

(1) 国内株式との連動性が低くなりつつあるJ-REIT市場

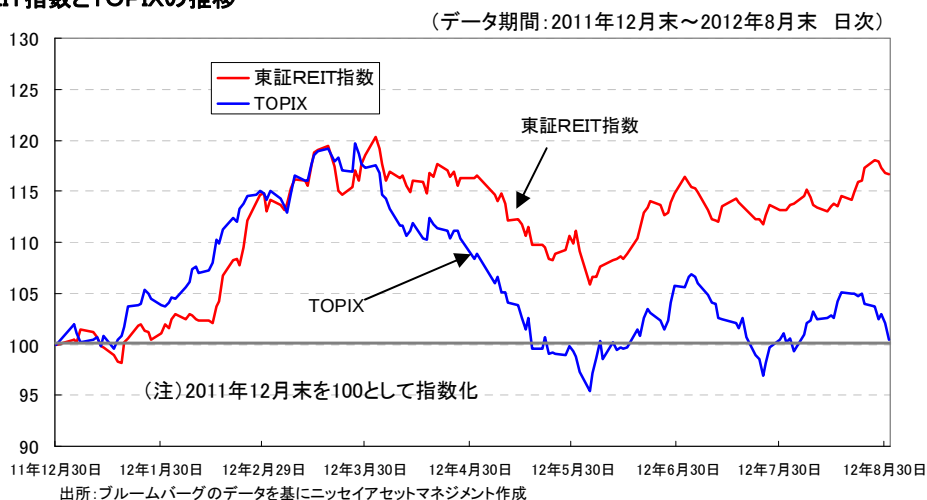
●J-REIT市場の国内株式との連動性が低くなりつつあるように思われます【図表①、②】。今年に入ってから動きを見ますと、欧州債務危機の再燃等を受けてTOPIXは4月以降大きく下落したのに対し、J-REITは5月には下げ止まり、その後緩やかな上昇基調に転じています。3月末頃まで国内株式とほぼ連動していたJ-REIT市場ですが、その流れに変化の兆しが出始めています。

●J-REITが相対的に堅調に推移している要因として、

- 1) J-REITが現時点で海外不動産を所有しておらず、直接的な為替リスクが無い
 - 2) 配当利回りが国内株式よりも高い(8月末時点の予想配当利回りはJ-REITが5.35%、TOPIXが2.55%)
 - 3) J-REIT市場活性化の動きが本格化し始めている
 - 4) J-REITの収益の多くは賃料収入であり、賃料は比較的景気変動の影響を受けにくい
- 等が考えられます。

●尚、昨年末から今年8月末にかけての業種別(東証33業種分類)騰落率では、不動産業が値上り率トップとなっており、J-REITを含めた不動産関連セクターが相対的に堅調に推移していることが分かります【図表③】。

【図表①】 東証REIT指数とTOPIXの推移



【図表②】 東証REIT指数とTOPIX騰落率比較

(データ期間:2011年12月末～2012年8月末)

項目	騰落率(%、ポイント)	
	配当除き指数	配当込み指数
東証REIT指数①	16.7	21.0
TOPIX②	0.4	1.7
差(①-②)	16.3	19.3

出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表③】 東証33業種上昇率・下落率上位5業種

(データ期間:2011年12月末～2012年8月末)(%)

上昇率上位5業種			下落率上位5業種		
順位	業種名	騰落率	順位	業種名	騰落率
1	不動産	25.1	1	パルプ・紙	-31.6
2	食料品	15.3	2	海運	-25.7
3	その他金融	14.7	3	鉄鋼	-24.3
4	証券・商品業	11.6	4	電気・ガス	-23.5
5	精密機器	10.4	5	空運	-19.6

出所:ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

(2) 資金流入が顕著になり始めたJ-REITファンド(公募投信)

●公募投信におけるREITファンドへの資金流出入状況において、J-REIT市場への注目度が高まりつつあることが確認できます。7月、8月とREIT投信全体では資金流出となったのに対し、J-REIT投信は資金流入超となっています【図表④】。これまでは、米国やグローバルREIT投信が資金流入を牽引してきましたが、その動きに変化が生じつつあるようです。

