

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2020年1月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2019年12月のJ-REIT (東証REIT指数) は、米中貿易協議が「第一段階の合意」に達したことや12日に実施された英国総選挙でジョンソン首相率いる与党・保守党が大勝したこと等を受けて投資家のリスク回避姿勢が後退し、金利が上昇したこと等が嫌気されて下落しました。月央頃に一時2,100ポイント近くまで売られる場面もありましたが、予想配当利回りの相対的な高さに着目した押し目買い等により、月末にかけては下げ幅を縮めました(12月末引値: 2,145.49ポイント)。2019年のパフォーマンスは配当除きが前年比+20.94%、配当込みが同+25.58%で、TOPIXの騰落率をそれぞれ5.73%、7.46%上回りました【図表1】。2019年のセクター別騰落率は、オフィスが前年比+22.17%、住宅が同+22.56%、商業・物流等が+18.75%と、賃料が比較的安定しており、景気変動の影響を受けにくいとされる住宅が上昇率トップとなりました。

【市場規模・売買代金等】

- 1件の新規上場があり、銘柄数は64に増加しました。新規上場があるのは2019年3月以来です。時価総額は16.4兆円と前月末より4,439億円減少しました【図表3】。1日当たりの売買代金は535億円と、前月を下回りました【図表7】。2件の公募増資(市場からの資金調達額は348億円)がありました【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3.58%(前月末: 3.45%)、10年国債金利はマイナス0.011%(前月末: マイナス0.073%)、イールド・スプレッド(予想配当利回り-10年国債金利)は3.59%(前月末: 3.52%)となっています。イールド・スプレッドは2019年8月以来の水準に拡大しました【図表4、5】。

(2) J-REIT市場(東証REIT指数)の見通し

- 2020年1月のJ-REIT (東証REIT指数) は、米国・イラン情勢、米中貿易協議の「第一段階の合意」後の世界経済見通しや金利動向等を睨みながらの展開になるものと思われます。
- 米国が2020年1月3日にイラン革命防衛隊精鋭部隊の司令官を殺害したことが発端となり、米国とイランの関係が悪化しています。米国国防総省は7日、イラクにある米軍の駐留基地がイランからの攻撃を受けたと発表しました。トランプ大統領がこれまでイランが報復に動いた場合は反撃する方針を示していたことから、市場では一時緊張感が高まり、8日の東証REIT指数は前日比1.1%下落して引けました。全面衝突となることも想定されましたが、トランプ大統領が8日の会見でイランに追加の経済制裁を科すと表明する一方で、報復攻撃に関しては慎重な立場を示したことから、その可能性は大きく後退したようです。但し、今後も局地的な衝突等が散発するリスクは残るものと考えており、J-REITは米国とイランの対立状況を睨みながら神経質な展開になるものと思われます。米中両国は2019年12月、貿易協議の「第一段階の合意」に達したと発表し、近く正式に合意文書への署名が行われる見通しです。米中貿易協議の進展で世界経済の先行きに対する楽観的な見方が広がりつつあり、日本の10年国債金利も上昇傾向となっています【図表4】。今後景気回復を示す指標が増加する場合は金利に対する上昇圧力が強まるものと思われます。日銀は2019年12月の会合で金融政策の現状維持を決め、10年国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買入を行うとの方針を維持しました。金利動向や日銀の金融政策を巡る思惑で、J-REITの値動きが荒くなることも考えられます。
- 米国・イラン情勢や金利動向等によっては、J-REITが調整色を強める場面も想定されます。しかし、売りが一巡した後は予想配当利回りの相対的な高さ【図表4】や、都心5区(千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区)の好調なオフィス市況【図表18】等を背景とする業績の拡大期待、保有不動産の含みの大きさ【図表15】等を支援材料に、地銀等の押し目買いが活発化し、J-REITは徐々に落ち着きを取り戻すものと見ています。
- 例年1~3月は決算期末を控えて売り物件が増え、それに伴ってJ-REITの公募増資が高水準になるといった傾向があります。1月8日時点ですでに6銘柄(市場からの資金調達予定額は合計約710億円)が公募増資を発表しています。公募増資が更に増えることとなれば需給悪化懸念が強まり、J-REITの悪材料となることも考えられます。

