

## J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2018年8月号)

### (1) J-REIT市場の前月の動向

#### 【指数の動き】

- 7月のJ-REIT市場（東証REIT指数、配当除き）は、30～31日の日銀の金融政策決定会合で長期金利の操作目標の柔軟化が検討されるとの思惑から月後半にかけて不安定な動きとなりました。当会合では0%程度に誘導している長期金利を柔軟に調整することが決められたものの、「当分の間極めて低い長短金利の水準を維持する」とのフォワードガイダンス（先行きの方針）が導入されたことから金融緩和の継続を意識した買いが入り、東証REIT指数は結局前月末比で上昇して引けました。月末値ベースでは2017年3月以来の高い水準となりました【図表1、2】。

#### 【市場規模・売買代金等】

- 上場銘柄数は1銘柄増加し、60銘柄となりました。時価総額は12.7兆円と前月末より856億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は371億円と前月比10%増加しました【図表7】。
- 7月は3件の公募増資がありました。新規上場を含む年初からの資金調達額は5,154億円で、前年同期比で38%増加しています【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4.06%（前月末：4.03%）、10年国債金利はプラス0.062%（前月末：プラス0.036%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.00%（前月末：3.99%）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

- 上記の金融政策決定会合で日銀は金融政策の変更を決定しました。短期金利をマイナス0.1%、長期金利を0%程度とする現行の政策金利は据え置いたものの、金融機関への悪影響等を考慮し、これまでマイナス0.1%～プラス0.1%程度に抑えていた長期金利の変動幅を広げることを決めました。黒田日銀総裁は会見で変動幅を倍ぐらい（0.2%程度）にすると述べています。今回は初めて先行きの方針を示すフォワードガイダンスが導入されました。当決定等を背景に債券市場は当面、日銀の金利上昇の許容範囲を探る展開になるものと思われます。8月のJ-REIT市場（東証REIT指数）は金利が落ち着きを取り戻すまで不安定な動きを続けることが予想されるものの、日銀の物価見通し等を考えると金利の上昇は一時的なものに留まる可能性があると考えています。J-REIT市場は金利上昇を消化した後、業績拡大観測等を背景に1,800ポイント台を目指した回復基調に戻るものと判断しています。
- 日銀は同会合でまとめた「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」で、2018年度の物価上昇率見通しを前回4月の1.3%から1.1%に、19年度を1.8%から1.5%に、20年度は1.8%から1.6%にそれぞれ引き下げました。今回の日銀の物価見通しの変更や新たに導入されたフォワードガイダンスの内容、米中貿易摩擦の悪化観測等による世界的な景気減速懸念等から判断すると、10年国債金利の上昇幅は限られるものと思われます。上昇スピードが速い場合には日銀がその抑制を図る操作を行うことも考えられ、10年国債金利は徐々に0.1%程度を上限とする水準に落ち着いてくるものと見ています。三鬼商事データでは、都心5区のオフィス賃料の上昇（前年同月比）が加速していることが示されています。1年前は3.8%であった賃料上昇率は今6月は6.5%まで拡大しています。同月の空室率は2008年1月以来の低さとなる2.57%まで低下しています【図表17】。不動産市況の改善等を背景に、J-REITの予想配当額の伸び（前年同月比）は再び拡大傾向となっています【図表15】。7月末の予想配当利回りは4.06%と依然4.0%を超えています【図表4、5】。NAV倍率（投資口価格/1口当り純資産額）は1.06倍と解散価値水準である1.0倍近くまで低下しています【図表18】。業績拡大観測やバリュエーション（企業価値評価）面からみた割安感が引き続きJ-REIT市場の支援材料となりそうです。
- 尚、トランプ米政権が進める保護主義政策や米国によるイラン制裁再開の動き等は引き続き市場の不透明要因となりそうです。米中貿易摩擦の激化等からリスク回避ムードが強まるケースでは、質への逃避の動き等から円高や金利低下が進む可能性があり、J-REITが株式に対して選好されることも考えられます。一方、緊張が緩和する等でリスクオンムードとなる場合はJ-REITの上値が重くなることも想定されます。