●J-REIT市場の出遅れ感【図表⑤】、イールド・スプレッド(配当利回りー10年国債利回り)の高さ【図表⑥】、国内不動産市況の反転期待等がその背景にあるものと思われます。

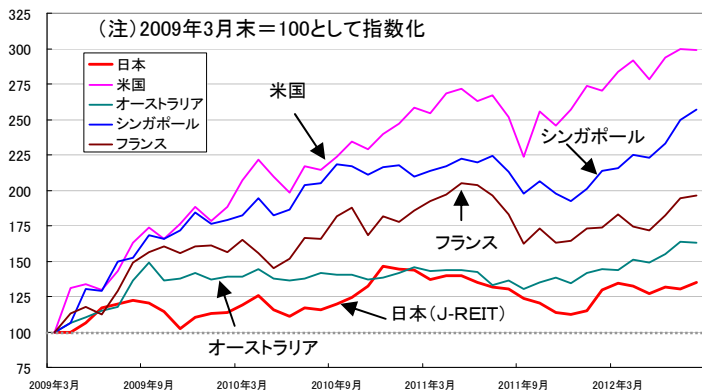
【図表④】REIT投信への資金流入動向

項目	2012年		
	4月～6月 累計	7月	8月
J-REIT	189	167	143
海外REIT	3,824	-320	-721

出所：野村Fundmarkのデータを
 基にニッセイアセットマネジメント
 作成。対象は追加型株式投信
 (ETFを除く)＞

【図表⑤】主要国REIT指数(現地通貨ベース)の推移

(データ期間：2009年3月末～2012年8月末 月次)

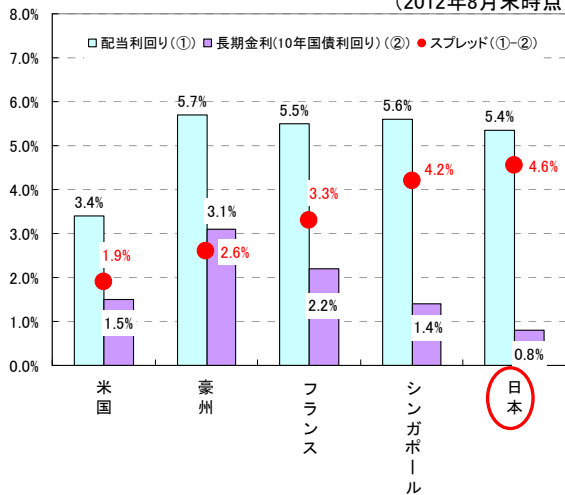


(注) 2009年3月＝S&Pによるデータ算出開始月

出所：S&P、ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表⑥】主要国REIT市場のイールド・スプレッド

(2012年8月末時点)



出所：S&P、ブルームバーグのデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

(3) 下支え役が期待される日銀のJ-REIT買入れ

- 日本銀行は、4月27日の金融政策決定会合で、J-REIT買入予定枠を100億円増額して総額で1,200億円としました。
- 今年に入ってから月別動向では、J-REIT市場が欧州債務危機等の要因で調整色を強めた5月には計6回、138億円の買入を行いました。市場が落ち着きを取り戻した6月以降はほぼ静観状態となっています【図表⑦】。8月末時点での累計買入額は933億円、枠残額は267億円です。引き続きJ-REIT市場を下支えする役割が期待されます。

【図表⑦】日本銀行のJ-REIT買入実績

(2012年8月末時点)

	回数	金額	想定買入コスト (東証REIT指数)
	(回)	(億円)	(ポイント)
2010年下期計	1	22	1,094
2011年上期計	9	175	1,053
2011年下期計	31	468	945
2012年1～8月計	15	268	931
合計	56	933	964

(注) 想定買入コストとは買入日の東証REIT指数(終値)
 の買入金額加重平均値

出所：日本銀行のデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

	回数	金額	想定買入コスト (東証REIT指数)
	(回)	(億円)	(ポイント)
2012年1月	0	0	0
2012年2月	3	39	905
2012年3月	2	28	946
2012年4月	2	34	967
2012年5月	6	138	930
2012年6月	1	13	883
2012年7月	1	16	937
2012年8月	0	0	0

