

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2月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2019年1月のJ-R E I T市場は、パウエルF R B (米連邦準備制度理事会) 議長が金融政策の正常化を急がない姿勢を示したこと、都心5区 (千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区) オフィス市況の改善が続いていることが確認されたこと等が支援材料となり、前月末比4.33%上昇しました。1月末の東証R E I T指数 (1,850.85ポイント) は月末ベースとしては2016年12月以来の高値となりました。配当込み指数は史上最高値を更新しました。セクター別ではオフィスが同+4.76%、住宅が+6.34%、商業・物流等が+3.09%となりました【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銘柄のままです。時価総額は13.6兆円と前月末より5,941億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は435億円と、2016年4月以来の大きさとなった2018年12月 (440億円) とほぼ同水準でした【図表7】。
- 4件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は988億円でした【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3.99% (前月末: 4.16%)、10年国債金利はプラス0.005% (前月末: プラス0.003%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.99% (前月末: 4.16%) 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

- 2月のJ-R E I T市場は、米中貿易協議の進展期待や米利上げ早期停止観測の高まり、業績拡大期待等を背景に、底堅く推移するものと思われます。昨年2018年は、米中貿易摩擦等を背景とする先行き不安等から株式が下落する一方、J-R E I Tは相対的に堅調に推移しましたが【図表1、2】、一部には株式が軟調な中で「消去法的に、避難先として」買われているだけであるとの見方もあったようにと思われます。2019年に入り、米中貿易協議の進展期待等による先行き不安の後退から株価は復調しましたが、それに連動するような格好でJ-R E I Tも上昇しています。2019年のJ-R E I Tは、金利の安定やオフィス市況の改善等を背景とする業績拡大期待、バリュエーション (企業価値評価) 面での割安感等を支援材料に、新たなステージに入るものと思われます。
- 2019年1月29日から30日にかけて開催されたF O M C (米連邦公開市場委員会) で、利上げの早期打ち止めやリーマン・ショック後に市場から買入れてきた国債等の資産の圧縮を急がない方針が示されたことで、昨年一時3.2%を超える水準まで上昇していた米10年国債金利は1月末時点で2.6%台まで低下しています。金利の低下等を背景に1月の上昇率が前月末比10%を超える等、米国R E I Tは復調傾向となっています【図表9】。世界最大のR E I T市場である米国R E I Tの動向はJ-R E I Tにも好影響を与えそうです。米金利の低下で日本の金利も落ち着いた動きとなっており、J-R E I Tの利回り (配当利回り) 面での相対的な魅力度を高めそうです【図表4】。
- J-R E I T保有物件金額の約半数をオフィスが占めています (2018年12月末時点)。都心5区のオフィス市況改善が続いています。同5区の2018年12月の坪当り月額賃料の伸び率 (前年同月比) は8.9%増と、約10年半ぶりの大きさとなっています【図表17】。主要地方都市のオフィス賃料も伸びが鮮明化しつつあります。2018年12月の札幌、横浜、福岡の伸び率 (前年同月比) はリーマン・ショック前の水準を上回っています。オフィス賃料の上昇や金利の安定等を支えに、J-R E I Tは業績拡大傾向を強めて行くものと思われます。1月末の予想配当利回りは3.99%と依然4%程度を維持しており【図表4、5】、イールド・スプレッドは一時期よりは縮小してはいるものの、アベノミクスがスタートした2012年12月末頃の厚みを持っています【図表4】。バリュエーション面での割安感も支援材料となりそうです。
- 東証R E I T指数の、中長期的な方向性を示すとされる60日や200日移動平均線からの上方かい離が拡大しています【図表6】。当指標を警戒した売りが増える可能性もあり、2月のJ-R E I Tは上昇するにしても、そのスピードは緩やかなものに留まるものと見ています。

