

グローバル REIT 投資の魅力について

目 次

- I. はじめに
- II. REIT 制度について
- III. リスク分散の重要性
- IV. ベンチマーク選択
- V. G-REIT 投資の組入れ効果
- VI. おわりに

受託運用部 統括マネージャー 原田 真一

I. はじめに

今回グローバル REIT（以下 G-REIT）投資に着目した背景としては、以下のような投資環境の変化が挙げられる。

- ・国内の低金利の長期化
- ・リーマンショック後の各国の金融緩和によるグローバルな金利低下

これらの環境変化の結果として、先進国における債券利回りの大幅な低下により、投資家にとって安定的な配当利回り（以下、インカム）確保が困難となっている。

また、投資家も単純にインカム水準のみに注目するだけではなく、将来のインフレ局面における債券のキャピタルロスを補完する観点からも投資の検討がなされており、その場合には以下の点が検討のポイントとなるものと思われる。

① インカムへの着目

一般的に債券に替わるインカム収益源として以下のような投資対象の拡大が検討されている。

（例）新興国債券、ハイイールド債券、高配当株式、インフラ投資、損害保険商品、
バンクローン等

② インフレ局面への対応

米国の金融緩和政策の出口が議論される中、来るべきインフレ局面に対する何らかのヘッジを検討すべきではないかという考えもある他、日本では自民党政権が掲げる2%のインフレ目標に呼応する形で以下のような投資も検討されている状況にある。

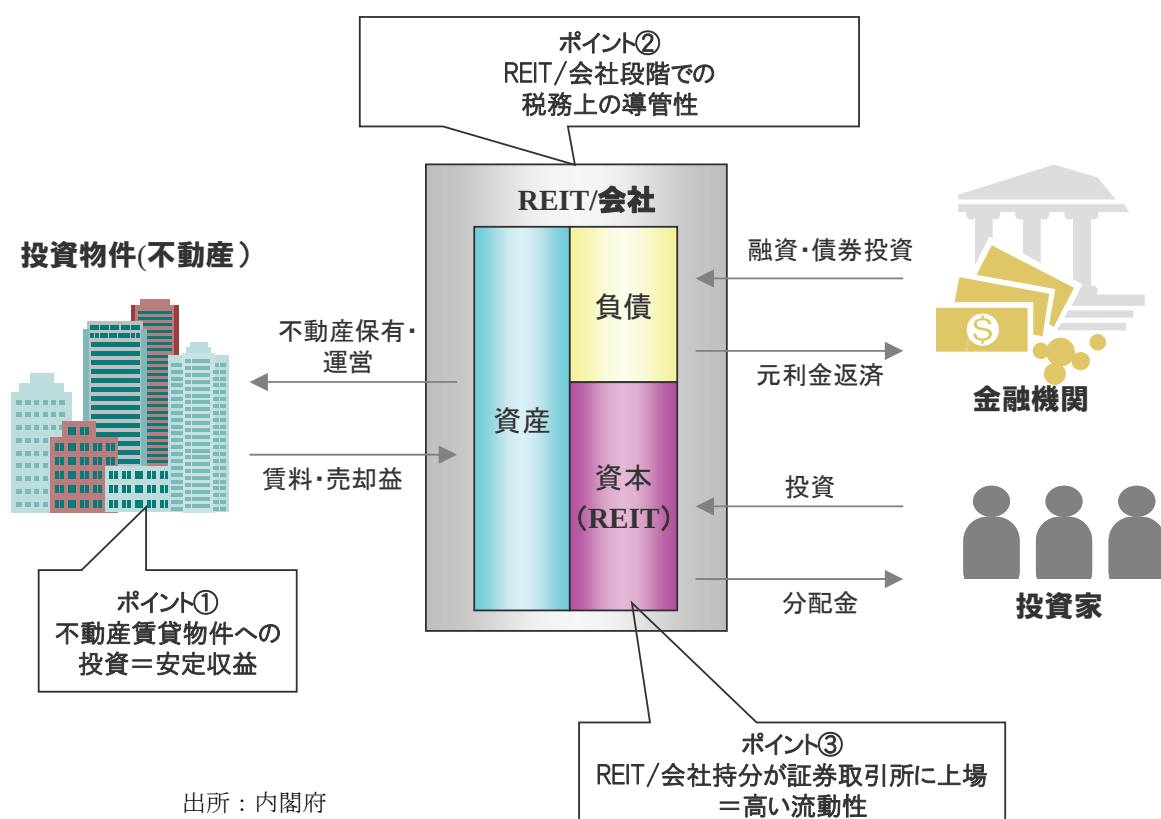
（例）株式比率の見直し、不動産・インフラ投資、コモディティ投資等

今回取り上げる REIT 投資は上記の①・②の双方に対応できる資産特性を併せ持つ点がメリットとなるものであるが、本稿では実際の投資に当たっての留意点及び、投資戦略の有効性について検証を行う。

