

第 9 回「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」 集計結果について

社団法人不動産証券化協会（理事長：岩沙弘道 三井不動産株式会社代表取締役社長）では、第 9 回「機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」の集計結果をまとめました。

本アンケート調査は、年金および生保・損保・信託銀行・銀行等の機関投資家（以下それぞれ「年金」、「一般機関投資家」と表記）を対象に、資産運用における不動産（不動産証券化商品を含む。以下同じ）への投資の実態と課題を把握することを目的として実施したものであり、年金 110、一般機関投資家 60 の計 170 件の回答を得ました（調査期間 平成 21 年 5 月 20 日～6 月 24 日）。

今回の調査結果から、年金・一般機関投資家ともに不動産投資を行っている投資家の割合が 2 年連続で減少したことが明らかになりました。また、年金においては不動産への資産配分が減少傾向にあります。一方で、独立したアセットクラスとしての認知は着実に進展していることも確認されました。投資対象不動産の種別では、年金においてオフィスおよび商業施設が減少し、賃貸住宅の比率が上昇しました。

投資のための課題としては、「不動産評価の信頼性の向上」が昨年度に続き年金・一般機関投資家とも 1 位となり、不動産価格の急落・取引件数の急減により市場価格の把握が困難となる中、信頼できる不動産評価が投資の前提としての重要性を増しています。

今後 1 年間の市況の見通し（動向指数）に関しては、株価について回復を見通すものの、不動産市況については悪化すると見ており、機関投資家の不動産市況に対する悲観的な見方が示されています。一方、年金の投資期間の長期性も改めて確認されており、不動産証券化市場の回復および持続的な成長のために、年金等の長期安定資金の流入が期待されます。

※ 調査結果の主な内容については、次頁以下の「調査結果の概要」および添付資料をご覧ください。

< 調査結果の概要 >

(※ 図表は別添資料参照)

- (1) 実物不動産あるいはいずれかの不動産証券化商品への投資を行っている投資家の比率は、年金で 31% (昨年度 35%)、一般機関投資家で 81% (同 90%) となり、いずれも 2 年連続で減少した (図表 1-(1))。
- (2) 年金の投資状況では、「実物不動産」「J リート」「不動産プライベートファンド」「不動産を裏付けとする債券」に対する「投資済」の比率は昨年度から横ばいであり、「海外リート」については減少した (23%→18%)。「投資を検討中」「投資に興味がある」と答えた年金は各種別とも減少した一方で、いずれの不動産証券化商品に関しても「投資に興味がある」とする年金が依然として 13%~21% 存在しており、潜在的な投資拡大ニーズは一定程度存在している (図表 1-(2))。
- (3) 年金におけるアセットクラスの位置づけについては、全ての不動産証券化商品において独立したアセットクラスとしての認知が進展している (図表 1-(4))。一般投資家においても、「J リート」「海外リート」について独立した「不動産」としての位置づけが増加しており、従来の「オルタナティブ」としての位置づけに変化が見られる (図表 1-(7))。
- (4) 一般機関投資家の「J リート」「不動産を裏付けとする債券」に対する「投資済」の比率は昨年度から減少し (それぞれ 77%→60%、64%→57%)、「海外リート」についてはやや大きな減少が見られた (20%→7%)。「J リート」については「投資を検討中」とする投資家が 7% 存在し、「投資に興味がある」を加えると合計で 18% となることから、今後の回復が期待される (図表 1-(5))。
- (5) 運用資産の資産配分における不動産の割合は、年金については 2 年連続で減少した。政策的 (目標) 資産配分においては 1.0% (昨年度 1.4%)、現在 (実際) の資産配分においては 1.2% (同 1.3%) と、低い水準の中でさらに減少している。一般機関投資家の資産配分においては、昨年度と同じ 1.3% であった (図表 2-(1)、図表 2-(2)、図表 2-(3))。
- (6) 各投資対象についての投資目的では、昨年度に引き続き「ポートフォリオのリスク分散」「収益率の向上」「安定的キャッシュフローの獲得」の比率が高い (図表 3-(1)、図表 3-(2))。
- (7) 投資を検討する際に重視する項目としては、「収益の安定性」「保有 (取得) 不動産の質」「運用会社の実績及び能力」が上位を占めており (図表 4)、近年この傾向に変化は見られない。
- (8) 投資対象として関心のある不動産のタイプは、年金において「オフィス」「商業施設」の割合が昨年度より減少し、「賃貸住宅」の比率が増加した (図表 5-(1))。
- (9) 投資対象別の投資期間では、年金は従来どおり 3 年以上の中長期を想定している一方で、一般機関投資家についてはやや短期化の傾向がある (図表 6-(1)、図表 6-(2))。
- (10) 投資対象別に見た期待投資収益率の平均値は、一般機関投資家について昨年度からの上昇が顕著であった (図表 7)。

- (11) 現在のJリートの分配金利回りと長期金利の利回り差（スプレッド）の妥当性については、一般機関投資家の65.0%が「大きすぎる」と回答した（平成20年度43.6%、平成19年度3.6%）。Jリートの投資口価格に割安感が強まっており、投資に関心を持つ一般機関投資家の割合も昨年度より増加している（図表1-(5)）。
- (12) 不動産投資のための課題は、年金・一般機関投資家とも2年連続で「不動産評価の信頼性の向上」が1位となった他、「市場規模の拡大」「個別の不動産情報開示の向上」「不動産投資関連情報の標準化」「ベンチマークとなる不動産投資インデックス」「不動産に精通した運用担当者の育成」などに対する需要も根強い（図表8）。
- (13) 今後1年間の不動産市場の見通しを示す動向指数は、地価・オフィス賃料については急激に悪化した。とりわけ、オフィス賃料については年金で△52ポイント、一般機関投資家では△70ポイントとなり、悲観的な見方が強い（図表9）。

以上

**この資料は 兜倶楽部、国土交通記者会、国土交通省建設専門紙記者会に配布しております。
本アンケート調査の結果は、本リリース以外に公表しておりません。ご了承ください。**

<本件に関するお問い合わせ先>

社団法人不動産証券化協会 広報部・調査部

〒107-0052 東京都港区赤坂 1-9-20 第16 興和ビル北館1階

TEL : 03-3505-8001 FAX : 03-3505-8007

E-mail : ares@ares.or.jp

第 9 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【資料】

アンケート調査実施概要

本調査は、「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、共済組合、公的年金から抽出した 562 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、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行 195 社

(2) 調査期間

平成 21 年 5 月 20 日・・・アンケート調査票発送

↓

平成 21 年 6 月 24 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・一般機関投資家別に調査票作成・集計

(4) 調査機関

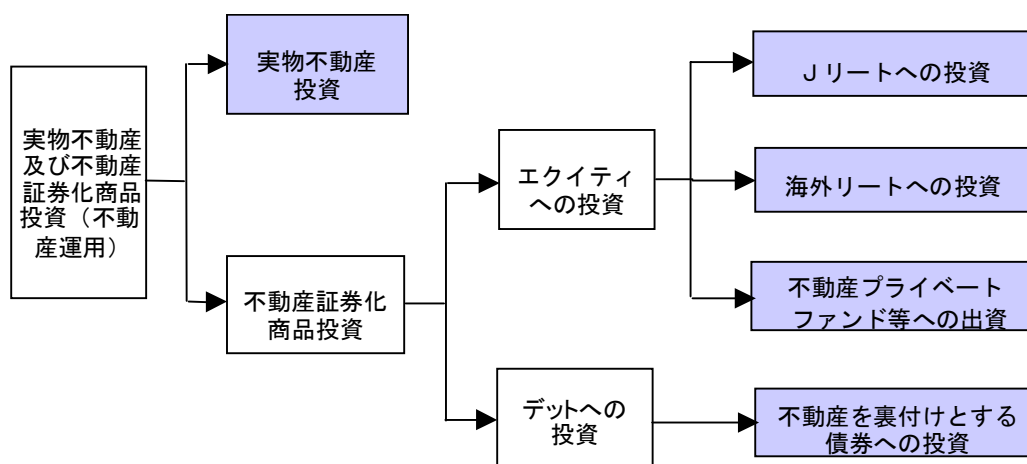
社団法人不動産証券化協会

(5) 主な調査項目

- (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(年金)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視する項目
- (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（年金）
- (9) 投資を行わない理由
- (10) 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
- (11) 投資を拡大するための課題

