

## J-REITレポート

# J-REIT市場 現状と今後の見通し (2018年9月号)

## (1) J-REIT市場の前月の動向

### 【指数の動き】

- 8月のJ-REIT市場（東証REIT指数、配当除き）は、米中貿易摩擦の行方やトルコリラの急落を発端とする新興国通貨下落の影響等を見極めたいとの意向等から様子見ムードが強まる中、前月末比0.89%安と小幅下落して引けました。金利の落ち着きや業績の改善期待が支援材料となる一方、外部環境の先行き不透明感等が重荷となりました。東証REIT指数は年初来でTOPIXを配当除きで9.92%、配当込みで11.79%上回っています【図表1、2】。

### 【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、銘柄数は60銘柄で横ばい、時価総額は12.7兆円と前月末より383億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は315億円と前月比15%減少しました【図表7】。
- 8月は4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5,812億円で、前年同期比で56%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4.16%（前月末：4.06%）、10年国債金利はプラス0.107%（前月末：プラス0.062%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.05%（前月末：4.00%）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

- 米国人牧師開放を巡る米国とトルコの関係悪化とトルコリラの急落等をきっかけに、新興国の通貨安（対ドル）が加速しています。中央銀行による利上げや為替介入等にも関わらず、トルコリラは8月末時点で年初から約4割、アルゼンチンの通貨ペソは約5割下落しており、通貨安による物価上昇が新興国景気を冷やすとの懸念が強まりつつあります。トランプ米政権は、知的財産権の侵害を理由に、中国に対してこれまでに計500億ドル規模の輸入品に25%の追加関税を課す制裁措置を発動していますが、更に2,000億ドル（約22兆円）規模の輸入品に対する第3弾の制裁措置の手続きを進めており、早ければ9月中にも発動される可能性もあります。その場合には世界経済の後退観測等悲観的な見方が強まることも想定されます。
- 9月のJ-REIT市場は、外部環境の先行き不透明感を嫌気した売りと、金利の安定や業績の拡大観測等を背景とする買いが交錯する中、8月末の終値水準（1,752ポイント）を中心にボックス圏で推移するものと見ています。尚、新興国通貨の下落が加速するケースや、貿易問題を巡る米中の対立が激しさを増す場合には、投資家の持ち高調整の売り等により調整色を強めることも想定されます。しかし、質への逃避による金利低下や主な収益源である賃料の相対的な安定性等が支えとなり、J-REIT市場の下落率は株式市場に比べると小さくなるものと考えています。
- 外部環境の不透明感等で上値の重い展開が続くJ-REIT市場ですが、好調な不動産市況や金利の安定等を背景に業績は拡大傾向を続けています。都心5区オフィスの賃料（坪当り月額）が上昇の勢いを増しています。三鬼商事データによると、7月は前年同月比6.8%増と約10年ぶりの伸び率となっています。また空室率は2.58%と、約10年半ぶりの低水準です【図表17】。一時4%台まで低下していたJ-REIT市場の予想配当額の伸び率（前年同月比）は、不動産市況の改善等を受けて、8月末時点では6%台まで回復しています【図表15】。オフィス賃料の上昇に弾みがつき始めたことや金利の低位安定が続く可能性があること等を考えると、予想配当額の伸びは引き続き高水準で推移するものと思われます。8月末の予想配当利回りが4.16%と、依然4.0%を超えていること【図表4、5】、NAV倍率（投資口価格/1口当り純資産額）が1.05倍と解散価値水準である1.0倍近くまで低下していること【図表18】等、バリュエーション（企業価値評価）面からみて、現在のJ-REIT市場は売られ過ぎ感が強い状態にあると考えます。米中貿易摩擦に緩和の兆しが出始める等、外部環境の不透明感が後退すれば、業績拡大期待や売られ過ぎ感等を材料に東証REIT指数は1800ポイント台回復を目指す動きになるものと思われます。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年8月31日時点)

