

需給改善のタイミングを待つJ-REIT

ポイント① 需給要因等を背景にJ-REIT下落

年初来の東証REIT指数の推移をみると、年初に1863.91ポイント（終値ベース）の高値をつけた後、下落基調にあります。11月半ばに年初来安値を付けた後反発しましたが、11月末で依然として1,700ポイントを下回っています【図1】。

下落要因としては、欧米の金利上昇が日本の金利にも影響を及ぼすのではないかと懸念に加え、J-REIT市場における最大の投資主体である投資信託の売りが需給を悪化させていることがあげられます。

投資信託は10月まで7か月連続でJ-REITを売り越しました。4月以降J-REITに投資する毎月分配型の投資信託の販売を積極的に行なわない金融機関が増えたとみられ、毎月分配型J-REIT投信からの資金流出が投資信託の売り越しの背景にあるようです。

ポイント② J-REITには主要国比で割安感

ファンダメンタルズは堅調です。三鬼商事による発表では、東京ビジネス地区（千代田・中央・港・新宿・渋谷区）のオフィスビルの平均賃料は10月まで46か月連続で上昇を続けています【図1】。平均空室率は3.02%と賃貸契約更新時に貸し手が有利になると言われる5%を下回っており、賃料の更なる上昇が期待されます。

また、J-REITには割安感がみられます。REIT価格の割高・割安を評価する基準の一つにREITの配当利回りと国債利回りとの利回り差（スプレッド）があります。REITは配当利回りの高さから、高利回り商品として注目されることがあるからです。J-REITのスプレッドは、主要国REITと比較すると大きくなっています【図2】。

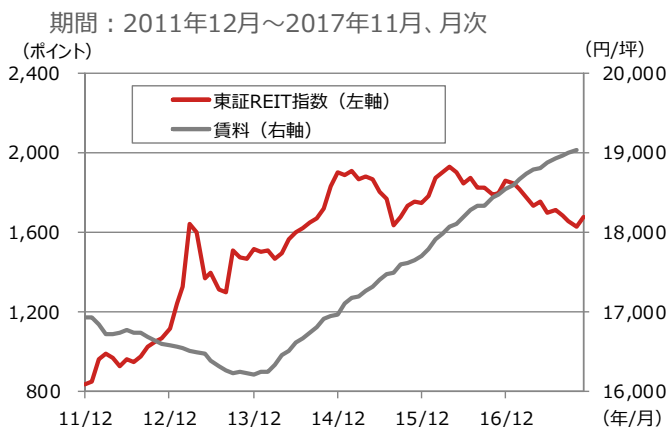
懸念される金利上昇ですが、金融緩和縮小に舵をきった欧米と異なり、足元のインフレ率は依然1%未満と日本銀行の目指す2%の「物価安定の目標」を大きく下回っており金融緩和政策は続き、その懸念は少ないと考えられます。

ポイント③ J-REITは見直される局面も

【図3】の各資産の年間騰落率で、過去の推移をみると、J-REIT価格（配当込みベース）は下落した年の翌年、相対的に高い利回りなどが注目され、リバウンドする傾向が見られます。2011年（▲22.2%）、2015年（▲4.8%）は、価格が下落しましたが、翌年の2012年（+41.0%）、2016年（+9.9%）には価格が上昇していることが分かります。2017年も11月末時点で▲6.8%と下落しています。

需給改善のタイミングでJ-REITが見直されれば、上昇に転じることが期待されます。

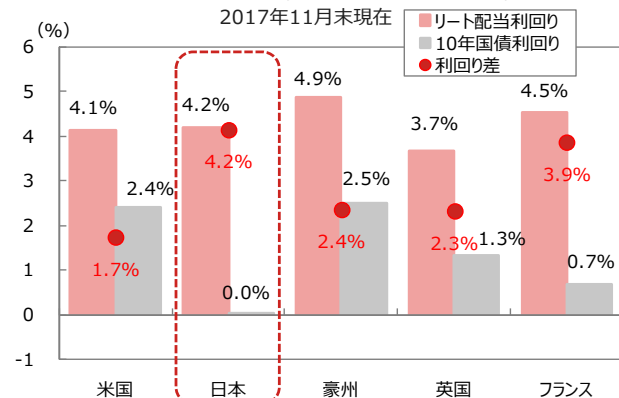
図1：東証REIT指数と東京オフィスビルの賃料



(注) 東京オフィスビルの賃料は、東京ビジネス地区(千代田・中央・港・新宿・渋谷区)のオフィスビル平均賃料、10月まで。

(出所) ブルームバーグ、三鬼商事データより野村アセットマネジメント作成

図2：主要国REIT利回りと10年国債利回りの比較



(注) 各国リート配当利回り：S&P先進国REIT指数、各国10年国債利回り：ブルームバーグ・ジェネリック、いずれも課税前。

(出所) ブルームバーグ、FactSetデータより野村アセットマネジメント作成

図3：各資産の年間騰落率

期間：2011年～2017年(2017年は11月末現在)

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
国内REIT	国内株式	国内REIT	国内REIT	国内株式	国内REIT	国内REIT
41.0%	54.4%	29.7%	29.7%	12.1%	9.9%	21.2%
外国REIT	国内REIT	外国REIT	外国REIT	国内REIT	外国REIT	外国株式
23.4%	41.1%	24.3%	24.3%	10.3%	8.7%	20.3%
国内株式	外国株式	国内株式	国内株式	国内株式	国内株式	国内REIT
20.9%	27.4%	10.3%	10.3%	1.8%	3.0%	8.1%
外国債券	外国株式	外国REIT	外国株式	国内REIT	外国REIT	外国REIT
5.6%	17.4%	2.2%	6.4%	1.1%	6.3%	8.2%
外国REIT	国内債券	国内債券	国内債券	国内REIT	国内債券	国内債券
3.3%	7.1%	2.0%	4.2%	1.8%	0.3%	0.1%
国内債券	国内債券	国内債券	国内債券	国内債券	国内債券	国内債券
1.9%	1.9%	1.0%	2.1%	1.1%	0.3%	0.1%
外国株式	外国株式	外国株式	外国株式	外国株式	外国債券	国内REIT
-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.8%	-0.0%	-6.8%
国内株式	国内株式	国内株式	国内株式	国内REIT	国内REIT	国内REIT
-17.0%	-17.0%	-17.0%	-17.0%	-4.8%	-4.8%	-4.8%
国内REIT	国内REIT	国内REIT	国内REIT	国内REIT	国内REIT	国内REIT
-22.2%	-22.2%	-22.2%	-22.2%	-4.8%	-4.8%	-4.8%

(注) 外国株式：MSCI-KOKUSAI指数、外国債券：シティ世界国債インデックス（除く日本）、外国REIT：S&P先進国REIT指数（除く日本）（以上、米ドルベース）国内株式：東証株価指数、国内債券：NOMURA-BPI総合、国内REIT：東証REIT指数、全てトータルリターン。

(出所) ブルームバーグデータより野村アセットマネジメント作成