(6) アンケートにおける投資の区分



(定義)

- 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）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、海外リート(一部にJリートを含むものも可)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（合同会社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を含む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

() 内は昨年度実績

アンケート送付先		送付	回収	回収率
年金 (A)				
※原則として 2008 年 3 月末時点で総資産額 140 億円以上の年金から抽出		562 (642)	110 (114)	19.6% (17.8%)
(A) 内 訳	厚生年金基金	254 (269)	59 (49)	23.2% (18.2%)
	確定給付企業年金	268 (290)	49 (60)	18.3% (20.7%)
	適格退職年金	14 (44)	1 (1)	7.1% (2.3%)
	共済組合・公的年金	26 (39)	1 (4)	3.8% (10.3%)
一般機関投資家 (B)		195 (204)	60 (72)	30.8% (35.3%)
(B) 内 訳	生命保険会社	36 (38)	14 (16)	38.9% (42.1%)
	損害保険会社	22 (22)	9 (11)	40.9% (50.0%)
	都市銀行等	10 (10)	5 (5)	50.0% (50.0%)
	信託銀行	17 (23)	6 (8)	35.5% (34.8%)
	地方銀行・第二地銀	110 (111)	26 (32)	23.6% (28.8%)
合計 (A) + (B)		757 (846)	170 (186)	22.5% (22.0%)

②年金資産規模別回収結果

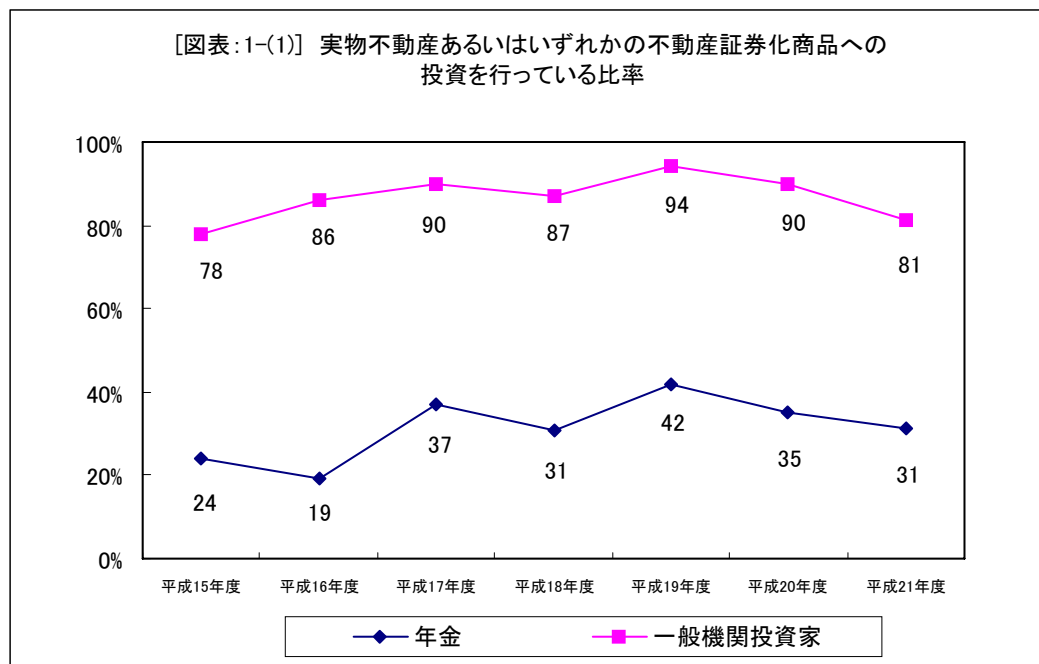
運用資産総額	～200億円	200億円超 ～500億円	500億円超 ～1,000億円	1,000億円超 ～5,000億円	5,000億円超	回答数
回答年金数	53(36) 48.6%(32.1%)	27(36) 24.8%(32.1%)	14(15) 12.8%(13.4%)	15(22) 13.8%(19.6%)	0(3) 0.0%(2.7%)	109(112) 100.0%

() 内は昨年度実績

アンケート調査結果の主な内容

(1) 不動産投資を行う投資家の割合が2年連続で減少

実物不動産あるいはいずれかの不動産証券化商品への投資を行っている投資家の比率は、年金で31%（昨年度35%）、一般機関投資家で81%（同90%）となり、いずれも2年連続で減少した。年金は3年前の平成18年度の水準に、一般機関投資家は6年前の平成15年度の水準に回帰した（図表1-(1)）。



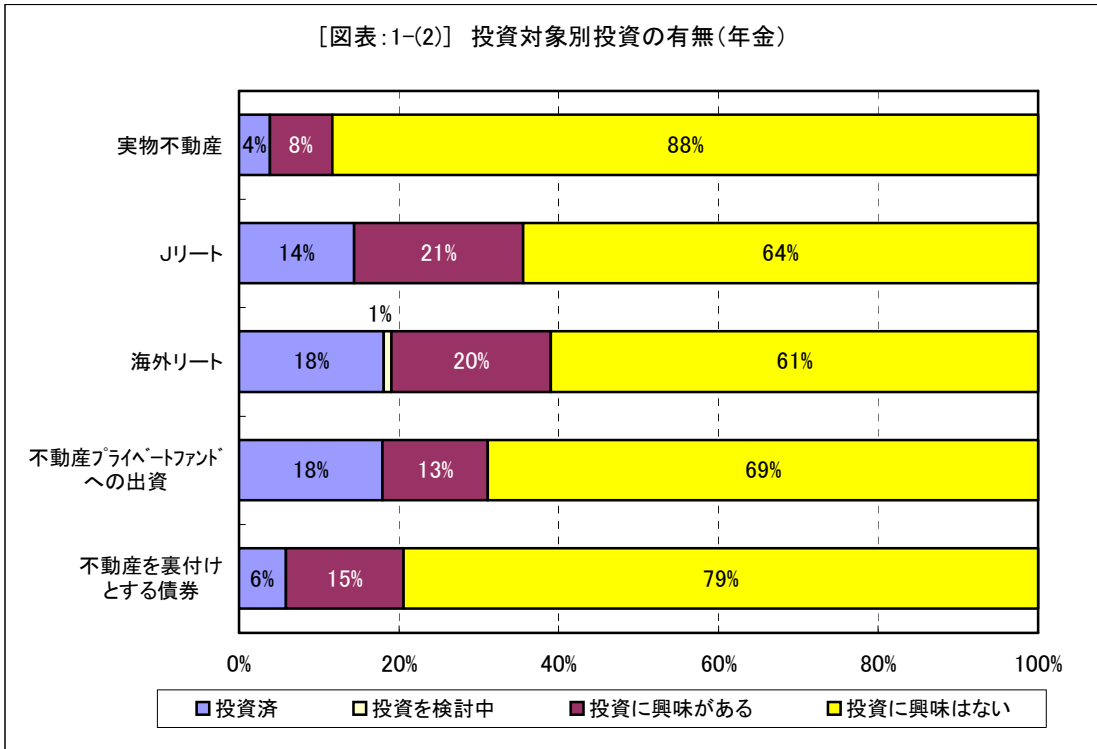
1. 年金 “投資状況はほぼ横ばい 独立したアセットクラスとしての認知は進展”

