

基礎研 レポート

J-REIT のパフォーマンス要因分析 ～J-REIT 市場の上昇・下落要因を調べる～

金融研究部 准主任研究員 原田 哲志
(03)3512-1860 harada@nli-research.co.jp

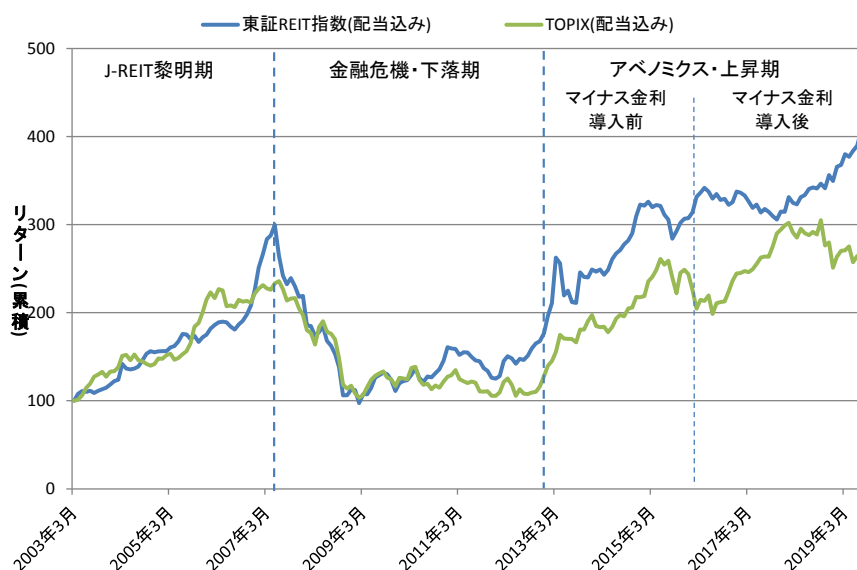
1—はじめに

2001年9月にJ-REIT（不動産投資信託）市場が誕生してから、今年で18年が経過した。この間、時にはリーマン・ショック後の厳しい信用収縮や不動産市況の悪化、東日本大震災など大きな外的ショックなどに見舞われるも、東証REIT指数（配当込み）は大きく上下動を繰り返しながら上昇してきた（図表1）。

あらためてこれまでの東証REIT指数の動きを振り返ると、市場創設から2007年5月までは概ね上昇基調が続いたが、世界的な金融危機の影響などから下落に転じピーク時からの下落率は約▲70%に達した。その後は、2012年12月に発足した第二次安倍内閣による「アベノミクス」の政策効果などを背景に上昇に弾みがつき、現在では株式市場（TOPIX）を大きく上回るパフォーマンスを実現している。

そこで、本稿では、東証REIT指数のトータルリターンを「株式市場」、「債券市場」、「不動産市場」の三つの要因に分解し、上昇・下落への寄与度を調べることにしたい。

図表1 東証REIT指数(配当込み)とTOPIX(配当込み)の推移(2003年3月末=100)



(注) 期間：2003年3月末～2019年7月末(月次)

(出所) Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

2—東証 REIT 指数(配当込み)のリターンの説明変数を考える

東証 REIT 指数のリターン（前月比）に影響を及ぼす要因として、「株式市場」、「債券市場」、「不動産市場」の3つが考えられる。各要因を代理し東証 REIT 指数のリターンの説明変数となりうる指標を以下の通り選択した。

図表 2 東証 REIT 指数のリターンに影響を及ぼす要因並びに説明変数

要因	説明変数	出所
株式市場	TOPIX (前月比)	Bloomberg
債券市場	NOMURA-BPI総合 (前月比)	Bloomberg
不動産市場	東京ビジネス地区平均賃料/新築ビル (前月比)	三鬼商事(株)

(出所)Bloomberg、三鬼商事

<株式市場>

「株式市場」の代表的な指標として「TOPIX」が挙げられる。「株式市場」は企業収益やマクロ経済の先行指標であり、TOPIX が上昇する場合、東証 REIT 指数も上昇すると考えられる。従って、TOPIX と東証 REIT 指数の相関係数はプラスの符号が想定される。

