

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2019年12月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 11月のJ-REIT (東証REIT指数) は米中貿易協議の進展期待によるリスク回避の動きが波乱要因となり、月中旬にかけて値動きの荒い展開となりました。11月5日に米国が対中関税の一部撤廃を検討していると伝わったこと等がきっかけとなり、投資家のリスク回避姿勢が後退。株式への資金シフトの動き等を受けて13日の東証REIT指数は終値で前月末比6.16%安まで下落しました。その後は、10年国債金利に比した予想配当利回りの相対的な高さや業績拡大観測等を背景とする押し目買い等に支えられて持ち直しの動きとなり、結局前月末比1.13%安まで回復して引けました (11月末終値：2,219.74ポイント)。

【市場規模・売買代金等】

- 新規上場は無く、銘柄数は63で変わらず。時価総額は16.9兆円と前月末より1,707億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は652億円と、2019年9月の617億円を抜いて過去最大となりました【図表7】。2件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は290億円でした【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3.45% (前月末：3.40%)、10年国債金利はマイナス0.073% (前月末：マイナス0.133%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.52% (前月末：3.53%) 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

- 12月のJ-REIT (東証REIT指数) は、米中貿易協議の進展状況を睨みながら値動きの荒い展開になるものと見ています。米中貿易協議の進展状況や足元上昇傾向にある国内金利に対する日銀のスタンス等が注目材料となりそうです。
- 米中両国政府は、中国による米国の農産品購入の拡大や知的財産の保護強化等を骨子とする「第一段階の合意」の早期成立を目指して交渉を続けています。その進展状況を巡って、12月のJ-REITは上下動を繰り返すことになるものと思われます。11月5日に米国が対中関税の一部撤廃を検討していると報じられたことや、米中双方から交渉の進展を示唆する発表が行われたこと等から、市場では徐々に合意の早期成立期待が高まっていたように思われます。しかし、11月27日にトランプ米大統領が香港での人権尊重や民主主義確立を支援する「香港人権・民主主義法」に署名し、それに対して中国が12月2日に報復措置を発表したことで合意の早期成立を危ぶむ見方も始まったようです。米国と中国の対立が、これまでの貿易及びハイテク分野から人権問題に拡大し、より複雑さを増すことも考えられます。米国は12月15日からスマートフォン等1,600億ドル (約17兆円) 相当の中国製品に15%の追加関税を課す制裁関税「第4弾」を発動する予定です。ムニューシン財務長官はTVインタビューの中で、12月15日に発動予定の対中追加関税に関する質問に対し「合意がなければ、それらの関税は実施されるだろう」と述べています。12月15日までに「第一段階の合意」が成立するのかが当面の焦点になりそうです。そのイベントを通過した後は、18~19日の日銀の金融政策決定会合に関心が移りそうです。足元上昇傾向にある国債金利に関する日銀のスタンス等が焦点になるものと思われます。
- 合意が成立せず制裁関税「第4弾」が発動された場合は、投資家のリスク回避姿勢が強まり、金利低下や円高の動き等を支援材料にJ-REITは堅調な展開になるものと思われます。但し、12月期末を控え上値では利益確定の売りが増える可能性もあり、上昇余地は限られそうです。一方、合意成立で「第4弾」の発動が回避される場合や、米国が発動済み制裁関税の緩和ないしは撤廃に踏み切るケースでは、金利上昇等が嫌気されてJ-REITが下落することも考えられます。合意の内容等によっては一時的に比較的大きな下げになることも想定されますが、11月のJ-REIT相場でみられたように安値では地銀等の国内機関投資家の押し目買いが入り、月末に向けて徐々に下値を切り上げていくものと思われます。J-REITの予想配当利回りは11月末時点で10年国債金利を約3.5%上回っています【図表4】。日銀のマイナス金利導入後の国債金利の低下で、比較的高い利回りが見込め、また国内資産であることから円高リスクの無いJ-REITに対する地銀等国内勢の押し目買い意欲は旺盛であると考えられます。オフィス仲介の三鬼商事によると、10月の都心5区 (千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区) のオフィス空室率は過去最低を更新し、坪当り月額賃料は約11年ぶりに22,000円台を回復しました【図表18】。同賃料は前年同期比で7%前後の比較的高い伸びを続けています。債券代替資産としての位置付けの他、好調なオフィス市況等を背景とする業績拡大期待もJ-REITを支える材料となりそうです。

