

J-REITレポート
J-REIT市場 現状と今後の見通し (2017年12月号)
(1) J-REIT市場の前月の動向
【指標の動き】

- 11月のJ-REIT市場（東証REIT指数、配当除き）は、投資信託の解約売り等を受けて月初は軟調に推移。一時1,600ポイント近くまで下落しました。しかしその後、株価の上昇が一服したこと、10月の主体別売買動向で外国人投資家が9月に続いて2ヶ月連続買い越ししていたことが判明したこと【図表8】、10年国債金利が低下したこと等を背景に反発に転じ、結局前月末比で2.6%上昇して引けました。月次ベースでの上昇は4ヶ月ぶりです。尚、年初来のパフォーマンスは国内株式市場（TOPIX）を27.9%下回っています【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11.5兆円と前月末より3,357億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は339億円と前月比11%増加しました【図表7】。
- 11月は1件の公募増資がありました。同増資に伴う資金調達額は49億円と、前月より87%減少しました。年初来の公募増資額合計は4,365億円で、前年同期比18%減少しています【図表12】。

【配当利回り等】

- 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4.14%（前月末：4.24%）、10年国債金利はプラス0.039%（前月末：プラス0.071%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.10%（前月末：4.17%）となっています【図表4、5】。

(2) J-REIT市場（東証REIT指数）の見通し

- 年初から軟調に推移し、株式市場（TOPIX）のパフォーマンスに大きく劣後してきたJ-REIT市場が、以下の要因等から転機を迎えると考えています。
 - 毎月分配型等J-REITを組入れた投資信託の解約売りが11月に入り減少し、売りが一旦ピークを越えた可能性があること【図表11】。
 - 予想配当利回り、イールド・スプレッド、NAV倍率（投資口価格純資産倍率）等のバリュエーション（投資価値）が約5年前（アベノミクススタート頃）の水準まで改善しており、売られ過ぎ感が強い状況にあると思われること【図表4、5、18】。（注）約5年前に比べて日本の景気や企業業績、不動産市況は改善しており、J-REITの11月末時点の1口当たり配当額も2012年12月末比で約32%（年平均約6%）増加している。今のJ-REITはこうした改善を反映しない水準まで売り込まれていると判断される。
 - 東証の集計する主体別売買動向で外国人投資家が9月、10月連続で買い越しとなり、日本株だけでなくJ-REITについても買い姿勢で臨んでいることが示されたこと【図表8】。
 - 主要国REITの中で、11月末の年初来パフォーマンスがマイナスとなっているのはJ-REITのみであり、他に比べて出遅れ感が強いと考えられること【図表9】。（注）シンガポール：約25%、米国：約5%上昇等に対し、J-REITは約7%下落（S&P各国REIT指数ベース、配当込み、現地通貨ベース）。
 - 都心オフィスの2018年大量供給問題（森ビルによると2018年の延床面積供給量は2017年の約2倍で、2012年以来の高水準）について、施行主等からテナント誘致が進んでいることが報告され、供給過剰による空室増加や賃料下落の懸念が後退したこと。
 - 株式の自社株買いに相当するJ-REITによる自己投資口買いが始まり、J-REIT自らが需給の改善を図る取り組みを始めたこと。（注）自己投資口買いは2013年に解禁されたものの、今年6月まで実績は無かった。11月末時点で4銘柄が自己投資口買いを発表、1銘柄が自己投資口買いが出来るよう規約を改定。
- 12月は次の様な重要なイベントが控えています（12月6日時点）。日本では20～21日、米国では12～13日に金融政策を決める会合が開かれます。日銀の来年のJ-REITの買入れ枠や米国の来年の利上げ回数予想等が注目されます。また米国での税制改革法案審議の進捗状況や12月8日が期限の暫定予算と債務上限（現在は一時的に停止）を巡る動きにも関心が集まりそうです。こうしたイベントを消化しながら、売られ過ぎ感や業績改善継続期待等を背景に、J-REIT市場は来年の相場に向け下値を切り上げていくものと判断しています。

