

余裕金運用に関する市場動向と論点 ～REITと海外債券を中心に～

株式会社ニッセイ基礎研究所

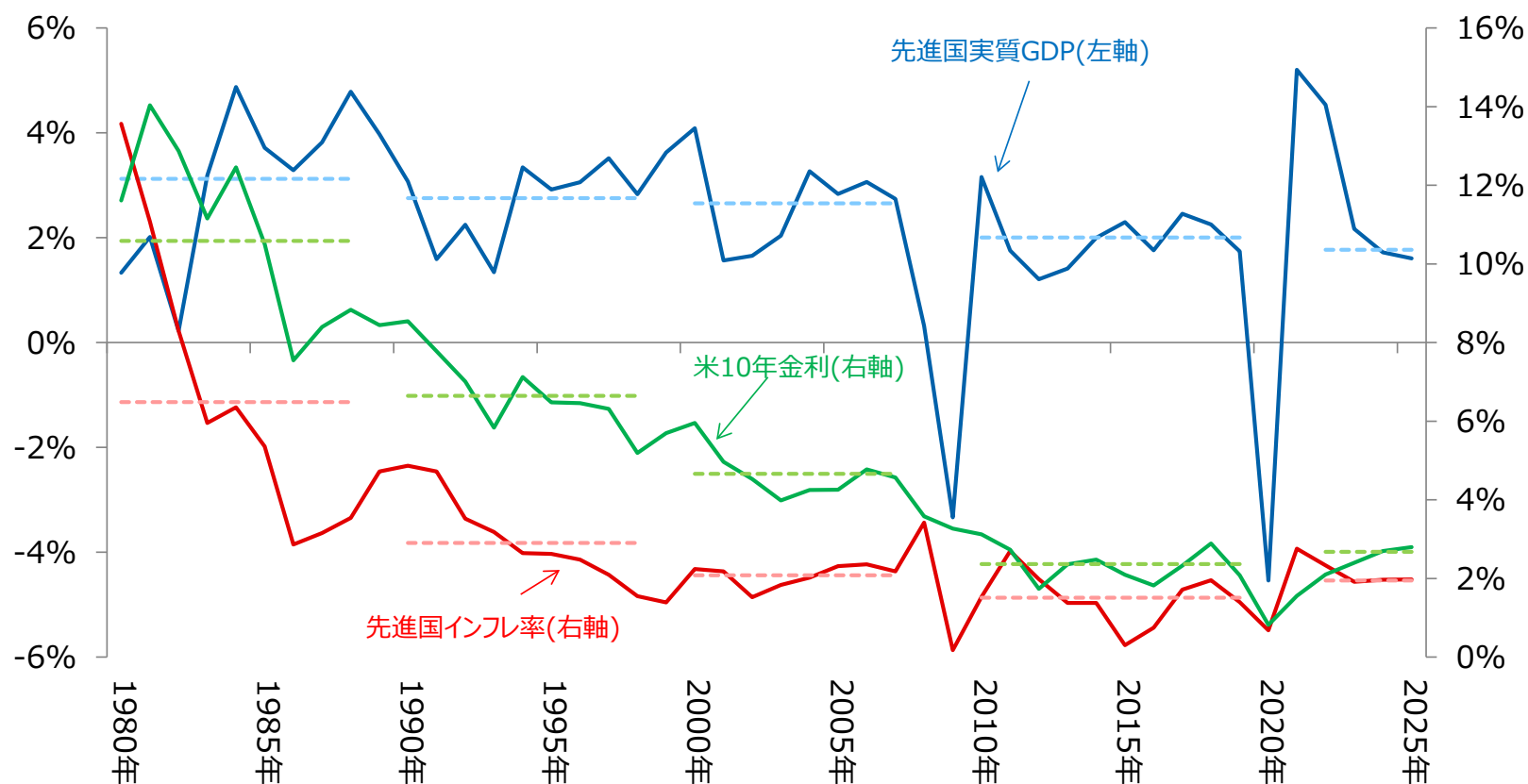
佐久間 誠

2023年12月1日

コロナ禍前のテーマ：長期停滞論

- 1980年以降，度重なる金融危機をへるごとに，成長・物価・金利が下方シフト
- 3低: 低成長, 低インフレ, 低金利

先進国の実質GDP・インフレ率，米10年金利の推移



注：2022年以降の先進国実質GDPとインフレ率はIMF予測，米10年利回りはニッセイ基礎研究所予測

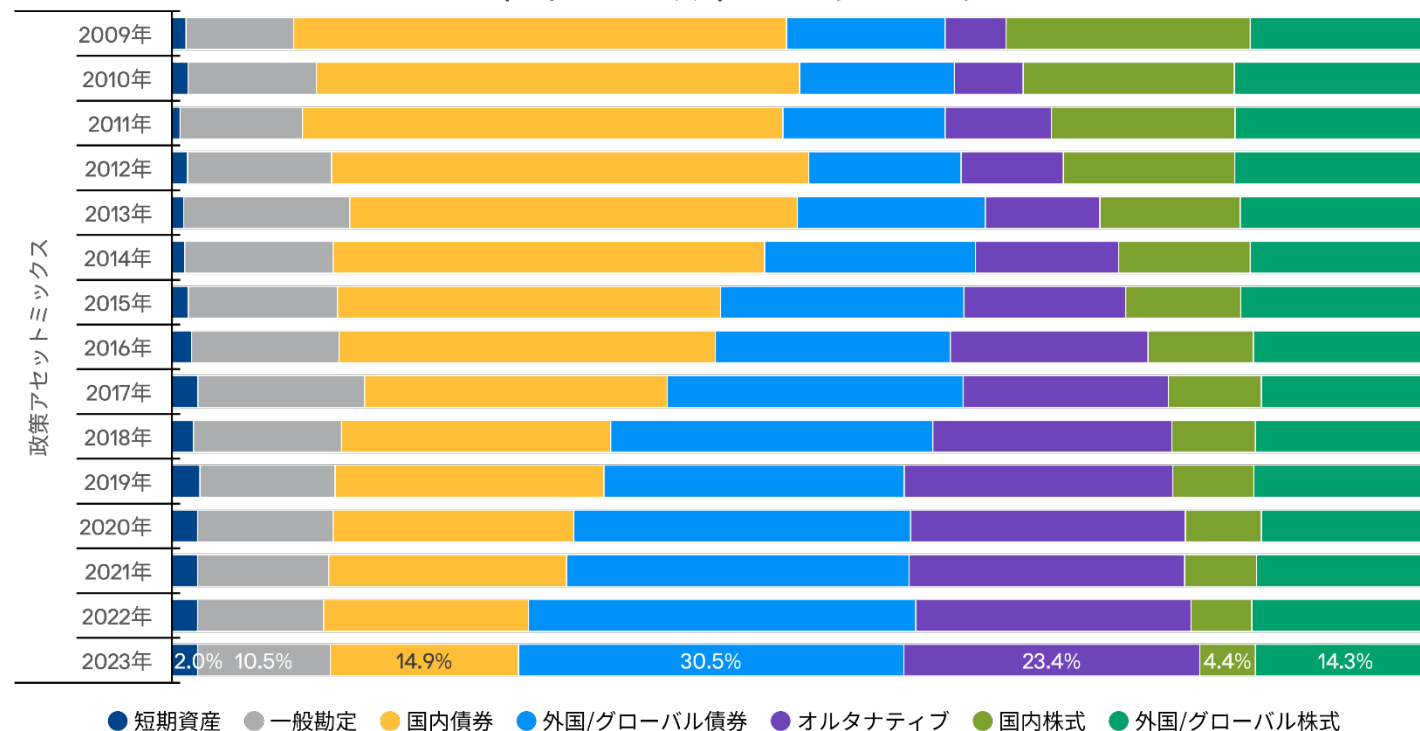
出所：IMF, Bloomberg, ニッセイ基礎研究所

年金運用では外国債券とオルタナティブ資産が増加傾向

- オルタナティブ資産は、伝統的4資産以外の、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ、プライベート・デット、不動産、インフラ、コモディティなどを指す
- リターンの高さや他の資産との相関の低さなどのメリットがある一方で、低い流動性などのデメリットがあることが多い

JPモルガン・アセット・マネジメント「企業年金運用動向調査」

企業年金の政策アセットミックス

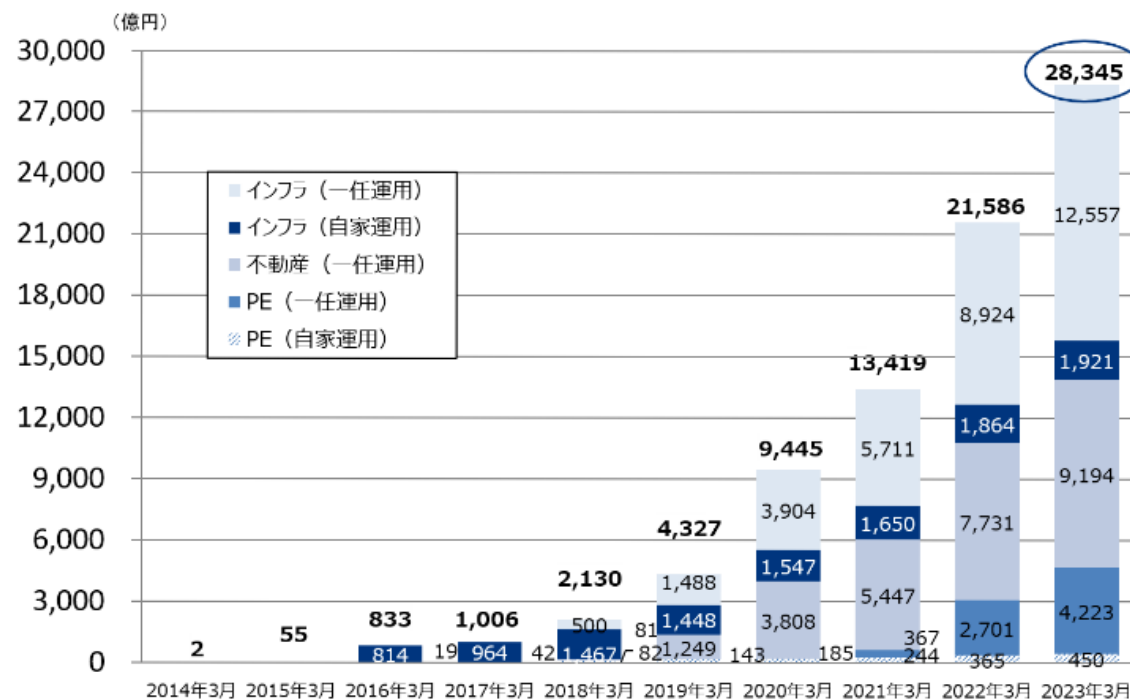


出所: JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社「2022年度 企業年金運用動向調査」

GPIFから読み解く最近の運用トレンド

- GPIFのHPには「ESG投資」と「オルタナティブ投資（インフラ、プライベート・エクイティ、不動産）」の特集ページがあり、同法人の注力分野であることがわかる ← 最近の運用トレンドを反映
- 第4期中期計画（2020年度～2024年度）では、資産全体の5%を上限にオルタナティブ資産の運用を行うとした
- GPIFはファンドにより不動産に投資しており、国内株の一部としてJ-REITを運用している。ただし、企業年金連合会のようにオルタナティブ資産における不動産としてJ-REITに投資する機関もある