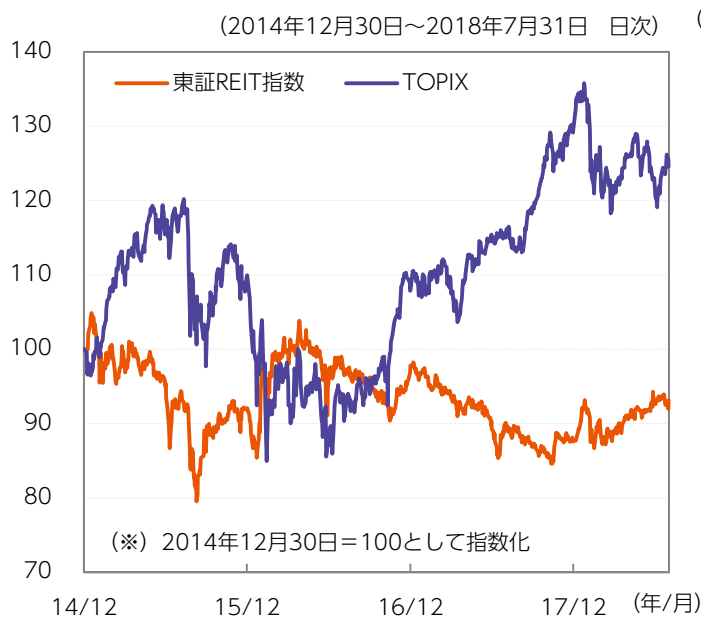
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年7月31日時点)

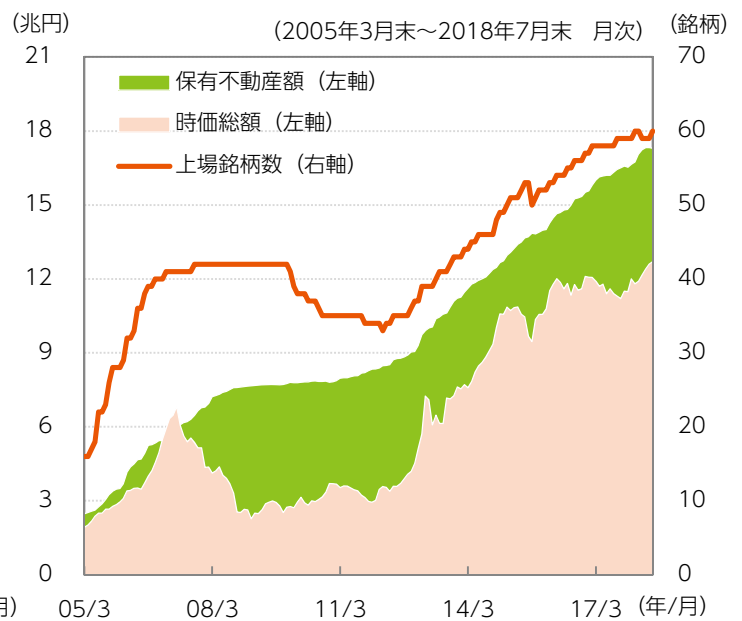
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	0.21	6.34	-10.39
	TOPIX	1.29	-3.54	19.69
	差	-1.09	9.87	-30.08
配当込み	東証REIT指数	0.52	8.76	-6.79
	TOPIX	1.30	-2.41	22.23
	差	-0.78	11.17	-29.02

