

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11月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 10月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、景気・企業業績拡大観測や米国株高等を背景に日経平均株価が東証再開以来初となる16営業日連騰を記録する中、株式市場への資金シフトの動き、金利の上昇懸念等が悪材料となり、前月末比1.48%下落しました。一時は7月14日につけた年初来安値（1,620ポイント）を下回る場面もありました。年初来では国内株式市場（T O P I X）を28.50%下回り、株式とのパフォーマンス格差が広がっています【図表1、2】。

【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、銘柄数は59銘柄で横ばい、時価総額は11.2兆円と前月末より1,265億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は306億円と前月比10%増加しました。指数下落過程で売買代金は増加傾向となっています【図表7】。
- 10月は3件の公募増資がありました。同増資に伴う資金調達額は369億円と、前月より44%減少しました。年初来の公募増資額合計は4,316億円で、前年同期比8%減少しています【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4.24%（前月末：4.16%）、10年国債金利はプラス0.071%（前月末：プラス0.068%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.17%（前月末：4.09%）となっています【図表4、5】。

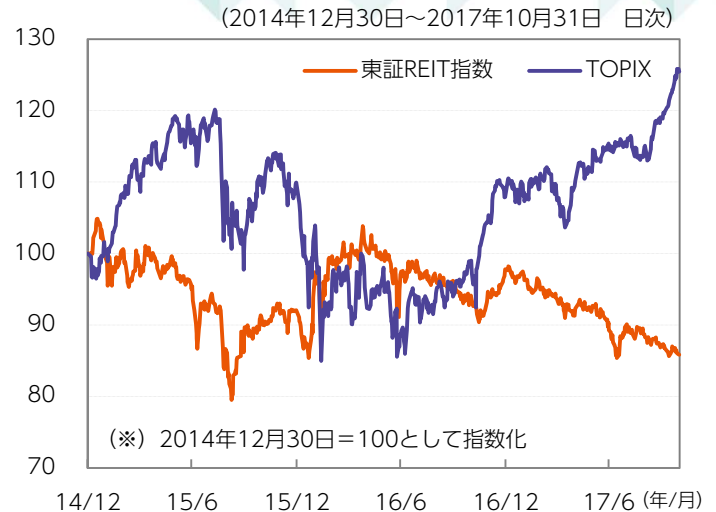
(2) J-R E I T市場（東証R E I T指数）の見通し

- 好調な株式市場に比べ、J-R E I T市場は軟調な展開を続けています。10月末の東証R E I T指数（配当除き）は月末値ベースで2014年7月末以来の水準まで下落しています。東証R E I T指数の下落が続く中で、10月末時点の投資指標（バリュエーション）（月末値）は次の通り約5年前の状況まで逆戻りし、売られ過ぎ感や割安感を示すものが多くみられるようになってきたと思われます。N A V倍率（投資口価格が1口当り純資産の何倍まで買われているかを示す指標）でみると、10月末の東証R E I T指数はほぼ解散価値まで売り込まれていることとなります。①10月末の予想配当利回り4.24%は2012年12月末（4.71%）以来の高水準【図表5】、②同イールド・スプレッド4.17%は2012年11月末（4.20%）以来の厚さ【図表4】、③同N A V倍率（投資口価格／1口当たり純資産）1.01倍は2012年11月（0.99倍）以来の低水準【図表18】。
- 約5年前の2012年12月はアベノミクスがスタートした時期です。低金利政策や量的金融緩和策等を背景にその後の景気や企業業績は回復・拡大傾向をたどり、足元10月末の日経平均株価は約21年ぶりの水準まで上昇しました。企業業績回復を受けた賃貸ニーズの高まりや訪日観光客の増加によるホテル需要の増加、ネット通販の拡大による物流施設需要増等を背景に、不動産市況は回復傾向を続けています【図表17】。同市況回復や低金利による借入コストの低下等を支援材料にJ-R E I Tの予想配当額は増加傾向を続けており【図表15】、10月末時点では2012年12月末から約32%（年間約6%）増加しています。今のJ-R E I T市場は、アベノミクス後のこうした変化を反映しない水準まで売り込まれており、割安感が強い状況にあると考えます。投資口価格の下落でN A V倍率が1倍割れとなったJ-R E I T銘柄の中には自己投資口の取得（自社株買い）に動き出すところも出始めています。銘柄数が更に増加すれば需給の改善をもたらすものと考えます。
- J-R E I T市場から活況な株式市場への乗り換えや、金融庁が資産形成に不向きだとして問題視した毎月分配型投資信託の解約売りは続きそうですが、割安感等から今後押し目買いも活発になるものと思われる、下値は限られそうです。高値警戒感等から株式市場が調整局面入りするケースや金利上昇観測が後退するような場合には株式市場からの資金シフトが起こり、J-R E I T市場は底打ち・反転するものと考えています。主要国R E I T市場の中で今年のJ-R E I T市場は出遅れています【図表9】。イールド・スプレッド水準はフランスに次ぐ2番目の高さです【図表10】。海外投資家からの資金流入の増加も期待できそうです。

