

## 第8回機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査集計結果（訂正版）【資料】

### アンケート調査実施概要

この調査は、「年金」と「一般機関投資家」による実物不動産・不動産証券化商品への投資の実態と課題を把握することを目的に平成13年度から毎年実施しているものである。

調査対象の投資商品は、「実物不動産」、「Jリート」、「海外リート」、「不動産プライベートファンド等」、「不動産を裏付けとする債券」である。

質問項目は、投資対象ごとの「投資の有無」、「対象不動産として関心のあるもの」、「投資を検討するにあたり重要と思われるもの」、「期待投資収益率（総合収益率）」、「アセットクラスの位置付け」、「投資の目的」、「投資期間」、「運用委託形態（年金）」等である。

#### （1）調査対象（アンケート送付先）

##### ①年金

平成20年3月末現在で原則として、総資産額140億円以上の厚生年金基金、基金型または規約型の確定給付企業年金、適格退職年金、公的年金、共済組合から抽出した642機関

##### ②一般機関投資家

生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、地方銀行、都市銀行等、計204社

#### （2）調査期間

平成20年5月14日・・・発送（調査期間：～5月28日投函締切り）

↓

平成20年6月2日～過去回答実績のある機関に対し回答のお願い

平成20年6月13日・・・回答締切り

#### （3）調査方法

郵便によるアンケート調査票の送付・回収  
年金と一般機関投資家別に調査票作成・集計

#### （4）調査機関

社団法人不動産証券化協会

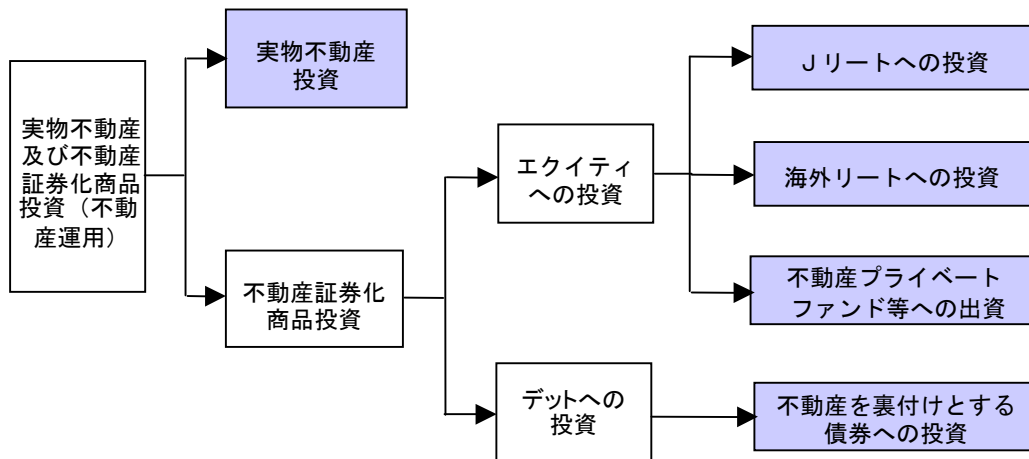
#### （5）主な調査項目

年金対象のものは以下の通り。

- （1）実物不動産・不動産証券化商品への投資の有無とアセットクラスの位置付け
- （2）政策的資産配分比率と現在の資産配分比率
- （3）投資対象ごとの投資目的
- （4）投資対象として関心のある不動産のタイプ
- （5）投資を検討する際に重要と思われるもの
- （6）投資を行う際の投資期間

- (7) 投資を行う際の期待投資収益率（総合収益率）
- (8) 投資を行う際の運用委託形態
- (9) 投資を行わない理由
- (10) Jリートの配当利回りと長期金利とのイールドギャップの妥当性
- (11) 投資対象として関心のあるリートのファンド・オブ・ファンズの形態
- (12) 不動産を裏付けとする債券に投資する場合の不動産の見方
- (13) 投資を拡大するために必要なこと

**(6) アンケートにおける投資の区分**



- A. **実物不動産投資**: 実物不動産もしくは不動産信託受益権への直接投資
- B. **Jリートへの投資**: Jリート(上場不動産投資信託、J-REIT)の投資口への投資。または、Jリートをポートフォリオに組み込んだ証券投資信託の購入。証券投資信託を通じたJリートへの間接投資。
- C. **海外リートへの投資**: 海外リート(上場不動産投資信託)の投資口への投資。または、海外のリートをポートフォリオに組み込んだ証券投資信託の購入。証券投資信託を通じた海外リートへの間接投資。
- D. **不動産プライベートファンド等への出資**: プライベートな形態の不動産ファンドへの出資(有限会社 SPC への匿名組合出資など)。その他エクイティ型不動産証券化商品への投資(資産流動化法上の特定目的会社が発行する優先出資証券への投資など)。
- E. **不動産を裏付けとする債券への投資**: CMBS、RMBS 含めた不動産または不動産担保ローンを裏付けとする債券型不動産証券化商品への投資。

(7) アンケート回収結果

①送付先別回収結果

アンケート送付先		送付	回収	回収率 (昨年度)
年金 (A) ※原則として 2008.3 現在で総資産額 140 億円以上の年金から抽出		642 (609)	114 (123)	17.8% (20.2%)
(A) 内 訳	厚生年金基金	269	49	18.2% (19.8%)
	確定給付企業年金	290	60	20.7% (23.7%)
	適格退職年金	44	1	2.3% (2.3%)
	公的年金・共済等	39	4	10.3% (13.8%)
一般機関投資家 (B)		204 (189)	72 (65)	35.3% (34.4%)
(B) 内 訳	生命保険会社	38	16	42.1% (23.7%)
	損害保険会社	22	11	50.0% (31.8%)
	都市銀行等	10	5	50.0% (60.0%)
	信託銀行	23	8	34.8% (39.1%)
	地方銀行	111	32	28.8% (35.4%)
合計 (A) + (B)		846	186	22.0% (23.6%)

②年金資産規模別回収結果

運用資産総額	～200億円	200億円超～500億円	500億円超～1,000億	1,000億円超～5,000	5,000億円超	回答数
回答年金数	36 32.1%	36 32.1%	15 13.4%	22 19.6%	3 2.7%	112 100.0%