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



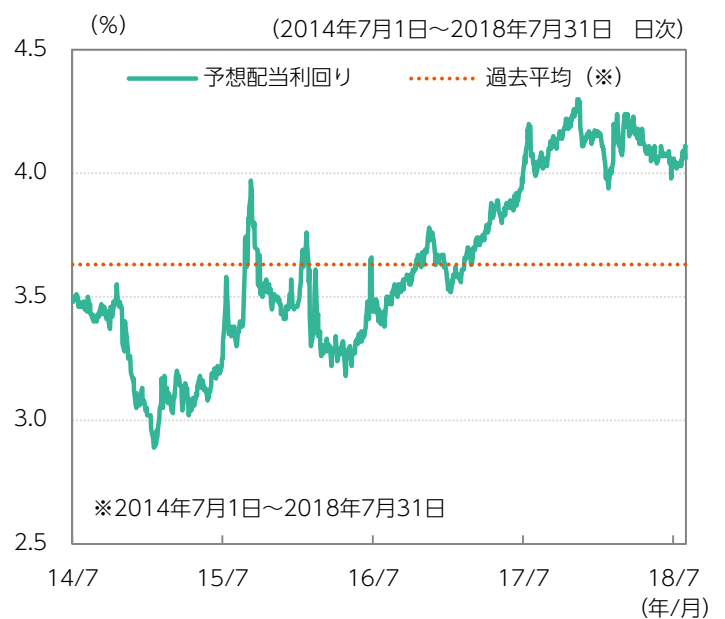
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

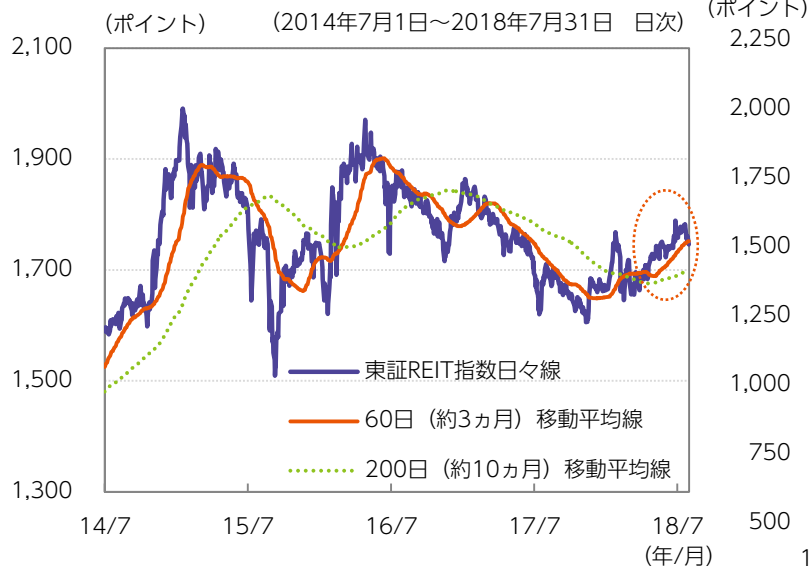


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

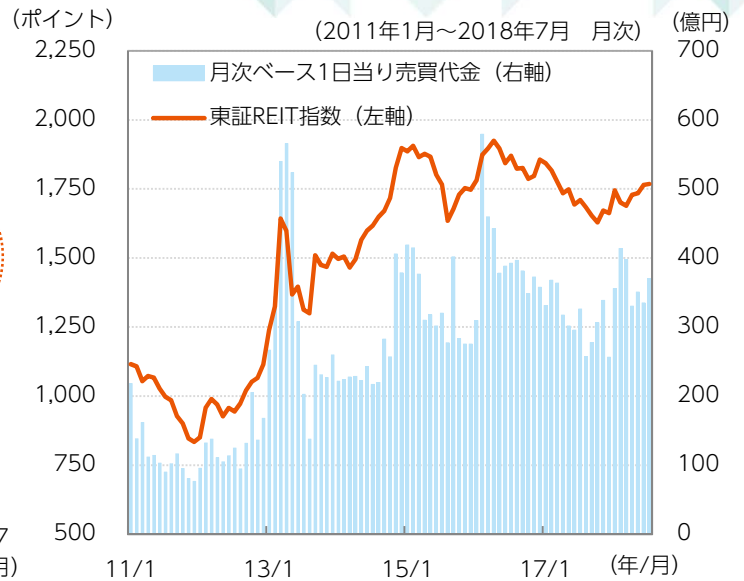


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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) 図表6～7は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	-280	-324	-899	-488	-1,899	1,724	-696

