

基礎研 レポート

株式としてみたJ-REIT 投資。 その資産特性を考える ～「高配当利回り」、「安定配当」、「低β」の特性に着目した J-REIT 投資～

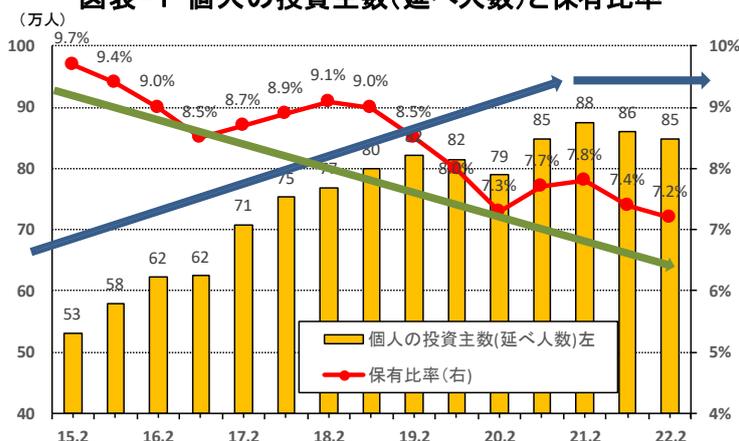
金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人
(03)3512-1858 hiwasa@nli-research.co.jp

1—J-REIT の個人投資主数は伸び悩み。金額ベースの保有比率は7年間で▲2.5%低下

J-REIT（不動産投資信託）は、エクイティ資金及び借入金を調達して賃貸不動産に投資し、そこから得られる不動産収益を原資に、利益のほぼ全額を投資家に還元する金融商品である。個人投資家にとって、少額の資金で実質的に不動産投資を実現できる J-REIT は、長期の資産形成やインカム収入の確保に向けて有力な分散投資先の1つだと言える。

しかし、J-REIT を保有する個人（以下、個人投資主）の数は伸び悩んでいる。日本取引所グループの「REIT 投資主情報調査（2022年2月）」によると、個人投資主数（延べ人数）¹は前年比▲2.8万人減少の84.8万人、金額ベースの保有比率は前年比▲0.6%低下の7.2%となった（図表-1）。直近7年間の推移をみると、個人投資主数は市場拡大にあわせて1.6倍（年率+7%）に増加したものの足もとで頭打ちとなり、保有比率はこの間▲2.5%低下（9.7%→7.2%）した。

図表-1 個人の投資主数(延べ人数)と保有比率



(出所) 日本取引所「REIT 投資主情報調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

¹ 各 REIT の投資主数を単純に合算した「延べ人数」ベース。したがって、1人当たりの平均保有銘柄数が2社の場合、実際の投資主数は42.4万人、4社の場合、実際の投資主数は21.2万人となる。

また、他の金融商品と比較した場合、株式を保有する個人（以下、個人株主）の数は約 6,460 万人(J-REIT の 76 倍)、ここ数年で急速に普及した暗号資産の個人による設定口座数は約 429 万口座 (J-REIT の 5 倍) で²、J-REIT を大きく上回る。もちろん、これらの数値は延べ数ベースであり、それぞれの市場規模や歴史、投資目的などが異なるため、単純に比較することはできない。しかし、J-REIT 市場において個人投資家へのさらなる普及活動が求められるとともに、その拡大余地が依然として大きいことを示唆している。

その普及に向けたアプローチ先の 1 つに、1,400 万人³を超える個人株主が考えられる。実際、J-REIT と株式は取引方法や情報開示の面で共通点が多く (図表-2)、今ある証券口座を利用できるため J-REIT 投資のハードルは極めて低い。仮に、個人株主の 20 人に 1 人(約 70 万人)が新たに J-REIT の投資主になれば、その数は倍増する見込みである。

そこで、本稿では、株式としてみた J-REIT の資産特性を確認し、個人株主にとっての J-REIT 投資の意義について考えたい。

図表-2 J-REITと日本株の主な共通点

項目	内容	備考 (Jリートの場合)
流動性	・証券取引所に上場し、毎日売買できる	・取引単位: 1口 (金額: 数万円~数十万円)
配当金 (分配金)	・決算期毎に配当金を受け取り	・通常、決算は半年毎
情報開示	・金商法や東証規則などに基づく情報開示	・決算短信、有価証券報告書、決算説明会資料、資産運用報告書、HP開設など
ガバナンス	・投資家は議決権を行使できる	・通常、投資主総会は2年に1回
資金調達 (エクイティ発行)	・増資 (公募、第三者割当など) による調達 ・自社株 (自己投資口) 買いも可能	・自己投資口買いは2014年12月より解禁
取引規制	・インサイダー取引規制の適用対象	・2014年4月から適用

