

J-REITレポート

J-REIT市場 現状と今後の見通し (2019年10月号)

(1) J-REIT市場の前月の動向

【指数の動き】

- 9月のJ-REIT (東証REIT指数) は、米中が閣僚級協議を10月初旬に開くと伝わり、リスク回避姿勢の後退で金利が上昇傾向となったこと等がマイナス材料となったものの、国土交通省が19日に発表した2019年の地価調査 (基準地価、7月1日現在) で不動産市況の改善が続いていることが確認されたこと、黒田日銀総裁の発言を受けて10月の会合での追加金融緩和期待が高まったこと等が支援材料となり、前月末比4.54%上昇しました。終値 (月末値ベース) は2007年6月末以来の高水準となりました。また配当込み指数は先月末に続き史上最高値を更新しました【図表1、2】。全セクター (3セクター) が前月末比上昇しました。上昇率はオフィスが4.69%、住宅が4.15%、商業・物流等が4.47%と、3セクターとも4%を超える上昇となりました。

【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16.5兆円と前月末より8,106億円増加し、月末値ベースでは過去最高となりました【図表3】。1日当たりの売買代金は617億円と、日銀がマイナス金利導入を決定した翌月2016年2月の579億円を抜き、過去最高となりました【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658億円でした【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3.49% (前月末: 3.64%)、10年国債金利はマイナス0.213% (前月末: マイナス0.269%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.70% (前月末: 3.91%)。9月末のイールド・スプレッドは前述2007年6月末 (1.10%) の約3.4倍の厚みを有しています【図表4、5】。

(2) J-REIT市場 (東証REIT指数) の見通し

- 10月のJ-REIT (東証REIT指数) は、急ピッチな上昇による短期的な過熱感の強まり、米中貿易協議の進展期待等によるリスク回避姿勢の後退やそれに伴う金利上昇懸念等を嫌気した売り等により、上値の重い展開になるものと見ています。
- 9月末の東証REIT指数の年初来上昇率は配当除きで20%を超えています【図表1】。株式 (TOPIX) とのパフォーマンス格差が大きいこと【図表1、11】、最近の上昇ピッチが急であることや移動平均線からの上方乖離が拡大していること【図表6】等を受け、一部では短期的な過熱感を警戒する動きも強まり始めているようです。これまでのペースで10月も上昇を続けた場合は、過熱感が更に強まり、仮に悪材料が出た場合には調整幅が大きくなることも考えられます。足元のJ-REITは、過熱感を後退させるためのスピード調整が必要なタイミングを迎えていると考えています。10月10日に米中の閣僚級協議が予定されていることや、中国が潤滑油等一部の米国製品を追加関税適用から免除すると発表したこと等を受け、米中貿易協議の進展期待が高まりつつあるようです。投資家がリスク選好姿勢を強めれば、投資資金が債券や収益の源泉が固定賃料であり景気変動の影響を相対的に受けにくくディフェンシブ性があるとされるJ-REITから株式に向かうことも想定されます。株式への資金シフトの動きにより、一時的にJ-REITが調整色を強めることも考えられます。
- スピード調整を経た後は、再び上昇基調に回帰するものと見ています。都心5区 (千代田区・港区・中央区・渋谷区・新宿区) や主要地方都市のオフィス賃料の増加【図表18、19】等を背景にJ-REIT業績 (予想配当額) は前年同月を上回って推移しています【図表14】。イールド・スプレッドも比較的高水準を維持しています【図表4、10】。こうした材料がJ-REITの上昇をけん引するものと思われます。地価回復継続の動きもJ-REITを支えそうです。国土交通省が9月19日発表した2019年7月1日時点の基準地価 (注) は前年比0.4%上昇し、2年連続のプラスとなりました。地価回復の動きは三大都市圏から地方圏にも広がりつつあるようです。J-REIT保有物件の含み損益額は2019年9月末時点で約3.4兆円の含み益の状態となっています【図表15】。J-REITでは、物件入替等で発生する売却損益は原則として投資家に支払う配当の増減要因となります。地価上昇による含み益の増加で投資家への支払い配当額が増えることも考えられます。(注) 都道府県が不動産鑑定士の評価をまとめた毎年7月1日時点の全国の土地価格で、民間企業等の土地取引の指標となる。国土交通省が毎年9月に公表。
- 英国の指数算出会社FTSEは9月30日、2020年9月からJ-REITをFTSEグローバル株式指数に組入れること、四半期毎に25%ずつ組入れを行い、21年6月に完了することを発表しました。同指数を運用の参考指標とする投資資金の流入によりJ-REITの流動性が増し、投資家層が広がることも期待できそうです。