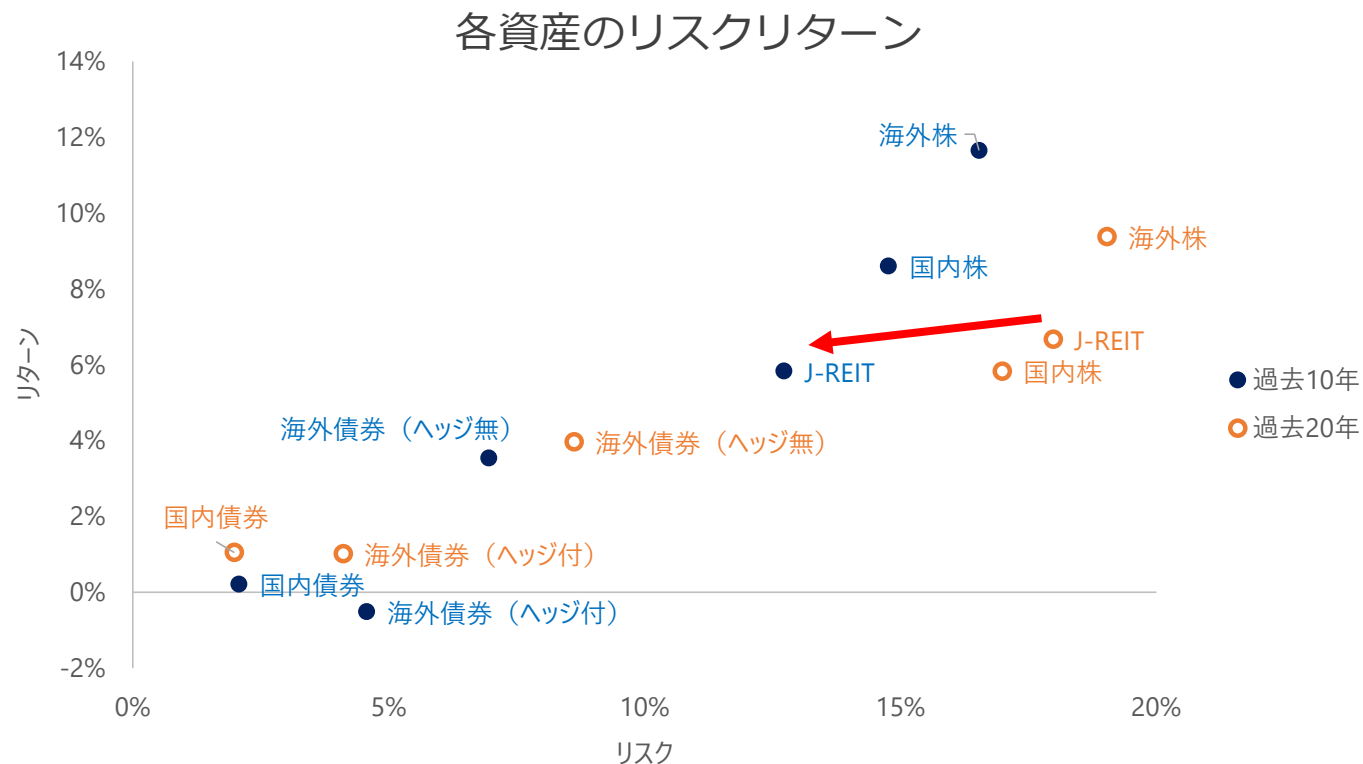
GPIFのオルタナティブ資産の時価推移



出所: GPIFホームページ

J-REITと外債は国内債より高リスクで株より低リスク

- 過去20年ではJ-REITは国内株よりもハイリスクだったが、過去10年ではリスクが低下
- ハイリスク・リターンの内外株，ローリスク・リターンの国内債券と海外債券（ヘッジ付），ミドルリスク・リターンの海外債券（ヘッジ無）・J-REIT
- ただし，時期によってリスクリターンが異なる点には注意



注：2023年10月時点。リターンは月次リターンの平均，リスクは月次リターンの標準偏差。リスクとリターンはともに年率換算。全て配当込み。計算に用いた指数は，国内債券：NOMURA-BPI総合，国内株式：TOPIX，海外債券（ヘッジ無）：FTSE世界国債指数（除く日本，円建て），海外債券（ヘッジ付）：FTSE世界国債指数（除く日本，為替ヘッジ，円建て），海外株式：MSCI ACWI指数（除く日本，円建て），J-REIT：東証REIT指数

出所：Bloomberg，Quickのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

J-REITと国内株の相関は小幅に低下か

- J-REITは、国内株と海外株と高い相関があるが、国内株との相関は過去10年で小幅に低下
- 海外債券（ヘッジ無）は国内株と海外株、海外債券（ヘッジ付）は国内債券と高い相関

各資産間の相関

過去10年

	国内債券	国内株	海外債券 (ヘッジ無)	海外債券 (ヘッジ付)	海外株	J-REIT
国内債券	1.00					
国内株	-0.22	1.00				
海外債券 (ヘッジ無)	-0.04	0.52	1.00			
海外債券 (ヘッジ付)	0.54	-0.19	0.03	1.00		
海外株	-0.07	0.83	0.66	-0.10	1.00	
J-REIT	0.26	0.41	0.23	0.04	0.53	1.00

過去20年

	国内債券	国内株	海外債券 (ヘッジ無)	海外債券 (ヘッジ付)	海外株	J-REIT
国内債券	1.00					
国内株	-0.25	1.00				
海外債券 (ヘッジ無)	-0.04	0.58	1.00			
海外債券 (ヘッジ付)	0.53	-0.20	0.00	1.00		
海外株	-0.16	0.80	0.72	-0.22	1.00	
J-REIT	0.11	0.58	0.34	-0.02	0.54	1.00

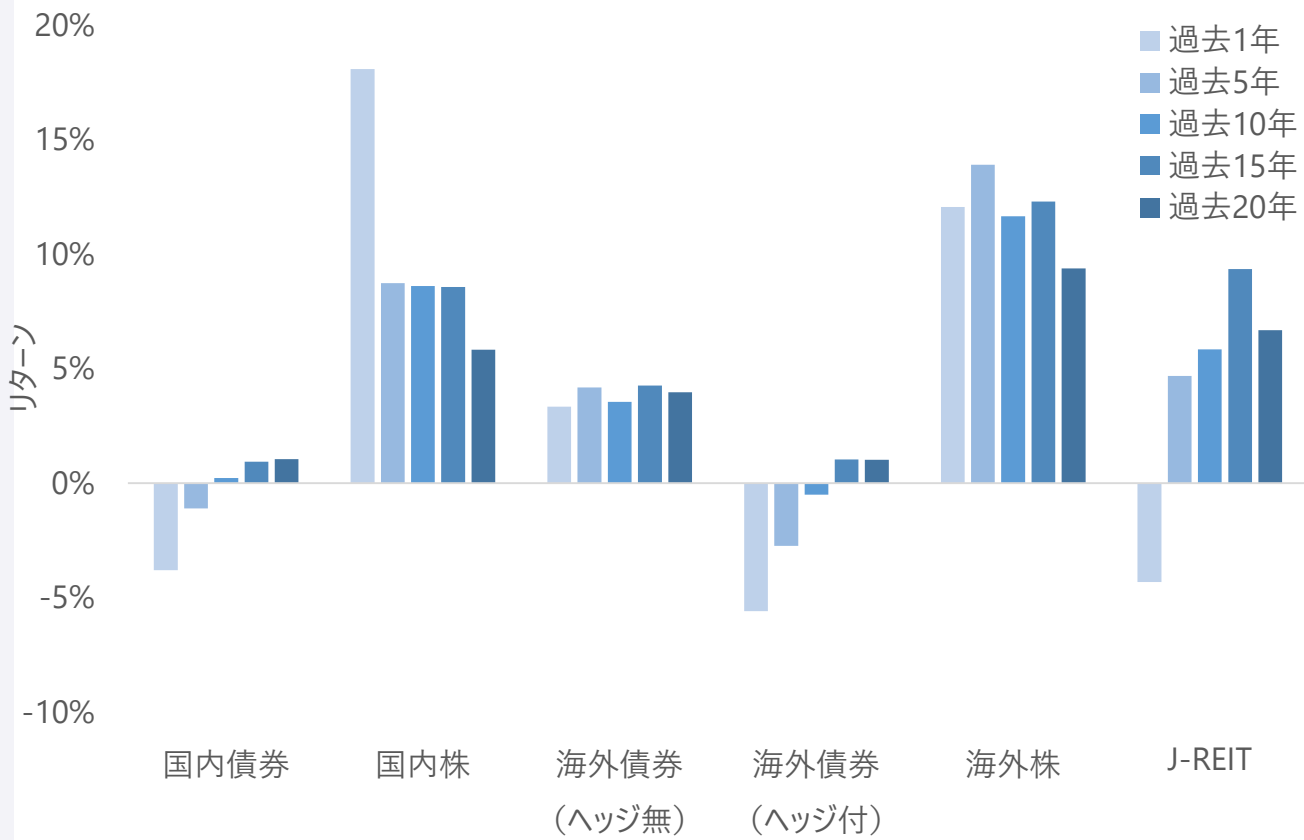
注：2023年10月時点。リターンは月次リターンの平均，リスクは月次リターンの標準偏差。リスクとリターンはともに年率換算。全て配当込み。計算に用いた指数は、国内債券：NOMURA-BPI総合，国内株式：TOPIX，海外債券（ヘッジ無）：FTSE世界国債指数（除く日本，円建て），海外債券（ヘッジ付）：FTSE世界国債指数（除く日本，為替ヘッジ，円建て），海外株式：MSCI ACWI指数（除く日本，円建て），J-REIT：東証REIT指数