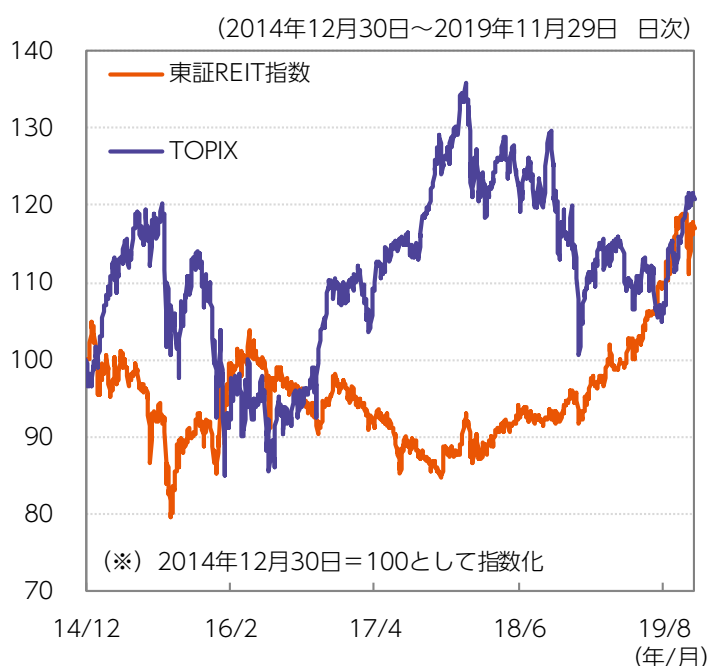
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年11月29日時点)

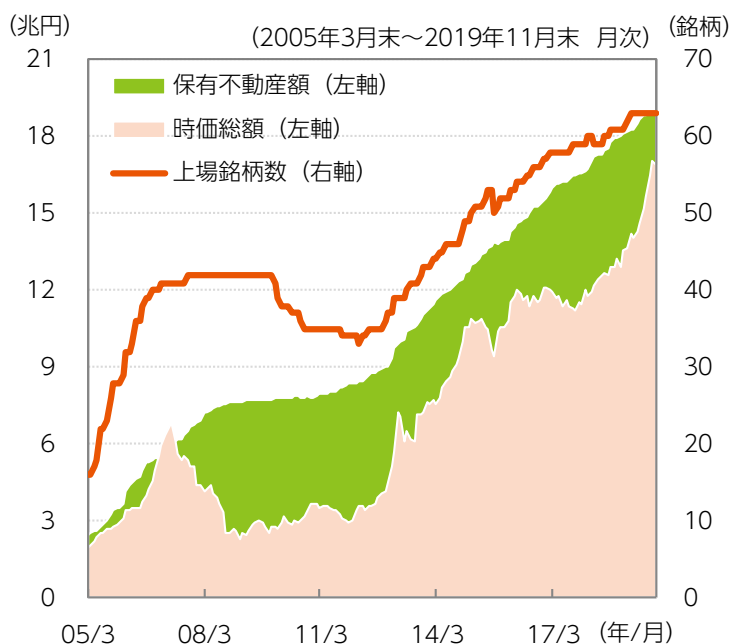
(%)

		2019年		(参考)
		当月	年初来	2018年
配当除き	東証REIT指数	-1.13	25.12	6.68
	TOPIX	1.94	13.74	-17.80
	差	-3.07	11.38	24.48
配当込み	東証REIT指数	-0.90	29.36	11.11
	TOPIX	1.94	16.43	-15.97
	差	-2.84	12.93	27.08

