

2024年12月27日  
REITりそなホールディングス 市場企画部  
西川 資弘

## 低迷する国内 REIT 市場の現状と先行き

投資家需給の悪化や根強い日銀の利上げ観測は当面の重しとなる

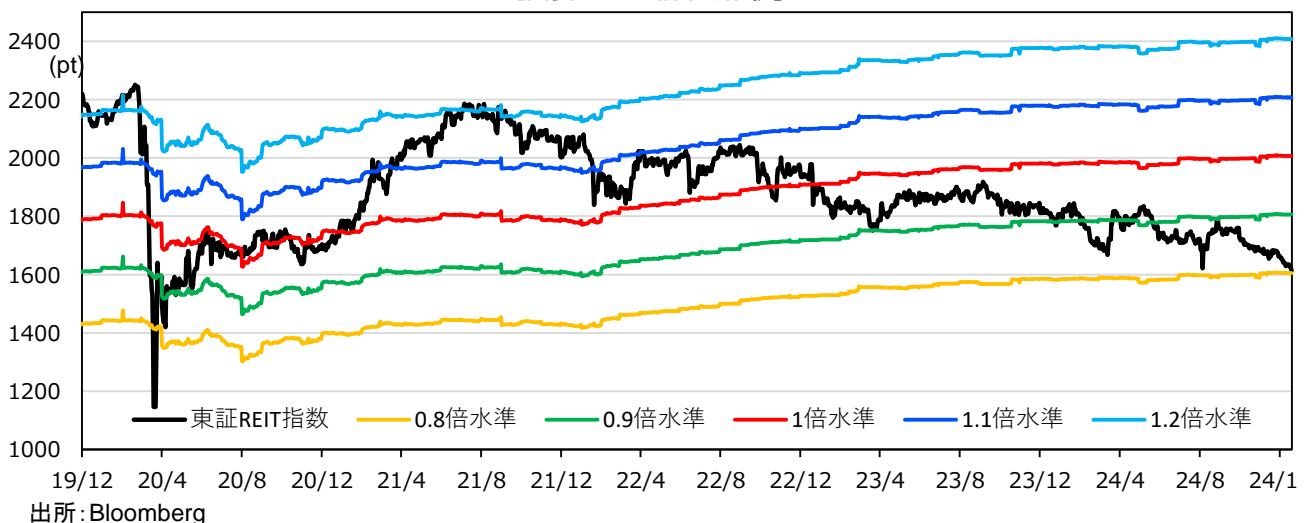
### 要約

- 足元の東証 REIT 指数は低迷。2024年8月の雇用統計ショック以来の低水準に下落。不動産セクター別のファンダメンタルズは良好ながらも指数は低調。NAV 倍率は過去の水準と比較して異例の低水準となっており、割安感が強い状況。
- 東証 REIT 指数低迷は需給悪化によるもの。足元の売買動向からは投資信託の売り越しが確認されているほか、公募投信からの資金流出も重しとなっている。日銀の追加利上げ観測が煽る中、国内外の投資家は積極的な買いを手控えている。
- REITによる内部成長トレンドへの転換や日銀による利上げの終着点を確認されることが上昇転換のきっかけになろう。その後は強い押し目買い需要や良好なファンダメンタルズ等が東証 REIT 指数の上昇に寄与するファクターとなろう。

### 東証 REIT 指数は低迷

2024年の東証 REIT 指数は△10.7%の下落(12/19 時点)となり、TOPIX の+14.7%に対し大きくアンダーパフォームしている。一時は今年8月の株価急変時の安値(1,618pt)と並ぶ水準まで下落しており、指数の低迷が続いている。株式のPBRに該当するREITのNAV倍率は解散価値(=1倍)を大きく下回る0.8倍に接近しており、コロナショック以来の割安水準となっている。(図表1)

