

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 (2019年1月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2018年12月のJ-R E I T市場（東証R E I T指数、配当除き）は、都心5区オフィス市況の改善等を受けた業績拡大期待や国内金利の低下等を支援材料に、中旬頃まで底堅く推移していました。しかし、12月のF O M C（米連邦公開市場委員会）が今後も利上げを継続する姿勢を示すと、投資家心理が大きく悪化。株価が急落する中で、J-R E I Tも月末にかけて持ち高調整の売り等に押され、月間では2.36%安となりました。2018年年間では6.68%上昇し、T O P I Xを24.48%、配当込みベースでは11.11%上昇し、T O P I Xを27.08%上回りました【図表1、2】。

【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、銘柄数は61銘柄のままでした。時価総額は12.98兆円と前月末より2,722億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は440億円と2016年4月以来の大きさとなりました【図表7】。
- 12月の公募増資はゼロでした。新規上場を含む年初からの資金調達額は7,062億円で、前年比で28%増加しました【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4.16%（前月末：4.05%）、10年国債金利はプラス0.003%（前月末：プラス0.092%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.16%（前月末：3.96%）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

- 2019年1月の東証R E I T指数は、投資家心理の改善やJ-R E I T業績の拡大期待、国内金利の急上昇懸念の後退等を支援材料に、1,800ポイント台回復を目指す動きになるものと思われます。但し、協議の進展が期待される米中貿易協議が行き詰りを見せたり、E U（欧州連合）からの離脱問題を巡り、英国政府とE U間で取り決められた離脱合意が英国議会の承認を得られず、何ら取り決めがない中で2019年3月29日の交渉期限を迎える「無秩序な離脱」となる可能性が高まる場合等には、昨年12月後半同様に下値を模索する展開になることも想定されます。尚、そのケースでは業績面での相対的な安定性や高い配当利回り等が評価され、東証R E I T指数の下落率はT O P I Xより小さくなるものと見ています。
- 昨年12月後半の東証R E I T指数の下落には、米国株式市場の急落を受けて投資家がリスク性資産の圧縮を急いだことが影響しているように思われます。その米国株式市場ですが、今年に入り徐々に底入れムードを強めつつあるように感じられます。非農業部門の雇用者数が前月比31.2万人増と伸びが前月（17.6万人）から加速する等、12月の米雇用統計が市場予想を上回る改善を示し、米中貿易摩擦による米国景気鈍化観測が後退したこと、パウエルF R B（米連邦準備制度理事会）議長が今年1月4日の講演で金融引き締めを急がない姿勢を示したこと、米中が次官級で貿易協議を開始する等、米中貿易摩擦のエスカレート懸念が後退したこと等が材料視されているようです。株価の回復で投資家心理の改善が続けば、J-R E I T市場にとっても支援材料となりそうです。
- J-R E I T業績の拡大観測や配当利回り水準等に照らしたバリュエーション面（企業価値評価）での割安感等もJ-R E I T市場を下支えするものと思われます。一時4%台まで低下していたJ-R E I Tの予想配当額の伸び率（前年同月比）は、都心5区オフィス賃料の上昇加速（2018年11月の坪当り月額賃料は前年同月比8.8%増と約10年半ぶりの伸びを記録）等を背景に、12月まで5ヵ月連続で6%台の増加を示しています【図表15、17】。現在の好調な不動産市況がすぐに崩れる懸念は小さいと考えられること等から判断して、J-R E I Tの業績拡大は当面続くものと思われます。12月末の予想配当利回りは4.16%と依然4%台を保っており【図表4、5】、またN A V倍率（投資口価格/1口当り純資産額）は1.05倍と解散価値水準である1.0倍近くの水準にあります【図表18】。2025年大阪万博開催決定もJ-R E I T市場を後押ししそうです。2020年の東京五輪・パラリンピック終了後も、同万博開催や2027年中央リニア新幹線（東京～名古屋）開業等に伴う大規模な再開発が継続し、2020年以降も好調な不動産市況が続くと期待感がより高まる可能性があります。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2018年12月28日時点)