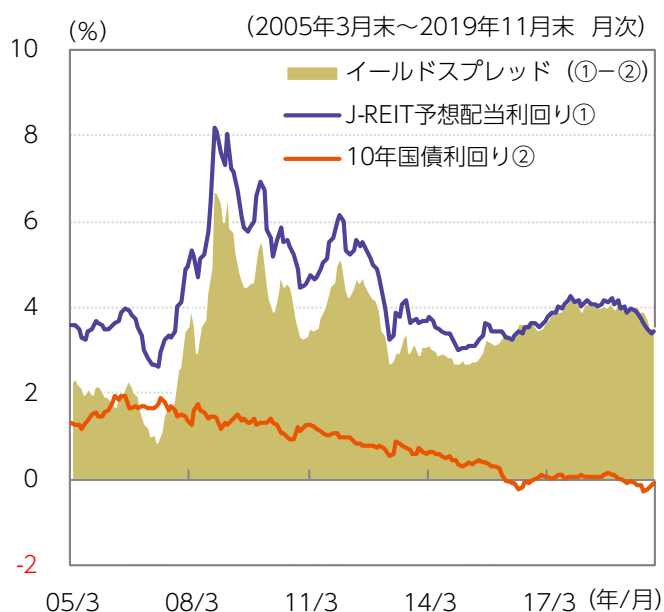
【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



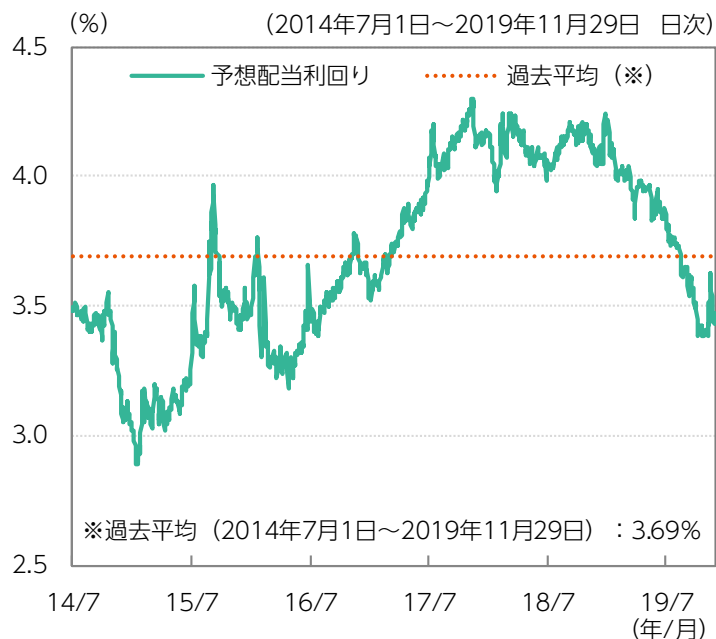
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【図表4】 J-REITのイールド・スプレッド等推移