以上

## アンケート調査結果の主な内容

### (1)不動産証券化商品投資を行う投資家割合が減少(一部商品の投資額は増加も)

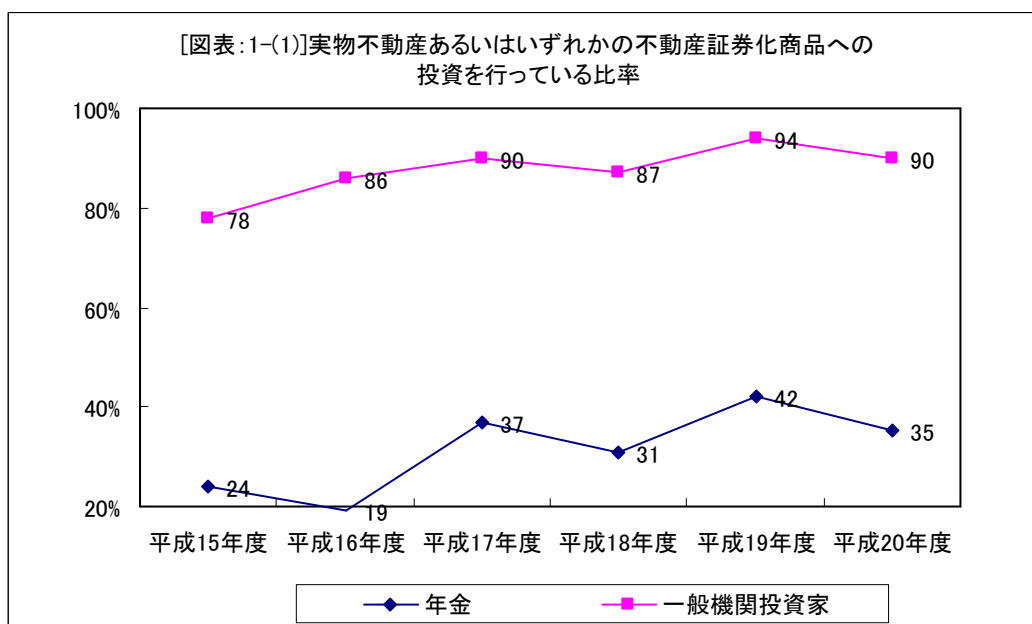
#### ①年金では投資が減少

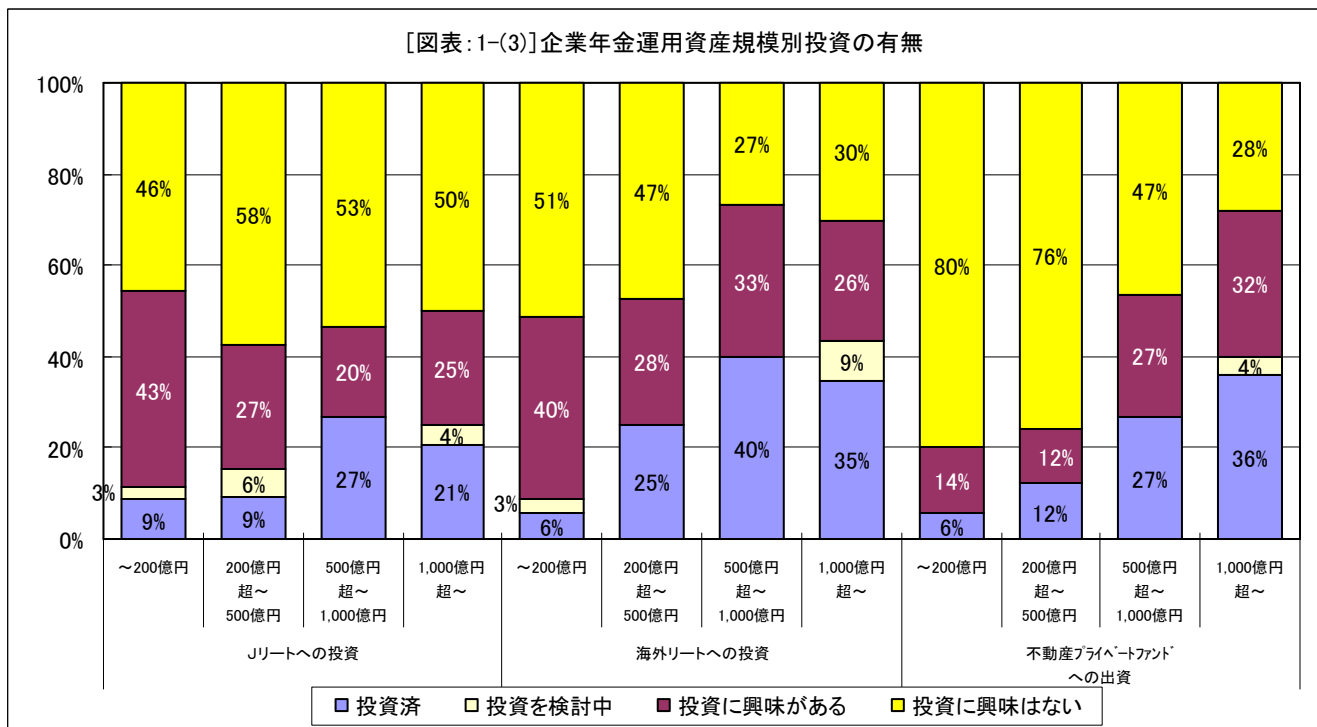
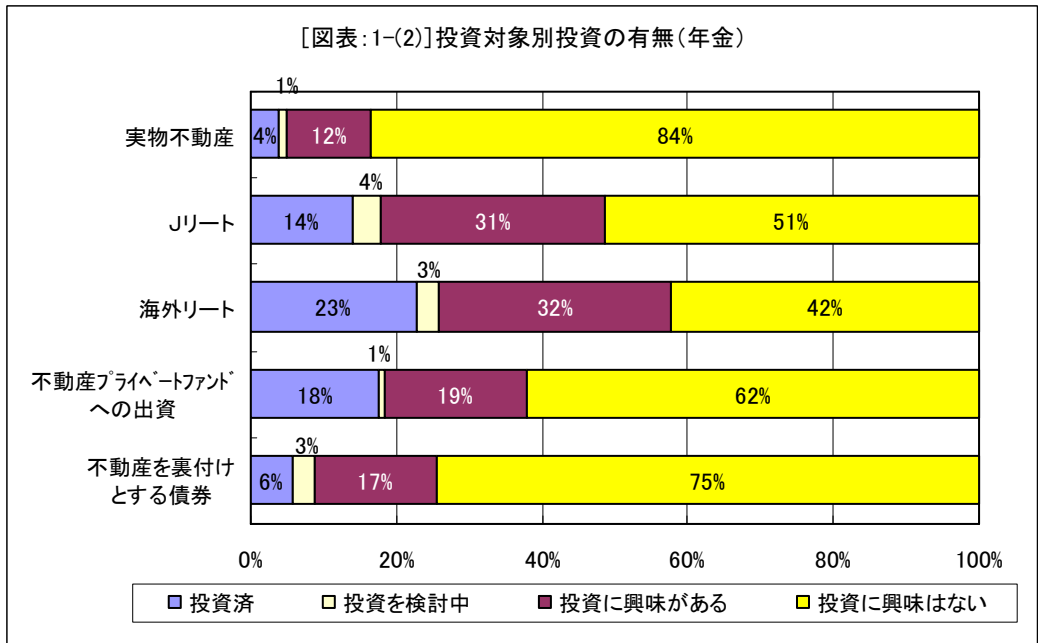
年金による実物不動産及び不動産証券化商品への投資状況をみると、実物不動産あるいはいずれかの不動産証券化商品に投資を行っている年金は回答先の35%となっており、昨年度調査の42%から減少している。対象別に投資状況をみると、「Jリート」への投資が14%（昨年度20%）、「不動産プライベートファンド」への出資が18%（昨年度22%）といずれも昨年度調査より減少している。（図表1—（1）、1—（2））

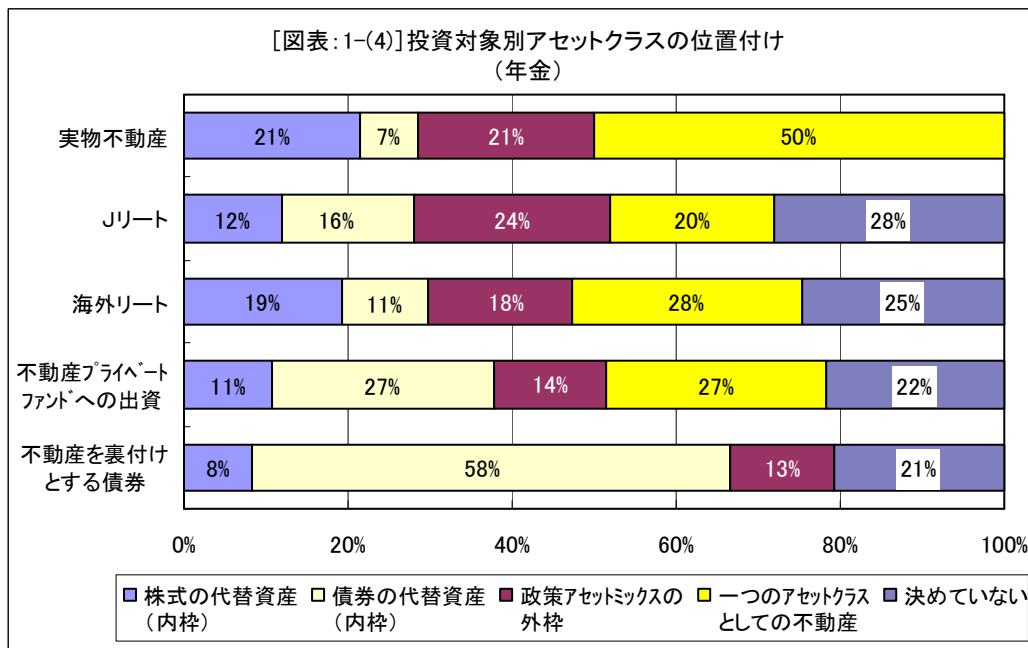
しかしながら、平均投資額でみると「不動産プライベートファンド」への出資は1基金あたり92.3億円（昨年度55.5億円）、「不動産を裏付けとする債券への投資」は1基金あたり26.8億円（昨年度13.10億円）となっており、投資が増加している商品もある。

