

## 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4月号)**
**(1) J-R E I T市場の前月の動向**
**【指数の動き】**

- 3月のJ-R E I T市場は、F R B (米連邦準備制度理事会) が金融緩和に前向きなハト派姿勢を強めたことや世界的な景気減速観測により金利が低下したこと、国土交通省が3月19日に発表した2019年1月1日時点の公示地価で地価の回復が続いていることが確認されたこと等を材料に上昇しました。3月末の東証R E I T指数 (月末値ベース) は2016年4月以来約3年ぶりの水準を回復しました【図表1、2】。セクター別ではオフィスが同+3.96%、住宅が+2.97%、商業・物流等が+2.00%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63と過去最高を更新しました。時価総額は14.2兆円と前月末より5,289億円増加しました【図表3】。1日当たりの売買代金は425億円と、2018年12月から4ヵ月連続で400億円を超える売買が続いています。これまでの最長は3ヵ月連続でした【図表7】。
- 1件の新規上場がありました。市場からの資金調達額は239億円でした【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3.89% (前月末: 4.00%)、10年国債金利はマイナス0.081% (前月末: マイナス0.022%)、イールド・スプレッド (予想配当利回り-10年国債金利) は3.97% (前月末: 4.02%) 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月の東証R E I T指数が月末値ベースで約3年ぶりの水準を回復した背景には、以下の支援材料があったものと思われます。
  - J-R E I T業績の相対的な安定感: J-R E I Tの主な収益源は固定賃料であること等から、J-R E I Tの業績は一般企業に対して相対的に安定していると言われる。世界経済の減速懸念が強まる中で、景気変動の影響を受け難いとされるJ-R E I Tが選好された。
  - J-R E I T業績の拡大期待: 都心5区 (千代田区・港区・中央区・渋谷区・新宿区) オフィスの賃料上昇が勢いを増している。J-R E I T保有物件の内、都心5区のオフィスが約3分の1を占めており (2月末時点)、J-R E I T業績の拡大ペースが速まるとの見通しが強まった【図表18】。
  - イールド・スプレッド (J-R E I T予想配当利回り-10年国債金利) の高止まり: 国内金利の低下でイールド・スプレッドが高止まりし、J-R E I Tの利回り面での投資魅力を高めた【図表4、5】。
  - 地価回復の継続: 国土交通省が3月19日に発表した2019年1月1日時点の公示地価で、全国的に地価の回復が続いていることが確認され、不動産市況の先行きに対する警戒感が後退した【図表19】。
- 4月は中国の一部経済指標の好転等を背景に世界景気の先行き懸念が後退し、支援材料の一つと考えられる金利の低下が一服することも想定されます。そのケースでのJ-R E I Tは上値の重い展開となりそうです。一方、景気や企業業績の悪化懸念が強まり、金利が落ち着いて推移する場合は、業績の拡大期待等を支えに底堅い動きを続けるものと思われます。4月のJ-R E I Tは金利や株価の動向等を睨みながら神経質な展開となりそうです。4月1~2日の2日間で東証R E I T指数は約1%下落しましたが、この間の1日当り売買代金は655億円と、3月月間の同425億円の約1.5倍に増加しています。投資家の押し目買い意欲の強さを示すものと思われ、下落局面ではタイミング待ちの資金が流入し、J-R E I Tを下支えするものと見ています。尚、10連休を控えた4月下旬は投資家の様子見ムードが強まり、動意の乏しい展開となりそうです。
- 3月31日に中国国家统计局が発表した3月の製造業P M I (購買担当者景気指数) が拡大と縮小の節目となる50を5ヵ月ぶりに上回ったことや、4月1日に米I S M (供給管理協会) が発表した3月のI S M製造業景況指数が市場予想を上回ったこと等を受けて市場では世界景気の減速懸念が後退しつつあるようです。今後の経済指標で景気の底堅さを示す内容が散見される場合は、米国の利下げ観測等で大きく低下していた金利の動きが荒くなることも考えられます。4月中旬以降から本格化する2019年1~3月期の米国企業の業績発表や株価の動きも材料視されそうです。

【図表1】 指数の上昇・下落率比較

(2019年3月29日時点)

