

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
古林 大輔

J-REIT投資について

J-REIT市場は2001年に2銘柄が上場して以来、2015年12月末時点で52銘柄、時価総額は約10兆円まで成長しました。今年で創立15周年を迎え節目の年となるJ-REITですが、本稿ではこれまでの変遷を振り返りながら、投資家がJ-REIT投資を行う意義について改めて考えてみます。

J-REITとは

J-REITは、投資家から集めた資金を複数の不動産に投資し、そこで得た賃貸料収入や売却益を投資家に分配する不動産投資信託です。株式と同様に東京証券取引所に上場されているため、他の不動産投資と異なり、少額から日次で売買することができます。

通常の事業会社であれば利益に対して法人税がかかりますが、J-REITの場合は利益の90%超を配当するなどの条件を満たすことで税制上の優遇措置を受けられるため、利益のほとんどを投資家に分配することが可能です。

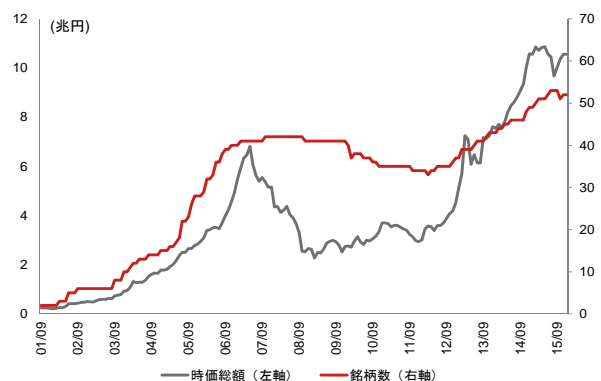
また、J-REITでは多くの不動産に分散して投資を行っているため、分配金の安定性も高くなっています。この様に、「少額で行える不動産投資」、「日次の流動性」、「高く安定した分配金(インカム)」の3点がJ-REITの主な特徴と言えます。

J-REIT市場の変遷

図表1はJ-REIT市場の時価総額と銘柄数の推移を示しています。2007年5月に当時過去最高となる6.8兆円、41銘柄まで急成長した後、サブ

プライムローン問題に端を発する金融危機によってリスク資産の価格は下落し、J-REITの株価も2008年にかけて約70%落ち込みました。

図表1 J-REIT市場の時価総額と銘柄数



(注) 2015年12月末時点

(出所) ARESの公表資料を用いて野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

従来、安定した不動産賃貸事業に特化しているJ-REITは破綻リスクが極めて低いとされてきました。しかし、信用不安に伴う金融機関の融資厳格化や制度上の問題点など悪条件が重なった結果、資金繰りが困難になるファンドが続出し、2008年10月には初めて破綻するファンドが現れました。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 2 政府・日銀による J-REIT 支援政策

年月	内容	目的
2008年12月	日本政策金融公庫の危機対応円滑化業務開始	資金繰り支援によるファイナンスリスク低減
2009年1月	日本銀行がAA格相当以上の投資法人債を適格担保化	信用力強化によるファイナンスリスク低減
2009年6月	改正金融商品取引法成立	負ののれんが発生する合併を実務上容易にする
2009年7月	銀行等保有株式取得機構による銀行保有のJリート投資口の買取り開始	公的な信用補完
2009年9月	不動産市場安定化ファンド設立	投資法人債の償還対応によるファイナンスリスク低減
2010年10月	日本銀行が資産買入れ開始(限度額500億円)	公的な信用補完と株価の下支え
2011年3月	日本銀行が買入れ限度を増額(限度額1,000億円)	
2011年8月	日本銀行が買入れ限度を増額(限度額1,100億円)	
2012年4月	日本銀行が買入れ限度を増額(限度額1,200億円)	
2012年10月	日本銀行が買入れ限度を増額(限度額1,300億円)	
2013年4月	日本銀行が量的・質的緩和を導入(当時の実績1,100億円に加えて年間300億円買入れ)	株価上昇
2013年6月	投資法人法制の改正(投信法)	資金調達と資本政策手段の多様化によるファイナンスリスク低減とガバナンスの強化
2014年10月	日本銀行が追加緩和実施(年間買入れ額を900億円に拡大)	株価上昇
2015年3月	投資法人計算規則の改正(投信法)	正ののれんが発生する合併を実務上容易にする
2015年12月	日本銀行が個別銘柄の買入れ上限を発行済投資口の10%に拡大	公的な信用補完と株価の下支え

