

J-REIT 投資の魅力

目次

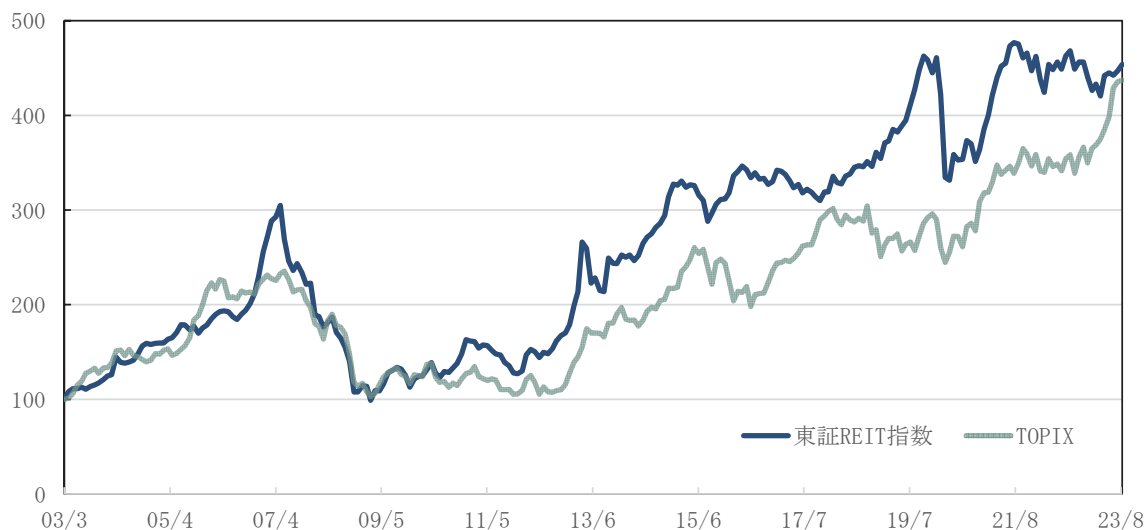
- I. はじめに
- II. 「J-REIT」の制度設計・構造的な特徴
- III. β (ベータ)特性
- IV. α (アルファ)の獲得
- V. 終わりに

資産運用部 国内株式運用第1G ファンドマネージャー 北山 隼

I. はじめに

2023年、日本の株式市場が堅調だ。長引くコロナ禍で海外に比べ出遅れていた経済再開と共に、著名投資家ウォーレン・バフェット氏の日本市場に対する関心が示されたことを契機に、割安に放置されていた日本株に外国人投資家から買いが集まった。23年8月末時点で、日本株式市場の代表的な指数である TOPIX (配当込み) の年初来リターンは 25.0% と堅調に推移し、バブル崩壊後の高値を更新するなど騰勢を強めている。一方で、東証 REIT 指数 (分配金込み) の年初来リターンは 3.0% と出遅れている。足許はインフレの高騰に端を発した世界的な金利上昇や商業用不動産への懸念の高まり等を背景に上値の重い状況が続いているが、東証 REIT 指数の公表が開始された 2003 年 3 月末以来のリターンを比較すると、東証 REIT 指数が TOPIX を僅かながら上回っている (図表 1)。

図表 1 : 東証 REIT 指数分配金込み・TOPIX 配当込み月次リターン推移
(2003年3月末の値を100として指数化)



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2001年の創設以来22年が経過したJ-REIT市場は、企業のオフバランスと投資家の安定したインカムリターンの追求といった双方のニーズを捉え、発展を遂げてきた。他方、投資対象としては、リーマンショックやコロナ禍といった世界的なリスクオフ局面において下落幅が大きくなることもあり、J-REITは高リスクとの印象を持たれる読者も少なくないのではないかと懸念されている。確かに、金融危機など資金調達環境が急速に悪化するような局面では、借入によってレバレッジを掛けて不動産投資を行っているJ-REITは、物件の流動性リスクや投資法人のリファイナンスリスクが懸念されて下落する傾向がある。しかし、先述のとおり過去実績のリターンは株式投資に対して劣位するものではなく、特に平時においては、安定した高いインカムリターンと低位なボラティリティが期待できる魅力的な資産クラスである。また、株式市場の投資家は、J-REITを分散保有することでポートフォリオの運用効率の改善が期待できる。

本稿では、II章でJ-REITの制度設計や社会的役割、各ステークホルダーとの関係性等に触れた後、III章で市場全体の変動を表す β （ベータ）の特性、IV章で個別銘柄の市場に対する超過リターンを表す α （アルファ）の獲得可能性に言及することで、J-REITの投資対象としての魅力を紐解いていく。

II. 「J-REIT」の制度設計・構造的な特徴

1. 「J-REIT」の制度設計

「J-REIT(ジェイ・リート)」とは、国内の取引所に上場している主たる投資対象が不動産である投資信託を指し、名称は米国の不動産投資信託(Real Estate Investment Trust)の「REIT(リート)」に由来している。J-REITは投資法人と呼ばれる法人格を持ったSPV¹であり、投資家から調達した資金で収益不動産を取得・所有し、その不動産の運用によって生じた利益を投資家に還元する。

図表2を用いて具体的に説明したい。投資法人は、不動産を取得するために主に2つの経路で資金を調達する。1つ目は、株式会社の株式に相当する投資口を発行して、投資主²から資金を調達する方法である(①)。2つ目は、有利子負債による調達である(②)。金融機関から利払いと元本の返済を伴う負債を調達する方法だ³。以上2つの経路から調達した資金で収益不動産を取得し(③)、その不動産に入居している賃借人(テナント)から収受した賃料(④)等の不動産の運用に基づいて発生した収益から各支出を控除した剰余金を「分配金」として投資主に還元する(⑤)仕組みである。

J-REITの魅力の一つは“高い分配金利回り”であるが、その背景には配当性向の高さと税制面の優位性がある。「配当可能利益の90%超を配当に充てる」等の導管要件⁴と呼ばれ

¹ SPV(Special Purpose Vehicle)…不動産の証券化など限定された目的のために設立される媒体の総称。

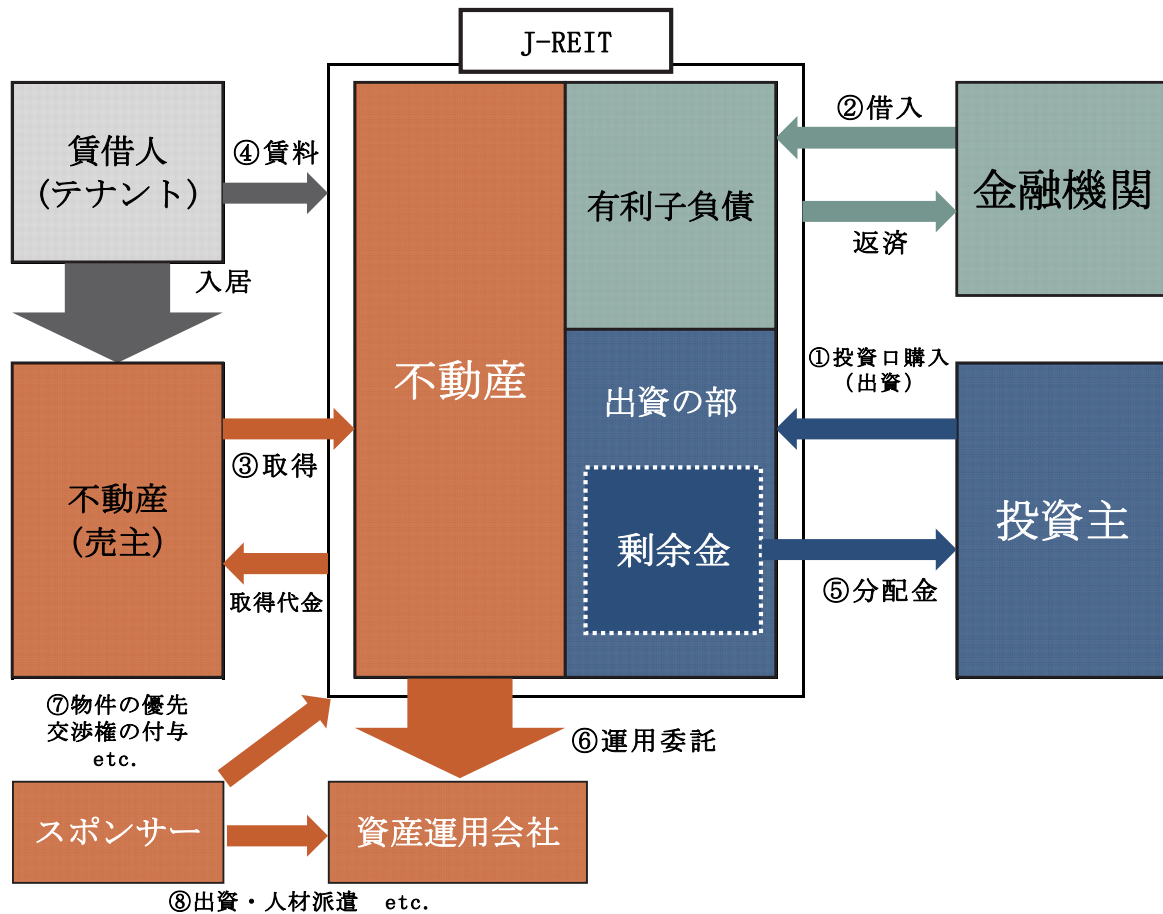
² J-REITの投資家を一般に「投資主」という。

³ 投資法人債を発行することで負債として投資家から資金を調達する方法も一般的だが、簡略化のため本稿においては省略。

⁴ 導管性要件…税務上において、分配金額の損金算入が認められるために投資法人が満たさなければならない要件のこと。

る一定の要件を満たすことで、税法上の優遇措置が適用され実質的に法人税が免除される。内部留保をほとんどせず、利益の大半を投資主に分配することで、投資主が享受する利回りを向上させている。一般の株式会社の場合、配当原資は税引き前利益から約 30~40%程度の法人税が控除された後の税引き後利益となるため、J-REIT の分配金利回りは株式の配当利回りと比較して相対的に高くなっている。