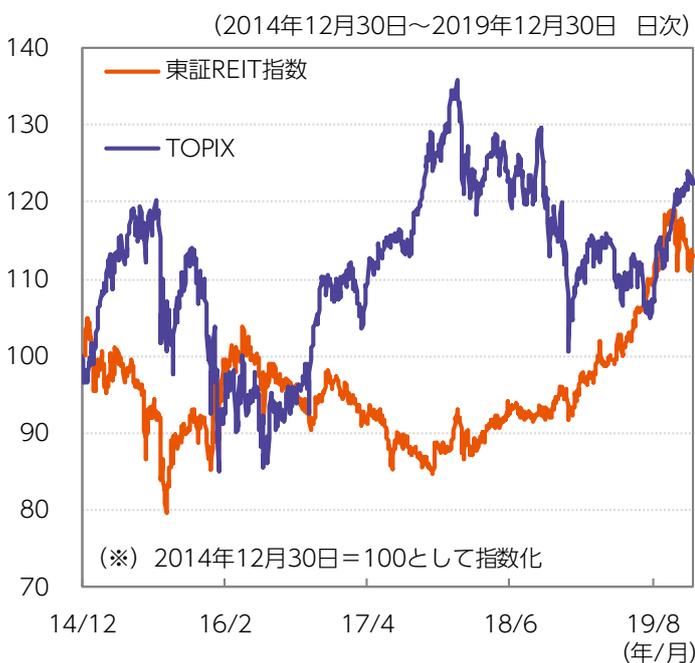
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年12月30日時点)

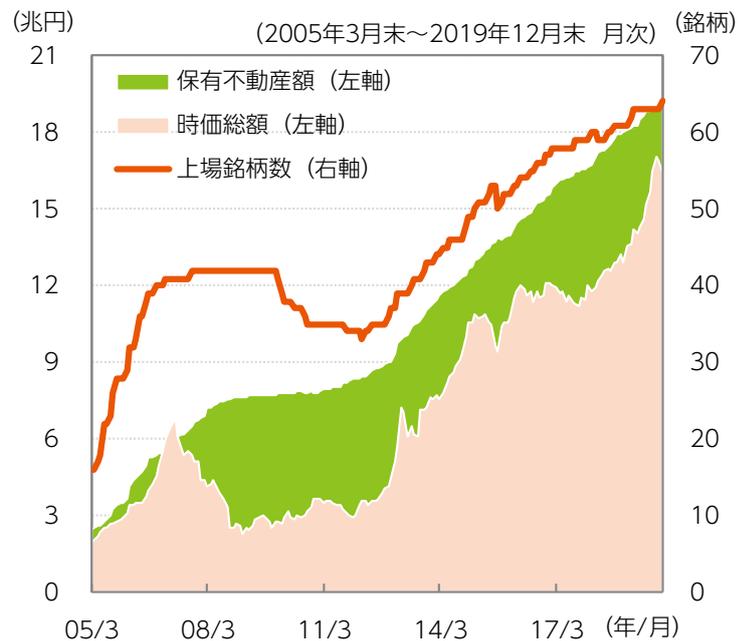
(%)

		2019年		(参考)
		当月	年初来	2018年
配当除き	東証REIT指数	-3.34	20.94	6.68
	TOPIX	1.29	15.21	-17.80
	差	-4.64	5.73	24.48
配当込み	東証REIT指数	-2.92	25.58	11.11
	TOPIX	1.45	18.12	-15.97
	差	-4.37	7.46	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