Ⅱ. REIT制度について

米国では REIT はもともと不動産会社の一事業部門であったものが、その事業をスピンオフする形で REIT 化している例が多い。従って、不動産会社の上場公開株式との認識もある。（たとえば外国株式のベンチマークである MSCI-KOKUSAI の採用銘柄には REIT が含まれる。）

図表 1：REIT 制度（概念図）



上図のポイントは、REIT のメリットは、本来不動産事業を営む法人であれば支払う必要がある法人税を払わずに不動産投資が可能であり、一般事業会社形態よりも投資効率が良いという点にある。特に、日本では 2000 年 5 月の投信法の改正により、運用対象が有価証券運用から不動産に拡大した経緯があり、投資形態として会社型（投資法人型）か投信型をとりうるが、現状は会社型のみが上場されている。従って日本の REIT（以下、J-REIT）は基本的に保有資産（不動産）のキャッシュフローを分配する導管体（パススルー）とみなされており、内部留保を行わないため非課税メリットがあるが、不動産の直接取得以外の特定資産での「宅地の造成または建物の建築を自ら行うことに係る取引」は行えないのが原則となっ

ているため、J-REITはオフィス中心の優良不動産の賃貸事業に特化した制度となっている。

不動産会社の一事業部が分離し REIT 化した本家の米国の制度と比べ、J-REIT の事業内容はほぼ賃貸事業に限定されているが、各国の制度の成り立ちによって REIT の仕組みはやや異なっており、海外 REIT では日本のような賃貸事業だけではなく開発事業等も行う場合がある（詳しくは図表 2 を参照されたい）。

図表 2：各国の REIT 制度

		REIT先発国		アジア後発国		欧州後発国	
	日本	米国	豪州	シンガポール	香港	英国	フランス
上場年	2001	1960	1971	2002	2005	2007	2004
外部運用/内部運用	外部運用	両方	両方	外部運用	両方	両方	内部運用
資産要件	75%以上 不動産投資	75%以上 不動産関連 資産等	—	75%以上 不動産 関連資産等	賃貸収入を 生む不動産 への投資が 90%以上	賃貸資産 75%以上	付随事業(不 動産開発等) は総資産の 20%以内
収入要件	—	75%以上 不動産関連	50%以上が 賃貸所得 (パッシブ)	—	—	賃貸収入 75%以上	—
開発業務の可否	不可	可	原則不可 例外あり	可 (総資産 10%上限)	不可	可	可 (総資産の 20%上限)
銘柄数(2012年3月末)	35	164	54	26	8	24	41