投資対象別の投資状況では、「投資済」の比率は「実物不動産」「Jリート」「不動産プライベートファンド」「不動産を裏付けとする債券」について昨年度から横ばいであった。「海外リート」については、昨年度より「投資済」の比率に減少が見られた（23%→18%）。また、「投資を検討中」「投資に興味がある」と答えた年金は各種別とも減少しているものの、いずれの不動産証券化商品に関しても「投資に興味がある」とする年金が依然として13%～21%存在しており、潜在的な投資拡大ニーズは一定程度存在しているといえる（図表1-(2)）。

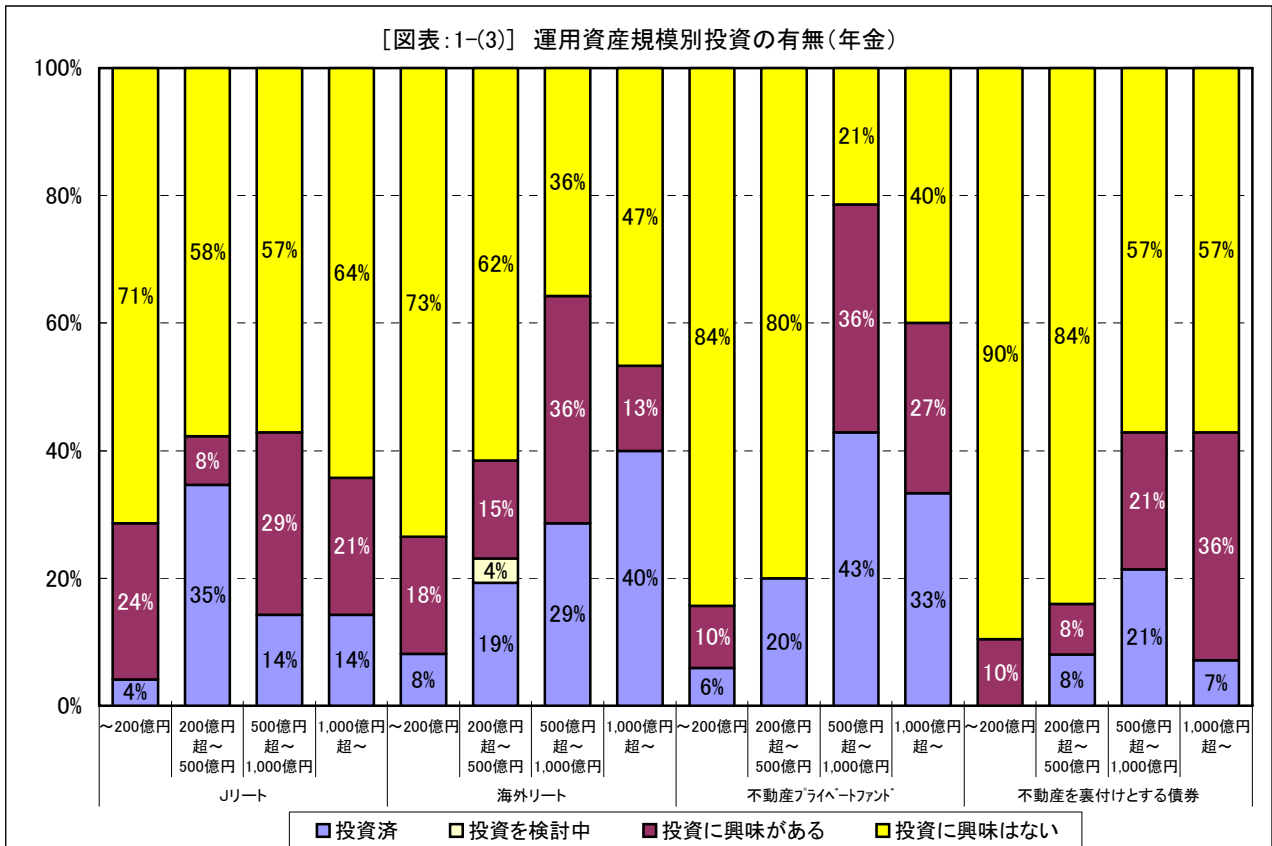
なお、運用資産規模別に見た場合の特徴として、200億円超～500億円の年金の「Jリート」への投資、および1,000億円超の年金の「海外リート」への投資の割合（図表1-(3)）が昨年度より増加した。この2つの区分においては、昨年度調査で「投資を検討中」とする割合が比較的高く（それぞれ6%、9%）、この1年間に実際に投資を実行した年金も多かったものと推測される。

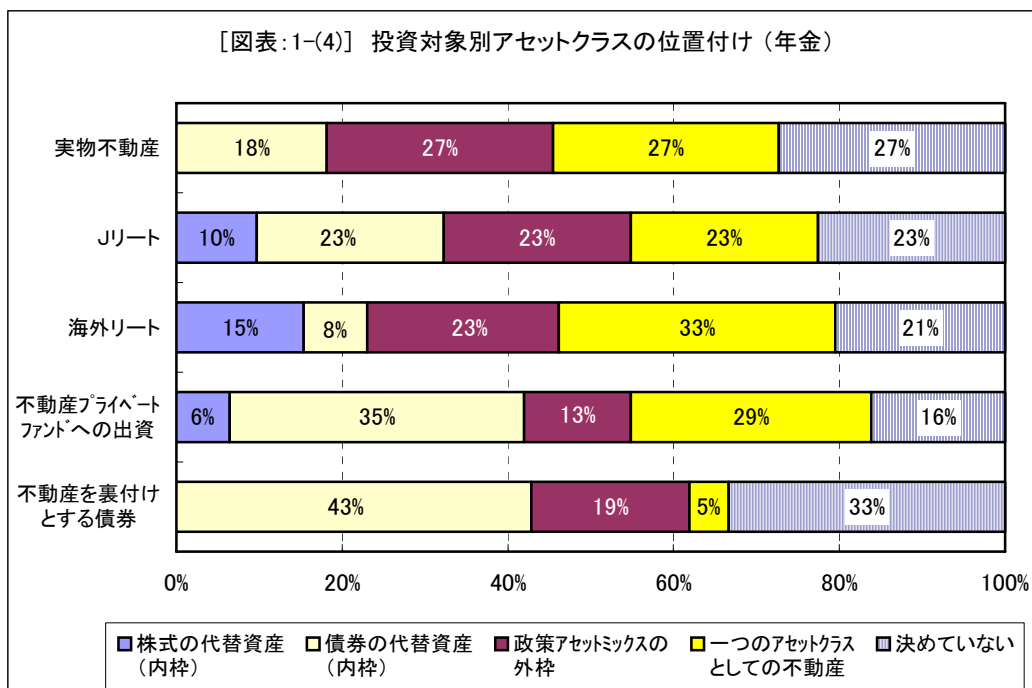
アセットクラスの位置づけについては、「一つのアセットクラスとしての不動産」とする割合が全ての不動産証券化商品において昨年度より増加し、独立したアセットクラスとしての認知が進展している（図表1-(4)）。

[図表:1-(2)] 投資対象別投資の有無(年金)



