

(不動産投資)：Jリート市場のボラティリティを考える

Jリート市場のボラティリティは、内部要因ではなく外部環境が劇的に変化する局面で大きく上昇する。また、「高ボラティリティ期」は高いリスクに見合うリターンを得にくい傾向があり、リスクを能動的に管理することでリスク・リターン効率が高まる可能性もある。

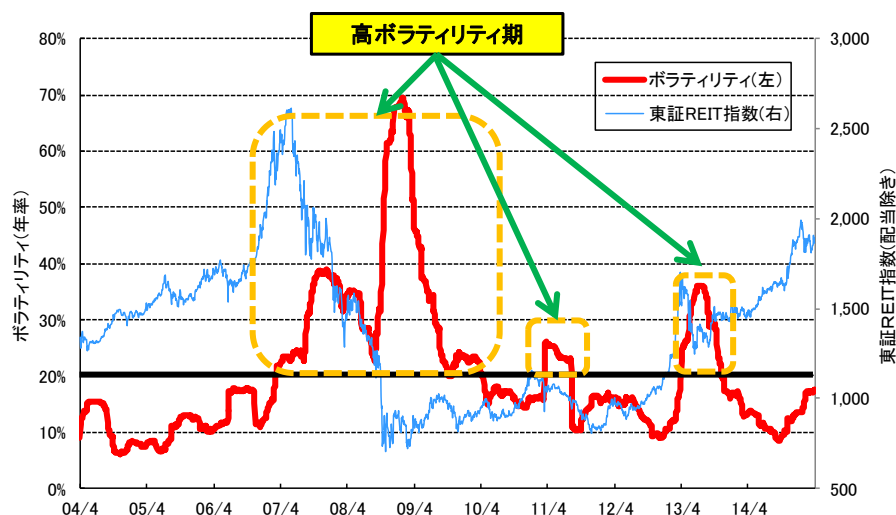
創設から14年目を迎えたJリート(不動産投資信託)市場は、この間、国内の不動産投資市場の拡大を牽引するとともに、日本銀行による買入れやGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)による投資開始など、金融商品としての認知度も着実に高まっている。

こうしたなか、年金運用において、賃貸借契約に裏打ちされた質の高い安定した不動産キャッシュフローへのニーズは高いものの、Jリート投資に対してあまり積極的ではない。その理由の1つに、「Jリート市場の高い価格変動性(ボラティリティ)」が指摘される。

上場商品であるJリーートの投資口価格は、金融市場や資金フローの影響を受けて日々変動するため、投資家は大きな価格変動リスクにさらされている。実際、過去12年間(2003年4月～2015年3月)のJリート市場の実績ボラティリティ(年率)は23.2%であり、同期間の国内株式(22.1%)を上回る、ハイリスク型の資産特性を示している。

もっとも、市場のボラティリティがいつの時期も高いわけではない。目安として、ボラティリティ(100営業日、年率)が20%を超える時期を「高ボラティリティ期」、それ以外の時期を「通常期」とした場合、「高ボラティリティ期」はこれまでに3回出現している(図表1)。1回目は「不動産ミニバブル発生とその後の金融危機(2007年3月～2010年4月)」、2回目は「東日本大震災の発生(2011年3月～8月)」、3回目は「日銀による異次元の金融緩和の導入(2013年4月～11月)」が背景にある。このように、想定を上回る高いボラティリティはJリート市場の内部要因というより、外部環境の劇的な変化によってもたらされたと言える。

図表1：Jリート市場のボラティリティ(期間100営業日、年率)と東証REIT指数



(資料)ニッセイ基礎研究所が作成

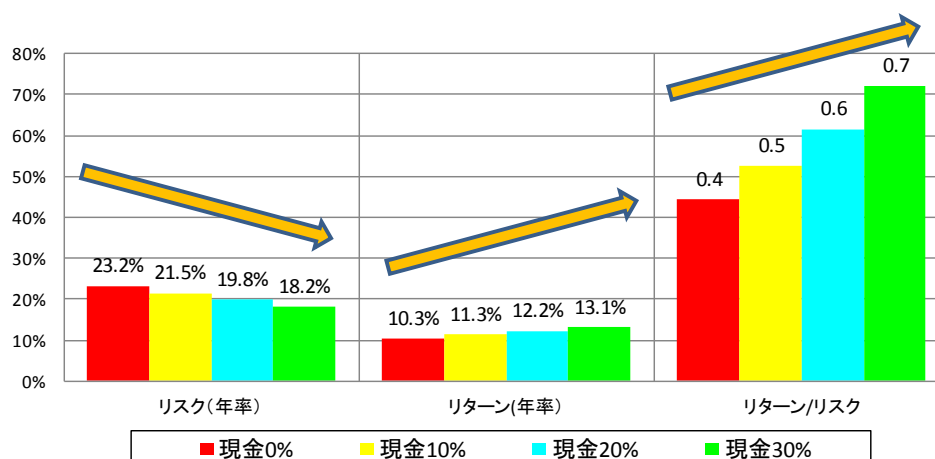
一方、値動きの落ち着いた「通常期」は期間全体の 2/3 を占めており、通常期のボラティリティは平均 14.2% である。市場を揺さぶる大きな外的ショックがなければ、J リート市場はミドルリスク型商品として概ね許容範囲のボラティリティ水準を維持していることになる。

そこで、J リート投資において、「通常期」は「J リート 100%（現金 0%）」、「高ボラティリティ期」は「J リート 70%～100%（現金 30%～0%）」とするリスク調整型のポートフォリオを想定し、過去 12 年間のリスクとリターン（年率）、並びにリスク・リターン効率（リスク 1 単位当たりのリターン）を計算した（図表 2）。

図表 2 の通り、「高ボラティリティ期」に現金比率を高めることでリスクが低下する一方、リターンは上昇する。例えば、「現金 30%」のポートフォリオは、変更しないケースと比較してリスクが 23.2% から 18.2% に低下し、リターンは 10.3% から 13.1% に上昇、リスク・リターン効率は 0.4 から 0.7 に改善する結果となった。

このうち、リターンについては、過去 3 回の「高ボラティリティ期」はすべてマイナスであり、高いリスクに見合うリターンを得にくい傾向が見て取れる。

図表 2: 現金比率(0～30%)とリスク・リターンの変化



(資料)ニッセイ基礎研究所が作成

最近、不動産投資を検討する年金基金の間で、投資口価格のボラティリティの影響を受けない非上場のオープンエンド型商品である私募リートに対する関心が高まっている。確かに、J リート市場は今後も外的ショックに起因するボラティリティ上昇が避けられないであろうが、市場の厚み（資産規模、銘柄数）や運用不動産の多様性、豊富なトラックレコードなどの面で「一日の長」が認められる。

そのため、安定運用を志向する投資家は、ボラティリティが高いという理由だけで J リート投資を敬遠するのではなく、J リート市場の高い流動性を活用しリスクを能動的に管理することで、不動産ポートフォリオに J リートを加えることを検討してもよいのではないだろうか。

(岩佐 浩人)