

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3月号)

(1) J-R E I T市場の前月の動向

【指数の動き】

- 2月のJ-R E I T市場は、1月末終値を挟んだ狭い範囲で推移し、前月末比ほぼ変わらずで引けました。米中貿易協議の進展期待や国内金利の低下といった好材料もありましたが、指数水準（配当除き）が月末値ベースで約2年ぶりの高水準にあること等から損益確定の売りも多く、上値は限られました。T O P I Xのパフォーマンスを2.61%、配当込みで2.09%下回りました【図表1、2】。セクター別ではオフィスが同+0.12%、住宅が-1.36%、商業・物流等が+0.18%となりました。

【市場規模・売買代金等】

- 1銘柄が新規上場され、銘柄数は62と過去最高を更新しました。時価総額は13.7兆円と前月末より973億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は443億円と、2018年12月から3ヵ月連続で400億円を超える売買が続いています。日銀がマイナス金利導入を決めた翌月の2016年2月から4月までの3ヵ月連続以来の記録となります【図表7】。
- 1件の新規上場と3件の公募増資がありました。市場からの資金調達額は合計で970億円でした【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4.00%（前月末：3.99%）、10年国債金利はマイナス0.022%（前月末：プラス0.005%）、イールド・スプレッド（予想配当利回り－10年国債金利）は4.02%（前月末：3.99%）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

- 3月のJ-R E I Tは、米中貿易協議の進展期待や金利の落ち着き、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。2月がほぼ横ばいで推移したことから、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1月末に比べて縮小し、過熱感が後退したと思われることも支援材料となりそうです【図表6】。但し、指数が上値を追う過程では機関投資家の3月期末を意識した利益確定の売り等が増える可能性もあり、その上昇スピードは緩やかなものになりそうです。
- 米中貿易協議は最終段階に入って来たようです。一部報道では、トランプ米大統領と中国の習近平国家主席の首脳会談が3月27日前後で調整されており、また最終合意に達した場合には中国からの輸入品に課した追加関税の大部分を撤廃する検討を進めていると伝えられています。依然流動的な要素が残ってはいるものの、米中首脳会談の開催が決定すれば、投資家のリスクオンムードが高まり、株式同様にJ-R E I Tにも投資家の資金が向かうものと見ています。昨年10月頃までのJ-R E I Tは、株式の逃避先であるとの位置付け等から、投資家のリスク回避姿勢が後退して株式が買われると、逆に下落する局面が多くあったように思われます。しかし11月以降は、変動率は株式よりは小さいものの、J-R E I Tも株式とほぼ同じ方向に動く傾向を強めているように見えます。リスクオンムードで株式が上昇すれば、J-R E I Tにもプラスの影響が及ぶものと考えます。
- 2019年1月のF O M C（米連邦公開市場委員会）やその議事要旨等で、F R B（米連邦準備制度理事会）の金融政策の正常化を急がない姿勢が明らかになったこと等から、昨年一時3.2%を超える水準まで上昇していた米10年国債金利は低下傾向にあります。金利低下等を背景に、米国R E I Tは2月末時点で年初から13%近く上昇する等堅調に推移しています【図表9】。世界最大のR E I T市場である米国R E I Tの堅調な動きはJ-R E I Tの支援材料となりそうです。米金利の低下等を受けて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保有物件金額ベースの約半数を占めるオフィスの市況改善が続いています。2019年1月の都心5区のオフィスの坪当り月額賃料は21,010円と、2009年3月以来約10年ぶりに21,000円台を回復しました【図表17】。2019年1月の札幌、横浜、福岡の賃料伸び率（前年同月比）がリーマン・ショック前の水準を上回る等、主要地方都市のオフィス市況も堅調です。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。2月末の予想配当利回りが4.00%と相対的に高い水準にある【図表4、5】等、バリュエーション（企業価値評価）面での割安感も支援材料となりそうです。