(出所)ニッセイ基礎研究所

2—海外投資家は株式ポートに REIT を組み入れ。GPIF は日本株の枠内で J-REIT 投資を開始

海外では主要な株式指数に REIT が採用されているため、多くの海外投資家は自身の株式ポートフォリオに REIT を組み入れている。例えば、米国株の代表的指数である S&P500 は US-REIT30 社を採用し、時価ウェイトは約 3% である(6 月末時点)。また、世界的な株式指数である MSCI 指数や FTSE 指数に J-REIT が採用されており、グローバル分散を図る海外投資家にとって、J-REIT は日本株として投資対象に含まれることになる⁴。

一方、日本株の代表的指数である東証株価指数(TOPIX)や日経平均株価には J-REIT が採用されておらず、株式として位置付けられていない状況にある。しかし、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は国内株のベンチマーク多様化の一環として J-REIT を含む株式指数を採用し、2014 年より国内株ポートフォリオの枠内で J-REIT 投資を開始した。現在、GPIF による J-REIT 保有

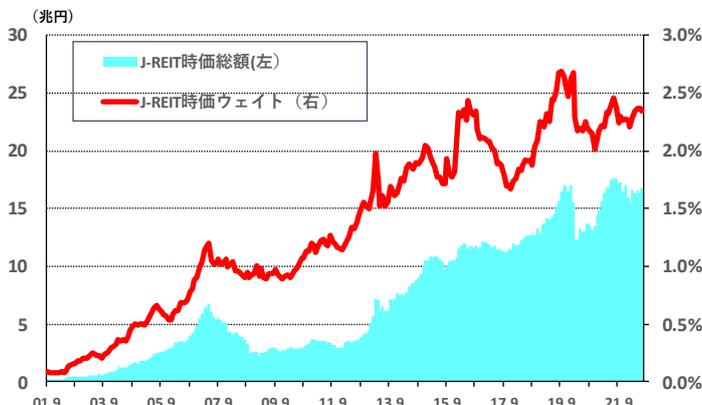
² 「2021 年度株式分布状況調査」(日本取引所グループ、2022 年 7 月 7 日)、「暗号資産取引についての年間報告 2020 年度」(日本暗号資産取引業協会、令和 3 年 11 月 19 日)

³ 日本経済新聞(2022 年 7 月 8 日、朝刊)

⁴ J-REIT 市場における海外法人等の保有比率は 25.1% である。(2022 年 2 月末時点)

額は約 1,782 億円で、国内株ポートフォリオに占める割合は 0.4%である（3 月末時点）。もちろん、時価総額対比でみた J-REIT のウェイトは 2.3%で（図表-3）、この比率からすれば GPIF の投資額はまだまだ小さい規模だと言える。しかし、GPIF が投資実績を重ねることで、国内でも J-REIT を株式として扱うことへの抵抗感は和らぎつつある。

図表-3 J-REIT市場の時価総額、時価ウェイト



(注) 国内株：東証1部、東証プライム。J-REIT 時価ウェイト：「J-REIT 時価総額」/「国内株時価総額 + J-REIT 時価総額」
 (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が作成

3—株式としてみた J-REIT 投資。J-REIT は、「高配当利回り」・「安定配当」・「低β」の特性

以下では、株式としてみた J-REIT の資産特性について確認する。

1 | J-REIT の過去 19 年間の平均配当利回りは 4.2%。配当の安定性も高い

まず、J-REIT の特性として、「高い配当利回り」が挙げられる。過去 19 年間⁵の J-REIT の平均配当利回りは 4.2%で、国内株と比べて常に高い水準で推移し、両者の利回り格差は平均 2.4%である(図表-4)。また、TOPIX33 業種と比較しても、J-REIT は最も高い「石油・石炭製品(2.9%)」を 1.3%上回り、頭 1 つ抜けた水準にある(図表-5)。3 月末時点の配当利回りは 3.7%、国内株との利回り格差は 1.6%で、現在の水準は過去平均と比べてやや低いものの、配当利回りの高さは引き続き J-REIT 投資の魅力の 1 つであろう。

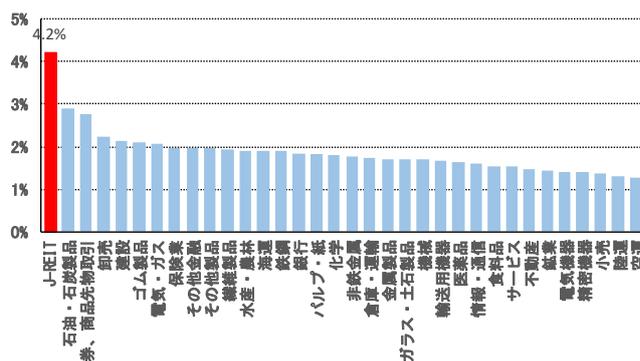
図表-4 配当利回りの推移(J-REIT、国内株)