出所：Bloomberg，Quickのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

短期的なリターンはブレるため長期の視点が重要

- 2022年は複数の資産間で相関が上昇し、マイナスリターンの資産も
- 長期的には各資産のリスクに見合ったリターンに収束していく傾向

各資産のリターン



各資産間の相関（過去1年）

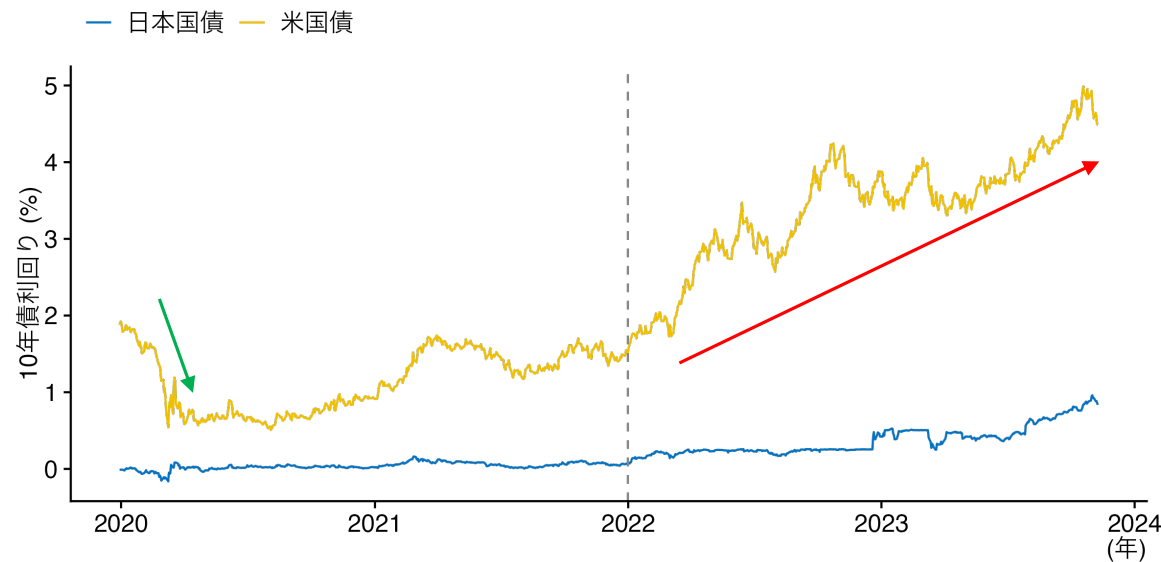
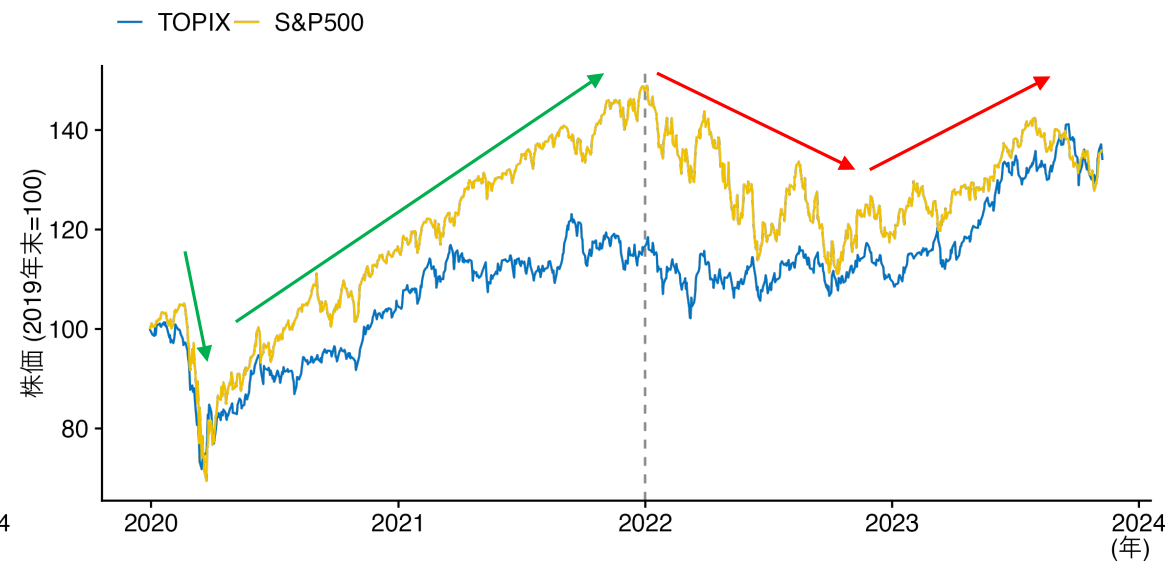
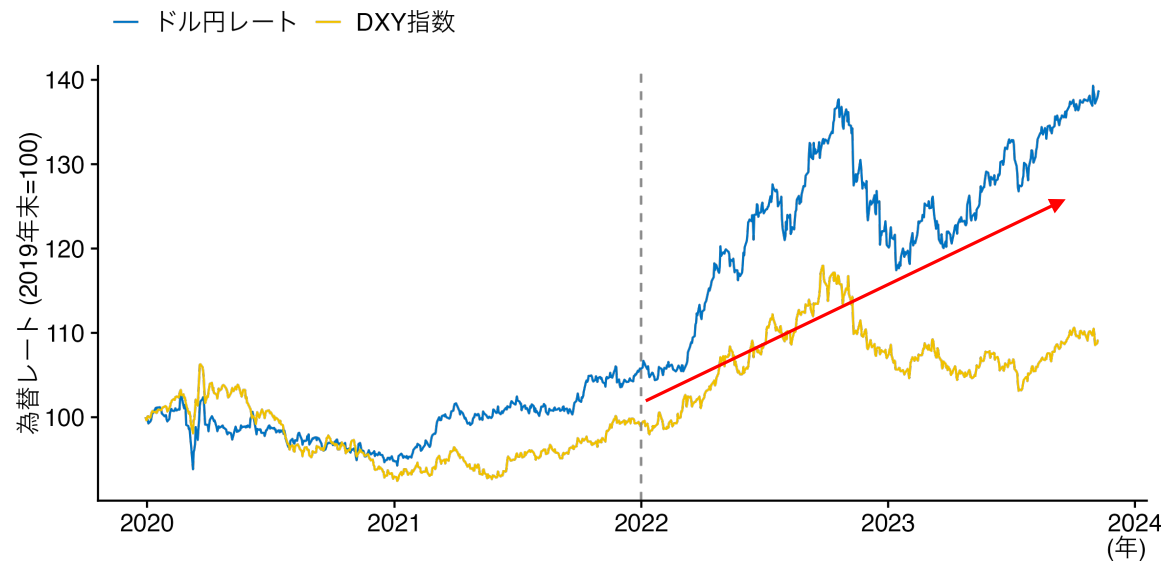
	国内債券	国内株	海外債券 (ヘッジ無)	海外債券 (ヘッジ付)	海外株	J-REIT
国内債券	1.00					
国内株	0.49	1.00				
海外債券 (ヘッジ無)	0.52	0.71	1.00			
海外債券 (ヘッジ付)	0.23	0.39	0.25	1.00		
海外株	0.43	0.92	0.85	0.34	1.00	
J-REIT	0.18	0.33	0.42	-0.15	0.41	1.00

注：2023年10月時点。リターンは月次リターンの平均、リスクは月次リターンの標準偏差。リスクとリターンはともに年率換算。全て配当込み。計算に用いた指数は、国内債券：NOMURA-BPI総合、国内株式：TOPIX、海外債券（ヘッジ無）：FTSE世界国債指数（除く日本、円建て）、海外債券（ヘッジ付）：FTSE世界国債指数（除く日本、為替ヘッジ、円建て）、海外株式：MSCI ACWI指数（除く日本、円建て）、J-REIT：東証REIT指数