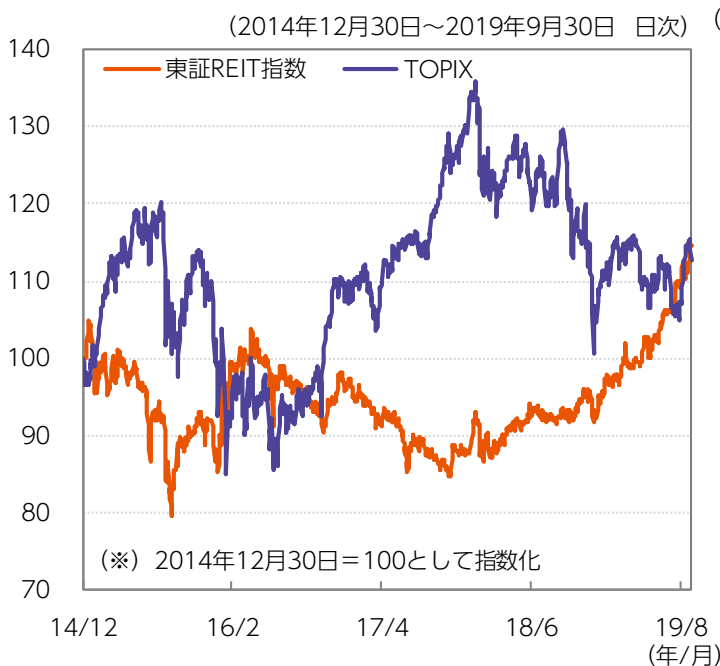
【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年9月30日時点)

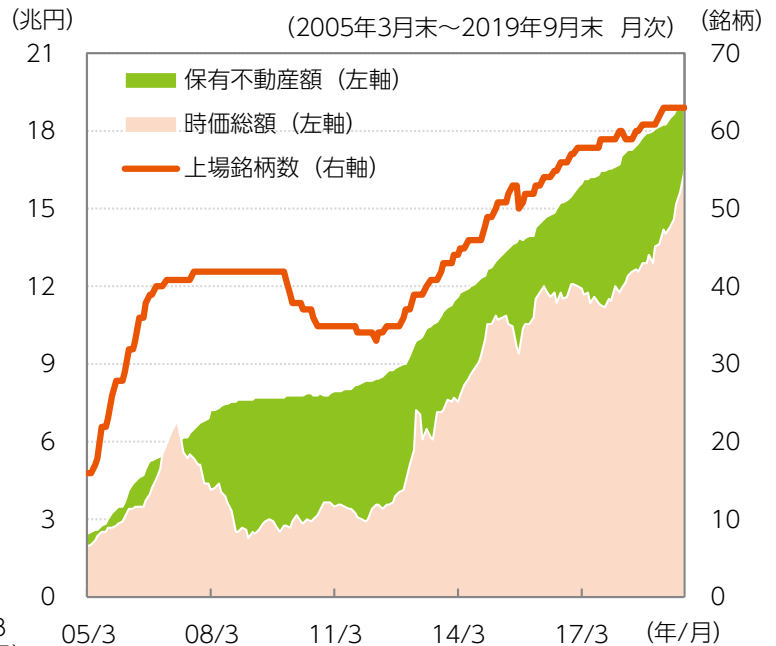
(%)