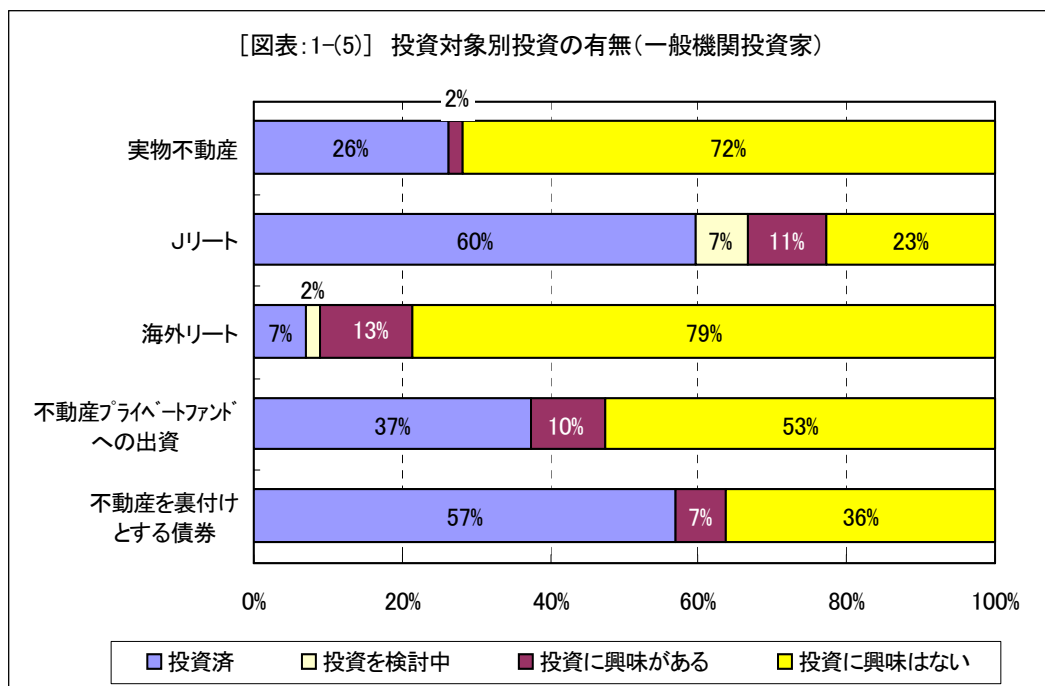
[図表:1-(3)] 運用資産規模別投資の有無(年金)



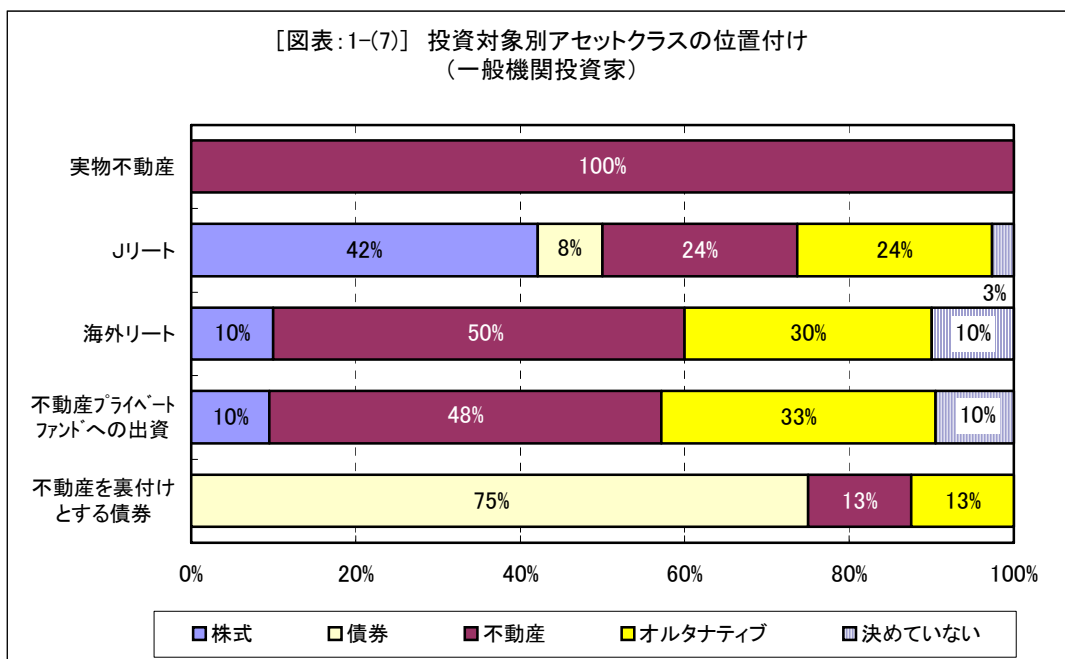
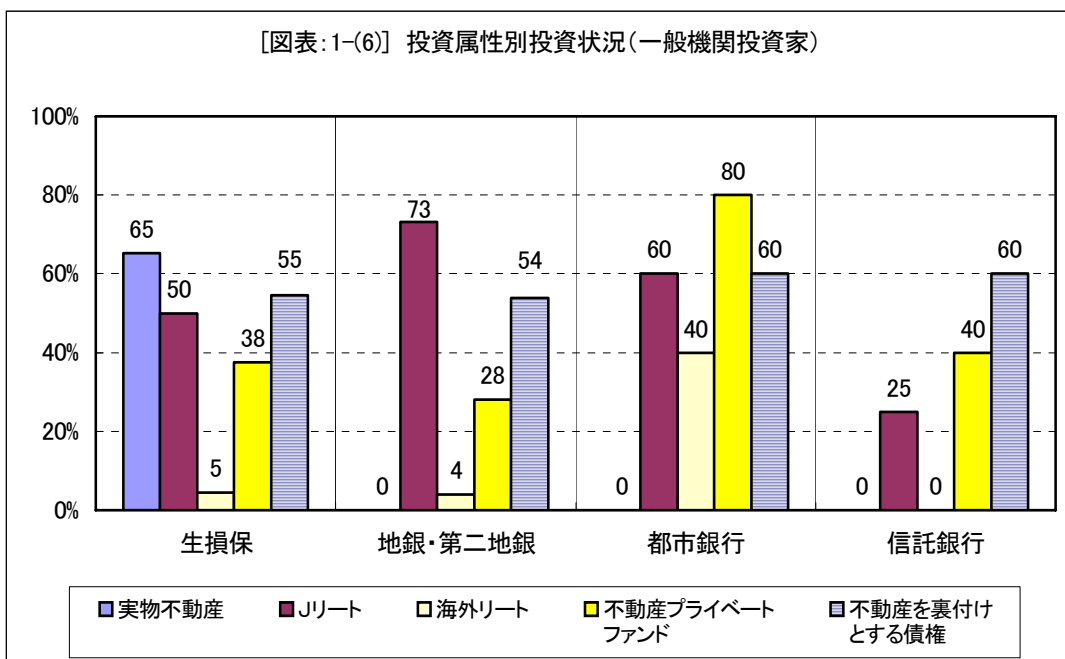


2. 一般機関投資家 “投資は減少 Jリートに回復の兆しも”

一般機関投資家においては「Jリート」「不動産を裏付けとする債券」に対する「投資済」の比率が減少し(それぞれ77%→60%、64%→57%)、「海外リート」についてはやや大きな減少が見られた(20%→7%)。「Jリート」については「投資を検討中」とする投資家が7%存在し、「投資に興味がある」を加えると合計で18%となることから、今後の回復が期待される(図表1-(5))。



