

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3月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2月のJ-R E I T市場(東証R E I T指数、配当除き)は、1月米雇用統計における賃金上昇を嫌気した米金利高やインフレ懸念等を背景にリスク回避の動きが強まる中、月半ばにかけて調整色を強めました。その後は米金利の落ち着きや国内金利の低下等を材料に戻り歩調となりましたが、月半ばまでの下げ幅を埋めることは出来ず、前月末比2.52%下落して引けました。米株安や円高進行等を嫌気して下落したTOPIXのパフォーマンスを1.21%、年初来では5.00%上回りました【図表1、2】。

【市場規模・売買代金等】

- 2銘柄の新規上場、合併に伴う1銘柄減少で、上場銘柄数は過去最高の60銘柄となりました。時価総額は11.8兆円と前月末より2,200億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は414億円と前月比16%増加しました【図表7】。
- 2月は6件の公募増資があり、同増資に伴う資金調達額は1,442億円でした。新規上場2銘柄の上場に伴う調達額409億円との合計額は1,851億円で、2013年6月以来の高水準となりました【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4.11%(前月末:4.00%)、10年国債金利はプラス0.053%(前月末:プラス0.085%)、イールド・スプレッド(予想配当利回り-10年国債金利)は4.06%(前月末:3.92%)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

- 3月のJ-R E I T市場は主に外部環境に左右される展開となりそうです。これまでの株価上昇等を支えたものは、低金利の下で景気や企業業績の拡大が続くとの見方、いわゆる「適温相場」の継続観測であると考えます。①1月の米時間当り賃金の上昇率(前年同月比)が約8年半ぶりの高水準となったことや、完全雇用状態にあるとされる米国経済がトランプ政権の税制改革で過熱し、F R B(米連邦準備制度理事会)が利上げスピードを速めるとの見方、②税制改革による赤字補てんのために国債が増発されるとの懸念等が悪材料となり、米10年国債金利は一時約4年ぶりとなる3%近くまで上昇しました。今後同金利が一段と上昇すれば、「適温相場」が終わったとの見方が増える可能性もあります。今後の米金利の動向を占う上で、2月の米賃金動向や3月20~21日のF O M C(米連邦公開市場委員会)での今後の利上げ回数見通し(参加メンバーの予想中央値)が注目されます。1月の賃金上昇には寒波による特殊要因が影響しており、2月は低下するとの見方もあります。今後の利上げ回数に関する市場の予測は年3回が太宗を占めており、年4回の市場への織り込みは未だ進んでいない状況です。賃金上昇率が予想を上回り年4回の利上げ見通しとなった場合、米金利の一段の上昇懸念からリスク回避の動きが強まり、J-R E I Tは株式市場と共に一時的に調整色を強める場面も想定されます。一方、賃金上昇が落ち着きを見せる、これまで通り年3回の利上げ見通しに留まる場合には急反発することも考えられます。2月末時点のJ-R E I Tの予想配当利回りは4%を超えており【図表5】、またN A V倍率(投資口価格/1口当り純資産額)は解散価値水準である1倍近くまで低下しています【図表18】。足元のJ-R E I Tは売られ過ぎ感の強い状態にあるものと思われ、東証R E I T指数ベースで1月につけた1,750ポイント台回復を目指す動きになるものと見ています。
- 3月1日、トランプ大統領は安全保障を理由に鉄鋼に25%、アルミニウムに10%の輸入関税を課すことを表明しました。これに対しE U(欧州連合)やカナダ等が反発を強めています。具体的にどのようなものか5日時点では不明ですが、トランプ政権が再び保護主義を強めつつあることは市場の不安定要因となりそうです。
- 年初来のJ-R E I TのパフォーマンスはTOPIXを上回っています。その要因の一つに、業績の相対的な安定感があるものと思われ、J-R E I Tの収益の源泉は賃料であり、大半は次の改定までは変動しない固定賃料となっています。また、J-R E I Tの保有物件はほぼすべて国内不動産です。円高が更に進行する場合、業績の相対的な安定感や昨年間のパフォーマンス等から判断される出遅れ感【図表1、11】等により、輸出企業の含まれる国内株式に対しJ-R E I Tが選好されることも想定されます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