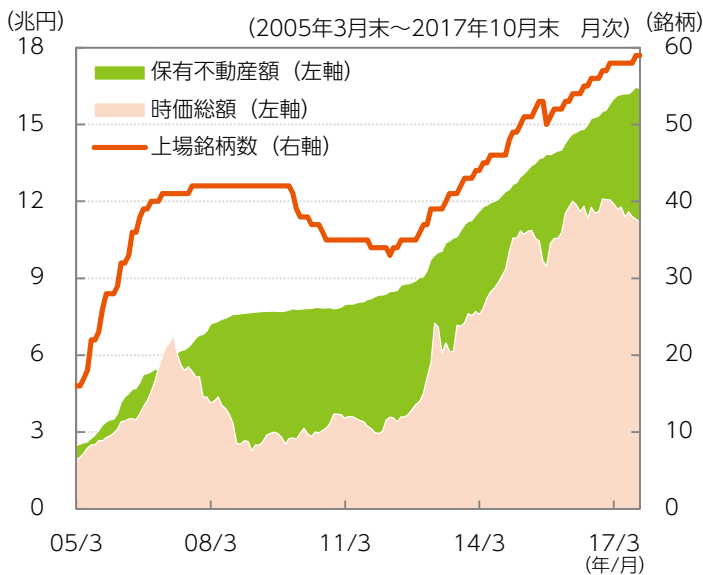
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2017年10月31日時点) (%)				
		2017年		(参考)
		単月	累計	2016年累計
配当除き	東証REIT指数	-1.48	-12.21	6.20
	TOPIX	5.45	16.29	-1.85
	差	-6.93	-28.50	8.05
配当込み	東証REIT指数	-1.29	-9.43	9.86
	TOPIX	5.45	18.58	0.31
	差	-6.74	-28.01	9.54

【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



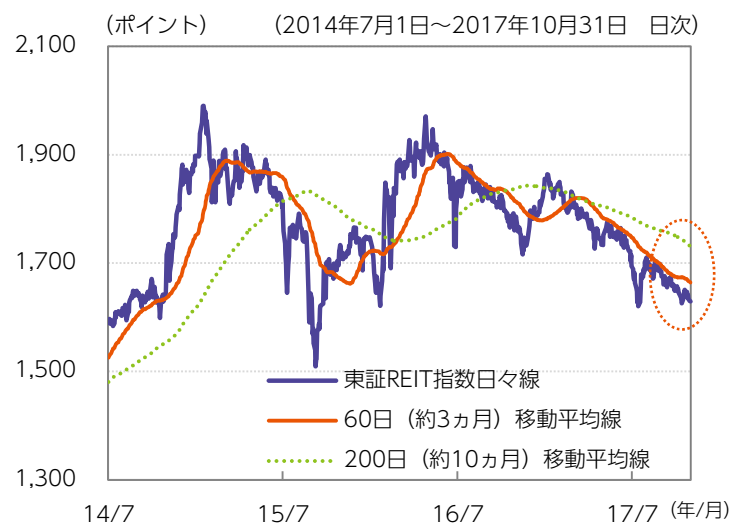
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移



【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



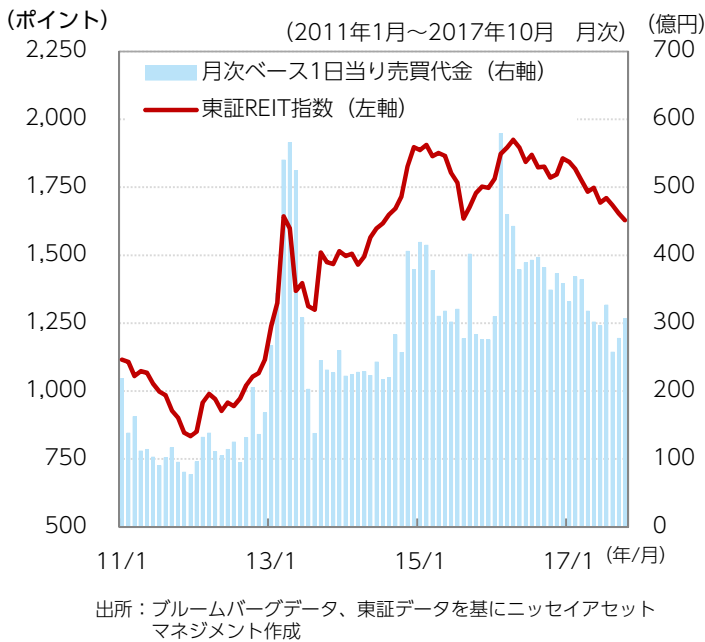
【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