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

J-REIT と海外 REIT の比較のポイントとしては以下の点が挙げられる。

共通点： ①税務上の導管性、②賃貸不動産収益の獲得

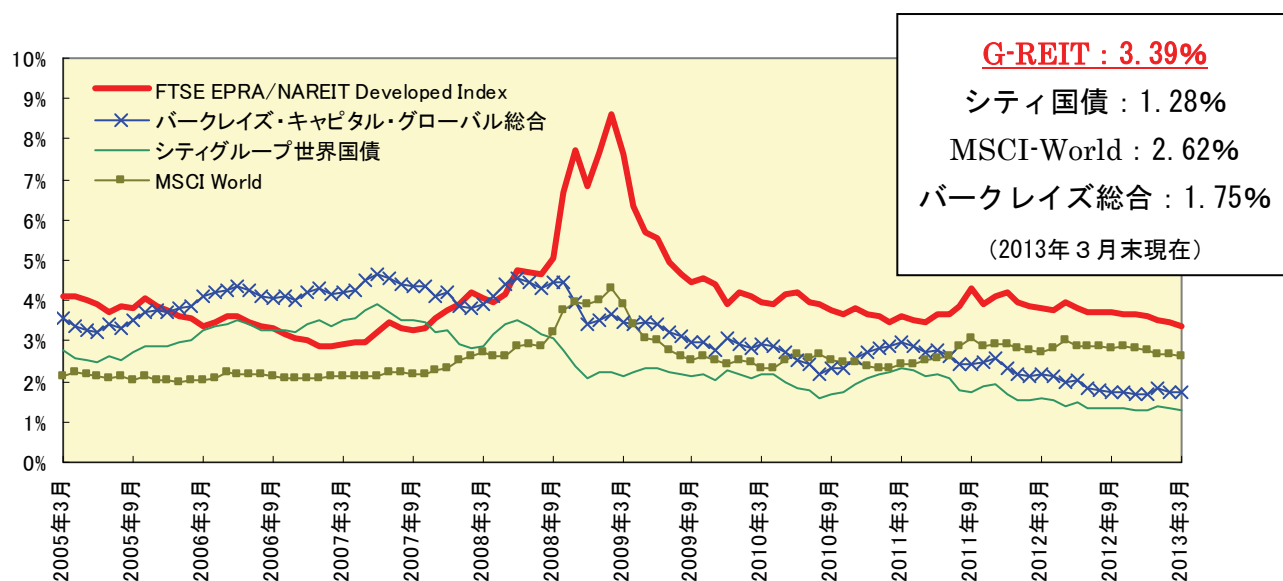
相違点： 内部運用（通常の不動産会社と同じ運営形態）の可否

ここでの相違点の内部運用とは上図の通り、主に開発業務が中心となるため、これが認められていない J-REIT への投資だけでは投資スタイルに偏りが生じる可能性が示唆される。

1. インカム資産の側面

足元の金融緩和の中、債券対比で利回りの優位性があることから、G-REIT に着目した投資家からの資金流入の動きがある。図表 3 は他の資産との利回り水準の比較である。

図表3：利回り比較（2005年3月～2013年3月）



出所：三菱UFJ信託銀行作成

近年、高配当株式の投資が人気を集めているのと同じ現象かもしれないが、一般的な債券が固定金利であるのに対し、REITの利回りは配当利回りであり保有資産の状況によって配当は変化する点に注意が必要である。

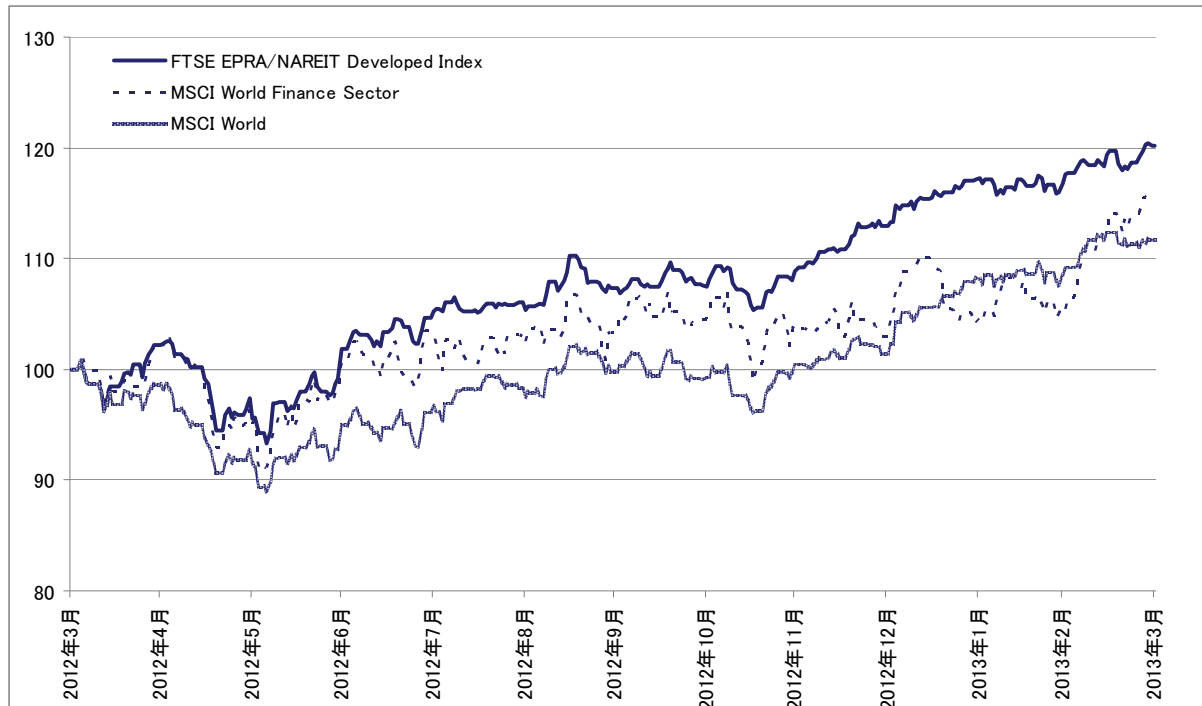
2. インフレヘッジ資産の側面

米国の不動産賃貸契約ではCPI条項（賃料がCPI¹に連動する仕組み）等があり、遅効性はあるが不動産賃料がインフレ率に連動する傾向がある。従ってREITの配当利回りもある程度連動することが想定される。また、一方で上場株式的な価格特性が強いことから、キャピタル益も含めたトータルパフォーマンスの面から見ると、景気敏感セクターである不動産・金融株に近い特性も持っている。従って株式と同等のインフレヘッジ効果が期待できるものと思われる（図表4参照）。