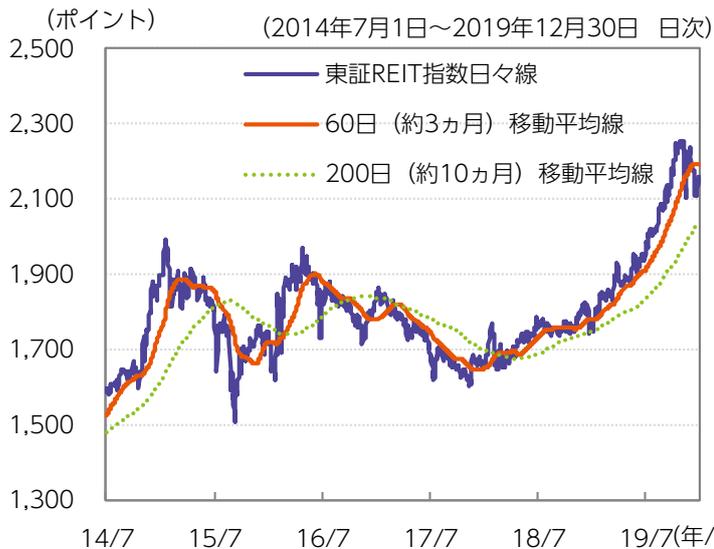


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移



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	857	-751	511	-446	-3,152	1,247	-1,147

※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
2019年11月	117	-99	-67	-45	-186	196	-195

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

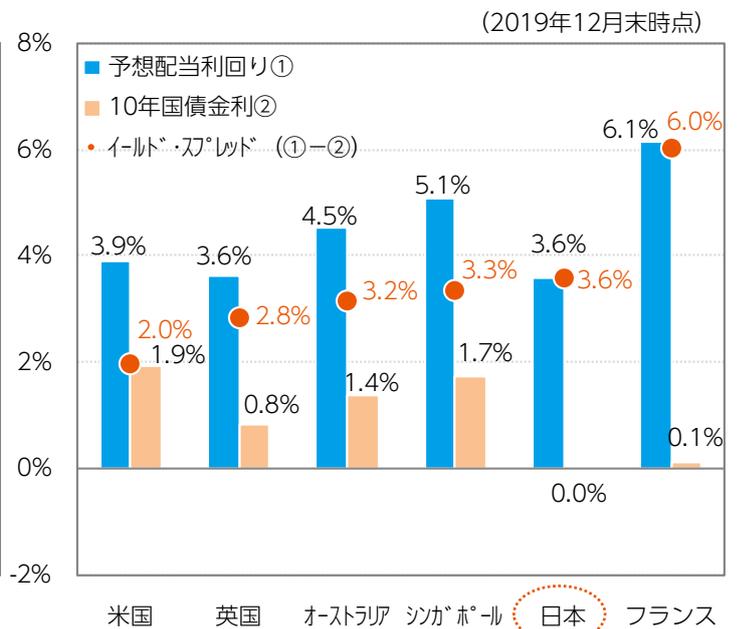
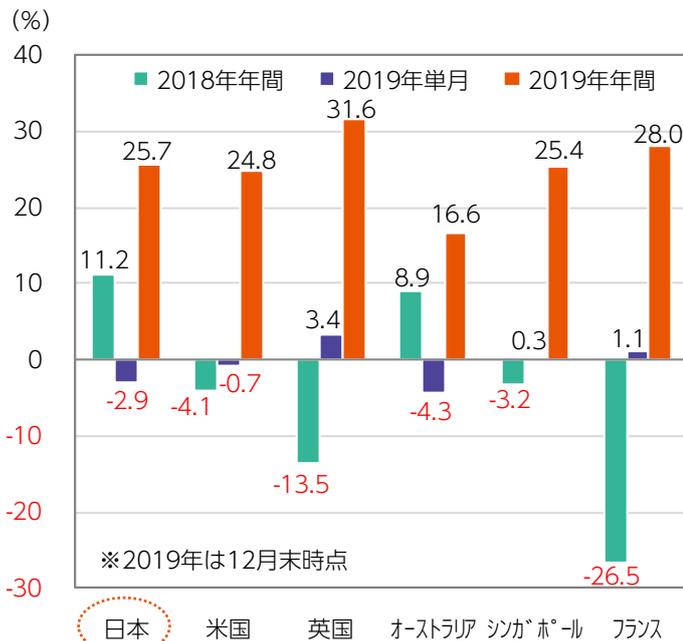
- 2019年12月は11回、計132億円買入れました。金利上昇等を嫌しJ-REITが軟調に推移したことから、買入れ額は2016年5月(144億円)以来の高水準となりました。2019年の累計買入れ額は528億円、年間買入れ目処約900億円に対する消化率は59%で、2018年の消化率(63%)を下回りました。
- 日銀は2019年12月の会合で金融政策を据え置き、J-REITについては保有残高が年間900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うことを決定しました。尚、買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることも示されました。