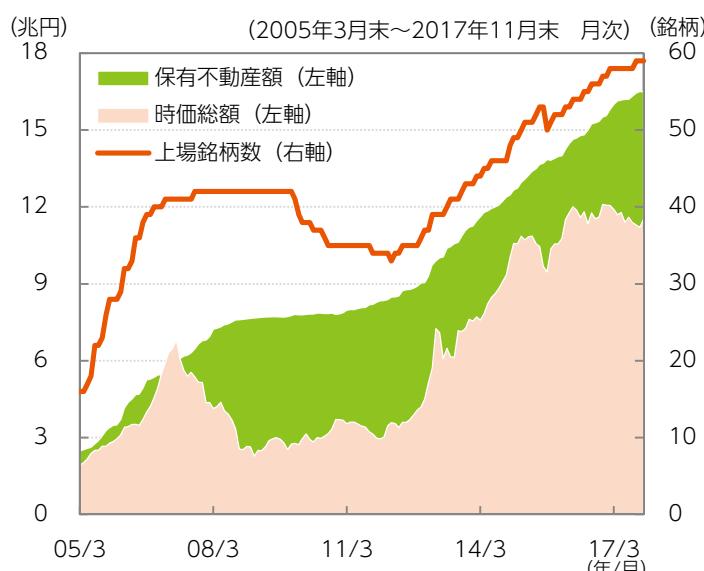
●当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。●当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。

●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。

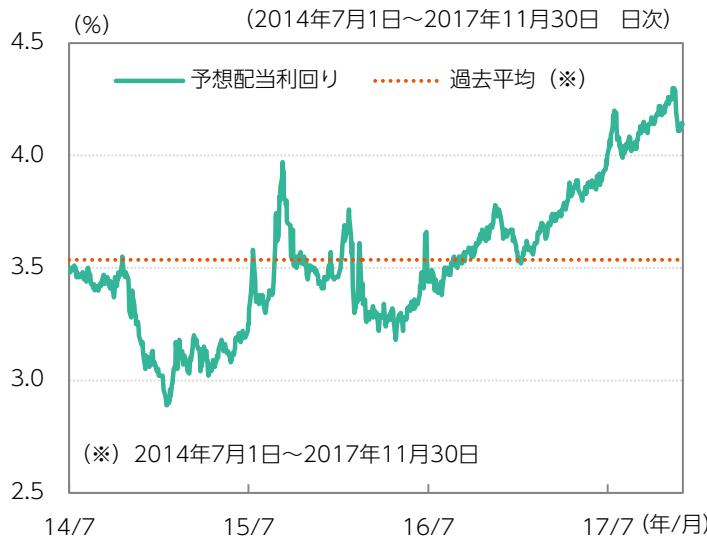
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

		(2017年11月30日時点) (%)		(参考)
		2017年	2016年累計	
		単月	累計	
配当除き	東証REIT指数	2.60	-9.93	6.20
	TOPIX	1.48	18.01	-1.85
	差	1.12	-27.93	8.05
配当込み	東証REIT指数	2.92	-6.78	9.86
	TOPIX	1.48	20.34	0.31
	差	1.44	-27.13	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