(4) 増加傾向にある海外資金の国内不動産投資

- ゴールドマン・サックスが4年ぶりに日本の不動産への投資を再開、仏保険大手アクサグループが1000億円規模の私募ファンドを設立し国内不動産投資に乗り出す等、海外投資家の国内不動産投資の動きが活発化しつつあります(図表⑧)。
- 資金流入増加の要因としては、これまでの地価下落により底打ち感が出始めていること、世界的に見た割安感、日本の不動産市場の流動性の高さ等が挙げられます。
- 海外資金による国内不動産の取得が活発化すれば、地価の反転・上昇の時期を早め、J-REIT市場にも好影響をもたらすものと考えられます。

【図表⑧】海外投資家による不動産投資(計画)の例(投資<予定>金額が1000億円以上)

(2012年8月末時点)

発表日	投資家	国	概要	金額
2012年8月	アクサ	仏	仏保険大手アクサグループが、三井住友信託銀行とともに私募ファンドを設立し不動産投資に乗り出す。投資対象は東京都心のオフィスビル。1,000億円規模のファンドを設立、運用を目指す。	1000億円
2012年7月	Goldman Sachs	米	今年8月に専用のファンド(私募REITファンド)を立ち上げ。年金基金等から資金を集め、都心のオフィス等に投資。投資額は最大3000億円規模に。5年以内に10倍に。国内不動産への投資は約4年ぶり。	3000億円
2012年3月	Goodman Group	豪	東京港、川崎港、横浜港に隣接するエリアの物流施設用地取得を発表。竣工時の想定資産価値は135億円超。今後1年～1年半の間に1000億円規模の物流施設を開発。	1000億円

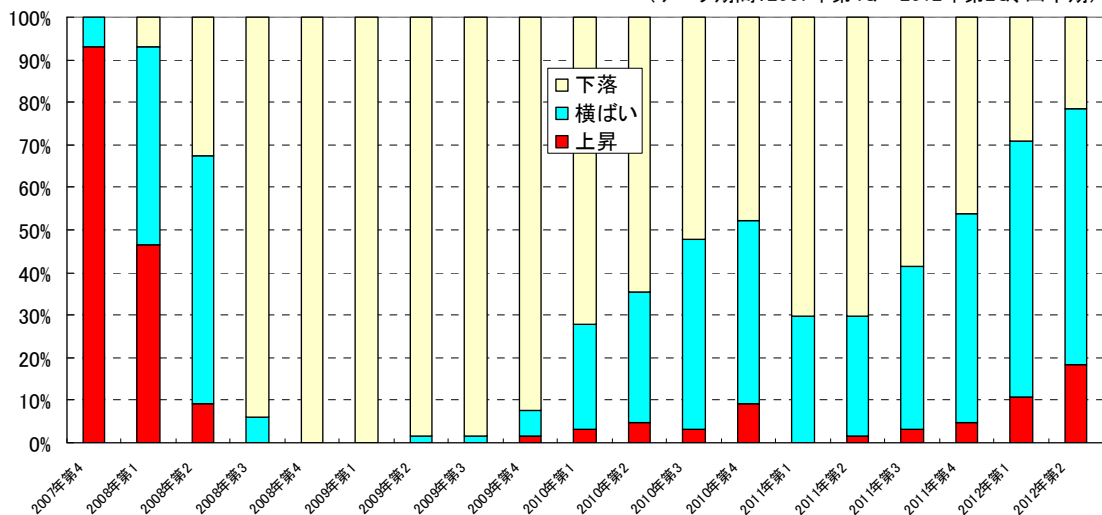
出所:各種報道を基にニッセイアセットマネジメント作成

(5) 鮮明化しつつある地価の底打ち傾向

- 8月24日に国土交通省から2012年第2四半期(7月1日時点)の「主要都市の高度利用地地価動向報告(地価LOOKレポート)」が発表されました。今回のデータでは地価の底打ち傾向が更に鮮明になりました。
- 東京圏を例に取りますと、2008年第2四半期以降、3か月前に比べて地価が「下落した」が「上昇した」を上回る状態が続いていましたが、今回のデータではほぼ同じ比率となっています。
- 地価の底打ちは不動産デフレからの脱却を印象付けるものですが、その保有する不動産の鑑定評価額の上昇等を通じて、J-REITにも好影響を与える可能性があります。