(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 2019年12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。12日の英国総選挙で与党が大勝し、EU（欧州連合）からの「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5ヵ月連続の上昇となりました。年初来の上昇率トップは英国で前年比31.6%、2番目がフランスで同28.0%となっています【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【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

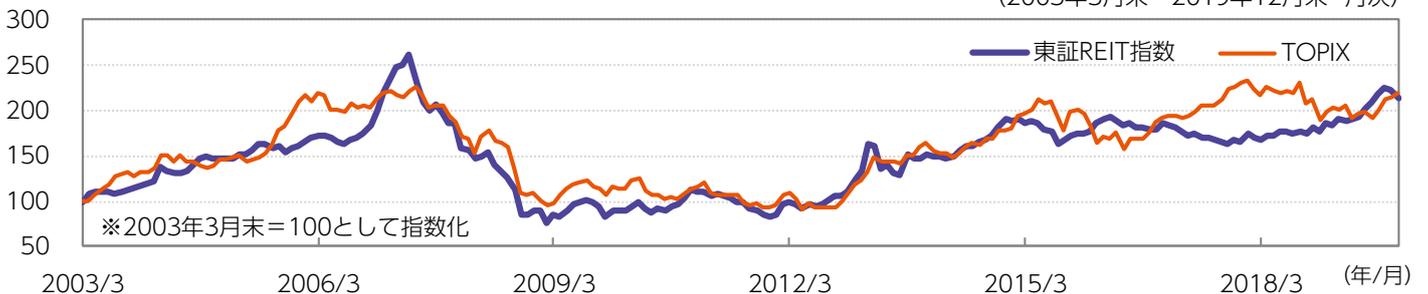


(注) 図表9～10はS & P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所 図表9～10はS & P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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12月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

