

(東証 J-REIT 指数の長期的な推移を回顧する)

2001 年 9 月 10 日に、日本ビルファンド投資法人及びジャパンリアルエステイト投資法人が J-REIT 市場へ最初の上場を果たし、2003 年 3 月 31 日には上場銘柄の終値を加重平均指数(当日の指数=1000)とする J-REIT 指数の開示が開始されて以来、15 年が経過した。ここで大まかに J-REIT 指数の推移を辿ってみよう。

2003 年 3 月以降 2007 年 5 月にかけては、金融機関の積極的な投資法人への融資が行われた時期であり、J-REIT 指数は一貫して上昇を続け、2007 年 5 月には 2600 を超えたが、米国サブプライムローンへの懸念から 2007 年後半ころから J-REIT 指数が下がりはじめ、2008 年 10 月にニューシティ・レジデンス投資法人が J-REIT として初めて民事再生法の適用を受けたことなどから J-REIT 市場への不安が広がり、J-REIT 指数は 2008 年 11 月 20 日には過去最安値の 683 まで下落した。

その後、2008 年の底値から 2011 年にかけては回復基調に戻ったが、2011 年 3 月 11 日の東日本大震災から再び下落基調となり、J-REIT 指数は 2011 年 1 月の 1162 から 2011 年 11 月には 805 まで下落した。

2012 年末に、第二次安倍内閣が発足し、2013 年 4 月からは超金融緩和(第一の矢)を柱とするアベノミクスが開始されたことから J-REIT 投資が加速され、2015 年 1 月には J-REIT 指数は 2000 台に近づいた。これには日銀の J-REIT 買い入れ(2013 年 4 月から 2014 年 9 月までの期間、年間 300 億円、2014 年 10 月以降 2018 年 3 月の現在まで(継続中)、年間 900 億円)継続が価格の下支えに寄与していたと言えよう。しかし 2015 年央には中国の景気後退懸念から世界的に株式が下落したことなどから J-REIT の需給が悪化し、J-REIT 指数は低下気味に推移した(図表 1)。

(図表 1)

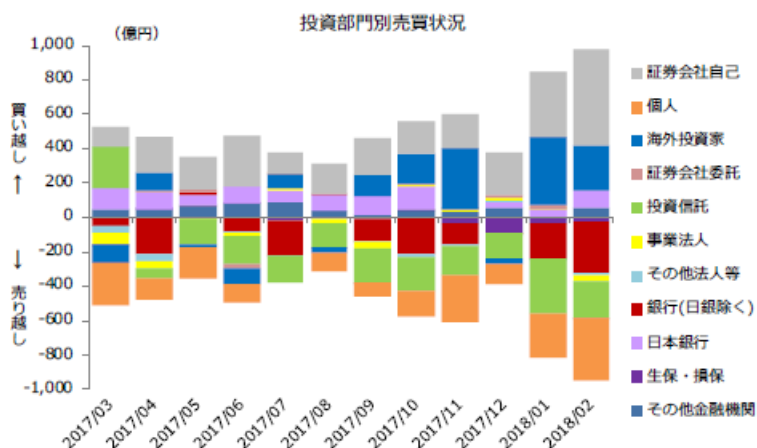


(注) 不動産証券化協会資料

2016年代に入ると、1月末に日銀によるマイナス金利政策が導入され、東証 TOPIX が下落する中、J-REIT 指数は反発した。これは、マイナス金利下で、不動産収益をベースとして安定的な配当が期待される J-REIT の魅力が見直されたためとみられる。しかし、2016年6月にイギリスの EU 離脱 (Brexit) による世界経済への悪影響が懸念され、一時 J-REIT 指数も下落したが、短期的な現象に留まり、すぐに急回復した。

2017年を通じた J-REIT 指数の動向をみると、緩やかながら基調的には低下する傾向にある(図表1)。この背景には、米国の2017年12月をスタートとする6回にわたる政策金利の引き上げがあり、日本でもいずれ生ずる長期金利の上昇が投資法人による借入コストの増大につながり J-REIT の経営にマイナスとなることに対する懸念などから、一部の海外投資家の J-REIT の買い控えの動きなどが生じている面があると考えられる(図表2-1, 2-2)。なお最近の J-REIT 市場では、新規物件の取得環境が厳しいことを背景に自己投資口取得が増えていることが一つの特徴であるが、これに加え、のちに述べる J-REIT の NAV 倍率(純資産収益率)が1を下回る割安な水準にある中で、海外投資家による J-REIT の買い越しが続いている。海外投資家の J-REIT 売買の動向は、当然為替レートによる影響を受けることが考えられ、今後円高方向に向かう機会が生ずれば、一概には言えないが、多少の買い控え傾向が出てくるかもしれない。2018年2月末現在、J-REIT の保有不動産価額は16.7兆円(取得価格ベース)、投資法人数61、物件総数3,689件となっている。

(図表2-1)



注) 東京証券取引所における売買であり、IPO・増資時の購入分は含まれない(出所) 東京証券取引所、日本銀行

(図表2-2)