【図表⑨】地価LOOKレポート:東京圏

(データ期間:2007年第4Q～2012年第2Q、四半期)



(※)資料は3か月前に比べた上昇、横ばい、下落地点の割合を示す

出所:国土交通省資料を基にニッセイアセットマネジメント作成

(注)主要都市の高度利用地地価動向報告(地価LOOKレポート)とは

- ・国土交通省が四半期ごとに実施・公表している地価動向調査。
- ・全国主要都市の一等地150地区(東京圏65地区、大阪圏39地区、名古屋圏14地区、地方圏32地区)を対象とし、前回調査との比較を行う。
- ・公示地価や路線価などが年1回の調査結果であるのに対し、地価LOOKレポートは3か月ごとであるため、地価動向を先行的に把握することができる。

(6) J-REITの活性化に向け積極化する規制緩和等の取組み

●昨年12月24日に、「日本再生の基本戦略」が閣議決定されました。その中に、“J-REIT市場の活性化”が盛り込まれています。不動産投資市場の活性化による資産デフレからの脱却を図るための取り組みです。

●こうした背景を受け、米国REIT市場の制度等を参考に、規制緩和をめぐる動きが本格化してきました。これまでに明らかになった検討項目としては、【図表⑩】の通りです。資金調達手段の多様化等に関しては、自己投資口（自社株買い）の解禁が注目されています。当制度は米国、オーストラリア、カナダ等のREIT市場では既に認められています。自己投資口の取得が解禁となれば需給の改善に繋がることが期待されます。

●これまでJ-REIT市場が、年金等の大口の資金を呼び込めなかった理由として、1)市場規模が小さく、流動性が乏しいこと、2)米国REITに比べて制度面や実務面での制約が多く、将来の成長の妨げになる、といった点が挙げられていました。

●規制緩和の動きはJ-REIT市場の厚みを増し、年金等の新たな資金を呼び込むきっかけにもなるものと思われる。

【図表⑩】これまでに明らかにされた規制緩和等の取組み

(2012年8月末時点)

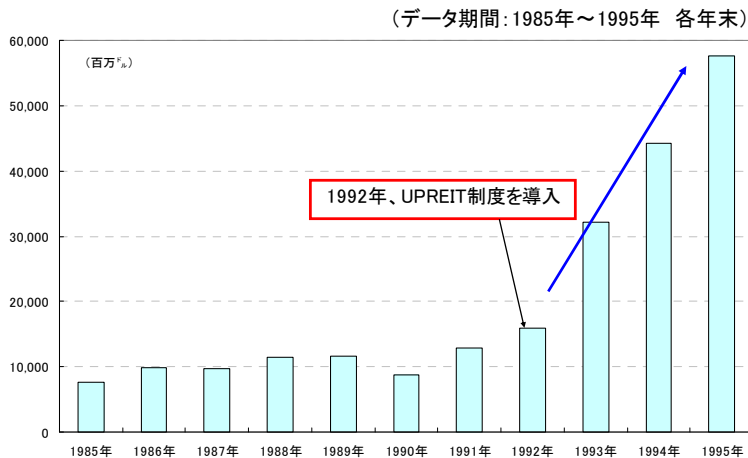
＜1＞ 資金調達手段の多様化、自己投資口取得(自社株買い)の解禁等		
内容	関連省庁等	スケジュール
●株主割当増資の解禁等資金調達手段を多様化することで資金繰りを容易にし、信用力の強化を図る。 ●自己株式取得を解禁し、需給の改善を図る。	金融庁	2013年の通常国会での投信法改正案の提出を目指す。
＜2＞ 税制優遇措置の検討		
内容	関連省庁等	スケジュール
●米国REIT市場の拡大をもたらしたUPREIT(アップリート) (Umbrella Partnership REIT)と類似の制度を導入し、J-REIT市場の拡大を図る【図表⑪】。 ●現在は、土地や建物などの現物を組合に出資する際、譲渡益にかかる税金は出資した年度中に納める必要がある。 ●この課税の繰り延べを認め、所有者が出資に応じた持分権を他に売却したときに初めて課税する仕組みに改めるもの。	国土交通省、金融庁、経済産業省	2014年度の実現を目指す。
＜3＞ 海外不動産取得の実質解禁		
内容	関連省庁等	スケジュール
●J-REITが海外不動産を取得すること自体は2008年の東証の上場規定改定で認められた。しかし、以下の制約等から、現時点では海外不動産の保有しているJ-REITは無い。 ●海外では不動産会社が作る特定目的会社(以下SPC)が不動産を保有しているケースが多い。不動産を取得する場合にはSPCの株式を買う必要があるが、現在は株式の過半を保有することは禁止されている。海外のSPCの株式を取得する場合は例外とする対応を行うもの。 ●保有不動産の地域分散により、地震リスクや賃料変動リスク等を軽減したり、又、高い成長力が見込める新興国の不動産を組入れることでJ-REITの魅力が増す可能性がある。	政府	2013年の通常国会での投信法改正案の提出を目指す。