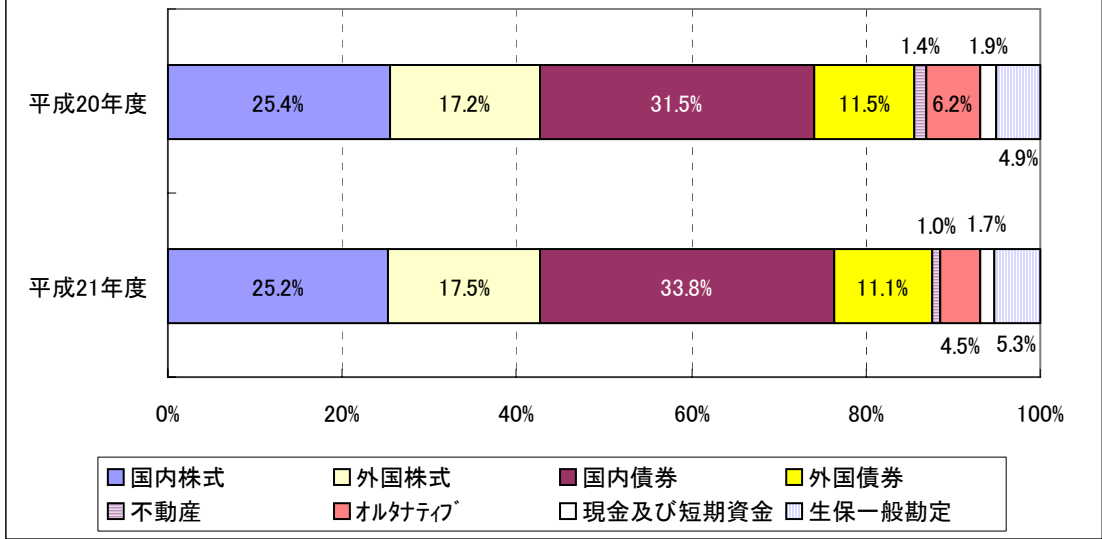
アセットクラスについては、「Jリート」「海外リート」において独立した「不動産」としての位置づけが増加しており（Jリート：19%→24%、海外リート：21%→50%）、従来の「オルタナティブ」としての位置づけに変化が見られる（図表 1-(7)）。



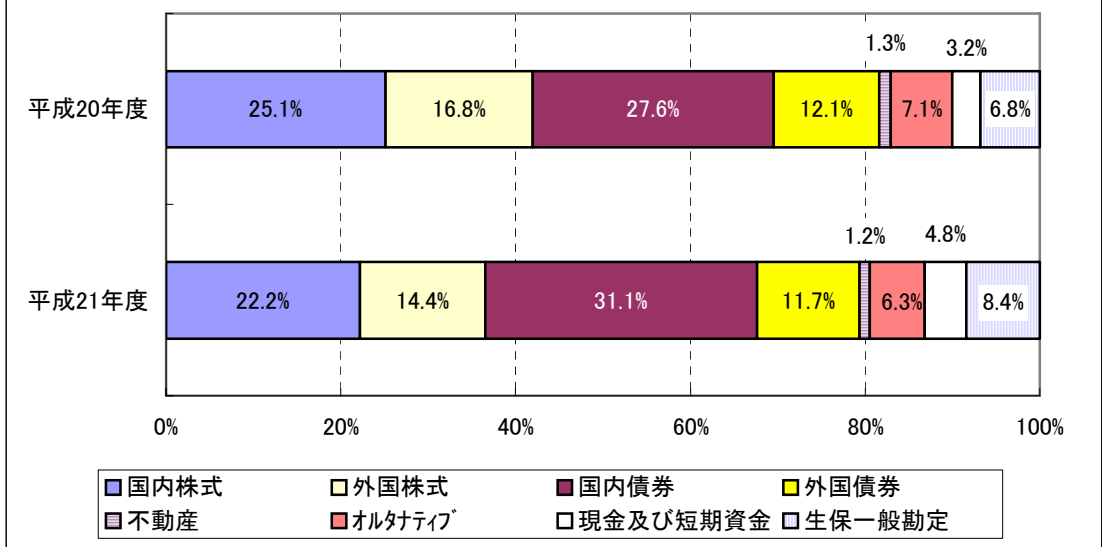
(2) 「不動産」への資産配分 “年金は減少傾向 一般機関投資家は横ばい”

運用資産の資産配分における「不動産」（注：「不動産」に何が含まれるかは各回答先の定義による）の割合は、年金については昨年度に引き続き減少した。政策的（目標）資産配分においては1.0%（昨年度1.4%）、現在（実際）の資産配分においては1.2%（同1.3%）と、低い水準の中でさらに減少している。一般機関投資家の資産配分においては、昨年度と同じ1.3%であった（図表 2-(1)～(3)）。

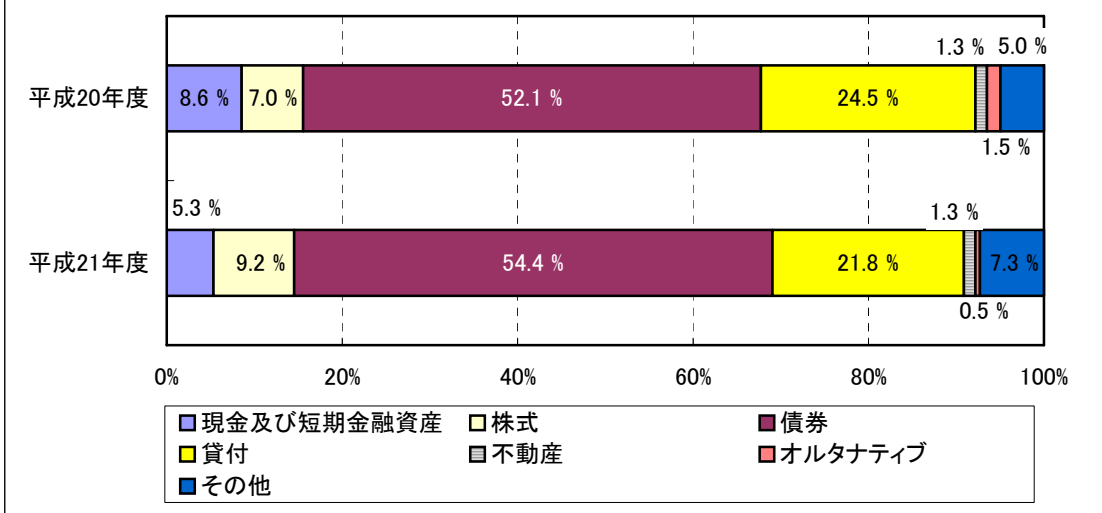
[図表:2-(1)] 政策的(目標)資産配分の状況(年金)



[図表:2-(2)] 現在(実際)の資産配分状況(年金)