年金の資産規模別で主たる投資対象をみると、資産規模の大きい年金ほど「不動産プライベートファンド」等への投資実績が大きい一方で、「Jリート」「海外リート」については資産規模の小さい年金においても投資実績は高く、資産規模に応じて不動産証券化商品への投資が行われており、商品が幅広く浸透していることが伺われる。（図表1—（3））

アセットクラス的位置づけについては、「一つのアセットクラスとしての不動産」「政策アセットミックスの外枠」という回答が、「Jリート」「海外リート」「不動産プライベートファンド」で多く、不動産証券化商品が独立した資産として認知されていることが伺われる。（図表1—（4））



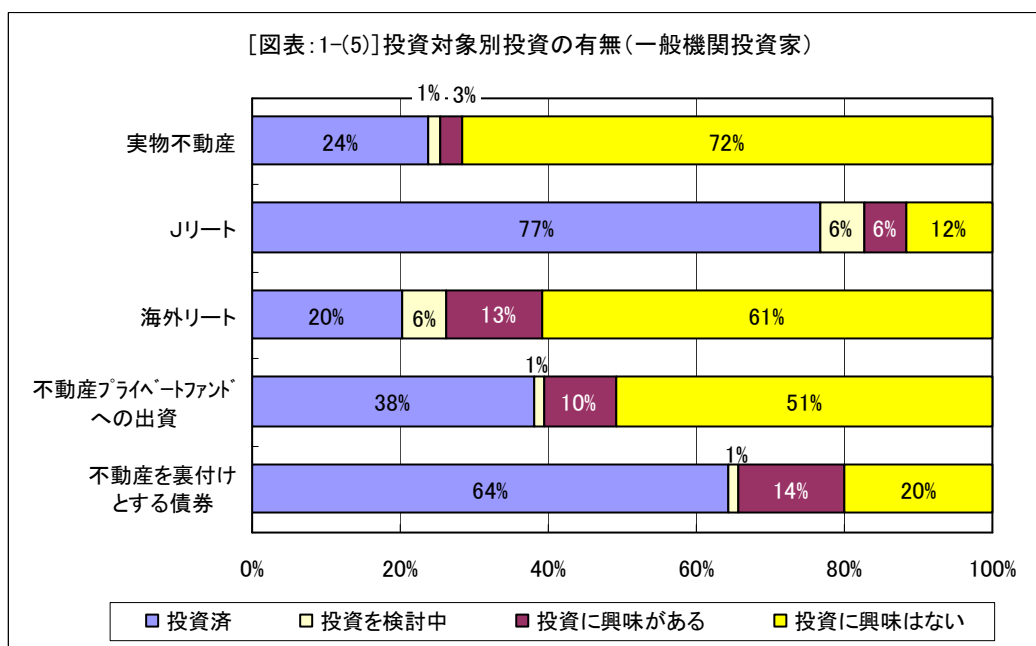


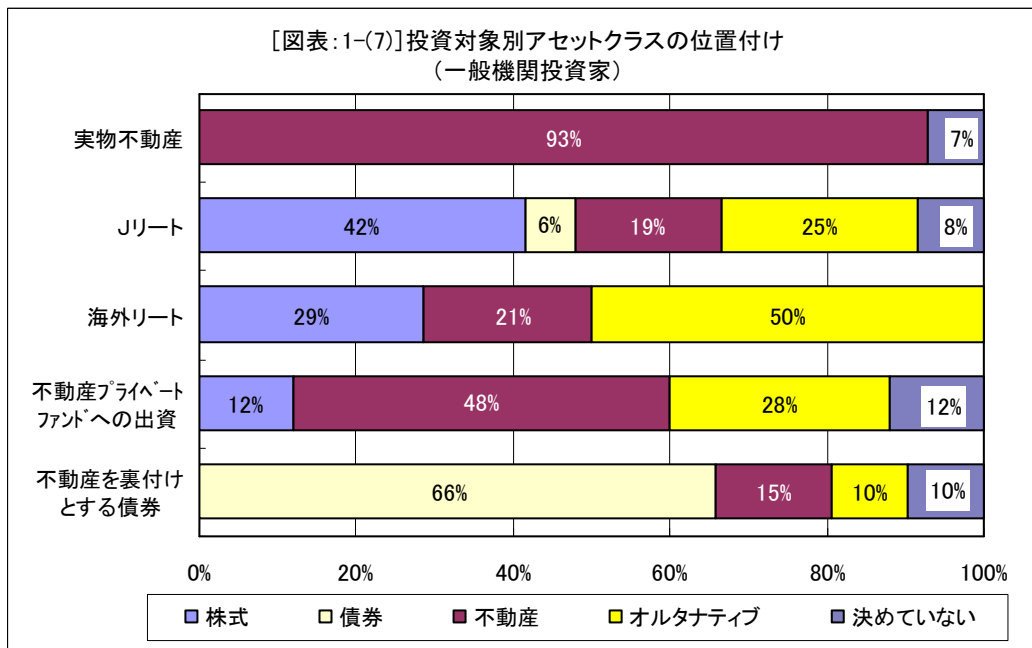
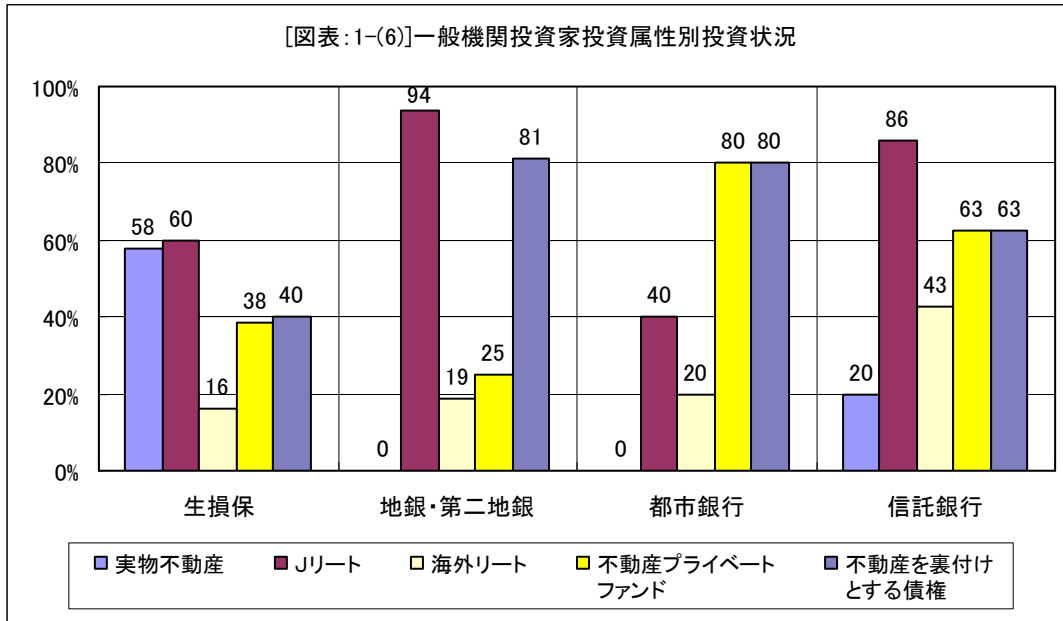