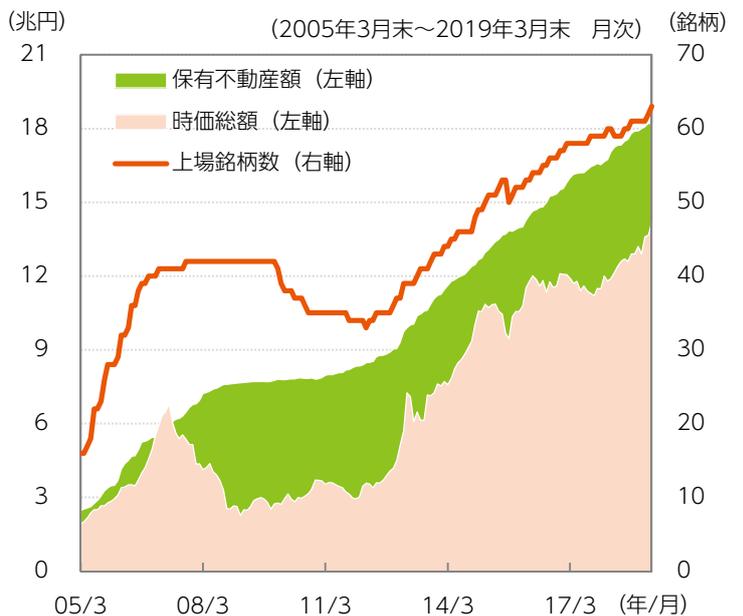
(%)

		2019年		(参考)
		単月	累計	2018年累計
配当除き	東証REIT指数	3.10	7.51	6.68
	TOPIX	-1.00	6.53	-17.80
	差	4.10	0.98	24.48
配当込み	東証REIT指数	3.30	8.67	11.11
	TOPIX	0.09	7.74	-15.97
	差	3.21	0.93	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7】 東証REIT指数と売買代金の推移



【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	-215	-243	-788	-50	-684	1,253	-303

※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
2019年2月	-77	48	-494	-22	-398	438	-0

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

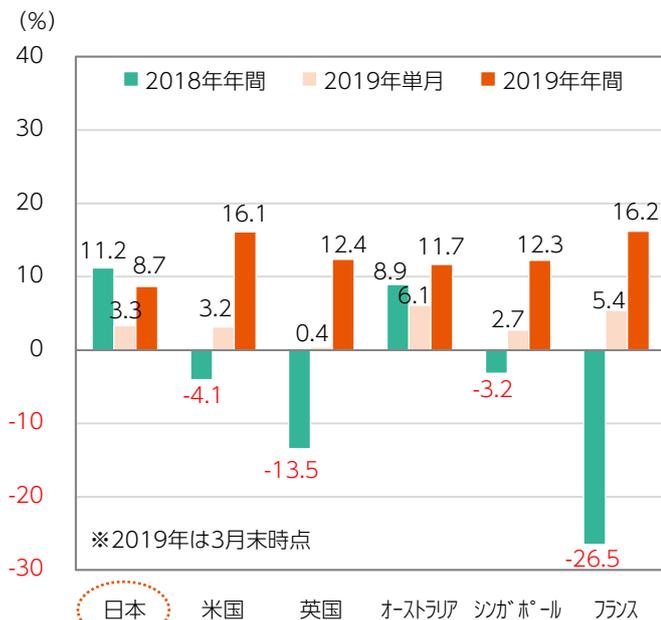
### (3) 日銀のJ-REIT買入れ状況

- 3月の買入れは3回、36億円(1回当たり12億円)、1～3月累計では96億円となりました。年間買入れ目処約900億円に対する消化率は11%、残り枠は約804億円(月当たり約89億円)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。