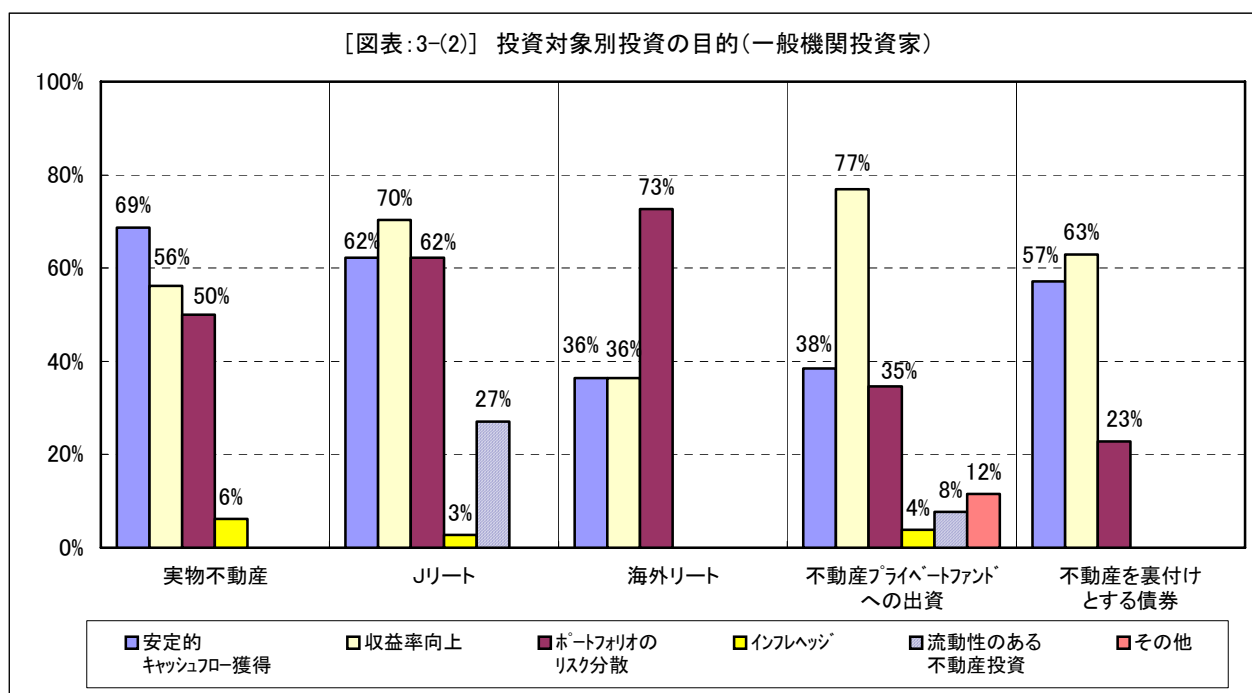
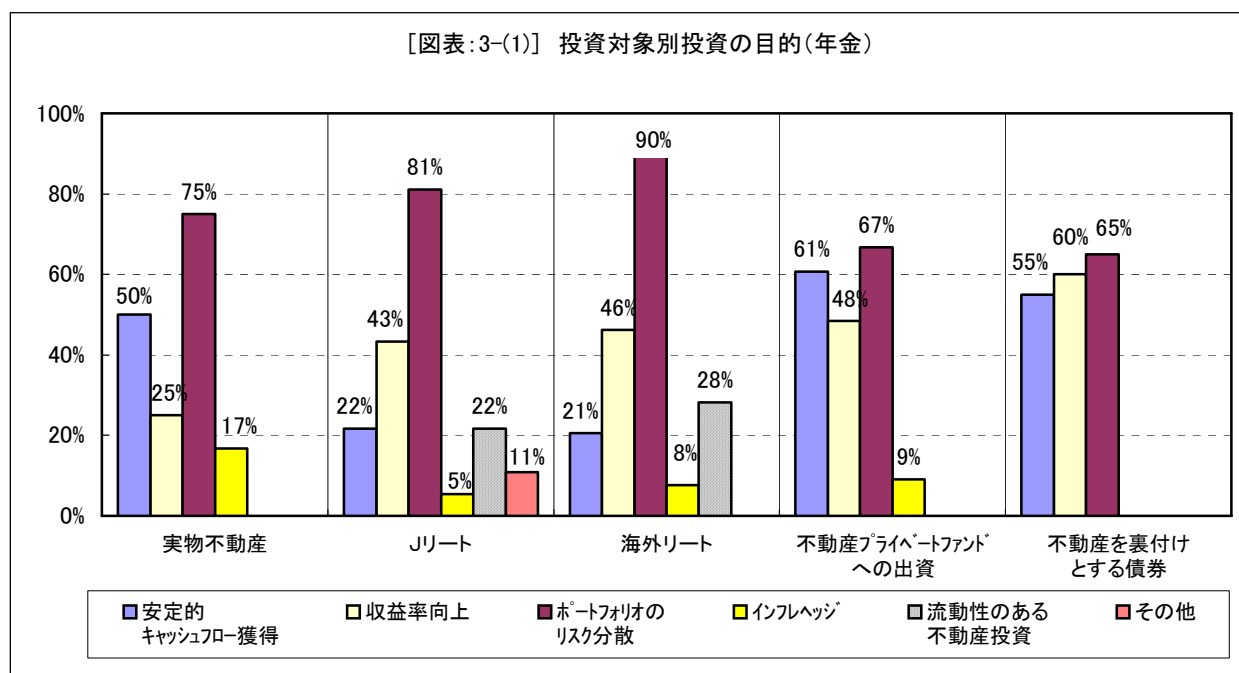


[図表:2-(3)] 資産配分の状況(一般機関投資家)



(3) 年金の投資目的は引き続き「ポートフォリオのリスク分散」が中心

「投資を行っている」「投資を検討中」または「投資に興味がある」との回答先が、各投資対象についてどのような投資目的を有しているかについては、昨年度に引き続き「ポートフォリオのリスク分散」「収益率の向上」「安定的キャッシュフローの獲得」の比率が高い。なお、年金は特に「ポートフォリオのリスク分散」の比率が高くなっており、長期安定運用を目的として、収益性よりもリスク分散を重視している様子がうかがえる。「インフレヘッジ」と答えた比率は、年金・一般機関投資家ともに減少し、全ての不動産証券化商品で10%未満となった（図表3-(1)、図表3-(2)）。



(4) 投資を検討する際に重視する項目

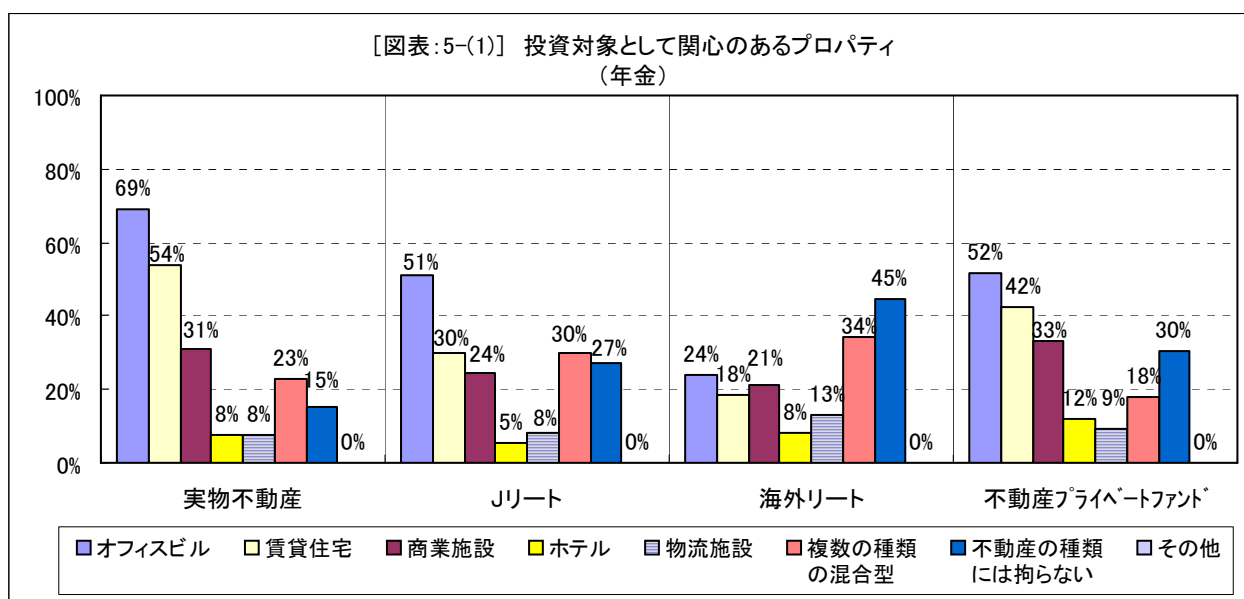
投資を検討するに際し重視する項目としては、「収益の安定性」「保有（取得）不動産の質」「運用会社の実績及び能力」が上位を占めており、近年この傾向に変化は見られない。年金のJリート投資において「運用会社の実績及び能力」の重要度が高まっており、Jリーートの資産運用会社に対する選別の目が厳しくなっていることがうかがえる（図表4）。

