

## 株価大幅下落の中で、割安な J-REIT を見直す



### 日本株の下落止まらず

米国と中国の貿易戦争懸念を受けた米国株の大幅下落、財務省の決裁書面書き換え問題とそれに伴う安倍内閣の支持率低下、前述の材料を警戒しての円高進行でドル円は 105 円割れ・・・とリスク要因は枚挙にいとまがないほどです。これらの不安材料を受け日本株も大幅に下落し、日経平均は 3 月 23 日の前場終了時点で 764 円安の 2 万 827 円となりました。筆者はチャートを始めとしたテクニカル指標にはあまり重きを置いていませんが、その筆者でさえ「200 日移動平均を大きく下抜け」「2 万 1000 円の節目割れ」「前回安値を割り込みダブルボトム形成失敗」などなんとも嫌な材料が並ぶと感じています（チャート参照）。

### 日経平均の日足チャート

#### 分析チャート



今後の日本株動向についてはチーフ・ストラテジストの広木が見通しを述べておりますので、そ

らをご参照いただければと存じますが、筆者個人的には 2 万円の節目が意識される展開になるリスクを感じています。ただ、こうした調整局面では私のようなアナリストの予想もメディアの論調もとかく悲観に傾くものです。本来は暴落局面こそ成長株の安値を拾うチャンスなのですから、現物取引で成長株の安値を肅々と拾っていくのが投資戦略の王道だと考えますが、ご不安になる方も多いのではと想像します。そこで本日の銘柄フォーカスでは少し普段と趣向を変えて、J-REIT（不動産投資信託）をご紹介します。

## 利回りからすると J-REIT は割安

以下のグラフ 1 は東証 REIT 指数とその REIT 指数採用銘柄の加重平均予想分配利回りの推移を示しています。3 月 22 日現在の予想分配金利回りは 4.2%とアベノミクス・マーケットが始まって以降ほぼ最高水準にあります。利回り面からすると J-REIT はかなり割安に見えます。

グラフ1：東証REIT指数と東証REITの予想分配金利回りの推移



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成

続いて以下のグラフ 2 は REIT 市場の割安・割高を計る指標としてよく使われる、「東証 REIT 指数の予想分配金利回りから長期金利（10 年国債利回り）を引いた利回り（イールドスプレッド）」です。グラフ 2 を見ても、アベノミクス・マーケット以後で最も利回り差が大きい水準にあり、J-REIT は割安に見えます。

グラフ2：東証REITの予想分配金利回りと長期金利の利回り差

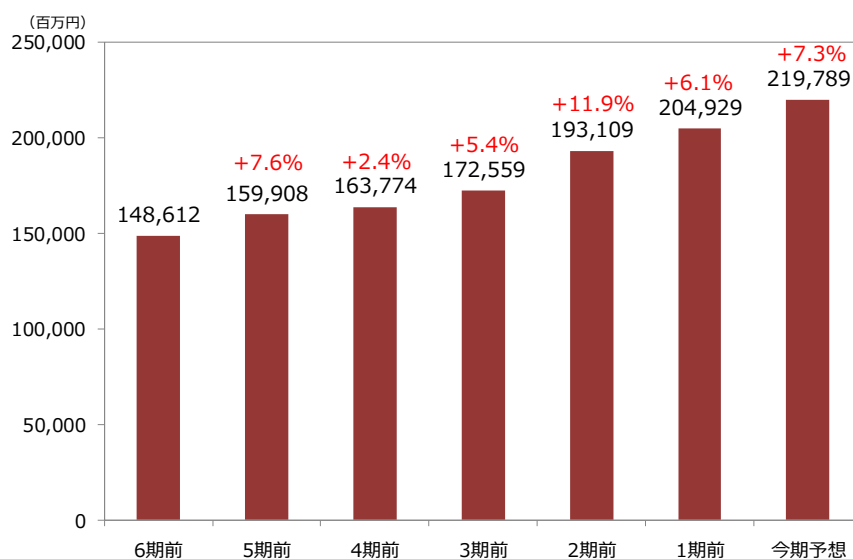


ただ、個別企業に置き換えて考えると通常ある銘柄の配当利回りが高い（割安）ということは、その銘柄に対する成長期待が低かったり、減配懸念があったりする 경우가ほとんどです。現在のJ-REIT の場合はどうなのでしょう？