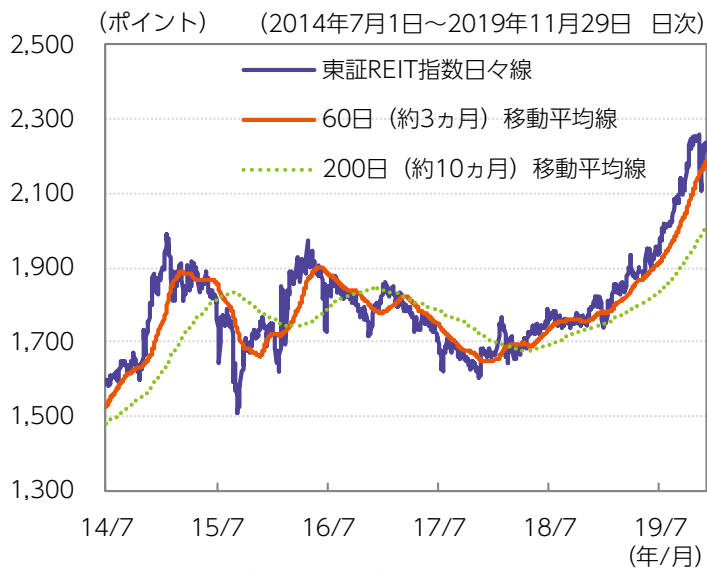


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

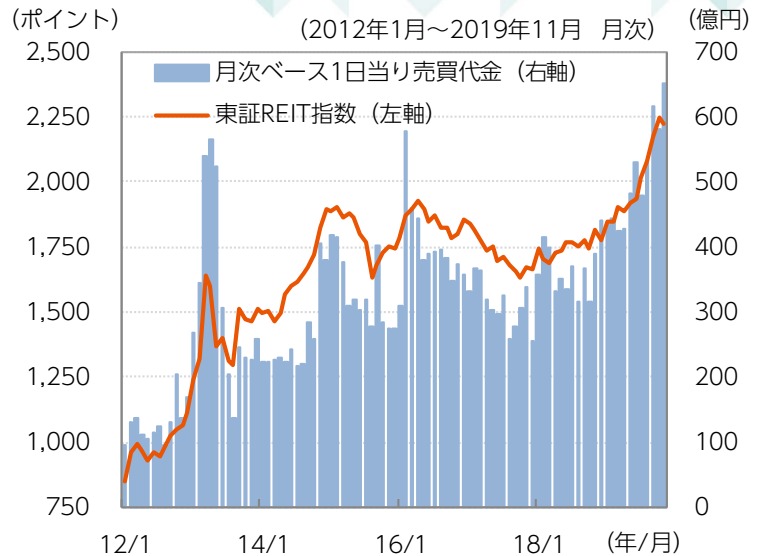


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【図表6】 東証REIT指数と移動平均線の推移



【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)
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
2019年	739	-652	578	-401	-2,966	1,051	-952

※2019年は判明月まで反映

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
2019年1月	-138	-290	-294	-28	-286	815	-302
2019年2月	-77	48	-494	-22	-398	438	-0
2019年3月	-7	-54	112	-59	-406	438	-90
2019年4月	-11	190	220	3	-89	-717	94
2019年5月	147	-42	-4	-47	-231	5	-78
2019年6月	63	-134	274	-75	-333	-233	-146
2019年7月	318	49	166	-50	-292	-17	49
2019年8月	282	-20	58	-54	-205	-97	-32
2019年9月	58	-376	261	-36	-419	705	-400
2019年10月	103	-22	278	-32	-306	-285	-46

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

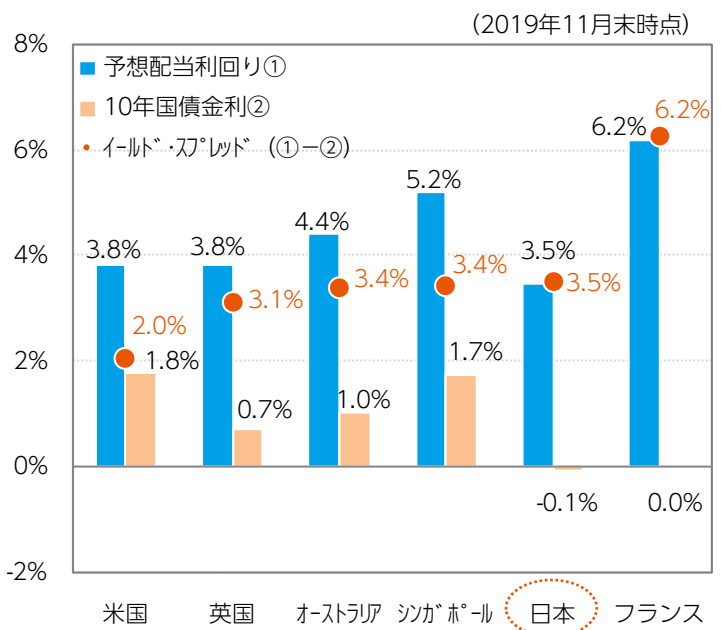
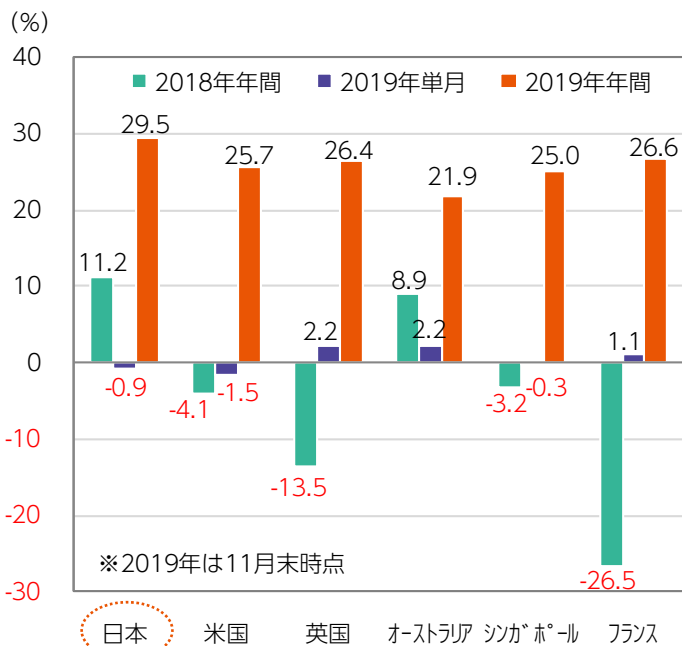
- 11月は8回、計96億円買い入れました。11月中旬にかけてJ-REITが下げ足を速めたことから、買い入れ額は2019年4月以来の高水準となりました。1～11月累計の買い入れ額は396億円、年間買い入れ目処約900億円に対する消化率は約44%、12月末までの残り枠は約504億円です。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETF(指数連動型上場投信)やJ-REITの買い入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 11月の主要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）（前月末比）は、高安まちまちとなりました。英国のEU（欧州連合）からの離脱期限が3カ月間延長され、「合意なき離脱」懸念が後退したこと等から、英国やフランスは4カ月連続の上昇となりました。年初来の上昇率トップは日本で、2番目がフランスとなっています【図表9】。
- 11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】。
- 11月もリスク選好の動きが続き、J-REITのパフォーマンス（前月末比）は前月に続いてTOPIXを下回りました。J-REITの上方乖離幅は縮小傾向となっています【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

