

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 (2018年1月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 12月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、11月の主体別売買動向で外国人投資家の買い越し金額が前月の2倍近くに増加していたことが明らかになったこと等から強含む場面もありました。しかし、米国税制改革法案成立や原油価格の値上がり等を背景とする国内金利上昇観測を嫌気した売りや、株式への乗り換えと思われる売り等に押され、結局小幅下落して引けました。年初来のパフォーマンスは国内株式市場（T O P I X）を30.1%下回りました【図表1、2】。

【市場規模・売買代金・配当利回り等】

- 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317億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は257億円と前月比24%減少しました【図表6】。
- 12月は新規公開、公募増資ともありませんでした。年初来の公募増資額合計は4,520億円で、J-R E I T市場が軟調に推移したこともあり前年同期比17%減少しました【図表11】。
- 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4.17%（前月末：4.14%）、10年国債金利はプラス0.048%（前月末：プラス0.039%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.12%（前月末：4.10%）となっています【図表5】。

(2) J-R E I T市場（東証R E I T指数）の見通し

- 東証R E I T指数算出開始時（2003年3月末）を起点とするT O P I Xとの比較において2017年12月末時点で過去最大の劣後幅を記録し（月次ベース）【図表10】、また、2017年は主要6カ国市場の中で唯一マイナスとなったJ-R E I T市場ですが、足元の動きをみると値ごろ感からの押し目買い等より下値が徐々に固まりつつあるように思われます。その背景には、バリュエーション（投資価値）面での売られ過ぎ感等以下の様な要因があるものと考えます。
 - ① 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2012年11月頃（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5、16】。
 - ② 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。
 - ③ 株式の自社株買いに相当する自己投資口買い（2017年12月末までに4銘柄が発表又は実施済み）や財務体質強化等を目的とした合併、競争力強化のための物件入替え等、J-R E I Tが投資口価格回復等のための自助努力を積極化し始めたこと。
- 国内株式上昇の背景には、景気や企業業績の拡大観測があるものと思われます。景気・企業業績拡大がJ-R E I Tに与える主な影響としては、プラス面として賃料上げが行い易い環境となる、マイナス面としては金利上昇により借入費用が増加するといった可能性が考えられます。経営者心理が更に改善すれば賃貸オフィスの拡張ニーズが生まれる、物流が活発化すれば倉庫需要が高まる等、J-R E I Tにとっては賃料上げの余地が広がるものと思われます。実際、リーマン・ショック前の景気拡大局面では国内株式と共にJ-R E I Tも上昇し、2006年には東証R E I T指数の年間パフォーマンスがT O P I Xを約22%上回りました（配当除き）。一方、借入費用については、当面日銀が金利上昇を抑制する金融政策を継続することから急激な増加は想定しにくいものと考えます。尚、J-R E I Tの金融機関からの借入資金の満期までの平均期間は約6年で、多くが固定金利借入です。10年国債金利の6年前の水準は約1.0%、足元は約0.1%です。今後満期を迎える資金の借換えが行われる中で借入金利の低下が想定されることもJ-R E I Tの業績にとってのプラス材料となりそうです。
- 年明け後の急上昇により国内株式は過熱感を強めているように思われます。今後、バリュエーション面での売られ過ぎ感や業績悪化懸念の後退、株式に比べた出遅れ感や過熱感の乏しさ等が更に意識されるようになれば、株式からの資金シフトの動き等により、J-R E I T市場は回復基調入りするものと考えます。