図表 2 : J-REIT の設計の概観



(出所)三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 「J-REIT」の社会的役割

投資法人が組成される背景には、不動産を売却して自身のバランスシートから切り離したい企業のニーズがある。J-REIT の起源は、日本のバブル経済が崩壊した 1990 年代まで遡る。バブル崩壊後、企業の信用力が低下し、コーポレートファイナンスでは資金調達ができない、もしくは借入金金利が上昇するといった金融システム不安が起きた。そこで、企業の資金調達環境を改善するために、企業が保有しているキャッシュフローを生み出す特定の資産を、当該企業とは別の組織に譲渡することで資金調達を行うアセットファイナンスの必要性が高まった。その対応として 2000 年 11 月の投信法改正により、現在上場している全ての J-REIT が採用している会社型投資信託(投資法人)という枠組みが誕生した。

企業は保有不動産の証券化を通じて、相対的に良好な条件で資金調達ができるだけでなく、バランスシートから不動産をオフバランスすることによって ROE など収益性の改善を図ることができる。一方で、投資家は証券化による小口化を通じて、最新鋭のオフィスビルや物流施設など大規模でグレードが高い物件に対しても、少額で不動産投資をすることが可能となる。このように、J-REIT は企業のオフバランスのニーズと投資家の不動産投資意欲を結び付けることで、実物不動産市場の活性化や流動性の向上に貢献している。

3. 投資主価値⁵の成長

投資法人は SPV としてあくまで不動産を証券化するための媒介機能のみを有し、不動産の購入・売却や資金調達等の運用業務は、図表2のように資産運用会社と呼ばれる金融商品取引法上の金融商品取引業者に委託されている(⑥)。投資主価値向上の実現には、実際の運用を担う「資産運用会社」の運用手腕、そして、投資法人への不動産の購入に関する優先交渉権の付与(⑦)や、資産運用会社への出資・人材派遣(⑧)等の各種関係者へのサポートを施している「スポンサー⁶」のガバナンスが重要である。資産運用会社が投資主価値を向上させる物件マネジメント手法には、大きく分けて「内部成長」と「外部成長」の2つが存在する。

(1) 内部成長

投資法人が既保有物件からの賃貸事業利益(=賃貸事業収益-賃貸事業費用)を増やし、投資主価値を向上させることを内部成長という。保有物件から得られる賃貸事業利益を増やすためには、リーシング活動を通じて空室にテナントを誘致して稼働率を引き上げる、もしくはテナントとの契約更改時に賃料単価を増額する等によって賃貸事業収益を増やす方法か、例えば共用部の照明に LED 照明を導入して水道光熱費を抑制するなど賃貸事業費用を抑える方法がある。

(2) 外部成長

一方で、物件を追加的に取得することで投資主価値を向上させることを外部成長という。負債の調達、公募増資(投資主からの出資)、もしくはその両方を通じて金融機関もしくは投資家から追加的に資金を調達し、スポンサーや第三者から追加的に物件を取得することで投資主価値を向上させる方法である。

⁵ 株主価値と同様に、投資主に帰属する経済的価値を一般に「投資主価値」と呼ぶ。具体的には、主に一口当たり分配金や一口当たり NAV(後述)のことを指す場合が多い。

⁶ スポンサーは投信法上明確に定義された機関ではないが、投資法人や資産運用会社の設立や資産の取得等の運用業務に主導的な立場で関与し、投資法人及び資産運用会社に対して優先的に物件に関する情報提供等を行っている。また、スポンサーの社会的信用力は投資法人のリファイナンスから投資家への心象に至るまで広範な影響力を持っている。例えば、三井不動産(8801)や三菱地所(8802)等のデベロッパーや、伊藤忠商事(8001)や住友商事(8053)等の商社が投資法人のスポンサーを務めており、自社で開発した不動産を傘下の投資法人に売却することで売却益を確保し、収益性を高めていることも多い。

(3)「投資口価格」に基づいた投資主・資産運用会社・スポンサーの関係性

J-REIT の構造上、資産運用会社とスポンサーは、上記の内部成長と外部成長を通じて投資主価値向上に取り組むインセンティブを有している。

図表3を確認したい。仮に、ある銘柄が内部成長・外部成長を通じて中長期的に投資主価値が成長する蓋然性が高いと投資家に判断されれば、投資口価格は上昇するだろう。投資口価格が上昇すると、公募増資に際し少ない投資口の発行で資金調達が可能となり、物件取得を通じた投資主価値の成長可能性が高まる⁷。そして、実際に増資を通じて物件を取得し、投資主価値の向上が実現すれば、さらに将来の成長期待が高まることで一段と投資口価格が上昇する好循環が生まれる。先述のとおり、J-REIT は利益の大半を投資主に還元し、実質的に内部留保ができないため、負債比率を抑えて継続的に物件を取得するためには増資が不可欠である。そして増資を通じて投資主価値を成長させるためには投資口価格が安定している必要があることから、資産運用会社にとって投資口価格は重要な KPI⁸となっている。

また、J-REIT の投資口価格の安定はスポンサーにとってもメリットが大きい。傘下の J-REIT が市場で評価され、投資口価格が安定し継続的に増資が可能となれば、スポンサーの物件売却が容易となる。また、スポンサー自身が J-REIT の投資口を保有する所謂セームポート出資を行い、投資口価格の変動に伴う経済的な恩恵を共有しているスポンサーも多い。

つまり、繰り返しになるが、J-REIT の制度設計や構造上、資産運用会社とスポンサーは、投資主と共に投資口価格変動に伴う経済的利害を共有しており、この利害の一致こそが、内部・外部成長や情報開示など、両者が投資主価値最大化に積極的に取り組む原動力となっている。

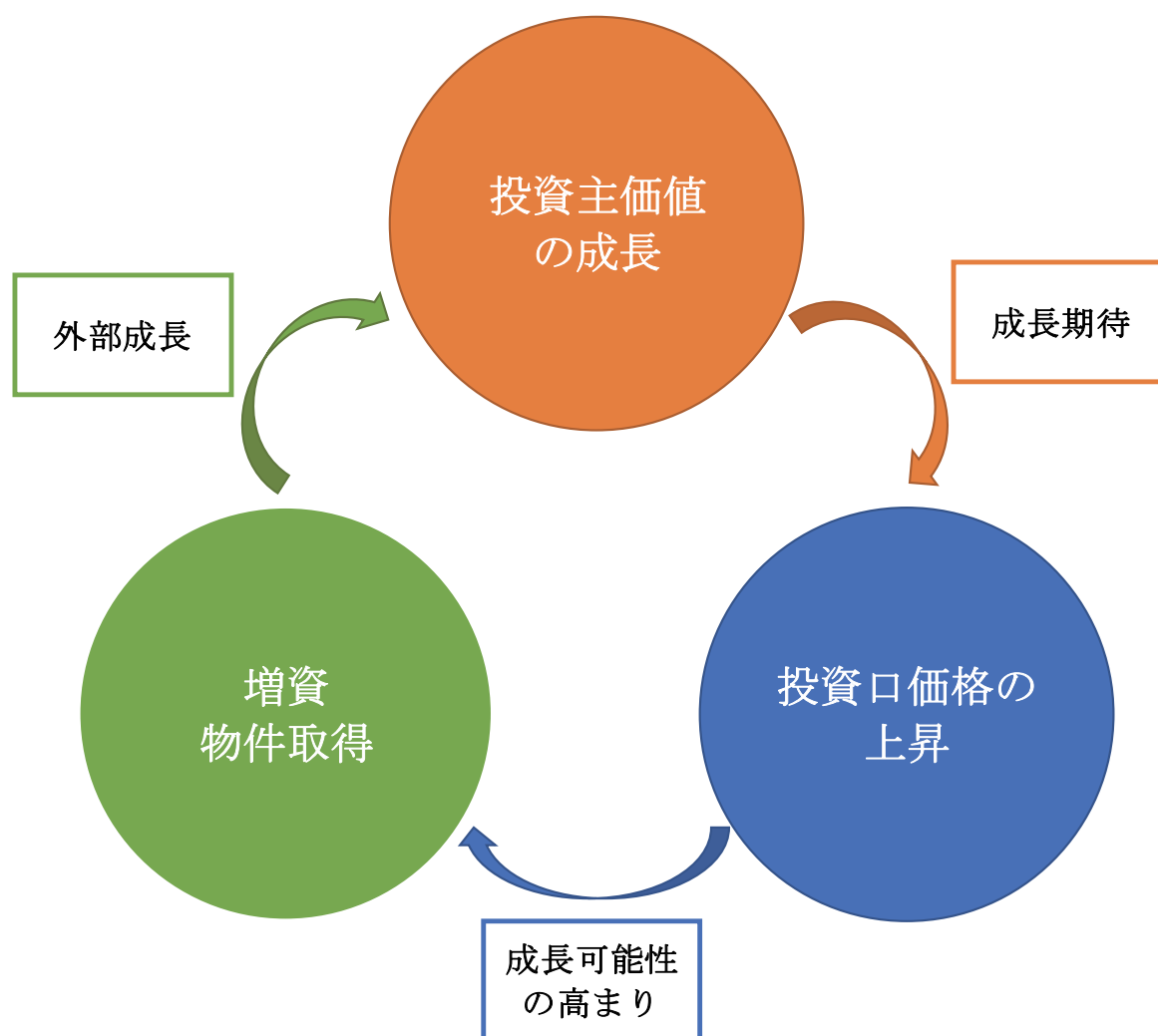
ただし、スポンサーと投資法人が利益相反の関係にあることには注意したい。スポンサー自身が開発し保有している不動産を投資法人に売却する場合、当然スポンサーは高い価格で売却したい一方で、投資法人が高い価格で物件を購入すれば投資主にとっては不利益に働くため、スポンサー及びスポンサーと密接な関係にある資産運用会社のガバナンスには注意を払う必要がある⁹。