また、純粋な不動産投資と比べ換金性が高い事がメリットになるものの、投資した場合には株式と同水準のボラティリティを受容しなければならない点に注意が必要となる。

¹ CPI：消費者物価指数

図表 4 : パフォーマンス比較



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

Ⅲ. リスク分散の重要性

図表 4 で見たとおり G-REIT は株式との価格連動性が高いものの、ある程度リスク分散を意識した投資は可能であり、その場合、特にファンド内の投資スタイル、不動産の用途、不動産が存在する地域等を分散させる事が重要と考えられる。以下に実際の手法を検討する。

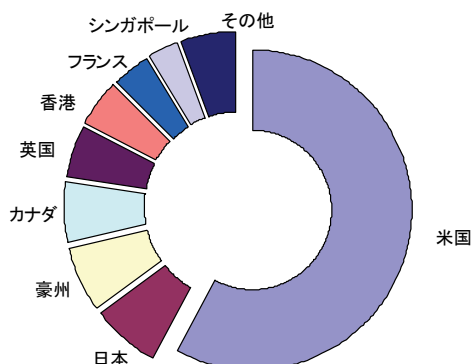
1. マネージャー分散

本質的には不動産投資であるが、投資家がファンド内の個々の物件まで直接確認することは出来ない。従って運用を委託するマネージャーの分散が投資スタイル分散にもつながる重要な点となる。

2. 地域分散

インデックス運用ではベンチマークとなるインデックスそのものが時価総額加重であり、伝統的資産である外国株式や外国債券も含め、資本市場の大きい米国市場のエクスポージャーが相対的に高い特性が構造的に存在する。G-REIT 投資を考える上でも、過半を越える米国市場への集中投資リスクをどのようにコントロールするかがポイントとなる。

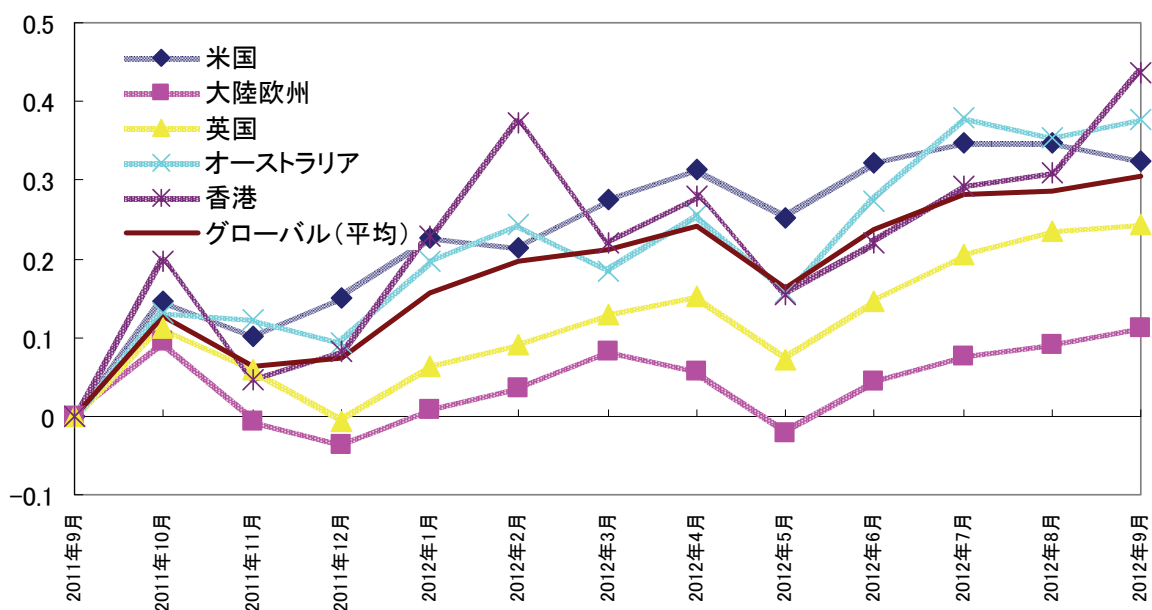
図表 5 : G-REIT の国別構成比 (2013 年 3 月末時点)



