

主要 REIT 市場の動向分析

Research Report
2020年2月資産運用研究所
ファンドアナリスト
野澤 光希

要 約

国内公募株式投信（除くETF）（以下、オープン投信）におけるREITファンドは、2010年から2016年にかけて資金流入が続いていたが、2017年、2018年は純流出となり、オープン投信に占めるREITファンドの割合が低下した。2019年は、オープン投信全体が純流出に転じる中でREITファンドは純流入に転じ、オープン投信に占めるREITファンドの割合は再び増加した。

世界のREIT市場のシェアで上位を占める米国、日本、アジア（除く日本）、欧州、豪州のREITの時価総額は、リーマン・ショックからの回復途上にあつた10年前と比較して、増加率で見ると日本が最も高く、時価総額は欧州に迫る水準となっている。REIT指数の騰落率も概ね好調なパフォーマンスとなっており、その中で日本の騰落率が最も高かった。

日本と米国の10年国債利回りと、それぞれのREIT指数との関係を過去10年のデータで検証すると、10年国債利回りが低下した時、REIT指数は上昇することが多かったが、10年国債利回りが上昇しても、REIT指数が下落する傾向は見られなかった。一方、日米主要株価指数が下落（または上昇）すると日米REIT指数も下落（または上昇）する傾向が見られた。

REITで安定的な利益を追求するためには、長期金利の動向を参考にするとともに、REITの分配金利回りの水準、個別REITファンドや主要株価指数のパフォーマンスなども鑑みて、長期的な視点を持つことが重要であろう。

目次

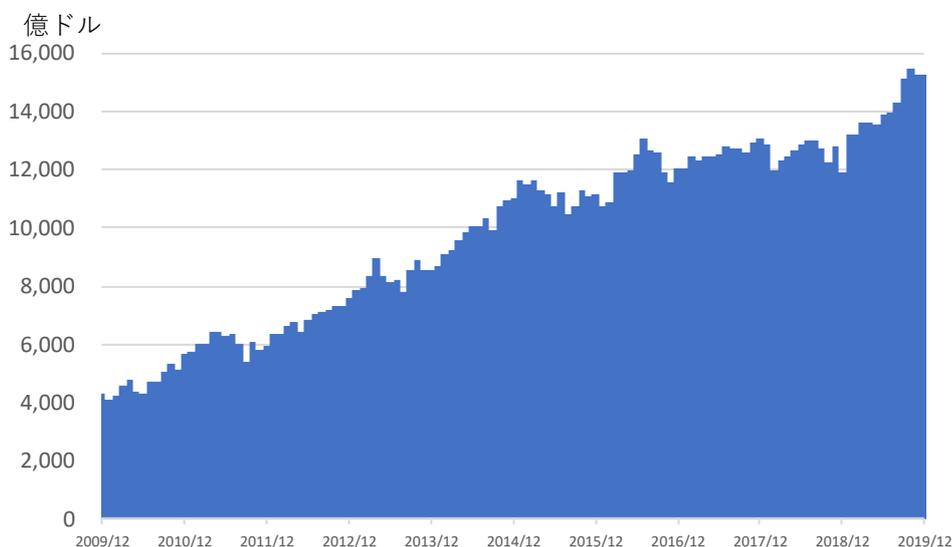
1. はじめに
2. REIT ファンドの資金動向
3. 主要 REIT 市場の動向
4. 金利と REIT 指数の関係
5. 株価指数と REIT 指数の関係
6. おわりに

1. はじめに

世界的な低金利の環境において REIT は利回りの高い資産として注目され、市場は拡大傾向にある。世界の REIT 市場の時価総額は 2019 年 12 月末時点で 1 兆 5,261 億ドルに達し、2009 年 12 月末(4,328 億ドル) と比べ、およそ 3.5 倍となった(図表 1)。今回は、この間のオープン投信における REIT ファンドの動向、世界の主要 REIT の時価総額や分配金などの推移を見ることで、主要 REIT 市場の全体像を確認する。

また、REIT 指数の動向を見る上で取り上げられることの多い債券市場(市場金利)との関係、株式市場と REIT 市場の関係を検証することで、REIT 運用において何に注目すべきかを考察する。

図表 1 世界の REIT 市場の時価総額¹の推移(米ドルベース)



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

2. REIT ファンドの資金動向

2010 年から 2019 年(各 12 月末時点)にかけての REIT ファンド(オープン投信のうち、日興大分類²がリートのファンド)の資金流入は、2010 年から 2016 年まで純流入が続いていた。しかし、当期運用益で賄えない分配原資を過去の運用益などで賄うファンドが長期的な資産運用の観点から問題視されたことなどを背景に、2017 年、2018 年は毎月分配型投信からの資金流出が続き、大幅に純流出となった(図表 2)。2019 年は、2010 年から純流入が続いていたオープン投信全体が純流出に転じる中で、REIT ファンドは純流入に転じた。