⁷ 物件取得によって投資法人が所有している収益不動産ポートフォリオ全体の利益が増加した場合においても、投資口の発行が多くなれば一口当たりの投資主価値が減少する場合もあるため(投資口の希薄化)、追加で発行する投資口数が少ないほど物件取得による投資主価値の成長可能性が高まる。

⁸ KPI(Key Performance Indicator)…目標の達成度合いを計るために継続的に計測・監視される定量的な指標。

⁹ 直近の事例としては、エスコンジャパンリート投資法人(2971)の資産運用会社が、スポンサーである日本エスコン(8892)から投資法人への物件売却に際して、スポンサーの売却希望価格に沿うように不動産鑑定業者に対して鑑定評価額を引き上げるための働きかけを行っていた等の事由で2022年7月に金融庁から資産運用会社に対して行政処分が下った。

図表3：投資主価値の持続的な成長のイメージ



(出所)三菱UFJ信託銀行作成

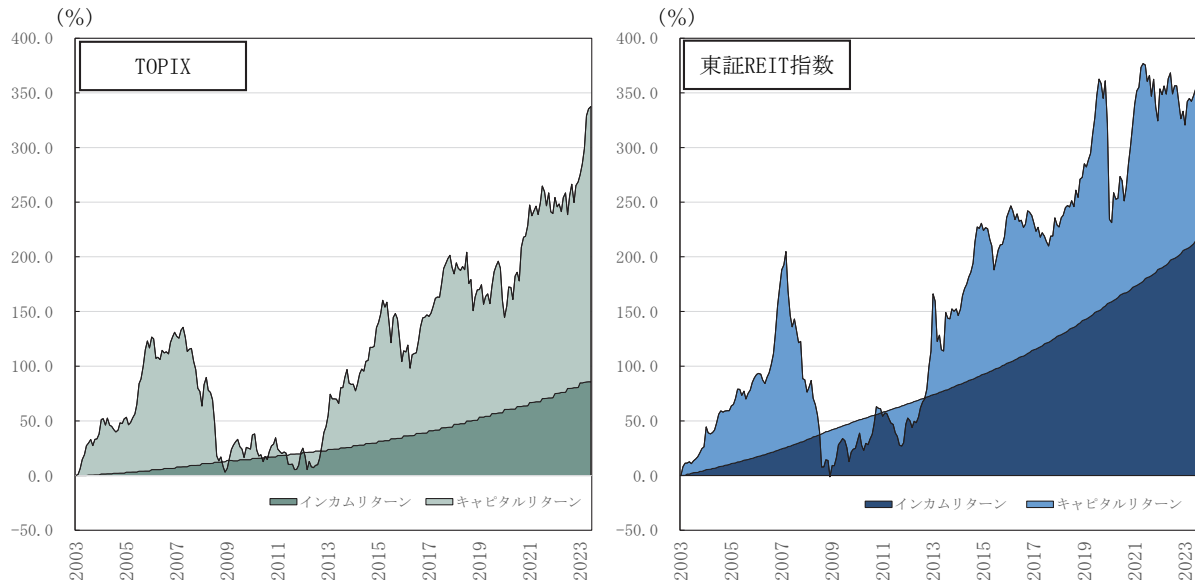
Ⅲ. β (ベータ) 特性

J-REITの基本的な設計・構造的な特徴についてはおおよその理解が得られたところで、本章ではJ-REIT市場全体の変動を表す β (ベータ)の特性について言及したい。

J-REIT投資により投資家が得られるリターンは、主に賃料収入を原資として定期的に支払われる分配金に基づくインカムリターンと、市場における投資口価格の変動に基づくキャピタルリターンの2つに分けられる。図表4は、図表1のTOPIXの配当込みリターンと東証REIT指数の分配金込みリターンを、それぞれインカムリターンとキャピタルリターンに分解したものである。東証REIT指数の公表が開始された2003年3月末以降の両者のトータルリターンはほぼ同水準だが、その大半をTOPIXはキャピタルリターンが、東証REIT指数はインカムリターンが占めていることが分かる。資本市場の動向によってキャピタルリターンが変動する点は株式と同様であるが、J-REITはインカムリターンがキャピタルリターン変動の緩衝材のような効果を果たし、トータルリターンの下支えとなっている。

“相対的に高く安定した” インカムリターンこそが J-REIT 投資の魅力である。まずはインカムリターンについて、水準・ボラティリティ・成長性の3つの観点から考察したい。

図表4：TOPIX(左)と東証REIT指数(右)のトータルリターン分解



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

1. インカムリターン

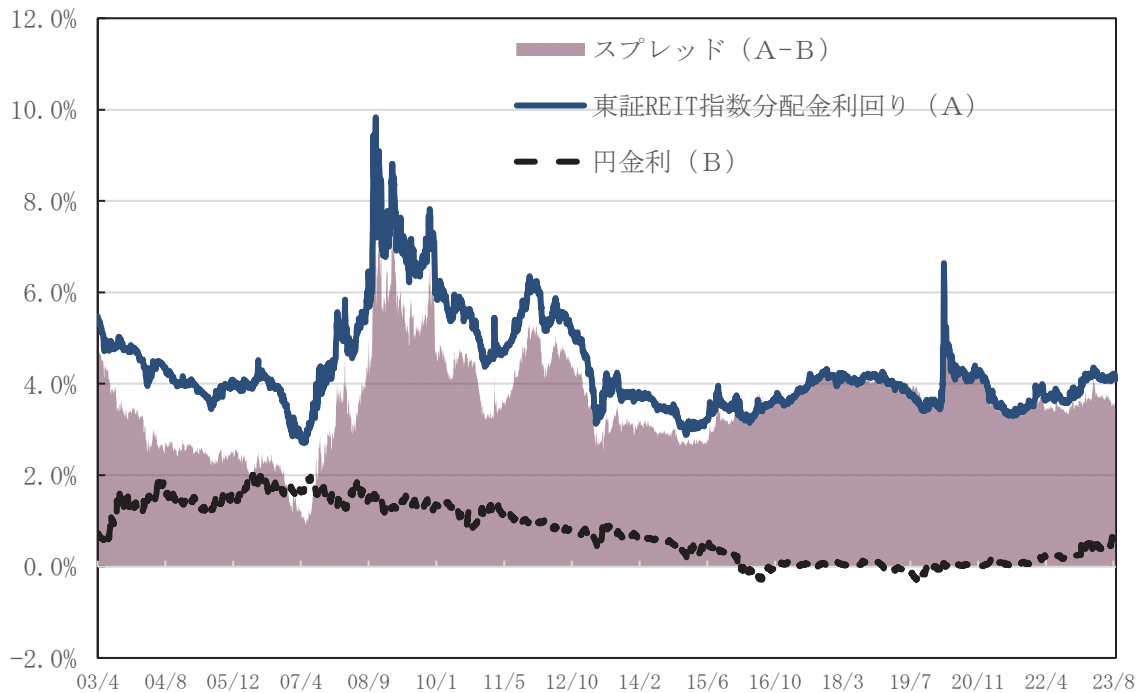
(1) 利回りの水準

先述のとおり、J-REIT を保有することによって得られるインカムリターン(分配金)の原資は、主に投資法人が保有している不動産に入居している企業や個人等のテナントから収受する賃料である。6ヵ月毎に訪れる各決算期末において投資口を保有していた投資主に対して、半期分の収益に基づいた分配金が支払われるようになっている¹⁰。具体的にどの程度の利回りが得られるのか確認したい。図表5で示すとおり、東証REIT指数の分配金利回りは、市況に応じて上下するものの、2003年3月末から2023年8月末までの間で、平均4%を超える水準で推移しており(期間平均4.3%)、同期間の日本国債10年物の利回り(以下、円金利¹¹) (期間平均0.8%)に対して概ね3.5%程度高い。