<投資部門別売買状況> (億円)

投資部門	2018年2月	対前月
証券会社自己	556億円	+176億円
海外投資家	260億円	▲135億円
日本銀行	96億円	+48億円
その他金融機関	60億円	+60億円
証券会社委託	▲2億円	▲22億円
その他法人等	▲23億円	▲21億円
生保・損保	▲26億円	+4億円
事業法人	▲31億円	▲32億円
投資信託	▲213億円	+105億円
銀行(日銀除く)	▲291億円	▲84億円
個人	▲355億円	▲104億円

※新規上場・公募増資時の購入分除く  
(出所) 東京証券取引所、日本銀行

（最近の短期的推移の特徴について）

2016年以降の最近2年ほどのJ-REIT市場の短期的推移に着目したときに特徴的なことは、それまで連動性が強かったJ-REIT指数と東証TOPIXとが逆の動きを示していることである（図表3-1, 3-2）。株価は景気の底堅い動きや企業業績の回復などから年末まで上昇基調を維持する一方、J-REIT市場では、2017年3月までは、日銀の大規模な金融緩和が継続する中で、相対的に利回りが高いJ-REITへの注目度が高まり、都心部の再開発や地価上昇の思惑もあり、継続的に資金が流入し、株価と連動して上がる動きを示していたが、17年4月以降、①金融機関に顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）を求める金融庁が、運用実態より高い分配金を出す毎月分配型のJ-REIT販売に待ったをかけたことにより、これらの投資信託から資金が流出し、主要投資先となっていたJ-REITの売却が進んだこと、②J-REIT資産の収益源は安定した賃料収入であり、上場株と同様に株式市場で売買が行われるものの、その基本的な性格は、ハイリスク・ハイリターンの株式とは性格を異なり、ミドルリスク・ミドルリターンの債券的な性格が強い。昨年のように、アメリカの長期金利が上昇傾向を示す中で、金融緩和と政策が継続されている日本の状況の下では、円安予想が強まり、これが株価上昇に連動するという期待を生む中で、投資家の資産選択は比較的安全な資産であるJ-REITから株式に向かい両者が逆相関の動きを示すことになったと考えられる（図表3）。

もともと、1月以降3月までの数か月では、東証株価指数が約5%下落する一方、REIT指数は2%場所と両者の動きが逆転した。これは、株式市場の不透明感が高まる一方、比較的安全で変動幅が小さく、相対的に高い利回りを維持しているJ-REITに、運用先に悩む地域金融機関の買いが進んだことが影響したとみられる。引き続き、株価の動きとREIT価格の動きが連動性を低めていることは、それ自体はオルタナティブな資産選択の可能性が広がり、金融市場の成熟化の一つの動きと見ることもでき、今後の推移が注目される。

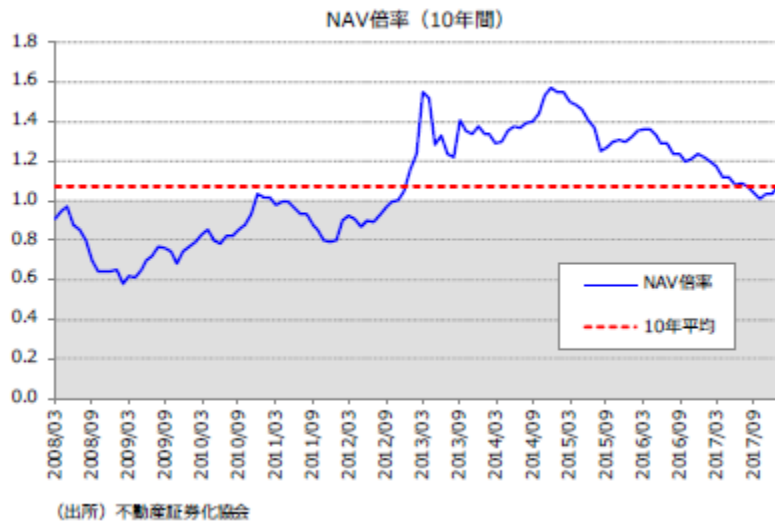
（図表3-1）



（図表3-2）



(図表 4)



### (底堅い動きが予想される J-REIT 市場)

こうした中、不動産市場のファンダメンタルズは引き続き堅調さを維持していることに加え、現在の J-REIT は NAV 倍率 (純資産収益率) が 1 をやや下回る水準であり (図表 4)、保有純資産との関係では相対的に割安であると評価されていること、J-REIT 価格が軟調であるため利回りが向上し、現に分配金利回りは年平均 4% 強と他の金融商品に比べ高い水準を維持しているうえに、J-REIT は不動産賃貸収入を原資にした安定的キャッツシュフローを獲得できる特性があることから、一時期よりは弱いものの海外投資家から買い越しが続いており、日銀による J-REIT 購入 (年間 900 億円) による下支え効果もあり、J-REIT 価格指数が大きく下落するとは考えにくいところである。

(荒井 俊行)