

## 第33回

# 続・Jリートの市場をどう見るか



### 徳島 勝幸

株式会社ニッセイ基礎研究所  
 常務取締役金融研究部研究理事年金研究部長  
 兼年金総合リサーチセンター長  
 兼サステナビリティ投資推進室長

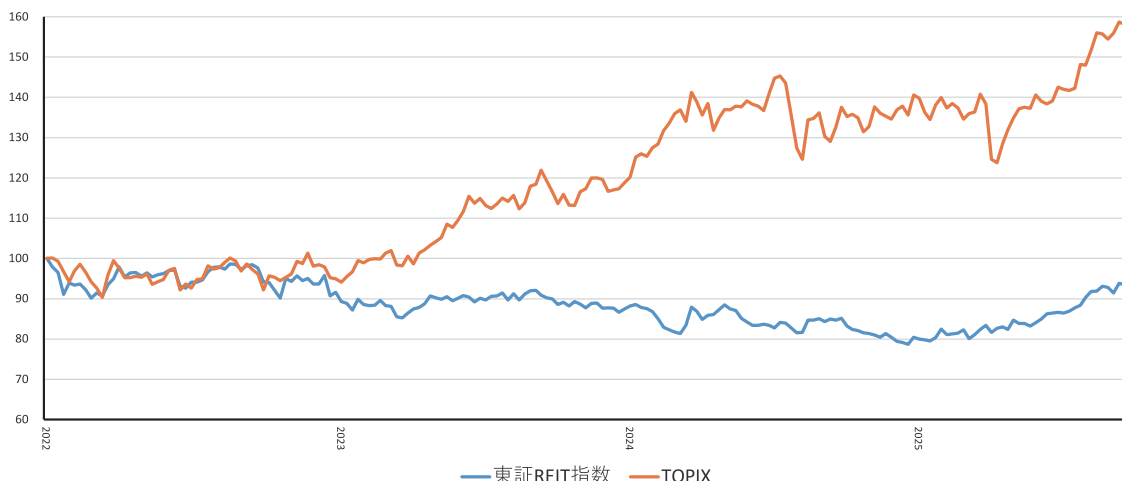
## 1. 足元でのJリート市場の回復

1年前の本連載第27回（本誌2024September-October号掲載）で、「Jリートの市場をどう見るか」という一文を掲載していただいたが、それから1年が経って少し状況に変化が見られるようになって来たので、今回は最近の状況を少し振り返ってみたい。前回はJリートの市況が対株価（TOPIX）で劣位になっている要因として、①株価の上昇が異常である可能性が高いこと、②

中でも、アジアを中心とする海外資金が日本の株式市場へ流入していること、③Jリートの投資主の構成が歪である可能性のあること、④日本銀行が保有するJリートを市場で売却しはじめる可能性のあること、などを挙げていた。

まず、**図表1**は、2019年始を100としたTOPIXと東証REIT指数の推移である。2023～2024年にかけてTOPIXが大きく伸展したにもかかわらず、REITは苦戦する展開となっていた。この状況を考察したのが、前回の拙文である。その状

図表1 株価とJリートの価格指数の推移



注：2019年始を100とする  
 (出所) 東京証券取引所の公表データを基に筆者作成

況が、2025年に入る頃から変化しているように見える。TOPIXの強さは変わっていないのだが、REIT指数がそれなりに追従してギャップを埋め始めているように見える。この間の環境変化としては、日本銀行によるゼロ金利政策の解除から政策金利の引き上げを指摘することができる。しかし、金利の上昇は不動産評価に際しての割引率の上昇という経路から、また、Jリークの投資利回りの相対的優位性が低下するという経路からも、リート価格を抑える方向に働くはずのものである。しかし、現実には、REIT指数は上昇している。