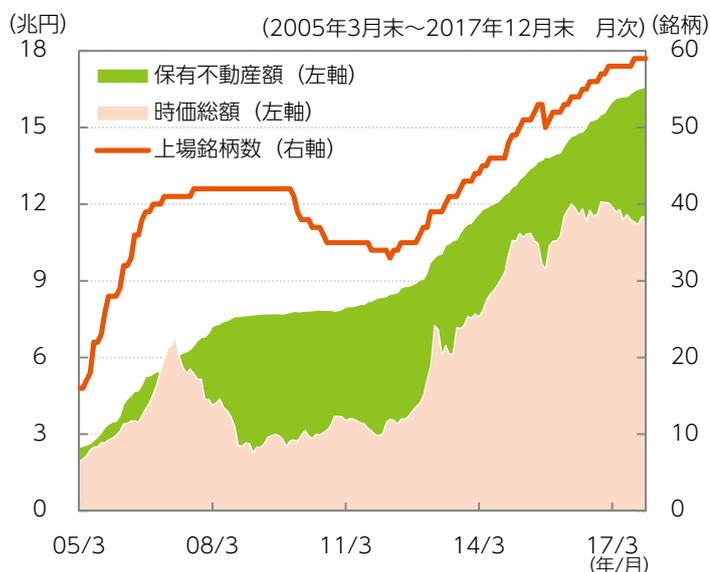
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

		(2017年12月29日時点) (%)		(参考)
		2017年		2016年累計
		単月	累計	
配当除き	東証REIT指数	-0.52	-10.39	6.20
	TOPIX	1.42	19.69	-1.85
	差	-1.94	-30.08	8.05
配当込み	東証REIT指数	-0.01	-6.79	9.86
	TOPIX	1.57	22.23	0.31
	差	-1.58	-29.02	9.54

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



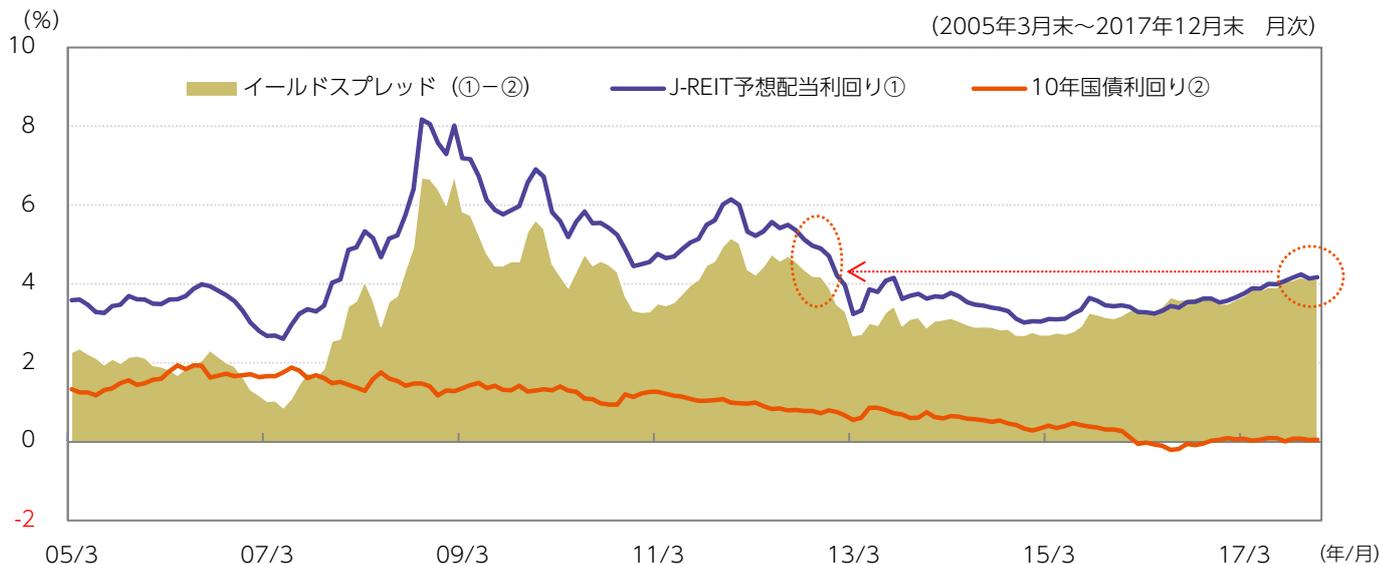
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 東証REIT指数と移動平均の推移



【図表5】 J-REITのイールド・スプレッド等推移



出所：図表1～5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6】 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7】 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	-61	-207	-712	-268	-1,771	413	-1,069