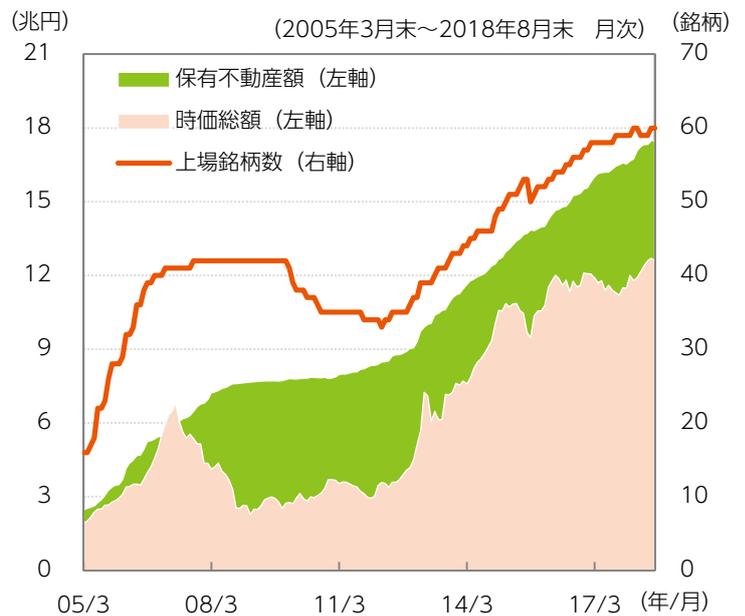
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	-0.89	5.40	-10.39
	TOPIX	-1.02	-4.52	19.69
	差	0.14	9.92	-30.08
配当込み	東証REIT指数	-0.32	8.41	-6.79
	TOPIX	-1.00	-3.38	22.23
	差	0.67	11.79	-29.02

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



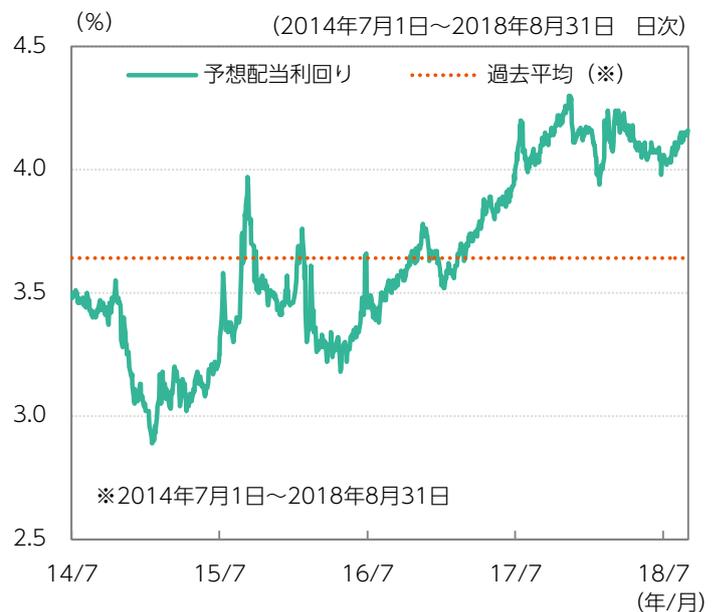
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【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

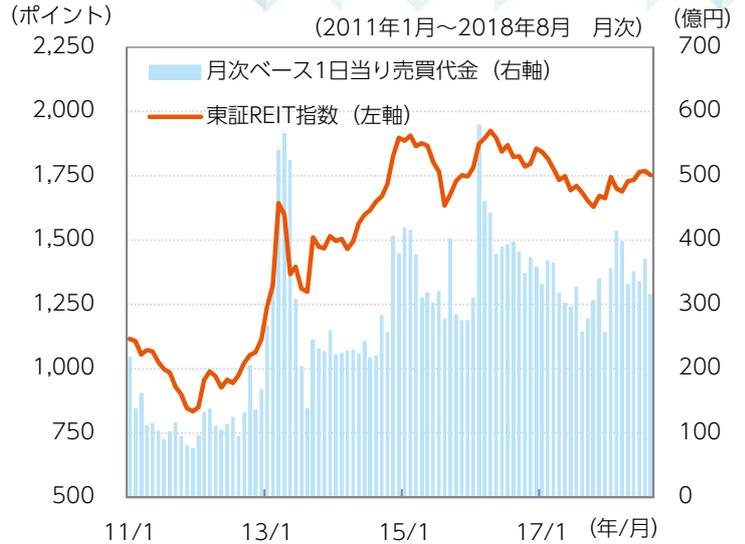


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-264	-499	-1,083	-561	-2,111	2,007	-919

※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
2018年7月	16	-175	-184	-72	-211	283	-223