＜4＞ 病院対象のJ-REIT（ヘルスケアリート）の普及

内容	関連省庁等	スケジュール
●施設を借りて運営する病院・介護事業者とJ-REITとの間でトラブルが起きないように賃料等の指針をまとめる。 ●米国ではヘルスケアリートが広がっており【図表⑫】、日本も高齢化対策の一環として環境を整備する。又、建替えの推進等により病院等の耐震性の強化を図る。 ●介護施設は入居する高齢者からの安定した賃料支払が見込め、組入れを行うJ-REITの値動きが穏やかになることが期待される。	国土交通省、金融庁、厚生労働省	近く有識者や3省庁による検討委員会を発足させる。

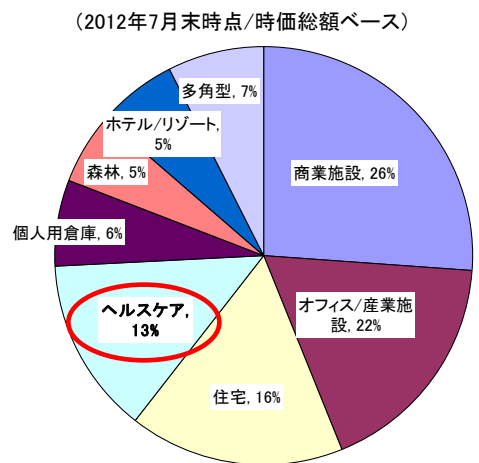
出所：各種報道を基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表⑪】米国REIT時価総額推移（UPREIT制度導入前後）



出所：NAREITデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

【図表⑫】米国REIT業種別構成比



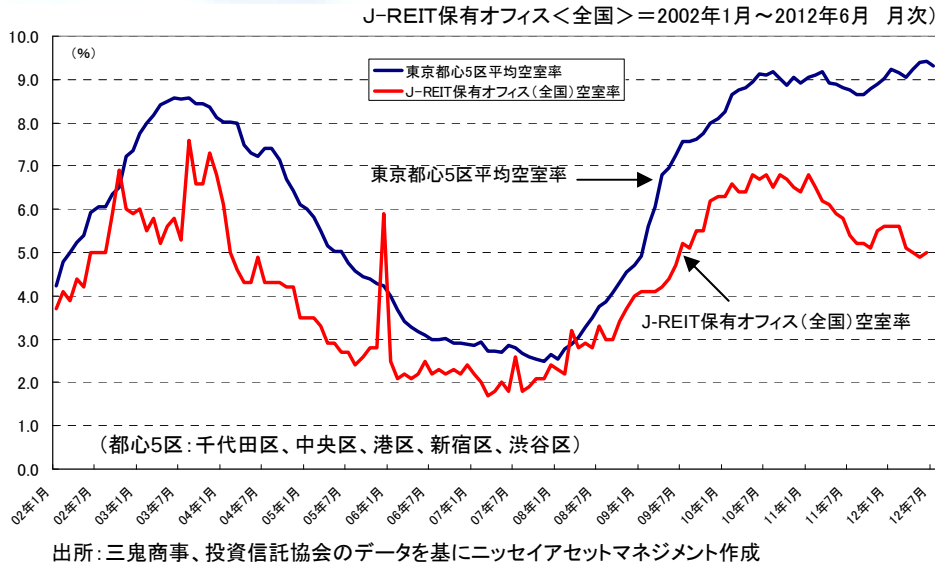
出所：NAREITデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