¹ S&P Global REIT の時価総額(米ドルベース)を使用。

² 日興リサーチセンターが独自に定めたファンド分類。目論見書に記載された運用方針をベースに、投資対象、投資地域、運用方針、投資手法に着目して分類している。

図表2 REIT ファンドの資金流入の推移（単位：億円）

日興大分類	日興小分類	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
リート	Jリート アクティブ	1,643	1,347	1,409	5,664	3,371	4,278	1,057	-519	-1,141	590
	Jリート パッシブ	1,513	300	962	2,914	901	1,633	1,593	-1,111	-404	817
	グローバルリート（ヘッジなし）	11,984	19,851	-423	7,311	8,219	16,774	20,513	-11,793	-9,768	877
	グローバルリート（フルヘッジ）	-54	-2	639	442	-182	34	452	-205	-176	618
	その他	0	0	0	0	95	100	-0	-67	40	-47
	合計	15,086	21,496	2,587	16,332	12,404	22,817	23,614	-13,696	-11,449	2,855
オープン投信合計		59,413	30,714	1,869	33,626	52,658	86,590	17,389	29,556	40,972	-5,009

(出所) 投資信託協会より日興リサーチセンター作成

次に、REIT ファンドの純資産総額の推移を確認する。オープン投信全体に占める REIT ファンドの割合は 2010 年末の 9%から 2016 年末には 20%まで上昇した（図表 3）。純資産総額についても 2016 年末には 2010 年（4 兆 1,832 億円）のおよそ 2.9 倍の 12 兆円に達した。その後、2017 年、2018 年の純資産総額は大幅に減少し、2018 年末には 6 兆円台まで減少したが、2019 年末には再び増加に転じて純資産総額は 7 兆 6,912 億円となり、オープン投信全体に占める REIT ファンドの割合は 12% となっている。

図表3 REIT ファンドの純資産総額（各年の12月末）の推移（単位：億円）

日興大分類	日興小分類	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
リート	Jリート アクティブ	3,652	3,411	5,733	13,482	19,844	21,239	22,261	17,886	16,327	19,152
	Jリート パッシブ	2,982	2,121	3,645	7,866	10,473	10,267	11,754	8,862	8,329	10,267
	グローバルリート（ヘッジなし）	34,999	44,774	47,701	56,038	78,036	82,130	85,624	63,124	41,746	46,001
	グローバルリート（フルヘッジ）	199	183	803	1,063	977	884	1,266	1,019	743	1,460
	その他	0	0	0	0	95	201	191	122	149	32
	合計	41,832	50,490	57,882	78,449	109,424	114,720	121,096	91,012	67,293	76,912
オープン投信合計		485,880	431,520	474,252	554,569	646,881	638,385	612,921	657,791	593,535	657,581
オープン投信に占めるリートの割合		9%	12%	12%	14%	17%	18%	20%	14%	11%	12%