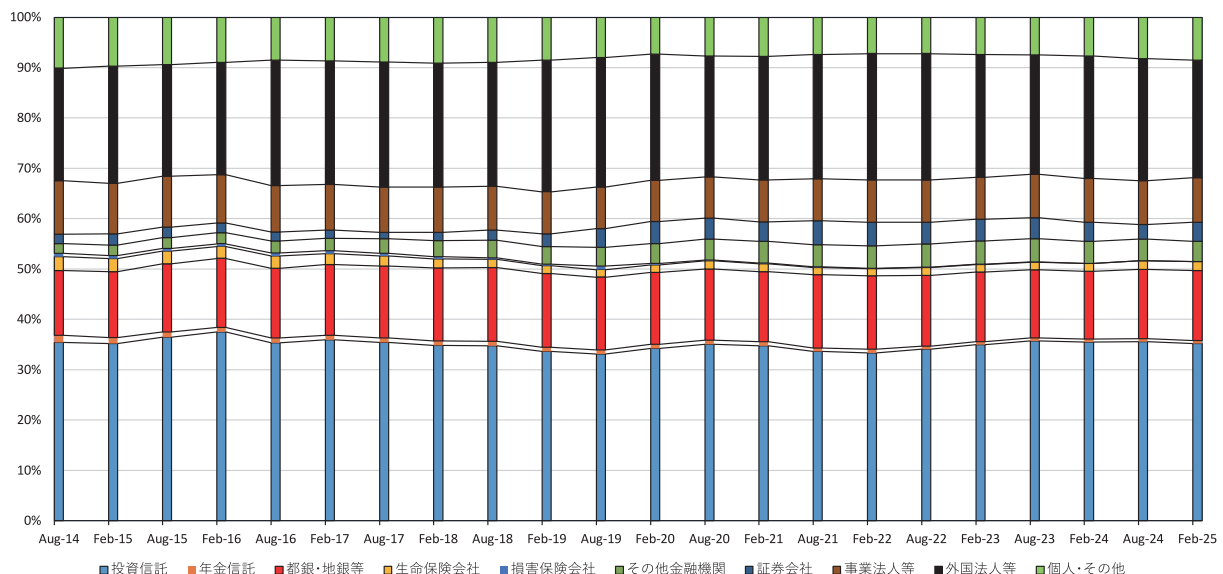
前回と同様に、**図表2**でJリークの投資主の構成を見ると、緩やかながらいくつかの変化が見られる。まず、利回り確保の目的でJリークに投資していた都銀・地銀等の保有比率が、少し低下している。利回り目的の地域金融機関を中心とした投資は安定した保有とは限らず、ほかの金融資産との相対感で流出する可能性がある。

一方、年金は上場リークの価格変動が株式と

同様に大きなことを嫌い、積極的な投資対象とはしていない。しかし、金利が上昇しはじめてからも、収益性の高い私募リートや私募不動産ファンドに対しては、積極的な投資を継続している。投資機会が多い米国等の海外不動産に流れる傾向もあるが、為替リスクを意識しなくて済む国内の不動産に対する投資機会に対しては、積極的な姿勢を有する大規模な年金基金は少なくない。特に、米トランプ政権の相互関税の導入による先行きの不透明感から、米国不動産よりも、ディフェンシブ性の高い国内リートを評価しているという見方もあるようだ。リート投資主の保有構成には直接反映されないが、年金による不動産投資が根強く入っていることが、不動産市況を支えている可能性もある。

比率の上昇しているのが、投資信託および個人・その他の保有である。投資に対する時価評価を求められない個人にとって、Jリークは株式と同様の感覚で投資できる対象と考えられている

図表2 Jリーク投資部門別保有金額の比率推移



(出所) 東京証券取引所の公表データを基に筆者作成

可能性が高い。実際に、米国を含む株式の市場インデックスのいくつかにおいては、リートが指数に含まれていることもあり、リートのエクイティ性に着目するならば、株式と同等に考えるのも無理はない(金融機関等がリートをインカム獲得の資産と考える一方で、個人はエクイティ性のキャピタルゲインを狙える資産と考えるのは、一種の市場に対するパーセプションの分断であり、多様な市場参加者の投資を誘導する観点からは望ましいことと言えるだろう)。したがって、個人が拡大されたNISAの成長投資枠においてJリートへの直接投資に踏み込んでいることに加えて、分配金獲得の観点からの公募投信を経由した間接的なJリートへの投資も、引き続き、注目される。

