

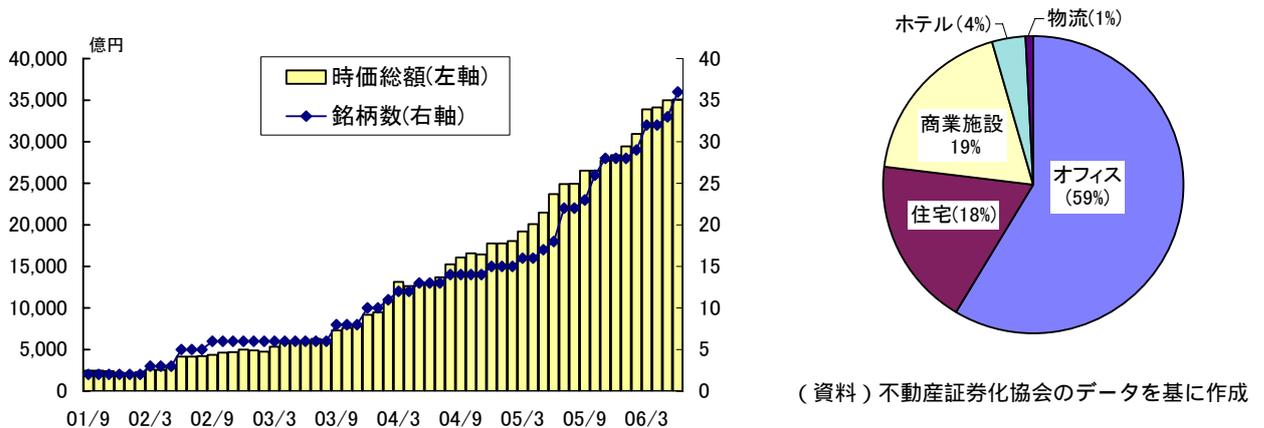
## (年金運用)：J-REIT市場におけるインデックス運用の増加

J-REIT市場では、上場銘柄数・市場規模が順調に拡大し市場参加者の裾野も広がる一方で、投資信託によるインデックス運用が増加している。今後、日本の年金基金で不動産投資がより浸透すれば、本格的なJ-REITの組み入れが検討されよう。その場合、インデックス運用の残高増加の影響により、市場の効率性が低下すれば、アクティブ運用による超過収益の獲得余地が高まると考えられる。

2001年9月に2銘柄・時価総額2千億円余でスタートしたJ-REIT(不動産投資信託)市場は、2006年6月末現在で36銘柄・時価総額3.5兆円、運用不動産は4.5兆円の規模となり、投資対象も当初のオフィスから商業施設・賃貸住宅・ホテル・物流施設へ広がっている(図表1)。

これは、安定した配当実績と相対的に高い配当利回り、導管性(法人税の実質免除)や透明性の高いディスクロージャーと言うJ-REITが持つ元々の特性への評価に加え、不動産市況の回復、全国銀行協会の通達(J-REITの損益を業務純益に計上)、市場インデックスの整備など投資を促す要因が市場拡大に寄与したためと思われる。

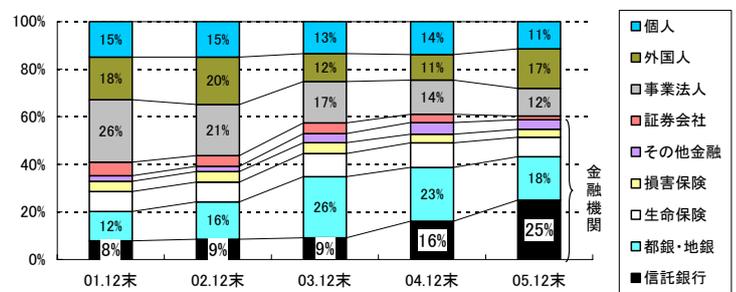
図表1 J-REIT市場の銘柄数・時価総額推移と不動産の用途別比率



(資料) 不動産証券化協会のデータを基に作成

また上記過程において、J-REITの投資家層に変化が見られる。上場第1号で時価総額最大の「日本ビルファンド投資法人」の投資主構成を見ると、金融機関の比率が約6割に増加、中でも信託銀行の比率が急速に高まっている。この主な要因は投資信託によるJ-REIT投資と考えられる(図表2)。