(出所) 投資信託協会より日興リサーチセンター作成

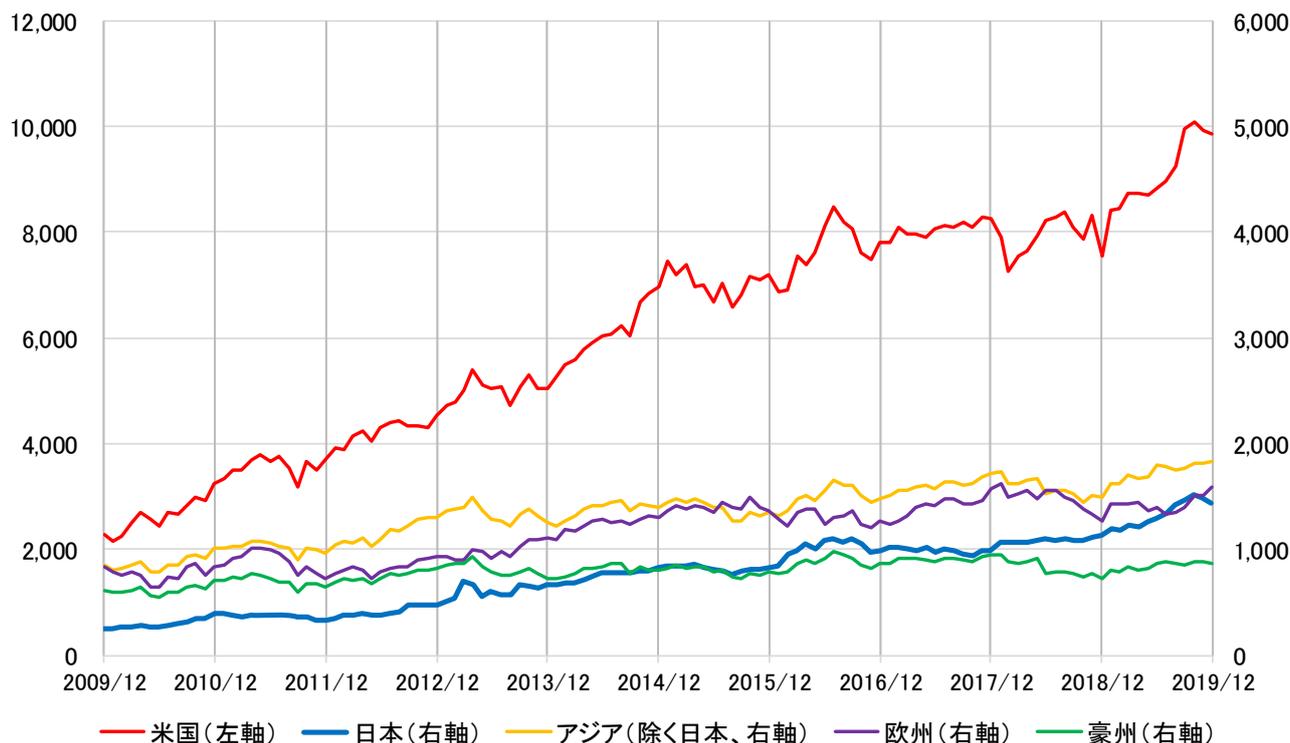
3. 主要 REIT 市場の動向

そうした資金の流れが見られる中で、主要 REIT 市場がどのように推移していたかを確認する。まず、REIT の時価総額³を主要国別に見ると、2009 年 12 月からいずれも増加傾向となっていたが、2017 年、2018 年は増加が一服した。その後、2019 年は米国、アジア（除く日本）、日本が再び増加に転じている（図表 4）。2019 年 12 月末時点では日本が 1,443 億ドル（2009 年 12 月末と比較して 5.9 倍）、米

³米国は S&P United States REIT、日本は S&P Japan REIT、アジア（除く日本）は S&P PAN Asia ex Japan REIT、欧州は S&P Europe REIT、豪州は S&P Australia REIT の時価総額（いずれも米ドルベース）を使用。

国が9,859億ドル（同4.3倍）、アジア（除く日本）が1,823億ドル（同2.2倍）、欧州が1,586億ドル（同1.9倍）、豪州が871億ドル（同1.4倍）であり、リーマン・ショックからの回復途上にあった10年前と比較していずれの時価総額も大幅に増加した。増加率は日本が最も高く、時価総額は欧州に迫る水準となった。

図表4 時価総額の推移（米ドルベース、単位：億ドル）

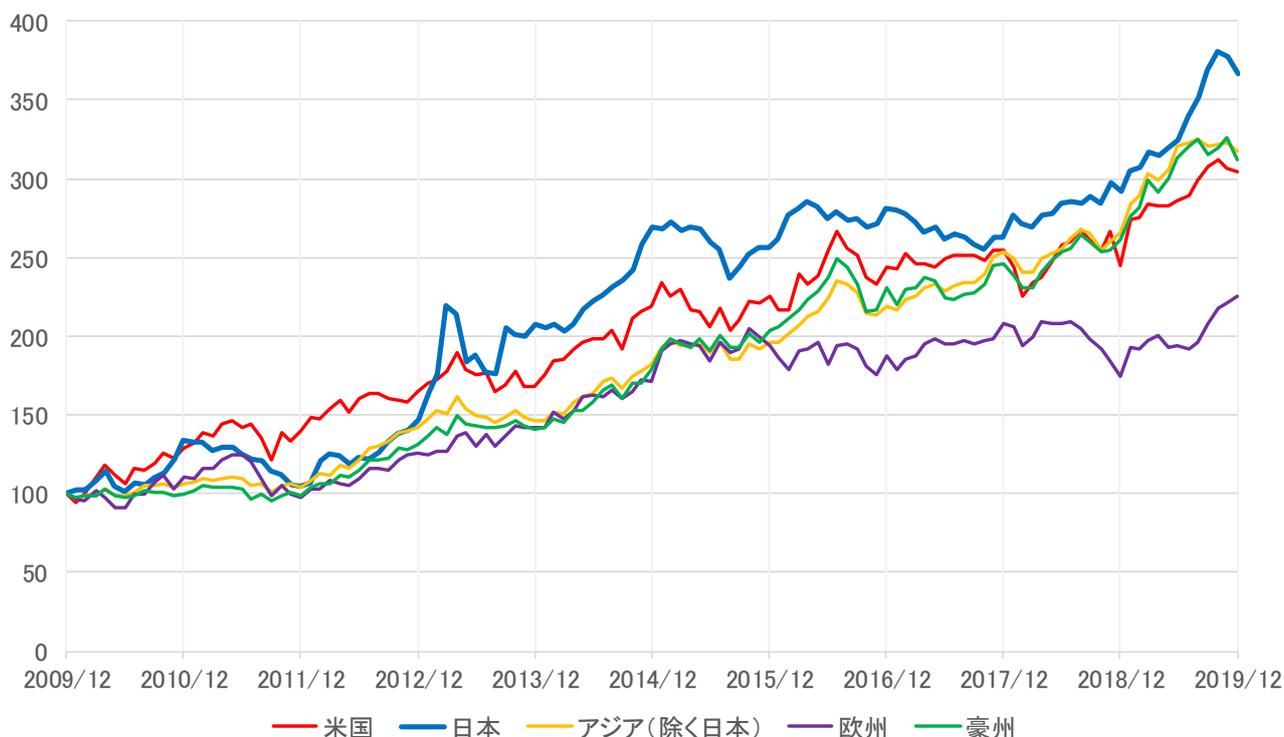


（出所）REFINITIVより日興リサーチセンター作成

主要 REIT 指数⁴の騰落率が図表5である。時価総額と同様に2017年、2018年は上昇が一服したものの、2019年12月末は2009年12月末と比べて、日本が+266%、アジア（除く日本）が+217%、豪州が+212%、米国が+205%、欧州が+126%と好調なパフォーマンスとなっており、日本の騰落率が最も高い。2019年の騰落率でも、欧州が+29%、日本が+26%、米国が+24%、豪州が+20%、アジア（除く日本）が+19%といずれも大幅な上昇となった。2019年は多くの資産のパフォーマンスが好調であったが、REITは世界的な低金利の環境において、相対的に利回りが高い資産として選好された。