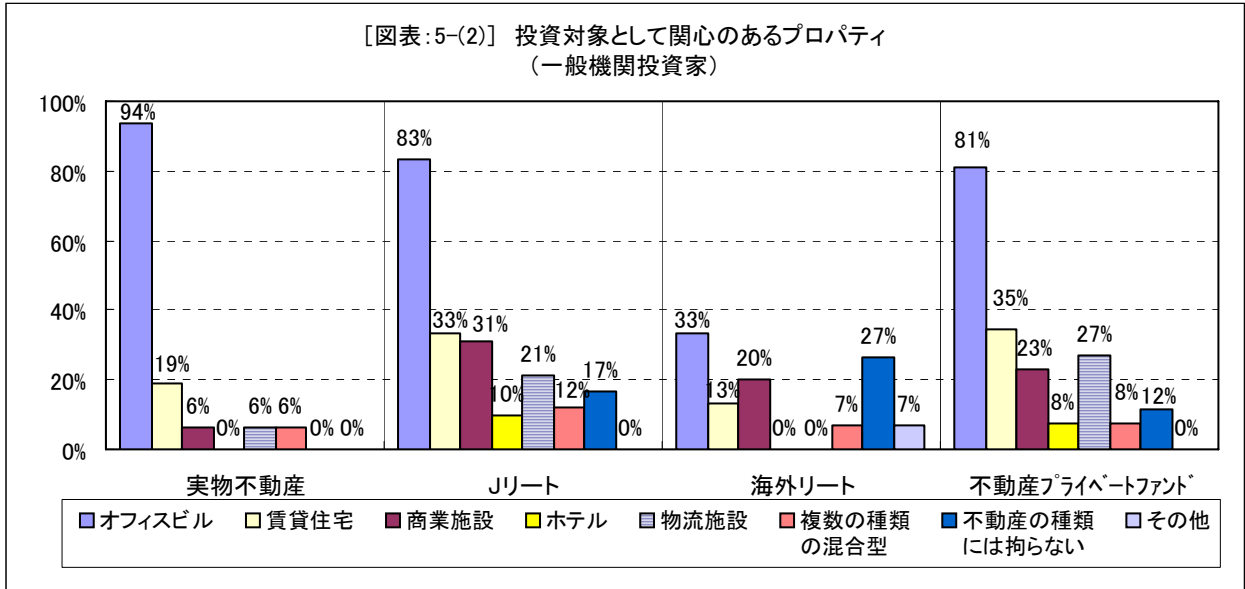
	【年金】	【一般機関投資家】
実物不動産	1位 収益の安定性(2位)	1位 収益の安定性(2位)
	2位 取得不動産の質(1位)	2位 投資収益率(3位)
	3位 流動性(3位)	3位 取得不動産の質(1位)
Jリート	1位 収益の安定性(1位)	1位 保有する資産内容(2位)
	2位 運用会社の実績及び能力(5位)	2位 収益の安定性(1位)
	3位 保有する資産内容(2位)	運用会社の実績及び能力(3位)
海外リート	1位 収益の安定性(1位)	1位 保有する資産内容(2位)
	2位 他資産との相関性(2位)	2位 運用会社の実績及び能力(1位)
	流動性(3位)	3位 流動性(4位)
不動産プライベート ファンドへの出資	1位 収益の安定性(3位)	1位 ファンド保有の不動産の質(2位)
	2位 運用会社の実績及び能力(2位)	2位 運用会社の実績及び能力(1位)
	3位 ファンド保有の不動産の質(1位)/投資収益率(4位)	3位 投資収益率(4位)

()内は昨年度順位

(5) 物件タイプ “年金において「オフィス」「商業施設」が減少し、「賃貸住宅」が増加”

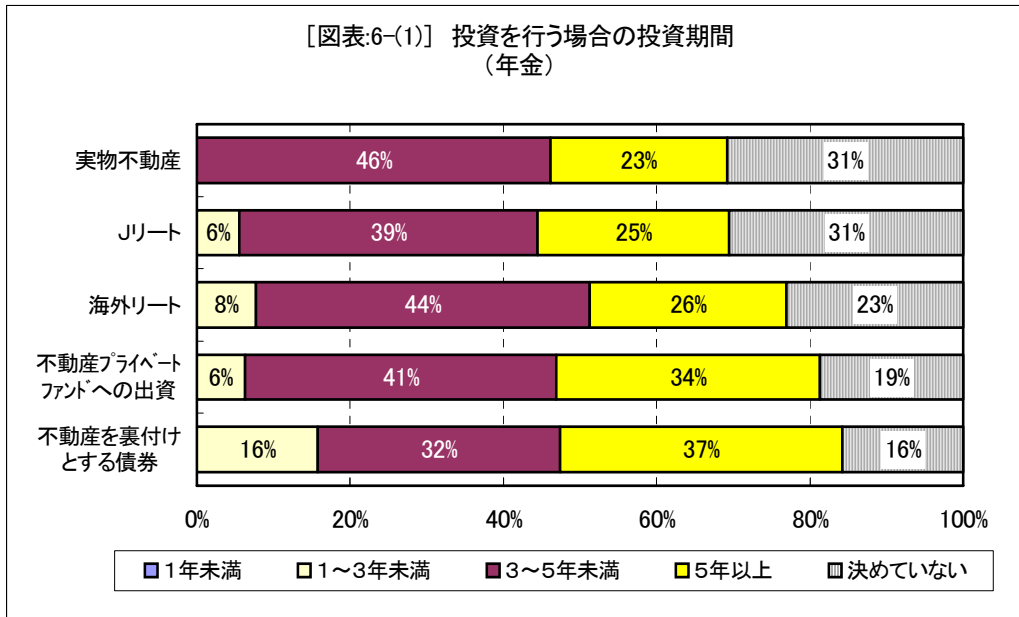
投資対象として関心のある不動産のタイプは、年金において「オフィス」と「商業施設」の割合が昨年度より減少し、「賃貸住宅」の比率が増加した（図表5-(1)）。景気の影響を受けやすいとされるオフィス・商業施設への投資関心が薄れ（オフィス賃料の今後の見通しが急激に悪化していることについては、後掲（9）参照）、不況下でも賃料収入が比較的安定するとされる賃貸住宅が見直されていることが背景にあるものと考えられる。一方で、一般機関投資家においては依然としてオフィスを中心とした投資が想定されている（図表5-(2)）。