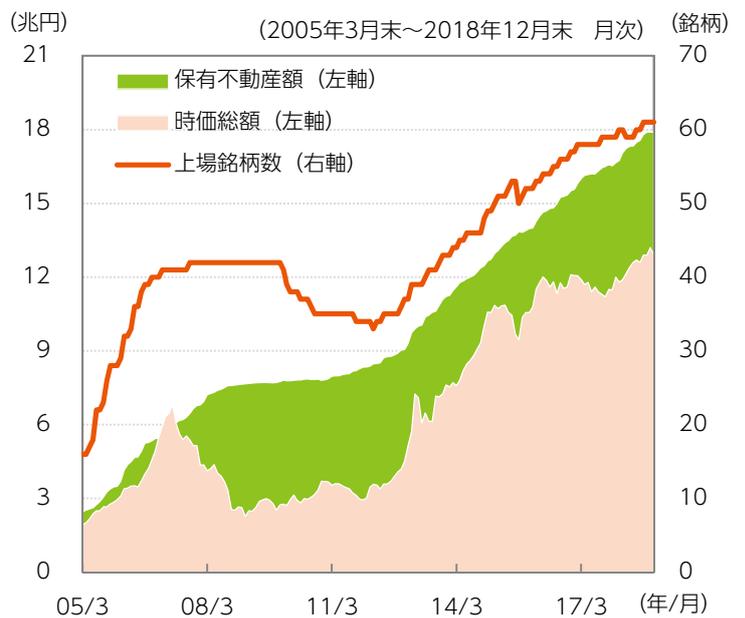
(%)

		2018年		(参考)
		単月	累計	2017年累計
配当除き	東証REIT指数	-2.36	6.68	-10.39
	TOPIX	-10.40	-17.80	19.69
	差	8.04	24.48	-30.08
配当込み	東証REIT指数	-1.85	11.11	-6.79
	TOPIX	-10.21	-15.97	22.23
	差	8.36	27.08	-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