		2019年		(参考)
		当月	年初来	2018年
配当除き	東証REIT指数	4.54	22.72	6.68
	TOPIX	5.02	6.27	-17.80
	差	-0.48	16.45	24.48
配当込み	東証REIT指数	4.72	26.35	11.11
	TOPIX	6.04	8.78	-15.97
	差	-1.32	17.57	27.08

【図表2】 東証REIT指数とTOPIX推移 (配当除き)



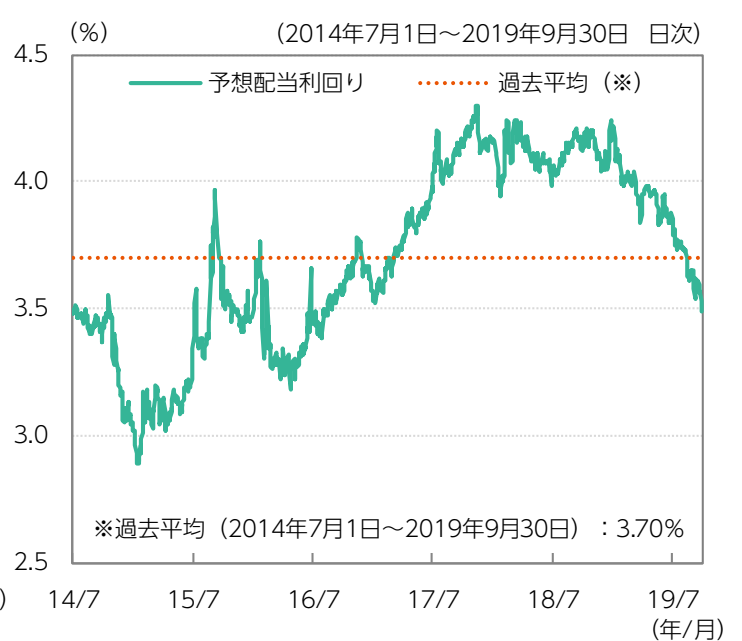
【図表3】 J-REITの時価総額等推移



【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

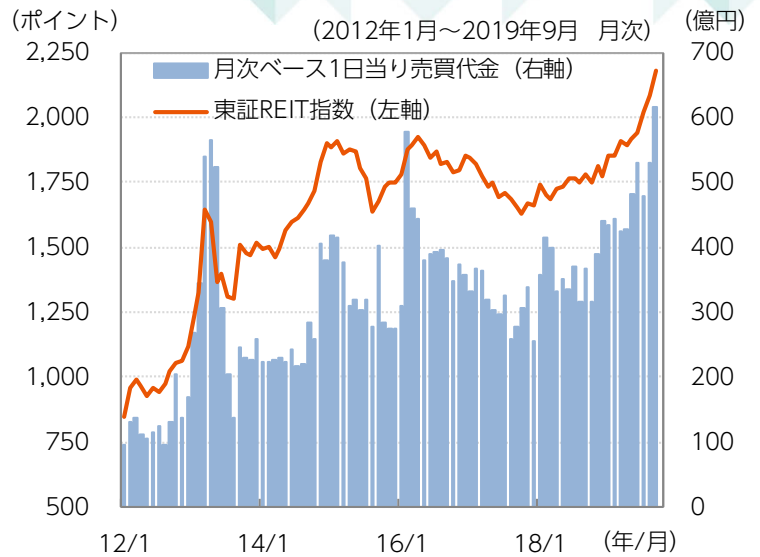


出所) 図表1～5はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

【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	578	-253	38	-332	-2,241	631	-505