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いませんので、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。 2/6

【図表7】 東証REIT指数と売買代金の推移



【図表8】 主要主体別売買動向

	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)
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	-35	1	-338	-292	-1,360	-114	-732

※2017年は判明月まで反映

2016年6月	5	77	127	-81	-274	-34	5
2016年7月	27	124	266	-84	-225	-169	76
2016年8月	21	155	174	-134	-355	-78	95
2016年9月	-40	35	111	-93	-269	76	-13
2016年10月	-64	20	-2	-29	-114	-285	-52
2016年11月	-70	194	147	-37	-124	-158	91
2016年12月	-45	236	372	-39	-420	50	184
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

(※) 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

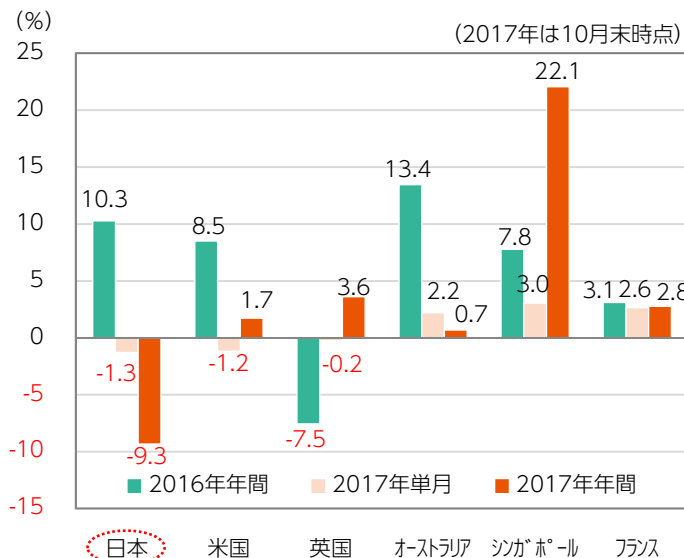
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 10月の買入れ額は129億円、1回当たりの買入れ額は13億円でした。J-REIT市場が軟調に推移したことから、買入れ額は前月の108億円より増加しました。年初来の買入れ額は862億円です。
- 2017年年間の買入れ目処約900億円は残高の積み上げ目処です。東証REIT指数下落により時価ベースでは862億円を下回っているものと思われ、残り枠は計算上の約38億円より多いものと見られます。

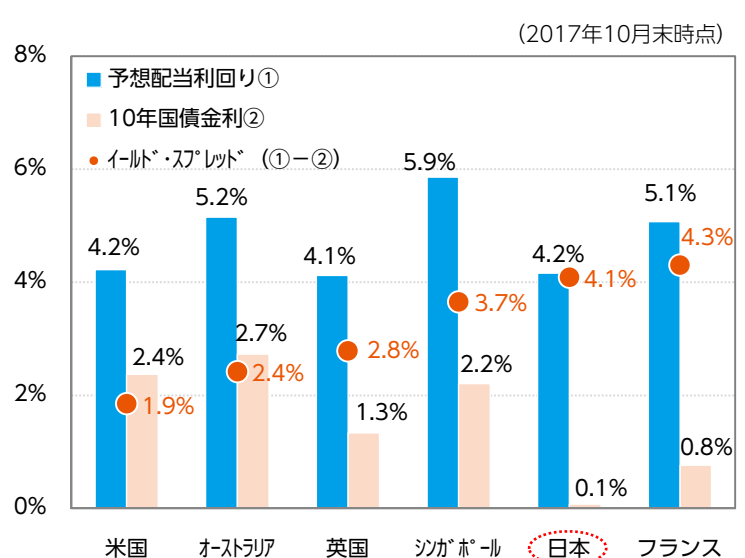
(4) 主要国REIT市場比較

- 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10月月間の騰落率 (前月末比) は、シンガポールが3.0%上昇する一方、日本は1.3%下落しました。年初来ではシンガポールが22.1%と上昇率トップ、一方日本は最下位となっています。
- 10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シンガポールです。

【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 (※ 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：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