(出所) 東京証券取引所のデータなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

⁵ 期間は、東証 REIT 指数の算出が開始された 2003 年 3 月末から 2022 年 3 月末とした。

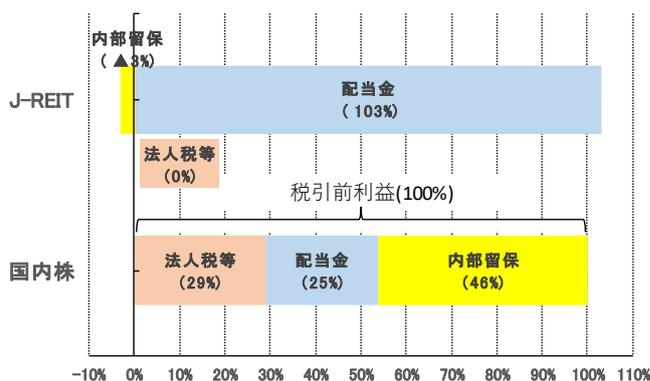
図表-5 業種別の配当金利回り(過去19年)



(注) 期間: 2003年4月~2022年3月
 (出所) 東京証券取引所のデータなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

こうした J-REIT と国内株の利回り格差は、両者の利益配分構造の違いによって生じている。図表-6 の通り、国内株の税引前利益の配分割合(2021 年度)は、法人税等「29%」、配当金「25%」、内部留保「46%」となっている。これに対して、J-REIT は利益のほぼ全額を分配することで法人税が免除される優遇措置により、配分割合は法人税等「0%」、配当金「103%」、内部留保「▲3%」となっている⁶。つまり、法人課税ゼロ、かつ 100%に近い配当性向が高利回りの源泉だと言える。

図表-6 利益配分割合(税引前利益ベース)



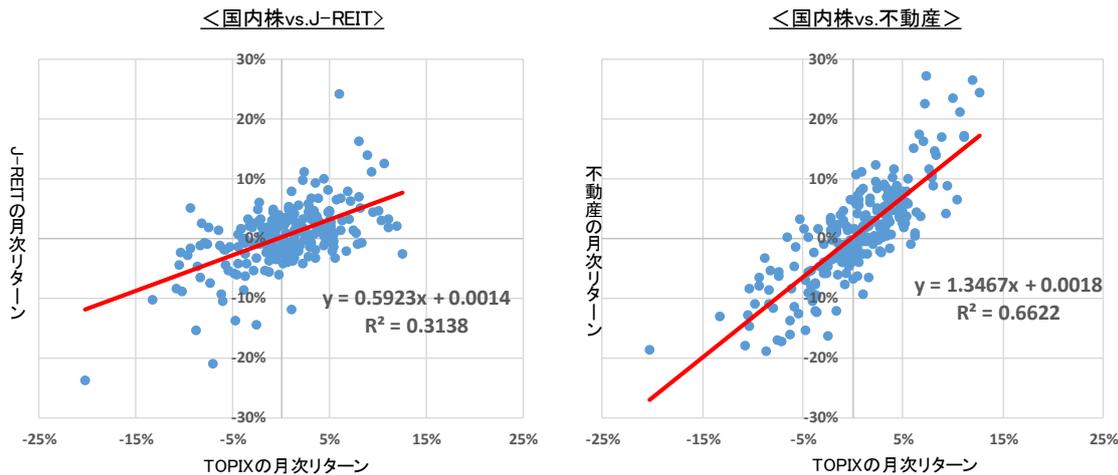
(注) 国内株: TOPIX(22年3月末時点)、J-REIT: 上場61社、財務データ: 2021年度決算
 (出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

また、「安定配当」も J-REIT の特性の 1 つである。TOPIX33 業種との比較では、J-REIT の配当変動率は年率 8.3%で、「倉庫・運輸」・「小売」に次いで 3 番目に低い水準にある (図表-7)。J-REIT の保有資産は全て賃貸不動産で構成され、リスクの大きい不動産開発を含めて他の事業が禁止されており、業績の安定性が高い。確かに、2008 年以降のリーマン・ショック前後や今回のコロナ危機では配当変動率が一時的に上昇したが、これらの混乱期を除くと配当の安定性はさらに高まる。個人株主は J-REIT を株式ポートフォリオに組み入れることで、配当収入の増加や安定性の向上が期待できそうだ。