※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

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

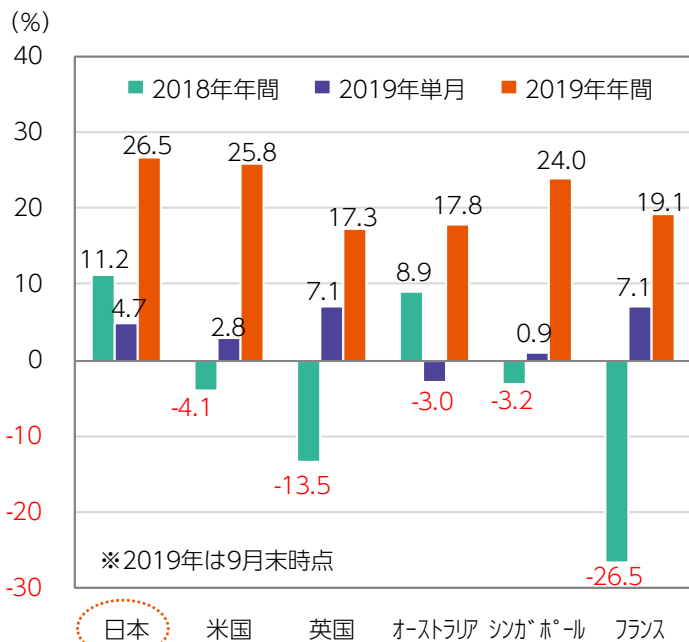
(3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 9月は2回、計24億円買い入れました。1～9月累計では276億円となりました。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は約31%、残り枠は約624億円(月当り約208億円)です。J-REIT市場が堅調に推移しており、日銀の買入れペースは緩やかです。尚、2018年の買入れ枠の消化率は約63%でした。
- 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。

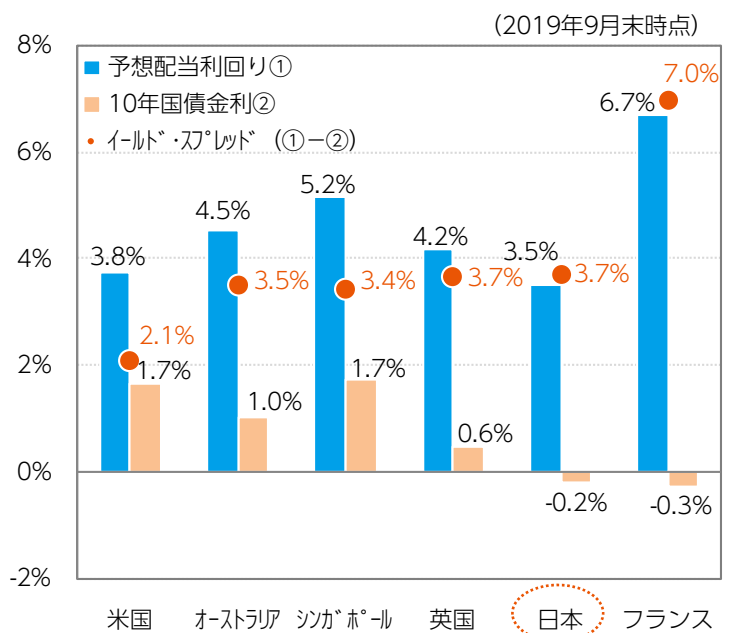
(4) 主要国REIT市場比較及びJ-REITとTOPIX推移比較

- 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9月月間のパフォーマンス（前月末比）は、利下げが見送られたオーストラリアのみ下落し、他は今後の利下げ期待等を背景に上昇しました。EU（欧州連合）からの離脱期限延長の可能性が浮上し、「合意なき離脱」の懸念が後退した英国は7%を超える上昇となりました。年初来の上昇率トップは日本で、2番目が米国となっています【図表9】。
- 9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（英国との差は0.03%）。予想配当利回りが最も高いのはフランスです【図表10】。
- 9月は米中貿易協議の進展期待でリスク回避姿勢が後退したこと等から、TOPIXのパフォーマンス（前月末比）がJ-REITを上回りました。J-REITの上方乖離幅は8月末に比べて縮小しました【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