●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いませんので、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）への資金流入動向

- 2017年10月月間のJ-REITファンドへの資金流入は、7ヵ月連続の流出超となり、金額は前月の297億円から447億円に増加しました。
- 海外REITファンドは12ヵ月連続流出超、金額は1,285億円と2017年1月以来の大きさでした。

【図表11】 REITファンドへの資金流入動向（表とグラフ）

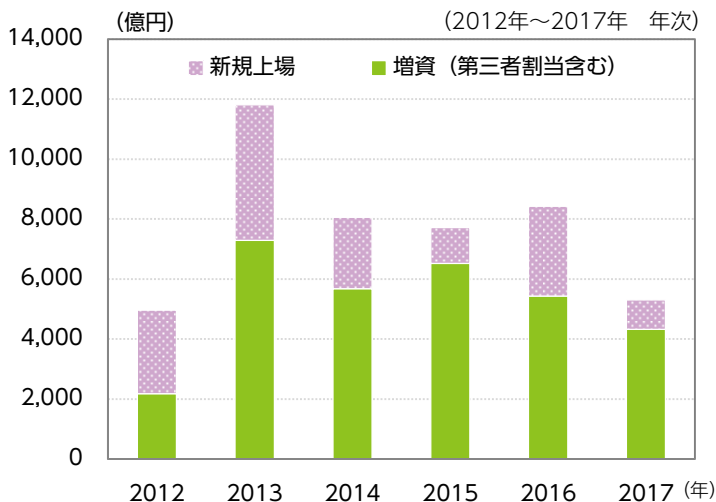


出所：野村Fundmarkのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成 <対象は追加型株式投信（ETFを除く）>

(6) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 10月は新規上場は無く、3銘柄の公募増資がありました。1~10月累計の公募増資額は4,316億円と、前年同期より8%減少しています。公募増資の減少はJ-REIT市場の需給改善をもたらす可能性があります。
- 10月の物件取得額（受渡しベース）は877億円でした。年初来累計取得額は1兆2,086億円で、前年同期（1兆4,999億円）より19%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。

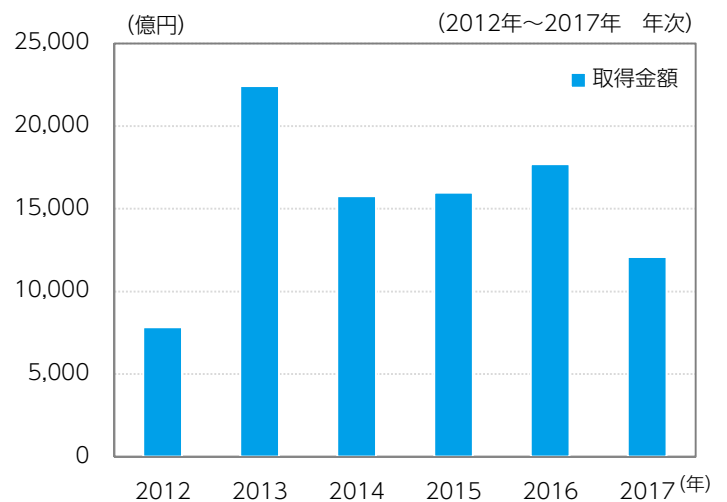
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2017年は10月末時点（発表日ベース）

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



(※) 2017年は10月末時点（受渡しベース）

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

- 香港の物流施設開発・運営会社であるイーシャン・レッドウッドが今年秋頃に物流特化型のJ-REITを上場させる予定です。物流特化型としては伊藤忠商事等も上場を計画しています。
- 昨年の10月末時点の新規上場銘柄数は6銘柄でしたが、今年は10月末時点で2銘柄に留まっています。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2017年10月末時点)

設立母体 (REIT名称)	上場時（予定）	主な運用対象等
イーシャン・レッドウッド	2017年秋頃	○イーシャン・レッドウッドは香港の物流施設開発・運営会社。中国・日本・韓国で350万㎡以上のプロジェクトを所有・開発。物流施設特化型REITの組成を計画。 ○上場当初は500億円規模とし、3,000億円規模の同社保有物件を順次REITに売却。