出所：FTSE EPRA/NAREIT Developed Rental Index より弊社作成

また、地域別のパフォーマンスを見ると、ユーロ圏は厳しい状況が継続する一方で、経済発展を背景にアジア・オセアニア地域のパフォーマンスが好調な状況が続いている（図表 6 参照）。

図表 6 : 地域別パフォーマンス



出所：FTSE EPRA/NAREIT

次に投資国間のパフォーマンスの相関関係を見てみたい。

日本と海外市場との相関係数は概ね 0.5 以下と、J-REIT の単独投資の場合と比べ G-REIT 投資による一定の分散効果が認められる。日本と他国との相関の低さは、測定値に為替変動を含んでいるため、国内から海外市場への分散投資効果が含まれていることに起因すると思われる（図表 7 参照）。

図表 7 : 投資国間の相関係数

	米国	カナダ	ユーロ圏	英国	豪州	香港	日本
米国	1.00						
カナダ	0.77	1.00					
ユーロ圏	0.68	0.73	1.00				
英国	0.72	0.69	0.78	1.00			
豪州	0.65	0.79	0.72	0.66	1.00		
香港	0.42	0.53	0.52	0.44	0.52	1.00	
日本	0.40	0.46	0.38	0.43	0.40	0.28	1.00

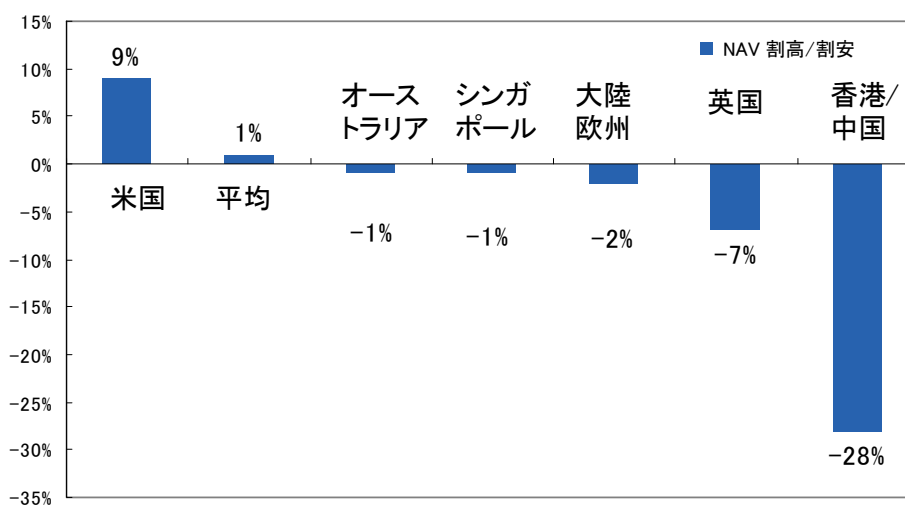
出所： FTSE EPRA/NAREIT Developed Index （2000年1月～2013年3月のドルベースデータを用いて算出）

図表 8 は、ファンドの NAV（Net Asset Value：純資産総額）をベースに各国の REIT のバリュエーションを 2013 年 3 月末時点で単純比較したものである。ここではファンドの NAV に対し REIT の価格が市場でどの程度割高（マイナスの場合は割安）に売買されているかを見ている。

この指標を用いて足元の投資対象国別の比較を試みるが、あくまでも 3 月末時点のファンドの NAV に対する時価の断面データであるため、投資タイミングの検討に際してはある程度参考になるとと思われるものの、一般の株式投資の場合と同様、ファンド時価はその時点での市場の需給要因の影響を大きく受ける点は、注意が必要である。

米国が割高であるのに比べ海外の他の地域はニュートラル近辺か割安であり、市場の過熱感もない。また、地域特性により常に割安となるような背景がないか十分注意が必要だが、他の地域では投資妙味が残っている可能性を示唆している。

図表 8 : バリュエーションの状況（2013 年 3 月末時点）



注) NAV 割高/割安 = REIT ファンドの時価総額 / ファンドの投資物件の純資産総額 - 1

出所：CBRE Clarion

3. 投資スタイル、不動産用途の分散

投資対象は地域によって投資物件も様々であるため、地域をグローバルに拡大することにより、多様な収益機会にアプローチすることが可能となる。この点は G-REIT を検討する上では大きなメリットであろう。特に日本ではオフィス・商業施設への用途の偏りが見られるため G-REIT と比べ J-REIT 投資だけでは投資スタイル、物件用途の分散が不十分な可能性がある。