⁶ 利益超過分配(減価償却費の一部を資本の払い戻しとして分配)やこれまでの内部留保の取り崩しなどを実施する J-REIT が増加し、2021 年度の配当性向は 100%を超える。

で、リターンの約3割が株式市場のリターンで説明されることになる。また、「β値」は0.59で、J-REITは株式市場の値動きに対する感応度が低い、「低β株」の特性を確認できる。同様に、図表-9「右グラフ」は、TOPIXと「不動産」のリターンの関係性を表わしている。これによると、「不動産」の「R²値」は0.66で、株式市場との連動性がJ-REITより高いことが分かる。また、「β値」は1.34で、「不動産」は株式市場の値動きに対する感応度が高い、「高β株」の特性を確認できる。このように、J-REITと「不動産」は業種としては同じグループに属するものの、価格変動の特性は大きく異なるようだ。

図表-9 J-REITと不動産の「R²値」と「β値」

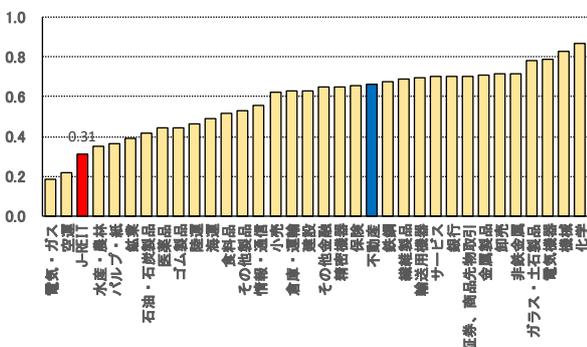


(注) 期間：2003年4月～2022年3月(月次)、国内株：TOPIX、J-REIT：東証REIT指数、不動産：TOPIX不動産業
(出所) 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

また、TOPIX33業種との比較では、J-REITの「R²値」は「電気・ガス」・「空運」に次いで3番目に低く、「β値」については「電気・ガス」に次いで2番目に低い水準にある(図表-10、11)。したがって、株式としてみたJ-REITの値動きは、株式市場との連動性や感応度が低い「電気・ガス」などの、いわゆる「公共株」に近い特性があると言える。

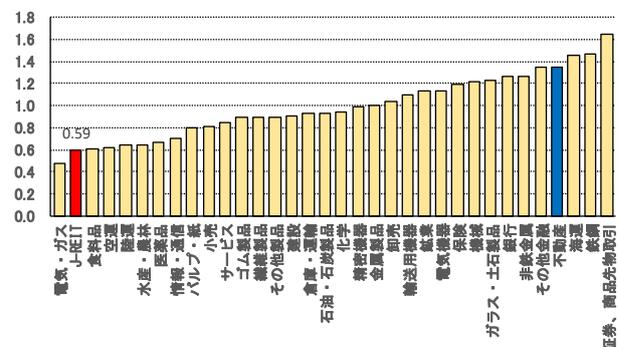
一般に、株式市場の下落を予想する局面では、株式のウェイトを維持しつつ、「低β株」への投資を増やすことで株式ポートのディフェンシブ性を高める運用戦略(低β戦略)が考えられる。「低β株」の投資先候補にJ-REITを加えることで、運用戦略の選択肢が広がることになりそうだ。

図表-10 業種別の「R²値」(TOPIX33業種+J-REIT)



(注) 期間：2003年4月～2022年3月(月次リターン)
(出所) 東京証券取引所のデータなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-11 業種別の「β値」(TOPIX33業種+J-REIT)



(注) 期間：2003年4月～2022年3月(月次リターン)
(出所) 東京証券取引所のデータなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

4—おわりに

本稿では、株式としてみた J-REIT の資産特性を確認し、個人株主にとっての J-REIT 投資の意義について考察した。「高配当利回り」・「安定配当」・「低 β 」の特性を持つ J-REIT への投資を通じて、インカム収入の拡大や安定性向上、運用戦略の広がりが期待できそうだ。

ただし、株式ポートにおける J-REIT 比率の拡大には注意を払いたい。J-REIT は「配当成長力」の面で株式に見劣るため、J-REIT への過剰投資は株式ポートの成長期待を損ない、本来のリスク・リターン特性から、かい離してしまう恐れがある。したがって、J-REIT 投資を拡大する場合は、国内株の枠ではなく、独立したアセットクラス、もしくは不動産として位置付けることが望ましいと思われる。今後とも、長期の資産形成やリタイア後のインカム収入確保に適した J-REIT 投資が、個人投資家の間でさらに普及することを期待したい。

(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。