### J-REIT の業績は堅調

グラフ3はJ-REITのうち6期前（J-REITは通常6ヶ月決算なので過去3年間）から業績を取得できた45銘柄について、純利益の実績と今期の予想を集計したものです（ジャパン・ホテル・リート（8985）は1年決算なので集計から除いています）。一目瞭然、J-REITの利益は右肩上がりで増えています。利益の増加は増資などによる物件取得による成長（外部成長）も含まれますが、REIT指数が上がる中で、利回りも伸びており賃料改定などによる利益増加（内部成長）も大きいと言えます。超低金利と国内景気の堅調さに支えられて不動産市況が良くなっているということでしょう。

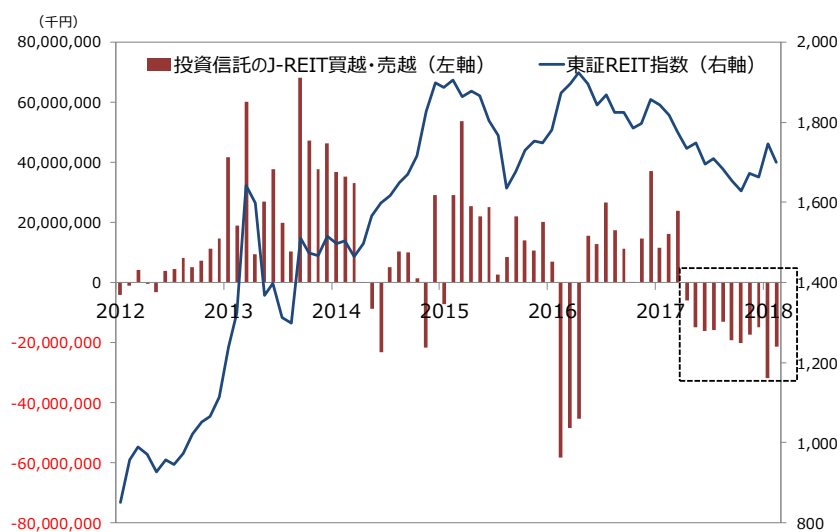
グラフ3 : J-REIT45銘柄の純利益推移



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成 6期前から継続的に業績を取得できた45銘柄について集計

ではなぜ、J-REIT は冴えないのでしょうか？1つの大きな要因は投資信託からの売りがかさんだことによる需給要因ではないかと筆者は整理しています。グラフ4は東証が発表しているJ-REITについての投資部門別売買動向から、「投資信託」の買越・売越と東証REIT指数の推移をまとめたものです。2017年4月から投資信託は一貫して売り越しを続けています。これはおそらく毎月分配型の投資信託への人気が一時期に比べて低迷してきたことから、そういった投信から資金が出た影響による需給の歪みという側面が大きいのではと推測しています。

グラフ4 : J-REIT指数と投資信託のJ-REIT売買動向の推移



(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成

J-REIT の低迷がいつまで続くのかわかりませんが、もし筆者の見立てが正しく現在の J-REIT 市場がファンダメンタルズ面で魅力的にもかかわらず需給により低迷しているとしたら、マーケットがその状態を長期間放置する可能性は低いのではないかと考えています。（もちろん筆者の見立てが間違っている可能性もありますが。）

また、J-REIT は個別企業に比べて相対的に円高に対する耐性が強いと考えられます。さらに、株価下落が今後の国内景気鈍化を示唆しているとするれば、日銀の低金利維持や J-REIT の買い入れといった金融緩和策はより長く続くと見込まれ、それも利回り商品である J-REIT にはプラスに作用すると考えられます。これらの要因から、現在の J-REIT には一定の投資妙味があるのではと考えています。そこで今回は個別の J-REIT の中でも特に割安感が強い銘柄をご紹介します。