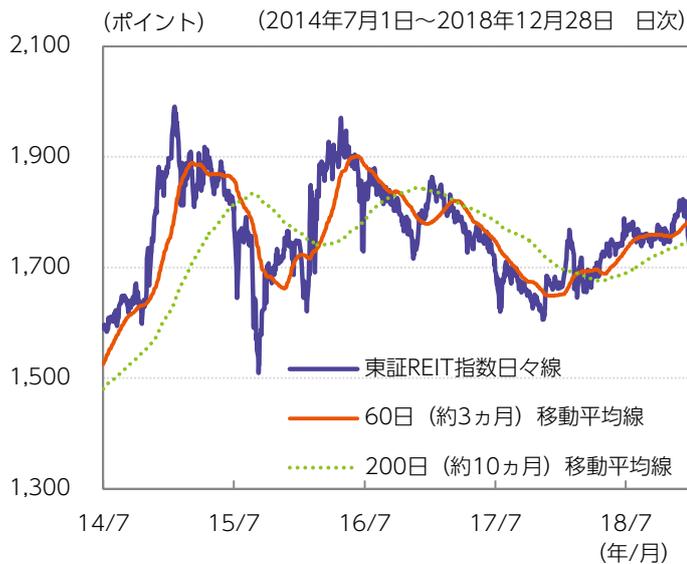


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

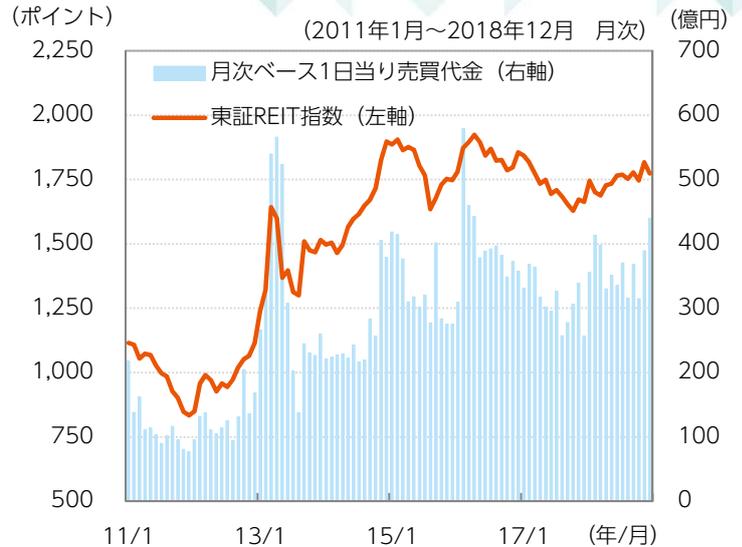


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-174	-1,003	-1,323	-658	-2,756	2,906	-1,495

※2018年は判明月まで反映

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
2018年8月	37	31	-72	-39	-125	-172	7
2018年9月	8	-225	147	-27	-232	143	-225
2018年10月	11	-43	-98	3	-149	49	-79
2018年11月	34	-267	-216	-34	-140	880	-279

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

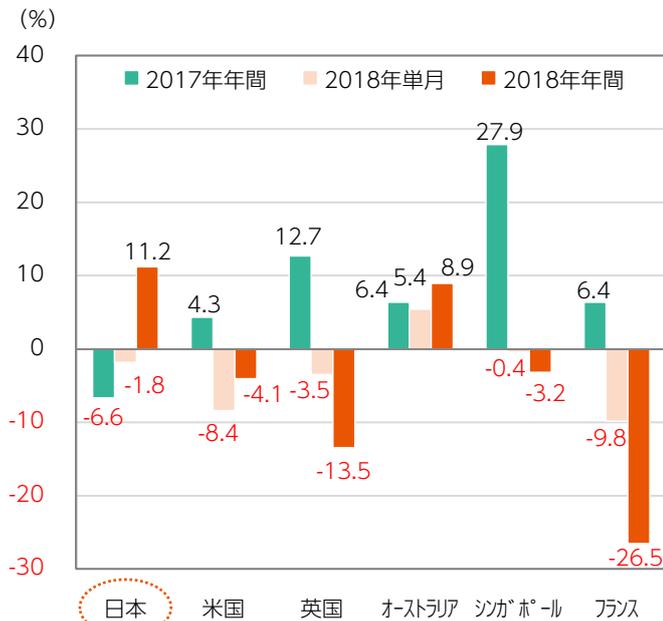
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 12月は6回、72億円買入れました。2018年年間では564億円、年間目処900億円に対する消化率は63%となりました。尚、ETF(上場投資信託)は2018年間で62,100億円買入れ、年間目処6兆円を超えました。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETF(上場投資信託)やJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されました。2019年の買入れ目処は約900億円ですが、市場が横ばい又は堅調に推移する場合、今後も買入れが見送られる可能性もあります。