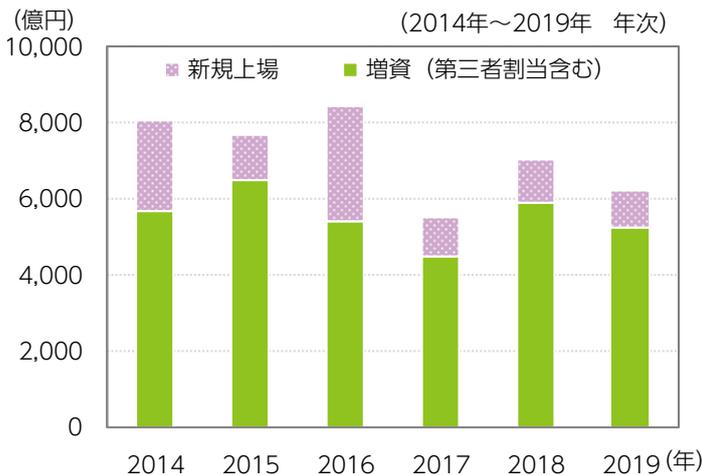


出所 ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

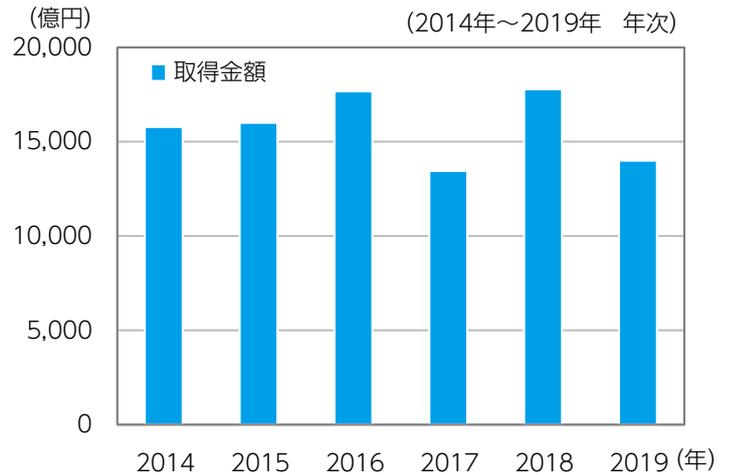
- 2019年12月は1件の新規上場と2件の公募増資がありました。2019年の新規上場は3件、市場からの資金調達額は966億円、公募増資は30件、5,280億円で、両合計の資金調達額は前年比12%減の6,246億円となりました。
- 12月の物件取得額（受渡しベース）は920億円、2019年は前年比21%減の1兆3,998億円となりました。12月取得額の内、物流施設が全体の約60%を占めました。

【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は12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）

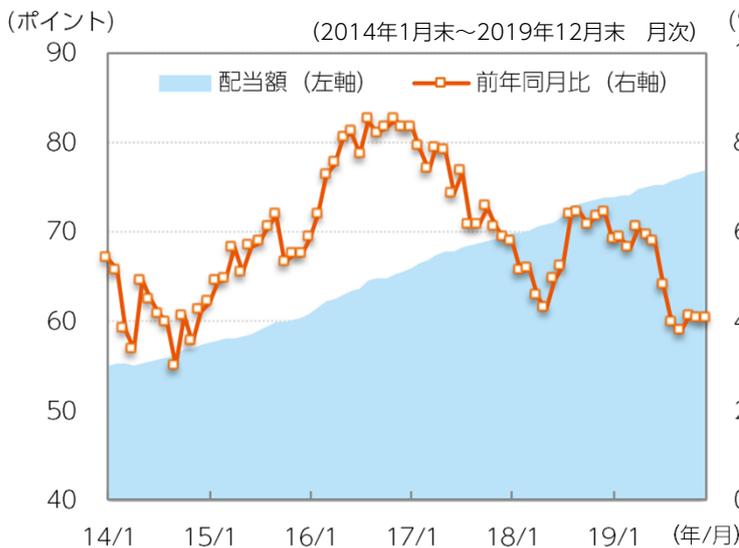


(※) 2019年は12月末時点
出所) 図表12～13は不動産証券化協会資料や各社公表資料等をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