## ②一般機関投資家では投資が微減

一般機関投資家では、実物不動産あるいは不動産証券化商品に投資している比率は90%と昨年度調査の94%より微減している。昨年度調査との比較では、「Jリート」、「海外リート」、「不動産を裏付けとする債券」への投資については変化は少ないが、「不動産プライベートファンドへの出資」への投資については昨年度の48%から38%に減少している。(図表1-(5)、1-(6)、1-(7))

しかしながら、平均投資額でみると、年金の場合と同様に、「不動産プライベートファンドへの出資」は1法人あたり207.1億円(昨年度104.7億円)、「不動産を裏付けとする債券への投資」は1法人あたり327.8億円(昨年度178.1億円)と大幅に投資額が増えている商品もある。



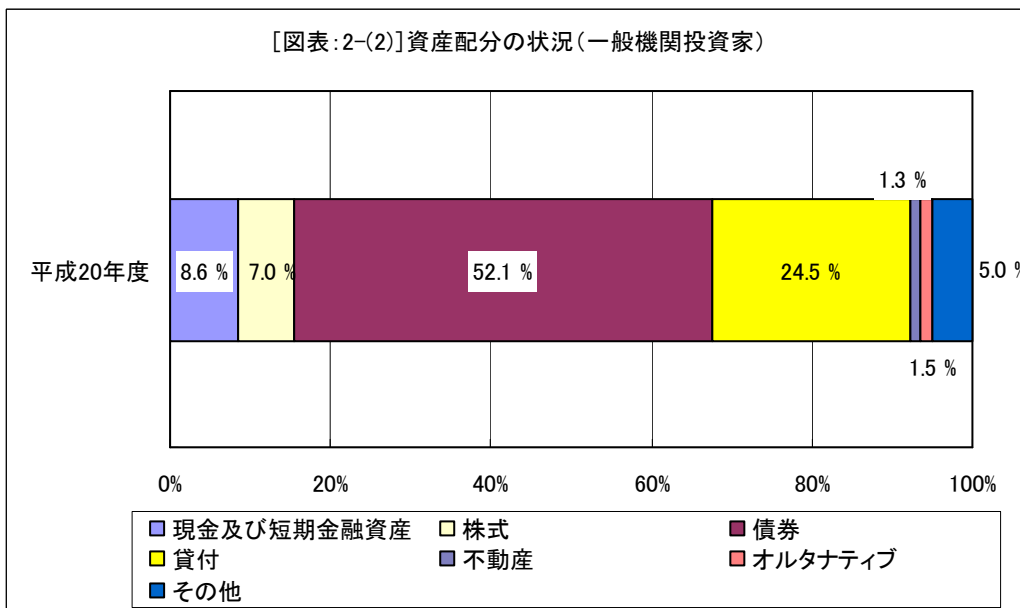
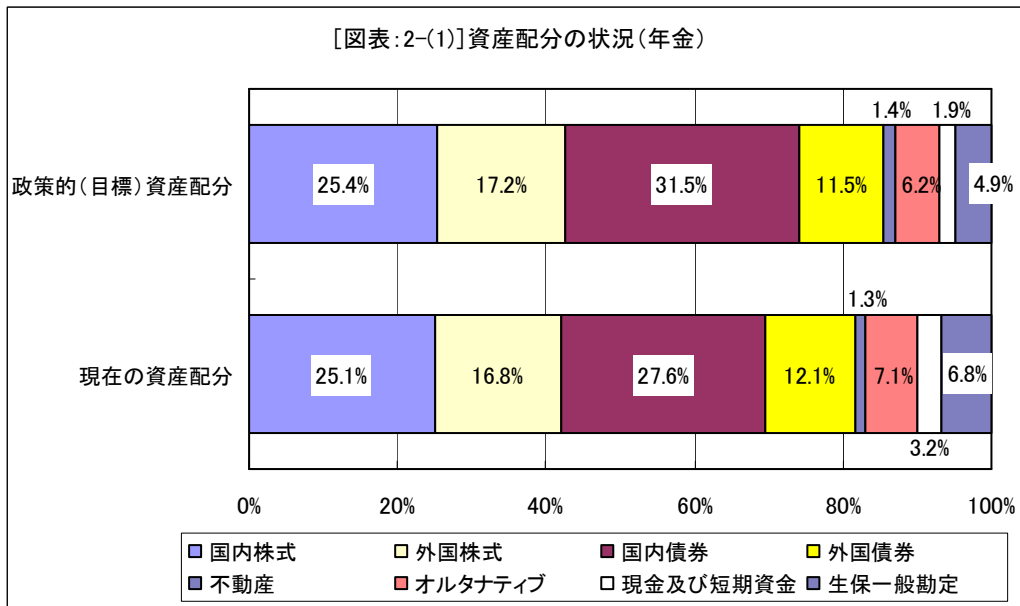


## (2)「不動産」への資産配分は減少

現在（実績）資産配分に占める「不動産」（注：何を「不動産」に含めるかは各回答先の定義による）の比率は、年金、一般機関投資家ともに1.3%と、いずれも昨年度（年金2.4%、一般機関投資家9.8%）より「不動産」への資産配分が減少している。

また、年金における政策（目標）資産配分では、不動産は1.4%の目標配分がなされており、昨年の8.0%から減少している。

（図表2-（1）、2-（2））



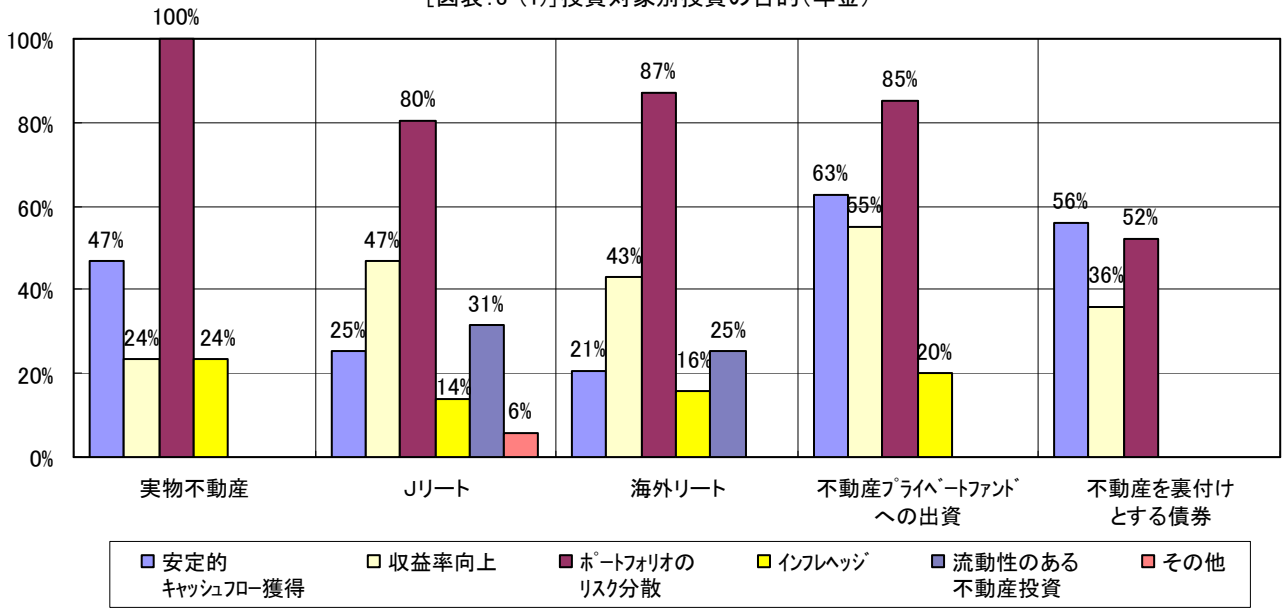
### (3) 投資目的として「ポートフォリオのリスク分散」を重視

「投資を行っている」、「検討中」または「投資に興味がある」との回答先が、各対象についてどのような投資目的を持っているかについては、多くが「ポートフォリオのリスク分散」、「安定的キャッシュフローの獲得」、「収益率の向上」をあげた。特に年金に「ポートフォリオのリスク分散」を重視する傾向が見られ、一般機関投資家には「安定的キャッシュフロー獲得」「収益率の向上」を重視する傾向がうかがえる。