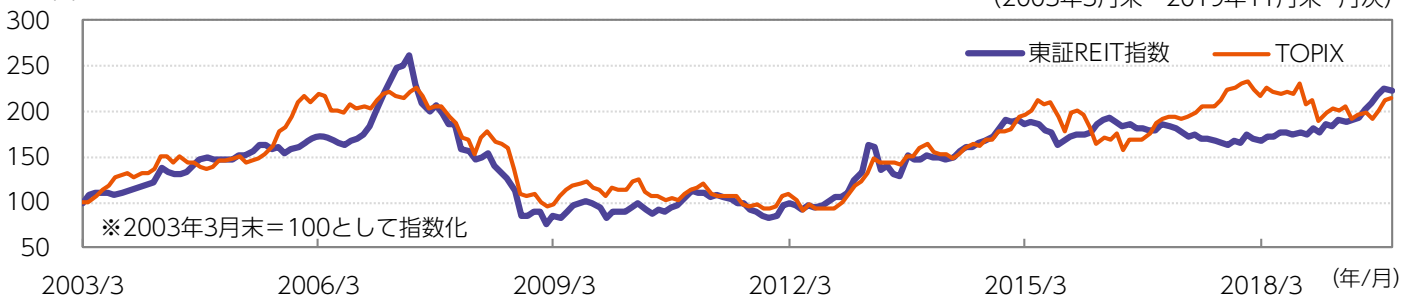


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所）図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

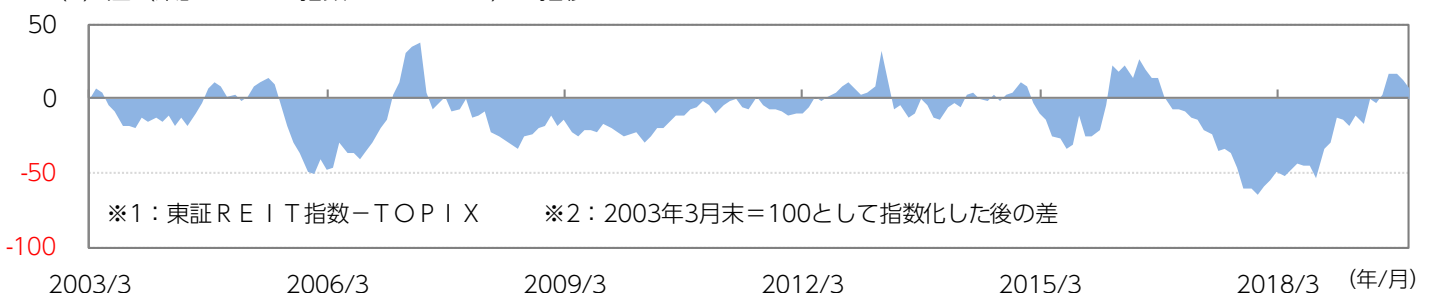
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2019年11月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

