

J-REITの市場動向とQ&A

足元の投資環境

年初来の東証REIT指数の推移をみると、1月16日に1,990ポイントの高値をつけた後、9月8日には1,509ポイントまで下落する局面もありました。軟調に推移した背景には、中国経済の減速懸念に端を発するリスク回避の動きに加え、今年に入って急増した公募増資による需給悪化懸念というJ-REIT固有の要因もあったと考えられます。

その後、J-REIT市場は底堅い動きを見せています。一時4%近くまで配当利回りが高まり、割安感から押し目買いが入ったものとみられます。

また、日本銀行による追加金融緩和期待も相場を後押しした可能性があります。

Q.なぜ公募増資がREIT価格の下落要因になるのでしょうか？

A.⇒発行済投資口数の増加により、短期的には需給悪化が懸念されるためです。

J-REITはその仕組みから利益の大部分を分配金として投資家に還元しています。そのため、物件取得をする際には、新たに資金調達をする必要があります。資金調達手段としては、主に、銀行等からの借入および公募増資があります。

借入を選択した場合、負債が増加し財務の悪化につながります。一方で、公募増資はその心配はありませんが、短期的には需給悪化懸念が相場下落の要因になり得ます。しかしながら、調達資金が収益性の高い物件取得に活用されるのであれば、将来の増配も期待でき、中長期的にはREIT価格に対してもプラスに働くと考えられます。

Q.日本銀行はJ-REITをどの程度買入れているのでしょうか？

A.⇒日本銀行は2014年10月31日の金融政策決定会合において、2013年4月に導入した「量的・質的金融緩和」の拡大を決定し、「J-REITについて、保有残高が年間約900億円（従来の3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う」ことを発表しました。2015年10月末現在、2,500億円超のJ-REITを保有しています。

2015年は10月末現在、保有残高が前年末比785億円増加、年間買入れ目途(約900億円)の9割弱に達しており、年内の買入れ残枠は約110億円です。

図1：東証REIT指数と日経平均株価



図2：J-REITの増資等による資金調達額

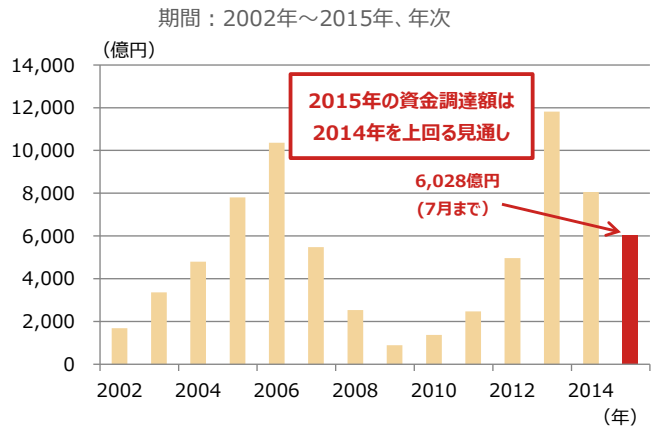


図3：2014年10月31日発表の追加金融緩和

	従来	今回
マネタリーベース増加額	年間60～70兆円	年間約80兆円
保有残高増加額	長期国債	年間約50兆円
	ETF	年間約1兆円
	J-REIT	年間約300億円
		年間約900億円

(出所) 日本銀行公表資料より野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

Q.J-REITの収益の源泉である賃料は上昇していますか？

A.⇒J-REITの主要な投資対象物件である東京のオフィスビルの動向をみてみると、2015年10月の東京都心5区のオフィスビルの平均賃料は17,612円/坪で22ヵ月連続で上昇、この間の上昇率は8.7%に達しています。また、同月の空室率は4.46%とおよ7年ぶりの低水準となっています。

東京のオフィスビル市場では、空室率が5%を下回ると、賃貸契約更新時に貸し手が有利になると言われています。オフィスの多くは賃貸契約期間が2年前後であることを勘案すると、今後、既存物件の更なる賃料上昇が期待されます。

Q.現在のJ-REIT価格に割高感はありませんか？

A.⇒米国REITとの比較では、現在のJ-REIT価格に割高感はありません。

REIT価格の割高・割安を判断する基準の一つに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多くあるからです。

J-REITと米国REITの配当利回りを比較すると、米国のほうがやや高くなっていますが、スプレッド(REITの配当利回り－10年国債利回り)を比較すると、J-REITの方が大きくなっています。日本国債の利回り水準が米国国債の水準を大きく下回っているためです。米国REITと比較した場合、J-REITの現在の価格水準に割高感はありません。