⁴ 日本は東証 REIT 指数、米国、アジア（除く日本）、欧州、豪州は図表4と同様の S&P REIT 指数で、現地通貨ベースを使用（全て分配金込）。

図表5 REIT 指数の推移 (2009/12 末 = 100、現地通貨ベース)

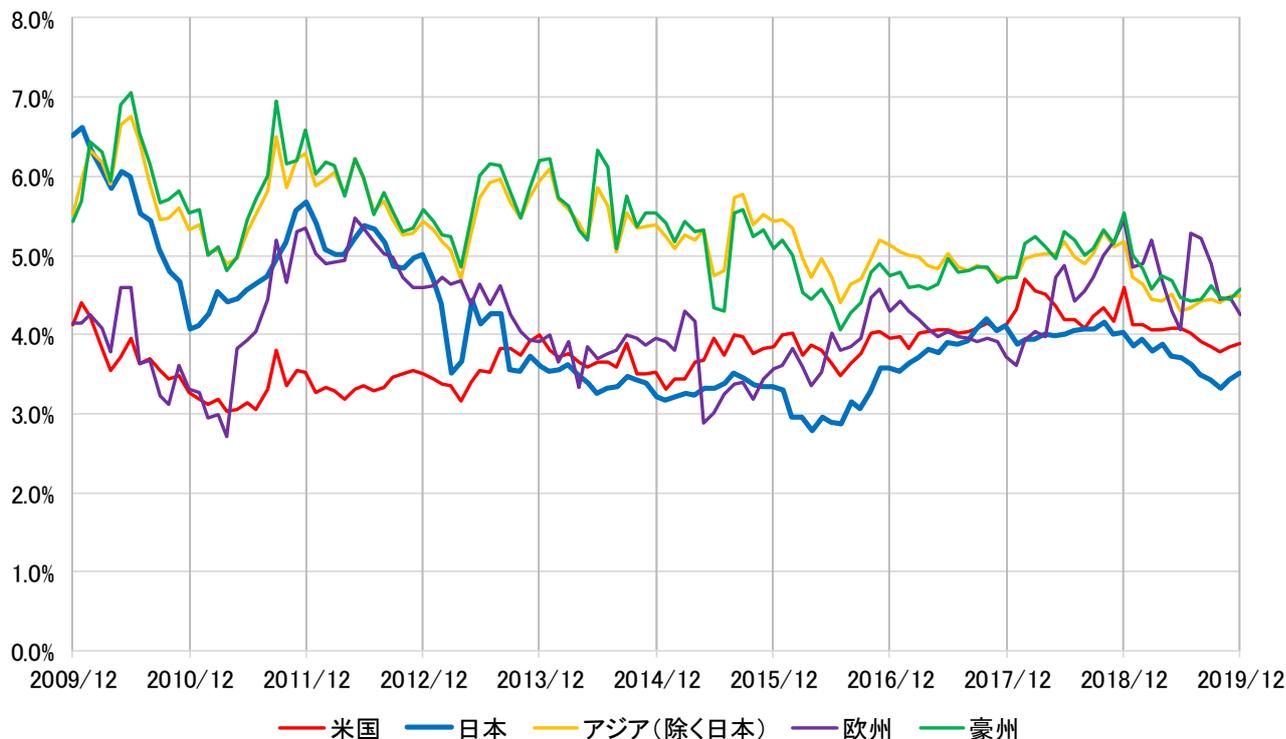


(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

次に、REIT の分配金利回り⁵の推移を見ると、いずれも減少傾向にあるものの、概ね 3%以上の水準を維持している (図表 6)。2017 年、2018 年は REIT 指数が上昇一服となったことで分配金利回りは横ばいで推移していたが、2019 年は REIT 指数の上昇とともに分配金利回りは低下基調であった。そうした中でも、豪州、アジア (除く日本)、欧州、米国、日本はそれぞれ 4.6%、4.5%、4.3%、3.9%、3.5% (2019 年 12 月末時点) となっており、他の金融資産と比較して高い水準を維持している。

