、主要6カ国の中では3番目の高さになっています。業績予想の下方修正や金利上昇の影響等で米国が最も低くなっています。

【図表9】 主要国REIT指数の騰落率



(注) 図表9~10: S & P各國・地域REIT指数(現地通貨)(配当込み)ベース(※J-R E I T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: S & P、不動産証券化協会、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10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



●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的一切の権利は、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。

(5) J-REITファンド（公募投信）への資金流入出動向

- 2017年6月月間のJ-REITファンドへの資金流入出は、3ヵ月連続の流出超となりました。流出額454億円は第二次安倍政権スタート（2012年12月）以降では最大です。
- 海外REITファンドは8ヵ月連続流出超となり、金額は前月の約3.5倍に増加しました。

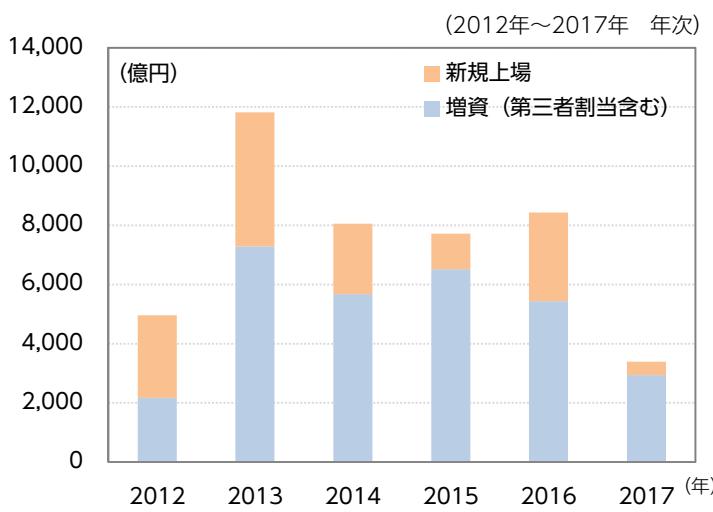
【図表11】REITファンドへの資金流入出動向（表とグラフ）



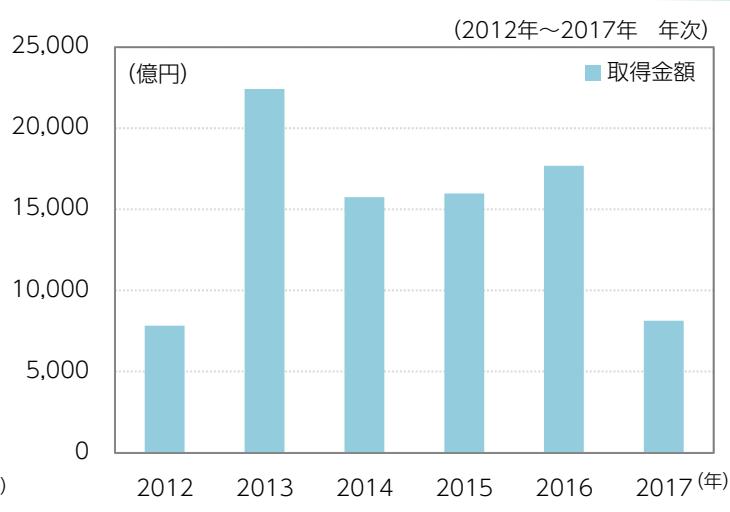
(6) J-REITの増資（資金調達）と物件取得状況

- 6月は1銘柄の公募増資（市場からの資金調達額は約193億円）がありました。4~6月の月平均公募増資額は約115億円と1~3月の約866億円から大きく減少しています。公募増資額の減少はJ-REIT市場の需給改善をもたらす可能性があります。
- 6月の物件取得額（受渡しベース）は約483億円でした。年初からの累計取得額は約8,142億円で、前年同期（約9,372億円）より減少しています。不動産価格の上昇等が影響しているようです。

【図表12】J-REIT増資等の資金調達状況



【図表13】J-REIT物件取得状況



(7) J-REITの新規上場候補

- 三菱地所を設立母体とする物流施設特化型REIT、香港の物流施設開発・運営会社イーシャン・レッドウッドを設立母体とする物流特化型REITの上場計画等が発表されています。
- しかし、J-REIT市場が回復基調を取り戻すまで、上場は見送られる可能性もあります。

【図表14】J-REIT新規上場候補

(2017年6月末時点)