¹⁰ 一部銘柄のみ決算が年に一回しかない銘柄も存在するが、基本的にJ-REITは6ヵ月毎に決算がある。

¹¹ 本稿においては、以下「円金利」と表記した場合は統一して日本国債10年物の利回りを指すこととする。

図表5：東証REIT指数の分配金利回りと日本国債10年物利回り

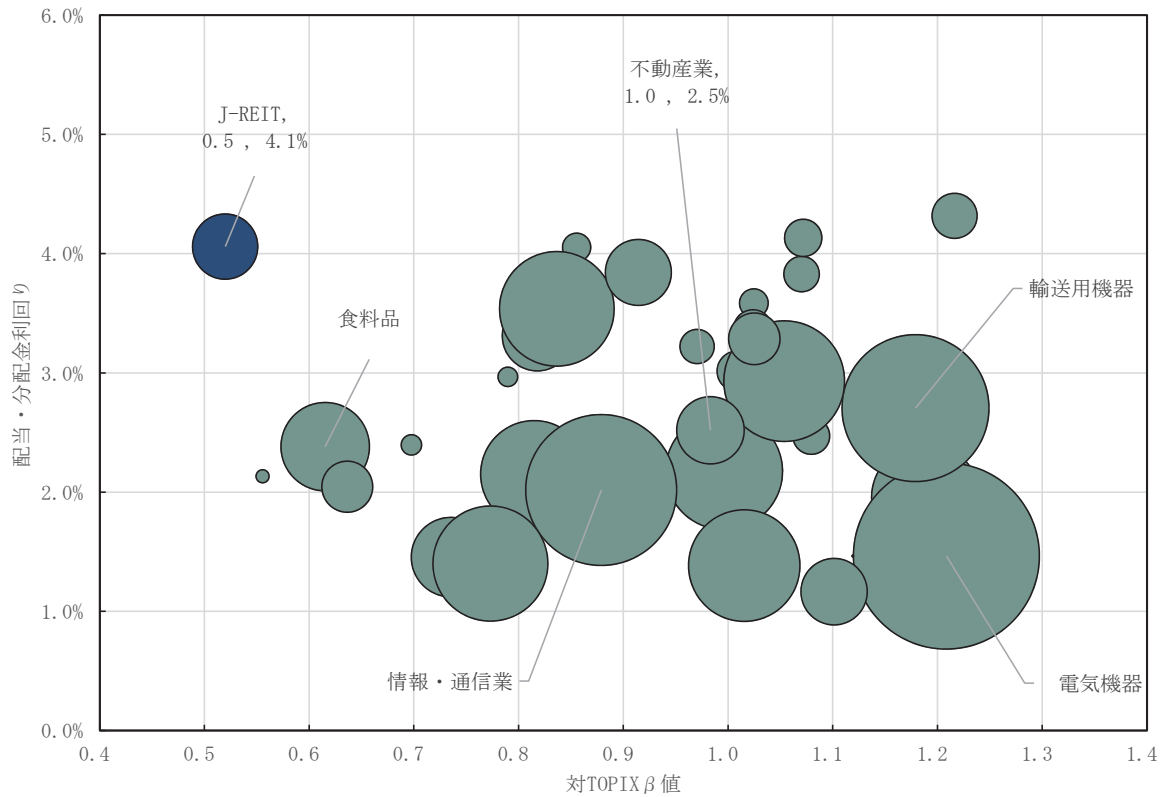


(出所) QUICK より三菱UFJ信託銀行作成

図表6は東証33業種とJ-REITのTOPIXに対する β 値¹²と配当・分配金利回りを比較した図表である。横軸に対TOPIX β 値、縦軸に配当・分配金利回りをとり、バブルサイズは時価総額の大きさを表している(全て2023年8月末断面のデータを使用)。J-REITのTOPIXに対する β 値は0.5と全業種の中で最も低い。また、TOPIXの配当利回り2.2%に対して、J-REITの分配金利回りは4.1%と相対的に高く、全業種の中で3番目に位置している。要するに、J-REITは「低 β 高配当」特性を有していると解釈できる。TOPIXの不動産セクター(β 値: 1.0 / 配当利回り: 2.5%)と比べてもJ-REITは株式市場に対する感応度が低く、且つ利回りが高いことが示されている。

¹² この文脈における β (ベータ)値とは、市場を代表するような指数(この場合、TOPIXを指す)に対する感応度を表しており、図表6では23年8月末時点の β 値を使用している。J-REITのTOPIXに対する β 値が0.5ということは、仮にTOPIXが1.0%上昇(下落)した場合にJ-REITは概ね0.5%程度上昇(下落)する傾向があることを表している。

図表6： 東証33業種とJ-REITの対TOPIXβ値・配当及び分配金利回り・時価総額



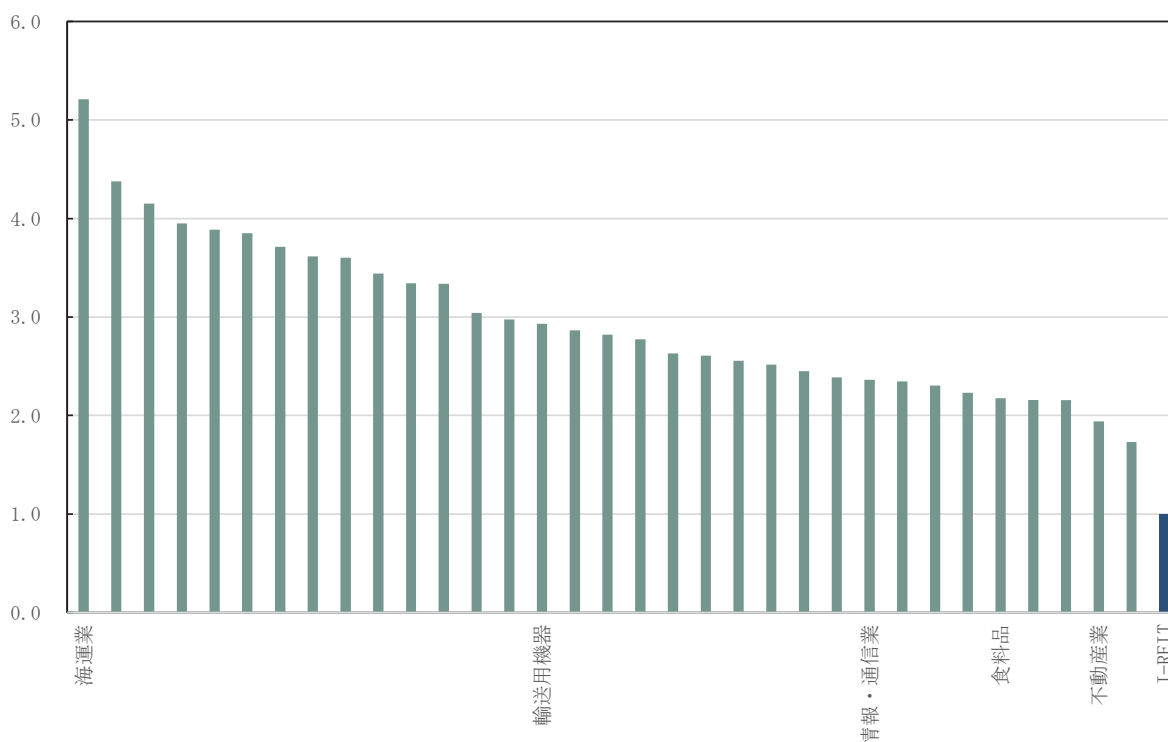
(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

(2) 業績のボラティリティ

分配金の安定性について確認するために、先ほどと同様に東証33業種と比較する。ただ、一般の株式会社は内部留保をするなど配当性を企業側が裁量をもってコントロールできる一方で、基本的にJ-REITは導管性要件を満たすために利益の約90%を投資主に還元するため、株式の配当とJ-REITの分配金のボラティリティを比べても、配当・分配金の安定性について横比較はできない。よって、分配金の原資である一株当たり当期純利益(EPS)で比較する。東証33業種とJ-REITの2006年度から2022年度までの期間におけるEPSのボラティリティ¹³を相対比較すると(図表7)、J-REITはTOPIXのどの業種よりも業績の安定性が高いことが分かる。TOPIXの不動産セクターにはデベロッパーなど不動産の開発等も行っている銘柄も含まれる一方で、J-REITは不動産賃貸事業に特化している。テナントとの賃貸借契約期間は通常複数年に渡る固定賃料契約が多いことから、賃料収入の安定を背景に業績の振れ幅が小さくなっている。

¹³ 個別銘柄の各決算期におけるEPSの前期末変化率： $(EPS_{F1} - EPS_{F0}) \div \{(|EPS_{F1}| + |EPS_{F0}|) \div 2\}$ を2006年度から2022年度までの各期で株数等を調整した上で算出した(ローゼンバーグ方式)。その標準偏差を各銘柄のEPSボラティリティと定義し、各銘柄のEPSボラティリティを同業種の中で時価総額加重平均した数値で比較した。

図表7：東証33業種とJ-REITのEPSボラティリティ相対比較
(J-REITのEPSボラティリティを1として指数化)



(出所)三菱UFJ信託銀行作成

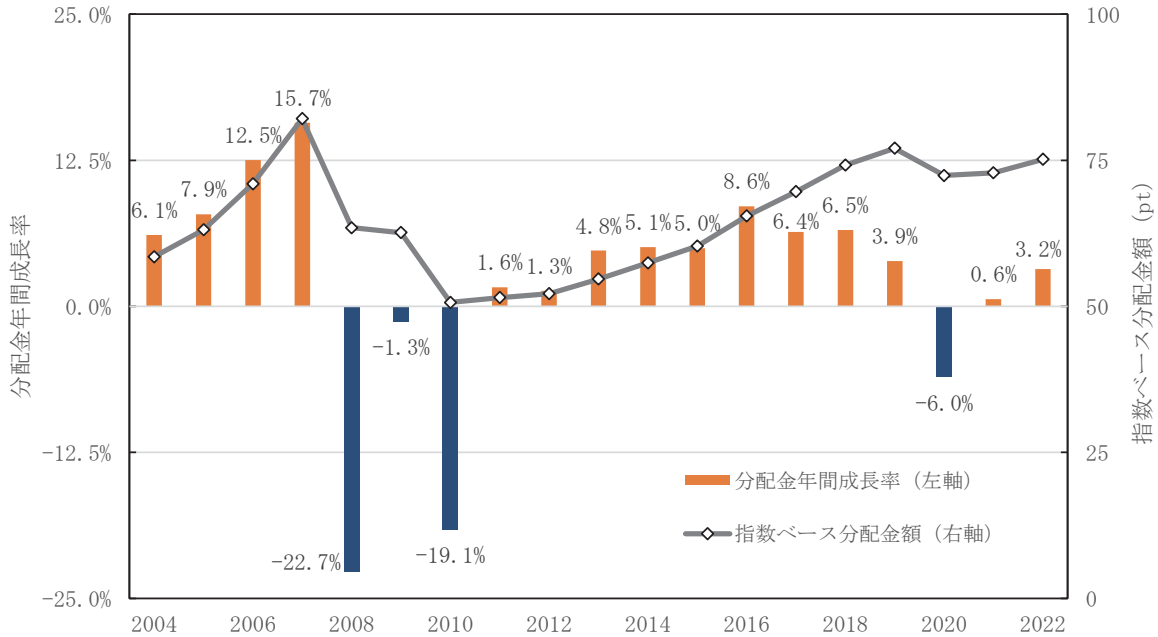
(3) 分配金の成長性

最後に、分配金の成長率を確認する。J-REIT市場の年間の分配金成長率の推移は図表8のようになっている。集計対象期間の2004年～2022年の合計19年の内、15年は分配金のプラス成長を達成しており、全期間平均で+2.1%、11年以降の12年間の期間平均で+3.4%の成長率となっている。Ⅱ章で解説したとおり、内部成長・外部成長を通じて分配金の水準自体も安定的に成長していることが分かる。