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

【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

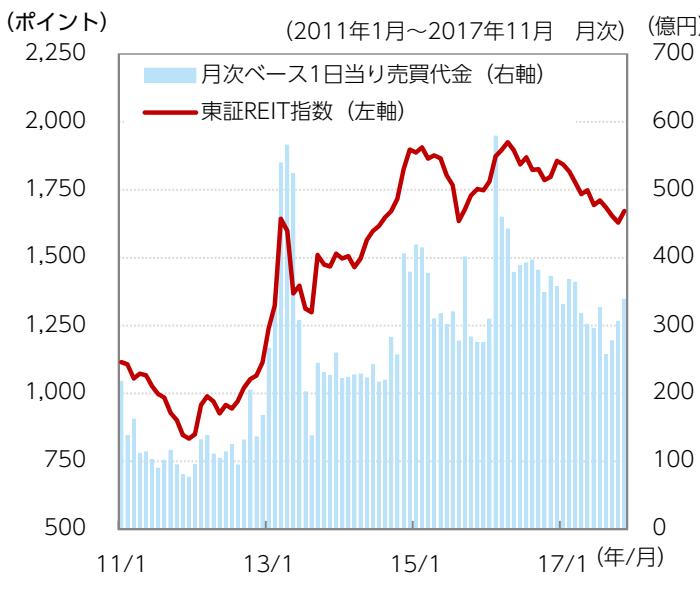


【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



●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

	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	-26	-83	-538	-283	-1,504	59	-945

※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
2017年10月	9	-84	-201	9	-144	173	-213

（※）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

- 11月の買入れ額はゼロでした。J-R E I T が中旬頃から反発したこと等が要因とみられます。年初からの累計買入れ額は862億円、2017年年間の買入れ目処約900億円ベースでの12月の残り枠は38億円です。
- 12月20～21日の日銀金融政策決定会合で方針の変更が無ければ、2018年の買入れ目処は約900億円でスタートします。

（4）主要国REIT市場比較

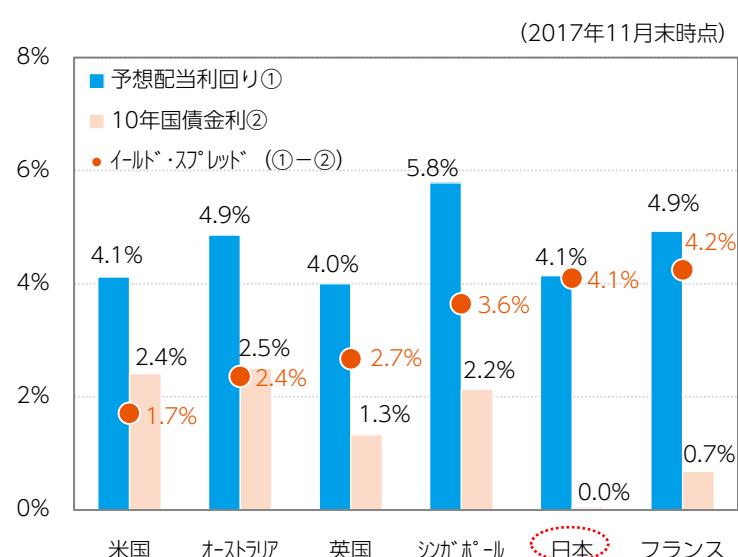
- 主要6カ国のREIT指数（S&P各国REIT指数、配当込み、現地通貨ベース）の11月月間の騰落率（前月末比）は、全市場がプラスとなりました。オーストラリアが上昇率トップでした。年初来ではシンガポールが24.6%と上昇率トップ、一方、日本は最下位となっています。
- 11月末のJ-R E I T 市場のイールド・スプレッドは、主要6カ国の中ではフランスに次いで2番目の高さになっています。予想配当利回りが最も高いのはシンガポールです。

【図表9】 主要国REIT指数の騰落率



（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-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



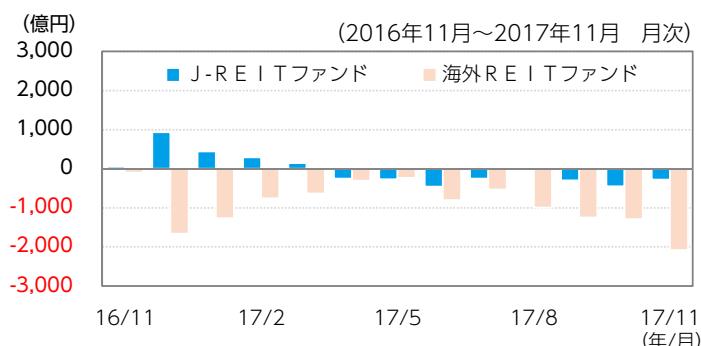
- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料のグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に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