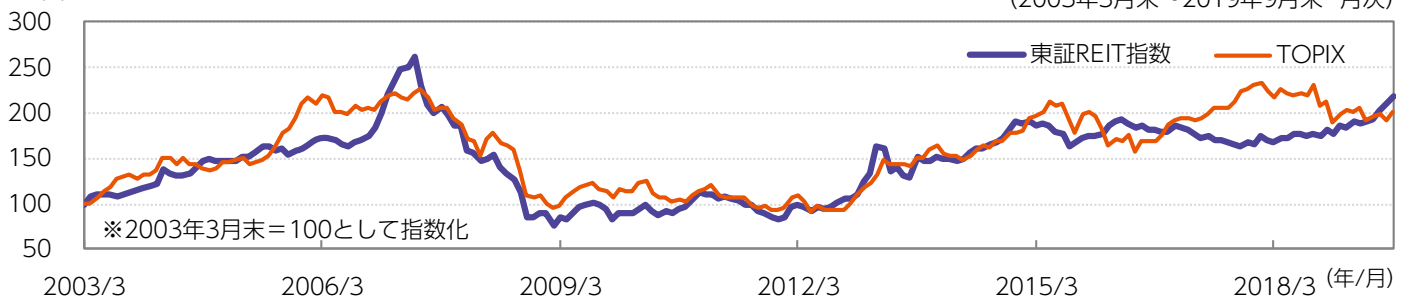


(注) 図表9~10はS&P各国・地域REIT指数（現地通貨）（配当込み）ベース（※J-REITの予想配当利回りは東証上場全銘柄ベース）
出所）図表9~10はS&P、不動産証券化協会、ブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

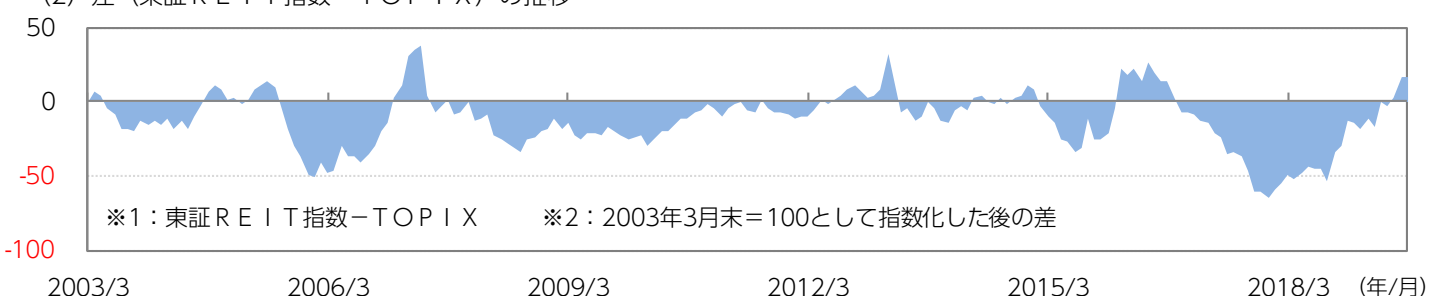
【図表11】 株式市場との比較

(1) 東証REIT指数とTOPIXの推移

(2003年3月末~2019年9月末 月次)



(2) 差（東証REIT指数-TOPIX）の推移

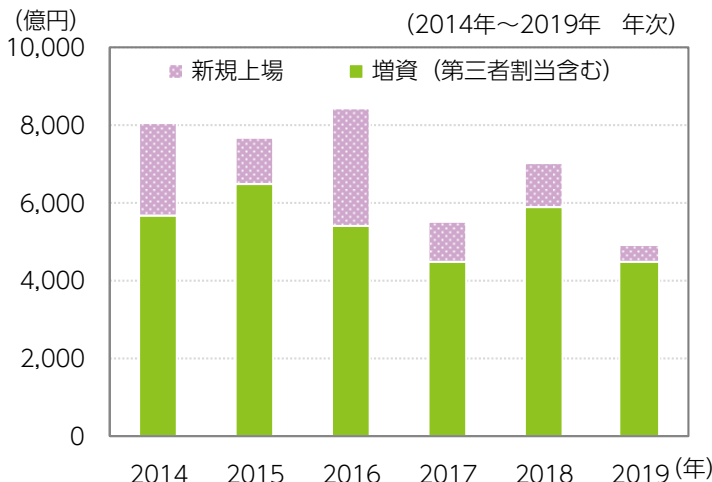


出所）ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

(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）

- 9月は4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22%減の4,925億円となっています。
- 9月の物件取得額（受渡しベース）は1,512億円、年初来では前年同期比26%減の1兆1,800億円となっています。9月の取得額の内訳は、商業施設が全体の約32%、物流施設が約25%等となっています。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。