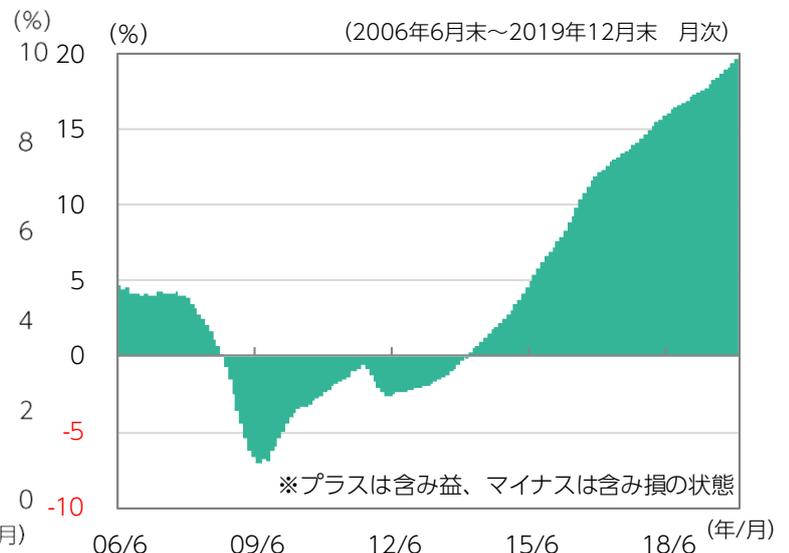
- 2019年12月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比4.1%増となりました。伸び率は2019年7月から6ヵ月連続で5%を下回る状態が続いています。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に再び5%を超える伸び率に回復するのか注目されます。
- 12月末（2019年10月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は19.7%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆6,106億円と何れも過去最高水準です。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われます。

【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

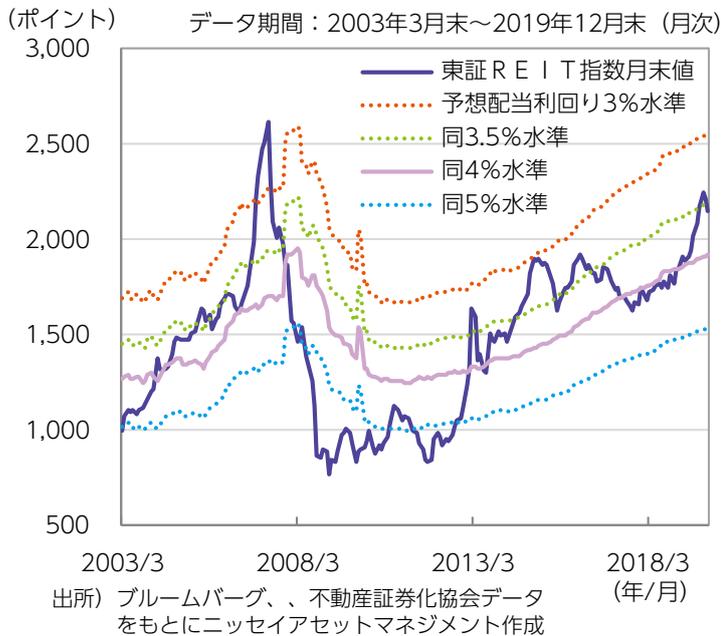


(※) 含み率=(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

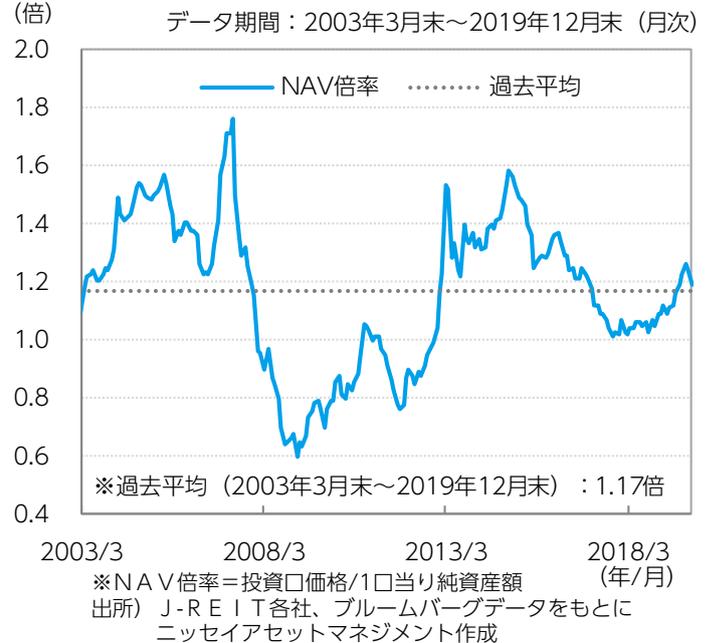
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 2019年12月末の東証REIT指数は2,145.49ポイントと、予想配当利回り3.5%の水準(2,195ポイント)をやや下回っています。予想配当利回り3.5%水準が下値目処となるのか注目されます。
- 12月末のNAV倍率は1.19倍と、過去平均の1.17倍近くまで低下しました。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