設立母体 (REIT名称)	上場時（予定）	主な運用対象等
三菱地所	早ければ 2017年内	○2016年7月に「MJ物流リート投資法人」を設立、また同年8月には東京流通センターの 株式を追加取得子会社化する等、物流施設特化型REIT上場に向けての準備を進めている。 ○当初の運用規模は数百億円程度。三菱地所が開発した施設の他、他社開発施設も組入れ予定。

出所：各種報道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

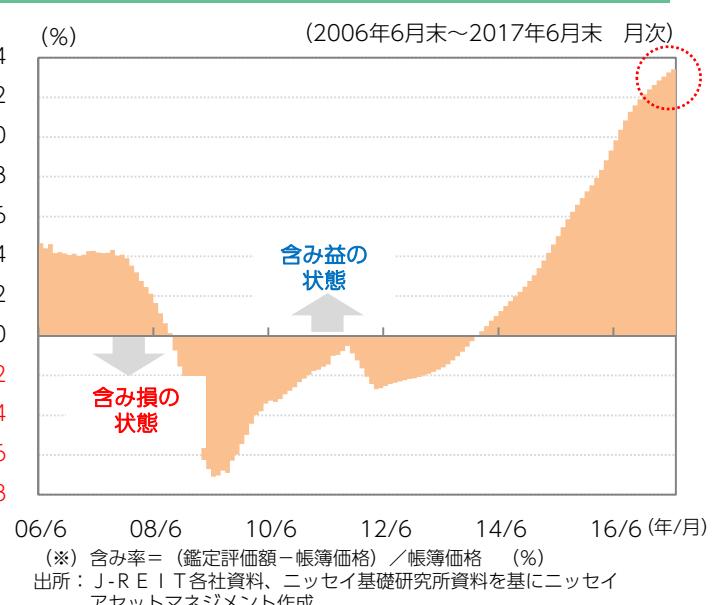
- 6月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比で約6.9%増加となり、前月の約7.8%増より低下しました。前年の伸び率が比較的大きかった分、今後は鈍化傾向が続くものと思われます。
- 6月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は約13.4%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は約2兆675億円と、何れも過去最高水準です。

【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

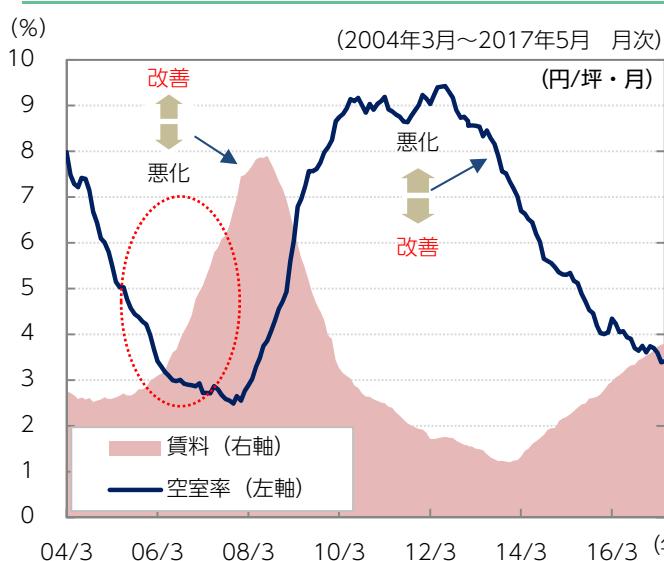


(※) 含み率＝（鑑定評価額－帳簿価格）／帳簿価格 (%)
出所：J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料を基にニッセイアセットマネジメント作成

(9) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 5月の都心5区のオフィス空室率は3.41%。前月より0.02%上昇（悪化）しましたが、依然2008年5月（3.29%）以来の低い水準が続いている。同月の坪当たり賃料（月額）は18,801円で、前年同月比約3.8%増加しています。賃料は前月比で41ヵ月、前年同月比で37ヵ月連続上昇しています。
- 投資口価格が1口当たり純資産額（保有物件の含み損益額含む）の何倍まで買われているかを示すNAV（純資産額）倍率は6月末時点で1.09倍と、2012年12月（1.04倍）以来の低さとなっています。

【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】 J-REITのNAV倍率推移



(※) NAV倍率＝投資口価格／1口当たり純資産額
出所：J-REIT各社、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

【ご投資にあたっての留意点】

- 当資料は、ファンドに関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のとなります。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下さい。

【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 <https://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