⁵ いずれも図表 4 と同様の S&P REIT 指数の分配金利回りを使用。

図表 6 分配金利回りの推移

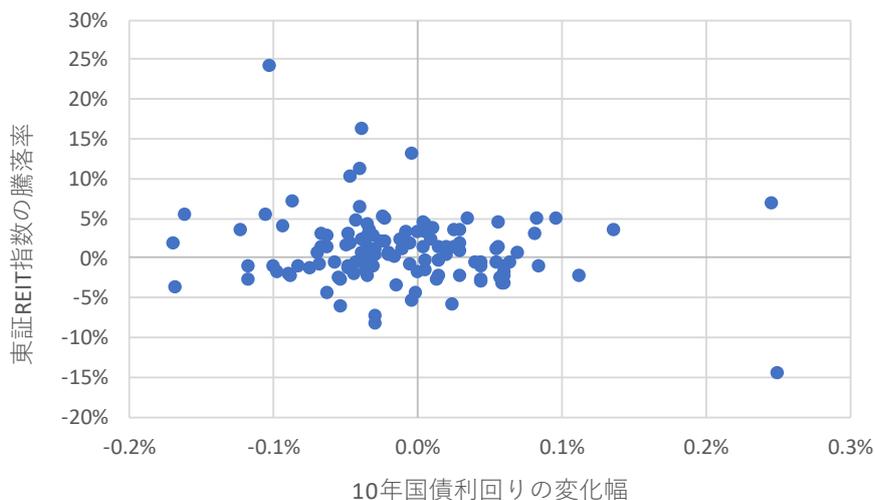


(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

4. 金利と REIT 指数の関係

次に、REIT 指数の動向を見る上で取り上げられることの多い債券市場（市場金利）と REIT 指数の関係について検証する。図表 7 は、2010 年 1 月末から 2019 年 12 月末にかけての 10 年国債利回りの変化幅（月次、各月末時点）を横軸、東証 REIT 指数の騰落率（月次、各月末時点）を縦軸とした散布図である。そして、図表 8 ではその各データが第一象限から第四象限にそれぞれいくつ点在しているかを記した。この結果を見ると、10 年国債利回りが低下し、東証 REIT 指数が上昇した期間は 120 期間中 43 期間と最も多く、10 年国債利回りが低下した時には東証 REIT 指数が上昇する傾向が見られた。一方、10 年国債利回りが上昇した時に東証 REIT 指数が上昇した期間は 120 期間中 25 期間、下落した期間は 24 期間とほぼ同数であり、10 年国債利回りが上昇することによって、東証 REIT 指数が下落する傾向は見られなかった。また、2010 年から 2019 年の各 12 月末時点の年次データを見ると、10 年国債利回りが低下した時に東証 REIT 指数が上昇する（10 期間中 7 期間）傾向が見られた（図表 9、10）。

図表 7 10年国債利回りの変化幅と東証REIT指数の騰落率（月次、各月末時点）



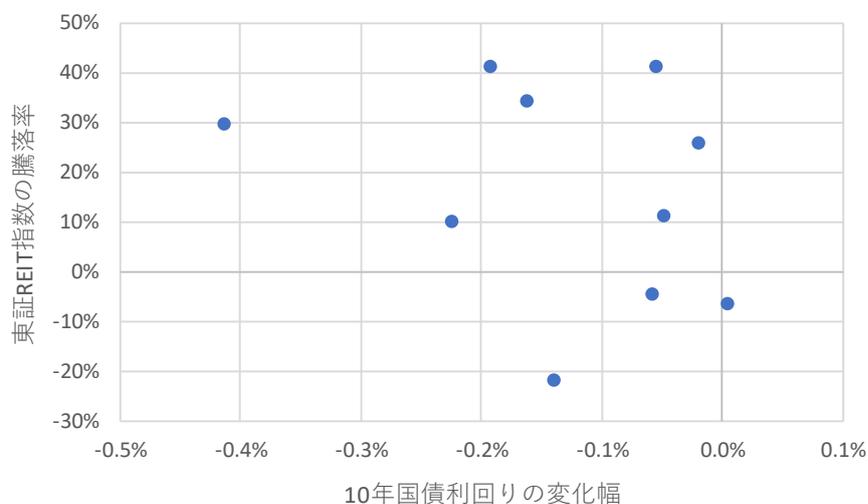
(注) 10年国債利回りの変化幅と東証REIT指数の騰落率の相関係数は-0.16
(出所) REFINITIVより日興リサーチセンター作成

図表 8 10年国債利回りと東証REIT指数の変動表（月次）

		10年国債利回り	
		上昇	低下
東証REIT指数	上昇	25	43
	下落	24	28

※10年国債利回りが上昇した期間は、10年国債利回りが不変の時も含み、REIT指数が上昇した期間は、REIT指数が不変の時も含む。図表10、12、14も同様
(出所) REFINITIVより日興リサーチセンター作成