【図表1:NAV倍率の推移】



#### ◎注意事項

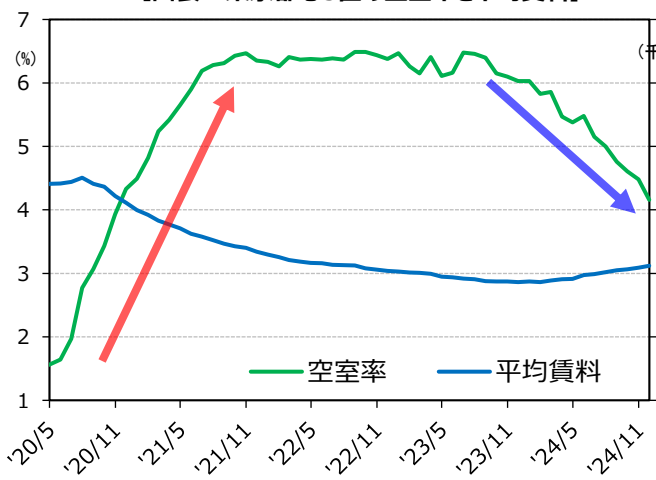
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

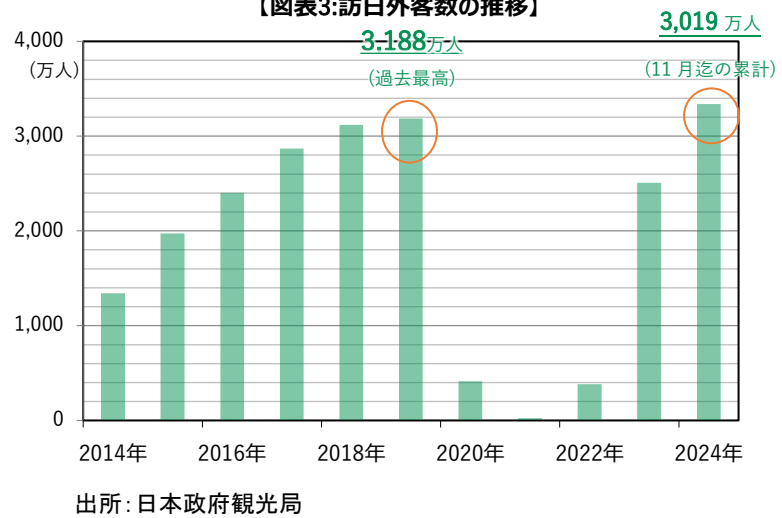
### 良好なファンダメンタルズ

東証 REIT 指数が低迷し割安化する一方、国内の不動産市場を取り巻くデータは良好なものが確認されている。国内 REIT 市場全体の 4 割を占めるオフィス不動産市況の回復(図表 2)は代表的だ。2020 年のコロナ禍でテレワークが普及したことを受け、東京都心 5 区のオフィス空室率は 6% 台まで急上昇。その後は 2 年半にわたり空室率高止まりの状況が継続した。しかし 2024 年に入りオフィス回帰の流れが広がったことでオフィス空室率の高止まりは改善、11 月の最新データでは 4.1% に低下した。その他にも、外国人訪日客数が過去最高を更新(図表 3)するなど、インバウンド効果が波及したことはホテルや商業施設 REIT へのポジティブな材料となった。