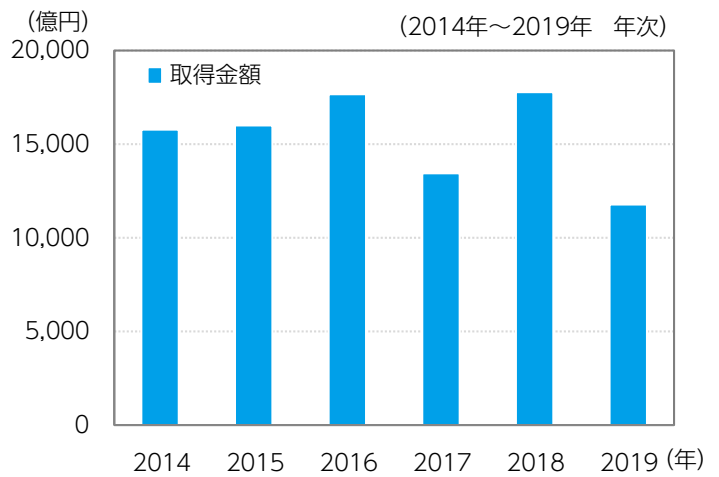
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は9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）

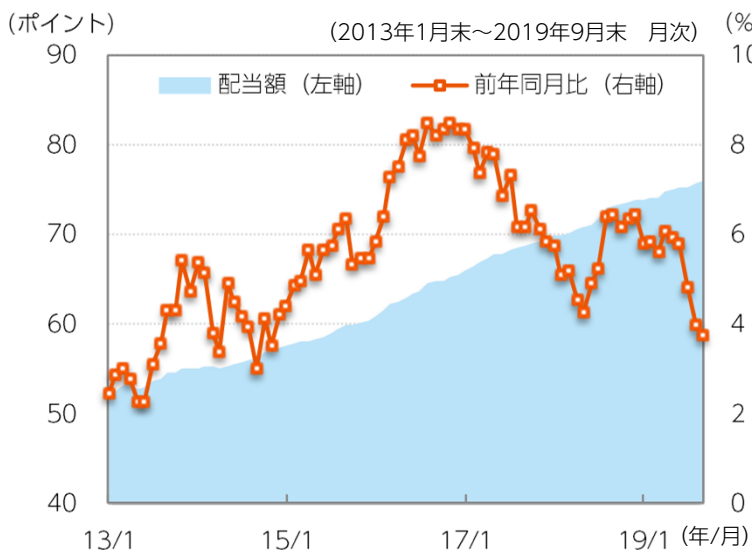


(※) 2019年は9月末時点

(6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

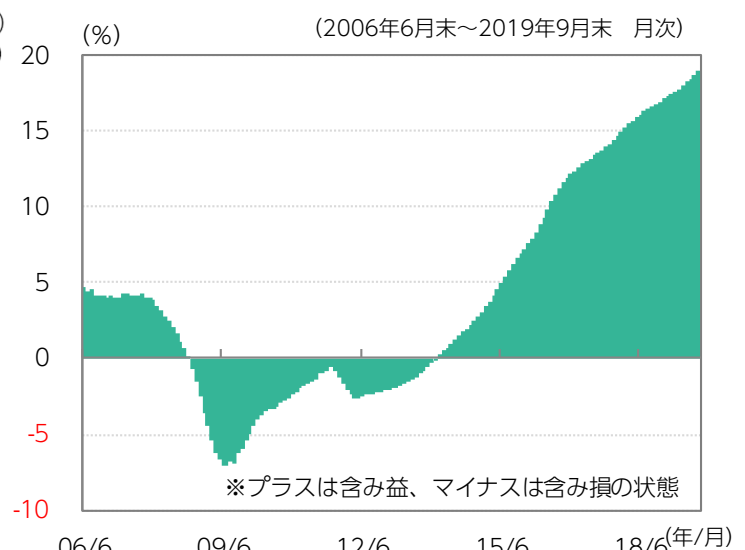
- 9月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比3.8%増となりました。増加率は2014年11月の同3.5%増以来の低水準です。前年同月（2018年9月）が6%を超える比較的高めの増加率を記録しており、その反動もあるものと思われます。オフィス賃料の上昇や金利低下による借入費用の減少等を背景に再び5%を超える伸び率に回復するのか注目されます。
- 9月末（2019年7月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は19.0%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆4,207億円と何れも過去最高水準です。