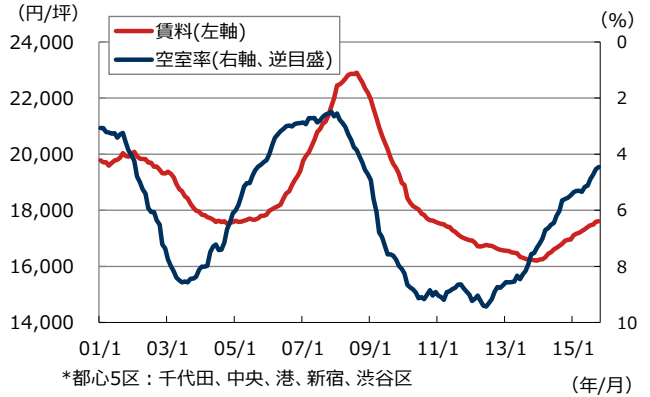
Q.米国で利上げが行なわれた場合、J-REITへの影響はあるのでしょうか？

A.⇒日銀の異次元緩和継続により、影響は限定的と考えられます。

米国の利上げにより、米国の長期金利(国債利回り)が大きく上昇すれば、日本の長期金利にも上昇圧力がかかる可能性があります。しかしながら、物価等、日本経済を取り巻く環境をみると、日本銀行による異次元の金融緩和は当面継続される見通しであり、日本の長期金利の大幅な上昇は見込みにくい状況です。長期金利が安定的に推移すれば、不動産市況や賃料の動向等が注目されると考えられます。

図4：東京オフィスビルの空室率と賃料(都心5区)

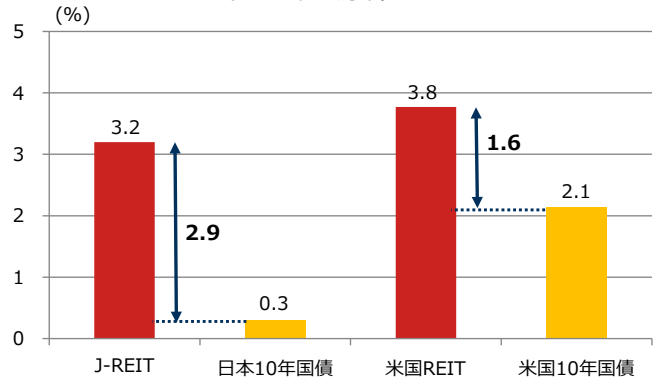
期間：2001年1月～2015年10月、月次



*都心5区：千代田、中央、港、新宿、渋谷区
(出所) 三鬼商事データより野村アセットマネジメント作成

図5：日米REIT予想配当利回りとスプレッド

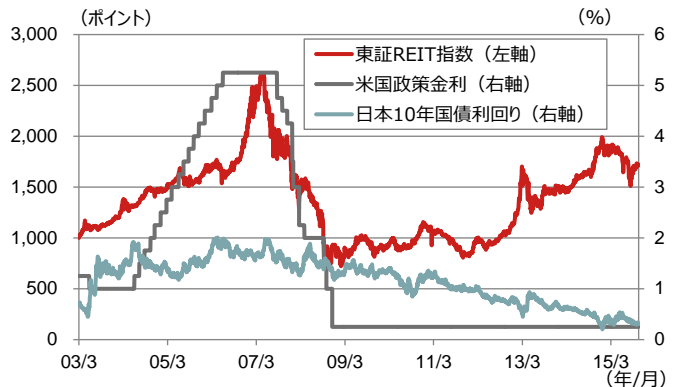
(2015年10月末)



(注) J-REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT エクイティリートインデックス
(出所) Bloombergデータより野村アセットマネジメント作成

図6：米国政策金利とJ-REIT、10年国債利回り

期間：2003年3月31日～2015年11月13日、日次



(注) 米国政策金利はフェデラルファンドレートの誘導目標値。2008年12月16日以降の政策金利は年0～0.25%ですが、グラフ上では0.25%としています。
(出所) Bloombergデータより野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

Q.日本の不動産は割高なのでしょうか？

A.⇒市況回復が続く日本の不動産市場ですが、他国との比較では、まだ割安感も残ります。

各国主要都市との比較では、東京のマンションの平米単価は、円安の影響もあり比較的低下水準となっています。賃料利回りも相対的に高く、海外の投資家の目には、他の都市に比べて、割安な購入価格で高い賃貸利回りを生み出す資産と映ると考えられます。