【図表2:東京都心5区の空室率と平均賃料】



【図表3:訪日外客数の推移】

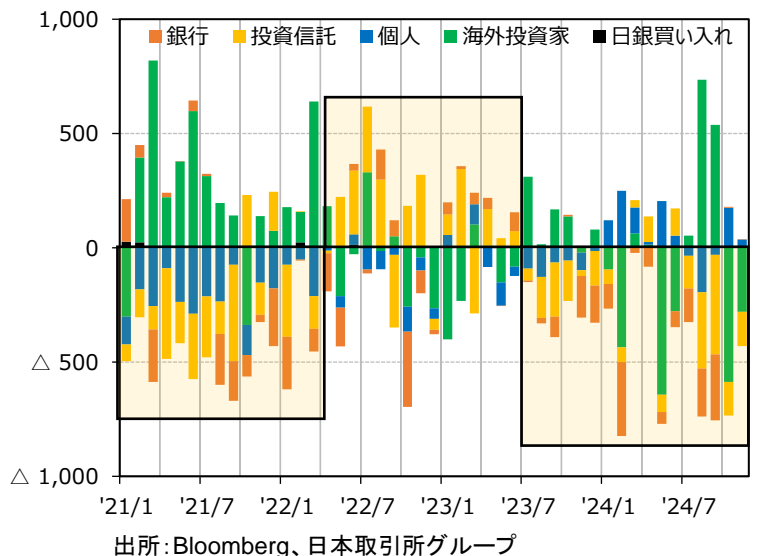


### 東証 REIT 指数低迷の要因は？

東証 REIT 指数の投資家部門別売買動向(図表 4)を確認すると、投資信託は足元で 5 か月連続で売り越しとなっている。2024 年初頭には新 NISA 効果によって一時的に買い越しに転じる場面が見られたが、その流れは長続きせず投資信託は再度売り越しに転じた。

また、足元では REIT 型公募投信からの資金流出が続いている(図表 5)。毎月分配型投信が新 NISA の適用対象外となったことや大型銘柄が分配金減額を決定したことが原因と見られ、投資家の需給悪化は東証 REIT 指数低迷の要因の一つとなっている。

【図表4:東証REIT指数の投資家別売買動向】

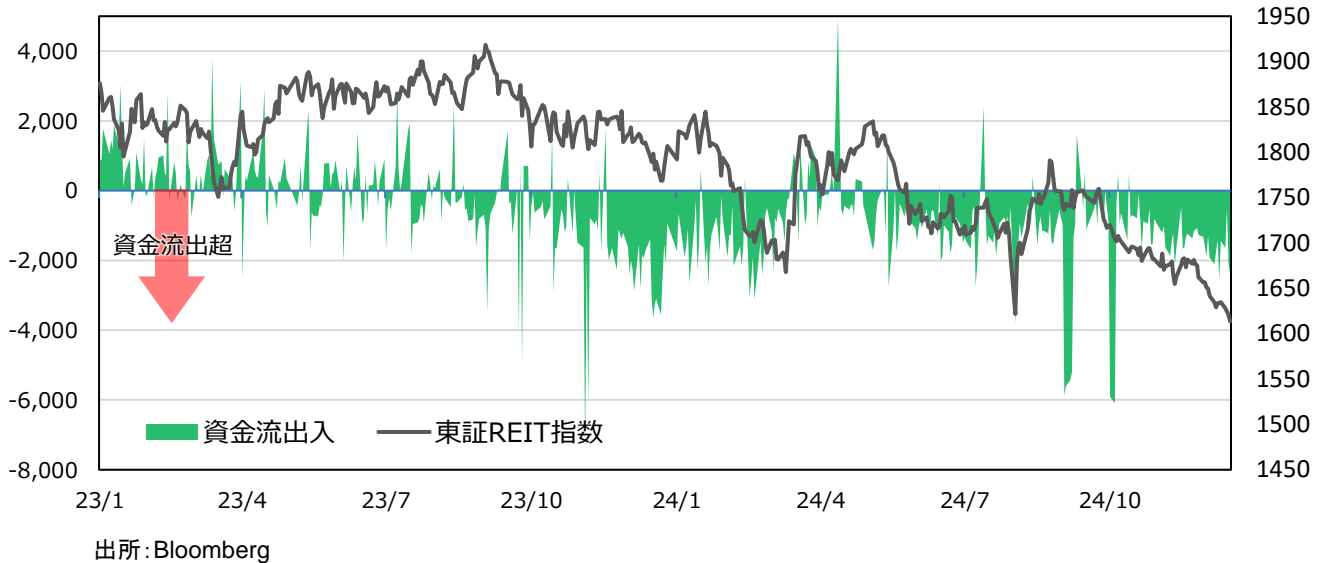


◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

【図表5:REIT型公募投信の資金流入と東証REIT指数】



また、日銀による追加利上げに対する根強い警戒が続いていることも東証 REIT 指数低迷の要因として挙げられるだろう。2023 年以前の異次元金融緩和の環境下においては、低コストで調達した資金で新規不動産を所得し、経営基盤の拡大やリスクの分散、投資主価値(≒企業価値)を成長させる外部成長を重視した経営が是とされた。しかしながら日銀が利上げサイクルに入り借入コストの上昇が意識されると、REIT は積極的な借入を伴う資本拡張を手控えるようになった。投資家の間では分配金原資の減少が懸念されたことで、利回り商品である REIT の投資妙味は低下した。