2008～2010年に掛けては、リーマンショックに伴う金融システム不安と不動産市況の悪化によってマイナス成長が続いた。2020年には、コロナ禍の影響でオフィスや商業、ホテル等の幅広い種類の物件で賃料収入が減少し、マイナス成長に陥った。しかし、銘柄数がリーマンショック時と比べて増加し、物流施設のようなコロナ禍でむしろ賃貸需要が高まる不動産にまで物件タイプの分散が進んだことに加えて(図表9)、内部留保の取り崩し¹⁴や物件売却等の資産運用会社による資本政策・物件マネジメントも奏功し、2020年は2008年や2010年と比べると小幅なマイナス成長に留まり、翌年2021年にはプラス成長に回帰した。今後は、コロナ禍が一服し経済活動が再開する中で、安定成長軌道への回帰が期待される。

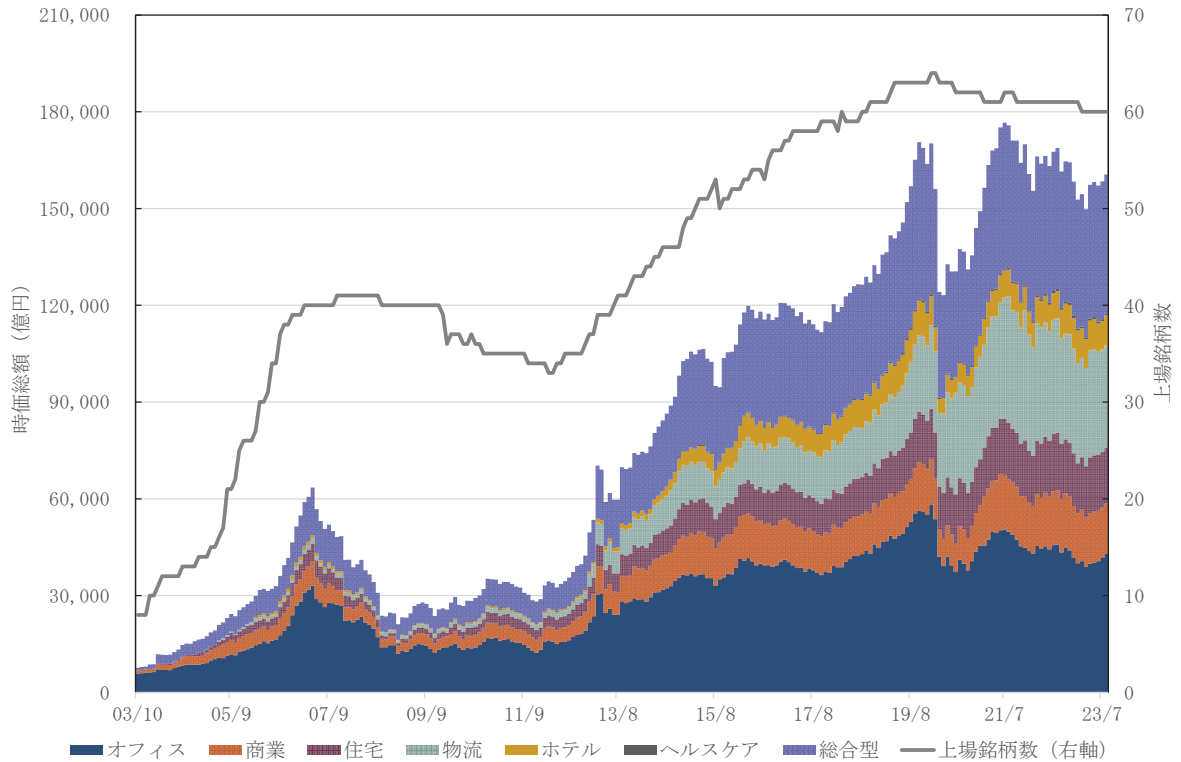
¹⁴ 先述のとおり、原則J-REITは内部留保ができない設計になっているものの、合併時に発生した負ののれんや物件売却益の一部については内部留保として蓄積できるようになっており、一時的な利益減少等の際に取り崩して分配金に充当することができる。

図表 8 : J-REIT 市場の分配金年間成長率



(出所)QUICK より三菱UFJ 信託銀行作成

図表 9 : J-REIT 市場の業種別時価総額と上場銘柄数
(期間: 2003 年 10 月 ~ 2023 年 8 月)



(出所)三菱UFJ 信託銀行作成

2. キャピタルリターン

J-REITは“相対的に高く安定した”インカムリターンが魅力的な資産だが、取引所に上場しているため資本市場の影響を受けて投資口価格が変動する。筆者は、J-REITの投資口価格の主な変動要因は「NAV¹⁵」「円金利」「クレジット」の3つであると考えている。

以下、それを定量的に確認する。回帰分析の説明変数として、指数ベースのNAV(J-REIT市場全体のNAV)、日本国債10年物利回り(円金利)、iTraxx JapanのCDS5年物のスプレッド¹⁶(クレジット環境を表す指標)を用意した。この3つを説明変数、分配金を除いた東証REIT指数を被説明変数として、2006年1月から2023年8月の月次データを対象に重回帰分析を行った結果が図表10である。モデルは高い精度で東証REIT指数を近似することができており、NAVとクレジットについては、統計的な有意性が高いことが分かる¹⁷。図表11では、実際の東証REIT指数の推移と当該モデルの推計値を重ねており、両者が相関していることが分かる。図表12では、横軸に東証REIT指数、縦軸に当該モデルの推計値を散布図としてプロットした。モデルの推計値が実際の指数の値と一致していた場合、図表12の原点①から右上の②に引かれている灰色の直線上にプロットが乗る。プロットは概ね灰色の直線に沿って右肩上がりで点在しており、図表11と同様にモデルの精度が高いことが確認できる。

図表10：分配金除き東証REIT指数を被説明変数とした重回帰分析結果

分析期間	2006年1月～2023年8月				
補正 R2	0.76				
	係数	標準誤差	t	P-値	
切片	1045.38	97.83	10.69	0.00	
NAV	0.61	0.05	11.08	0.00	
円金利	-42.44	26.06	-1.63	0.10	
CDSスプレッド	-3.30	0.24	-13.90	0.00	

(出所) Bloomberg、QUICK より三菱UFJ信託銀行作成

¹⁵ NAVについては『J-REITに対するNAV倍率の要因分解の検討(資産運用情報2023年9月号)』ご参照。

¹⁶ CDSスプレッドについては『日本におけるCDS市場について(資産運用情報2013年10月号)』ご参照。

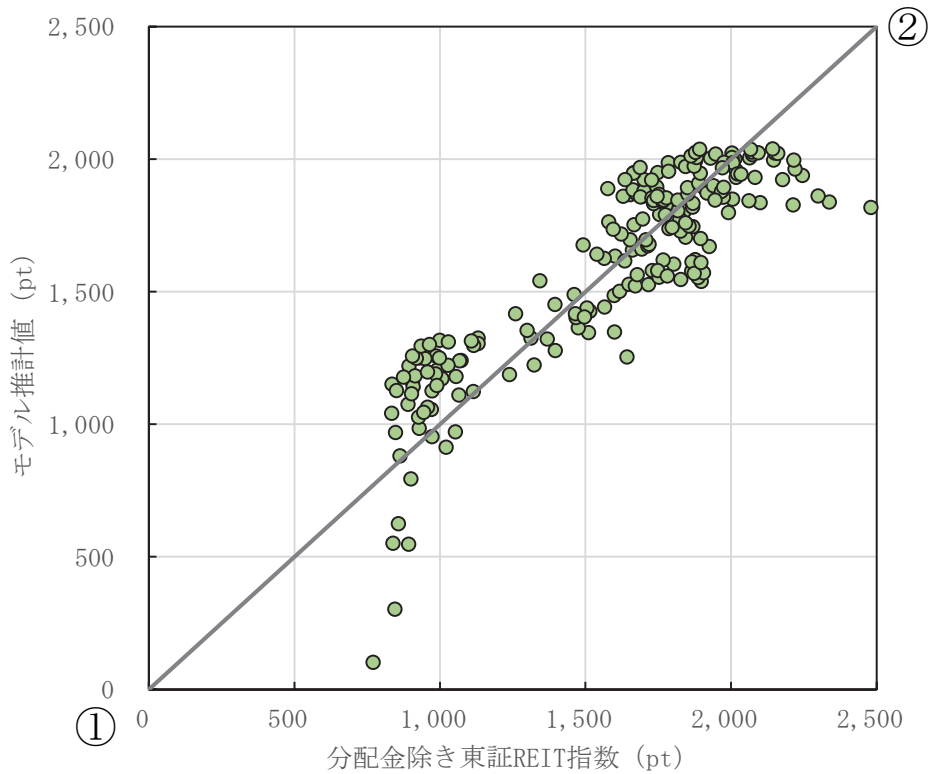
¹⁷ 一般的に、各説明変数のP-値が0.05以下であれば有意水準5%で統計的に有意、0.10以下であれば有意水準10%で統計的に有意とされている。