<債券市場>

「債券市場」の代表的な指標として「NOMURA-BPI 総合」が挙げられる。J-REIT は負債を活用して不動産を取得し不動産収益を投資主に分配する金融商品であり、NOMURA-BPI 総合が上昇（金利は低下）した場合、東証 REIT 指数も上昇すると考えられる。従って、NOMURA-BPI 総合と東証 REIT 指数の相関係数はプラスの符号が想定される。

<不動産市場>

不動産市場の代表的な指標として、三鬼商事が公表する「東京ビジネス地区平均賃料（以下、東京オフィス賃料）」が挙げられる。東京オフィス賃料は、東京都心5区に所在する基準階面積100坪以上の主要貸事務所ビルの募集賃料を集計した指標（全体、新築ビル、既存ビル）である。J-REIT の保有物件はオフィスビルが中心であり、東京都心5区に所在する物件が多い。東京オフィス賃料が上昇した場合、東証 REIT 指数も上昇すると考えられる。従って、東京オフィス賃料と東証 REIT 指数の相関係数はプラスの符号が想定される。なお、両者の関係を分析したところ、新築ビル賃料（1ヶ月先）との相関が高いため、分析ではこの値を説明変数として用いることとした。

3—東証 REIT 指数の要因分解

1 | 対象期間

以下では、上記で示した説明変数を用いて、2003年4月から2019年6月までの東証 REIT 指数（月次リターン）に影響した要因を調べる。あわせて、分析期間を「図表3」の通り分割して分析した。

具体的には、2003年4月から指数がピークを付けた期間を「J-REIT 黎明期」、2007年6月から2012年11月を「金融危機・下落期」、2012年12月から現在までを「アベノミクス・上昇期」とした。また、「アベノミクス・上昇期」は、2016年2月からマイナス金利政策が導入されたことにより、この前後において各説明変数の影響が変化していることから、「アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入前)」、「アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入後)」の2つの期間に分けて分析を行った。

図表3 推計期間

期間	概要
2003年4月 ～2007年5月	J-REIT 黎明期
2007年6月 ～2012年11月	金融危機・下落期
2012年12月 ～2019年6月	アベノミクス・上昇期(全体)
2012年12月 ～2016年1月	アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入前)
2016年2月 ～2019年6月	アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入後)

(出所)ニッセイ基礎研究所作成

2 | パフォーマンス要因分析

各期間について、各要因の影響をみていく。図表4は東証 REIT 指数のリターンを各説明変数で重回帰した結果である。また、図表5は東証 REIT 指数のリターンに対する各要因の寄与度¹を示す。

全期間を通じてみると、東証 REIT 指数は+289%上昇した。東証 REIT 指数に対する各要因の寄与度は株式市場+109%、債券市場+90%、不動産市場+7%となった(図表5)。東証 REIT 指数の上昇には株式市場の上昇や金利の低下が大きく寄与していた。また、全ての要因が有意水準 0.1%で有意だった。重回帰分析による自由度調整済決定係数(以下、修正 R^2)は 0.42 となり、ある程度の説明力があった。次に各期間毎の結果をみていきたい。

図表4 東証 REIT 指数のリターン分析結果

	株式市場 TOPIX	債券市場 NOMURA-BPI 総合	不動産市場 東京ビジネス地区 賃料/新築ビル	修正 決定係数
全期間	0.664 *** (10.93)	2.879 *** (5.22)	0.468 *** (3.52)	0.428
2003年4月 ～2007年5月	0.209 (1.57)	1.569 (1.91)	0.464 * (2.40)	0.182
2007年6月 ～2012年11月	0.857 *** (9.21)	1.359 (1.31)	0.469 (1.85)	0.581
2012年12月 ～2019年6月	0.543 *** (5.97)	5.019 *** (6.07)	0.461 * (2.21)	0.433
2012年12月 ～2016年1月	0.681 *** (4.67)	8.224 *** (5.73)	0.354 (0.92)	0.567
2016年2月 ～2019年6月	0.220 * (2.42)	1.536 * (2.20)	0.447 * (2.70)	0.200