近年のJリートの市況回復の背景には、こういった投資家側の変容があったことに加えて、不動産市況全般の回復そのものが大きく寄与していると考えられる。特に、海外からの投資が株式市場からやや遅れて不動産市場にも流れ込んでいる。投機目的の資金も含めて、日本国内、特に大都市圏への資金流入は、リートが保有する優良物件の評価額を殊更に押し上げている可能性が高い。東京都内のオフィスやレジデンスなどの価格や賃料の高騰が、結果的にリートのNAVを押し上げていると考えられる。Jリートの価格は金利上昇によるマイナス要因を越えて、不動産価格の上昇によって支えられているものと考えられる。Jリートは優良物件を優先して組み入れている傾向があるため、不動産市況の上昇による影響をより強く受けることができるのではなかろうか。

## 2. それでも、手放しの楽観視はできない

Jリートの価格上昇をもたらした不動産価格の高騰には、中国などの海外からの不動産市場へのマネー流入による影響が大きいと考えられる。国内の年金基金等による“地に足の付いた”投資であれば、容易に撤退することはないと考えられるが、海外の投資マネーへの依存が大きいならば、逃げ足が速い可能性も否定できない。中国本土の政治・経済に対する不透明感から日本へ永住的な流出が起きているのであれば、また、異なる状況なのかもしれないが、海外への避難とレパトリエーションの動きと、この先にどちらが強くなるかは定かでない。

また、今年の参議院議員選挙での争点となった、いわゆる「外国人問題」によっても、不動産市場に影響の生じる可能性がある。海外マネーによる不動産投資に対する制約や制限等が課されるようになれば、状況は一変する。そもそも、外国人排斥といった主張が選挙の際に話題として上るのは、それだけ社会や経済が問題を抱えている状態であるし、20世紀前半の欧州や米国などでも見られたものである。今後成立する新政権が、どのような政策を採用するかによっては、不動産市況への影響は無視できないことになるかもしれない。結果として、Jリート価格への影響が生じることも考えておくべきである。

最後に、9月に公表された日本銀行による保有Jリートの処分についても、見ておきたい。前回では懸念材料の一つとして挙げていたものが、ようやく具体的な処理方針が決まったのである。予め規定されていた基本要領では、(1)市場等の情勢を勘案し、適正な対価によること、(2)日本銀行の損失発生を極力回避すること、(3)ETF等の市場等に攪乱的な影響を与えることを極力回

避すること、とされており、これまで「金融機関から買入れた株式」（日銀が金融システム全体の安定性を確保するため、金融機関が中核的自己資本を超えて保有する株式を買い入れたもの）の売却を円滑に進めてきた経験を踏まえ、当面の間、「J-REITについては、年間50億円程度のペースで、取引所市場で形成される価格にもとづき、市場への売却を行う」とする。

具体的には、“売却時期の分散に配慮しつつ”、“毎営業日における銘柄毎の売却口数については、各銘柄の市場流動性を考慮して上限を設定する”としている。なお、“50億円程度”というのは簿価であり、時価では55億円程度であることが明らかにされている。市場全体の売買代金に占める売却割合は0.05%程度で、市場への影響がほとんどなかったとされる「金融機関から買入れた株式」での売却割合と同程度とされる。

果たして株式市場における売却割合と同程度

の売却が、Jリート市場でどのようなインパクトを持つのだろうか。「金融機関から買入れた株式」の場合は、2002年から2004年に買入れを実施し、その後、2007年10月以降に処分を開始したものの、リーマンショックによって株式市場が不安定化した2008年10月に一旦処分を停止された後、2009年2月から買入れを2010年4月まで再開し、2016年4月から再び処分を開始して、2025年7月に処分が完了したという20年以上にわたる取組みであった。特に後半の2012年秋以降は、アベノミクスによって株価が回復する中で順調に株式の処分が行われているが、果たしてJリートの処分は順調に進むだろうか。なお、今回公表された指針に基づく処分では、ETFの売却が完了するまでに100年以上かかると試算されており、同様に、Jリートについても130年を要するといった試算が行われている。

#### とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA。

1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。

証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。