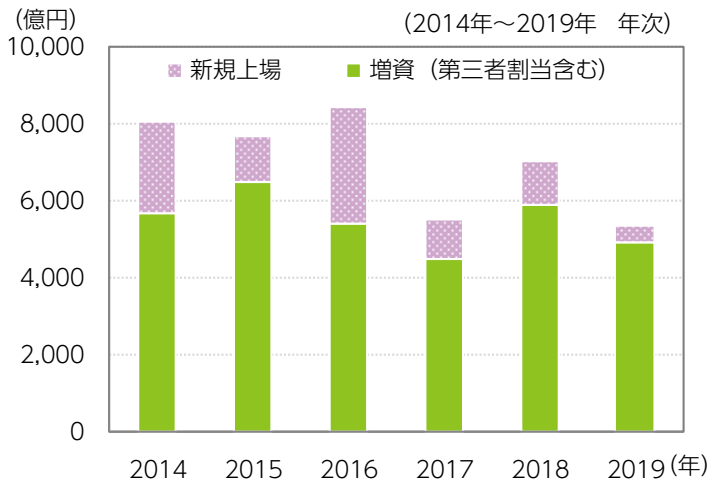


出所）ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況（何れも速報ベース）

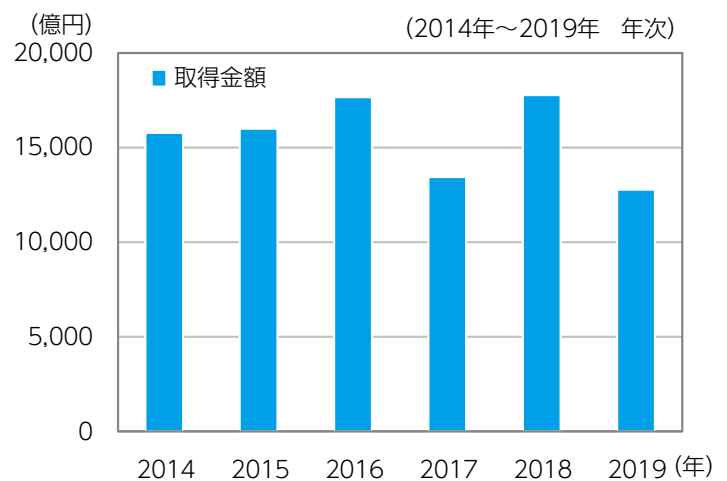
- 11月は2件の公募増資がありました。新規上場はありませんでした。新規上場と公募増資合計の年初来の資金調達額は前年同期比24%減の5,371億円となっています。
- 11月の物件取得額（受渡しベース）は310億円、年初来では前年同期比24%減の1兆2,808億円となっています。11月取得額の内、住宅が全体の約75%を占めています。2019年の取得額は6月の2,356億円をピークに減少傾向となっています。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は11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）