図表2 日本ビルファンド投資法人の投資主構成



(資料) 日本ビルファンド投資法人の開示資料を基に作成

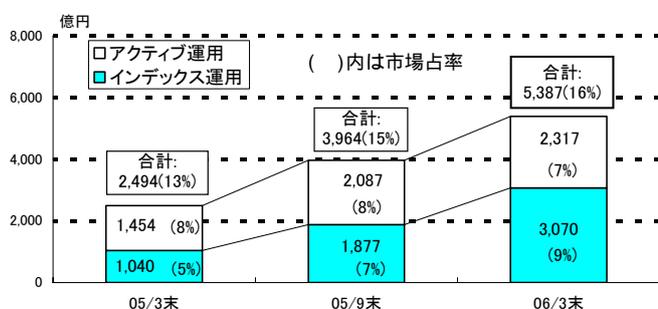
投資信託のREIT組み入れは、2003年7月に投資信託協会が運用ルールを改定し、ファンド・オブ・ファンズ(FOF)の投資対象にREITを解禁したことで可能となった。J-REITへ投資する主要28ファンドを見ると、J-REITのみを対象とするファンドに加え、最近では内外の株式・債券・REIT等へ分散投資するファンド残高が伸びており、前年比2倍以上となる5千億円超

が J-REIT に投資されている。これを運用スタイル別 (アクティブ運用/インデックス運用) に分類すると、東証 REIT 指数への連動を目指すインデックス運用がアクティブ運用を上回り、市場占率は 9% に拡大している (図表 3)。国内株式のインデックス運用 (TOPIX 連動型) の占率が 4% 程度であることと比較すると、J-REIT 市場におけるインデックス運用の影響力が徐々に高まっていると言えよう。

インデックス運用が市場に与える影響の 1 つにアブノーマルリターンの発生がある。アブノーマルリターンとは、インデックス構成銘柄が追加・削除される場合、インデックスファンドがこれにあわせてポートフォリオを変更する際に生じる対象銘柄とインデックスとのリターン差を指す。国内株式でも東証 2 部市場から 1 部市場へ昇格する銘柄等に、TOPIX 組み入れ日前後にアブノーマルリターンが観測されるが、同様の事象が J-REIT 市場でも新規上場銘柄に発生している。

東証 REIT 指数は、昨年 6 月以降、新規上場銘柄の指数への追加日を TOPIX と同様「新規上場日の翌月末」としている。そこで、昨年 6 月から今年 6 月までに新規上場した 18 銘柄について、REIT 指数組み入れ日前後の値動きを確認すると、超過リターンは組み入れ前日までの 5 日間で平均 +4.2% (組み入れ前日は +1.8%)、組み入れ後 5 日間で平均 2.7% (組み入れ当日は 1.5%) となっている (図表 4)。こうした変動は、インデックス運用が組み入れ日の前日 (引け値近辺) に対象銘柄を一斉購入することに加え、こうした動きを見越した一部投資家の先行売買により発生すると考えられる。

図表3 投資信託のJ-REIT投資残高(運用スタイル別)



(注) 06年3月末時点でJ-REITを組み入れたFOF28本を対象  
 (資料) 対象ファンド・残高は「不動産経済ファンドレビュー」を基に作成、  
 運用スタイルは各種開示資料を基に分類

図表4 東証REIT指数組み入れに伴う超過リターン

期間	超過リターン
<b>組入前5日間累計</b>	<b>+4.2%</b>
(T-5)~(T-2)	+2.4%
T-1(組入前日)	+1.8%
<b>T(組入当日)</b>	<b>▲1.5%</b>
(T+1)~(T+4)	▲1.2%
<b>組入後5日間累計</b>	<b>▲2.7%</b>

(注) 東証REIT指数 (配当込み) に対する超過リターン

米国の年金等では、不動産は独立した資産クラスとして位置付けられ、その一部に REIT の組み入れが見られる。今後、日本の年金運用においても不動産投資がより浸透するにつれ、安定したインカムリターンの獲得やミドルリスク・ミドルリターンの期待できる資産として、本格的な J-REIT の組み入れが検討されよう。

その際、J-REIT 市場の効率性が高く運用手数料に見合う超過リターンの獲得が困難と判断すれば、インデックス運用を採用することになる。しかしながら、インデックス運用の増加により市場の価格形成力が低下し、投資口価格がファンダメンタルな価値 (運用不動産の収益力) から乖離すれば、アクティブ運用による超過収益の獲得余地が高まろう。J-REIT 市場の主要投資家である投資信託、とりわけインデックス運用の動向は、市場の効率性・運用スタイルを考える上で目を離せないと思われる。

(岩佐 浩人)