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

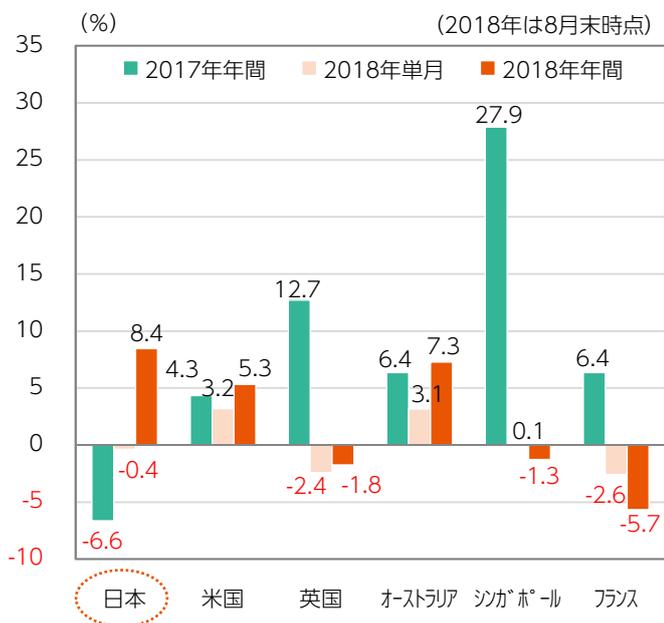
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 8月の買入れ額は24億円、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444億円、2018年間の残り買入れ枠は456億円(月平均114億円)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、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ており、市場が横ばい又は堅調に推移する場合、買入れペースが鈍化することも考えられます

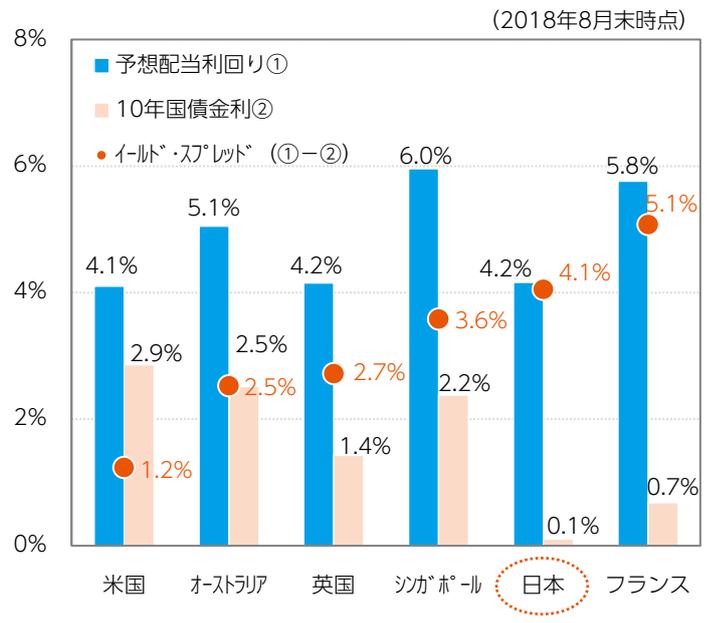
#### (4) 主要国REIT市場比較

- 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8月月間のパフォーマンス（前月末比）は、EU（欧州連合）離脱交渉の動向等を巡って英国とフランスが2%を超える下落となる一方、米国とオーストラリアは3%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5.7%となっています【図表9】。
- 8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が注目されます【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



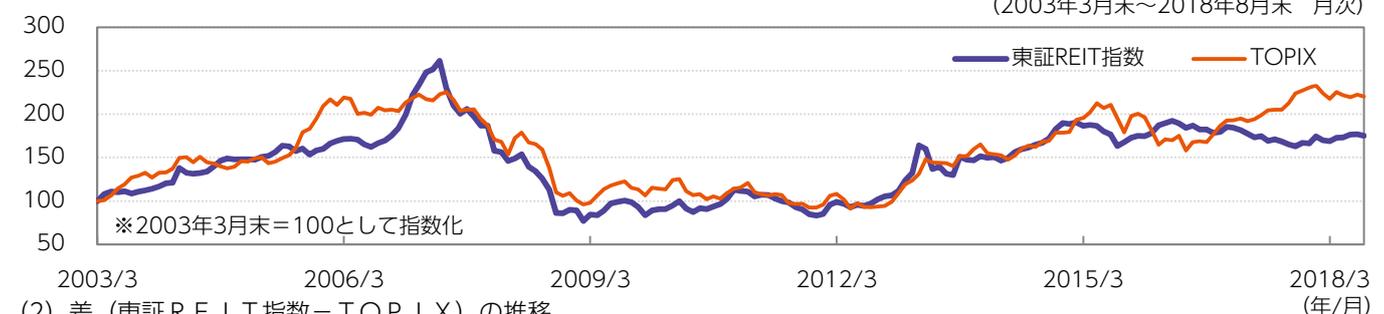
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