出所：Bloomberg, Quickのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

2020年以降のコロナ相場，2022年以降の利上げ相場

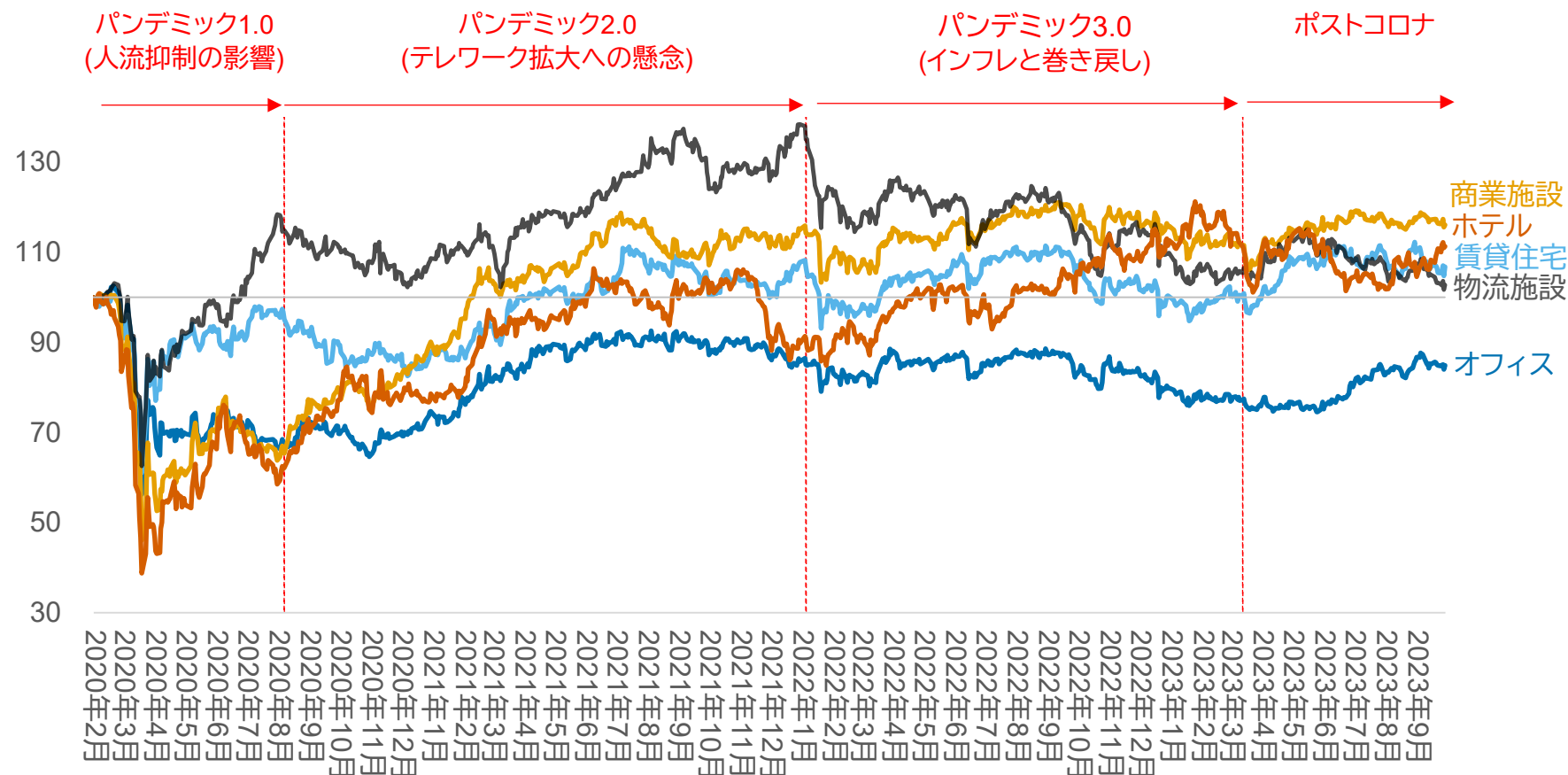
2020年以降の金融市場の動向



コロナ禍における業種間の不均一性 「K字」

コロナ禍における不動産市場は、パンデミックからポストコロナへ

不動産セクター別のJ-REITの推移

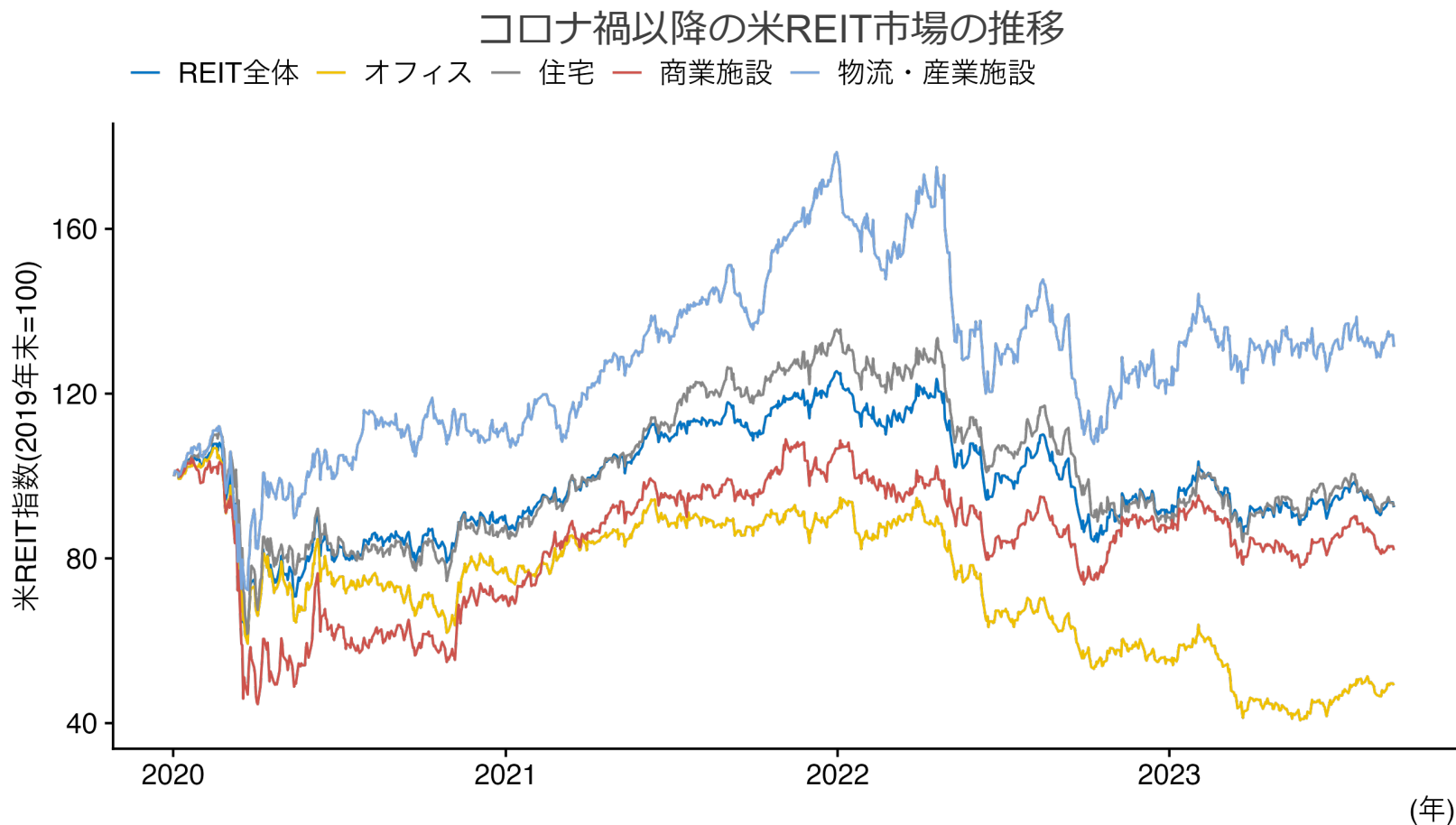


注：J-REITの各セクターのトータルリターンは「SMTRI J-REIT Index®」にもとづく。

出所：三井住友トラスト基礎研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

米国ではオフィス市場が苦境に

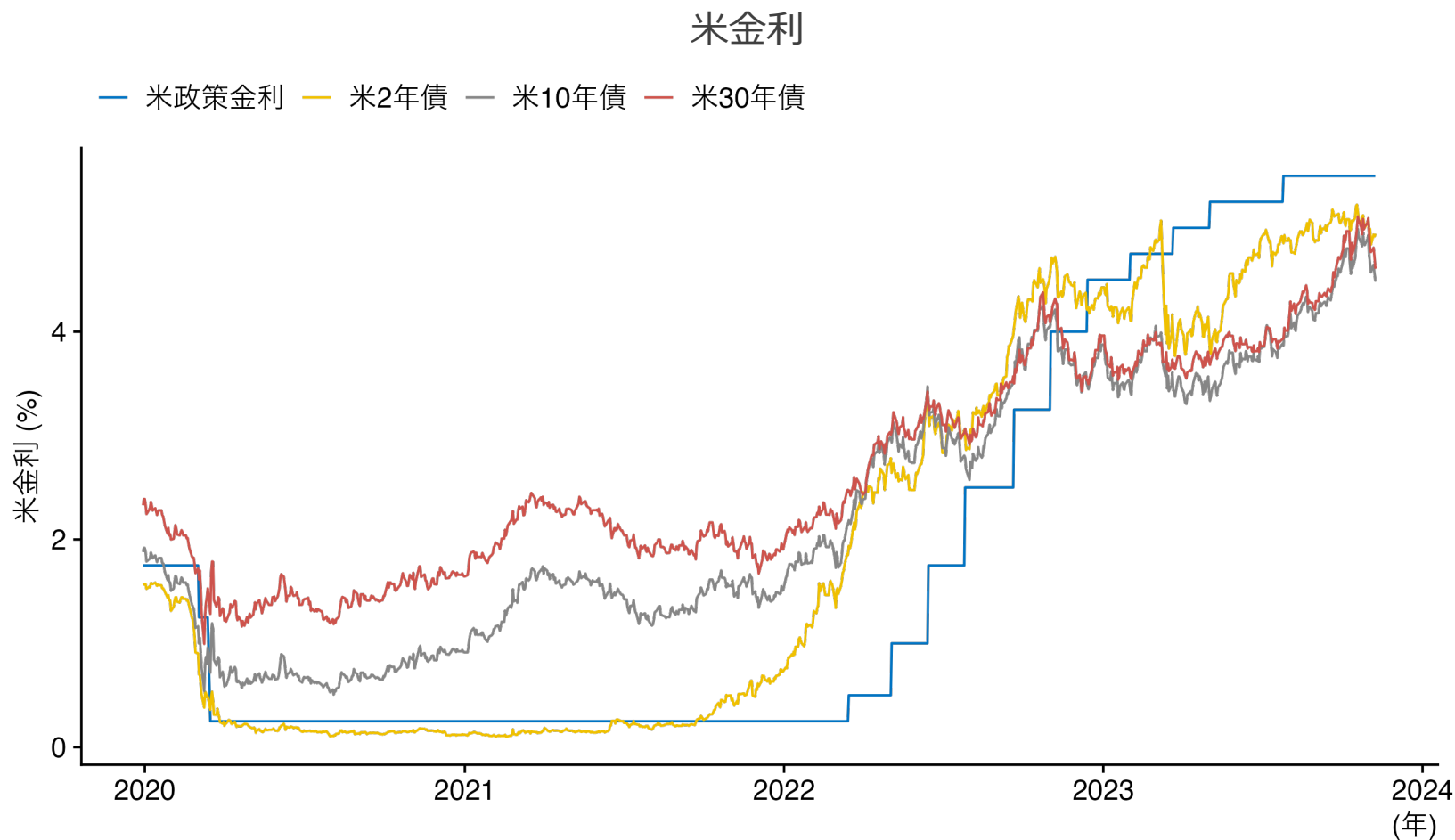
- 米オフィスREITは在宅勤務の拡大を背景に2019年末対比で▲51% (REIT全体は▲8%)
- Green Street商業用不動産価格指数によれば, オフィス価格は直近ピークから▲31%