図表 11： 分配金除き東証 REIT 指数とモデル推計値の推移



(出所) Bloomberg、QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 12： 分配金除き東証 REIT 指数とモデル推計値の散布図



(出所) Bloomberg、QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

以下、採用した3つの説明変数と東証REIT指数の関係性を並列することで、J-REIT投資におけるキャピタルリターンの変動要因を整理したい。

(1) NAV

NAV(Net Asset Value)とは、投資法人が保有する不動産を鑑定評価額で時価換算した場合の投資法人の純資産(時価ベースの資産から負債を差し引いた金額)である。よって、基本的には、不動産価格が上昇すればNAVは増加し、不動産価格が下落するとNAVは減少する。回帰式においてNAVの説明変数の回帰係数は正の値をとっており(図表10)、NAVの上昇が指数に対してプラスに寄与することを表している。図表13を確認すると、NAVは確かにJ-REIT指数の長期トレンドを規定していることがわかる。不動産価格の上昇は、J-REITの投資主価値・解散価値の上昇を通じて投資口価格を押し上げる要因となる。

図表13： 分配金除き東証指数とJ-REIT市場全体のNAVの推移



(出所) Bloomberg、QUICKより三菱UFJ信託銀行作成

(2) 円金利

続いて、円金利とJ-REITについては、回帰式の係数が負の値であることから(図表10)、逆相関の関係にあることが分かる(図表14)。特に、2013年4月に日銀の量的質的金融緩和が導入された前後から、両者の逆相関性が強まっている。円金利が上昇すれば、J-REITの利回りの相対的な魅力度が低下するためJ-REITは下落しやすく、逆に円金利が低下すれば、利回りの魅力度が増すため上昇する傾向がある。また、金利が低下すると、投資法人の借入金利や投資法人債の利率の低下を通じて業績にはプラスに働く。過去において

は、日銀の大規模な金融緩和政策に基づく低金利環境が J-REIT を下支えしていたが、今後金利が反転上昇すれば、指数に対してはリスク要因となるだろう。

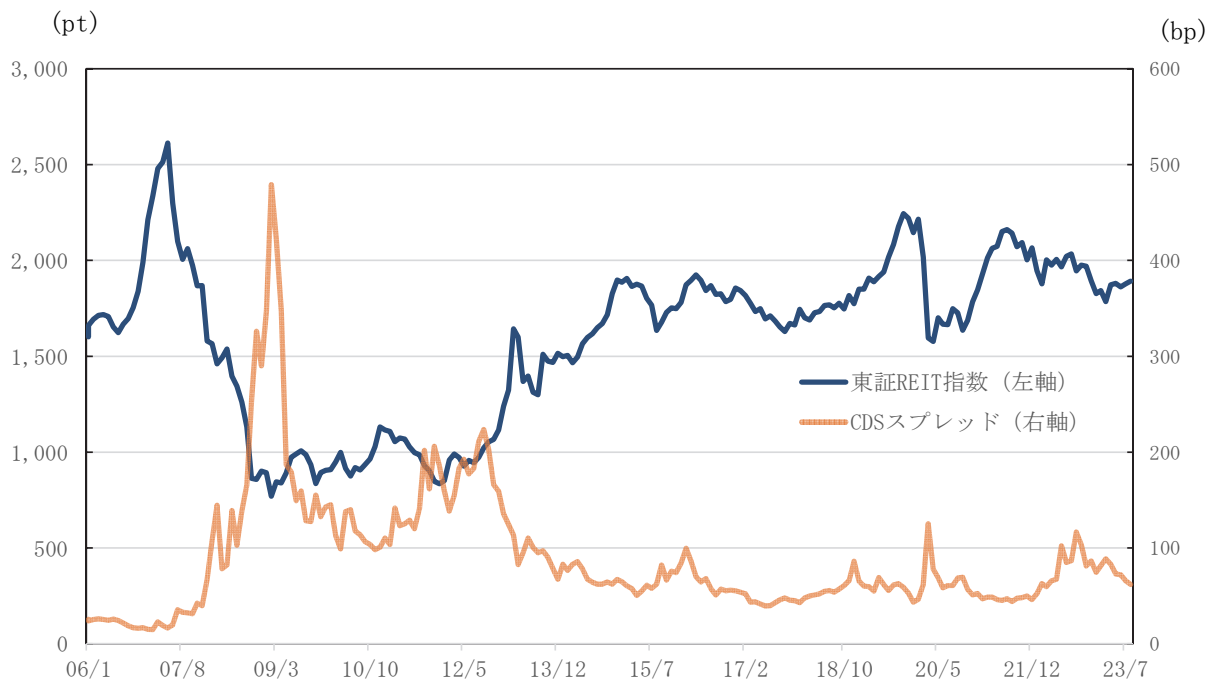


(出所) Bloomberg、QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

(3) クレジット

最後に、クレジットについては、回帰式の係数が負の値であるとおおり、逆相関の関係にあることが分かる(図表 10)。CDS のスプレッドと東証 REIT 指数を重ねると、J-REIT は金融危機や景気後退など信用リスクが高まる局面では下落する傾向がある(図表 15)。投資法人は投資主から調達した資金に負債を上乗せすることでレバレッジを掛け、大規模な運用を行うことができ、投資主に還元できる不動産投資の利回りを向上させている。しかし、J-REIT は内部留保が実質的にできない制度設計となっているため、リーマンショックのように資金調達環境が悪化すると、実物不動産の流動性リスクや投資法人のリファイナンスリスクが資本市場に嫌気されて売られやすくなる。また、2020 年前半の新型コロナウイルス感染拡大初期においては、感染拡大に伴うホテル宿泊需要の減退やリモートワークの進展によって、不動産から収受できるキャッシュフローの急速な減少が予期された影響で、リーマンショック時のような金融機関の貸出態度の悪化・信用収縮が懸念され、国内金融機関中心にポジションの解消が相次ぎ、東証 REIT 指数は大きなドローダウンを被った。

図表 15： 分配金除き東証 REIT 指数と CDS スプレッドの推移



(出所) Bloomberg、QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

3. リスク・リターン特性の比較とポートフォリオ分散効果の確認

J-REIT のリスク・リターン特性を他資産と比較する。図表 16 は、NOMURA-BPI 総合指数¹⁸、配当込み TOPIX、分配金込み東証 REIT 指数の 2003 年 3 月末から 2023 年 8 月までを集計期間として算出した年率リターン、ボラティリティ、シャープレシオを比較したものである。J-REIT は設計上ミドルリスク・ミドルリターンの資産クラスと考えられるものの、実際は、株式とリスク・リターン特性が非常に近い金融商品と位置付けられる。

ただ、同期間において、252 日ローリングでボラティリティを計測すると、リーマンショックやコロナ禍などの局面を除けば¹⁹、基本的に J-REIT のボラティリティは株式よりも低位で推移していることに注目したい(図表 17)。要するに、平時において J-REIT は、不動産賃貸事業収益が相対的に安定している上(図表 7)、利益の大半が投資主に還元されるようになっているため、低ボラティリティ環境下で高いインカムリターンを享受できる資産となっている。しかし、その対価として、金融システムが目詰まりが想定されるような局面においては、先述のとおり、ボラティリティが急速に高まる可能性があることを投資家は十分に認識しなければならない。

¹⁸ NOMURA-BPI 総合指数…日本国内で発行された国債や事業債で構成された国内債券市場の動向を表す代表的な指数。

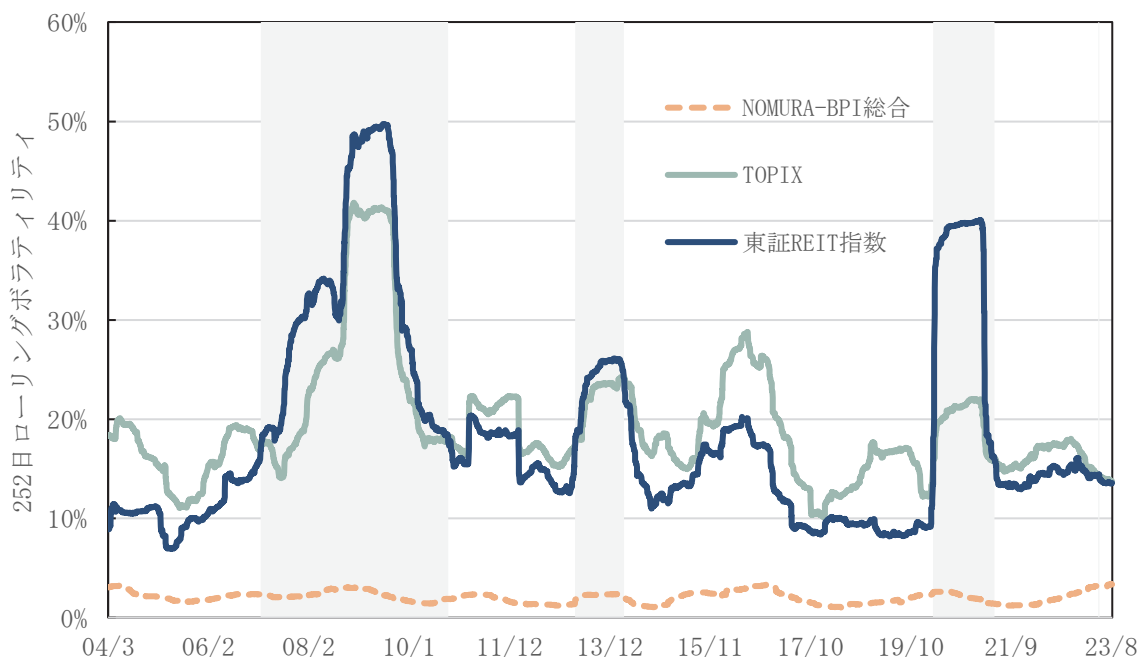
¹⁹ 2013 年の東証 REIT 指数の高ボラティリティ局面は、オフィス市況改善に対する期待と日銀の大規模な金融緩和を背景に指数が大幅に上昇していた中で、長期金利が反発し、指数が急速に下落したことによって生じた。