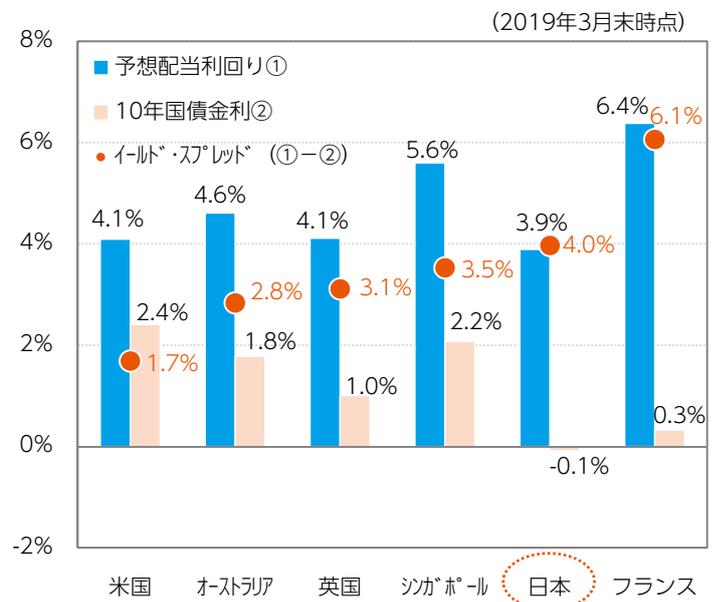
## (4) 主要国REIT市場比較

- 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3月月間のパフォーマンス（前月末比）は、すべての国がプラスとなりました。年初来では日本を除く他の5カ国の上昇率が10%を超えています【図表9】。
- 3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】。
- 3月は世界景気の減速懸念等を背景に金利の低下が進んだことから、相対的に利回りが高いJ-REITが株式（TOPIX）に対して選好され、両者の乖離は縮小しました【図表11】。