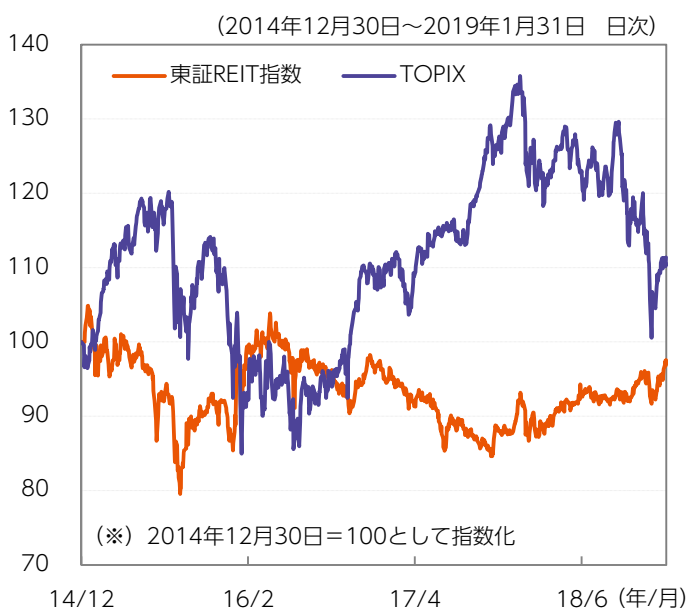
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年1月31日時点)

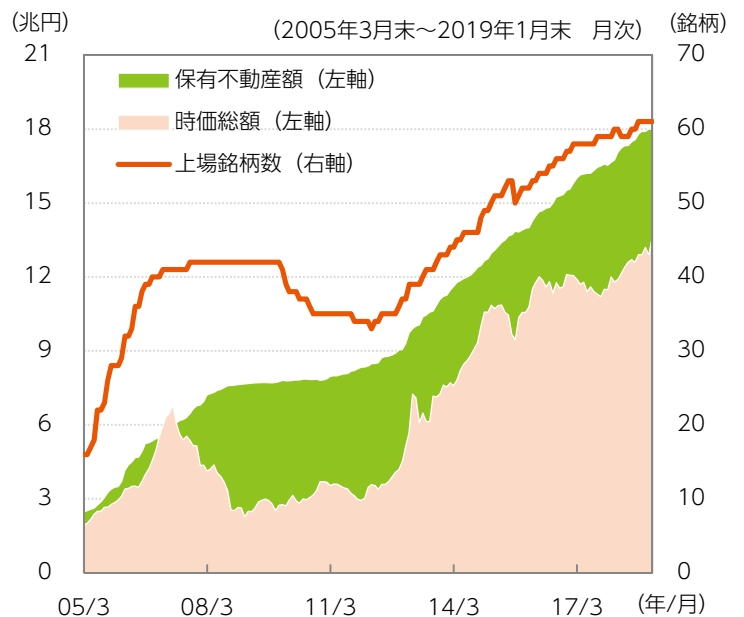
(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	4.33	4.33	6.68
	TOPIX	4.91	4.91	-17.80
	差	-0.58	-0.58	24.48
配当込み	東証REIT指数	4.66	4.66	11.11
	TOPIX	4.92	4.92	-15.97
	差	-0.26	-0.26	27.08

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



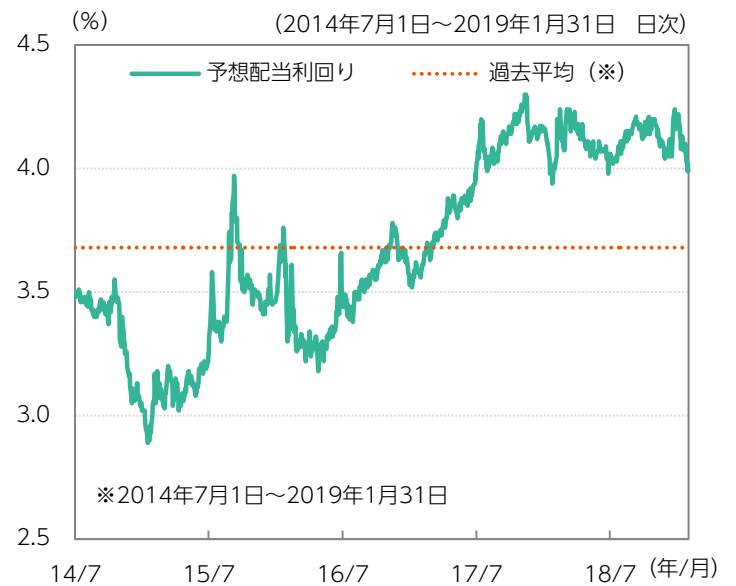
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