図表 16： NOMURA-BPI 総合・TOPIX・東証 REIT 指数のリスク・リターン特性

	年率リターン	ボラティリティ	シャープレシオ
NOMURA-BPI総合	1.02%	2.20%	0.46
TOPIX	7.49%	21.35%	0.35
東証REIT指数	7.68%	22.54%	0.34

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 17： NOMURA-BPI 総合・TOPIX・東証 REIT 指数のボラティリティ推移



※東証 REIT 指数のボラティリティが TOPIX のボラティリティより高い期間をグレースアウトしている。

(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

最後に、**J-REIT** を株式と併せて保有した場合、ポートフォリオ全体のリスク分散効果が期待できることに触れておきたい。2003年3月末から2023年8月までの**TOPIX**と**東証REIT** 指数の配当・分配金込みのリターンの相関係数を計算すると0.63となっており、併せて保有することでポートフォリオ全体のリスクを削減することが期待できるため、以下それを検証する。

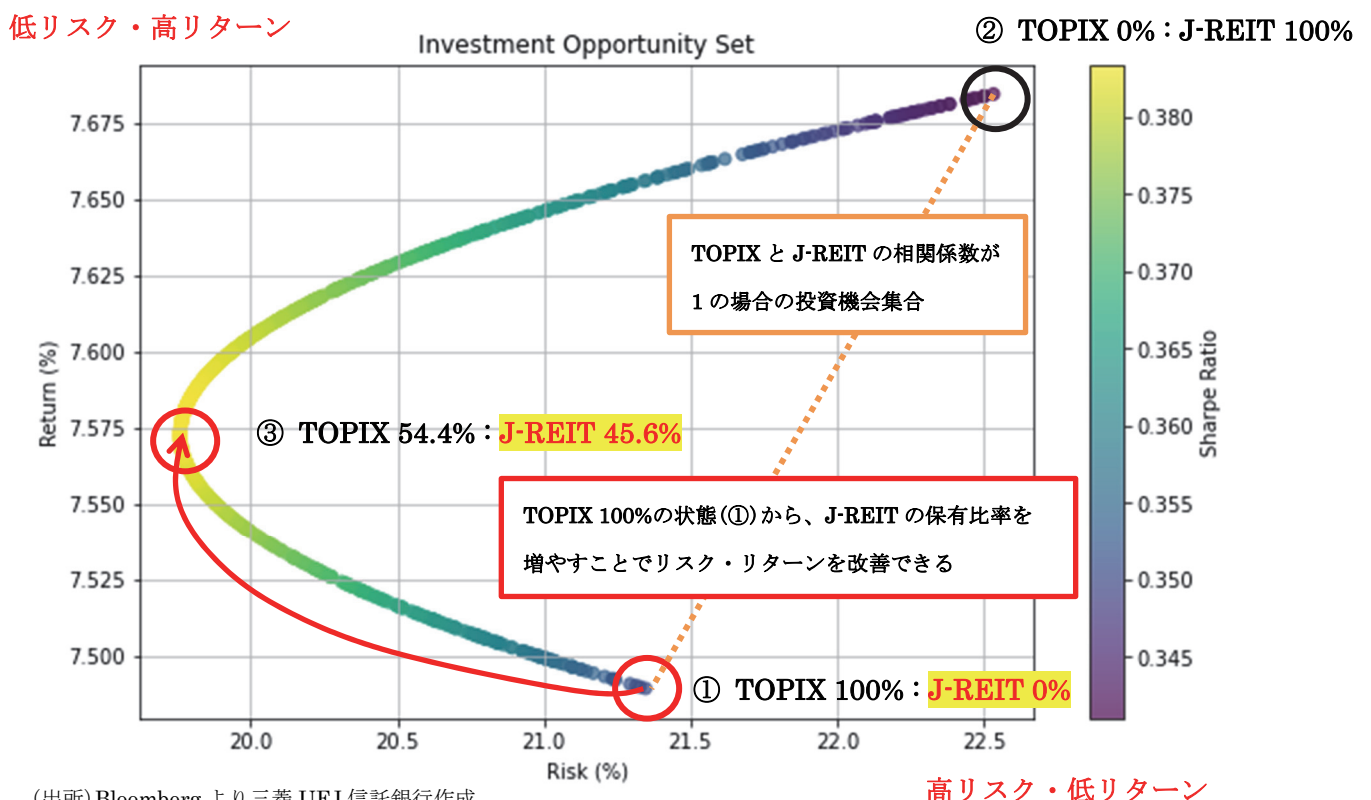
図表 16 に記載している **TOPIX** と**東証 REIT** 指数の年率リターンとボラティリティ、上記の相関係数を用いて、同一ポートフォリオ内で **TOPIX** と **J-REIT** のいずれかを合計 100%となるように保有した場合のポートフォリオ全体のリスク及びリターン(投資機会集合)を図表 18 のとおり示す。横軸にポートフォリオのリスク、縦軸に期待リターンをとり、各プロットの色は図表右側のバーのとおりシャープレシオの高低を表している。右に行くほどリスクが高く、上に行くほどリターンが高くなっているため、リスク回避的な投資家を前

提とした場合、右下の「高リスク・低リターン」よりも左上の「低リスク・高リターン」のポートフォリオが選好されることになる。

ポートフォリオを TOPIX100%で構成した場合 (TOPIX : J-REIT = 100 : 0) が図表 18 内①の点、J-REIT100%で構成した場合 (TOPIX : J-REIT = 0 : 100) が同②の点である。TOPIX と J-REIT の相関係数が 1 の場合は、図表 18 内橙色の点線が投資機会集合となり、両者の組み入れ比率に従って直線的にリスク・リターンが変化することになる (①→②)。しかし、実際には、両資産の相関係数は 0.63 と 1 より低いため、両資産を併せて保有した場合のポートフォリオの投資機会集合は曲線で変化する (①→③→②)。よって、例えば①のような J-REIT を保有せずに TOPIX を指数ウェイト通りに保有している投資家がいた場合、その投資家は J-REIT の組み入れを増やすことによってポートフォリオのリスク・リターンの改善を図ることができる (①→③)。

尚、シャープレシオが最大化される水準は TOPIX ウェイトが約 54.4%、J-REIT ウェイトが約 45.6%となっている (図表内③)。ただ、図表 6 を見ると分かるとおおり、東証 33 業種と比較した J-REIT の時価総額は全 34 業種中 18 位と、株式市場全体と比べるとまだまだ規模が小さいことから、③のように J-REIT を TOPIX とほぼ同水準までポートフォリオに組み入れることは些か現実的ではないだろう。しかし、流動性リスクを考慮しながら、一定程度の比率で J-REIT を保有することで、株式のみを保有している①のポートフォリオから③に向かってポートフォリオのリスク・リターンの改善を図る余地があるのではないか。

図表 18 : TOPIX または J-REIT のいずれかを保有した場合の投資機会集合



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

Ⅳ. α (アルファ) の獲得

J-REITには、上記で述べたような β の魅力だけではなく、 β (市場リターン) に対する個別銘柄の超過リターンを表す α (アルファ) の安定的な獲得が期待できる資産であると筆者は考えている。以下、特定の銘柄の保有比率を指数ウェイト比増減させることによって、 β に対する超過収益を獲得できる可能性について言及したい。

1. ファクターの有効性

J-REIT市場におけるファクターの有効性を検証する。2006年～2023年8月を集計対象期間として、図表19に挙げた7つのファクターについて、毎月末断面で各ファクターのスコアが高いものから順に、銘柄数が三等分されるように三分位ポートフォリオを作成し、一分位ポートフォリオの単純平均リターンから三分位の単純平均リターンを引いたスプレッドリターンを日次で計測した。

結果、図表20・21のとおり、J-REITは(1)PNAV倍率²⁰(2)分配金利回りといったバリュファクターや、(7)リバーサルファクターが長期に渡って有効性を示していることが確認された。この背景として、J-REITのファンダメンタルズが短期で急激に変動することは少ない一方で、投資口価格(バリュエーション)が資本市場の影響を受けて日々変動することが挙げられる。つまり、J-REITの投資主価値を規定するNAVの裏付けである実物不動産価格や、分配金の原資となる投資法人の業績ボラティリティが低い中で、資本市場の需給によって割高(割安)になった銘柄はファンダメンタルズに従って投資口価格が下落する(上昇する)傾向があると筆者は考える。裏を返せば、一口当たりNAVや一口当たり分配金等の投資主価値を判断する指標に対して投資口価格が著しく乖離すればそれは是正されることを示しており、投資主価値の成長が投資口価格に素直に反映されやすいと言える。相対的に割安になるまで下落した銘柄は反転して買われ、割高になるまで上昇した銘柄が反転して売られるような循環的な物色を繰り返す過程で、リバーサルファクターも有効に働いている。