図表 9：各国の投資物件（用途）の構成比

	日本	北米	英国	ユーロ圏	オーストラリア	その他アジア	グローバル
商業施設	6%	28%	23%	41%	53%	13%	25%
オフィス	24%	12%	13%	20%	6%	9%	13%
住居	4%	16%	2%	10%	0%	1%	10%
ヘルスケア	0%	15%	1%	0%	0%	0%	8%
産業施設	5%	5%	8%	1%	11%	8%	5%
産業施設/オフィス	0%	2%	0%	0%	0%	0%	1%
宿泊施設/リゾート	0%	6%	0%	0%	0%	0%	3%
貸倉庫	0%	6%	2%	0%	0%	0%	3%
複合施設	61%	11%	51%	28%	31%	69%	31%
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

* 以下のベンチマークを基に、ラッセル・インベストメントが作成。(2013年3月末時点)

米国: FTSE NAREIT US Index

カナダ: FTSE NAREIT Canada Index

ユーロ圏: FTSE EPRA ex. UK Index

英国: FTSE EPRA UK Index

豪州: FTSE EPRA/NAREIT Australia Index

香港: FTSE EPRA/NAREIT Hong Kong Index

日本: FTSE EPRA/NAREIT Japan Index

グローバル: FTSE EPRA/NAREIT Developed Index

出所：ラッセル・インベストメント

なお、図表 9 の分類では特定セクターへの投資が 75%未満の場合、複合施設セクターに分類されている。従って日本の不動産開発でよく見られるようなオフィス棟の下層階に小売店舗や飲食店が入居した場合、複合施設の比率としてカウントされている点に注意が必要である。実質的にはオフィス系が大半と考えられることから、日本においてはオフィス（24%）＋複合施設（61%）で約 85%程度がオフィス系となるはずであり、不動産の用途に大きな偏りがあるものと考えられる。

Ⅳ. ベンチマーク選択

一般的に資産運用におけるベンチマーク選択のポイントとして以下の3点が挙げられる。

① 代表性：

実際に投資可能な市場を広範にカバーし、その資産の値動きを代表すること。

② 再現性・投資可能性：

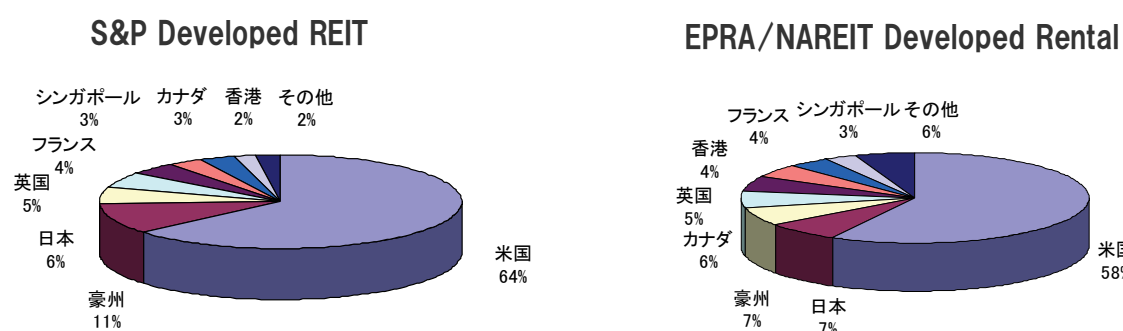
ベンチマークを再現できる流動性が十分ある投資可能な銘柄で構成されていること。

③ 透明性・継続性：

構成銘柄の入替の決定プロセスに一貫性があり、算出方法の透明性が高いこと。また指数算出の確実性、継続性を考慮し、ベンチマークベンダーの経営が安定しており、配信されるデータ精度、利便性が高いこと。

大手のベンチマークベンダーであれば一般に上記③の条件はクリアしている。また、ベンチマーク組成に際しては銘柄時価総額の下限等により流動性スクリーニングを行うため、②の条件も満たしているものと思われる。そこで、ここでは大手ベンダーのベンチマーク（S&P Developed REIT と EPRA/NAREIT Developed Rental）を主に①の代表性の観点から検証してみることにする。

図表 10：代表的ベンチマークの国別構成比（2013年3月末時点）



出所：S&P 及び FTSE

- ・ いずれのベンチマークも地域分散は期待できるが、投資対象国数は EPRA/NAREIT Developed Rental の方が多く、広範囲をカバーしているため分散効果は高い。
- ・ EPRA/NAREIT Developed Rental は一般的な不動産会社の上場株式等もベンチマーク内に含んでおり、グローバルな REIT 市場で米国が占める大きなウエイトの偏りの是正が期待できる。
- ・ S&P Developed REIT は純粋な REIT のみで構成されおり、前者とは反対に米国のウエイトが大きく地域の偏りが強くなる傾向がある。