### 東証 REIT 指数ボトムアウトの条件

前項で述べた通り、日銀による利上げサイクル下では REIT の外部成長は歓迎されない。そこで REIT は借入や公募投資による資金調達で物件を取得する”外部成長重視の方針”から、手元資金や物件売却資金を自己投資口取得(≒自社株買い)に充てる”内部成長重視の方針”へと舵を切った。2024 年に入り自己投資口取得件数が急増。上場 REIT 全 57 銘柄の内、18 銘柄が自己投資口取得を公表(23 年は 3 銘柄)し、内 14 銘柄が東証 REIT 指数をアウトパフォームする結果(図表 6)となっており、利上げ環境下ではマーケット参加者は”外部成長による経営基盤の拡大”よりも”経営の効率化”を重視する傾向にあることが窺える。

現在の REIT 市場は『自己投資口取得をはじめとする内部成長重視のトレンドが拡大する』か、『日銀の利上げの終着点を確認し外部成長重視のトレンドに回帰するか』の綱引き状態にある。いずれの結果となっても東証 REIT 指数のボトムアウトのきっかけになることが期待され、チャート上で確認されている 2021 年来の下落トレンド(図表 7)を脱出することができれば、足元の割安感からの強い押し目買い需要や良好なファンダメンタルズを材料とした上昇が予想される。

#### ◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

【図表 6:自己投資口取得を公表した銘柄一覧】

銘柄名	コード	公表日	現在までのパフォーマンス	東証REIT指数のパフォーマンス	対指数スプレッド
アクティブ・プロパティーズ投資法人	3279	1月17日	-17.8%	-8.8%	<b>-9.0%</b>
ジャパンエクセレント投資法人	8987	2月19日	-0.6%	-3.8%	<b>3.2%</b>
KDX不動産投資法人	8972	3月22日	-5.9%	-9.6%	<b>3.7%</b>
ラサールロジポート投資法人	3466	4月15日	-7.9%	-7.1%	<b>-0.7%</b>
大和ハウスイート投資法人	8984	4月16日	-10.2%	-7.8%	<b>-2.5%</b>
日本都市ファンド投資法人	8953	4月17日	-5.2%	-8.3%	<b>3.0%</b>
グローバル・ワン不動産投資法人	8958	6月25日	-3.2%	-6.2%	<b>3.0%</b>
野村不動産マスターファンド投資法人	3462	7月9日	-3.7%	-4.4%	<b>0.6%</b>
大和証券オフィス投資法人	8976	7月19日	-1.9%	-5.3%	<b>3.4%</b>
日本ロジスティクスファンド投	8967	9月11日	-2.2%	-5.5%	<b>3.3%</b>
イオンリート投資法人	3292	9月13日	-5.9%	-6.4%	<b>0.5%</b>
日本リート投資法人	3296	9月26日	-3.6%	-6.5%	<b>2.9%</b>
GLP投資法人	3281	10月15日	-5.1%	-2.9%	<b>-2.2%</b>
CREロジスティクスファンド	3487	10月22日	-0.9%	-2.6%	<b>1.7%</b>
ユナイテッド・アーバン投資法	8960	11月1日	2.5%	-2.3%	<b>4.8%</b>
スターツプロシード投資法人	8979	12月16日	6.1%	0.5%	<b>5.5%</b>
NTT都市開発リート投資法人	8956	12月16日	7.5%	0.5%	<b>6.9%</b>
積水ハウス・リート投資法人	3309	12月16日	4.1%	0.5%	<b>3.6%</b>