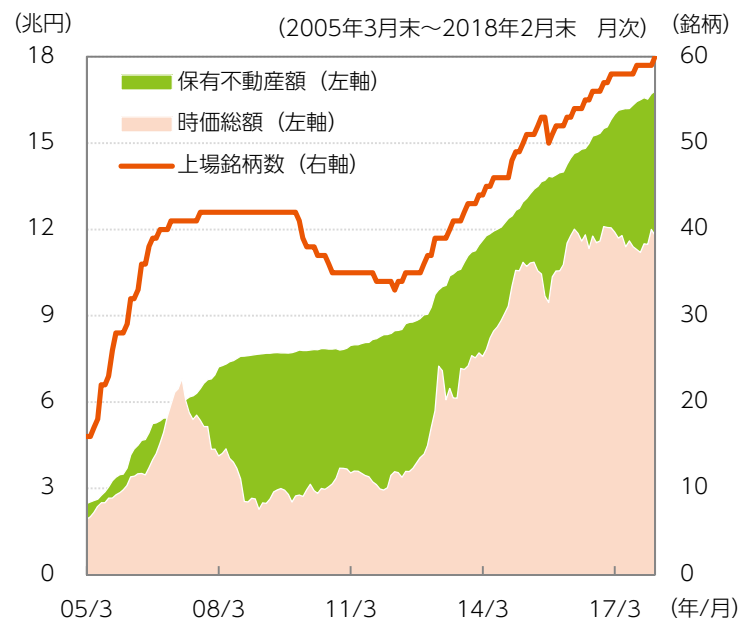
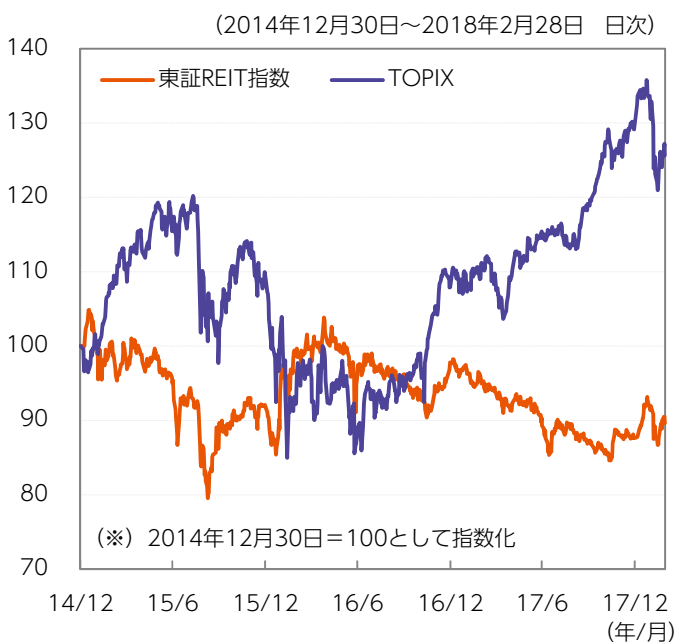
(2018年2月28日時点)

(%)

| | | 2018年 | | (参考) |
|------|----------|-------|-------|---------|
| | | 単月 | 累計 | 2017年累計 |
| 配当除き | 東証REIT指数 | -2.52 | 2.29 | -10.39 |
| | TOPIX | -3.73 | -2.71 | 19.69 |
| | 差 | 1.21 | 5.00 | -30.08 |
| 配当込み | 東証REIT指数 | -1.96 | 3.19 | -6.79 |
| | TOPIX | -3.70 | -2.68 | 22.23 |
| | 差 | 1.75 | 5.87 | -29.02 |

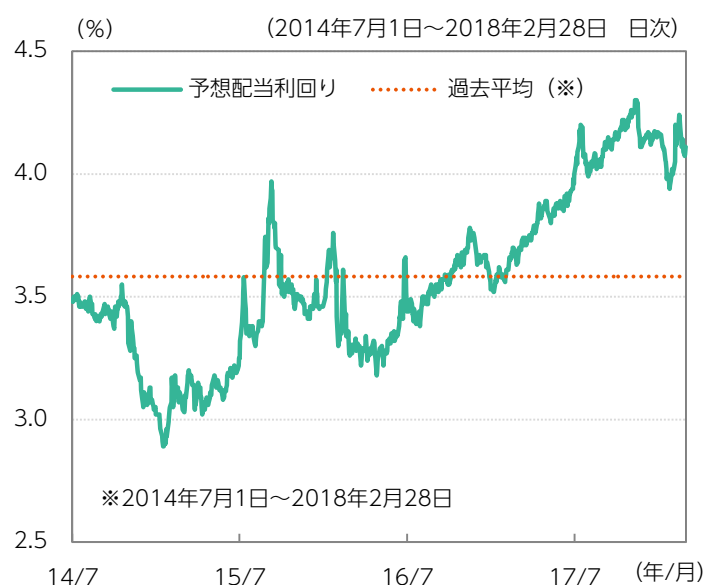
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)