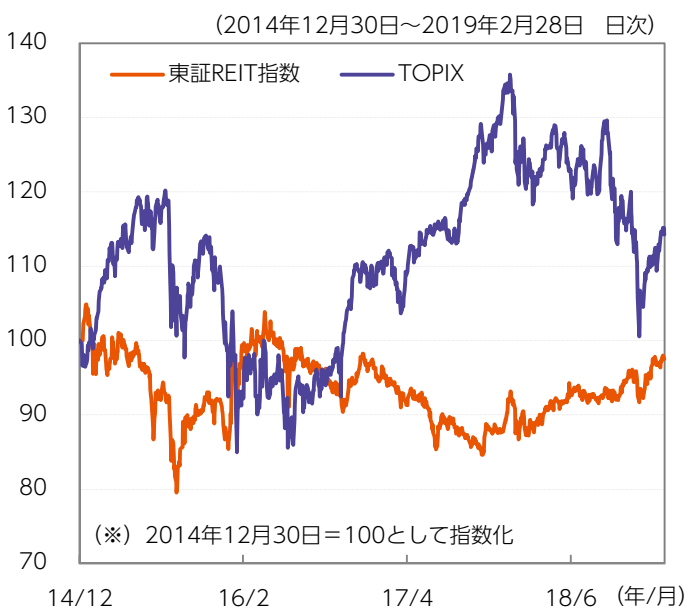
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年2月28日時点)

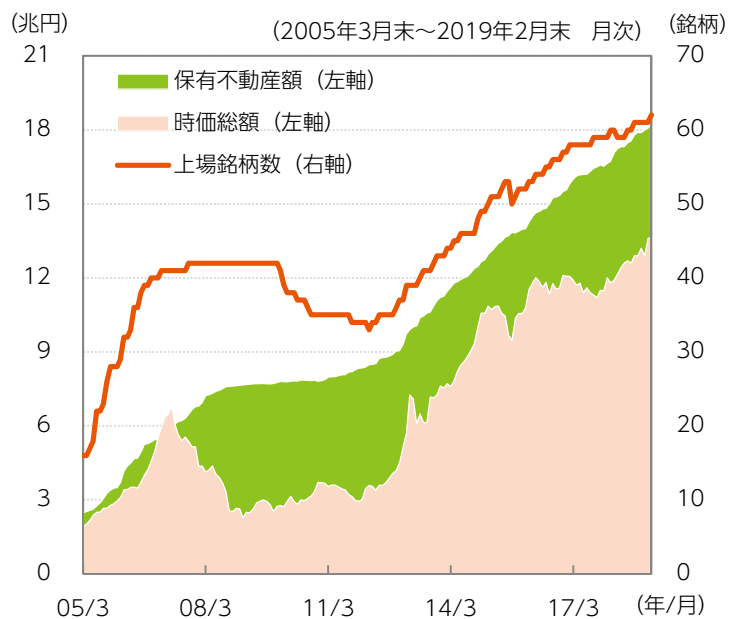
(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	-0.04	4.28	6.68
	TOPIX	2.56	7.60	-17.80
	差	-2.61	-3.32	24.48
配当込み	東証REIT指数	0.51	5.20	11.11
	TOPIX	2.60	7.65	-15.97
	差	-2.09	-2.45	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