出所:Bloomberg

【図表7:東証REIT指数の下落トレンド】



出所:Bloomberg

## ◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

## ■バックナンバー(直近発行レポート 50本)

No	発行日	テーマ	タイトル
89	2024/10/2	日本株	<a href="#">日本株 9月セクター動向と10月見通し</a>
90	2024/10/2	日本株, 日本政治	<a href="#">自民党総裁選ショックを巡る論点整理</a>
91	2024/10/3	欧州経済	<a href="#">9月ユーロ圏物価動向</a>
92	2024/10/4	日本株	<a href="#">日本株需給(9月24日~9月27日)</a>
93	2024/10/7	米国経済	<a href="#">9月雇用統計</a>
94	2024/10/11	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2024年10月)</a>
95	2024/10/11	米国経済	<a href="#">9月CPI</a>
96	2024/10/11	コモディティ	<a href="#">9月WTI原油先物価格</a>
97	2024/10/11	日本株	<a href="#">日本株需給(9月30日~10月4日)</a>
98	2024/10/18	豪州経済	<a href="#">10月豪州概況</a>
99	2024/10/18	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
100	2024/10/23	欧州経済	<a href="#">10月ユーロ概況</a>
101	2024/10/30	日本経済	<a href="#">9月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow</a>
102	2024/10/30	日本経済	<a href="#">9月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now</a>
103	2024/11/1	欧州経済	<a href="#">ユーロ圏 GDP 統計</a>
104	2024/11/1	日本株	<a href="#">日本株需給(10月21日~10月25日)</a>
105	2024/11/5	日本株	<a href="#">日本株 10月セクター動向と11月見通し</a>
106	2024/11/5	米国経済	<a href="#">10月ISM製造業景況感指数</a>
107	2024/11/5	米国経済	<a href="#">10月雇用統計</a>
108	2024/11/5	日本株, 米国株	<a href="#">11月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 強気</a>
109	2024/11/5	欧州経済	<a href="#">10月ユーロ圏物価動向</a>
110	2024/11/8	米国経済	<a href="#">11月FOMC</a>
111	2024/11/8	米国政治, 米国株	<a href="#">2024年米大統領選挙結果のマーケットへの影響</a>
112	2024/11/11	日本株	<a href="#">日本株需給(10月28日~11月1日)</a>
113	2024/11/11	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2024年11月)</a>
114	2024/11/14	米国経済	<a href="#">10月CPI</a>
115	2024/11/14	コモディティ	<a href="#">10月WTI原油先物価格</a>
116	2024/11/14	豪州経済	<a href="#">11月豪州概況</a>
117	2024/11/15	日本株	<a href="#">日本株需給(11月5日~11月8日)</a>
118	2024/11/22	欧州経済	<a href="#">2024年第3四半期ユーロ圏賃金動向</a>
119	2024/11/22	米国株, 日本株	<a href="#">エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 3Q</a>
120	2024/11/22	日本株	<a href="#">日本株需給(11月11日~11月15日)</a>
121	2024/11/29	日本経済	<a href="#">10月物価オルタナティブデータ~日経 CPINow</a>
122	2024/11/29	日本経済	<a href="#">10月賃金オルタナティブデータ~HRog 賃金 Now</a>
123	2024/11/29	日本株	<a href="#">日本株需給(11月18日~11月22日)</a>
124	2024/12/2	欧州経済	<a href="#">11月ユーロ圏物価動向</a>
125	2024/12/2	日本株	<a href="#">日本株 11月セクター動向と12月見通し</a>
126	2024/12/3	米国経済	<a href="#">11月ISM製造業景況感指数</a>
127	2024/12/3	日本株, 米国株	<a href="#">12月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 中立</a>
128	2024/12/6	日本株	<a href="#">日本株需給(11月25日~11月29日)</a>
129	2024/12/9	米国経済	<a href="#">11月雇用統計</a>
130	2024/12/11	米国経済, 米国株	<a href="#">2025年のマーケット見通し~米国編</a>
131	2024/12/13	欧州経済	<a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>
132	2024/12/13	日本株	<a href="#">日本株需給(12月2日~12月6日)</a>
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	<a href="#">半導体市場 Monthly(2024年12月)</a>
134	2024/12/19	米国経済	<a href="#">12月FOMC</a>
135	2024/12/19	コモディティ	<a href="#">11月WTI原油先物価格</a>
136	2024/12/20	日本株	<a href="#">日本株受給(12月9日~12月13日)</a>
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	<a href="#">2025年のマーケット見通し~日本編</a>
138	2024/12/20	豪州経済	<a href="#">12月豪州概況</a>

## ◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。