

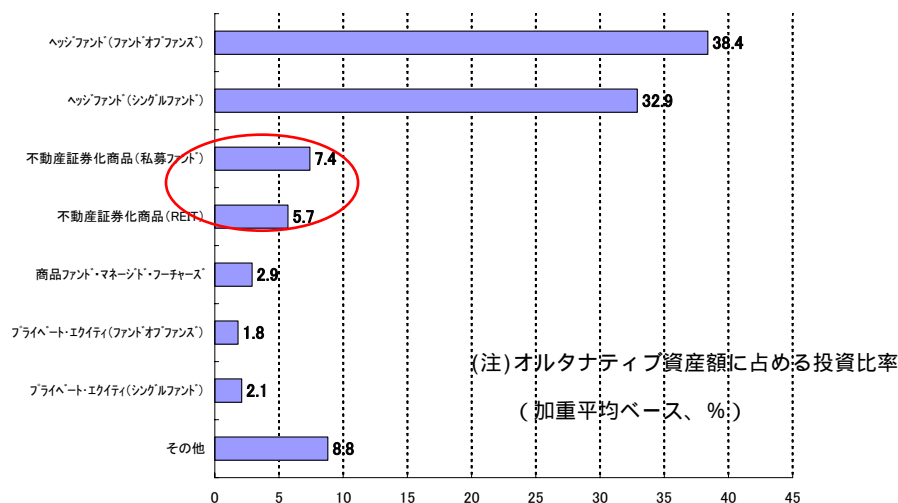
## (年金運用)：J-REITのアクティブ運用のパフォーマンス

年金基金がオルタナティブ投資の一貫としてJ-REITに投資する場合、市場が非効率だとすればアクティブ運用を採用することになるが、これまでのアクティブ運用のパフォーマンスを検証すると、多くのファンドが超過リターンを効率よく獲得していることが分かる。しかし、定量評価に加えてマネージャーのスキルや運用プロセスといった定性評価も重要であり、今後の課題である。

J-REIT や不動産私募ファンドといった不動産証券化商品(エクイティ型)は、賃料収入による長期で安定したキャッシュフローや賃料・不動産価格上昇によるインフレヘッジ機能を備えた債券・株式の中間的なリスク・リターン特性を持ち、分散投資効果が期待できるとされている。

企業年金連合会の調べでは、不動産証券化商品への投資は、私募ファンドがREITを上回っているが(図表1)、J-REIT市場が創設から5年経過し40社・時価総額5兆円の規模となり、今後2-3年で20社以上・運用資産額で1兆円を超えるREITの上場計画もあることから、市場規模の拡大に連れ、分散投資の一貫としてJ-REITへの注目度は高まるものと思われる。

図表1：オルタナティブ投資の実施状況



(資料) 企業年金連合会「企業年金資産運用実態調査結果(2005年度)」

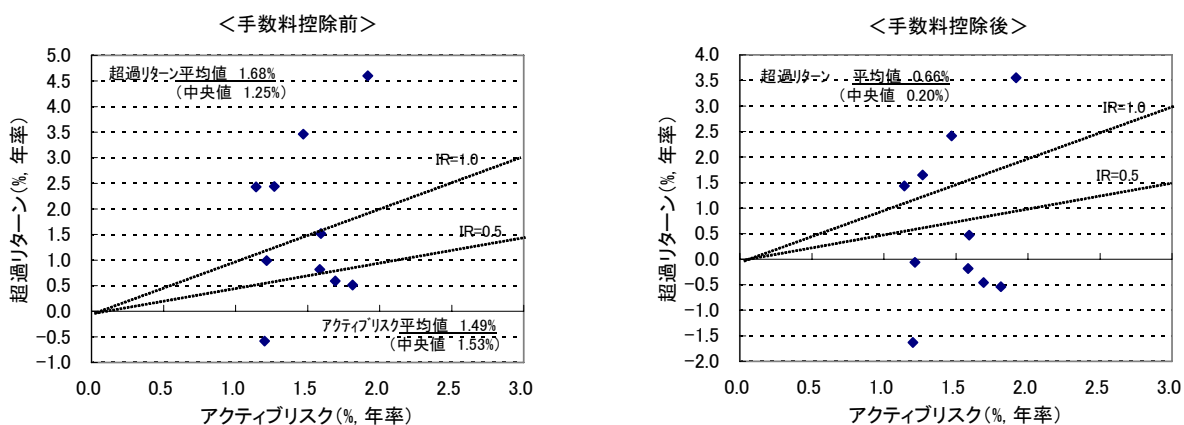
J-REITの市場効率性が低いと考えアクティブ運用採用を検討する場合、アクティブ運用が超過リターンを獲得できているかどうかについて運用実績を確認する必要がある。

そこでJ-REITのみに投資する公募投信(アクティブ型)を対象に、04年3月末から06年9月末までの期間で、6四半期以上の実績データがある10ファンドについて、東証REIT指数(配当込み)に対する超過リターンと、アクティブリスクである超過リターンのぶれ(標準偏差)を計算した(図表2)。

手数料控除前(手数料控除後リターンに各ファンドの信託報酬を加算)の超過リターンは、10ファンド中9ファンドがプラスを獲得、その幅は 0.6%~+4.6%とファンド間で大きな格差があるものの平均値は+1.68%と多くのファンドが超過リターンを獲得している。一方、アクティブリスクは、1.1%~1.9%の比較的狭い範囲に散らばり平均値は1.49%であった。これは一般の国内株アクティブ運用に比べ低い水準にあるが、市場全体の銘柄数が増加したとは言え40銘柄に過ぎず、投資対象銘柄が圧倒的に少ないためであろう。また「超過リターン獲得の効率性」を示すインフォメーションレシオ(超過リターン/アクティブリスク)は、一般に「良い成績」とされる「0.5」超のファンドが7ファンドと全体の7割を占めており、「極めて優秀な成績」とされる「1.0」超のファンドも4ファンドあった。

これに対し、手数料控除後の超過リターンは、10本中5ファンドがマイナスであった。しかしながら、一般的なインデックスファンドの信託報酬は概ね0.5%であり、インデックス運用の手数料控除後の超過リターンを 0.5%と仮定した場合、5本中2ファンドは 0.5%を上回り、その他2ファンドはほぼインデックス運用 0.5%に近く、1ファンドのみ大幅なマイナスであった。これらの結果をまとめると、J-REIT 市場では現状、多くのアクティブ運用が超過リターンを効率よく獲得しているようだ。

図表2: アクティブ運用のリスク・リターン



(資料) Bloomberg、投資信託の目論見書より作成

なお、今回調査対象とした期間は最長で2年半(10四半期)と短くサンプル数も少ないこと、またこの間のJ-REIT市場は、賃料・保有不動産価格の上昇が期待できるオフィス系銘柄、スポンサー会社の認知度が高い銘柄、負債比率が低くローンの長期・固定化された銘柄、流動性が高く時価総額の大きい銘柄が上昇する一方、これらに該当しない銘柄の多くが公募価格割れする「銘柄間の2極化」が進行した時期であり、アクティブ運用にとって比較的超過収益獲得が容易であったと思われる点に留意する必要がある。

加えて、株式や債券と同様、アクティブ運用のマネージャーを選択する際に、定量評価とともにマネージャーの定性評価が重要となるが、J-REIT市場自体が成長期にあり、マネージャーのスキルや運用プロセスをどう評価すべきかの判断材料の収集・分析が今後の課題であろう。

(岩佐 浩人)