【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

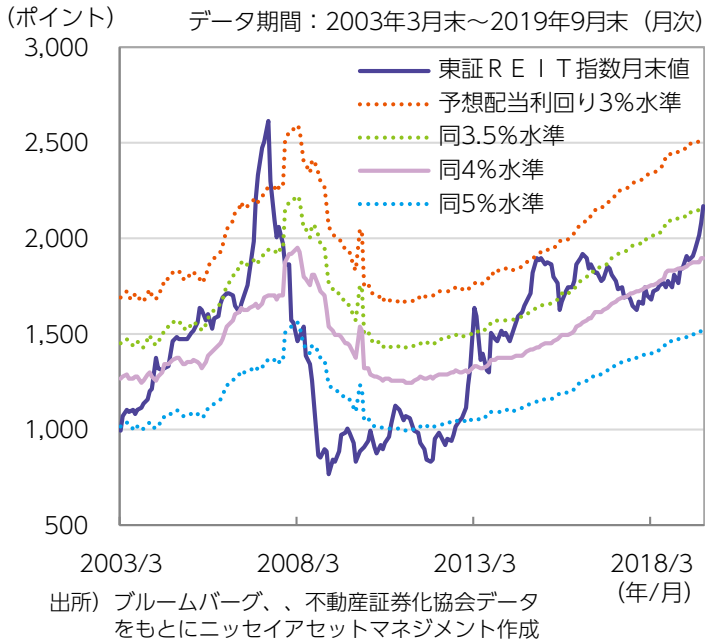


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

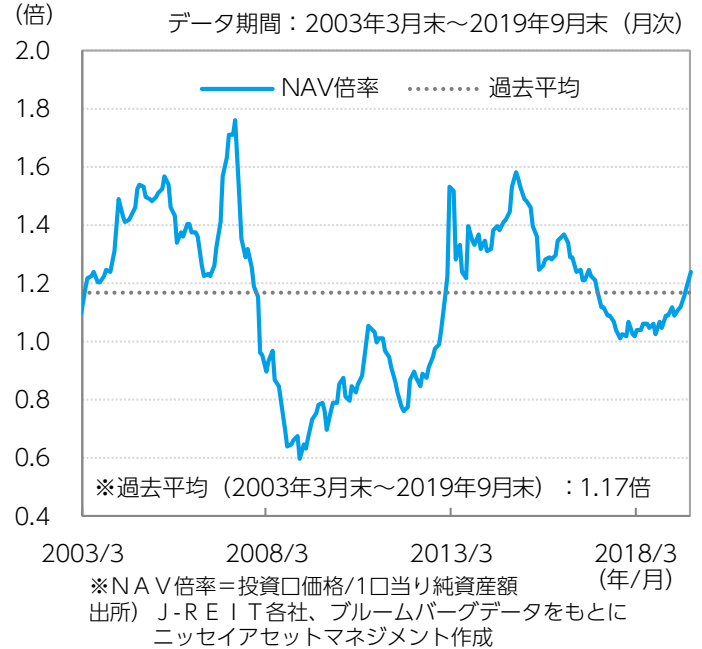
(7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 2019年9月末の東証REIT指数は、2016年6月末以来となる予想配当利回り3.5%水準に達しています。
- 2019年9月末のNAV倍率は1.23倍と、2017年1月以来の水準まで上昇しています。9月末の東証REIT指数は2007年6月末以来の水準を回復しましたが、当時のNAV倍率は1.50倍でした。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