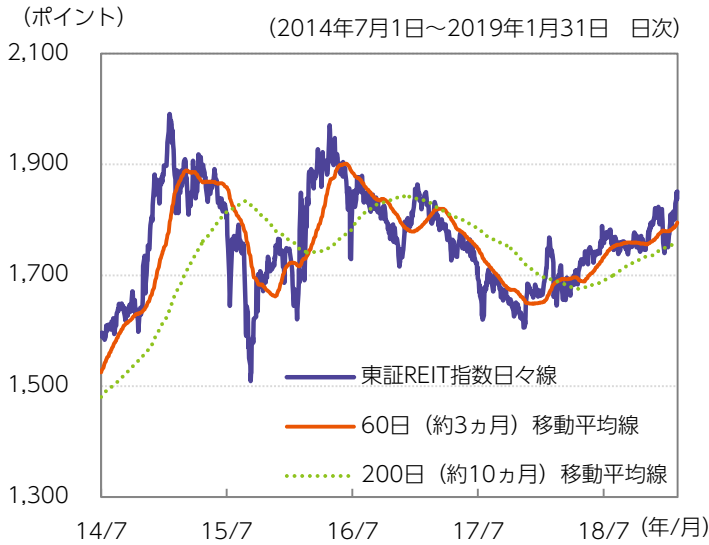


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

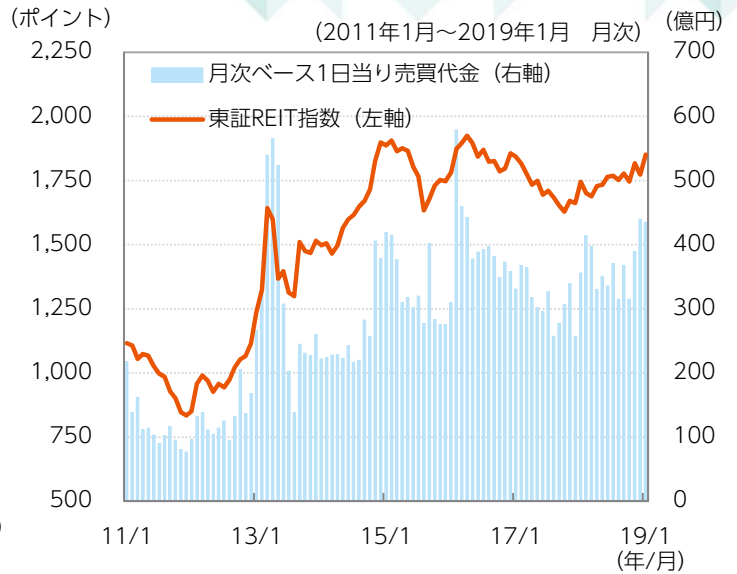


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	-163	-1,267	-1,334	-645	-3,009	3,057	-1,831

※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
2018年12月	11	-264	-11	12	-253	150	-336