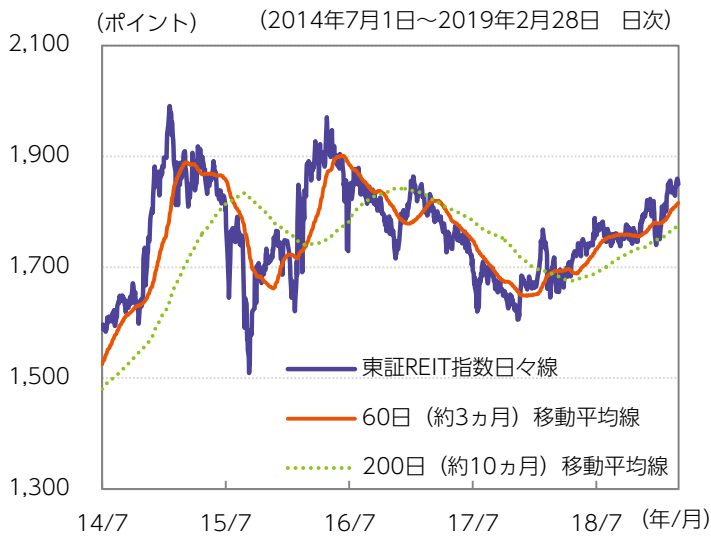


【図表5】 J-REITの予想配当利回りの推移

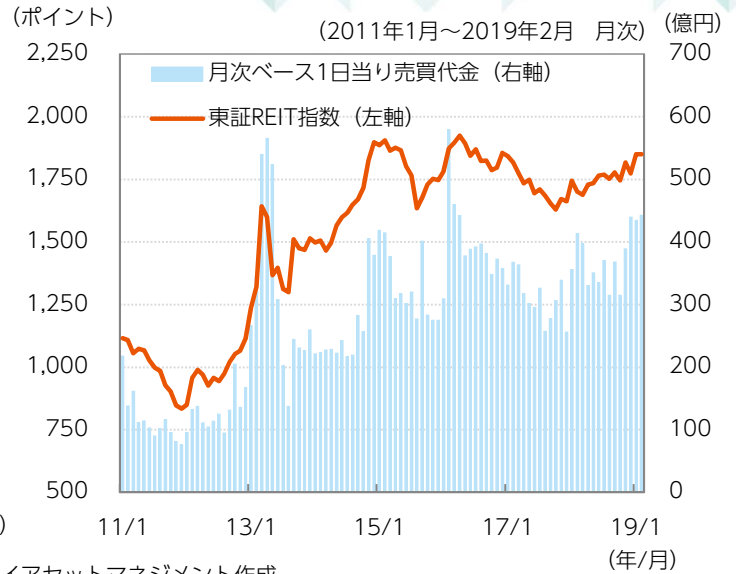


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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)
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	-138	-290	-294	-28	-286	815	-302

※2019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
2019年1月	-138	-290	-294	-28	-286	815	-302

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

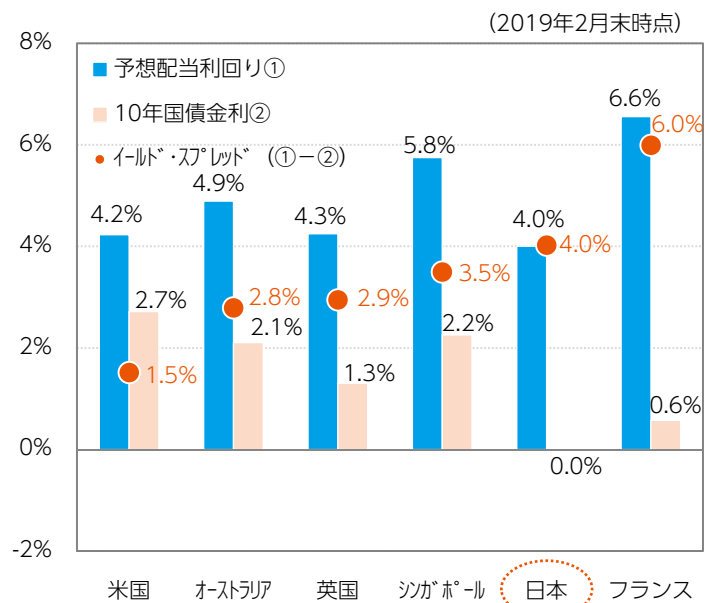
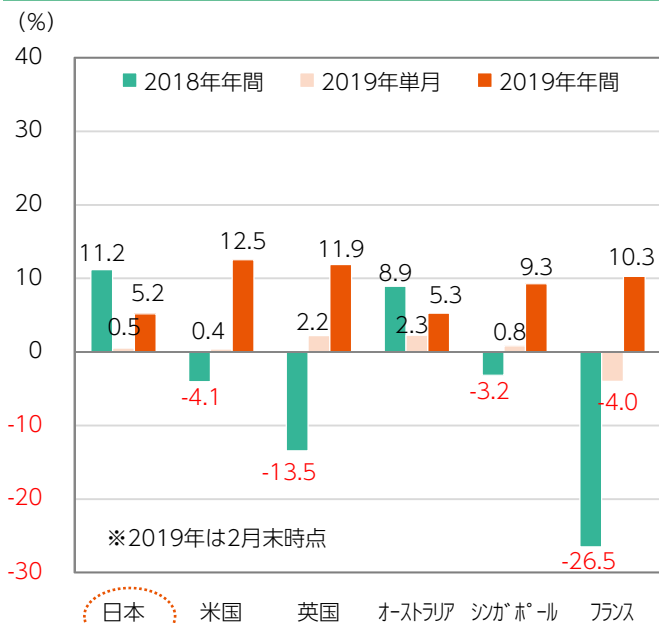
- 2月の買入れは4回、48億円(1回当たり12億円)、1～2月累計では60億円となりました。年間買入れ目処約900億円の残り枠は約840億円(月当たり約84億円)です。
- 2018年7月の日銀金融政策決定会合で、ETFやJ-REITの買入れ額は市場の状況に応じて上下に変動する可能性があることが示されています。相場が堅調に推移する場合には、2018年同様に買入れ実績が目処を大きく下回ることも考えられます。2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。