- 2017年11月月間のJ-REITファンドへの資金流入出は8ヵ月連続の流出超となり、金額は前月の445億円から278億円に減少しました。
- 海外REITファンドは13ヵ月連続流出超、金額は2,082億円と2014年11月以来の大きさでした。

【図表11】REITファンドへの資金流入出動向（表とグラフ）

項目	2017年		直近3ヵ月		
	4~6月 累計	7~9月 累計	17年9月	17年10月	17年11月
J-REITファンド	-978	-591	-297	-445	-278
海外REITファンド	-1,331	-2,779	-1,252	-1,283	-2,082



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

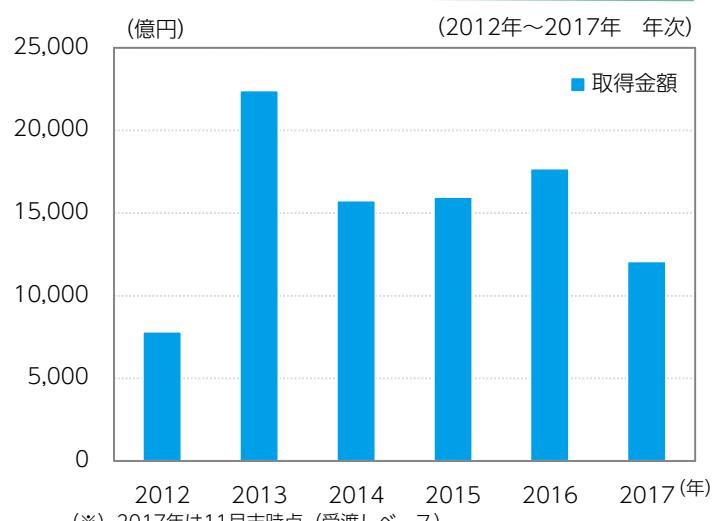
- 11月は新規上場は無く、1銘柄の公募増資がありました。1~11月累計の公募増資額は4,365億円と、前年同期より18%減少しています。公募増資の減少はJ-REIT市場の需給改善をもたらす可能性があります。
- 11月の物件取得額（受渡しベース）は333億円でした。年初来累計取得額は1兆2,588億円で、前年同期（1兆5,759億円）より20%減少しています。不動産価格の上昇等が影響しているようです。

【図表12】J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2017年は11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11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・レッドウッドが物流特化型のJ-REITを上場させる予定です（当初予定は今年の秋頃）。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11月末時点の新規上場銘柄数は6銘柄でしたが、今年は11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11月末時点)

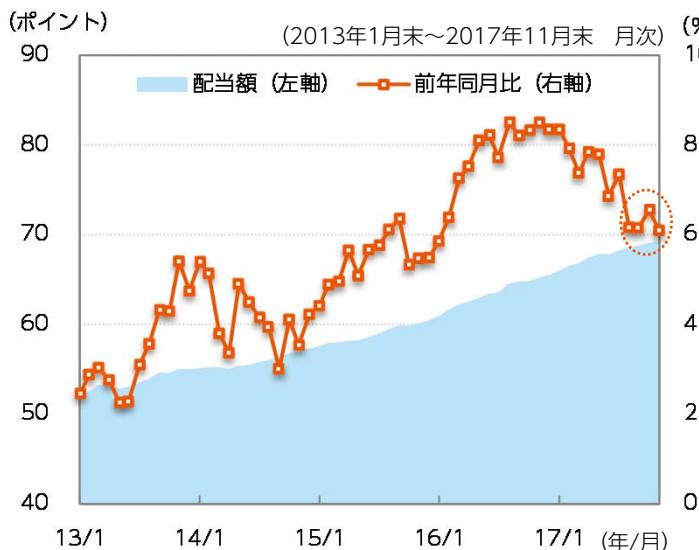
設立母体 (REIT名称)	上場時（予定）	主な運用対象等
伊藤忠商事	2018年度目処	○伊藤忠商事が物流施設特化型REITの組成を計画。 ○上場時の資産規模は1,000億円以上とし、2019年度までに1,500億円規模に拡大する見込み。 マルチテナント型の大型物流施設を対象とする計画。