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

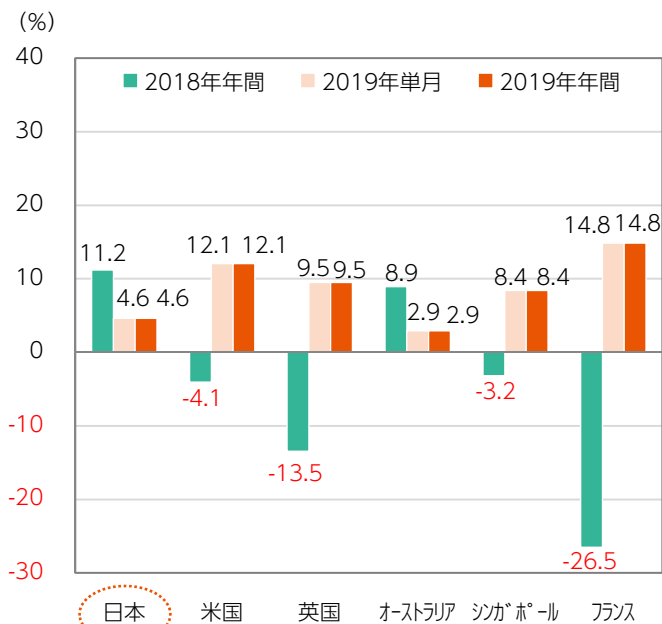
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 1月の買入れは、J-REIT市場が比較的堅調に推移したこともあり、1回、12億円で留まりました。ETF(上場投資信託)は4回、704億円買入れました。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETF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J-REIT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。

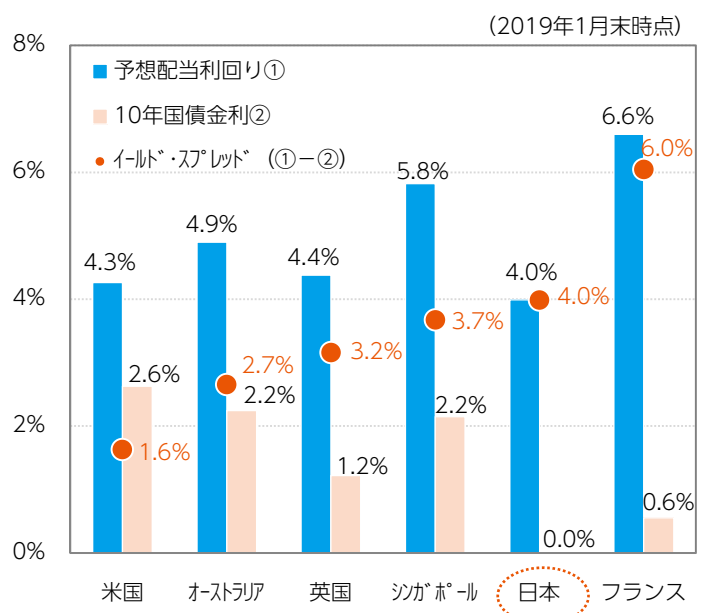
(4) 主要国REIT市場比較

- 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1月月間のパフォーマンス（前月末比）は、すべての国がプラスとなりました。2018年に反政府デモの影響等で20%を超える下落となったフランスが大きく反発しました。金利の低下等を支援材料に米国が10%を超える上昇となりました【図表9】。
- 1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】。
- 1月は米中貿易協議の進展期待等を背景にリスク回避ムードが後退し、株式（TOPIX）、J-REIT共に買われました。2018年12月に大きく縮小した両指数のかい離はやや広がりました【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