出所：Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

米FRBの大幅な利上げにより金利が急上昇

- 短期金利中心に上昇し、イールドカーブは平坦化（ベアフラット）
- 2022年は既存の債券投資家にとっては厳しい一年も、新規の投資家にはチャンスとなるか？



出所：Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

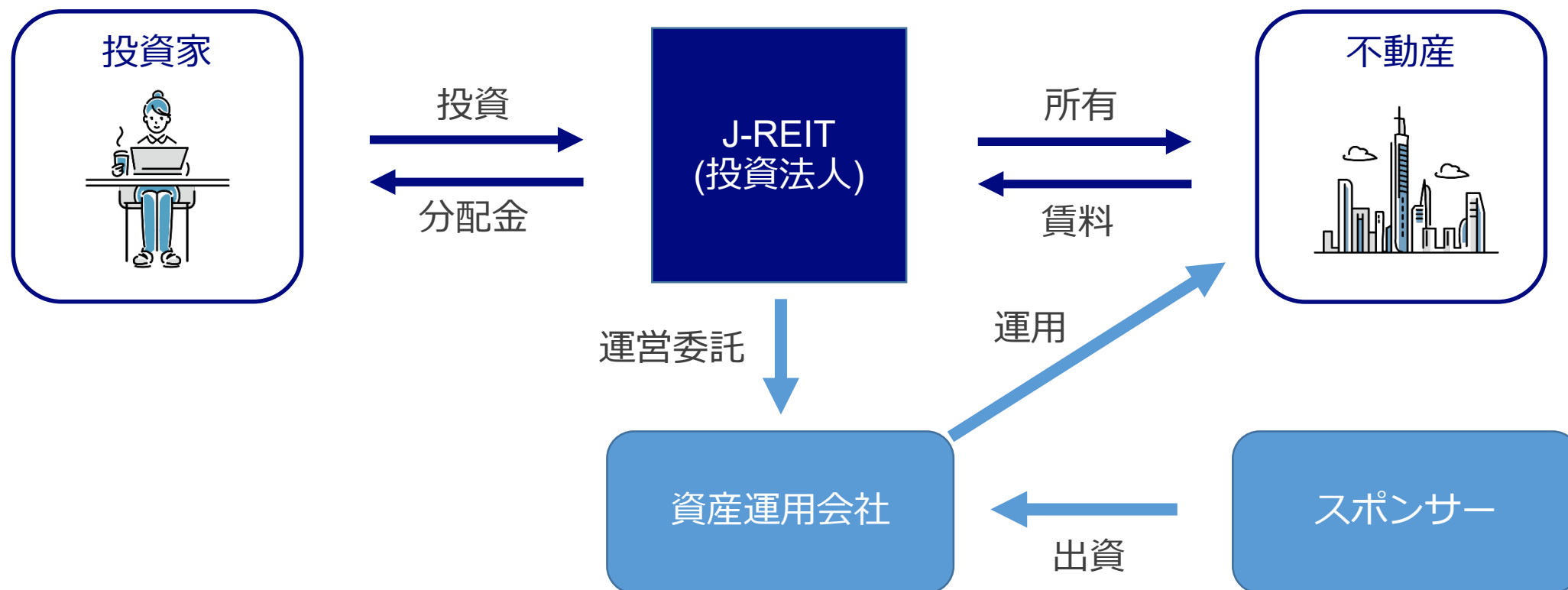
J-REITは「外見は株式，中身は不動産」

“Japan Real Estate Investment Trust”の頭文字をとってJ-REIT

J-REITは、

1. 投資家から集めた資金で不動産を取得
2. 不動産を賃貸して得た収益を投資家に分配

J-REITの基本的な仕組み



J-REITは不動産賃貸収入を分配する金融商品

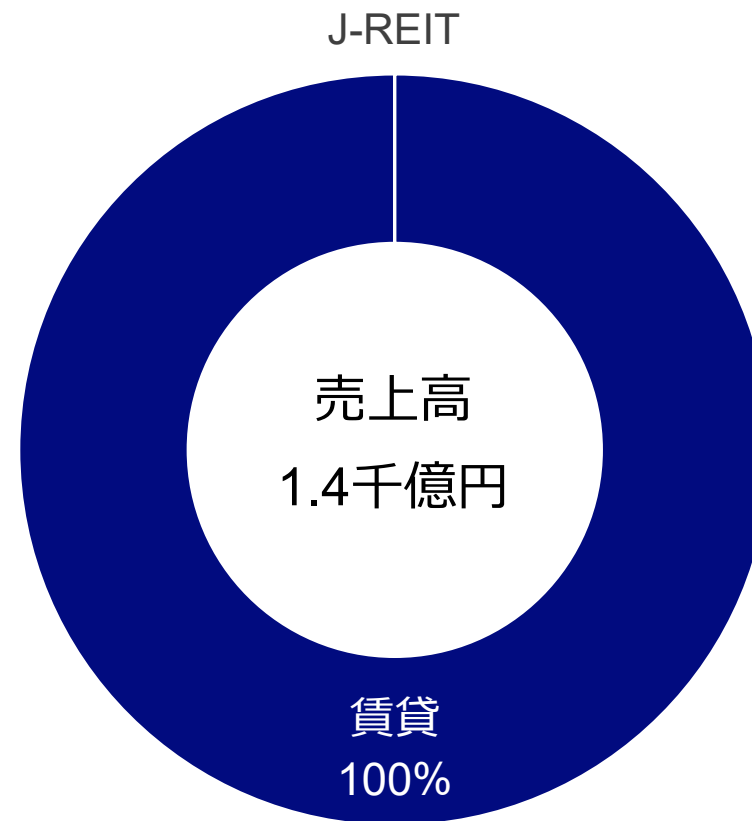
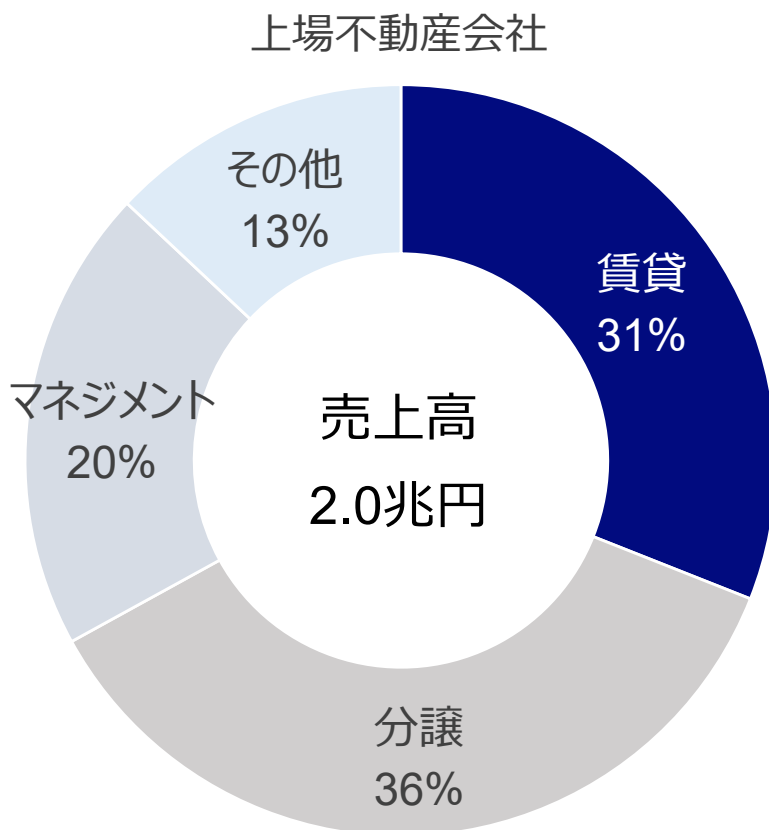
J-REITと上場不動産会社の違い

- 1 不動産賃貸事業に特化
- 2 利益の90%以上を分配
- 3 法人税ゼロ



J-REITは不動産賃貸に特化

セグメント別の売上構成

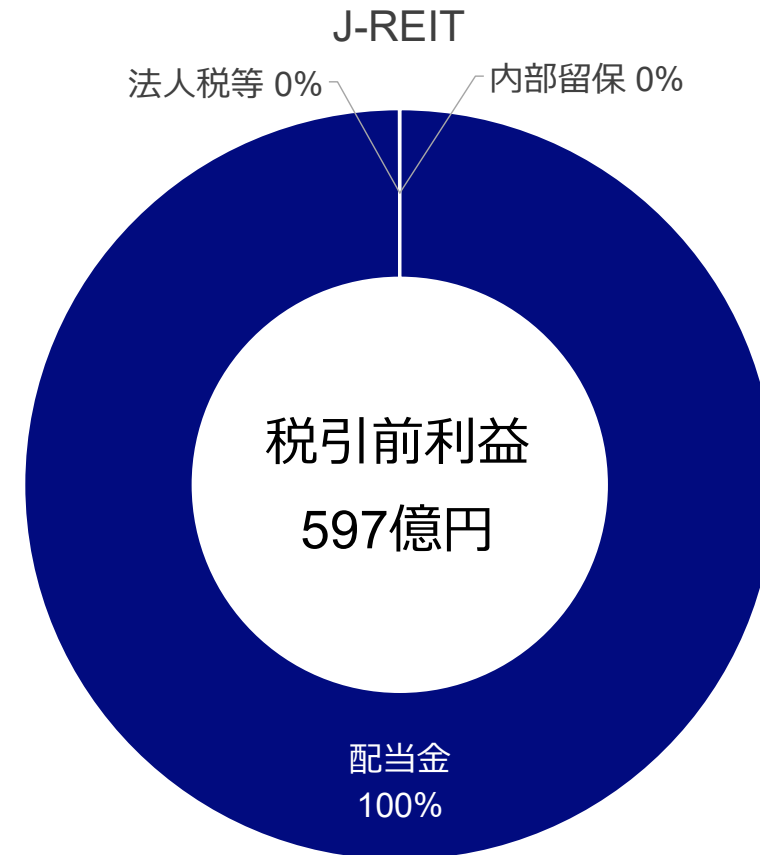
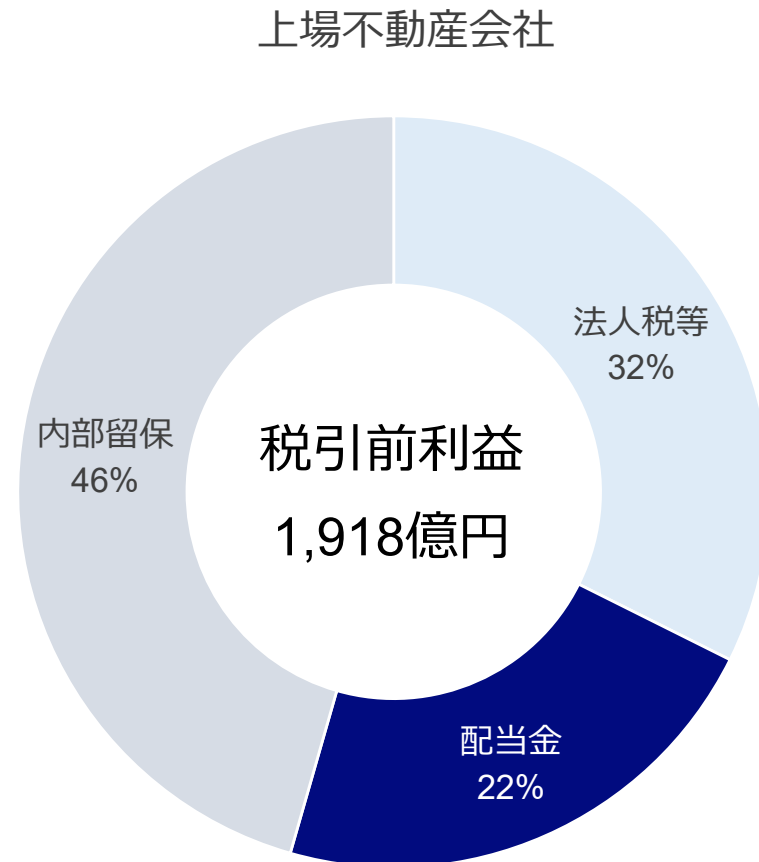


注：上場不動産会社は三井不動産の2020年3月期，J-REITは日本ビルファンド，フロンティア不動産，日本アコモデーションファンド，三井不動産ロジスティクスパークの2020年4月～2021年3月における決算期。

出所：各社開示所領をもとにニッセイ基礎研究所作成

J-REITは利益のほぼ全額を分配することで法人税免除

利益配分



注：上場不動産会社は三井不動産の2020年3月期，J-REITは日本ビルファンド，フロンティア不動産，日本アコモデーションファンド，三井不動産ロジスティクスパークの2020年4月～2021年3月における決算期。ただし，J-REITの配当金から利益超過分配金と圧縮積立金取崩による分配金は除いた。

出所：各社開示所領をもとにニッセイ基礎研究所作成

J-REITと私募REITの比較

- J-REITは取引所で売買できるため流動性が高い一方、価格は金融市場の影響を受けやすい
- 私募REITの時価は鑑定価格を基準とし安定している一方、流動性に劣る
- クローズドエンド型の不動産私募ファンドは償還時の出口リスクが課題とされた
- 近年はオープンエンド型の不動産私募ファンドも増えつつある

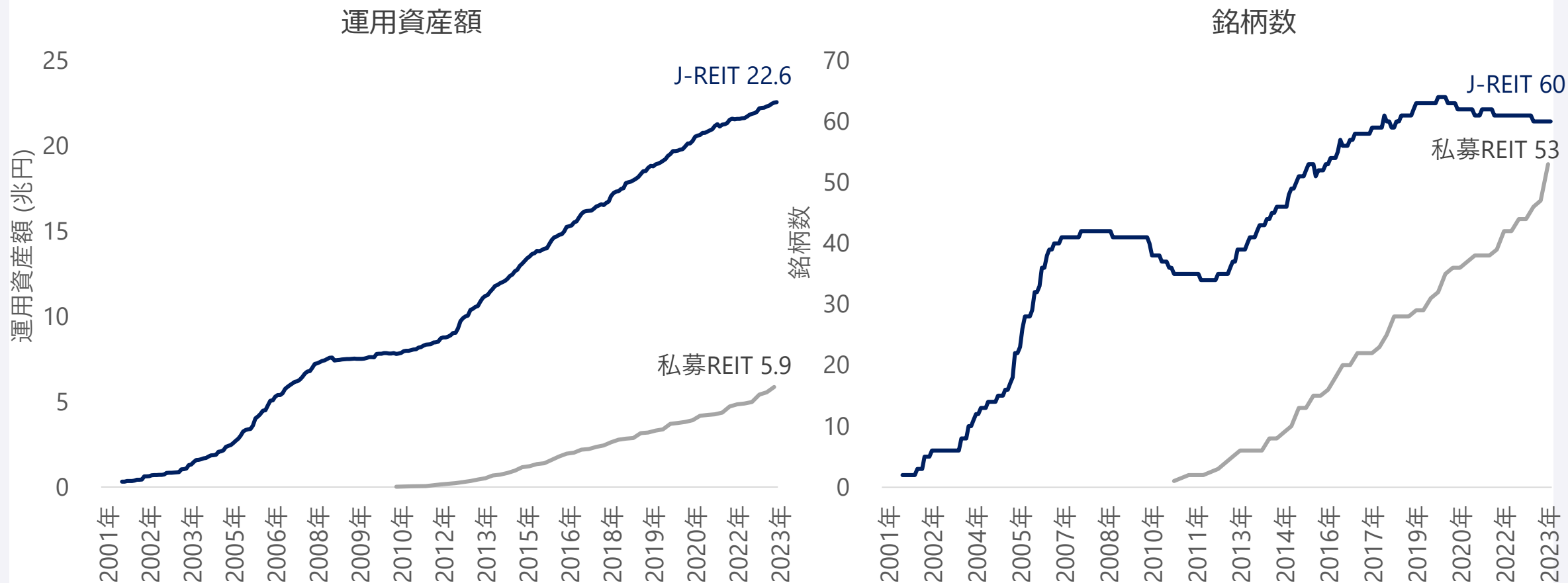
J-REITと私募REITの特徴の比較

	J-REIT	私募REIT
スキーム(根拠法)	投資法人 (投信法)	投資法人 (投信法)
運用期間	無期限	無期限
払戻請求	不可 (クローズドエンド)	可 (オープンエンド)
上場・非上場	上場	非上場
投資口価格	取引所価格	鑑定価格
換金	取引所での売却	譲渡または払戻請求

