

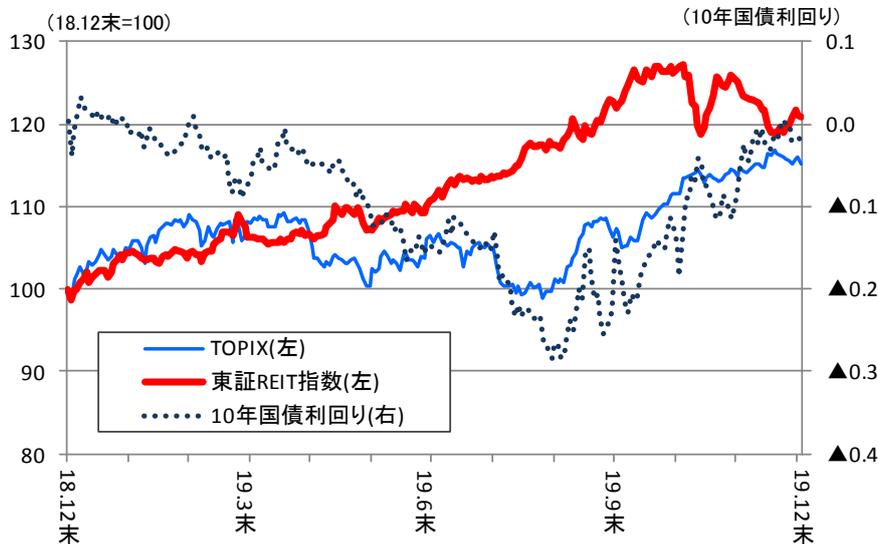
# 研究員 の眼

## 2019年のJリート市場は21%上昇。国内株を2年連続で上回る ～Jリート市場のバリュエーションをいま一度確認する～

金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人  
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

2019年のJリート（不動産投資信託）市場を振り返ると、市場全体の値動きを表わす東証REIT指数（配当除き）は21%上昇し、TOPIX（東証株価指数）の騰落率を2年連続で上回りました（図表1）。また、銘柄数は3社増えて64社、市場時価総額は前年比27%増加の16.4兆円となり、Jリート市場の産みの親である不動産業セクターの規模を初めて上回りました。2001年9月にスタートしたJリート市場を人間に例えるならば、「18歳となってお父さんお母さんの背丈を少し超えた」といったところでしょうか。

図表1：金融市場の動向（2019年）



(注) 東証REIT指数とTOPIXは2018年12月末=100とした値  
(出所) bloombergのデータをもとに作成

このように年間でみると上昇基調で推移したJリート市場ですが、11月以降やや頭打ちの感がみられます。米中貿易摩擦に対する楽観見通しや米国での金融緩和期待の後退を受けて「株高・金利上昇」が進行するなか、株式及び債券の代替投資先としてJリート市場に向かってきた資金フローが反転し、市場の先行きに不透明感が台頭しています。

それでは、現在の J リート市場のバリュエーションはどうなっているのか、いま一度確認したいと思います。

図表 2 : J リート市場のバリュエーション (2019 年 12 月末時点)

	東証REIT 指数	騰落率 (19.12末比)	市場バリュエーション		
			分配金 利回り	イールド スプレッド	NAV倍率
	2,350	+10%	3.2%	3.3%	1.33x
	2,300	+7%	3.3%	3.3%	1.30x
イールドスプレッド過去平均(3.4%)、2019年最高値 ⇒	2,250	+5%	3.4%	3.4%	1.27x
	2,200	+3%	3.5%	3.5%	1.24x
	2,150	+0%	3.5%	3.6%	1.21x
現在(19年12月末) ⇒	2,145	0%	3.6%	3.6%	1.21x
	2,100	▲2%	3.6%	3.7%	1.19x
NAV倍率過去平均(1.16x) ⇒	2,050	▲4%	3.7%	3.7%	1.16x
	2,000	▲7%	3.8%	3.8%	1.13x
	1,950	▲9%	3.9%	3.9%	1.10x
	1,900	▲11%	4.0%	4.0%	1.07x
	1,850	▲14%	4.1%	4.1%	1.05x
	1,800	▲16%	4.2%	4.3%	1.02x
2019年最安値 ⇒	1,750	▲18%	4.4%	4.4%	0.99x