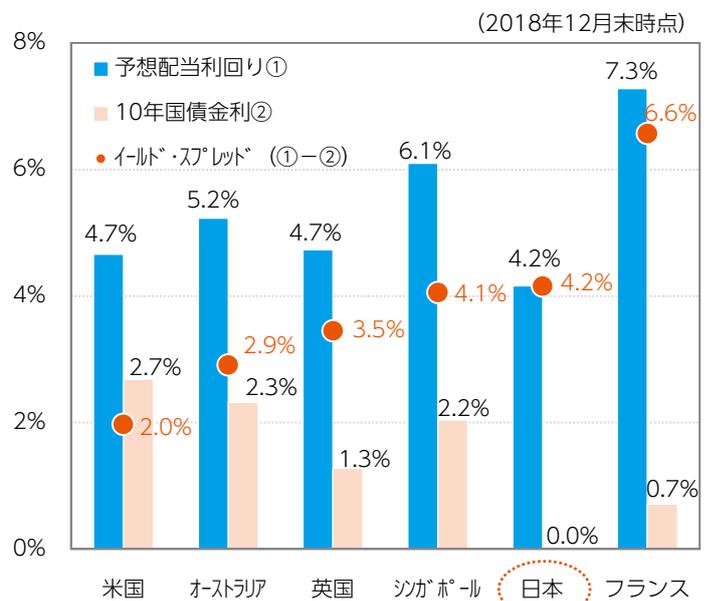
(4) 主要国REIT市場比較

- 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月月間のパフォーマンス（前月末比）は、高安まちまちとなりました。反政府デモの拡大等が嫌気されフランスが4ヶ月連続下落しました。12月の下落率は1割近くに達しました。2018年年間では、2017年に唯一下落した日本が上昇率トップ。一方、下落率トップはフランスで、マイナス26.5%となりました【図表9】。
- 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フランスです【図表10】。
- 12月は米中貿易摩擦による中国景気の減速懸念等を背景にリスクオフムードが続き、業績の相対的な安定感等からJ-REITが選好され、株式とのかい離は前月に続き縮小しました【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス



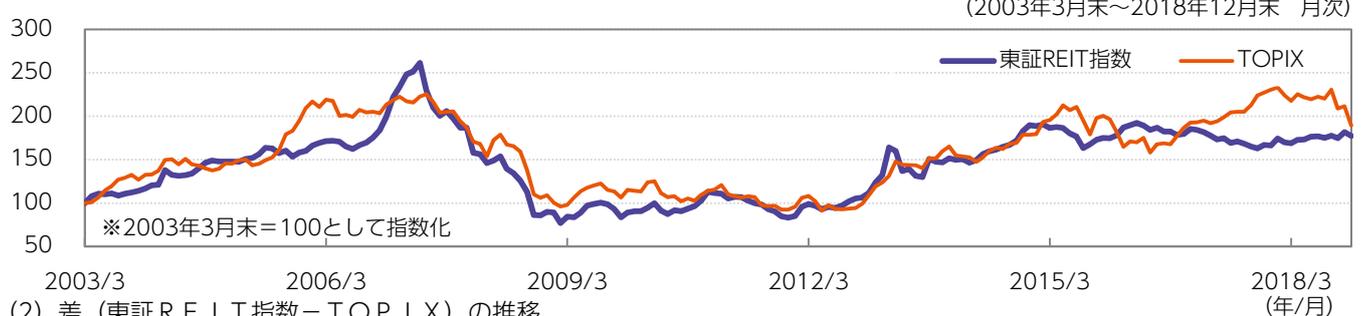
【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



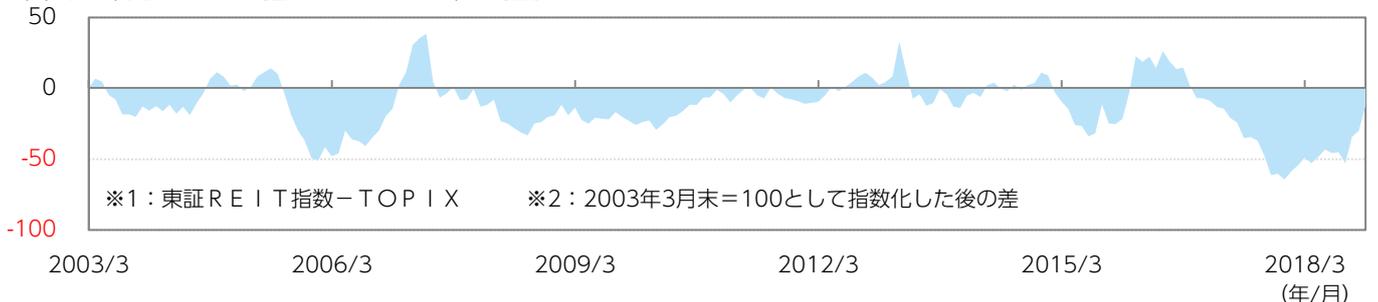
(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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