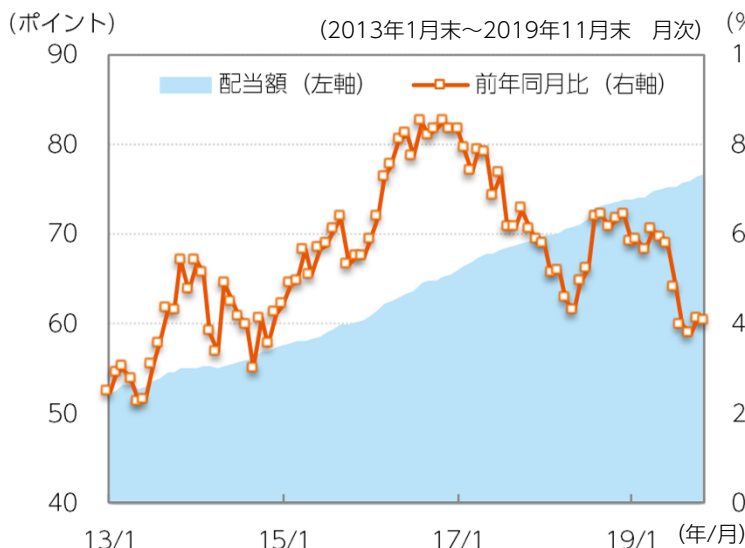


(※) 2019年は11月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

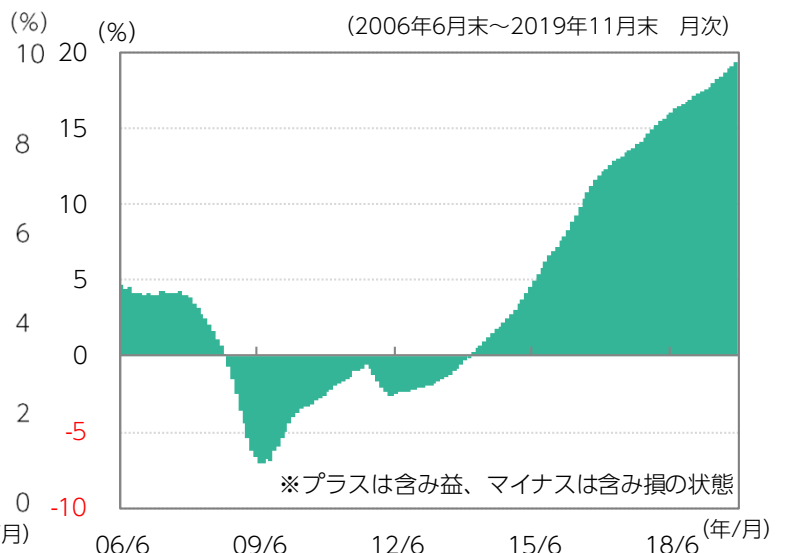
- 11月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比4.1%増となりました。伸び率は7月末から5ヵ月連続で5%を下回る状態が続いています。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に再び5%を超える伸び率に回復するのか注目されます。
- 11月末（2019年9月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は19.4%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆5,593億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【図表14】 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15】 J-REIT保有物件含み率（6ヵ月平均）推移

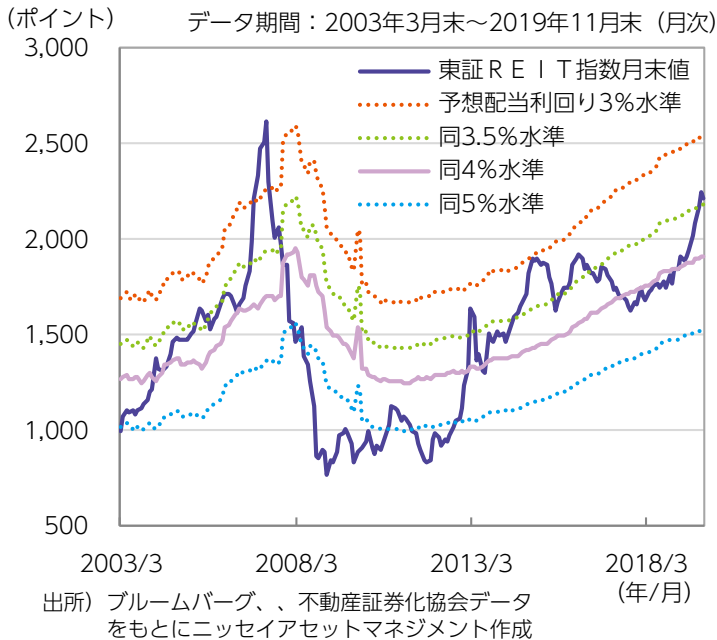


(※) 含み率=(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

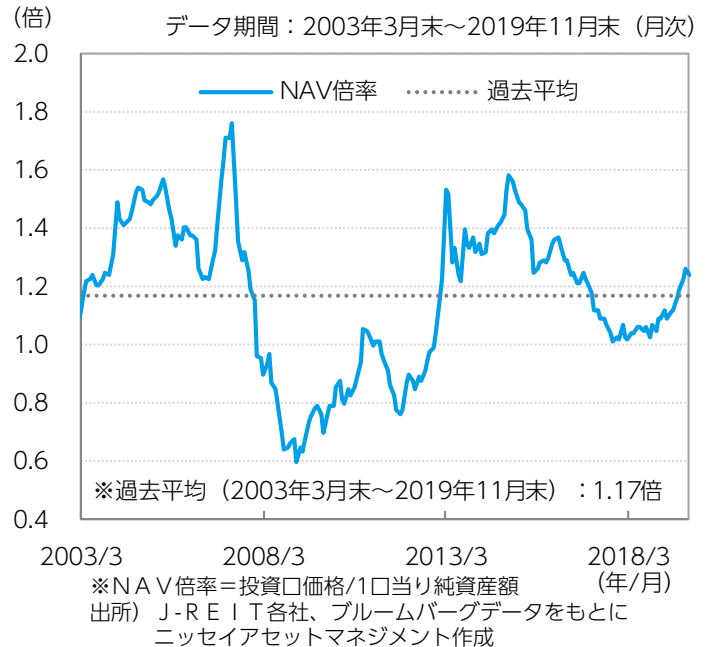
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 11月末の東証REIT指数は、予想配当利回り3.5%の水準（2,188ポイント）を上回っています。尚、予想配当利回り3.0%の東証REIT指数の水準は11月末時点で2,553ポイントです。
- 2019年11月末のNAV倍率は1.24倍と、10月末の1.26倍から低下しました。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