結論としては REIT の投資戦略は、単一国よりもグローバル投資の方がより分散効果が高い。また G-REIT のベンチマーク選択としては、代表性、及び地域分散、用途分散も考慮した場合、EPRA/NAREIT Developed Rental の方がリスク管理上好ましいと思われる。

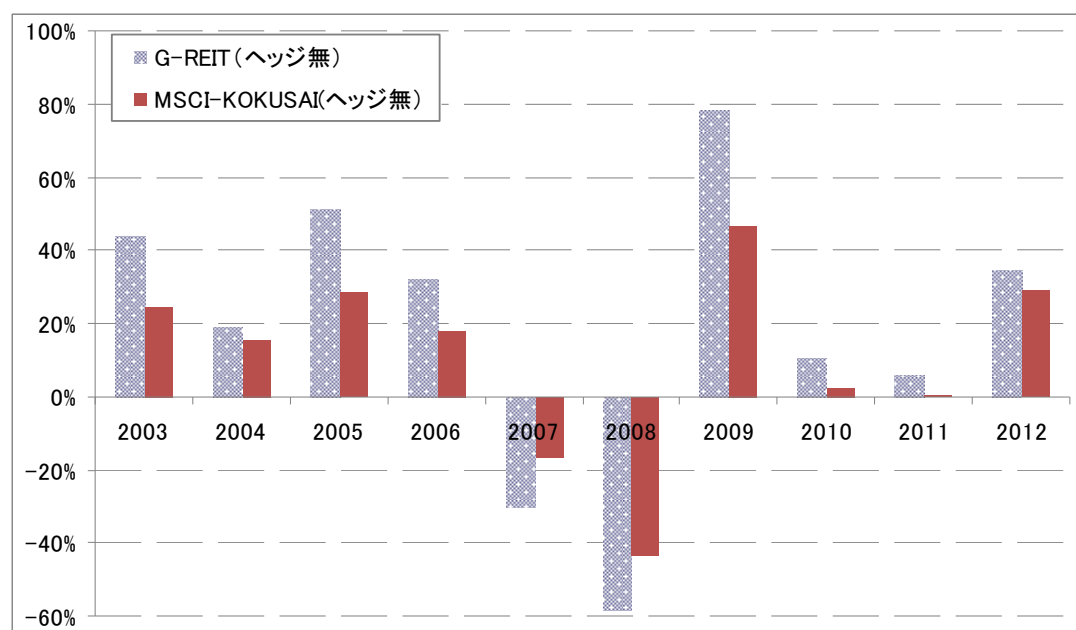
V. G-REIT投資の組入れ効果

以下では、外国株式の標準的ベンチマークである MSCI-KOKUSAI と G-REIT のベンチマークを用いて、G-REIT の一定比率を外国株式の代替として組み入れる効果を検証する。

1. G-REIT と外国株式とのパフォーマンス比較

まず、外国株式とのパフォーマンス比較だが、G-REIT は、2007 年のサブプライム問題、2008 年のリーマンショック時に苦戦したものの、株式に比べて高い配当利回りなどを背景に、長期的には外国株式を上回るパフォーマンスを維持している。また足許、世界的な景気減速懸念などから外国株式市場が伸び悩むなかでも、安定した賃料収入などが好感されていることで、短期的にも外国株式をアウトパフォームしている。

図表 11：外国株式との比較



年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	過去3年	過去5年	過去10年
G-REIT(ヘッジ無)	43.4%	18.9%	51.1%	32.2%	-30.5%	-58.6%	78.3%	10.4%	5.9%	34.7%	16.3%	3.1%	10.6%
MSCI-KOKUSAI(ヘッジ無)	24.7%	15.7%	28.5%	17.9%	-16.8%	-43.3%	46.8%	2.4%	0.5%	29.0%	9.9%	2.0%	7.2%

データ期間：2003 年 4 月～2013 年 3 月。外国株式は MSCI-KOKUSAI（円ヘッジ無）、G-REIT は 2003 年 4 月～2006 年 1 月までは FTSE EPRA/NAREIT Developed Index（円ヘッジ無し）、2006 年 2 月～2013 年 3 月までは FTSE EPRA/NAREIT Developed Rental Index（円ヘッジ無し）を使用。将来の運用結果等を示唆・保証するものではありません。

出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 外国株式代替の投資シミュレーション

ここではG-REITを外国株式のサブアセットとして位置づけ、一定比率をスタイルミックスに組み入れた場合の効果について検証を行った。外国株式（MSCI-KOKUSAI）にG-REITを一定程度組入れることで、外国株式ポートフォリオ全体のリスク・リターン特性が改善するかを見てみたい。