※2018年は判明月まで反映

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
2018年2月	-26	-195	-213	-31	-355	260	-291
2018年3月	-127	6	-8	-85	-486	295	-78
2018年4月	-11	90	-37	-309	-301	218	66
2018年5月	-47	62	-101	-15	-273	-80	-34
2018年6月	-38	-127	-222	-51	-233	635	-151

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

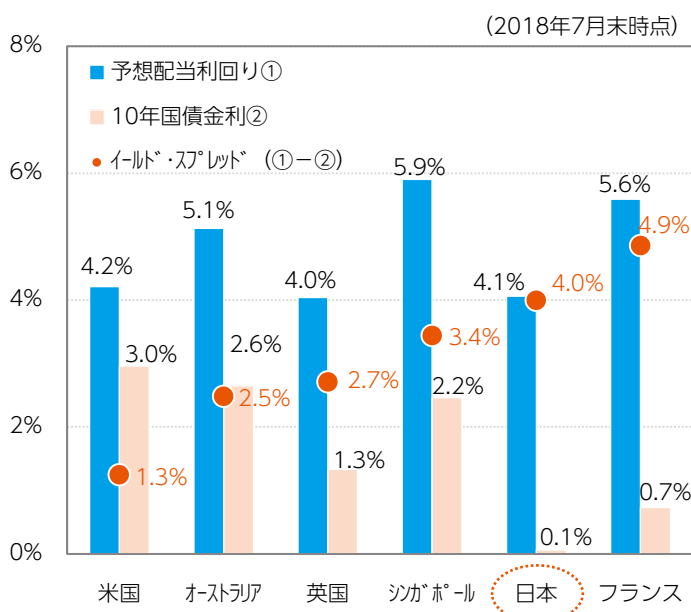
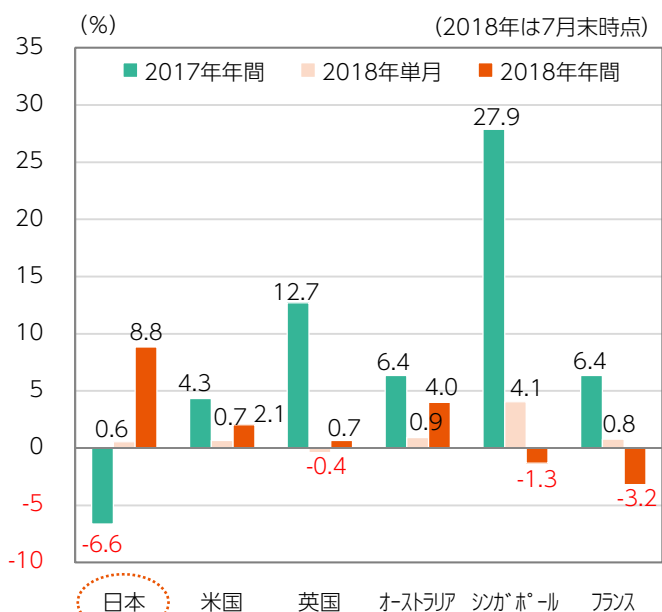
- 7月の買入れ額は48億円、1回あたりの買入れ額は12億円でした。年初来の買入れ額は420億円、2018年間の残り買入れ枠は480億円 (月平均96億円) です。
- 7月30～31日の日銀金融政策決定会合で、ETF (上場投資信託) やJ-REITの買入れについて、保有残高がそれぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するように行うものの、市場の状況に応じて買入れ額は上下に変動する可能性があることが示されました。