図表 9 10年国債利回りの変化幅と東証REIT指数の騰落率（年次、各12月末時点）



(出所) REFINITIVより日興リサーチセンター作成

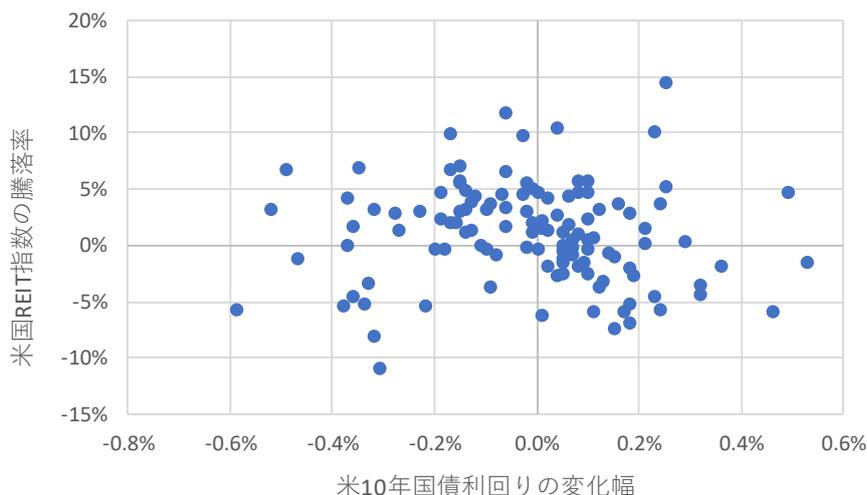
図表 10 10年国債利回りと東証REIT指数の変動表（年次）

		10年国債利回り	
		上昇	低下
東証REIT指数	上昇	0	7
	下落	1	2

(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

2010年1月末から2019年12月末にかけての米10年国債利回りと米国REIT指数の関係についても日本と同様の方法で検証したところ、米10年国債利回りが低下し、米国REIT指数が上昇した期間は120期間中41期間と最も多く、米10年国債利回りが低下した時には米国REIT指数が上昇する傾向が見られた。一方、米10年国債利回りが上昇した時に米国REIT指数が上昇した期間は120期間中32期間、下落した期間は32期間と同数であり、日本と同様に米国も10年国債利回りが上昇することによって、米国REIT指数が下落する傾向は見られなかった(図表11、12)。また、2010年から2019年の各12月末時点の年次データを見ると、米10年国債利回りが低下した時に米国REIT指数が上昇する期間が10期間中6期間と最も多かったが、米10年国債利回りが上昇した時に米国REIT指数が上昇する期間も3期間あり、長期金利の上昇、低下を問わず、米国REIT指数が上昇している傾向が見られた(図表13、14)。これらの検証結果を見ると、日米ともに市場金利(10年国債利回り)の上昇とREIT指数の変化の相関関係はあまり強くないと言える。

図表 11 米10年国債利回りの変化幅と米国REIT指数の騰落率（月次、各月末時点）



(注) 米10年国債利回りの変化幅と米国REIT指数の騰落率の相関係数は-0.07

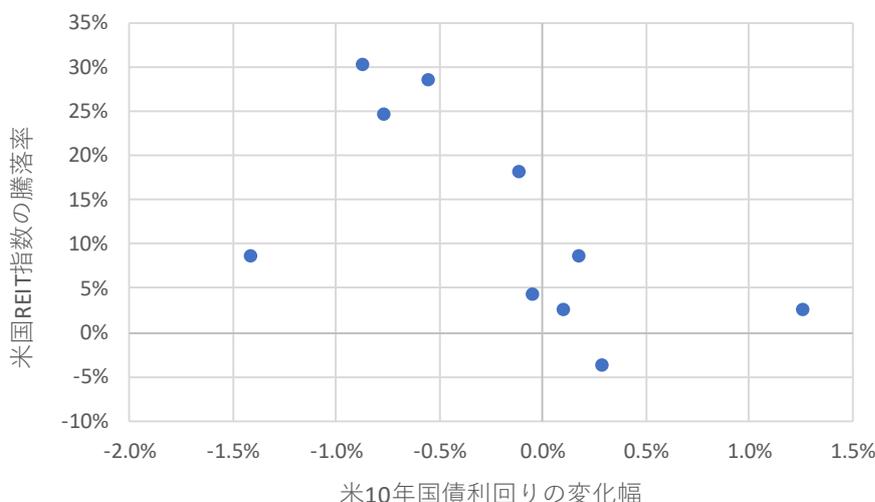
(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 12 米 10 年国債利回りと米国 REIT 指数の変動表（月次）

		米10年国債利回り	
		上昇	低下
米国REIT指数	上昇	32	41
	下落	32	15

(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 13 米 10 年国債利回りの変化幅と米国 REIT 指数の騰落率（年次、各 12 月末時点）



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 14 米 10 年国債利回りと米国 REIT 指数の変動表（年次）

		米10年国債利回り	
		上昇	低下
米国REIT指数	上昇	3	6
	下落	1	0

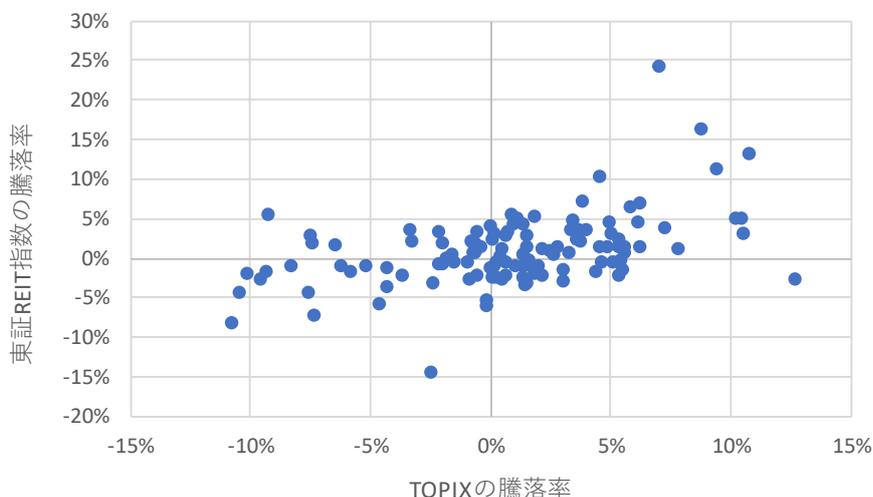
(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