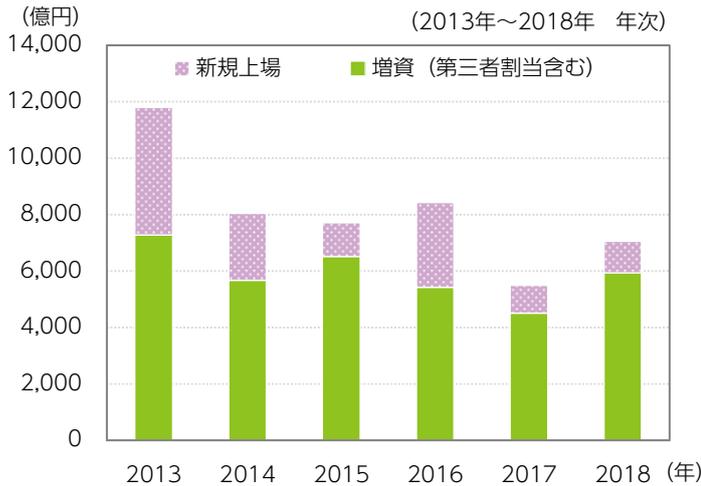


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

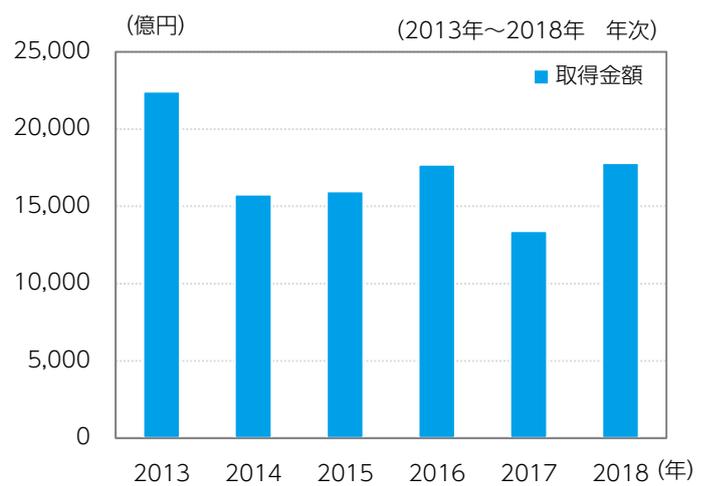
(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 12月は新規上場（上場月ベース）も公募増資（発表月ベース）もありませんでした。新規上場を含む2018年間の資金調達額は7,062億円で、前年比で28%増加しました。新規上場が同14%増、公募増資が同31%増となっています。
- 12月の物件取得額（受渡しベース）は902億円で、2018年年間では1兆7,786億円で、前年比33%増加しました。年間の取得額は2013年の2兆2,419億円に次いで過去2番目の大きさとなりました。500億円を超える物件の取得が2017年に比べ目立ちました。

【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12月末時点 ・ 新規上場は上場月、増資は発表月ベース (※) 2018年は12月末時点
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

(6) J-REITの新規上場候補

- 2019年2月13日に、大手総合不動産デベロッパーである日本エスコンをスポンサーとするエスコンジャパンリートが上場されます。当上場により上場銘柄数は62銘柄となります。
- 今後は、ネット通販の拡大を受けた物流施設リート、外国人観光客の増加によるホテルリート、高齢化に伴うヘルスケアリートの上場が増える可能性があります。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

設立母体 (REIT名称)	上場時(予定) (年/月/日)	主な運用対象等
日本エスコン (エスコンジャパンリート)	2019/2/13	<ul style="list-style-type: none"> ○日本エスコンは大手総合不動産デベロッパー。 ○4大都市圏の商業施設（底地含む）を80%以上組入れ（商業施設中心の総合型リート）。 ○上場当初の組入れ予定資産額は約416億円。上場に伴う市場からの資金調達予定額は約200億円。