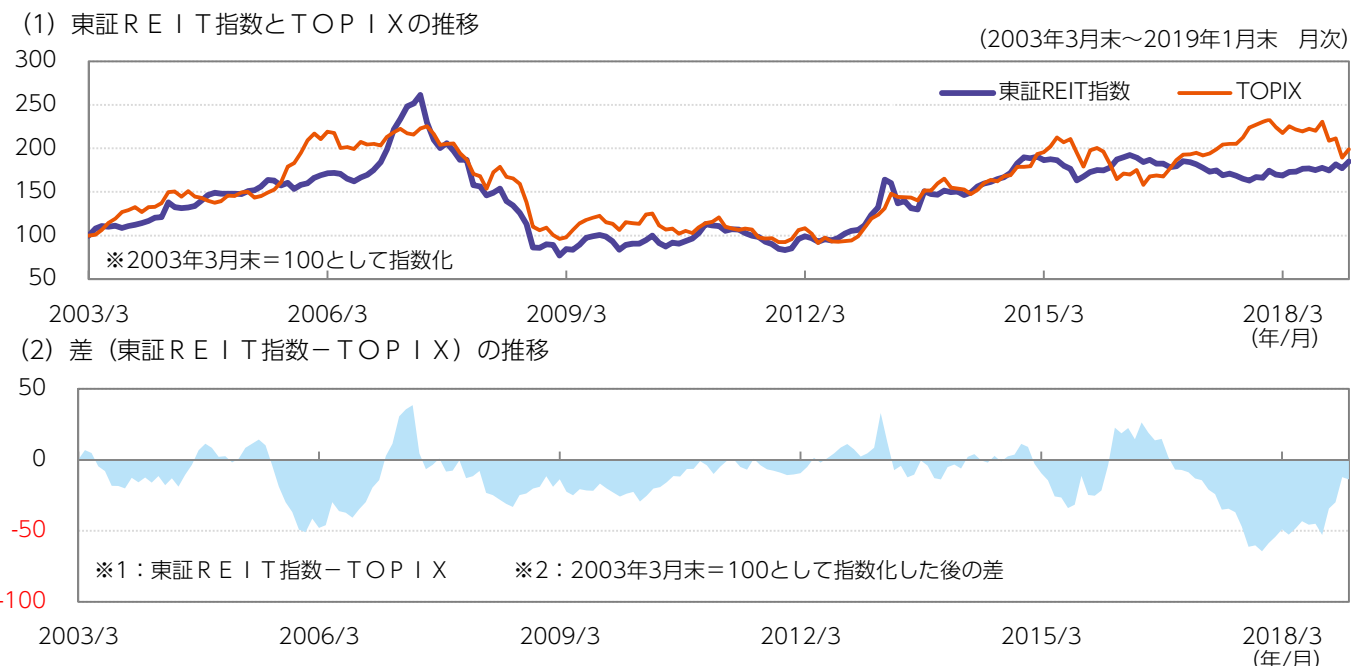


【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(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



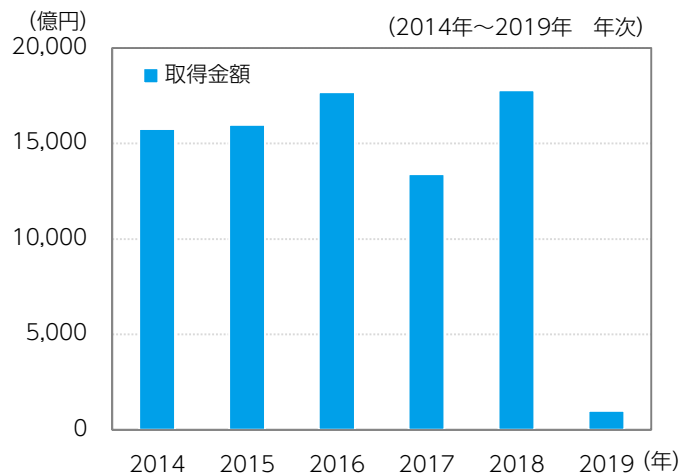
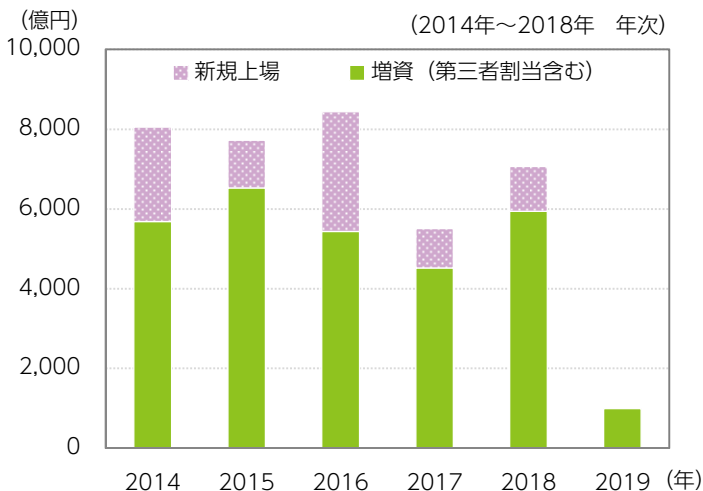
出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 1月は新規上場は無く、4件の公募増資（発表月ベース）がありました。市場からの資金調達額は988億円と、堅調な相場等を背景に、前年同月比で約2.1倍に増加しました。
- 1月の物件取得額（受渡しベース）は1,001億円でした。前年同月比では約27%減少しました。年度末である3月末にかけて毎年売り出し物件が増える傾向にあり、J-REITの物件取得額も膨らむものと思われます。その資金手当てのために、公募増資が増加する可能性もあります。