【図表3】 J-REITの時価総額等推移



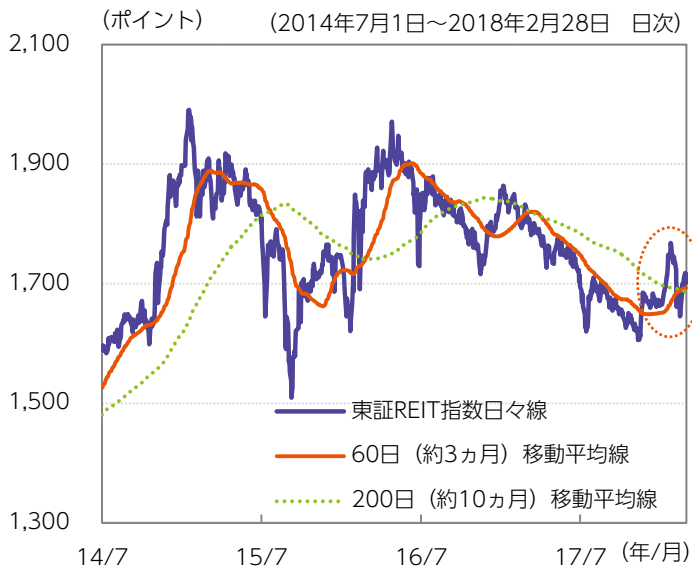
【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

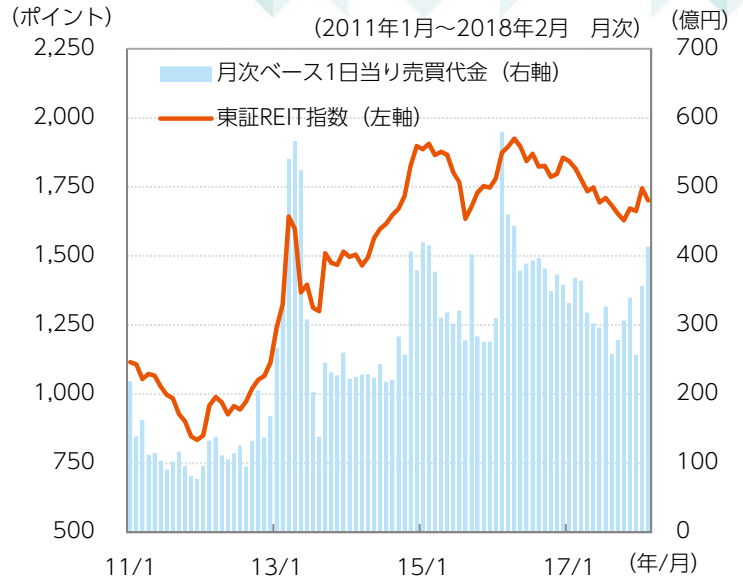


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表6】 東証REIT指数と移動平均の推移



【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、東証データをもと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 | 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 | -149 | -177 | -860 | -250 | -1,885 | 385 | -1,075 |
| 2018年 | -31 | -160 | -318 | 2 | -251 | 396 | -208 |

※2018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 |
| 2017年11月 | -35 | -124 | -174 | 15 | -267 | 354 | -124 |
| 2017年12月 | -88 | 30 | -148 | 18 | -114 | -28 | -6 |
| 2018年1月 | -31 | -160 | -318 | 2 | -251 | 396 | -208 |