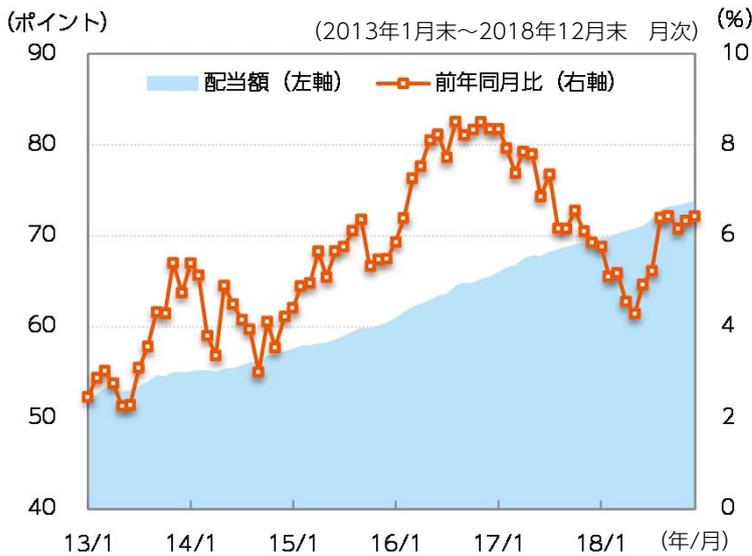
(2018年12月末時点)

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

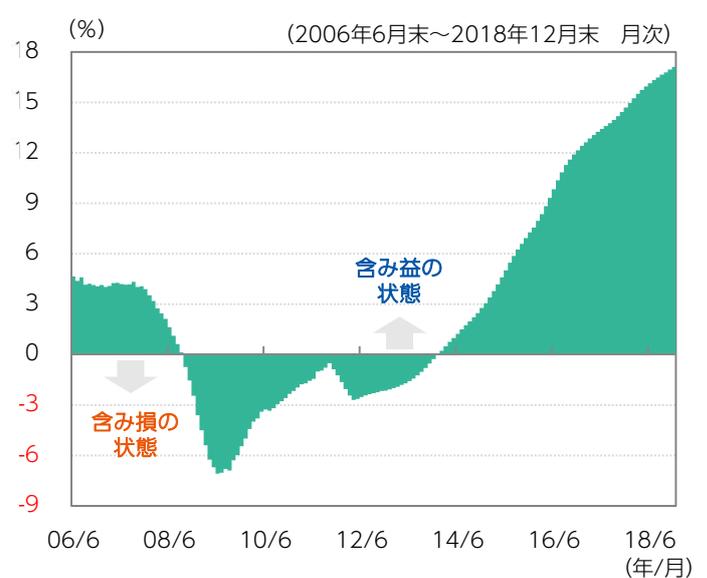
- 12月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比6.4%増と、5ヵ月連続6%台の伸び率を維持しました。伸び率は2016年末頃をピークに2018年5月末まで鈍化傾向が続いていましたが、オフィス賃料の上昇加速等を背景に再び拡大基調入りした可能性もあります。
- 12月末（2018年10月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は17.1%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆9,091億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【図表15】 J-REITの配当額推移



(※) 配当額=東証REIT指数×配当利回り÷100
出所) プ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

- 2018年11月の都心5区のオフィス空室率は1.98%と、前月より0.22%低下し、データが残る2002年1月以降では初めて2.0%を下回りました。同月の坪当たり賃料 (月額) は20,743円で、前年同月比で8.8%増加しました。同増加率は2008年7月 (同9.4%増) 以来、約10年半ぶりの大きさです。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59ヵ月、前年同月比で55ヵ月連続上昇しています。賃料引き上げの動きはJ-REITが保有するオフィスでも活発化しています。
- 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1.05倍。東証REIT指数算出開始以降の平均値1.15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、1.15倍の東証REIT指数水準は約1,944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、プ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/>