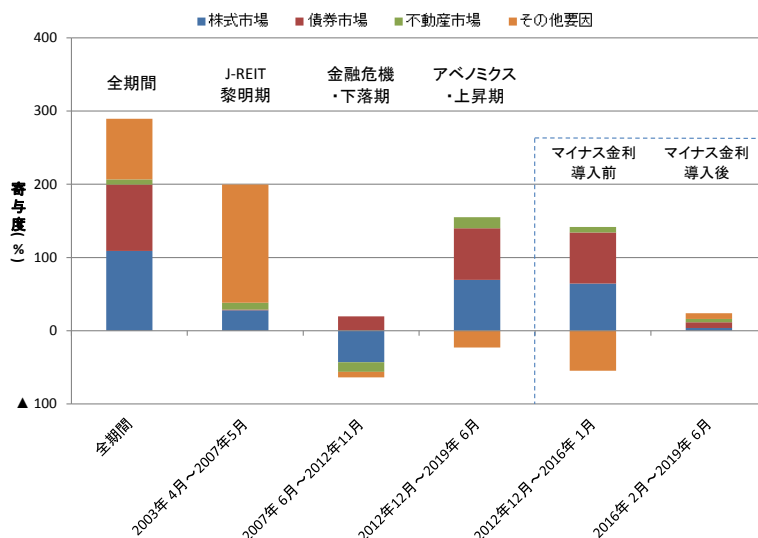
(注)期間：2003年3月末～2019年6月末(月次)

括弧内の数値はt値を示す。***は0.1%有意、**は1%有意、*は5%有意を示す。

(出所)Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

¹ 各要因の寄与度は、各説明変数の変化率と東証 REIT 指数のリターンに対する各説明変数の係数をかけ合わせて算出している。

図表5 東証REIT指数のリターンに対する説明変数の寄与度



(注) 期間：2003年3月末～2019年6月末(月次)

(出所) Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

<J-REIT 黎明期：2003年4月～2007年5月>

この間、東証REIT指数は+200%上昇した。東証REIT指数に対する各要因の寄与度は株式市場+27%、債券市場+1%、不動産市場+9%となった(図表5)。なお、不動産市場は有意水準5%で有意だった。期間中、東京オフィス賃料は上昇し、東証REIT指数にプラス寄与したと考えられる(図表7)。

ただし、重回帰分析による修正 R^2 は0.18となり、説明力は比較的低かった。J-REIT黎明期はJ-REIT市場の規模が小さく、銘柄数も少なかった(2003年3月末時点6銘柄)ため、個別銘柄の影響が大きかったと考えられる。

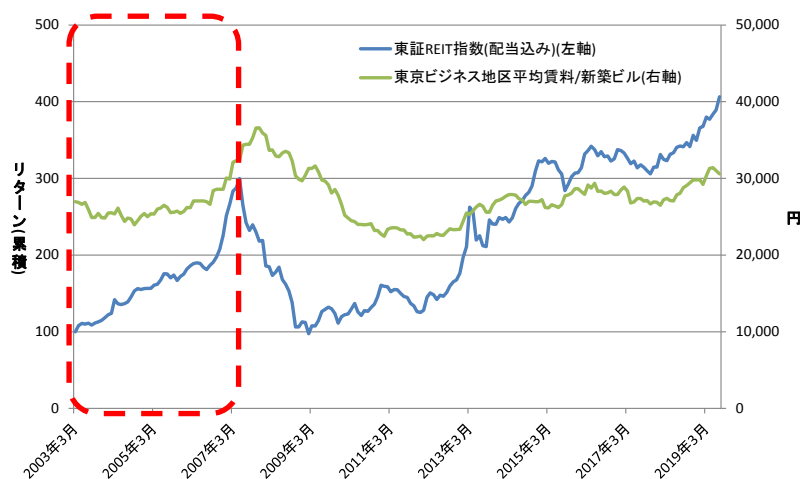
図表6 東証REIT指数のリターン分析結果(J-REIT黎明期 2003年4月～2007年5月)