(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2月月間のパフォーマンス（前月末比）は、フランスを除くすべての国がプラスとなりました。年初来では金利の低下等を背景に米国が上昇率トップとなっています。一方、2018年年間で上昇率トップであった日本は最下位です【図表9】。
- 2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】。
- 2月は米中貿易協議の進展期待等を背景にリスクオンムードが強まり、J-REITに比べて株式（TOPIX）が選好され、両者の乖離は前月に続いて拡大しました【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

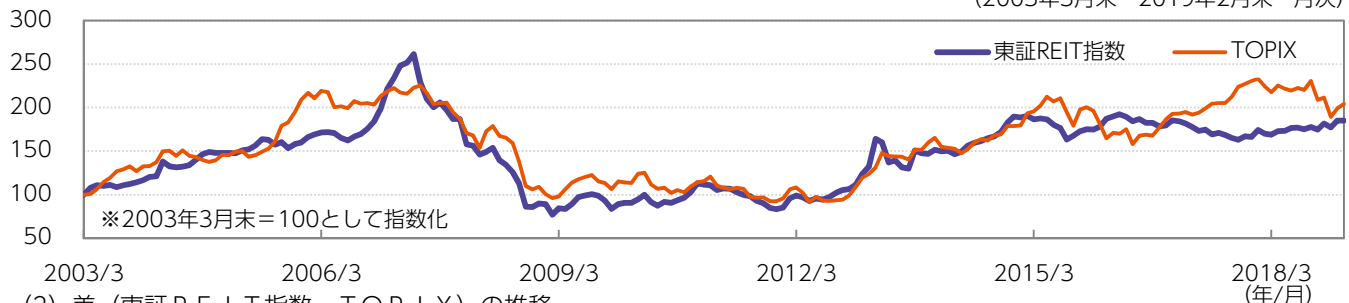


(注) 図表9～10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所) 図表9～10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

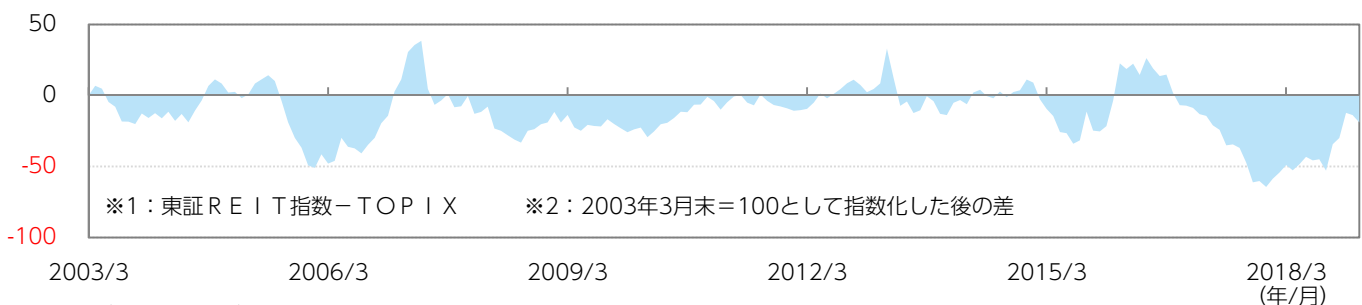
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末～2019年2月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数－TOPIX）の推移

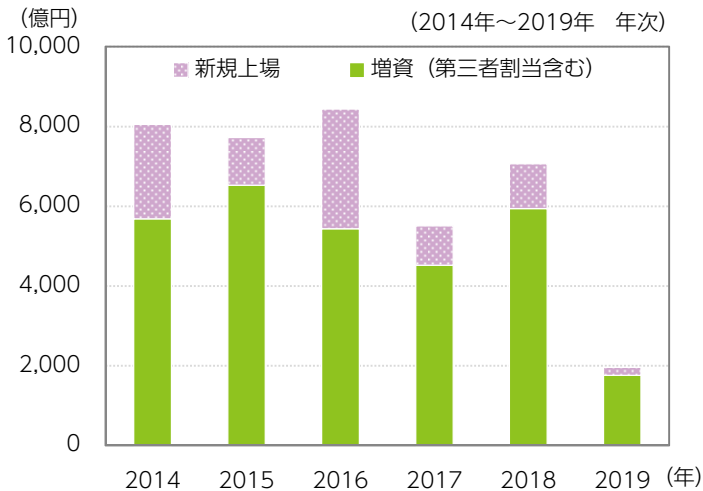


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 2月は1件の新規上場（エスコンジャパンリート）（新規上場日ベース）と3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合計で970億円、年初来では1,958億円（前年同期比33%減）となりました。
- 2月の物件取得額（受渡しベース）は1,418億円、年初来では2,426億円（前年同期比22%減）となりました。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れます。その資金手当てのために、3月は公募増資が増加する可能性もあります。