#### (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7月月間のパフォーマンス（前月末比）は、EU（欧州連合）離脱交渉の先行き不透明感が強まる英国のみマイナスとなりました。シンガポールは4%を超える上昇となりました。2018年年初来では、昨年唯一下落した日本が上昇率トップとなっています。一方、下落率トップはフランスで、マイナス3.2%となっています【図表9】。
- 7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の乖離は、今年に入り縮小傾向となっています。今後この乖離縮小が継続するのか注目されます【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

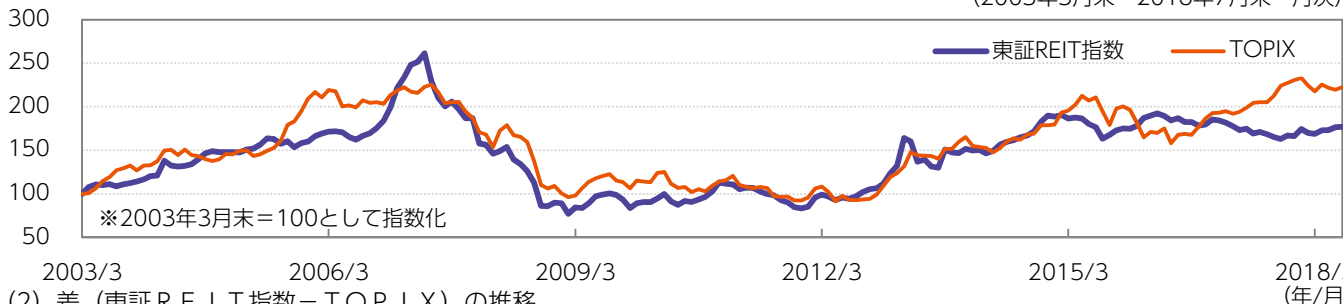


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

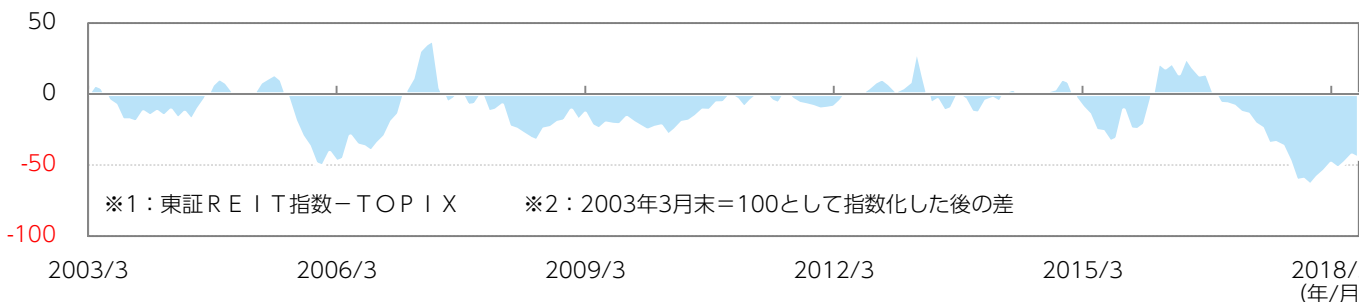
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2018年7月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移



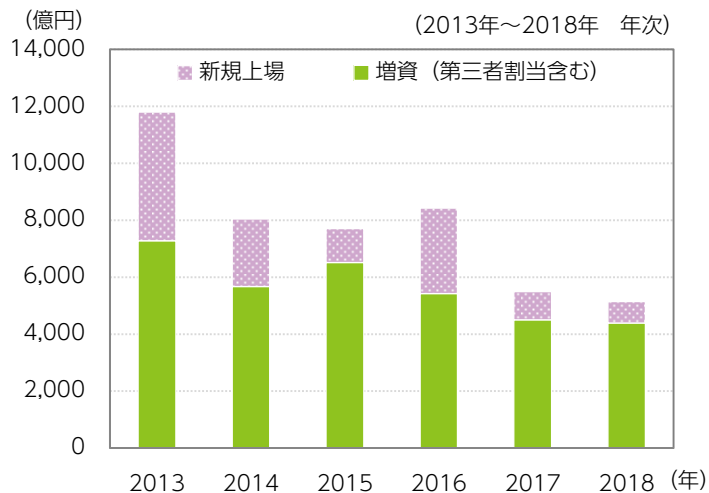
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成



## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 7月は1銘柄の新規上場（上場月ベース）と3銘柄の公募増資（発表ベース）がありました。新規上場を含む年初からの資金調達額は5,154億円で、前年同期比で38%増加しています。新規上場が同67%増、公募増資が同34%増となっています。
- 7月の物件取得額（受渡しベース）は1,522億円でした。3月の3,949億円をピークに減少傾向となっています。年初来では1兆1,761億円で、前年同期比39%増加しています。物件価格の高騰により、投資尺度を満たす物件が減少していると言われており、取得額は3月で当面のピークをつけたとの見方もあるようです。

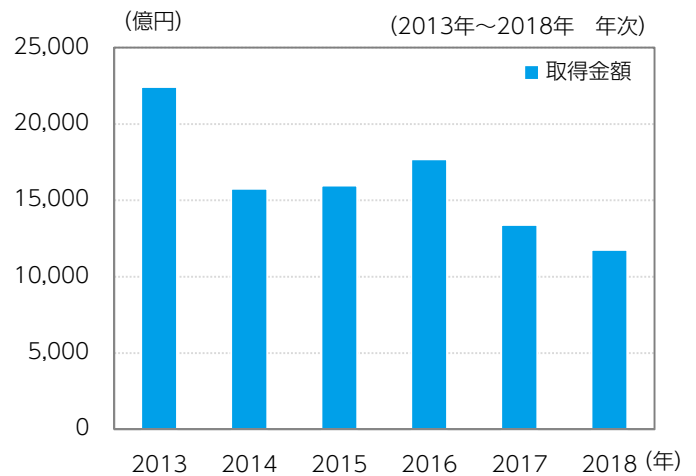
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2018年は7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や各社公表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7月末時点

## (6) J-REITの新規上場候補

- 伊藤忠商事は物流施設に特化したREITを上場させる方針のようです。9月にも上場させる見通しで、当初の運用資産規模は500億～600億円程度と予想されています。
- 投資信託協会によると、2018年5月時点のJ-REITが保有する物流施設の稼働率は99%を超えています。

【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
伊藤忠商事	2018年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>○物流施設に特化したREITを上場予定。当初の運用資産規模は500～600億円程度。伊藤忠商事が保有する物件の内、当初は6～7物件をREITに組み入れる予定。</li> <li>○伊藤忠商事はREITに売却した資金で、新たな物流施設の開発を行う計画。</li> </ul>
イーシャン・レッドウッド	未定	<ul style="list-style-type: none"> <li>○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。</li> <li>○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。</li> </ul>

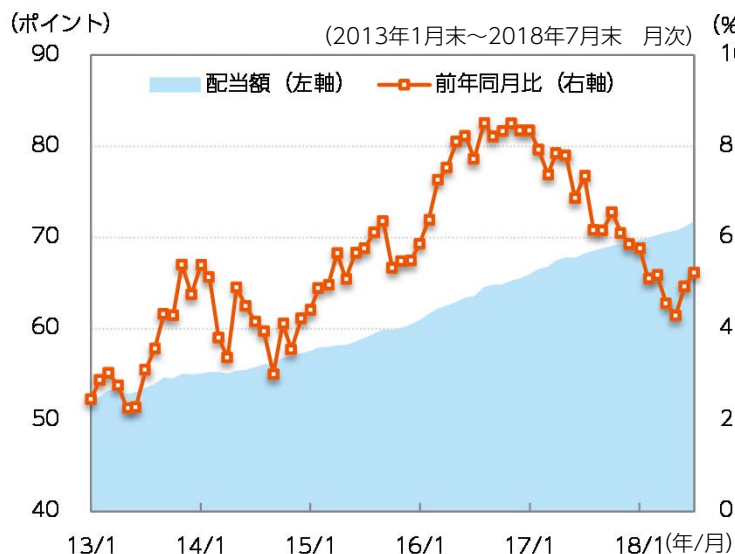
(2018年7月末時点)