	株式市場 TOPIX	債券市場 NOMURA-BPI 総合	不動産市場 東京ビジネス地区 賃料/新築ビル	修正 決定係数
係数	0.209	1.569	0.464 *	0.182
(t値)	(1.57)	(1.91)	(2.40)	

(注)***は0.1%有意、**は1%有意、*は5%有意を示す。

(出所) Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表7 東京ビジネス地区平均賃料/新築ビルと東証REIT指数(配当込み)(2003年3月末=100)の推移



(注) 期間：2003年3月末～2019年7月末(月次)

(出所) Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

<金融危機・下落期：2007年6月～2012年11月>

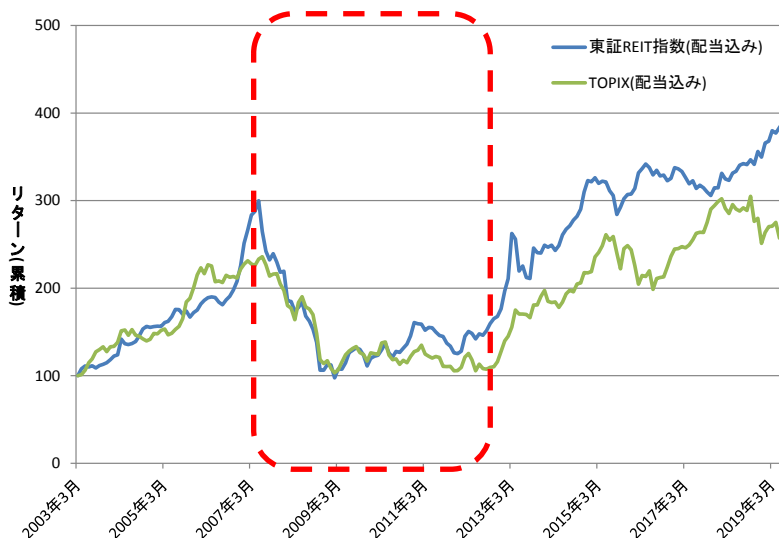
この間、東証REIT指数は▲44%下落した。東証REIT指数に対する各要因の寄与度は株式市場▲43%、債券市場+19%、不動産市場▲13%となった。また、株式市場が有意水準 0.1%で有意だった。リーマン・ショックなどによる世界的な金融危機や景気悪化により株式市場が大きく下落したことの影響が大きかったと考えられる(図表9)。なお、重回帰分析による修正 R^2 は 0.58 となり、説明力は比較的高かった。

図表8 東証REIT指数のリターン分析結果
(金融危機・下落期 2007年6月～2012年11月)

	株式市場 TOPIX	債券市場 NOMURA-BPI 総合	不動産市場 東京ビジネス地区 賃料/新築ビル	修正 決定係数
係数 (t値)	0.857 *** (9.21)	1.359 (1.31)	0.469 (1.85)	0.581

(注) ***は 0.1%有意、**は 1%有意、*は 5%有意を示す。
(出所) Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表9 東証REIT指数(配当込み)とTOPIX(配当込み)の推移(2003年3月末=100)



(注) 期間：2003年3月末～2019年7月末(月次)
(出所) Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

<アベノミクス・上昇期(全体)：2012年12月～2019年6月>

この間、東証REIT指数は+132%上昇した。東証REIT指数に対する各要因の寄与度は株式市場+69%、債券市場+71%、不動産市場+15%となった。株式市場、債券市場が有意水準 0.1%で有意、不動産市場は有意水準5%で有意だった。なお、重回帰分析による修正 R^2 は 0.43 と、ある程度の説明力があった。以下では、2016年2月のマイナス金利政策導入前後に期間を分けて、特徴をみていきたい。