※2017年は判明月まで反映

	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)
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
2017年11月	-35	-124	-174	15	-267	354	-124

(※) 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

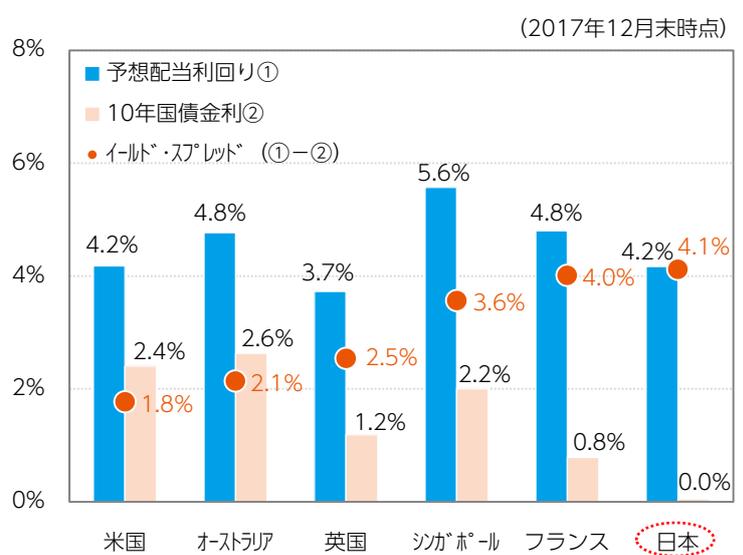
- 12月の買入れは3回、合計金額は36億円でした。年初からの累計買入れ額は898億円と、ほぼ年間目処約900億円を買入れました。
- 12月20～21日の日銀金融政策決定会合で方針の変更がなかったことから、2018年の買入れ目処は約900億円でスタートします。

(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12月月間の騰落率（前月末比）は、日本と米国以外が上昇しました。EU（欧州連合）離脱交渉の進展を背景に、英国が8%を超える上昇となりました。年初来ではシンガポールが27.9%と上昇率トップ、一方、日本は最下位となっています。
- 12月末のJ-REIT市場のイールド・スプレッドは、主要6カ国の中ではフランスを抜き、最も高い水準となりました。予想配当利回りが最も高いのはシンガポールです。

【図表8】 主要国REIT指数の騰落率

【図表9】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(注) 図表8～9：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）

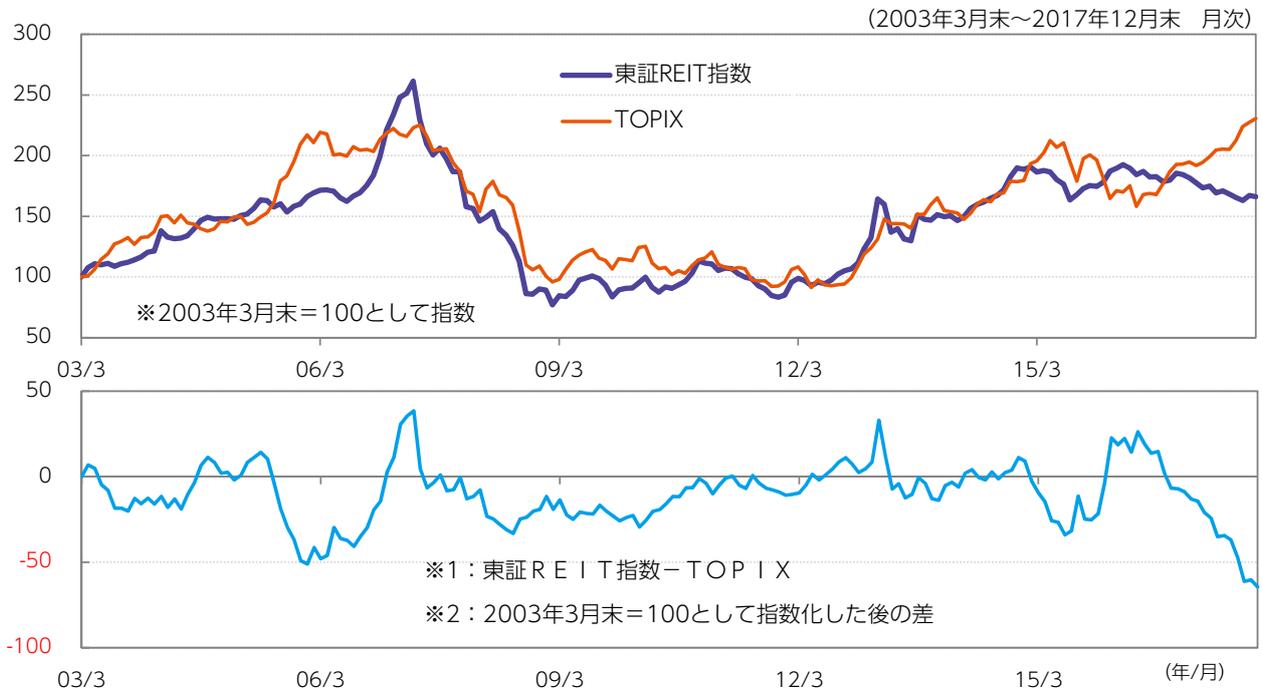
出所：図表8～9：S & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