出所) 東証データをもとにニッセイアセットマネジメント作成 (※) 主体の左から2番目の銀行は日銀を含む数値

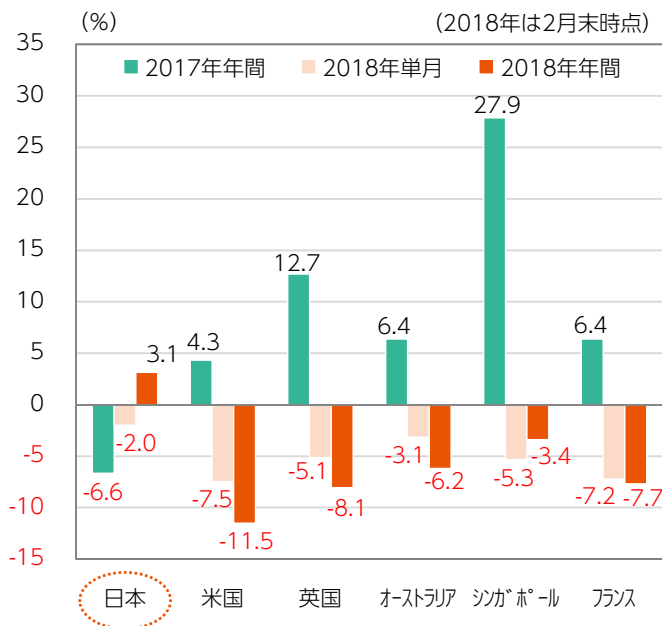
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 2月の買入れ額は96億円、1回あたりの買入れ額は12億円でした。月央にかけ相場が調整色を強めたことから、年間買入れ枠900億円の月平均75億円を上回りました。年初来の買入れ額は144億円、2018年年間の残り買入れ枠は756億円(月平均76億円)です。
- 3月8～9日の日銀金融政策決定会合では金融政策の現状維持が決定されると見られています(3月5日時点)。

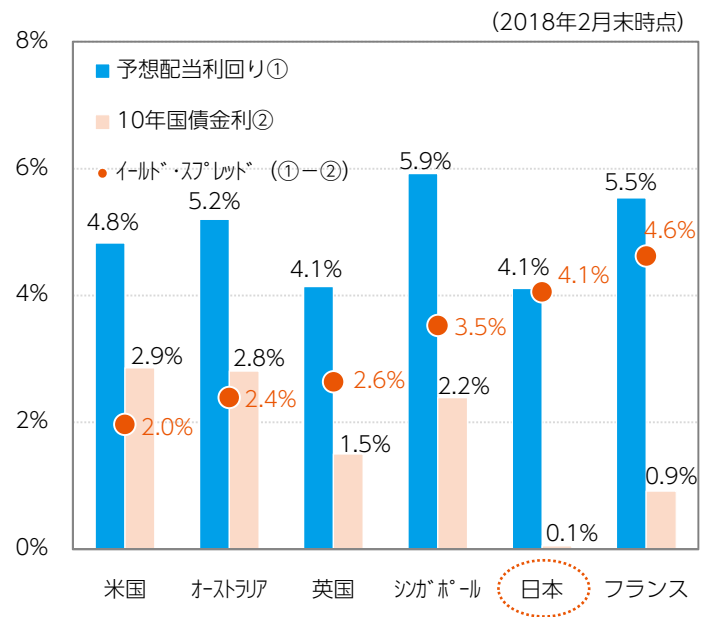
(4) 主要国REIT市場比較

- 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2月月間のパフォーマンス（前月末比）は、世界的な金利上昇が重荷となり、全市場が下落しました。下落率が最も大きかったのが米国、小さかったのが日本でした【図表9】。
- 2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10】。
- 昨年末に過去最大となっていた東証REIT指数とTOPIXのかい離は、前月に続き2月も縮小しました【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



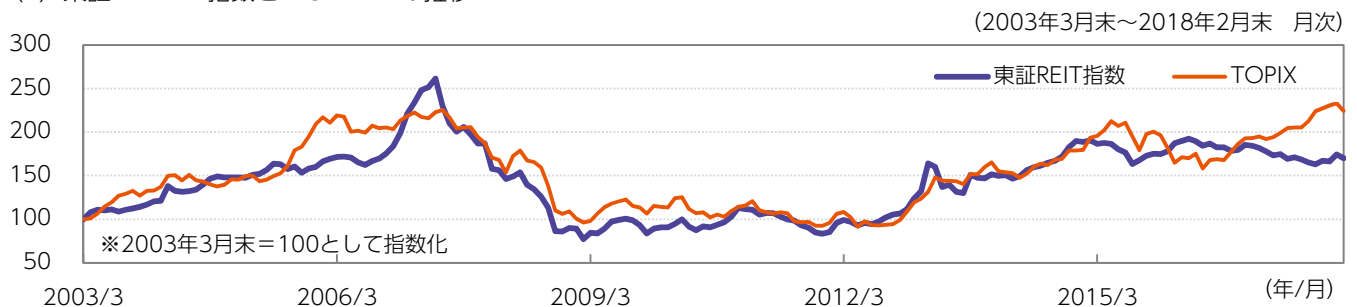
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