(7) 都心オフィス供給のピークアウトとオフィス市況改善期待

- 都心5区の賃貸オフィス空室率（平均）は、足元高止まりしています【図表⑬】。これがJ-REIT市場、特にオフィス系REITの上値を抑える要因ともなっています【図表⑭】。
- 空室率高止まりの原因のひとつとして、「オフィスの2012年問題」があります。これは東京23区での新規オフィスの供給量が大きく増加し、その結果既存の物件の稼働率に悪影響を及ぼすとの見方です。しかし、この新規供給も6月でピークを超えたと見られています。
- 復興予算の本格執行等により国内景気は回復基調が続いていると思われます。新規供給の減少により、今後空室率の改善が進むものと見られ、それが後の賃料底打ち・上昇に繋がっていくものと考えられます。
- 東京証券取引所の分類では、8月末時点のJ-REIT市場全体の時価総額（約3.7兆円）の内、約6割をオフィス系REITが占めます【図表⑮】。賃貸オフィスマーケットの改善が明らかになれば、オフィス系REITに注目が集まり、市場のけん引役を果たす可能性もあります。
- 尚、J-REITは耐震性の優れた物件を多く保有しています。都心5区に比べ、J-REITが保有するオフィス（全国）の空室率は低い水準にあります【図表⑬】。また昨年3月の震災以降、空室率の低下が顕著になっています。借手が震災対応力を重視し始めた結果ですが、改めてJ-REIT保有物件の競争力の高さがうかがい知ることが出来ます。

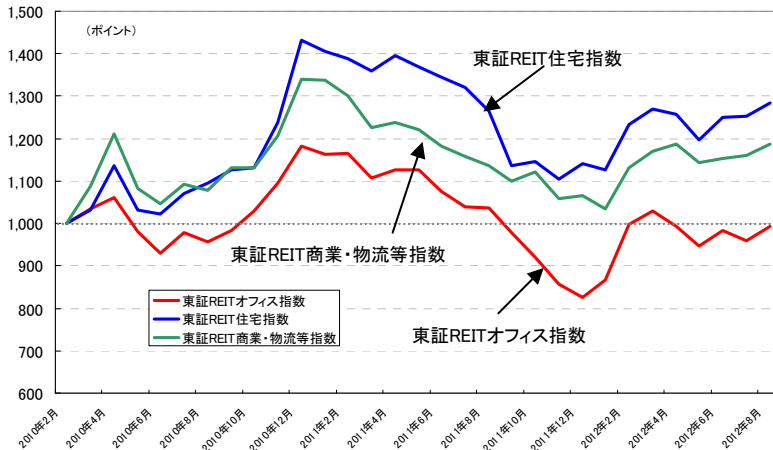
【図表⑬】東京都心5区及びJ-REIT保有オフィスの空室率推移

(データ期間: 都心5区=2002年1月～2012年7月



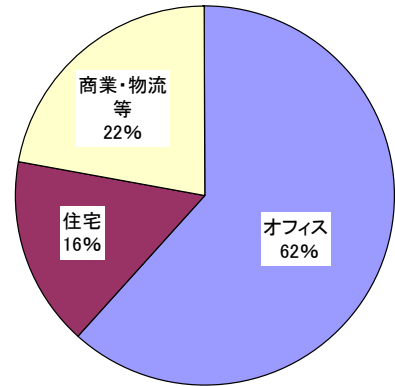
【図表⑭】J-REIT用途タイプ別指数の推移

(データ期間: 2010年2月～2012年8月 月次)



【図表⑮】J-REIT用途タイプ別構成比

(2012年8月末時点、時価総額ベース)



●国内不動産市況の回復期待、規制緩和への本格的な取組み開始等を受けて、J-REIT市場の潮目は変わりつつあるように思われます。

●欧州債務問題の再燃観測等から、東証REIT指数は1000ポイント回復を目前に足踏み状態となっています(8月末東証REIT指数: 973.44ポイント)が、当債務問題がこれ以上悪化しないなどの期待感が高まれば、J-REIT市場(東証REIT指数)は水準を切り上げる可能性もあるものと見ています。