●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) 東証REIT指数算出開始（2003年3月末）後の同指数とTOPIXの推移

- 東証REIT指数算出開始時（2003年3月末）を起点に同指数とTOPIX（何れも配当除き）の動きをみると、2016年末頃まで両指数は抜きつ抜かれつの動きを繰り返してきました。
- 2016年末頃を境に東証REIT指数はTOPIXを下回りましたが、その差は2017年12月末時点で過去最大となっています。

【図表10】 東証REIT指数算出開始以来の同指数とTOPIXの推移

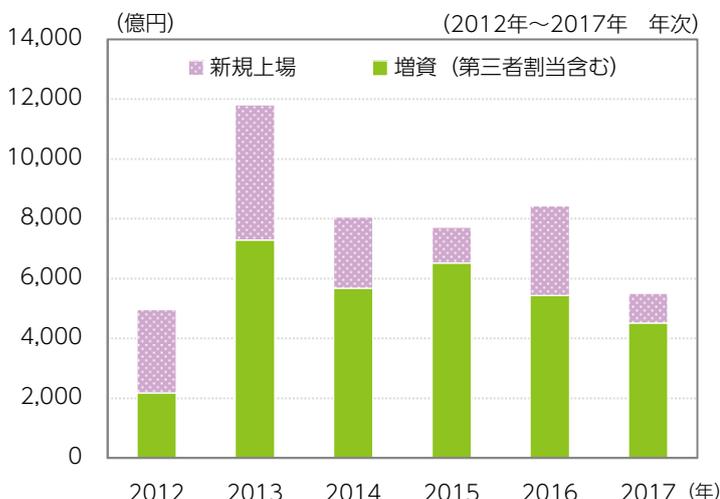


出所：ブルームバーグデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 12月は新規上場、公募増資ともありませんでした（速報ベース）。2017年年間の公募増資額は4,520億円と、J-REIT市場が軟調に推移したこと等を背景に前年より17%減少しました。
- 12月の物件取得額（受渡しベース）は367億円でした。2017年年間の取得額は1兆3,391億円で、前年（1兆7,692億円）より24%減少しました。不動産価格の上昇等が影響しているようです。