また、世界最大級の政府系ファンドであるノルウェー政府年金基金等の外資の不動産投資が活発化してきていることから、日本の不動産に注目が集まっていることが分かります。

Q.直近で注目されている物件タイプを教えてください。

A.⇒①ヘルスケアリート

2014年11月、日本初のヘルスケアリートが上場、2015年10月末現在、3銘柄が上場しています。ヘルスケアリートは、有料老人ホーム、サービス付き高齢者向け住宅、病院等を投資対象とするリートです。

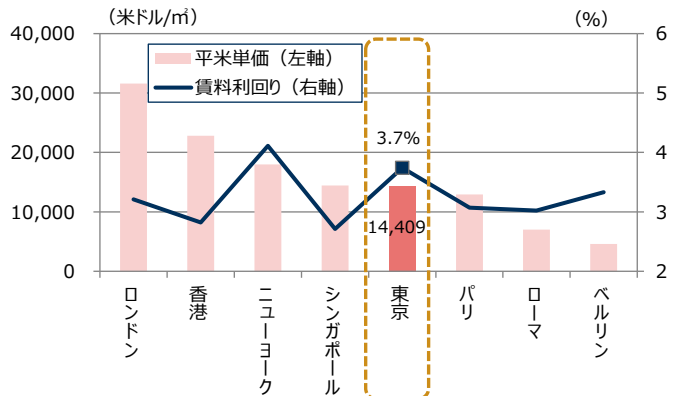
安倍首相はアベノミクス「新三本の矢」の一つの柱として介護離職者ゼロの目標を掲げています。その対応策として2016年春には特別養護老人ホームを賃貸物件で運営することを認める方針です。今後、規制緩和が進み、投資対象が拡大することで、ヘルスケアリートへの関心が高まること期待されます。

A.⇒②ホテルリート

訪日外国人旅行者の増加に伴い、ホテルの需要が拡大しています。日本政府観光局によると、2015年累計（1～9月）の訪日外国人旅行者数は前年同期比48.8%増の1,448万人となり、すでに2014年の年計（1,341万人）を上回りました。政府は2020年までに2,000万人実現との目標を掲げていますが、早ければ今年にも達成されそうな勢いです。

ホテルリートは公募増資を行なうことで資金を調達、積極的に物件を取得しています。新規物件取得と保有物件の稼働率上昇に伴い、今後の収益拡大が期待されています。

図7：各国主要都市マンションの平米単価と賃料利回り

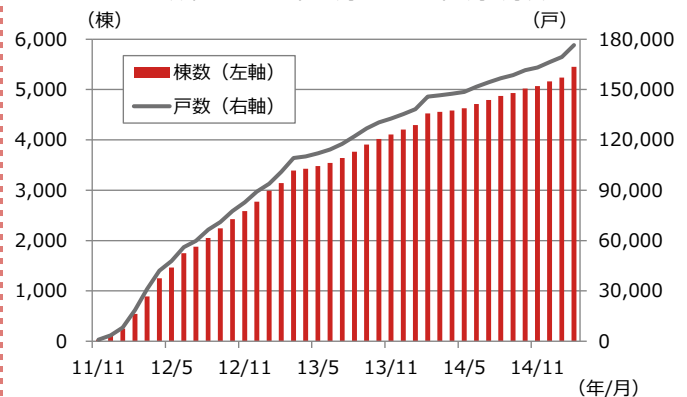


(注) 対象は各都市主要エリアの120㎡のマンション。非米ドルのデータは2015年10月末の為替レートで米ドルに換算。

(出所) Global Property Guideデータより野村アセットマネジメント作成

図8：サービス付き高齢者向け住宅の登録状況

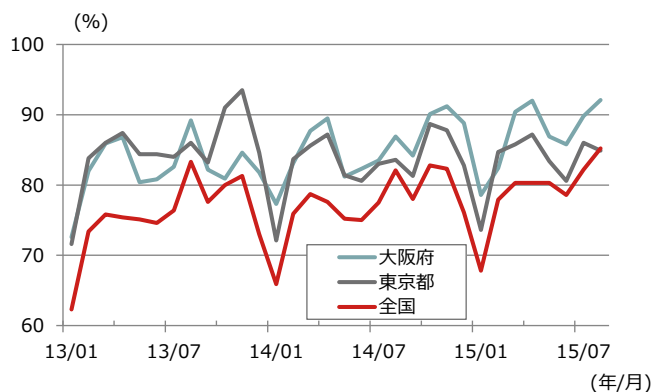
期間：2011年11月～2015年2月、月次



(出所) 国土交通省資料より野村アセットマネジメント作成

図9：シティホテルの客室稼働率

期間：2013年1月～2015年8月、月次



(出所) 国土交通省資料より野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

Q.マンション施工不正問題はJ-REITに影響するのでしょうか？

A.⇒不正問題が発覚した10月中旬以降の東証REIT住宅指数の値動きからは大きな影響は見受けられません。

J-REITは決算(通常年2回)時に保有物件の鑑定評価を行なう必要がありますが、その際にひび割れや傾き等のチェックを専門家を介して実施しています。仮にJ-REITの保有物件で施工不正問題が発覚しても、以下の理由から影響は軽微なものに留まると考えられます。