【図表9】 主要国REIT指数のパフォーマンス

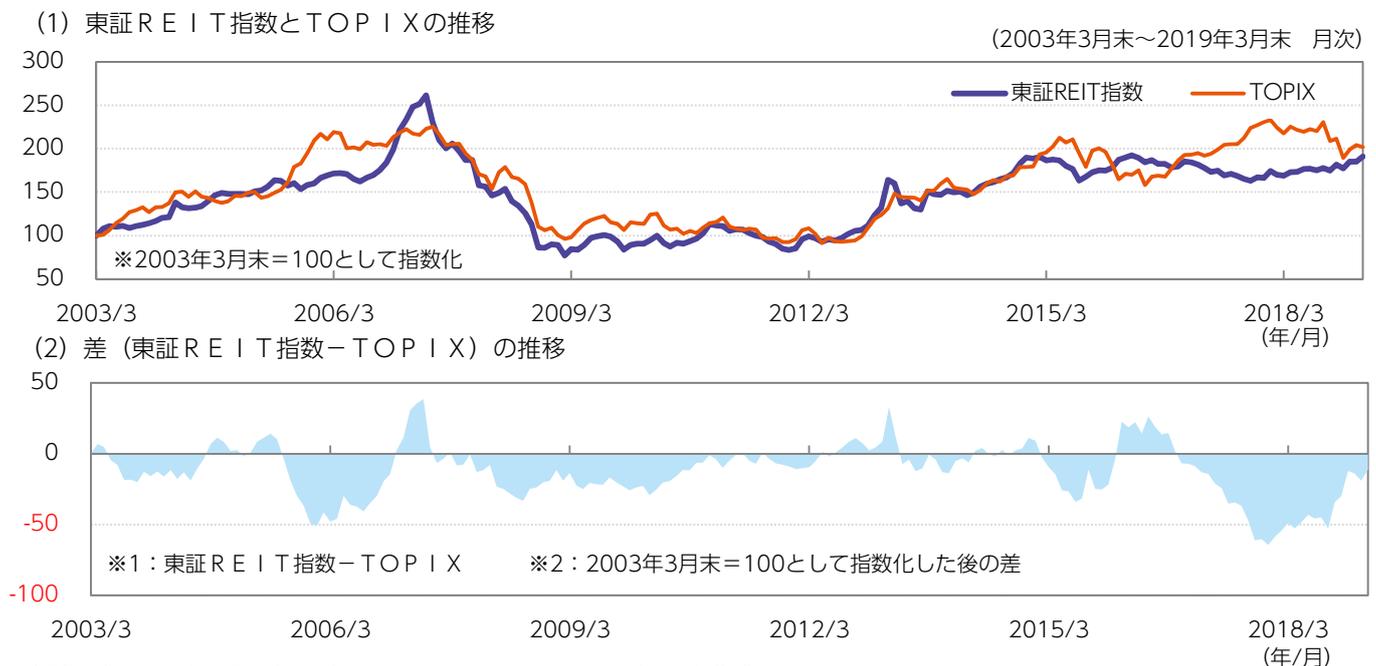


【図表10】 主要国REIT市場のイールド・スプレッド



(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

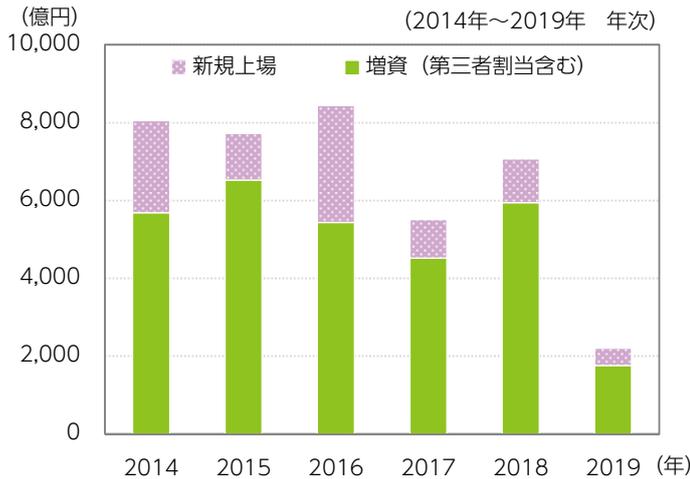


出所) ブルームバーグのデータをもとにニッセイアセットマネジメント作成

## (5) J-REITの新規上場・増資（資金調達）と物件取得状況

- 3月は1件の新規上場（サンケイリアルエステート）（新規上場日ベース）がありました（公募増資（発表月ベース）は無し）。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34%減の2,197億円となっています。
- 3月の物件取得額（受渡しベース）は1,956億円、年初来では前年同期比37%減の4,456億円となっています。不動産価格の高騰で、J-REITが高値警戒感を強めている可能性があります。