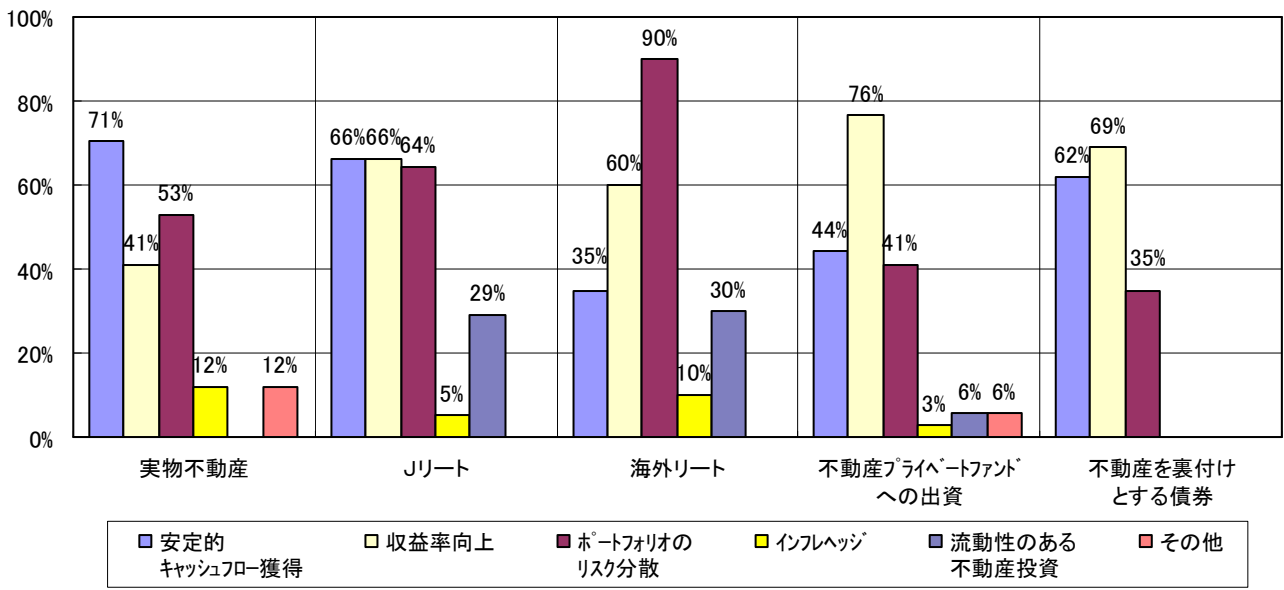
また、投資目的に「収益率の向上」を回答した先に収益率として重視する内容を尋ねたところ、総じて「インカムゲイン」が「キャピタルゲイン」より重視されている。

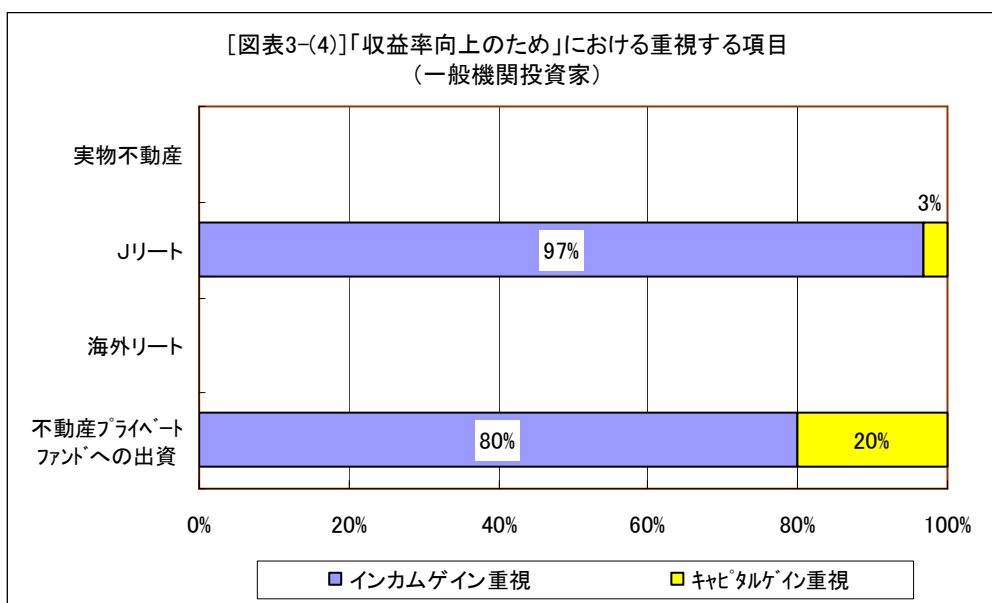
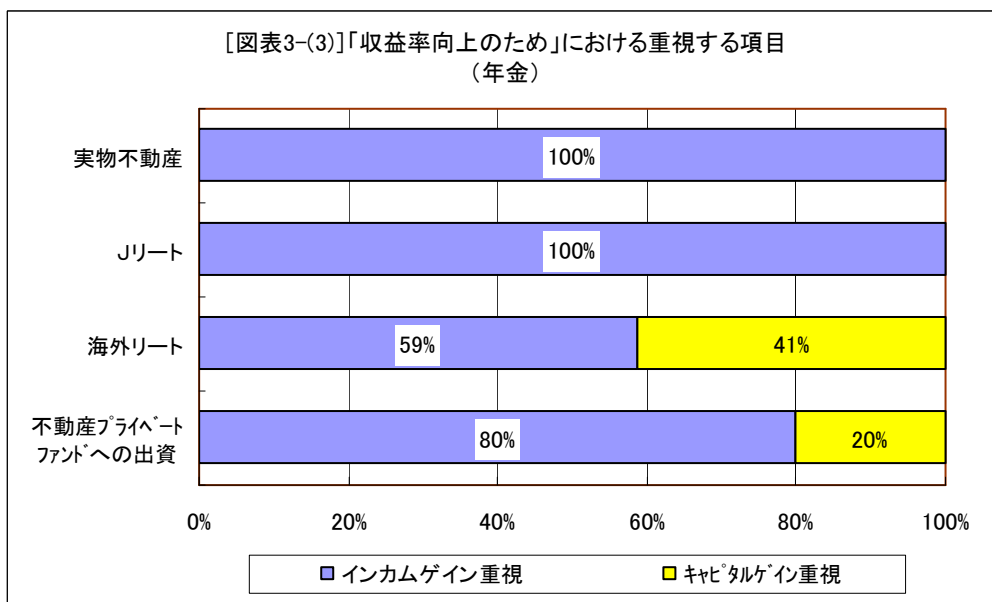
(図表 3-1(1))、3-1(2)、3-1(3)、3-1(4))

[図表:3-(1)]投資対象別投資の目的(年金)