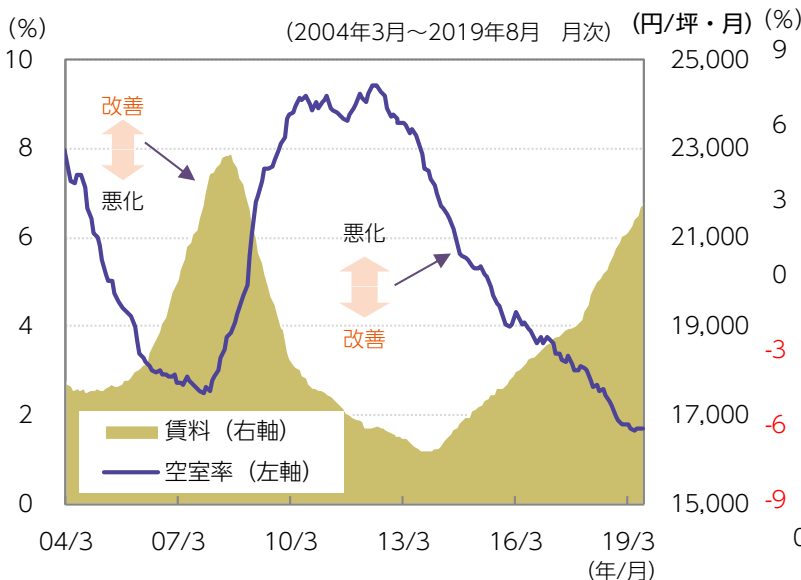
【図表17】 J-REITのNAV倍率推移



(8) 不動産市況

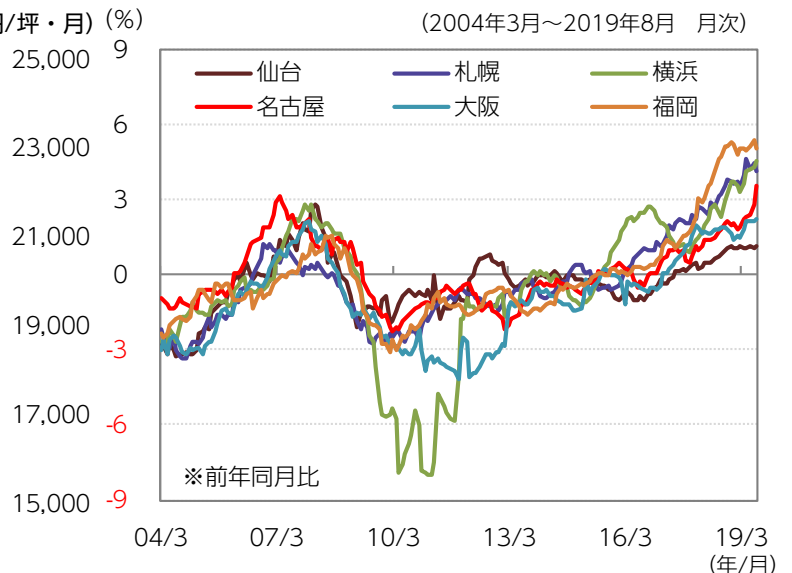
- 2019年8月の都心5区のオフィス空室率は前月比横ばいの1.71%でした。同月の月額坪当たり賃料は21,784円で、前年同月比7.4%増加しました。月額坪当たり賃料の増加率は2019年5月の6.9%を直近ボトムに拡大傾向となっています。賃料は前月比で68カ月、前年同月比で64カ月連続増加しています。
- 主要地方都市のオフィス賃料も前年同月を上回って推移しています。尚、福岡や仙台等一部地方都市のオフィス賃料上昇には一服感も出始めているようです。

【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、新宿区、渋谷区
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/>