図表10 東証REIT指数のリターン分析結果
(アベノミクス・上昇期(全体) 2012年12月～2019年6月)

	株式市場 TOPIX	債券市場 NOMURA-BPI 総合	不動産市場 東京ビジネス地区 賃料/新築ビル	修正 決定係数
係数 (t値)	0.543 *** (5.97)	5.019 *** (6.07)	0.461 * (2.21)	0.433

(注) ***は 0.1%有意、**は 1%有意、*は 5%有意を示す。
(出所) Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

＜アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入前)：2012年12月～2016年1月＞

この間、東証REIT指数は+87%上昇した。東証REIT指数に対する各要因の寄与度は株式市場+64%、債券市場+69%、不動産市場+7%となった。株式市場、債券市場が有意水準0.1%で有意だった。

なお、重回帰分析による修正 R^2 は0.56となり、説明力は比較的高かった。アベノミクスによる異次元緩和などの政策効果により、株式市場と債券市場がともに上昇し東証REIT指数のリターンにプラス寄与したと考えられる。この期間、10年国債利回りは低下が続き、2016年2月のマイナス金利導入により0%を下回った(図表12)。

図表11 東証REIT指数のリターン分析結果
(アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入前) 2012年12月～2016年1月)

	株式市場 TOPIX	債券市場 NOMURA-BPI 総合	不動産市場 東京ビジネス地区 賃料/新築ビル	修正 決定係数
係数 (t値)	0.681 *** (4.67)	8.224 *** (5.73)	0.354 (0.92)	0.567

(注) ***は0.1%有意、**は1%有意、*は5%有意を示す。
(出所) Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表12 東証REIT指数(配当込み)、NOMURA-BPI 総合 (2003年3月末=100)、
日本国債10年利回りの推移



(注) 期間：2003年3月末～2019年7月末(月次)
(出所) Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

＜アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入後)：2016年2月～2019年6月＞

この間、東証REIT指数は+24%上昇した。東証REIT指数に対する各要因の寄与度は株式市場+3%、債券市場+8%、不動産市場+4%となった。また、全ての要因が有意水準5%で有意だった。

ただし、重回帰分析による修正 R^2 は0.20となり、説明力は比較的低かった。期間中、10年国債利回りは日銀のイールドカーブコントロールの下で0%近辺での狭いレンジでの推移が続いた(図表12)。また、このような状況下で、マイナス金利導入前と比べて東証REIT指数に対する三つの要因の影響が弱まった。

図表13 東証REIT指数のリターン分析結果

(アベノミクス・上昇期(マイナス金利導入後) 2016年2月～2019年6月)

	株式市場 TOPIX	債券市場 NOMURA-BPI 総合	不動産市場 東京ビジネス地区 賃料/新築ビル	修正 決定係数
係数 (t値)	0.220 * (2.42)	1.536 * (2.20)	0.447 * (2.70)	0.200

(注) ***は0.1%有意、**は1%有意、*は5%有意を示す。

(出所) Bloomberg、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

3 | 東証REIT指数に対する外国人売買動向の影響

マイナス金利導入後は、東証REIT指数に対する三つの要因の影響が弱まったことを述べた。この期間に東証REIT指数に影響を与えた要因として外国人売買動向²が考えられる。そこで、これまでの三つの要因に「外国人売買動向」を加えて分析を行った(図表14)。これによると、マイナス金利導入後の東証REITの上昇は、外国人売買動向が大きく影響していることが分かる。

図表14 外国人売買動向を加えた東証REIT指数のリターン分析結果

	株式市場 TOPIX	債券市場 NOMURA-BPI 総合	不動産市場 東京ビジネス地区 賃料/新築ビル	投資需給 外国人 売買動向	修正 決定係数
2012年12月 ～2019年6月	0.553 *** (6.00)	5.238 *** (5.98)	0.487 * (2.30)	▲1.01E-05 (▲0.78)	0.430
2012年12月 ～2016年1月	0.785 *** (5.08)	8.466 *** (6.03)	0.256 (0.68)	▲4.71E-05 (▲1.71)	0.590
2016年2月 ～2019年6月	0.132 (1.63)	▲0.009 (▲0.01)	0.232 (1.51)	3.61E-05 *** (3.77)	0.411