[図表:3-(2)]投資対象別投資の目的(一般機関投資家)





#### **(4) 投資を検討する際の重要項目**

投資を検討する際の重要項目を見ると、年金、一般機関投資家ともに昨年度同様「収益の安定性」、「保有不動産の質」が上位にある。「Jリート」「海外リート」「不動産プライベートファンドへの出資」についても昨年度と同様に検討項目として「運用会社の実績及び能力」が上位に挙げられているが、今年度はこれに加え、「他資産との相関性」「流動性」「出口戦略」の重要性が高まっていることが推察される。

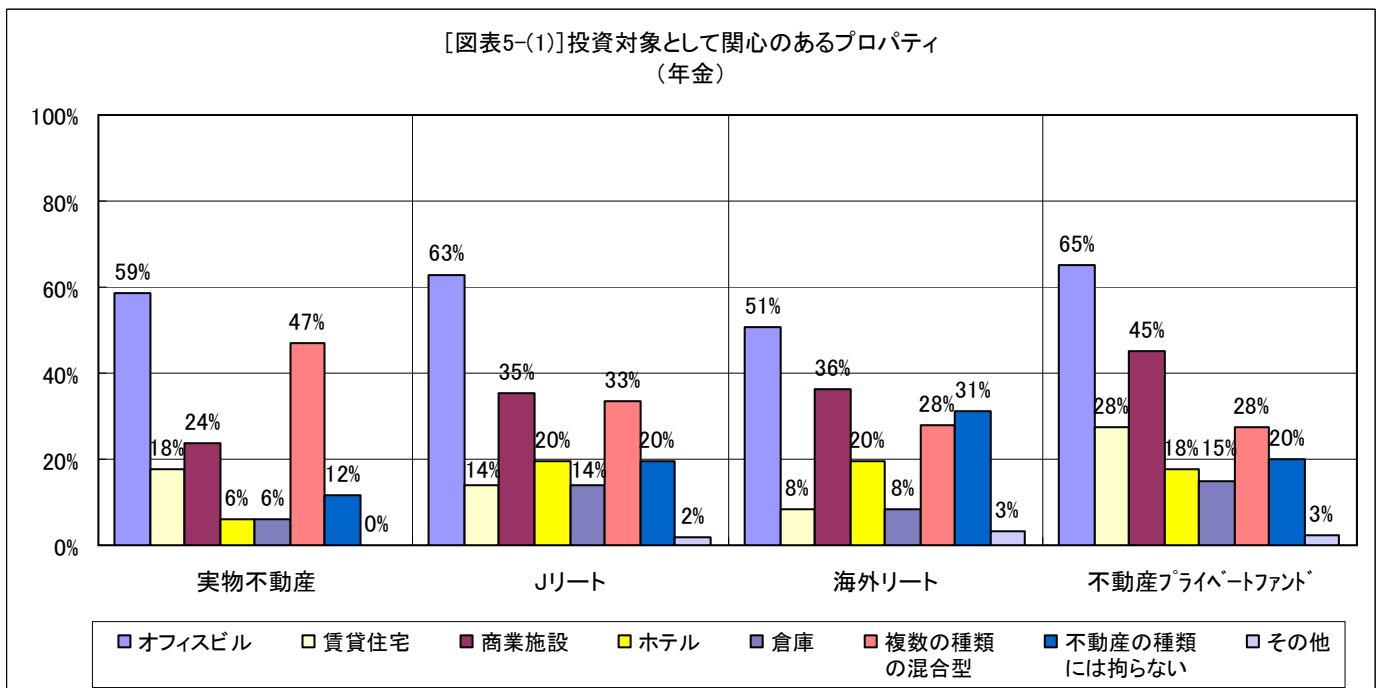
また、「不動産プライベートファンドへの出資」については、「ファンド保有不動産の質」に重きを置く傾向が昨年度と比べて強くなっており、「不動産を裏付けとする債券への投資」については、「裏付けとなる不動産の内容をみて投資を行う」に重きを置く傾向が昨年度と比べて強くなっていることから、サブプライムローン問題に端を発した信用収縮がある中、不動産の内容そのものを重視して投資判断している様子が伺える。(図表4)

	【年金】		【一般機関投資家】	
実物不動産	1位	取得不動産の質	1位	取得不動産の質
	2位	収益の安定性	2位	収益の安定性
	3位	流動性	3位	投資収益率
Jリート	1位	収益の安定性	1位	収益の安定性
	2位	保有する資産内容	2位	保有する資産内容
	3位	他資産との相関性	3位	運用会社の実績及び能力
海外リート	1位	収益の安定性	1位	運用会社の実績及び能力
	2位	他資産との相関性	2位	収益の安定性
	3位	流動性		保有する資産内容
不動産プライベート ファンドへの出資	1位	ファンド保有の不動産の質	1位	運用会社の実績及び能力
	2位	運用会社の実績及び能力	2位	ファンド保有の不動産の質
	3位	収益の安定性	3位	出口戦略

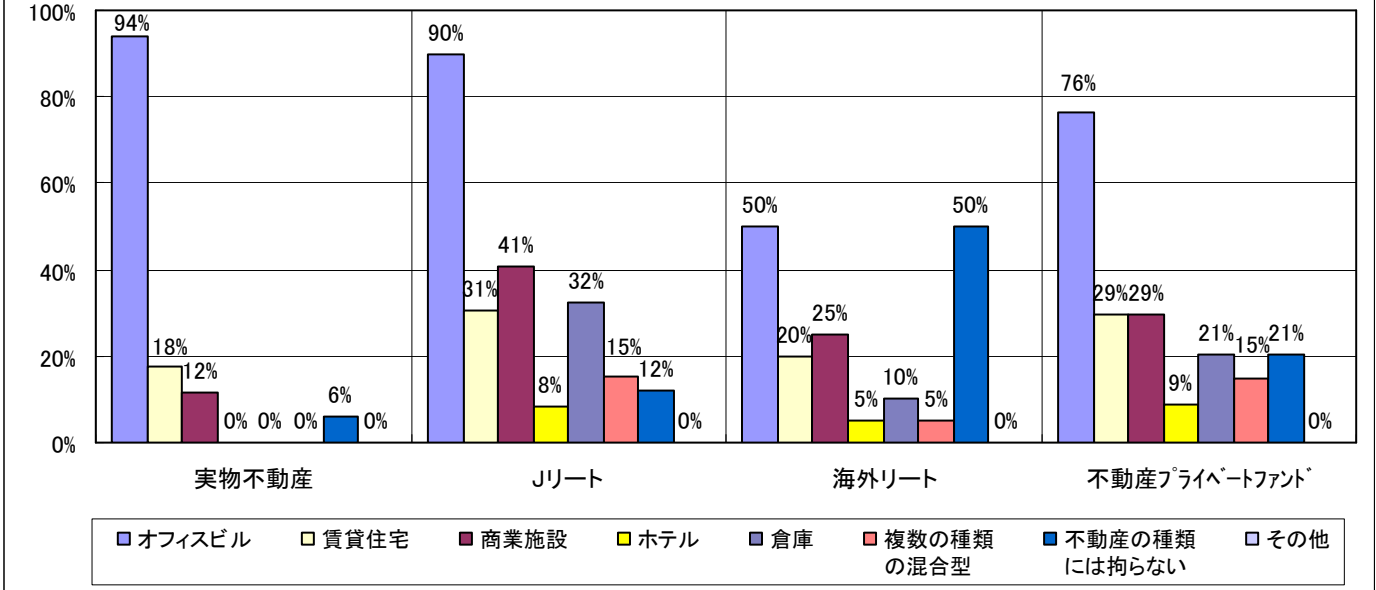
## (5) 物件タイプは多様化

投資対象として関心のある不動産のタイプは、年金、一般機関投資家ともに昨年度同様「オフィス」が高いが、その他の用途への関心が広がっている。年金では「商業施設」、「複数の種類の混合型」と回答したところが多く、一般機関投資家では「倉庫（物流施設）」を取得の対象としているJリートに関心を示している（32%）様子が伺える。

