（不動産投資）：不動産証券市場で国際分散投資効果はあるか？

米国を中心として、日本を含めた国際的な不動産証券市場は拡大の一途にある。一方、実際に各国への分散投資を考える際、まず着目すべきは、各市場の連動性であろう。そこで、市場規模が比較的大きい国際不動産証券市場を対象に、過去数年の動きを調べてみた。

近年、REIT（不動産投資信託）を中心に、日本の不動産証券市場は拡大を続けている。海外に目を向けると、45 年の歴史がある REIT 市場を持つ米国を筆頭に、市場規模の差はあれ、欧州やアジアの一部新興市場も含めて、国際的な不動産証券の投資対象・機会が広がりつつある。

しかし、実際にこれらの市場への投資を考える際に、不動産ポートフォリオ内の分散効果を高めるには、相関（２つの証券が連動して動く程度）の低い銘柄を合わせて組入れる必要がある。個々の証券が各国の市場全体と同じ動き方をするとは限らないが、ここでは、その目安として、グローバル・プロパティー・リサーチ社作成の GPR250 インデックスを用いて、各国の市場がどの程度連動して動くかを測ることにした。

GPR250 インデックスは、全世界の不動産関連証券のうち、高流動性など一定条件をみたす 250 銘柄からなるインデックスで、不動産会社の株式、REIT（呼称によらず、実質的 REIT は含まれている）からなる。例えば、2006 年２月末時点における日本の組入れ構成銘柄 21 銘柄中、REIT は 13 銘柄である。したがって、REIT の構成比率の高い国では、REIT 指数の代理変数（日本では東証 REIT 指数と 0.87、米国では NAREIT 指数と 0.99 の相関係数）として取り扱っても差し支えないだろう。

そこで、GPR250 インデックス構成国のうち、2006 年２月末時点で全体の 95%以上を占める比較的構成比率の高い 11 カ国（北米２カ国、日本を含むアジア４カ国、欧州５カ国、図表１）を選び、過去６年間（2000~2005 年）の 相関係数（過去 240 日間の US ドルベース・日次インデックスから計算）とその推移を調べたのが、次頁の図表２である。

まず、地理的に近隣する地域の相関を調べると、アジア圏（シンガポールと香港間を除く）、北米２カ国の相関係数は 0.2 前後で、これに比べ、欧州圏の連動性がやや高いことが分かる。これは欧州連合（EU）により、緊密で同質な経済圏にあるためと思われる。また、アジア圏の中で、シンガポールと香港間の相関がやや高めなのは、ともに華僑経済を基盤としているからではないかと推測される。総じて 0.2 前後、相関の高い欧州では 0.6 程度の相関係数となっているが、これは分散効果が期待できる水準であると考えられる。

図表１：　選択した構成国　　(%)

北米			
1	ｱﾒﾘｶ	43.58	
2	ｶﾅﾀﾞ	2.46	46.04
欧州			
3	ｲｷﾞﾘｽ	**8.82**	
4	ｵﾗﾝﾀﾞ	2.21	
5	ﾌﾗﾝｽ	1.85	
6	ｽﾍﾟｲﾝ	1.33	
7	ｽｳｪｰﾃﾞﾝ	1.15	15.36
アジア			
8	日本	14.88	
9	ｵｰｽﾄﾗﾘｱ	10.44	
10	香港	6.98	
11	ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	1.54	33.84
合計			95.24

（数字は 2006 年 2 月末時点の時価構成比率）

次に、日本の不動産証券を中心としたポートフォリオに対する分散効果をみるために、各国の日本に対する相関を調べると、過去６年間、図表３の様に推移している（主要国だけを掲載したが、他の国でも同様の傾向が見られる）。

アジア諸国はもちろんのこと、米国を除くほとんどの国で、趨勢的に相関が高まっており、以前に比べ分散効果が働きにくくなってきているといえる。これは、各国の不動産証券市場が拡大・発展するにつれて、国内外の投資家が、各国の市場を同一の物差しで測り、国際分散投資を検討するようになりつつあることの表れと考えられる。

図表２：エリア別　相関係数

アジア

日本	1			
オーストラリア	0.170	1		
香港	0.228	0.185	1	
ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	0.202	0.150	0.456	1
	日本	オーストラリア	香港	ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ

欧州

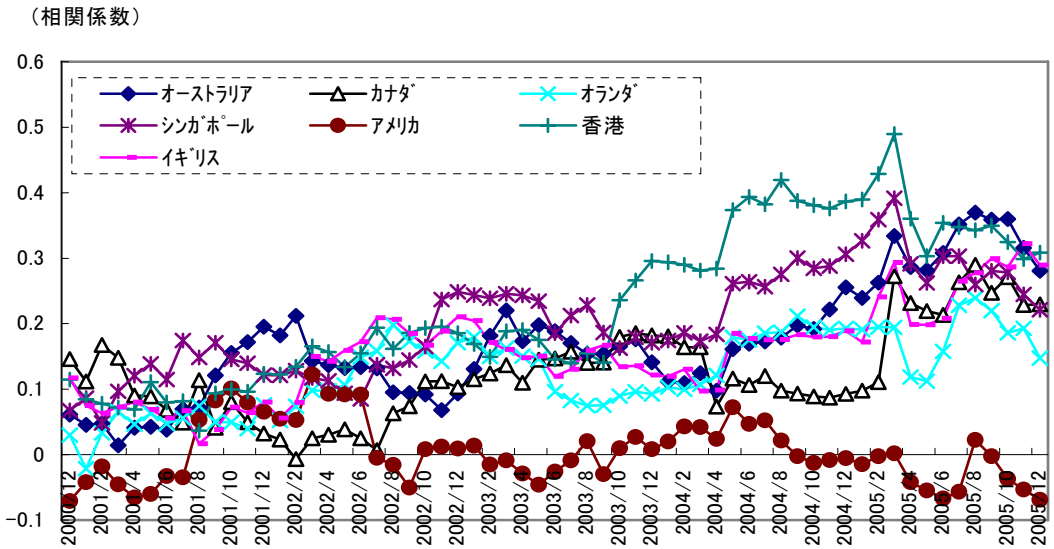
ｲｷﾞﾘｽ	1		
ｵﾗﾝﾀﾞ	0.425	1	
ﾌﾗﾝｽ	0.439	0.611	1
	ｲｷﾞﾘｽ	ｵﾗﾝﾀﾞ	ﾌﾗﾝｽ

北米

ｱﾒﾘｶ	1	
ｶﾅﾀﾞ	0.193	1
	ｱﾒﾘｶ	ｶﾅﾀﾞ

一方、米国との相関はこの期間一貫して低い。これは米国市場が、突出した規模（時価総額約30兆円・2005年3月末時点）を持つ成熟した市場であるため、そこに流出入する資金規模も桁違いに大きく、後発でやや不安定な日本市場と共通要因で動くというよりも、米国の独自要因で市場が動くことが多かったからであると思われる。ただし、図表３に示唆されている通り、これらの関係は時間と共に変化しており、今後も継続的に注視していく必要があろう。

図表３：国別相関係数の推移（対日本）



ここではこれまで、各国市場インデックス間の相関をもとに分散効果を考えてきた。もちろん、個々の証券は市場インデックスと同じ動き方をするとは限らないが、実際には、市場平均に近い値動きをする銘柄（βが１に近い銘柄）を選択することで、今回の分析結果を活かすことができよう。

（浅原　大介）