(注) 期間：2003年3月末～2019年6月末(月次)

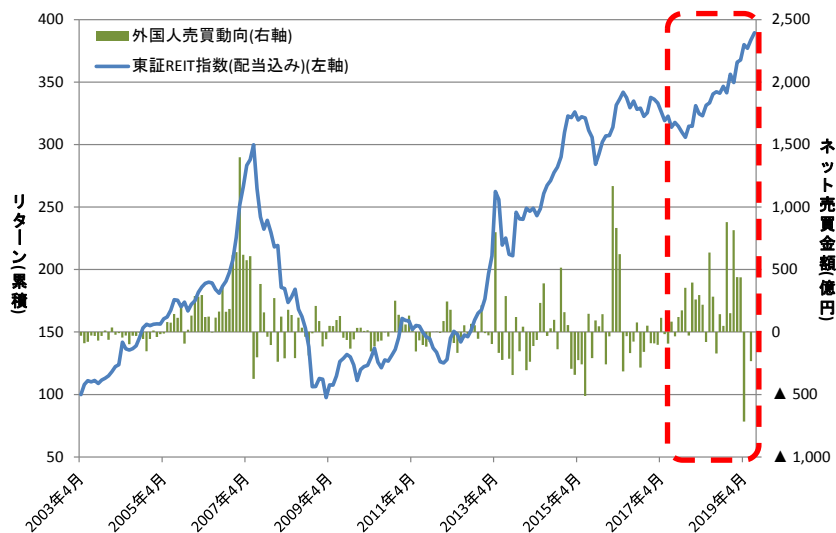
括弧内の数値はt値を示す。***は0.1%有意、**は1%有意、*は5%有意を示す。

(出所) Bloomberg、三鬼商事、東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

² 外国人売買動向の代理変数として、東京証券取引所が発表する主体別売買動向の海外投資家の売買金額(ネット)を用いた。

図表 1 5 は J-REIT の外国人売買動向と東証 REIT 指数の推移を示している。これを見ると、東証 REIT 指数が上昇している時期に外国人投資家の資金が流入している。以下では、海外資金流入の背景について考えたい。

図表 1 5 J-REIT の外国人売買動向と
東証 REIT 指数(配当込み) (2003 年 3 月末=100) の推移



(注) 期間：2003 年 3 月末～2019 年 7 月末(月次)
(出所) 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

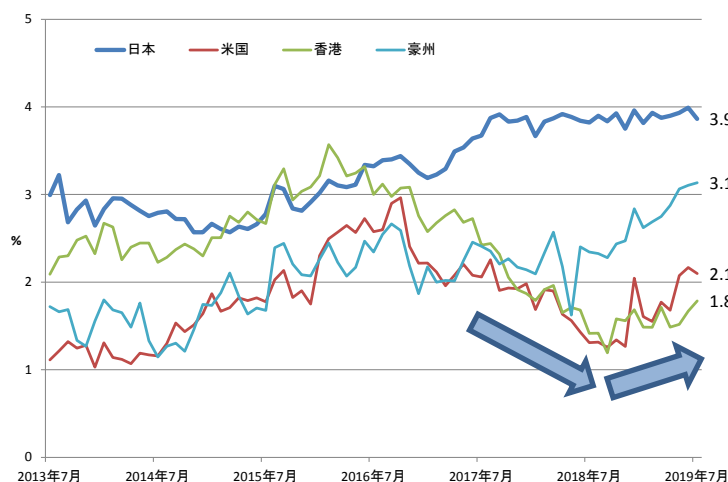
図表 1 6 は日本と海外 REIT(米国、香港、豪州)の分配金利回りと 10 年国債利回りのスプレッド(以下、イールドスプレッド)の推移を示している。これによると、現在、日本のイールドスプレッドは +3.9% と海外(米国 +2.1%、香港 +1.7%、豪州 +3.1%)と比較して相対的に高い水準にある。