（図表5-（1）、5-（2））



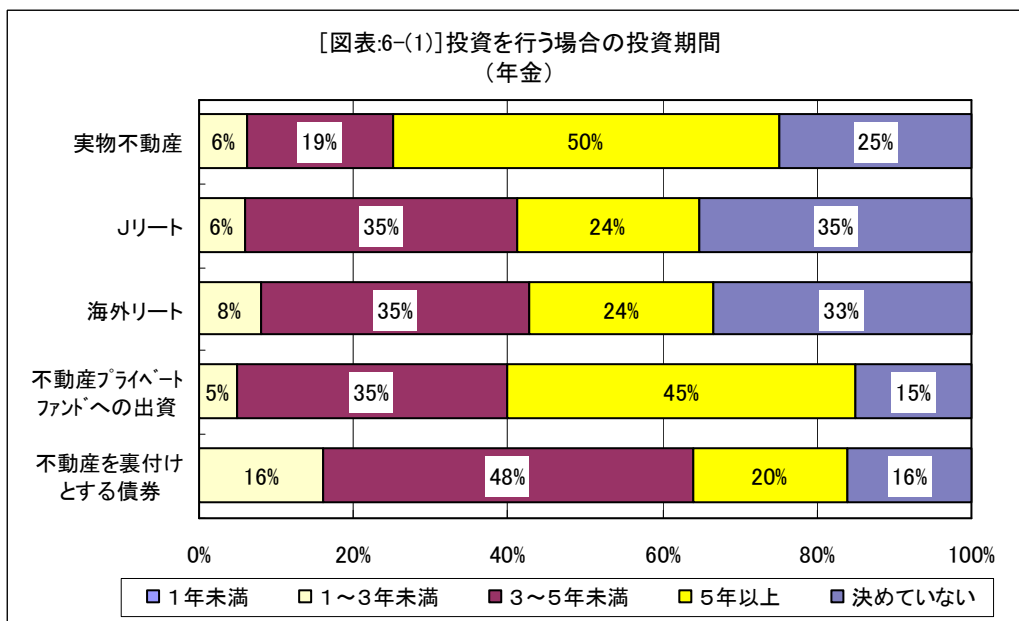
[図表5-(2)] 投資対象として関心のあるプロパティ  
(一般機関投資家)

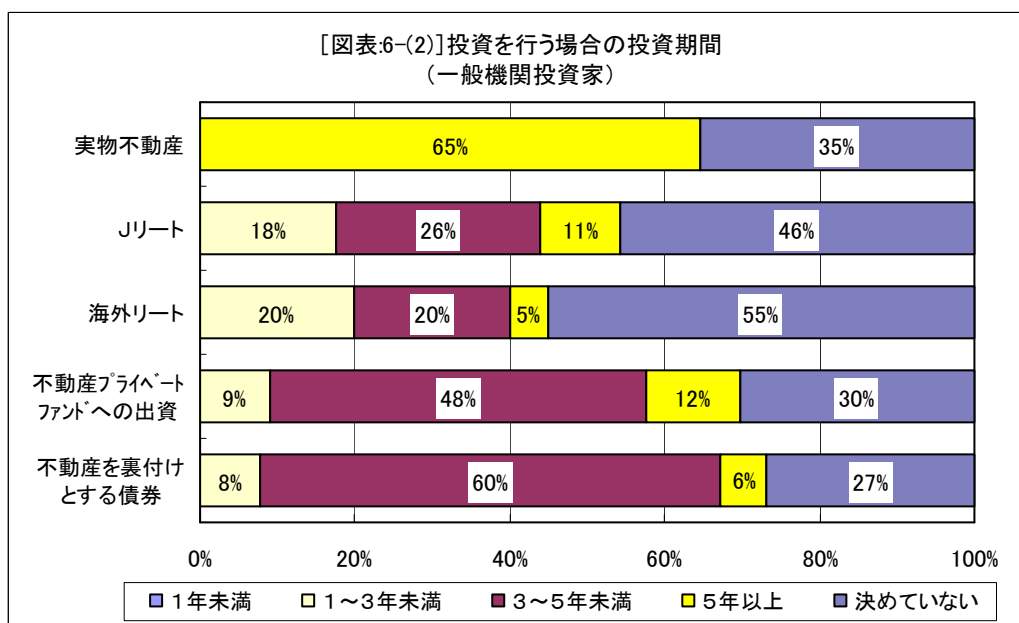


**(6) 投資期間は「3～5年未満」が主流**

投資対象別の投資期間をみると、一般機関投資家の「Jリート」、「海外リート」投資が短期であるほかは、年金、一般機関投資家とも「3～5年未満」が主流となっている。特に、年金では「不動産プライベートファンド等への出資」については「5年以上」が「3～5年未満」を上回っており、運用資金の性格上一般機関投資家に比べ、より長期の投資を想定していることが判る。

(図表6-(1)、6-(2))





## (7) 期待投資収益率

投資対象別にみた期待収益率の平均値は、年金では「不動産を裏付けとする債券」を除いて昨年度より低下傾向を示す一方で、一般機関投資家では「Jリート」を除いて昨年度より上昇傾向を示す結果となっている。(図表7)

一般機関投資家が考える「Jリート」の配当利回りと長期金利の利回り差の妥当性について、「大きすぎる」という回答が3.6%（昨年度）から43.6%（今年度）に激増しており、Jリートのリスクが高く見積もられすぎて、割安になっていると考える一般機関投資家が多くなっている。

[図表:7] 投資対象別期待投資収益率の経年比較

	【年金】				【一般機関投資家】			
	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度
実物不動産	6.0%	5.0%	8.2%	6.0%	6.4%	6.0%	5.6%	6.0%
Jリート	5.0%	6.1%	5.9%	5.6%	4.7%	5.8%	5.6%	5.3%
海外リート	-	-	6.9%	6.2%	-	-	6.3%	7.0%
不動産プライベート ファンドへの出資	7.6%	7.6%	7.4%	6.8%	8.9%	9.6%	9.2%	9.3%
不動産を裏付けとする 債券	5.3%	4.4%	4.2%	5.2%	3.3%	3.8%	2.1%	2.7%

※平成17、18年度は、期待投資収益率をレンジで質問したことから、両年度の数値は各レンジの平均値に回答数をかけたものの合計値を有効回答基金(社)数で割ったものとなっている。