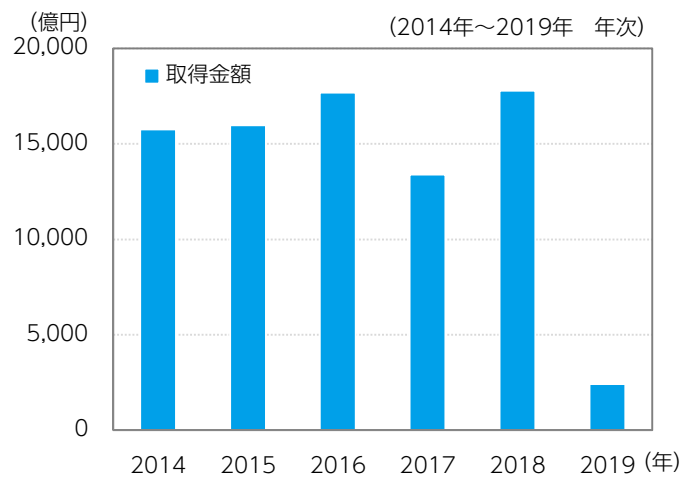
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は2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2月末時点

(6) J-REITの新規上場候補

- 3月12日に、フジサンケイグループの不動産会社であるサンケイビルをスポンサーとするサンケイリアルエステートが上場されます。当上場により上場銘柄数は63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も見込まれます。

【図表14】 J-REIT新規上場候補

(2019年2月末時点)

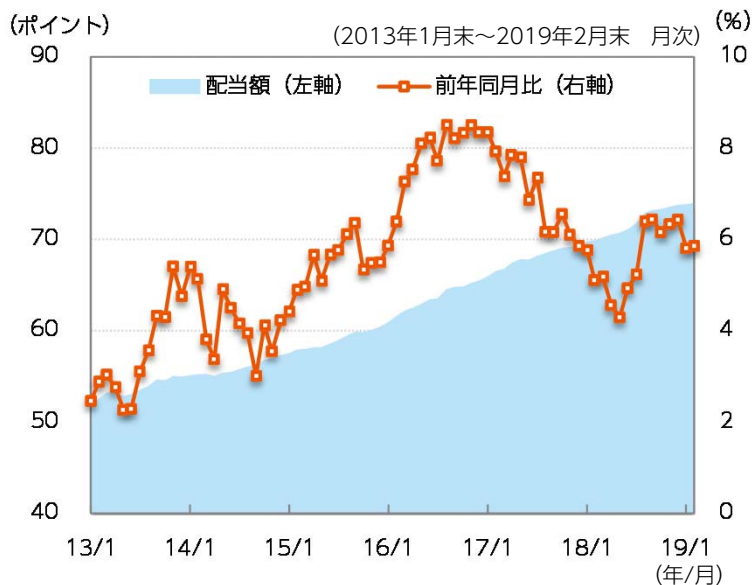
設立母体 (REIT名称)	上場時(予定) (年/月/日)	主な運用対象等
サンケイビル (サンケイリアルエステート)	2019/3/12	○スポンサーであるサンケイビルは2002年にフジ・メディア・ホールディングスグループの傘下となり、オフィス事業の他、分譲マンションやシニア事業、ホテルリゾート事業も手掛ける。 ○上場時の資産規模は約430億円で、オフォス7棟、ホテル1棟を組入れ。 上場に伴う市場からの資金調達予定額は約230億円。