J-REIT・私募REIT市場は拡大

J-REITは合併等により銘柄数が減少

J-REITと私募リートの世界規模



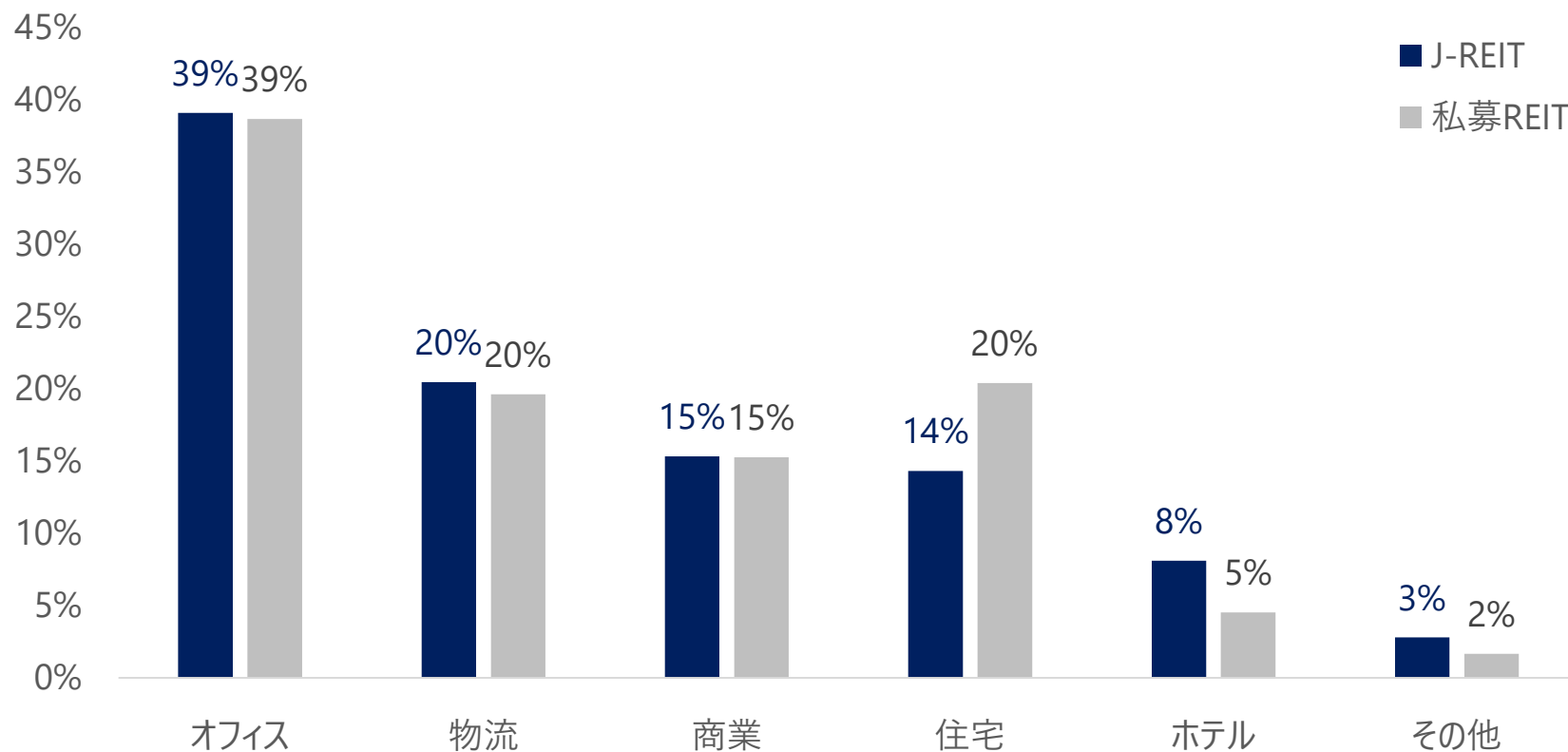
注: 取得価額にもとづく

出所: 不動産証券化協会のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

J-REIT・私募REITはオフィスを中心に分散

個別銘柄では、総合型・複合型に加え、セクター特化型のREITもある

J-REITと私募リートの運用資産額におけるセクター別割合



注: 取得価額にもとづく

出所: 不動産証券化協会のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

J-REITのリターンとリスク

「外見は株式，中身は不動産」に起因

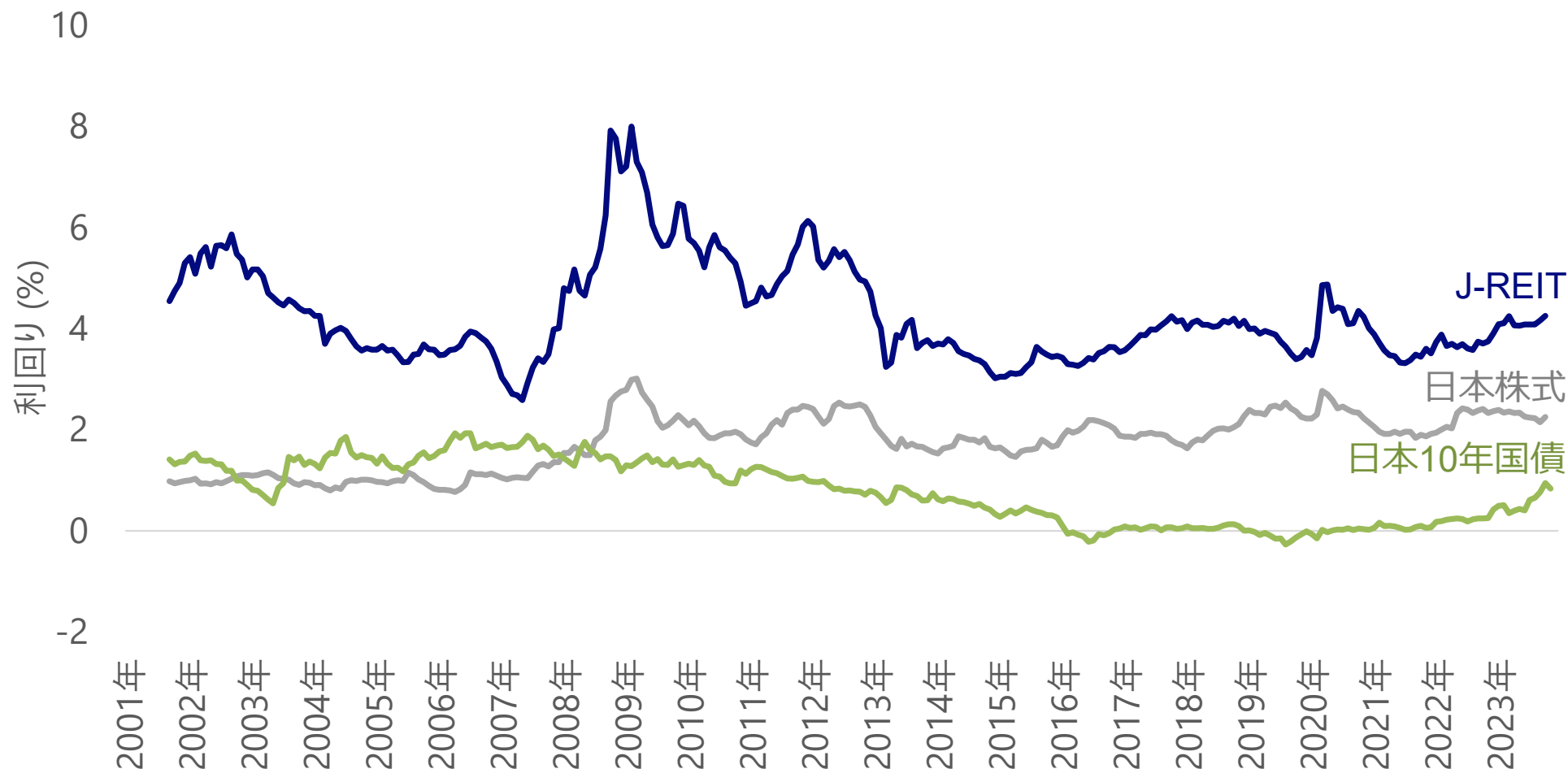
- 1 高く安定的な分配金による魅力的な
トータルリターン
- 2 相対的に大きい価格急落リスク
← 株式起因
- 3 不動産市場リスクや金利リスク，
自然災害リスクなど
← 不動産起因