【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）



(※) 2019年は1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

(※) 2019年は1月末時点

(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

(2019年1月末時点)

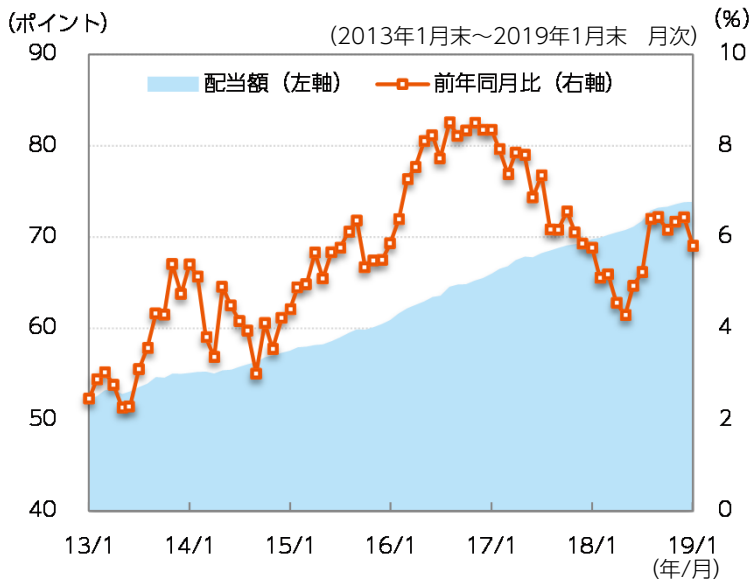
設立母体 (REIT名称)	上場時(予定) (年/月/日)	主な運用対象等
日本エスコン (エスコンジャパンリート)	2019/2/13	<ul style="list-style-type: none"> ○日本エスコンは大手総合不動産デベロッパー。 ○4大都市圏の商業施設(底地含む)を80%以上組入れ(商業施設中心の総合型リート)。 ○上場当初の組入れ予定資産額は約416億円。上場に伴う市場からの資金調達予定額は約200億円。

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

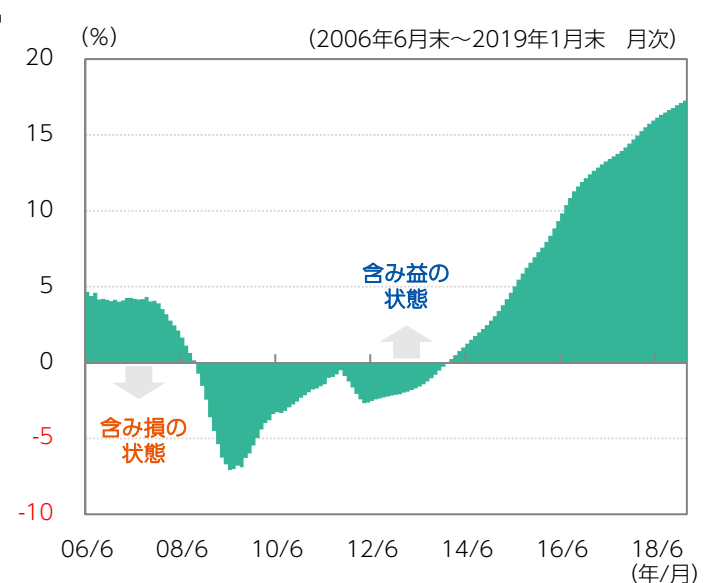
- 1月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）の伸び率は前年同月比5.8%増と、6ヵ月ぶりに6%を下回りました。オフィス賃料の上昇加速等を背景に、今後は再び6%を超える伸び率に回復するものと思われます。
- 1月末（2018年11月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は17.3%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は2兆9,506億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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) 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