5. 株価指数と REIT 指数の関係

次に、日米の株価指数と REIT 指数の関係について検証する。図表 15 は、2010 年 1 月末から 2019 年 12 月末にかけての TOPIX の騰落率（月次、各月末時点）を横軸、東証 REIT 指数の騰落率（月次、各月末時点）を縦軸とした散布図である。そして、図表 16 では、その各データが第一象限から第四象限にそれぞれいくつ点に在しているかを記した。その結果、TOPIX が下落した時に東証 REIT 指数が上昇した期間は 120 期間中 19 期間、下落した期間は 26 期間であり、TOPIX が下落した時には東証 REIT

指数も下落することが多かった。また、TOPIX が上昇し、東証 REIT 指数も上昇した期間は 120 期間中 49 期間、下落した期間は 26 期間であったことから、TOPIX が下落（または上昇）すると東証 REIT 指数も下落（または上昇）する傾向が見られた。そうした点から、東証 REIT 指数は、10 年国債利回りよりも TOPIX との相関関係が強いと言えよう。また、2010 年から 2019 年の各 12 月末時点の年次データを見ると、TOPIX が上昇する時に東証 REIT 指数も上昇する（10 期間中 6 期間）傾向が見られ、REIT の騰落率は TOPIX と比べアウトパフォーマンスしている期間（45 度線より上にあるデータ）が多かった（図表 17、18）。

図表 15 TOPIX と東証 REIT 指数の騰落率（月次、各月末時点）



(注) TOPIX の騰落率と東証 REIT 指数の騰落率の相関係数は 0.47

(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 16 TOPIX と東証 REIT 指数の変動表（月次）

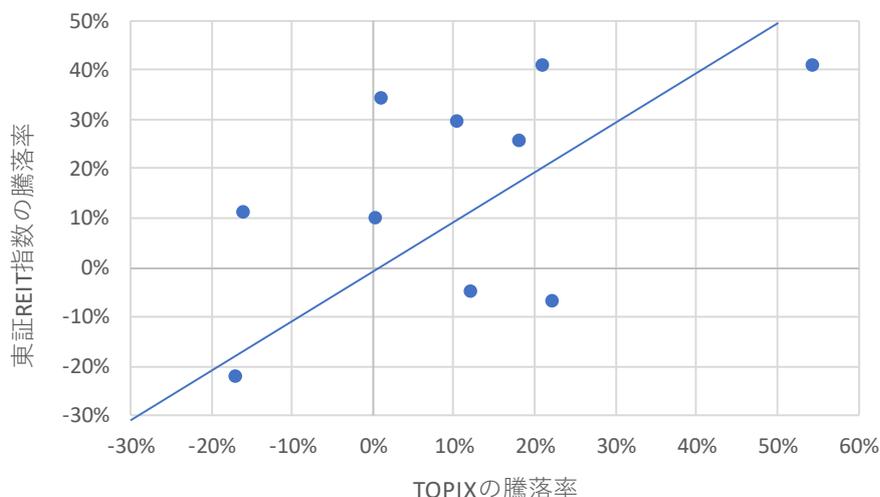
		TOPIX	
		上昇	下落
東証REIT指数	上昇	49	19
	下落	26	26

※TOPIX が上昇した期間は、TOPIX が不変の時も含み、東証 REIT 指数が上昇した期間は、東証 REIT 指数が不変の時も含む。

図表 18 も同様

(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 17 TOPIX と東証 REIT 指数の騰落率（年次、各 12 月末時点）