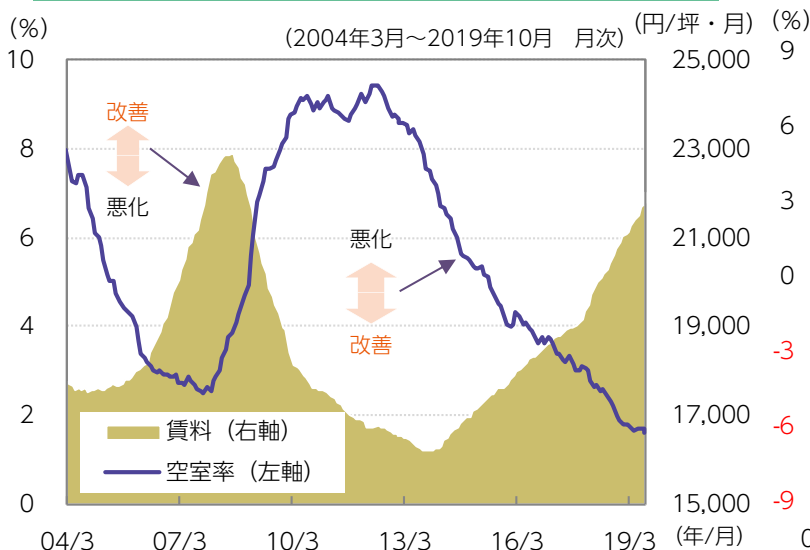
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

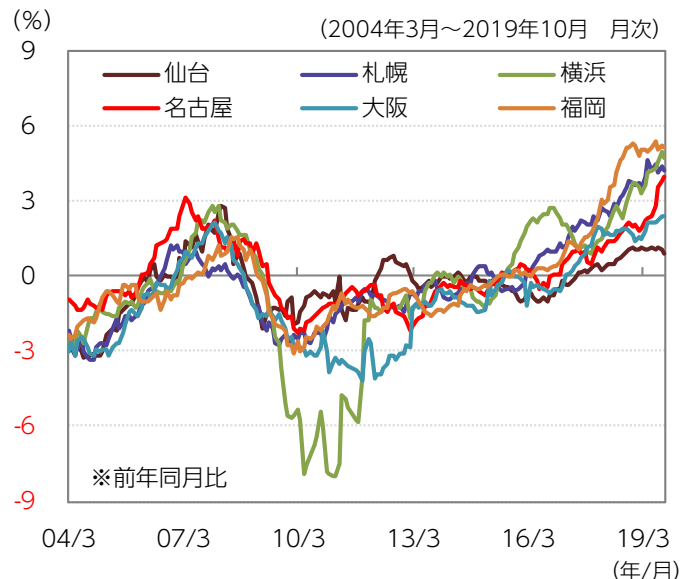
- 10月の都心5区のオフィス空室率は1.63%と前月比0.01%低下し、過去（データの残る2002年1月以降）最低となりました。同月の坪当たり月額賃料は22,010円で、前年同月比6.9%増加しました。賃料は前月比で70カ月、前年同月比で66カ月連続増加しています。賃料が22,000円台を回復するのは約11年ぶりです。
- 主要地方都市のオフィス賃料も前年同月を上回って推移しています。尚、福岡や仙台等一部地方都市のオフィス賃料上昇には一服感も出始めているようです。

【図表18】 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・渋谷区・新宿区
出所）三鬼商事の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19】 主要地方都市オフィス賃料推移



出所）三鬼商事の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/>