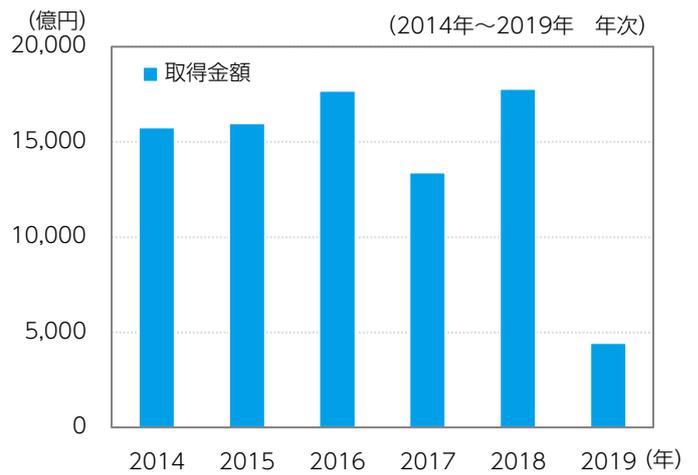
【図表12】 J-REIT増資等の資金調達状況



(※) 2019年は3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）

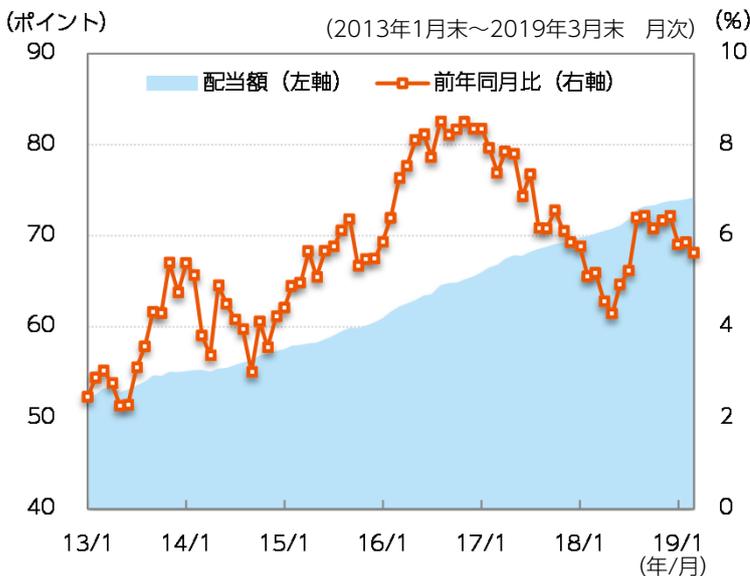


(※) 2019年は3月末時点

## (6) J-REITの配当額や保有物件含み率推移

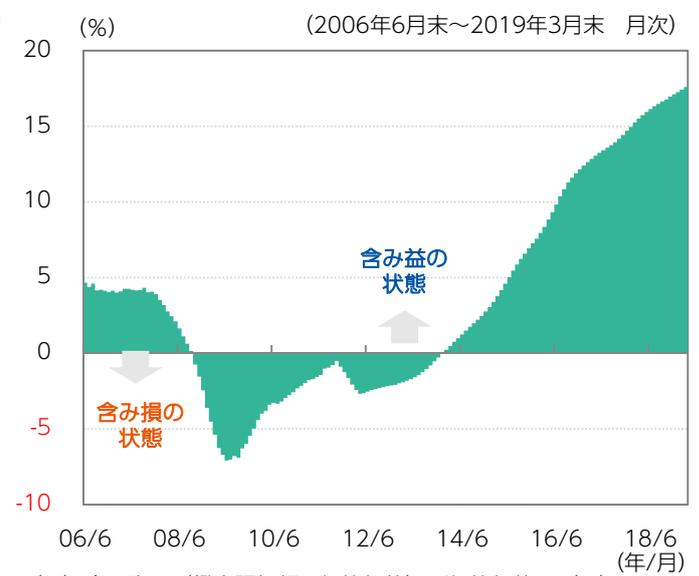
- 3月末の予想配当額（東証REIT指数ベース）は前年同月比5.6%増となりました。伸び率は前月の5.9%増からやや縮小しました。オフィス賃料の上昇加速や金利低下による借入費用の減少等を背景に、当面は5%を超える伸びが続くものと思われます。
- 3月末（2019年1月末決算時点）のJ-REIT保有物件の含み率（6ヵ月平均）は17.6%、含み益額（鑑定評価額－簿価価格）は3兆735億円と何れも過去最高水準です。物件入替時に売却益が発生する可能性が高まっています。