(出所) 各種資料を用いて野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

実体経済まで影響が及ぶことを懸念した政府・日銀は、J-REITに対して数多くの支援政策を実施してきました(図表2参照)。特に、金融危機をきっかけとして顕在化したリファイナンスリスク¹の低減や、税制を主とした法整備は今後のJ-REITの健全性を高める上で大きな効果があると考えられます。

その様な中、不動産市況の回復やアベノミクスによる恩恵も受け、J-REIT市場は堅調に推移し、2015年末時点の時価総額は10.6兆円、52銘柄となるまで成長しました。

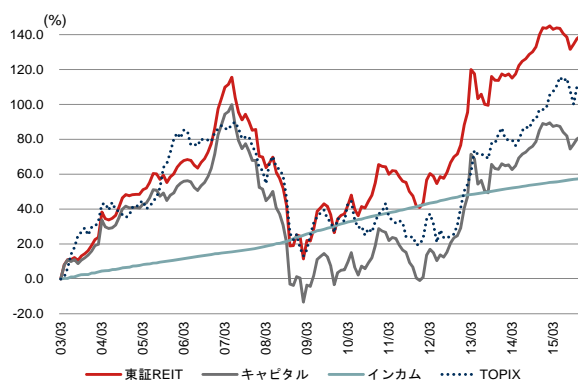
J-REITのリターン特性

J-REIT全銘柄を対象とした時価総額加重型指数である東証REIT指数のリターンを要因分解すると、インカムリターンとキャピタルリターンに分けられます。東証REIT指数が上場した2003年3月からの累計リターンのうち、インカムリターンの寄与率は4割以上となり、安定したインカムリターンと変動が激しいキャピタルリターンという特性を

持っていることが分かります(図表3参照)。

金融危機時の株価下落率が高かったことから、J-REITに対して日本株式よりパフォーマンスが悪く、リスクも高いという認識を持っている投資家も少なくない状況ですが、特徴の1つである「高く安定した分配金(インカム)」の効果によって、2003年3月以降に限定した比較では、日本株式(ここではTOPIX)よりも優れたパフォーマンスとなっていることが分かります。

図表 3 東証 REIT 指数の累積リターン要因分解



(注) 2015年12月末時点

(出所) 野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

¹ 信用収縮時に、債務の履行を目的とした借り換えの条件が厳しくなり、最悪の場合、資金繰りの問題で破綻してしまうリスク等を言います。

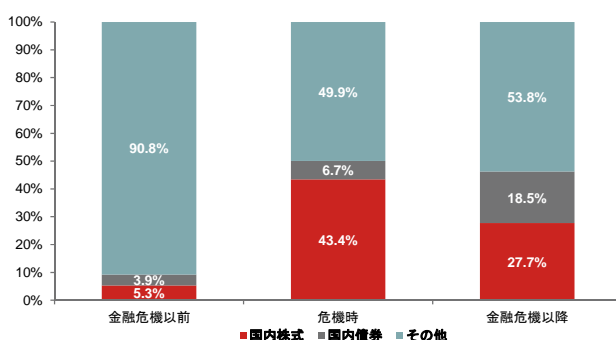
野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

次に、金融危機を契機としてJ-REITのリターン特性が変化している点に留意する必要があります。金融危機以前²は、投資家から伝統的資産との相関が低く不動産固有のリターン特性を持つと認識されていた通り、国内株式と国内債券の2資産で説明できる割合は極めて小さいものでした。しかし、金融危機時に国内株式の影響を強く受けた後、その傾向は若干穏やかになりながらも、継続しているものと思われまます(図表4参照)。

また、金融危機以降、相対的に国内債券の説明力が増しているのは、2010年から日銀によるJ-REIT買入れが実施されているため、量的・質的緩和という投資テーマによる市場の変動に追随する傾向がある点が要因と考えられます。

図表4 東証REIT指数のリターン説明力



(注) 計測期間は2003年4月から2015年12月末
(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

金融危機以前と比較すると国内株式と国内債券のリターン特性に近づいているものの、まだ5割以上は独自の要因によるリターンとなっているため、J-REIT投資によって国内伝統資産との分散効果を一定程度得られることが示唆されます。