これまでのイールドスプレッドの推移をみても、J-REIT は高い水準で推移しており、これは日本の 10 年国債利回りの低下が大きく影響している(図表 1 7)。

米国などでは、2016 年から 10 年国債利回りが上昇に転じ、イールドスプレッドは縮小傾向にあった。このため、外国人投資家は相対的に高いイールドスプレッドを確保できる J-REIT に注目し、J-REIT を積極的に買い越してきた可能性が考えられよう。

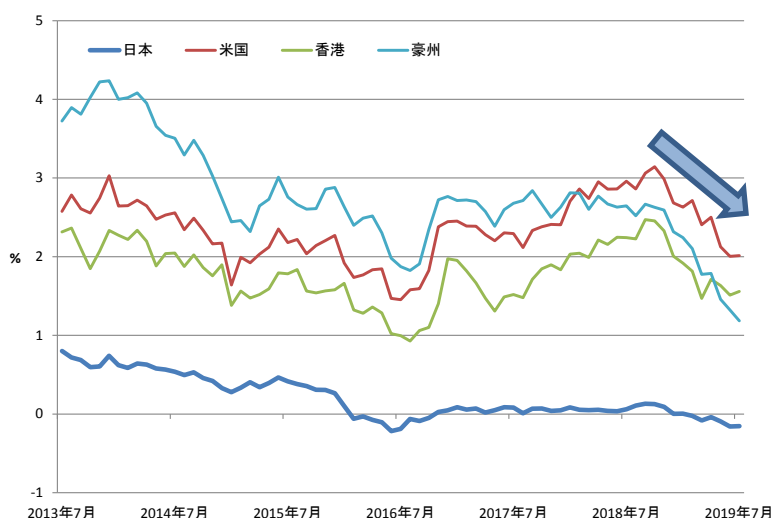
しかし、足もとでは海外の 10 年国債利回りは低下し、イールドスプレッドも拡大の傾向にある。J-REIT とのイールドスプレッド格差も縮小しており、外国人投資家は売り越しに転じている。

図表 1 6 各国 REIT のイールドスプレッドの推移



(注) 期間：2013 年 7 月末～2019 年 7 月末(月次)
(出所) Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表 1 7 各国の 10 年国債利回りの推移



(注) 期間：2013年7月末～2019年7月末(月次)
 (出所) Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

4—まとめ

本稿では、東証 REIT 指数のパフォーマンスを要因分解した。東証 REIT 指数のリターンの要因を推計した結果、事前の想定通り、株式市場、債券市場、不動産市場要因が東証 REIT 指数のリターンに影響を与えていた。

但し、J-REIT 黎明期(2003年4月～2007年5月)は賃料の上昇が影響していたものの、銘柄数も少なく株式市場、債券市場要因について統計的に有意な結果は出なかった。

金融危機・下落期(2007年6月～2012年11月)は J-REIT 市場は株式市場の下落とともに下落した。アベノミクス上昇期(2012年12月～2019年6月)は、10年国債利回りの低下により、J-REIT 市場は株式市場とともに上昇した。

2016年2月のマイナス金利導入後も、株式市場、債券市場、不動産市場要因は東証 REIT 指数のリターンにプラス寄与していた。しかしながら、マイナス金利導入前と比較して、これらの要因の説明力は低下した。この期間の東証 REIT 指数の上昇には、外国人投資家による J-REIT 買い越しが大きく影響していた。その背景としては、J-REIT と 10年国債利回りのスプレッドが海外よりも大きかったことが考えられる。

しかしながら、足元では海外の 10年国債利回りの低下により、日本と海外のイールドスプレッドの差は縮小している。また、外国人投資家は J-REIT を売り越しに転じている。株式市場、債券市場、不動産市場に加え、外国人投資家の動向や各国の金融政策に注目したい。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。