以上のとおりバリュー・リバーサルファクターが有効な一方で、(6)時価総額ファクターが安定的にマイナスとなっており、これは長期的に中小型銘柄のパフォーマンスが大型銘柄と比較して相対優位であることを表している。中小型銘柄は規模が小さいが故に一定規模の物件を取得した際の投資主価値の成長率が高くなる。過去においては、中小型銘柄が累積的な外部成長を通じて投資主価値を向上させることで、大型銘柄に対してアウトパフォームしてきた。Ⅱ章で触れたとおり、投資法人が継続的に外部成長するためには投資口価格が安定している必要があることから、個別銘柄の成長性を判断する上では、資産運用会社が行う資本政策や物件マネジメント、スポンサーのガバナンス等の定性的な要素も重要である。

このように、特定のファクターが継続的に有効であるということは、J-REIT市場に非効率性が残存しており、アクティブリスクを取ることで β (市場リターン) に対して超過収益を獲得できる可能性があることを示唆している。中長期の投資期間でJ-REITに投資をする際

²⁰ PNAV倍率については『J-REITに対するNAV倍率の要因分解の検討(資産運用情報2023年9月号)』ご参照。

には、以上に取り上げた観点でのアクティブ戦略の活用も検討する余地があると筆者は考える。

図表 19： 有効性を検証したファクター一覧

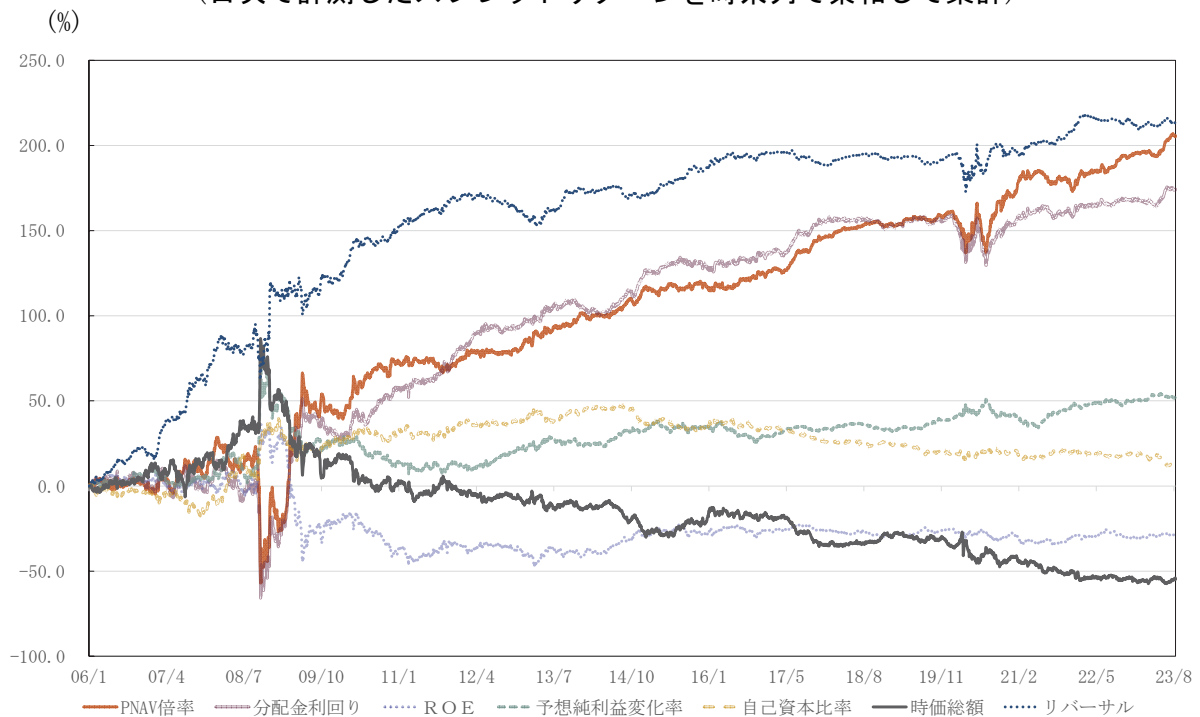
No.	ファクター	系統	有効性	定義
1	PNAV倍率	バリュー	◎	PNAV倍率が低い銘柄（割安）を高スコアとする
2	分配金利回り	バリュー	◎	来期の予想分配金利回りが高い銘柄（割安）を高スコアとする※
3	ROE	グロース	△	来期の予想純利益に基づいて算出したROEが高い銘柄を高スコアとする※
4	予想純利益変化率	グロース	○	直近実績に対して来期の予想純利益変化率が高い銘柄を高スコアとする※
5	自己資本比率	クオリティ	○	直近決算期において自己資本比率が高い銘柄を高スコアとする
6	時価総額	テクニカル	△	時価総額が大きい銘柄を高スコアとする
7	リバーサル	テクニカル	◎	直近三ヶ月のリターンが低い銘柄を高スコアとする

※来期データが無い場合は今期データを参照してスコアを計測する

(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

図表 20： J-REIT 市場におけるファクターズプレッドリターン推移

(日次で計測したプレッドリターンを時系列で累和して集計)



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

図表 21： J-REIT 市場におけるファクターの有効性検証結果

	バリュー		グロース		クオリティ	テクニカル	
	PNAV倍率	分配金利回り	ROE	予想純利益変化率	自己資本比率	時価総額	リバーサル
平均日次リターン（年率）	12.7%	10.7%	-1.7%	3.1%	0.7%	-3.1%	13.2%
標準偏差（年率）	17.4%	16.5%	11.6%	12.5%	9.3%	15.8%	13.3%
シャープレシオ	0.73	0.65	-0.14	0.25	0.08	-0.20	0.99
勝率	63.2%	61.3%	54.2%	55.2%	45.3%	49.5%	61.8%

- ・平均日次リターン(年率)/標準偏差(年率) … 日次リターンの平均 / 標準偏差 を年率換算した数値。
- ・シャープレシオ…平均日次リターン(年率)を標準偏差(年率)で割った数値。
- ・勝率…日次のスプレッドリターンを月単位で累和した後、集計対象期間の月数に対してリターンがプラスだった月の割合。

(出所)三菱UFJ信託銀行作成

V. 終わりに

J-REITは4%近い分配金利回り(インカムリターン)に加えて、安定的な α の獲得機会を備えた魅力的な資産だと筆者は考えている。J-REIT単体で投資するのみならず、株式と併せて保有することで分散効果が働くことも魅力の1つだ。TOPIXにJ-REITは含まれていないこともあり、投資家のポートフォリオへのJ-REITの組み入れはそこまで浸透していないと感じている。だが、米国の主要な株価指数であるS&P500には米国のREITが約2%程度組み入れられており、アセットアロケーションの一部として株式と併せてJ-REITに資金を配分することはなんら不思議なことではない。無論、資金調達環境の悪化が想定される局面においては投資口価格が急変動するリスクに注意を払う必要があるが、投資対象として十分検討する価値がある資産ではないだろうか。

足許ではJ-REIT市場の規模拡大も一服した兆しがあるが、国土交通省が公表している統計によると、日本には収益不動産が約240兆円ある中で、その内証券化された不動産は未だ47兆円に留まっており、市場の拡大余地はまだ残っている。日本最大級のアセットオーナーであるGPIFは2020年から「長期的なリターンを向上させること」を企図してJ-REIT指数をベンチマークとしたファンドへの投資を開始した。2023年には、大手外資系ファンドのKKRが、日本都市ファンド投資法人与産業ファンド投資法人の資産運用会社である三菱商事・ユービーエス・リアルティを買収した。これらの事象は、日本の不動産市場は依然として魅力的だと考えている投資家が一定数存在していることを示唆している。

高く安定した利回り、株式とのリスク分散効果、 α の獲得可能性、そして投資家・資産運用会社・スポンサー三者間の「投資口価格」に基づいた経済的利害の一致、この4点がJ-REITという資産の魅力であり、投資家の間に広く浸透して欲しいと筆者は思っている。J-REIT市場の更なる活性化を、一資本市場参加者として祈念してやまない。

(2023年9月22日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 『J-REIT 投資のすべて』 三菱信託銀行不動産コンサルティング部 森島義博 小林亨 [2004]
- ・ 『J-REIT のリターン特性について(資産運用情報 2013 年 1 月号)』 三菱 UFJ 信託銀行 [2013]
- ・ 『日本における CDS 市場について(資産運用情報 2013 年 10 月号)』 三菱 UFJ 信託銀行 [2013]
- ・ 『REIT のすべて』 新家寛 上野元 片上尚子[2017]
- ・ 『不動産証券化ハンドブック 2021』 一般社団法人 不動産証券化協会[2021]
- ・ 『不動産証券化手法による公的不動産(PRE)の活用』
<https://www.mlit.go.jp/sogoseisaku/kanminrenkei/content/001584604.pdf> 国土交通省 [2023]
- ・ 『J-REIT に対する NAV 倍率の要因分解の検討(資産運用情報 2023 年 9 月号)』 三菱 UFJ 信託銀行[2023]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都港区東新橋1丁目9番1号 Tel. 03-4330-0868