### 特に割安感が強い J-REIT は？

筆者は J-REIT を選定する際に、「予想分配金利回り」「LTV（有利子負債比率）」「NAV 倍率」の 3 つのポイントに着目するのが有効ではないかと考えています。NAV 倍率の NAV とは、Net Asset Value の頭文字をとったもので、NAV 倍率とは REIT の時価総額がその REIT の持つ純資産に対し何倍であるかを示しています。また、LTV（有利子負債比率）が高いということは既に有利子負債を多く抱えて投資を行っているということを示し、新たに借入金をして物件を取得する余地が小さいということになります。

今回は J-REIT の中から以下の条件で銘柄をピックアップしてみました。

- 予想分配金利回り 4%以上
- NAV 倍率 1 倍以下
- LTV（有利子負債比率）が 50%以下

表 1 が条件に当てはまった銘柄です。

表1：割安と考えられるJ-REIT銘柄

銘柄コード	銘柄名	3/22終値 (円)	年間1口あたり 予想分配金 (円)	予想分配金 利回り	株価NAVレシオ (時価ベース)	総資産LTV (%)
3473	さくら総合リート投資法人	93,600	5,400	5.8%	0.96	42.2
8979	スタートアップリート投資法人	164,400	8,950	5.4%	0.82	43.0
3463	いちごホテルリート投資法人	123,100	6,429	5.2%	0.85	46.1
3296	日本リート投資法人	318,500	16,598	5.2%	0.95	49.8
3298	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人	15,010	782	5.2%	0.98	46.2
3453	ケネディクス商業リート投資法人	236,600	12,308	5.2%	0.94	42.6
3292	イオンリート投資法人	113,300	5,750	5.1%	0.92	48.8
3455	ヘルスケア&メディカル投資法人	103,900	5,249	5.1%	0.88	44.6
8975	いちごオフィスリート投資法人	78,700	3,880	4.9%	0.95	37.1
8985	ジャパン・ホテル・リート投資法	76,700	3,705	4.8%	0.95	45.9
3308	日本ヘルスケア投資法人	172,700	8,200	4.7%	0.85	43.8
8956	プレミア投資法人	109,600	5,170	4.7%	0.99	46.9
8977	阪急リート投資法人	131,600	5,950	4.5%	0.9	44.3
3227	MCUBS MidCity投資法人	76,200	3,415	4.5%	0.98	44.3
8966	平和不動産リート投資法人	100,500	4,279	4.3%	0.86	47.5
3462	野村不動産マスターファンド投資法人	145,200	6,180	4.3%	0.99	44.5
8953	日本リテールファンド投資法人	209,000	8,860	4.2%	0.96	48.9
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	219,500	8,950	4.1%	0.89	39.9

(出所) 3月22日時点のQUICKデータよりマネックス証券作成

では最後に、上記の18銘柄の中でも特に筆者が気になっている5銘柄について、投資物件や特徴などをご紹介します。ご参考いただければ幸いです。

#### インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人 (3298) 予想分配金利回り 5.2%

品川や恵比寿などの好立地にオフィスを保有。J-REIT版自社株買いである「自己投資口取得」をJ-REITとして初めて実施するなど、投資主価値の向上に積極的。

#### 日本リテールファンド投資法人 (8953) 予想分配金利回り 4.2%

商業施設特化型で、特に中部・近畿地区のウェイトが大きい。三菱商事とUBSがスポンサー。

#### プレミア投資法人 (8956) 予想分配金利回り 4.7%

天王洲や池袋にビルを保有するなどオフィスに7割弱・住居を3割強保有。NTT都市開発がメインスポンサー。

#### 日本ロジスティクスファンド投資法人 (8967) 予想分配金利回り 4.1%

物流施設特化型で、スポンサーは三井物産。横浜、市川、新木場などに物流センターを保有。

#### 阪急リート投資法人 (8977) 予想分配金利回り 4.5%

総合型のJ-REITで、スポンサーは阪急阪神ホールディングス。近畿地区が中心だが、保有比率が最も大きいのは東京の汐留イーストサイドビル。

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会