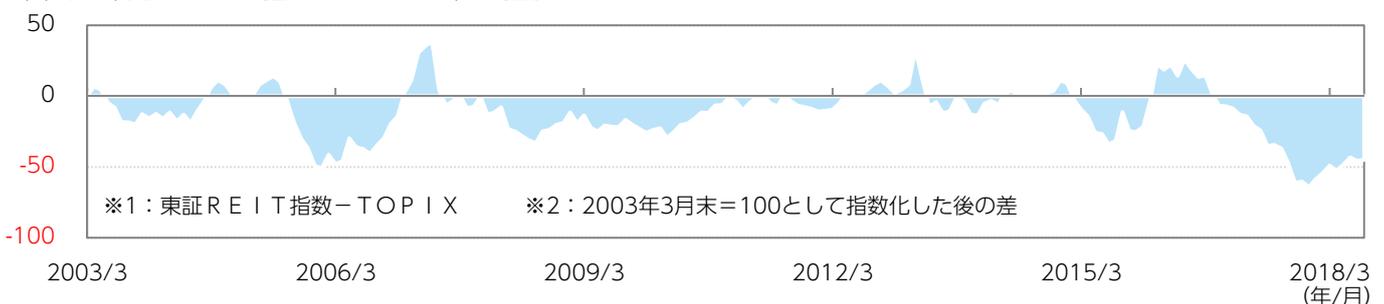
(注) 図表9~10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）  
出所) 図表9~10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移



(2) 差（東証REIT指数-TOPIX）の推移

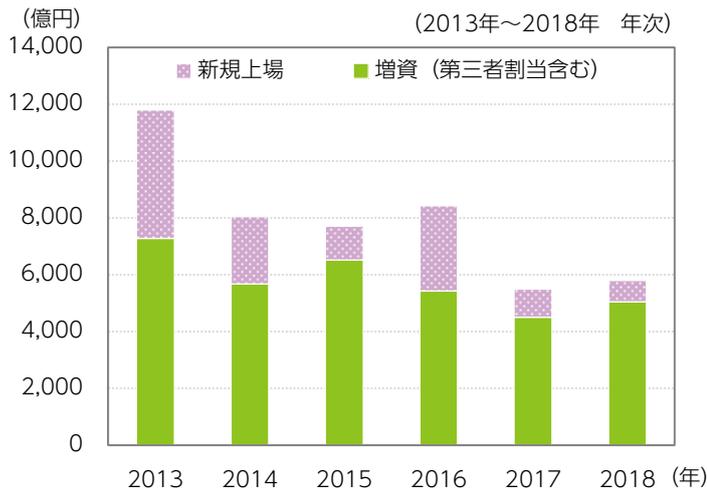


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

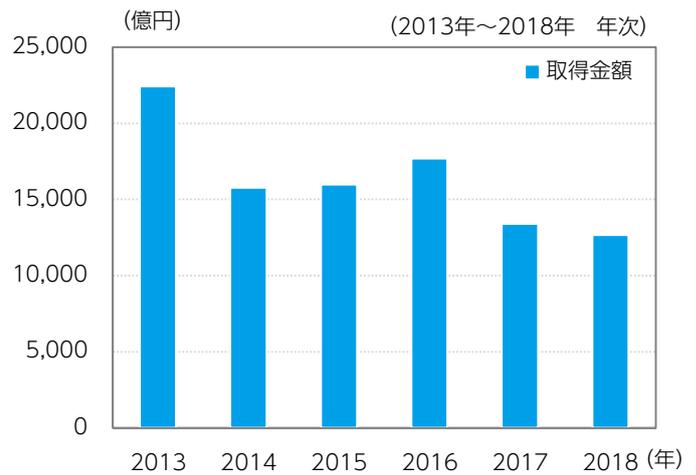
## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 8月は新規上場は無く、4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5,812億円で、前年同期比で56%増加しています。新規上場が同67%増、公募増資が同54%増となっています。
- 8月の物件取得額（受渡しベース）は910億円でした。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1兆2,659億円で、前年同期比50%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



【図表13】 J-REIT物件取得状況（受渡しベース）



(※) 2018年は8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

(※) 2018年は8月末時点

## (6) J-REITの新規上場候補

- 伊藤忠商事をスポンサーとする物流施設に特化したREITが9月7日に上昇されます。当初の運用資産規模は約540億円、上場に伴う市場からの資金調達予定額は約360億円となっています。
- ネット通販の拡大による需要増を背景に、物流施設に投資するJ-REITの上場が増える可能性もあります。

【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 (伊藤忠アドバンス・ロジスティクス)	2018/9/7	○物流施設特化型のREIT。当初の組入れ資産は首都圏の物流施設7物件で、金額は約540億円。 ○伊藤忠グループにとっては住宅特化型REITであるアドバンス・レジデンスリートに次いで2本目となる。
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。