【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

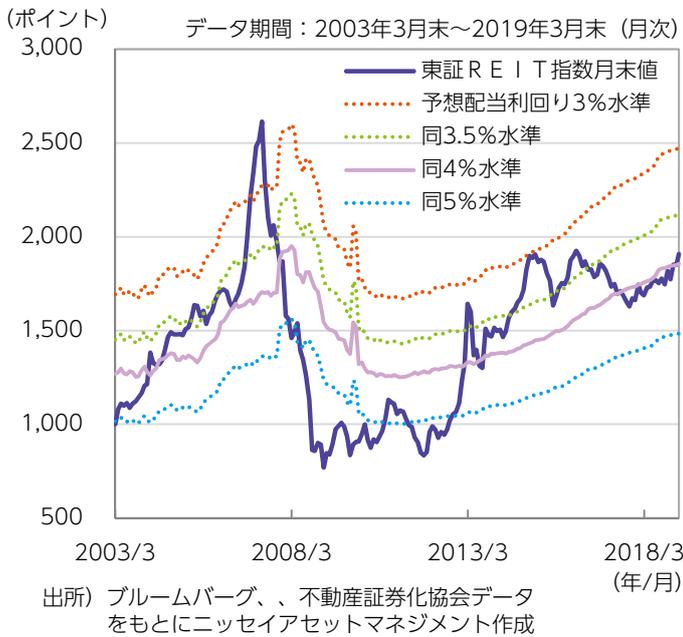


(※) 含み率＝(鑑定評価額－帳簿価格)／帳簿価格 (%)  
出所) J-REIT各社資料、ニッセイ基礎研究所資料をもとにニッセイアセットマネジメント作成

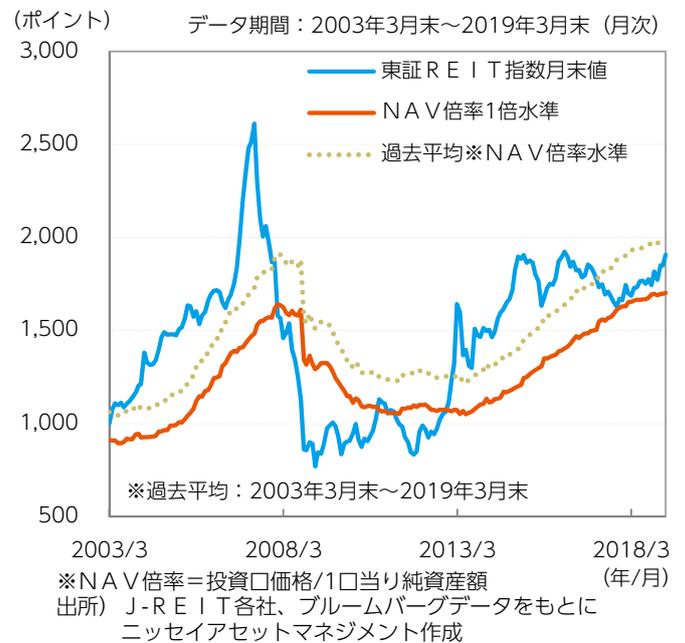
## (7) 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準やNAV倍率の推移

- 足元の東証REIT指数は予想配当利回り4%水準近辺で推移しています。
- 2019年3月末のNAV倍率は1.12倍と解散価値水準とされる1倍を上回っています。尚、リーマン・ショック前後は1倍を下回っていました。

【図表16】 予想配当利回りに基づく東証REIT指数水準



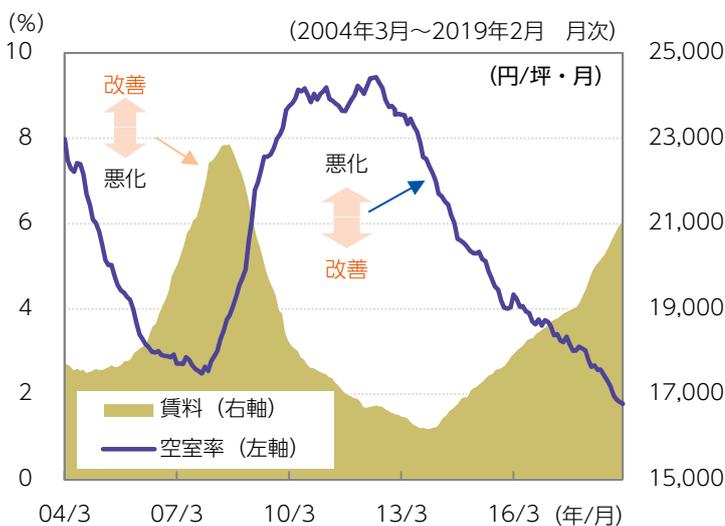
【図表17】 東証REIT指数とNAV1倍水準



## (8) 不動産市況

- 2019年2月の都心5区のオフィス空室率は1.78%と、前月より0.04%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21,101円で、前年同月比で8.2%増加しました。
- 国土交通省が3月19日に発表した2019年1月1日時点の公示地価は、全国・全用途で前年比1.2%のプラスと4年連続で上昇し、地価の回復が続いていることが確認されました。

【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) 三鬼商事データをもとにニッセイアセットマネジメント作成

※国土交通省が毎年3月に公表する1月1日時点の全国の土地価格。全国の不動産鑑定士が評価して、学識経験者らでつくる同省の土地鑑定委員会が適正な地価を公表する。一般の土地や公共事業の用地の取得の際の価格の指標となる。「住宅地」「商業地」「工業地」などに土地の用途を分類して発表する。

【図表19】 公示地価\*変動率（前年比）

単位：%	全用途	住宅地	商業地
全国平均	1.2 (0.7)	0.6 (0.3)	2.8 (1.9)
三大都市圏	2.0 (1.5)	1.0 (0.7)	5.1 (3.9)
東京圏	2.2 (1.7)	1.3 (1.0)	4.7 (3.7)
大阪圏	1.6 (1.1)	0.3 (0.1)	6.4 (4.7)
名古屋圏	2.1 (1.4)	1.2 (0.8)	4.7 (3.3)
地方圏	0.4 (0.0)	0.2 (▲0.1)	1.0 (0.5)
中核4市	5.9 (4.6)	4.4 (3.3)	9.4 (7.9)

\*1：カッコ内は前年 \*2：中核4市は札幌、仙台、広島、福岡  
\*3：▲はマイナスを示します。

出所) 国土交通省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。

## &lt;設定・運用&gt;



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/>