J-REITは高い分配金による魅力的なリターン

J-REITは国内株や国内債券と比べ高いインカムリターン

J-REIT分配金利回りと日本株式配当利回り、日本10年国債利回り

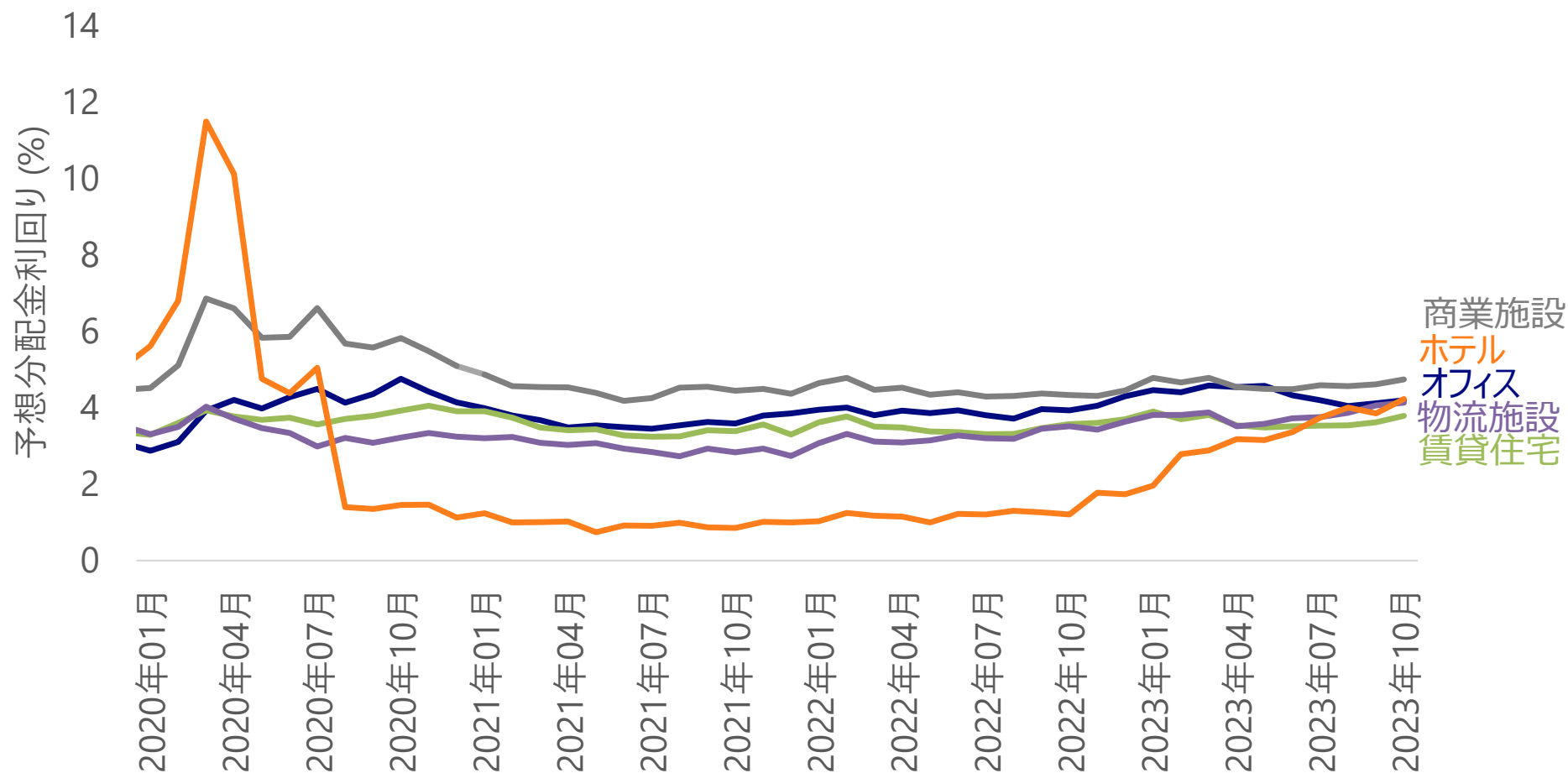


出所：各社開示資料や日本取引所，Bloombergのデータもとにニッセイ基礎研究所作成

コロナ危機においてもJ-REITの分配金は安定的

ホテルの分配金は大幅に減少したが、それ以外のセクターは安定

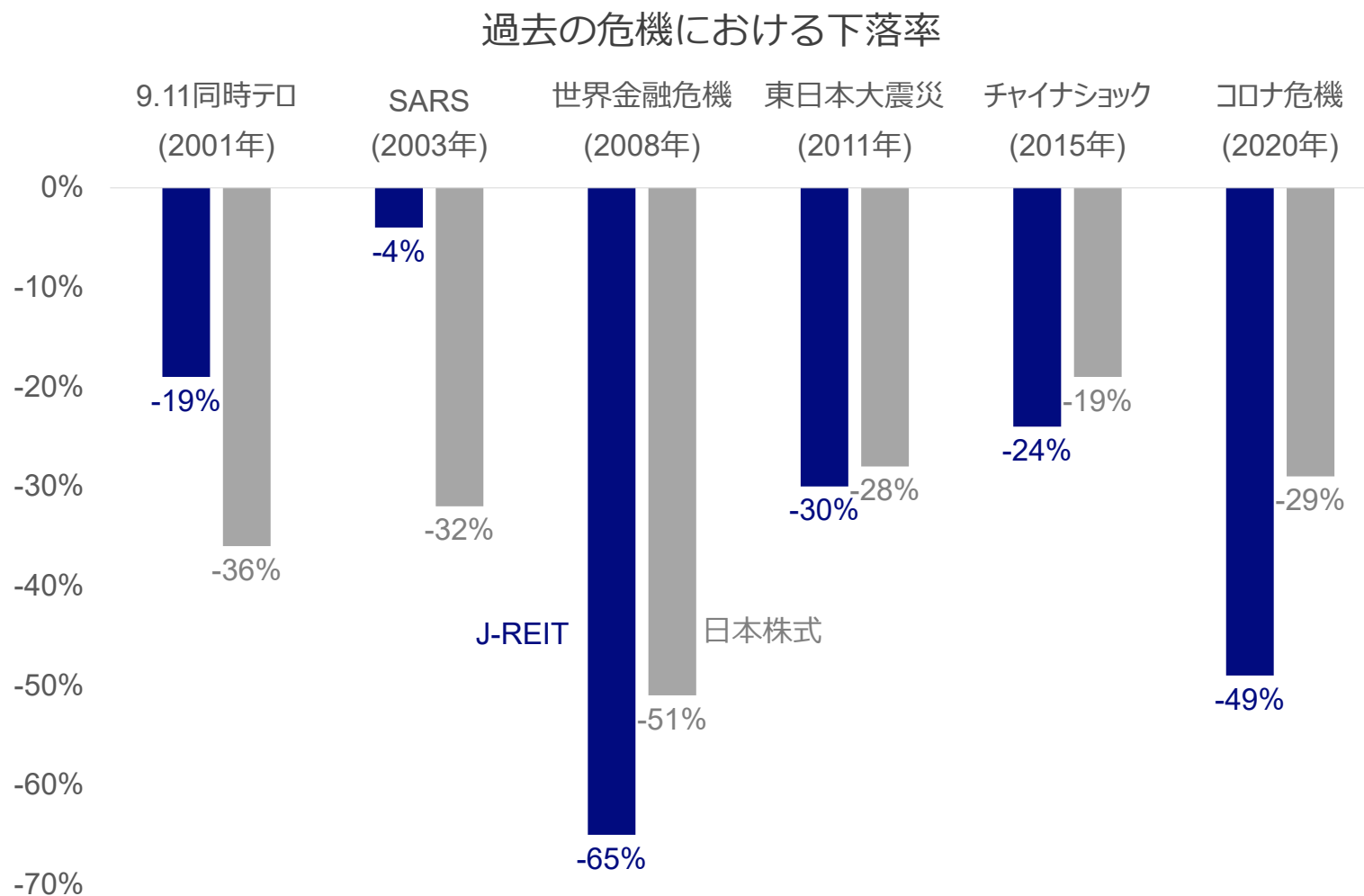
J-REITの不動産セクター別の予想分配金利回り



出所：各社開示資料をもとにニッセイ基礎研究所作成

経済的ショックではJ-REITの方が日本株式より下落

信用収縮や機関投資家によるロスカットが発生すると大きく下落する傾向



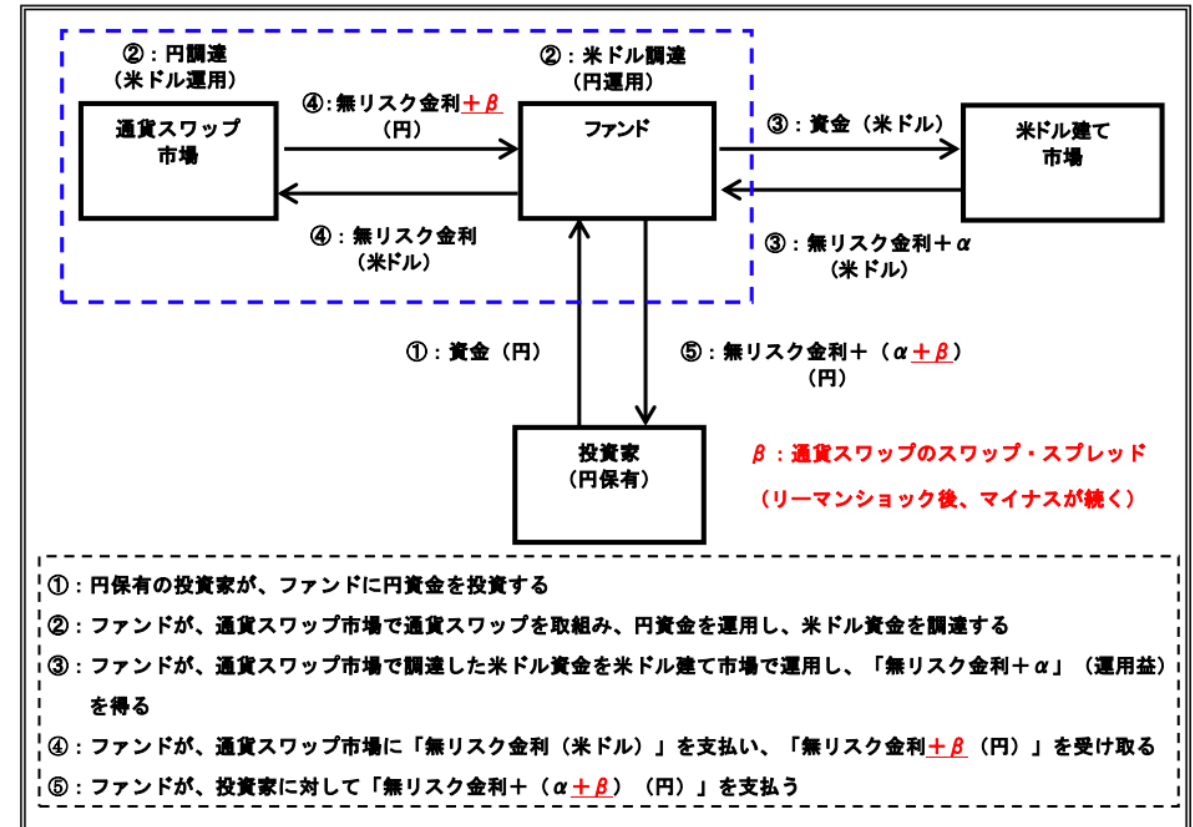
注：直近1年の高値から安値までの下落率。J-REITは2001年9月～2003年3月まではSMTRI J-REIT Index®, 2003年4月～は東証REIT指数。日本株式はTOPIX。

出所:岩佐浩人,「リート市場は▲32%下落。過去のショック安局面と比較する～リーマンショック級のダメージを回避できるか～」, 2020年3月18日, 研究員の眼, ニッセイ基礎研究所

外債投資は伝統的な投資対象だが、為替ヘッジの理解が課題

- 海外債券は伝統的4資産の1つであり、年金運用などでは一般的な投資対象
- リスクとして、発行体のデフォルトリスクに加え、為替リスクがある
- 為替をヘッジしないオープンな状態にするか、全部または一部をヘッジ
- 為替ヘッジは為替フォワードや通貨スワップなどのデリバティブにより行う
- 教科書的には、為替ヘッジのコストは内外金利差で決定されるため、外債購入時に満期までの為替ヘッジを行うと、リターンは国内債券とおなじになる
- 実務的には、1ヶ月や3ヶ月の為替ヘッジをロールすることが一般的である
- 為替ヘッジのコストは、金利差に加えて、通貨スワップのスワップ・スプレッドがかかる