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

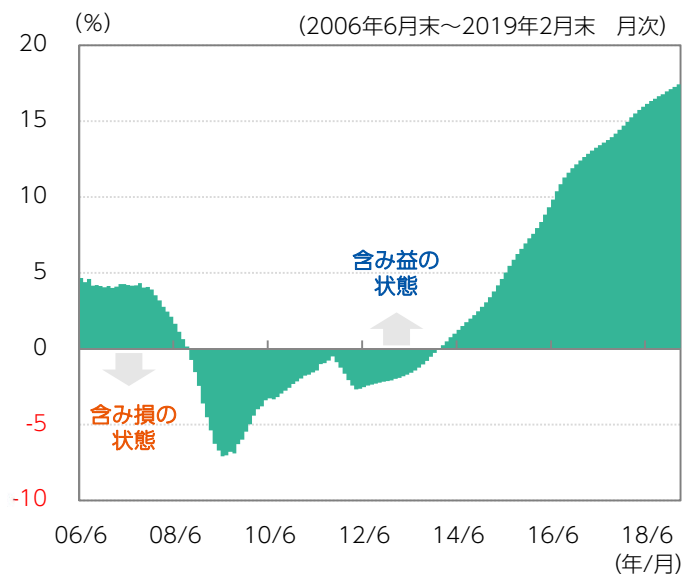
- 2月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比5.9%増となしました。伸び率は前月の5.8%増からやや高まりました。オフィス賃料の上昇加速等を背景に、今後は再び6%を超える伸び率に回復するものと思われれます。
- 2月末（2018年12月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は17.5%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆79億円と何れも過去最高水準です。含み益額が3兆円の大台を超えてきました。物件の入替え時等で売却益が発生し、投資家に配当として還元されるケースが増えるものと思われれます。

【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

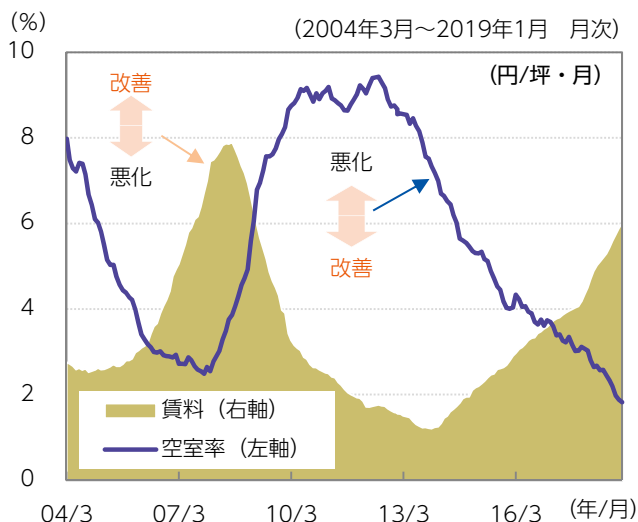


(※) 含み率 = (鑑定評価額 - 帳簿価格) / 帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

(8) 不動産市況とJ-REITのNAV倍率の推移

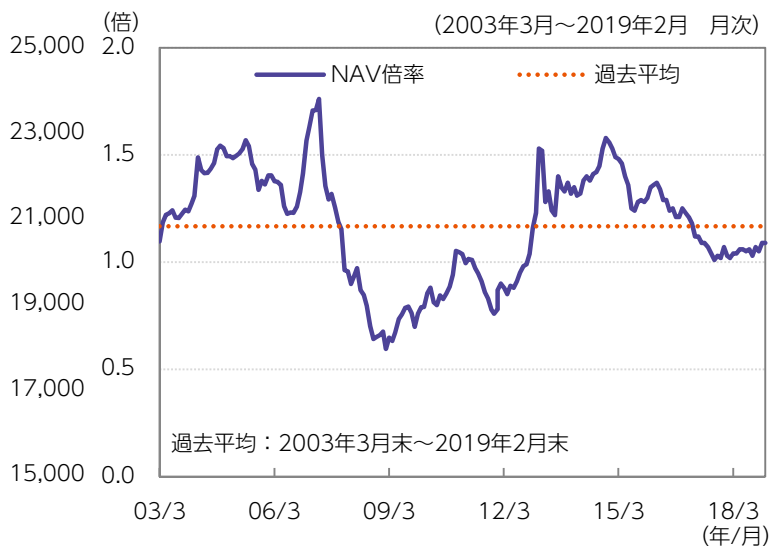
- 2019年1月の都心5区のオフィス空室率は1.82%と、前月より0.06%低下し、データが残る2002年1月以降の過去最低水準を更新しました。同月の月額坪当たり賃料は21,010円で、前年同月比で8.7%増加しました。賃料が21,000円台を回復するのは2009年3月(21,295円)以来約10年ぶりです。賃料は前月比で61ヵ月、前年同月比で57ヵ月連続上昇しています。賃料引き上げの動きはJ-REITが保有するオフィスでも活発化しています。
- 投資口価格が1口当り純資産額(保有物件の含み損益額含む)の何倍まで買われているかを示すNAV(純資産額)倍率は2月末時点で1.09倍。東証REIT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/>