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

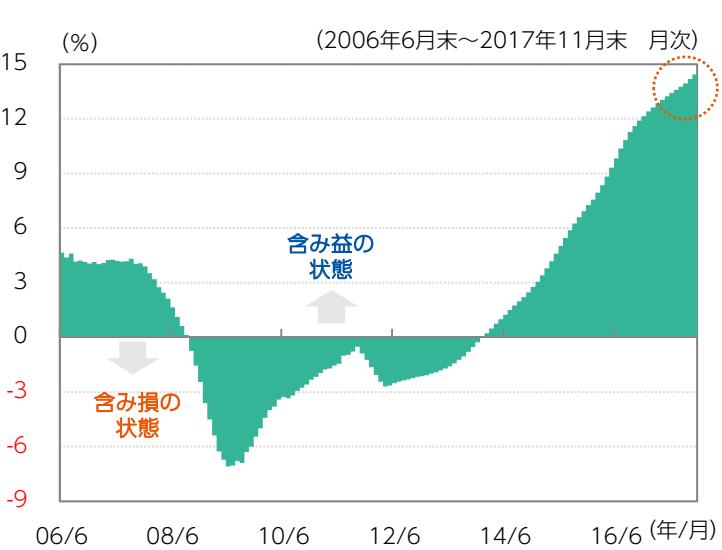
- 11月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比6.1%増と、前月より縮小しました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向となっています。前年の水準が比較的高かった分、今後も同傾向が続くものと思われます。
- 11月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は14.4%、含み益額（鑑定評価額－簿価額）は2兆3,676億円と何れも過去最高水準です。

【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

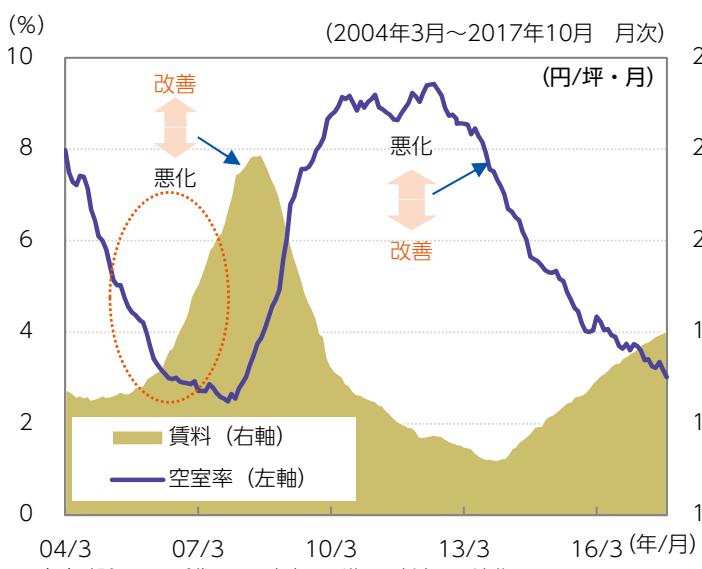


(※) 含み率＝（鑑定評価額－帳簿価格）／帳簿価格 (%)
出所：J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料を基にニッセイアセットマネジメント作成

(9) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 10月の都心5区のオフィス空室率は3.02%。前月より0.15%低下（改善）しました。2008年3月の2.89%以来の低い水準です。同月の坪当たり賃料（月額）は19,033円で、19,000円台を回復するのは2009年11月（19,306円）以来です。賃料は前月比で46ヵ月、前年同月比で42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11月末時点で1.03倍。10月の1.01倍同様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



(※) 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

- 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