通貨スワップを活用したときの運用利回りへの影響

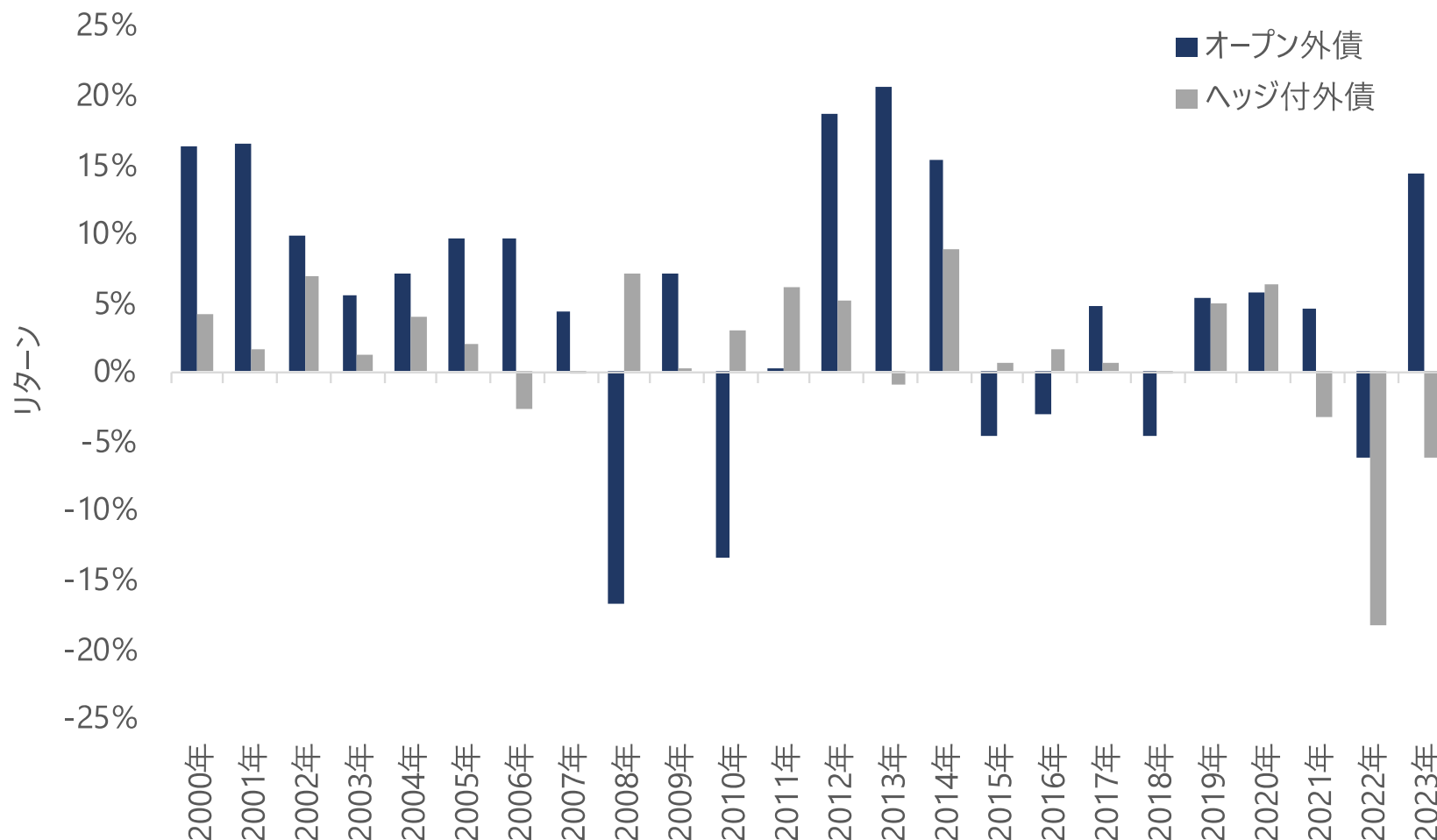


出所:福本勇樹,「通貨スワップの市場環境とヘッジコストに与える影響について」,2015年4月3日,年金
ストラテジー,ニッセイ基礎研究所

為替ヘッジの有無でパフォーマンスは大きく異なる

ヘッジ付外債のリターンは単純に外国債券の利回りを享受できるわけではない

オープン外債とヘッジ付外債のリターン

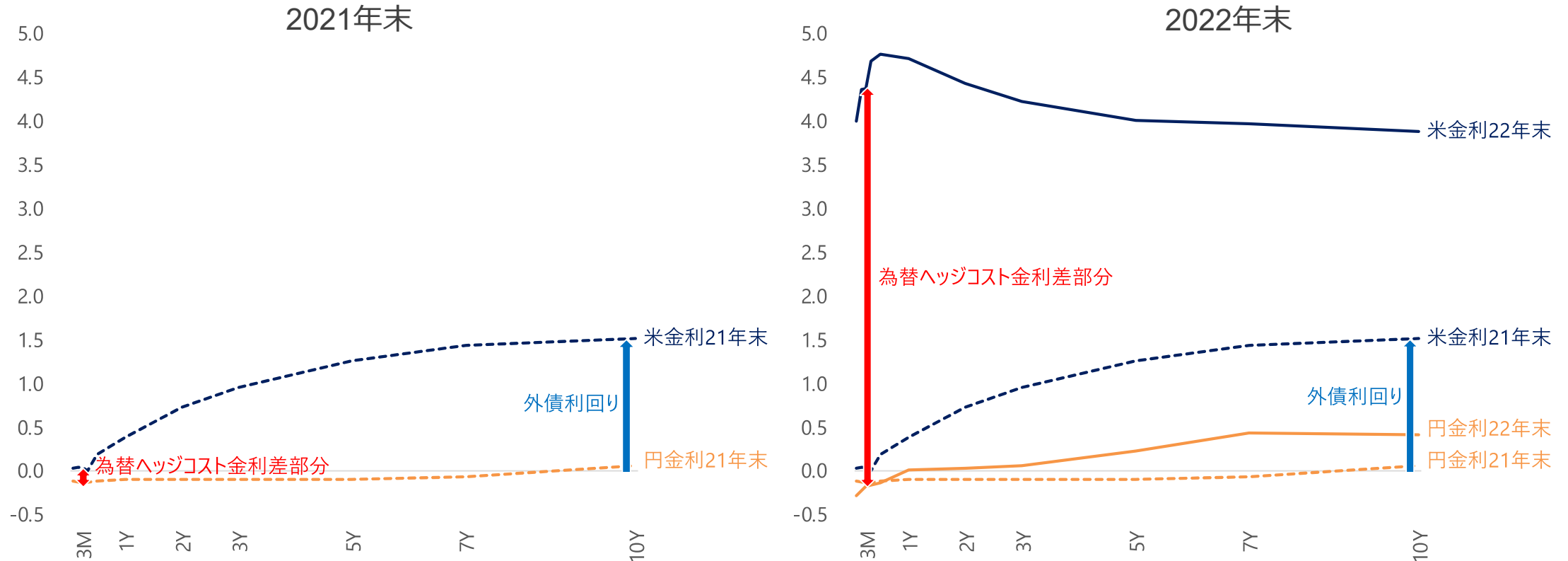


注：2023年10月時点。リターンは月次リターンの平均，リスクは月次リターンの標準偏差。リスクとリターンはともに年率換算。
出所：Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

ヘッジ付外債のリターンのイメージ

- 2021年末から2022年末にかけて米債カーブは大幅にベアフラット
- ヘッジ付外債のインカムリターン = 外債利回り + 内外金利差 + 通貨スワップスプレッド
- 2022年末にヘッジ付米国債に投資するとは、金利上昇によるキャピタルロスに加えて、金利差拡大によりインカムリターンもマイナスに

ヘッジ付米国債のリターン変化のイメージ



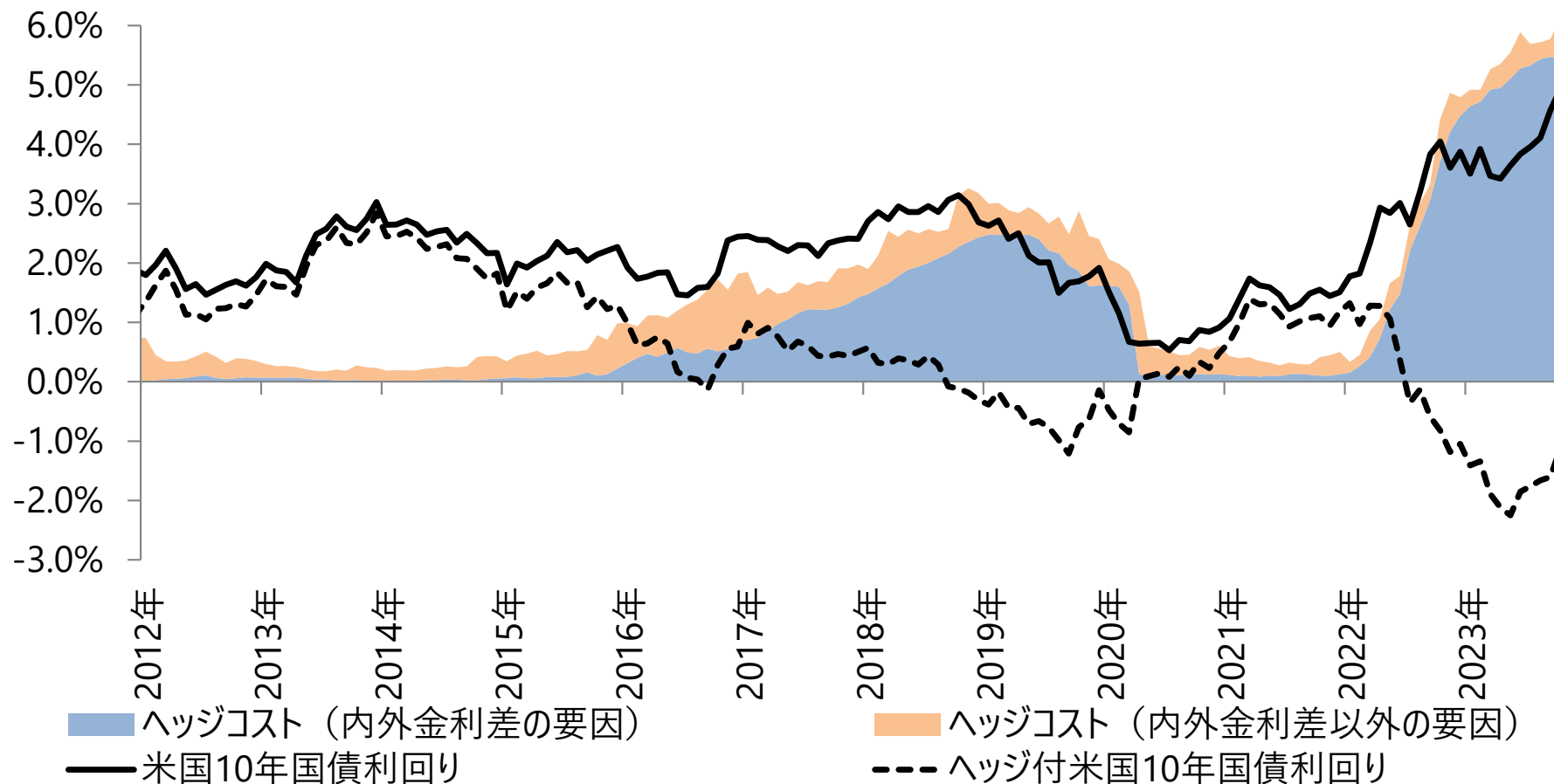
注：説明を簡単にするため、全ての金利は国債と同一であると仮定

出所：Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

ヘッジ付米国債の利回りは現状マイナス

債券投資であるが，市場動向によってはマイナス利回りになることがあることは留意が必要

ヘッジ付米国10年国債のヘッジコストと利回りの推移



出所: Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

余裕金をJ-REITや海外債券で運用する際の論点

余裕金については、運用の目的 (1)に沿って定められた目標(2)のもと、制約条件(3)の範囲内で、投資していくことが重要である

(1) 目的

- インカムの獲得
- 他資産との分散効果
- ALM（負債のヘッジ）

(2) 目標

- リターン
- リスク

(3) 制約条件

- 流動性
- 法的制約
- 運用期間
- 運用能力
- 税制
- 個別事情
- etc.