(出所) ニッセイ基礎研究所

図表 2 は、現在の市場ファンダメンタルズ「1 口当たり予想分配金、1 口当たり NAV(Net Asset Value : 解散価値)、10 年国債利回り」をベースに計算した、東証 REIT 指数の「分配金利回り」、「イールドスプレッド (分配金利回りと 10 年国債利回りととの差)」、「NAV 倍率」を示しています。

まず、2019 年 12 月末現在のイールドスプレッドは 3.6% で過去平均(3.4%)と比較して割安な水準 (騰落率+5%) にあります。次に、NAV 倍率は 1.21 x で過去平均 (1.16x) と比較して割高な水準 (騰落率▲4%) にあります。このようにしてみると、現在のバリュエーションは概ね妥当な水準にあると言えます。なお、東証 REIT 指数が昨年の最高値(2,257)まで上昇した場合、イールドスプレッドは 3.4% (=過去平均)、NAV 倍率は 1.27 x となります。また、東証 REIT 指数が昨年の最安値(1,751)まで下落した場合、イールドスプレッドは 4.4%、NAV 倍率は 0.99 x (=NAV) となります。

もっとも、市場は将来のファンダメンタルズ (期待) も織り込んで価格を形成します。そこで、一定の前提条件をもとに作成した将来のファンダメンタルズ (今後 4 年間) <sup>1</sup>をベースに計算した、東証 REIT 指数のバリュエーションを確認しましょう (図表 3)。

<sup>1</sup> 1 口当たり分配金は「J-REIT 市場の収益見通し。今後 5 年で分配金 6% 成長を見込む」(岩佐 浩人、基礎研レポート、2019 年 11 月 7 日)、10 年国債利回りは「中期経済見通し(2019~2029 年度)」(ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2019 年 10 月 15 日)を参照。1 口当たり NAV は便宜上、過去の平均成長率(年率 4%)を適用。

まず、イールドスプレッドは「3.6%~3.8%」の範囲にあり、引き続き過去平均(3.4%)と比較して割安な水準を維持する見通しです。次に、NAV 倍率は 1 年後に過去平均 (1.16x) とほぼ同水準となり、4 年後には解散価値に等しい1 倍まで低下します。つまり、NAV 倍率でみて割高にみえる現在の価格は NAV の成長期待を織り込んだ水準にあるとも言えます。

図表 3 : J リート市場の将来バリュエーション (今後 4 年間)

- ・1口当たり分配金:ニッセイ基礎研究所の見通し(メインシナリオ)
- ・10年国債利回り:ニッセイ基礎研究所「中期経済見通し(メインシナリオ)」
- ・1口当たりNAV:過去の平均成長率(年率4%)を適用

	東証REIT 指数 (19.12末)	市場ファンダメンタルズ(予想)			市場バリュエーション		
		1口当たり 分配金	1口当たり NAV	10年国債 利回り	分配金 利回り	イールド スプレッド	NAV倍率
現在	2,145	76.3	1,770	▲0.0%	3.6%	3.6%	1.21x
1年後	2,145	79.1	1,841	▲0.1%	3.7%	3.8%	1.17x
2年後	2,145	80.7	1,914	0.0%	3.8%	3.8%	1.12x
3年後	2,145	81.3	1,991	0.1%	3.8%	3.7%	1.08x
4年後	2,145	81.0	2,071	0.2%	3.8%	3.6%	1.04x

(出所)ニッセイ基礎研究所

市場価格が勢いよく上昇すればさらに上昇するのではと楽観し、市場価格が急落すればさらに下落するのではと不安に陥るのは人情かと思えます。一方で、割高・割安を判断するバリュエーション指標は価格と反対の動きを示すため、価格が下落(上昇)するほど投資の魅力度は向上(低下)します。

長期投資を志向する投資家は目先の価格変動に一喜一憂することなく、自らの投資目線(バリュエーション)に沿った運用を心掛けたいものです。

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。