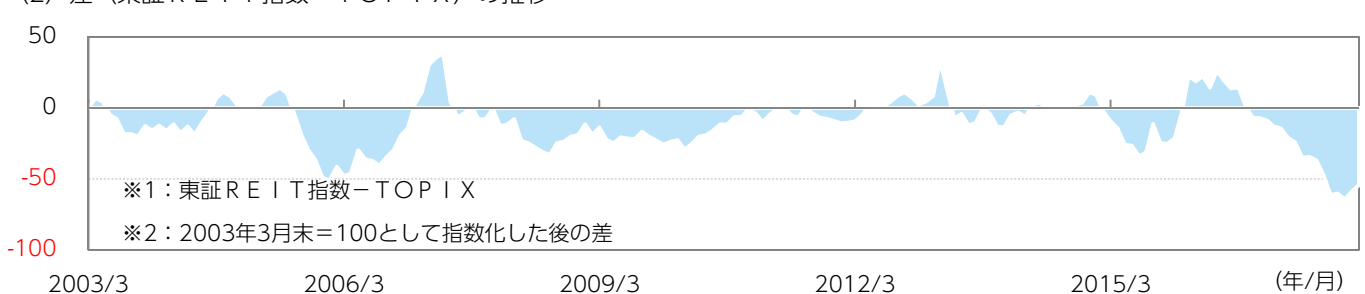
(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）出所 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

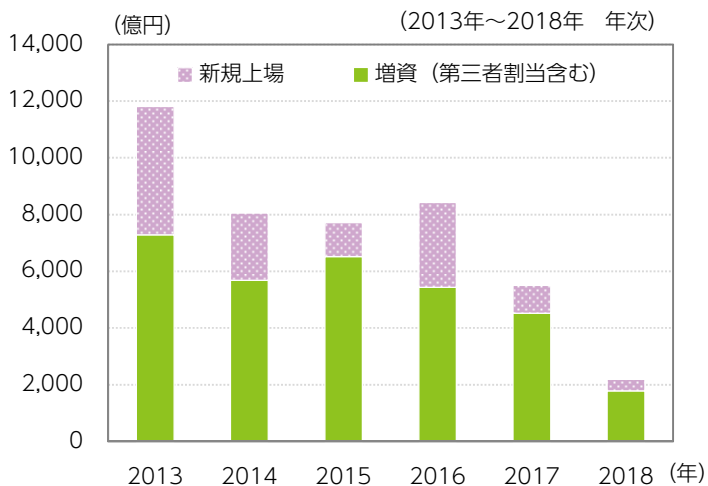


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

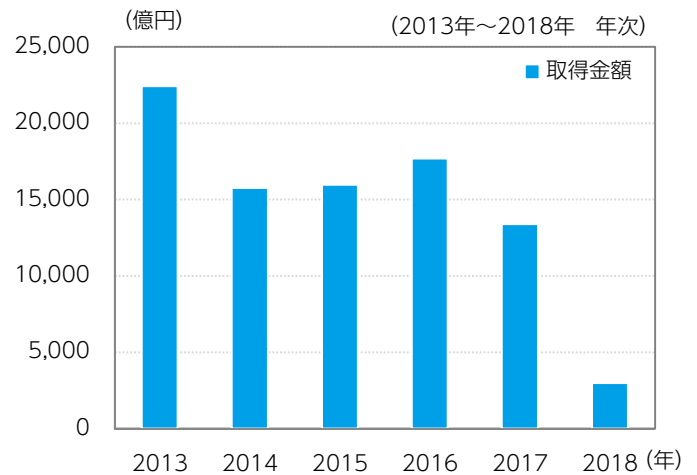
- 2月は2銘柄の新規上場（市場からの資金調達額409億円）と、6銘柄の公募増資（予定含む）（同1,442億円）がありました。両合計の資金調達額は1,851億円で、2013年6月の2,617億円以来の高水準となりました。年初来の両合計額は2,327億円です。
- 2月の物件取得額（受渡しベース）は1,615億円でした。年初来では2,978億円で、前年同期比10%減少しています。価格の上昇でJ-REITの投資基準を満たす物件が減少しつつあると言われており、2017年以降物件取得の減少傾向が続いています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2018年は2月末時点・新規上場は上場月、増資は発表月ベース
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料等をもと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（受渡しベース）