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

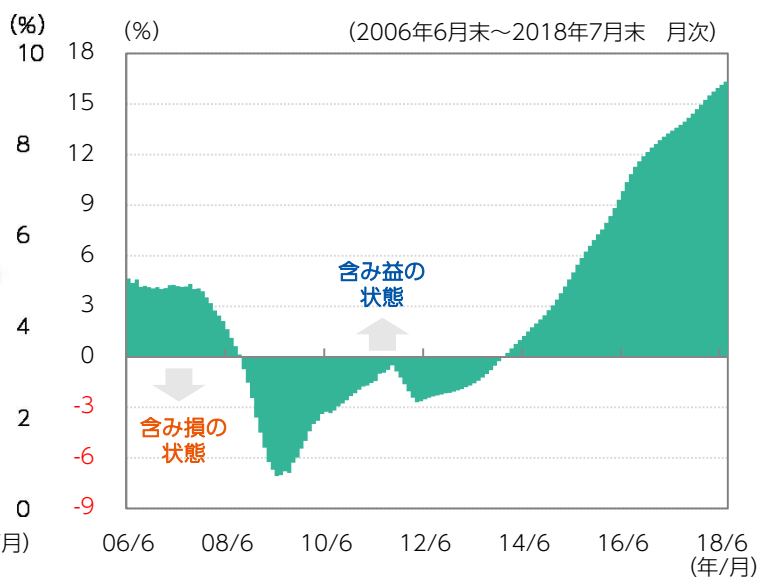
## (7) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 7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5.2%増と、前月（4.9%増）を上回りました。伸び率は2016年末頃をピークに鈍化傾向が続いていましたが、オフィス賃料の上昇加速等を反映し、今後は上昇又は横ばい傾向になる可能性もあります。
- 7月末（2018年5月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は16.3%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆6,706億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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



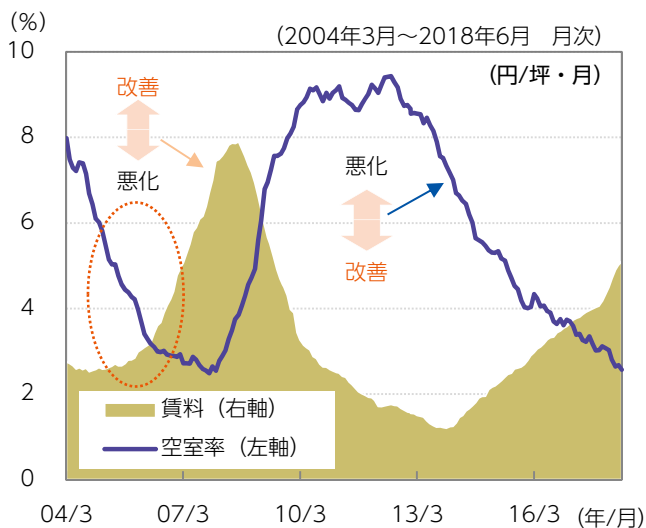
(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100  
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 6月の都心5区のオフィス空室率は2.57%と前月より0.11%低下しました。2008年1月の2.55%以来の低水準です。同月の坪当たり賃料(月額)は20,108円で、前年同月比で6.6%増加しました。賃料水準は2009年7月の20,170円以来の高水準です。増加率は昨年11月の3.2%を直近ボトムに拡大傾向を続けています。賃料は前月比で54ヵ月、前年同月比で50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7月末時点で1.06倍。東証REIT指数算出開始以降の平均値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1,935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



【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) 三鬼商事データをもと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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>