①リートは複数の物件を保有(例えば住宅系リートの中で時価総額トップのアドバンス・レジデンスリートは約250棟)しており、リスクの分散が図れていること。

②生じた損失等に対しては補償等を受けることが可能であると思われること。

なお、J-REITは厳しい開示義務が課せられていることから、関連物件を保有している場合等は、積極的に公表するものと思われま。

また、J-REIT市場に占める住宅リートの比率は13%程度(2015年9月末現在)で、現時点では、J-REIT市場全体に及ぼす影響は限定的と考えられます。

Q.J-REIT市場における投資家動向を教えてください。

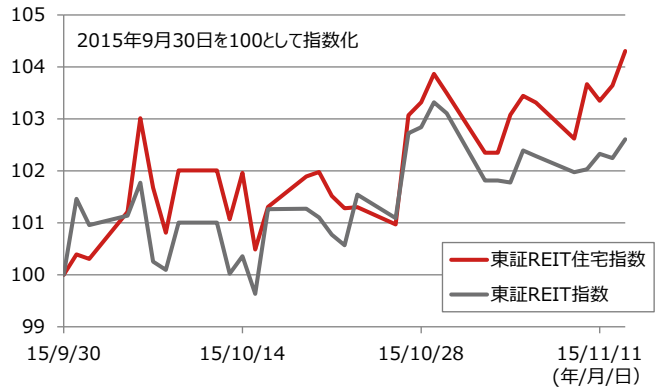
A.⇒投資部門別の売買動向をみると増資分を市場で売却する個人投資家以外は継続的な売り主体は見当たりません。

投資信託の継続的な買いに加え、9月には海外投資家や銀行(日銀を除く)も買い越しに転じており、需給の改善がみられます。

今後は、昨年4月にJ-REIT投資を開始したGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)に続き、国家公務員共済組合連合会などの他の公的年金も、近くJ-REIT投資をスタートさせるのではないかと期待が市場にはあります。また、株式上場を機に運用対象資産の多様化を急ぐゆうちょ銀行が、新たなJ-REITの買い手として浮上する可能性もあります。

図10：東証REIT住宅指数と東証REIT指数

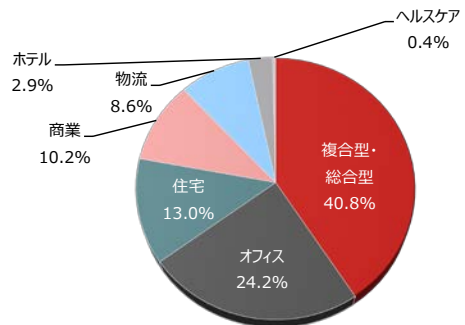
期間：2015年9月30日～2015年11月13日、日次



(出所) Bloombergデータより野村アセットマネジメント作成

図11：J-REIT市場のタイプ別時価総額構成比

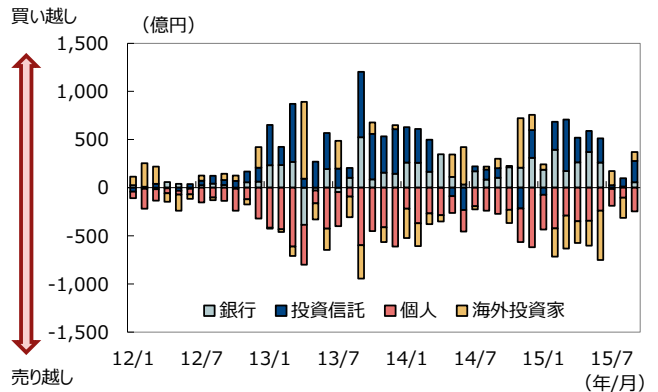
(2015年9月末)



(出所) 不動産証券化協会データより野村アセットマネジメント作成

図12：J-REITの主な投資部門別売買動向

期間：2012年1月～2015年9月、月次



(出所) 東京証券取引所データより野村アセットマネジメント作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。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。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。