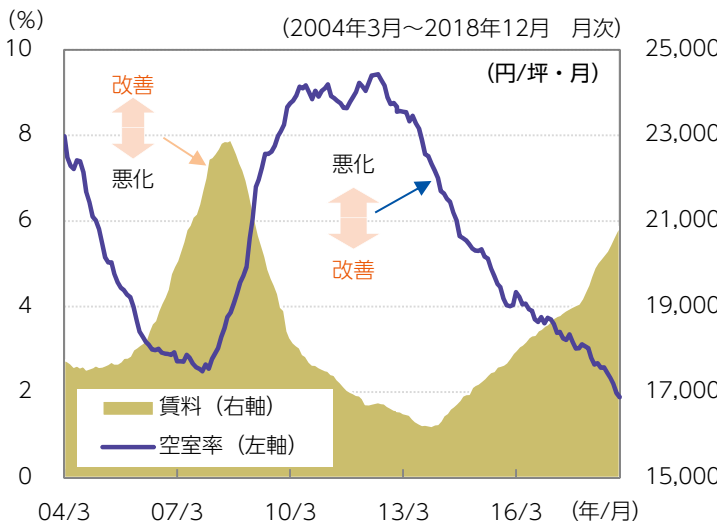


(※) 含み率=(鑑定評価額-帳簿価格)÷帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

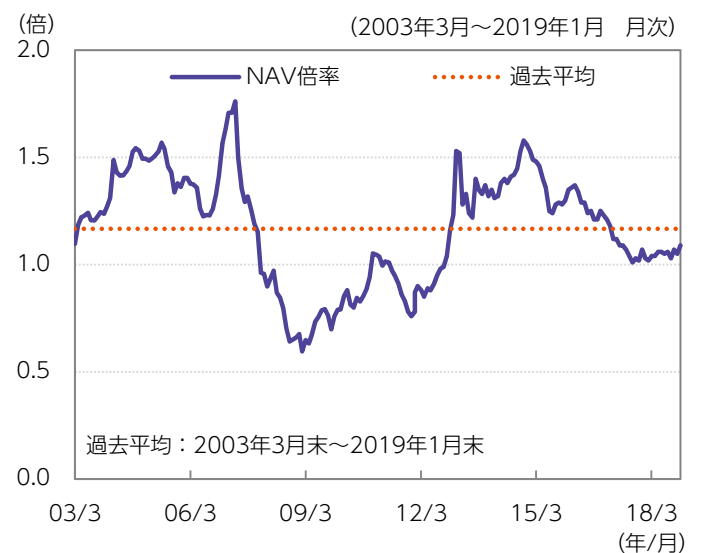
- 2018年12月の都心5区のオフィス空室率は1.88%と、前月より0.10%低下し、データが残る2002年1月以降の過去最低水準を更新しました。同月の月額坪当たり賃料は20,887円で、前年同月比で8.9%増加しました。同増加率は2008年7月(同9.4%増)以来、約10年半ぶりの大きさです。増加率は2017年11月の3.2%を直近ボトムに拡大傾向を続けています。賃料は前月比で60ヵ月、前年同月比で56ヵ月連続上昇しています。賃料引き上げの動きはJ-REITが保有するオフィスでも活発化しています。
- 投資口価格が1口当り純資産額(保有物件の含み損益額含む)の何倍まで買われているかを示すNAV(純資産額)倍率は1月末時点で1.09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1,950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/>