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

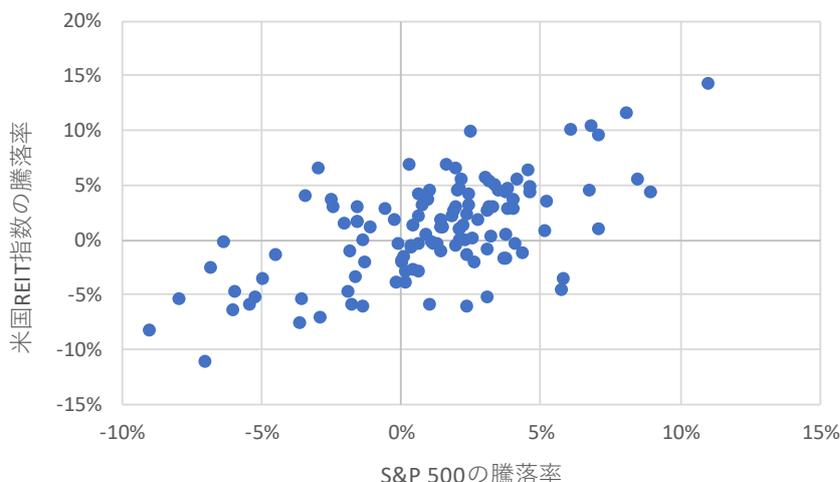
図表 18 TOPIX と東証 REIT 指数の変動表（年次）

		TOPIX	
		上昇	下落
東証REIT指数	上昇	6	1
	下落	2	1

(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

次に、S&P 500 と米国 REIT 指数の関係についても日本と同様の方法で検証したところ、S&P 500 が下落した時に米国 REIT 指数が上昇した期間は 120 期間中 13 期間、下落した期間は 21 期間であり、S&P 500 が下落した時には米国 REIT 指数も下落することが多かった。また、S&P 500 が上昇し、米国 REIT 指数が上昇した期間は 120 期間中 60 期間、下落した期間は 26 期間であったことから、S&P 500 が下落（または上昇）すると米国 REIT 指数も下落（または上昇）する傾向が見られた（図表 19、20）。従って、日本の場合と同様、米国 REIT 指数は、米 10 年国債利回りよりも S&P 500 との相関関係が強いと言えよう。また、2010 年から 2019 年の各 12 月末時点の年次データを見ると、S&P 500 が上昇する時に米国 REIT 指数も上昇する（10 期間中 9 期間）傾向が見られ、米国 REIT 指数の騰落率は S&P 500 と比べアウトパフォーマンスしている期間（45 度線より上にあるデータ）が多かった（図表 21、22）。

図表 19 S&P 500 と米国 REIT 指数の騰落率（月次、各月末時点）



(注) S&P500 の騰落率と米国 REIT 指数の騰落率の相関係数は 0.62

(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

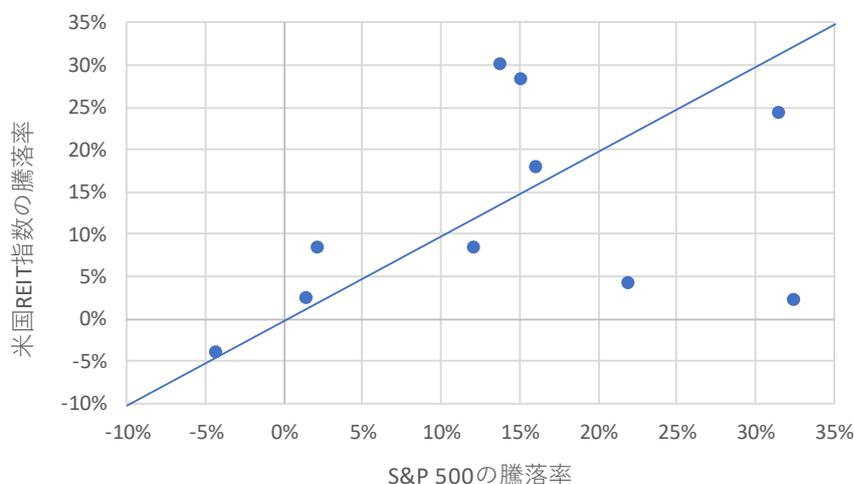
図表 20 S&P 500 と米国 REIT 指数の変動表（月次）

		S&P 500	
		上昇	下落
米国REIT指数	上昇	60	13
	下落	26	21

※S&P 500 が上昇した期間は、S&P 500 が不変の時も含み、米国 REIT 指数が上昇した期間は、米国 REIT 指数が不変の時も含む。図表 22 も同様

(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 21 S&P 500 と米国 REIT 指数の騰落率（年次、各 12 月末時点）



(出所) REFINITIV より日興リサーチセンター作成

図表 22 S&P 500 と米国 REIT 指数の変動表（年次）

		S&P 500	
		上昇	下落
米国REIT指数	上昇	9	0
	下落	0	1

（出所）REFINITIV より日興リサーチセンター作成

6. おわりに

本稿ではまず、2010 年から 2019 年にかけての REIT ファンドの資金動向の推移を見て、オープン投信市場における REIT ファンドの規模が拡大傾向にあることを確認した。また、世界の REIT 市場のシェアで上位を占める米国、日本、アジア（除く日本）、欧州、豪州の REIT のパフォーマンスや時価総額などを示し、主要 REIT 市場も拡大傾向にあり、中でも日本市場が最も拡大していることを確認した。

また、REIT 指数の動向を見る上で取り上げられることの多い債券市場（市場金利）との関係、株式市場と REIT 市場の関係を検証したところ、10 年国債利回りが低下した時、REIT 指数は上昇することが多かったが、10 年国債利回りが上昇しても、REIT 指数が下落する傾向は見られなかった。一方、日米主要株価指数が下落（または上昇）すると日米 REIT 指数も下落（または上昇）する傾向が見られたことから、REIT 指数は、10 年国債利回りよりも主要株価指数との相関関係が強いことが分かった。また、年次で日米 REIT 指数と同主要株価指数の騰落率を比較したところ、REIT 指数の騰落率の方が高い期間が多いことが分かった。

REIT で安定的な利益を追求するためには、長期金利の動向を参考にするとともに、REIT の分配金利回りの水準、個別 REIT ファンドや主要株価指数のパフォーマンスなども鑑みて、長期的な視点を持つことが重要であろう。