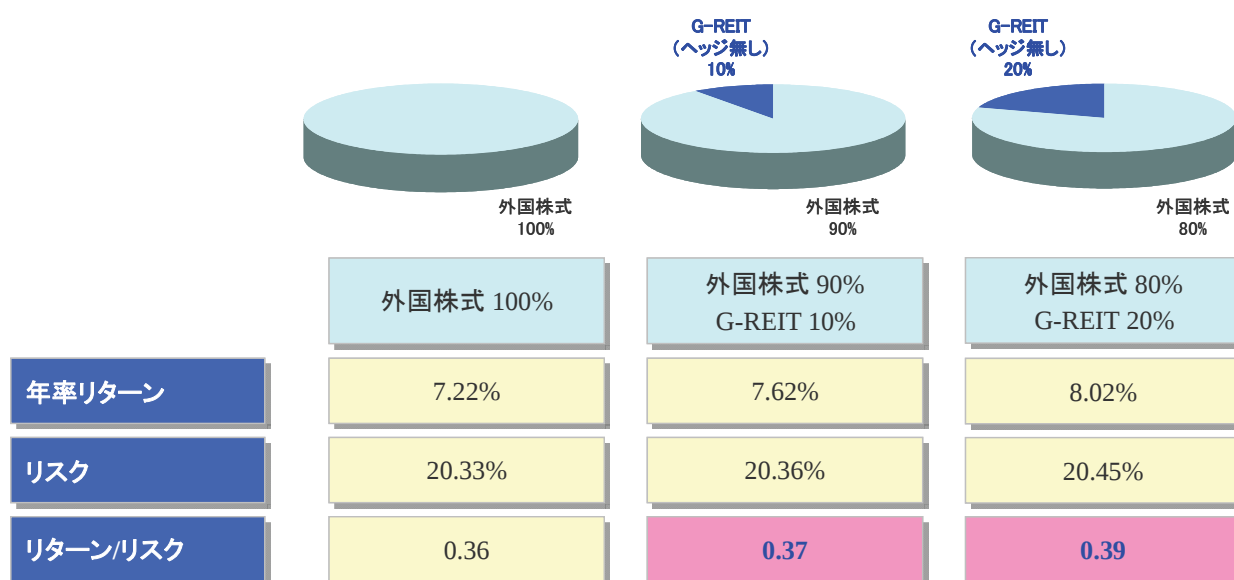
一定程度、改善が見られるようであれば、次のG-REITの特性から現状のアセットミックスの枠組みを変更することなく導入が可能と考えられる。

① リスク値自体はやや高いがほぼ外国株式と同じレベルであること（＊）

（＊）下記検証期間でMSCI-KOKUSAIの20.33%に対し23.29%

② 上場株式と同等の流動性が確保されていること

図表 12：G-REIT 組入れ比率別リターン・リスク



データ期間：2003年4月～2013年3月。外国株式はMSCI-KOKUSAI、G-REITは2003年4月～2006年1月まではFTSE EPRA/NAREIT Developed Index（円ヘッジ無し）、2006年2月～2013年3月まではFTSE EPRA/NAREIT Developed Rental Index（円ヘッジ無し）を使用。将来の運用結果等を示唆・保証するものではありません。

出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

結果的に、G-REITと外国株式の相関が比較的高いことからリスクの大幅な低下は認められないものの、リターン向上によりリスクに対するリターン（図表12のリターン/リスク）は上昇しており、G-REITを一定程度組み入れることでさらに効率的なポートフォリオとなることが確認された。

Ⅵ. おわりに

本稿では G-REIT の資産特性、ベンチマーク選択、投資戦略について述べてきた。現在、投資家がオルタナティブ投資の対象資産を検討する中で、不動産については「古くて新しい資産」ということで改めて見直しの機運が高まっている。但し、不動産、特に直接不動産投資や私募 REIT の投資形態は短期的な不動産市況の価格変動に直接晒されることはないにしても、いざと言うときの流動性に乏しく、投資家の資産規模によっては取り組み難い資産であるのも事実であろう。

一方、上場 REIT は流動性に富んでおり、株式との相関も比較的高く、オルタナティブ資産として独立したアセットというよりも、実務上は内外株式のサブアセットクラスとして位置づけて既存の伝統的資産の枠内で投資するという整理も可能ではないか。ひとまず不動産投資の最初の投資先とし G-REIT を選択するという事も、今回の検証を踏まえると十分可能なのではないだろうかと感じた次第である。

(平成 25 年 7 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】

「不動産証券化ハンドブック 2011-2012」 一般社団法人 不動産証券化協会

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 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）