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

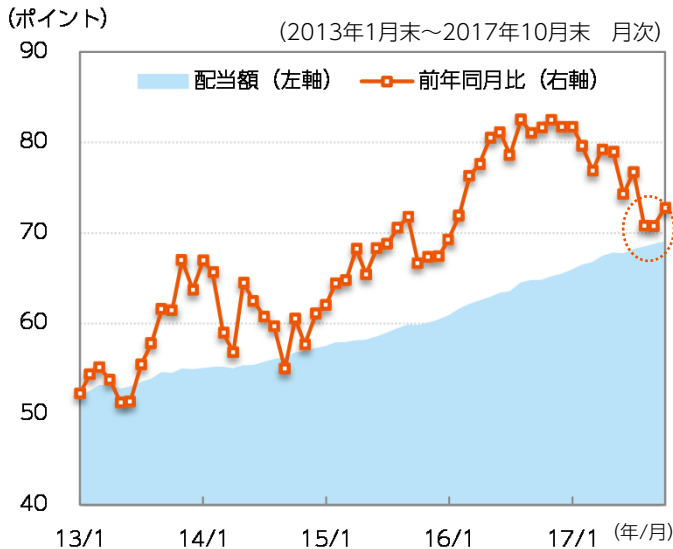
●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮していませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。●当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。●当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。

(8) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

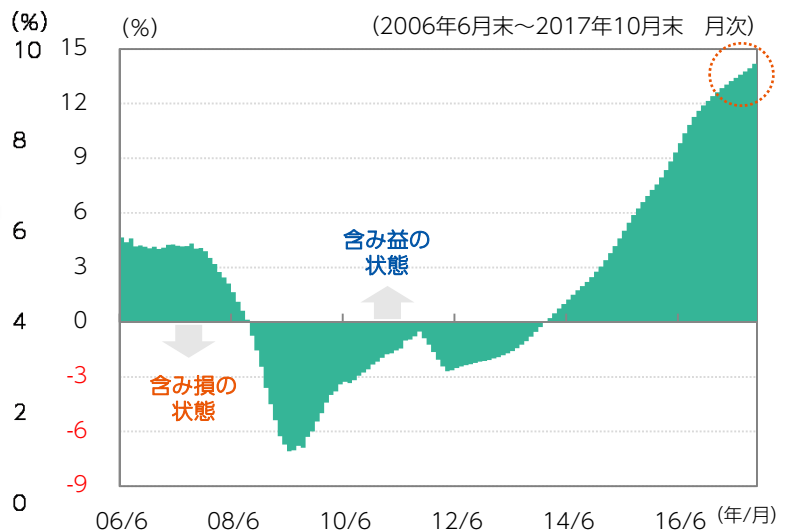
- 10月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比6.6%増と、前月より拡大しました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向となっています。前年の水準が比較的高かった分、今後も同傾向が続くものと思われます。
- 10月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は14.2%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆3,214億円と何れも過去最高水準です。

【図表15】 J-REITの配当額推移

【図表16】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）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を基にニッセイアセットマネジメント作成



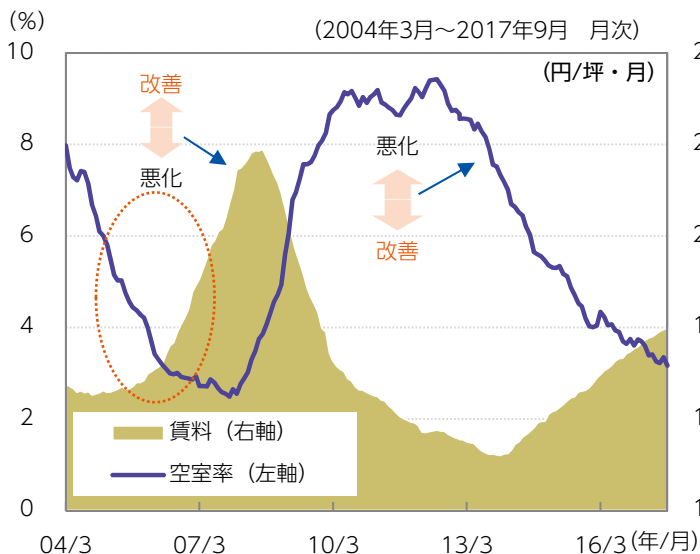
(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所：J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料を基にニッセイアセットマネジメント作成

(9) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 9月の都心5区のオフィス空室率は3.17%。前月より0.18%低下（改善）しました。2008年4月の3.03%以来の低い水準です。同月の坪当たり賃料（月額）は18,995円で、前年同月比3.6%増加していますが、伸び率は横ばい傾向となっています。賃料は前月比で45ヵ月、前年同月比で41ヵ月連続上昇しています。
- 投資口価格が1口当り純資産額（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10月末時点で1.01倍と、2012年11月（0.99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

【図表18】 J-REITのNAV倍率推移



(※) 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



(※) NAV倍率＝投資口価格/1口当り純資産額
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

●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いませんので、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。

【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 <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