² 本稿では「金融危機以前」を東証REIT指数がピークを付けた2007年5月まで、「金融危機以降」を指数が底打ちした2009年3月以降、「金融危機時」をその間の期間と定義しています。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

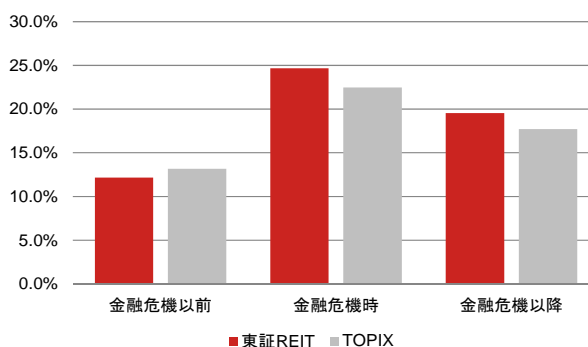
J-REITのリスク特性

米国のREITと異なり、J-REITは原則として不動産開発行為を認められておらず、不動産賃貸業に特化しています。一般的に賃貸収入(特に住宅)は下方硬直性が強い³とされているため、賃貸収入を収益のベースにしているJ-REITの株価も短期的な景気変動に左右されない、ミドルリスクの金融商品であると考えられていました。

確かに創立当初は国内株式よりもリスクが低い水準でしたが、金融危機を挟んで国内株式よりも高い水準に留まっています(図表5参照)。この点に関しては、本来あるべきリスク水準と比較すると過大評価されているという意見から、不動産固有のリスクが投資家に認識されたためであり適正であるという意見まで幅広い議論がなされています。

いずれにせよ、証券取引所に上場されているJ-REITは、日次の流動性というメリットと引き換えに、他の上場されている株式などの金融資産と同様、投資家の短期的な需給要因や市場心理に左右されやすい特徴を持っていると言えます。

図表5 東証REIT指数とTOPIXの標準偏差

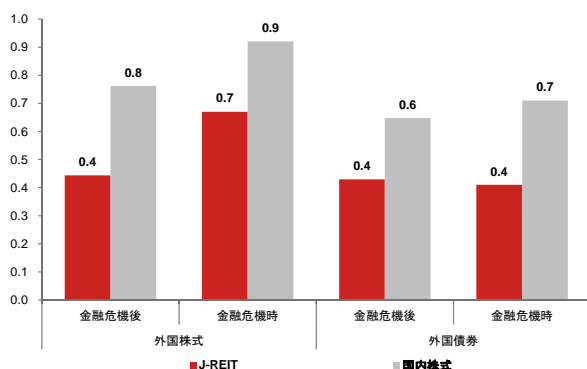


(注) 計測期間は2003年4月から2015年12月末
(出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

³ 例えば、1990年代前半のバブル崩壊期では住宅価格の大幅下落にも関わらず家賃はほとんど変化しませんでした。米国でも同様の現象が観察されています。

ポートフォリオの1資産という観点で見るとJ-REITのリスクは少し異なった評価が可能です。金融危機時、金融危機以降の2つの期間に分け、外貨建て資産(外国株式、外国債券)との相関を分析すると、国内株式と外貨建て資産との相関よりも低くなっていることが分かります(図表6参照)。

図表6 外貨建て資産との相関係数



(注1) 計測期間は2003年4月から2015年12月末
 (注2) 外国株式はMSCIコクサイ、外国債券はシティ世界国債インデックス(除く日本)を使用
 (出所) 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

つまり、ポートフォリオに組み入れた際に得られる外貨建て資産との分散効果は、国内株式よりもJ-REITの方が高いということを意味しています。特に外国債券は、金融危機時にこの傾向が顕著になっており、世界的なリスク回避局面において分散効果が一層高まっていたことが推察できます。

おわりに

今年で創立15周年を迎えるJ-REITはまだ発展途上であり、株式市場と比べると規模・制度面で十分に成熟した市場とは言えません。しかし、市場の安定性を高めるために政府主導で様々な制度改正が継続的に実施されており、ヘルスケア施設のような新たな投資対象が新設されるなど市場規模の拡大も予想されます。

また、高く安定したインカムリターンと高い流動性を併せ持つという特徴は他の不動産投資には無い独自のものです。固有のリスクリターン特性により伝統的資産との分散効果も期待できることから、不動産投資を考えている場合には、J-REITを検討する意義があると考えられます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所
発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
 アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

2月22日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会／日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会