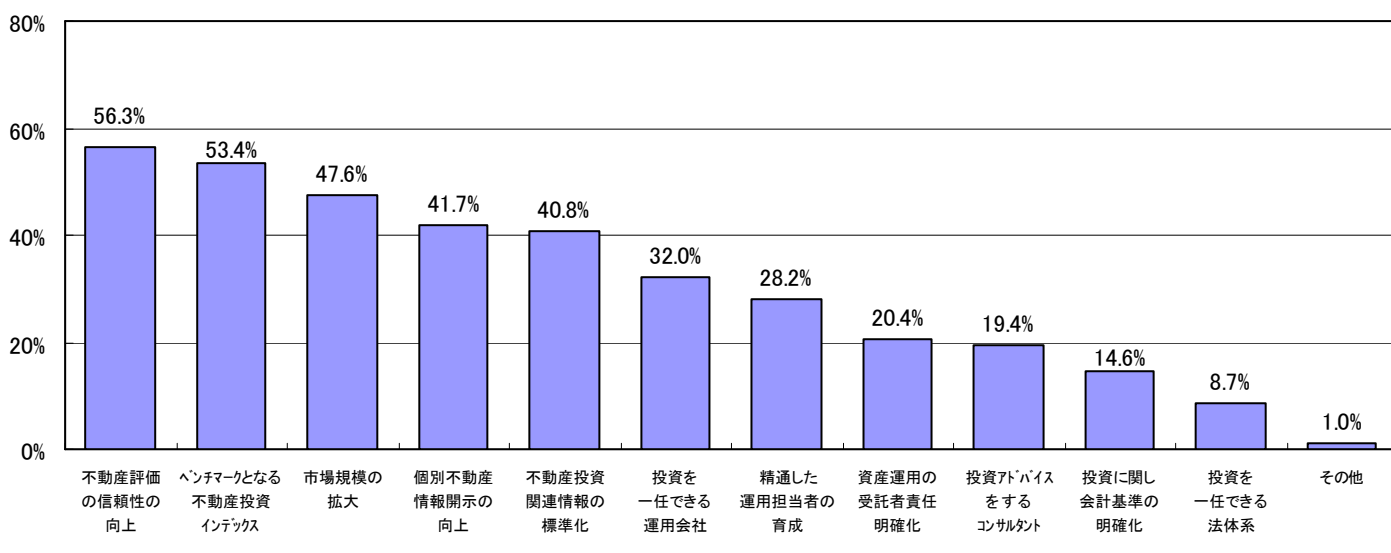
## (8)求められる「不動産評価の信頼性の向上」

不動産投資が拡大しつつある中、投資のための課題として、「不動産評価の信頼性の向上」が年金、一般機関投資家ともに1位に挙げられている。また、「市場規模の拡大」も上位に挙げられている。年金では、これらに加えて、「ベンチマークとなる不動産投資インデックス」、一般機関投資家では、「個別不動産情報開示の向上」が上位にあり、Jリート以外の商品についても情報提供ニーズが高まっていることが推察される。

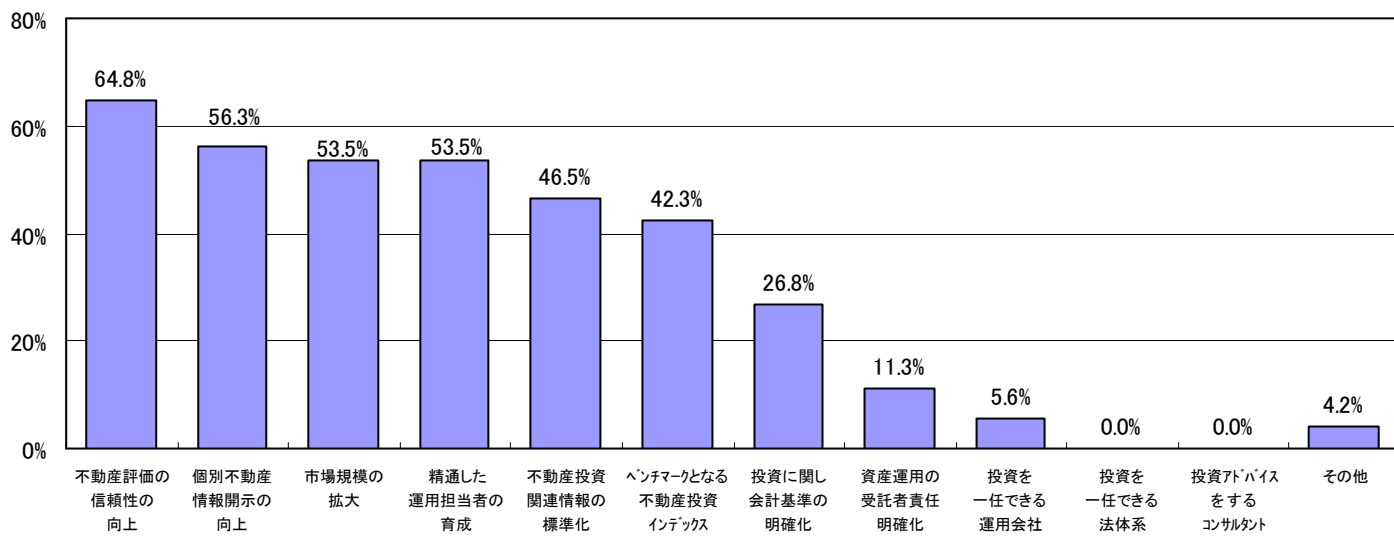
また、一般機関投資家において4位に挙げられている「精通した運用担当者の育成」については、資金を運用するサイドにおいて不動産投資を担当する人材が十分に育っていない現状を表していると思われる。これは、運用委託の形態をとる年金においても「精通した運用担当者の育成」に加え、「投資を一任できる運用会社」「投資をアドバイスするコンサルタント」を充実させることが課題であるという回答にも反映されている。日本においては株式、債券等伝統的資産と同じレベルで不動産をポートフォリオに組み入れて投資・運用を行える人材の育成と環境の整備がまだ十分に進んでいない状況が推察される。

(図表8-(1)、8-(2))

[図表:8-(1)]不動産投資を行うために必要なこと  
(年金)



[図表:8-(2)]不動産投資を行うために必要なこと  
(一般機関投資家)



なお、投資に関心がない回答先に対して「投資を行わない理由」を尋ねたところ、昨年同様「商品特性がわからない」「個別情報が少ない」という理由が主流であるが、「Jリート」については、「市況が思わしくない」「投資口価格のボラティリティが高い」が年金、一般機関投資家いずれにおいてもそれぞれ1位、2位に挙げられていることが、本年度の特徴である。

(図表8—(3))

[図表:8-(3)]実物不動産・不動産証券化商品に投資を行わない理由

	【年金】	【一般機関投資家】
実物不動産	1位 流動性が低い	1位 流動性が低い
	2位 実物不動産の特性の理解がない	2位 個別の情報が少ない
	3位 個別の情報が少ない	3位 投資規模が合わない／実物不動産の特性の理解がない
Jリート	1位 市況が思わしくない	1位 市況が思わしくない
	2位 投資口価格のボラティリティが高い	2位 商品特性がわからない／銘柄が少ない・規模が小さい／投資口価格のボラティリティが高い
	3位 個別ファンドの情報が少ない	
海外リート	1位 商品特性がわからない	1位 個別ファンドの情報が少ない
	2位 個別ファンドの情報が少ない	2位 商品特性がわからない
	3位 ベンチマークがない	3位 期待投資収益率が合わない／投資規模が合わない／手数料が高い
不動産プライベートファンドへの出資	1位 商品特性がわからない	1位 個別ファンドの情報が少ない
	2位 個別ファンドの情報が少ない	2位 商品特性がわからない
	3位 ベンチマークがない	3位 市況が思わしくない
不動産を裏付けとする債券	1位 商品特性がわからない	1位 個別の情報が少ない
	2位 個別の情報が少ない	2位 商品特性がわからない
	3位 ベンチマークがない	3位 市況が思わしくない

## (9) 今後の市場見通し(動向指数<sup>※1</sup>)は「後退」

今後1年間の金融・資本市場ならびに不動産市場の見通しを表す動向指数は、いずれも前年度より後退しており、特に「地価」「オフィス賃料」の不動産関係の下落幅が大きい。(図表9)

【図表:9】今後の金融・資本市場及び不動産市場の見通し(今後1年間)の経年比較				
	【年金】		【一般機関投資家】	
	平成19年度	平成20年度	平成19年度	平成20年度
長期金利	57	55	73	48
株 価	68	54	75	38
地 価	58	1	84	-17
オフィス賃料	53	4	92	9
期待利回り ※2		12		31
イールドギャップ ※2		3		6

※1 動向指数:「上昇」と回答した比率(%)から「下降」と回答した比率(%)を差し引いた値

「0」が均衡値で、プラスなら上昇、マイナスなら下降すると見通していることになり、値が100に近い程その傾向が強い

※2 今回調査より新設