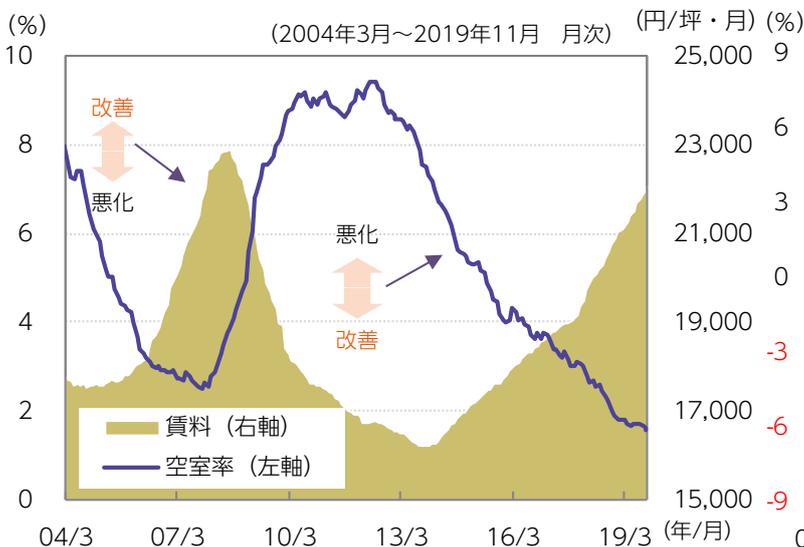
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

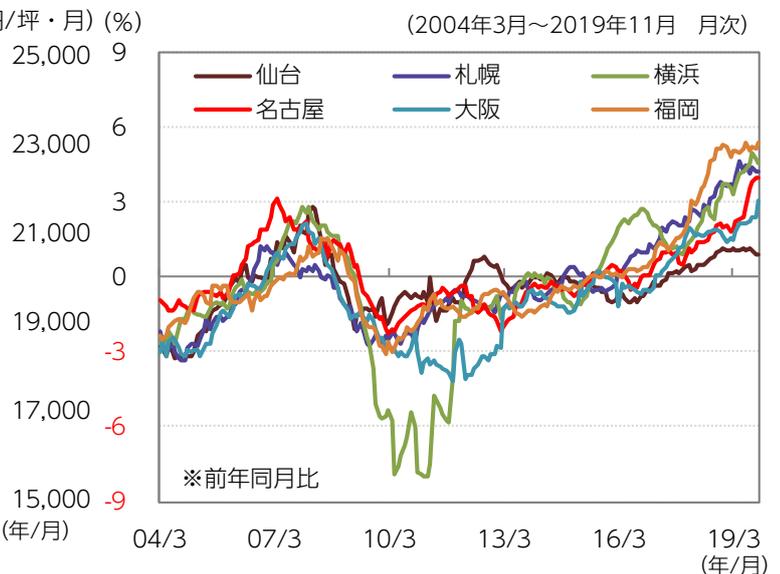
- 2019年11月の都心5区のオフィス空室率は1.56%と前月比0.07%低下し、過去（データの残る2002年1月以降）最低を更新しました。同月の坪当たり月額賃料は22,066円で、前年同月比6.4%増加しました。賃料は前月比で71カ月、前年同月比で67カ月連続増加しています。
- 主要地方都市のオフィス賃料も前年同月を上回って推移しています。尚、福岡や仙台等一部地方都市のオフィス賃料上昇には一服感も出始めているようです。

【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/>