(※) 2018年は2月末時点

(6) J-REITの新規上場候補

- 2月は物流施設特化型のCREロジスティクスファンドとオフィスや商業施設等に投資するザイマックス・リートの2銘柄が上場しました。2月時点で昨年年間の上場銘柄数に並びました。
- 3月以降の上場予定については、候補はあるものの、上場日程等具体化されている案件はありません。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

| 設立母体 (REIT名称) | 上場時 (予定) | 主な運用対象等 |
|------------------|----------|--|
| タカラレーベン | 2018年度中 | ○分譲マンション等の開発・販売を手掛けるタカラレーベンがJ-REITの上場計画を発表。 2018年度中の上場を目指す。 ○上場時の資産額等詳細は未定。 |
| イーシャン・レッドウッド | 未定 | ○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。 |

(2018年2月末時点)

出所) 各種報道資料等をもと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

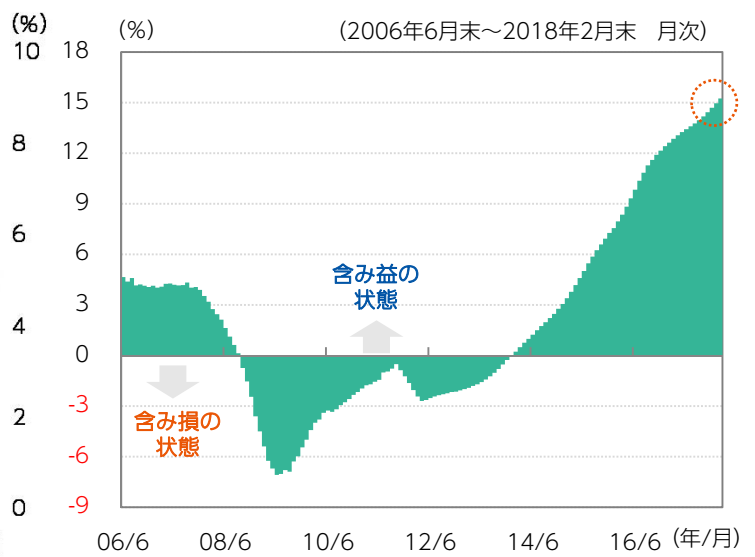
- 2月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比5.1%増と、前月の5.8%より縮小しました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向となっています。前年の水準が比較的高かった分、今後も同傾向が続くものと思われます。
- 2月末のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は15.3%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆5,032億円と何れも過去最高水準です。

【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もと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

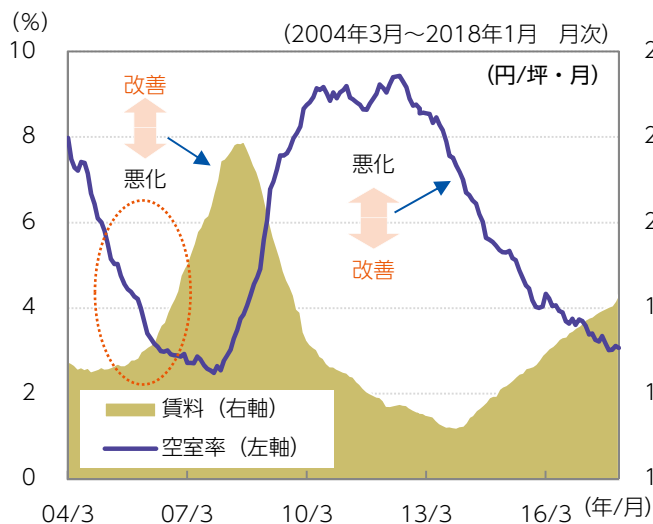


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

- 1月の都心5区のオフィス空室率は3.07%となり、前月より0.05%低下(改善)しました。同月の坪当たり賃料(月額)は19,338円で、前年同月比で4.1%増加しました。4%台の伸び率は2017年3月(4.2%)以来です。賃料は前月比で49ヵ月、前年同月比で45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1.03倍。東証REIT指数算出開始後今年2月末までの平均1.16倍を下回っています(参考:現在のNAVが変わらないと仮定すると、1.16倍の東証REIT指数水準は約1,915ポイントです)。

【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) 三鬼商事データをもと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口当り純資産額

出所) J-REIT各社、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【当資料に関する留意点】

- 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。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 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。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証する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。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、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。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

<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

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/>