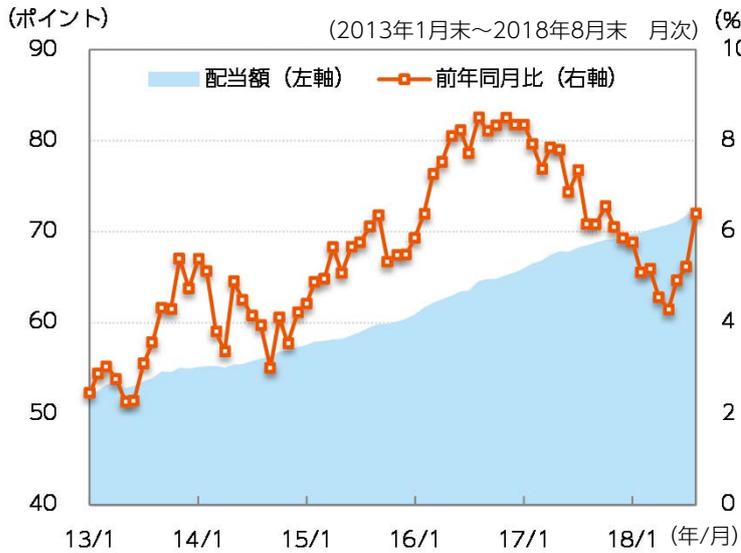
(2018年8月末時点)

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

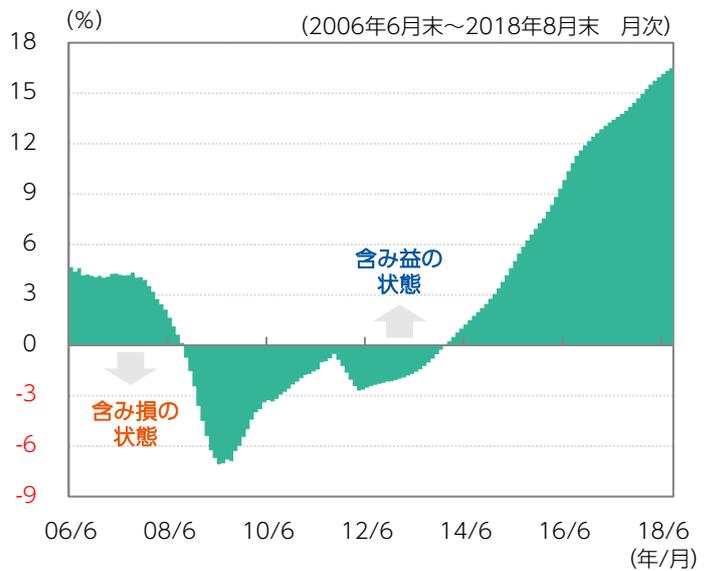
## (7) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

- 8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6.4%増と、前月（5.2%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背景に再び拡大基調入りした可能性もあります。
- 8月末（2018年6月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は16.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆7,265億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



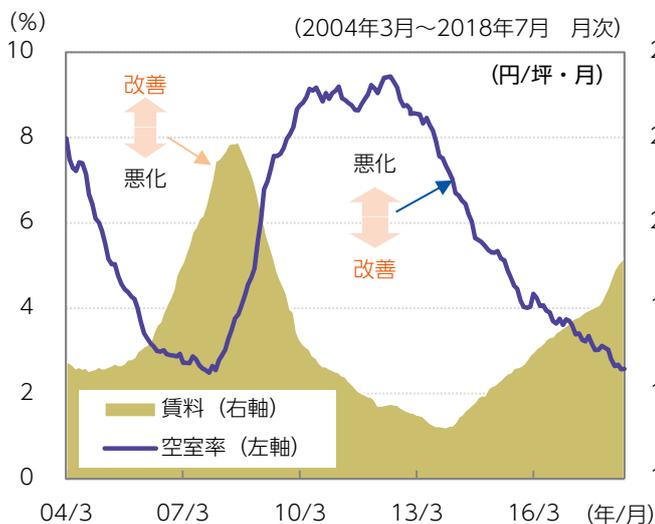
(※) 配当額 = 東証REIT指数 × 配当利回り ÷ 100  
出所) ブルームバーグデータ等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(※) 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

- 7月の都心5区のオフィス空室率は2.58%と前月より0.01%上昇しましたが、2008年1月の2.55%以来の低水準を維持しています。同月の坪当たり賃料 (月額) は20,202円で、前年同月比で6.8%増加しました。増加率は2008年9月の7.4%増以来の高水準です。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55ヵ月、前年同月比で51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8月末時点で1.05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1,936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/>