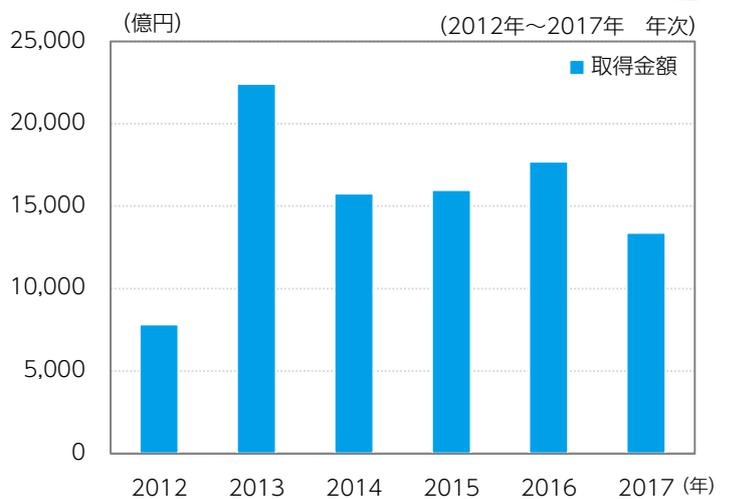
【図表11】 J-REIT増資等の資金調達状況



（※）2017年は12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12】 J-REIT物件取得状況



（※）2017年は12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の配当額や保有物件含み率推移

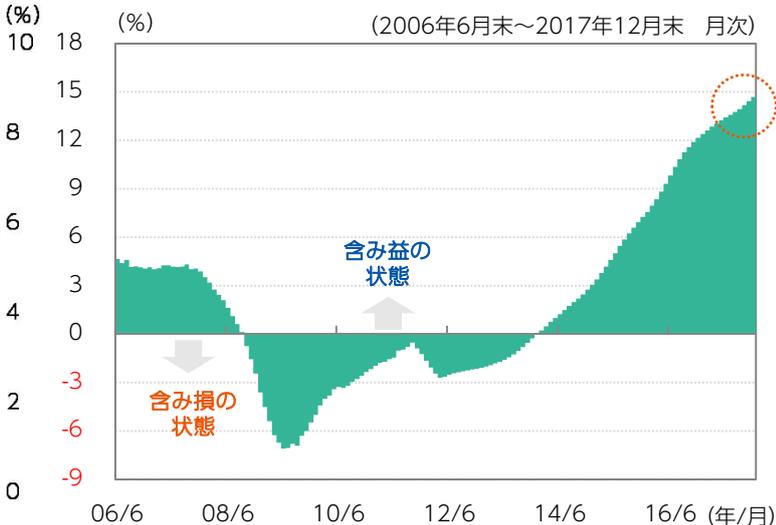
- 12月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比5.9%増と、前月より縮小しました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向となっています。前年の水準が比較的高かった分、今後も同傾向が続くものと思われます。
- 12月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は14.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆3,960億円と何れも過去最高水準です。

【図表13】 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14】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移

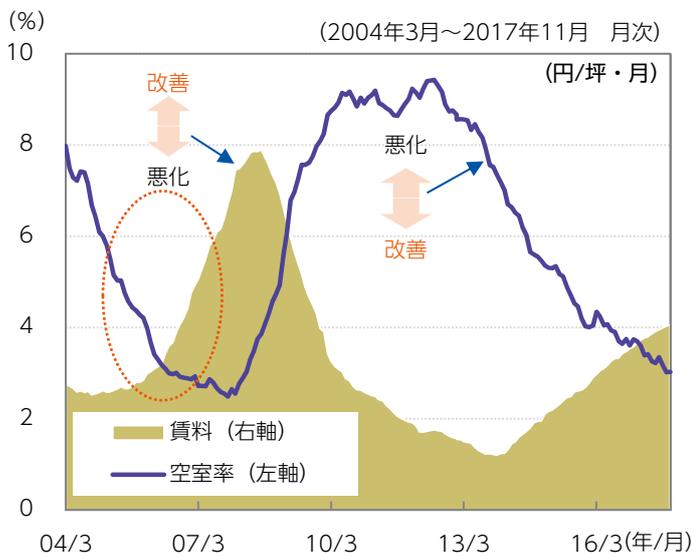


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所：J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料を基にニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 11月の都心5区のオフィス空室率は3.03%。前月より0.01%上昇（悪化）しましたが、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19,064円で、前月（10月）に2009年11月（19,306円）以来となる19,000円台を回復した賃料は、引き続き緩やかな伸びを続けています。賃料は前年同月比で43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12月末時点で1.02倍。10月以降、2012年11月（0.99倍）以来の低さが続いています。

【図表15】 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16】 J-REITのNAV倍率推移



(※) 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