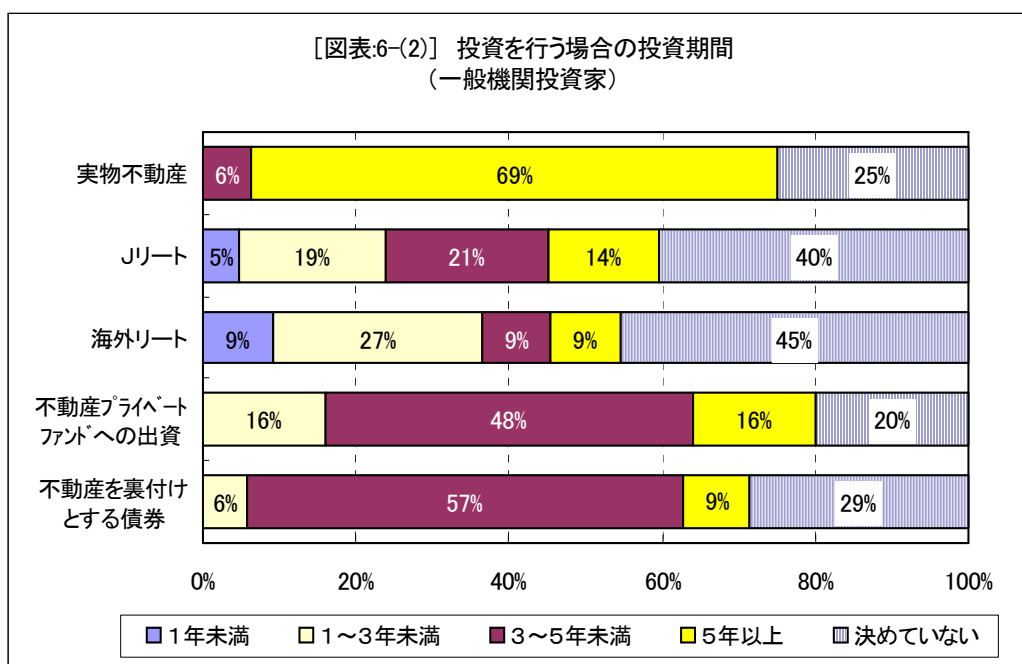




(6) 投資期間 “一般機関投資家に短期化の傾向”

投資対象別の投資期間では、年金は従来どおり3年以上の中長期を想定している一方で、一般機関投資家についてはやや短期化の傾向がある(図表6-(1)、図表6-(2))。とりわけ「Jリート」「海外リート」においては、昨年度には存在しなかった「1年未満」とする一般機関投資家も現れており、投資口価格(株価)が歴史的な低水準で推移する中で、短期的なキャピタルゲイン獲得を目的とした投資家の一部現れているものと推測される。運用資金の性格上、年金は一般機関投資家と比して長期の投資が可能であり、市況が低迷する中、両者の投資姿勢の差異が顕著となった。





(7) Jリークの期待収益率が一般機関投資家で上昇する一方、割安感も

投資対象別に見た期待投資収益率の平均値は、一般機関投資家について昨年度からの上昇が顕著であった(図表7)。Jリートについても上昇率が年金を大きく上回っており、投資期間同様に年金と一般機関投資家の投資に関する性格の差が明らかとなる結果となった。なお、実物不動産について年金と一般機関投資家がほぼ同水準の期待収益率で推移しているのは、実物不動産に投資する一般機関投資家が事実上生命保険会社および損害保険会社に限定され、運用資金の性格(長期性)が年金と類似しているためと推測される。

また、現在のJリークの分配金利回りと長期金利の利回り差(スプレッド)の妥当性については、一般機関投資家の65.0%が「大きすぎる」と回答した(平成20年度43.6%、平成19年度3.6%)。Jリークの投資口価格に割安感が強まっており、投資に関心を持つ一般機関投資家の割合も昨年度より増加している(前掲図表1-(5))。

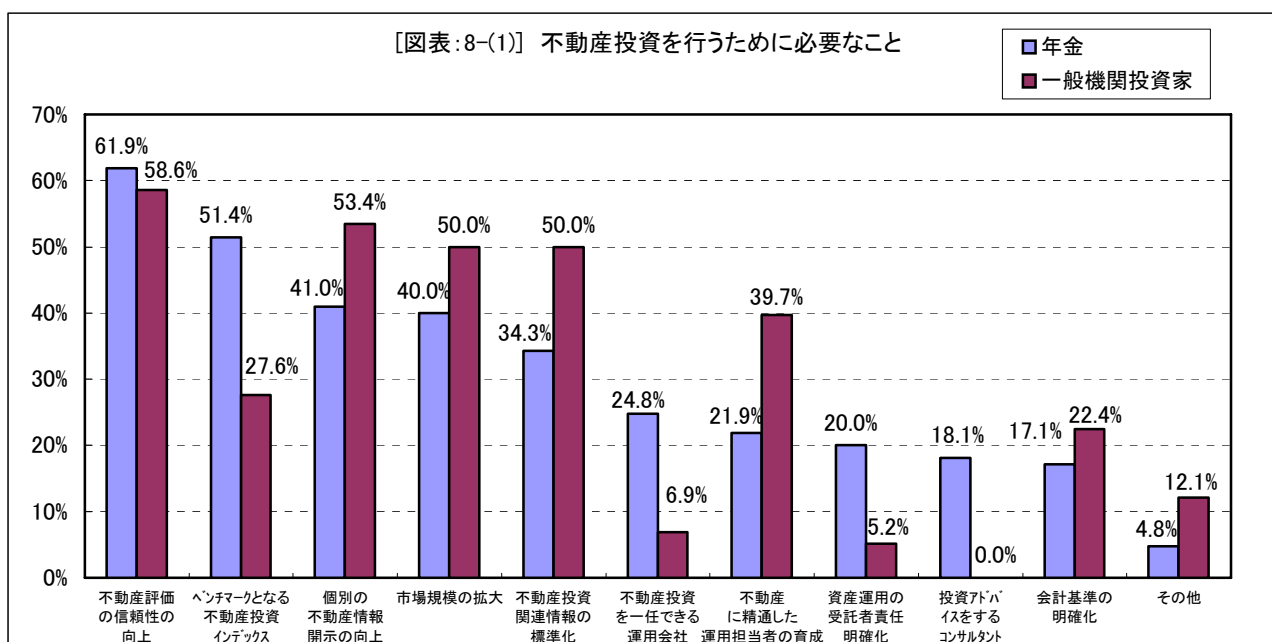
[図表:7] 投資対象別 期待投資収益率

	【年金】				【一般機関投資家】			
	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	平成21年度
実物不動産	5.0%	8.2%	6.0%	5.7%	6.0%	5.6%	6.0%	5.9%
Jリート	6.1%	5.9%	5.6%	5.7%	5.8%	5.6%	5.3%	6.7%
海外リート	-	6.9%	6.2%	5.8%	-	6.3%	7.0%	13.0%
不動産プライベート ファンドへの出資	7.6%	7.4%	6.8%	6.9%	9.6%	9.2%	9.3%	10.4%
不動産を裏付けとする 債券	4.4%	4.2%	5.2%	5.7%	3.8%	2.1%	2.7%	2.9%

※平成18年度は期待投資収益率をレンジで質問したことから、当該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)数で割った数値。また、海外リークの質問は平成19年度新設。

(8) 「不動産評価の信頼性の向上」が重要な課題

不動産投資のための課題としては、年金・一般機関投資家とも2年連続で「不動産評価の信頼性の向上」が1位となった(図表8-(1))。不動産価格の急落が問題となり、取引件数も大幅に減少して市場価格の把握が困難な状況にある中、信頼できる不動産評価が不動産投資の前提として重要性を増している。また、長期的に安定した投資を行うための「市場規模の拡大」や、「個別の不動産情報開示の向上」「不動産投資関連情報の標準化」などの投資環境整備に対する需要も根強い。年金は運用成績の尺度として「ベンチマークとなる不動産投資インデックス」のニーズが依然大きく、自ら資金を運用する一般機関投資家においては、不動産に精通した人材の育成が引き続き大きな課題である。



なお、実物不動産・不動産証券化商品への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、各投資対象とも昨年同様「市況が思わしくない」が上位に入るとともに、引き続き「個別のファンドの情報が少ない」や「商品特性がわからない」も上位にランクされており、投資家に対する説明等事業者サイドで改善努力が必要である状況も浮き彫りとなった(図表8-(2))。

Jリートについては、「株式との相関の高まり」(年金2位)や「投資口価格のボラティリティが高い」(一般機関投資家3位)も上位に挙げられている。

[図表:8-(2)] 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】	
	順位	理由	順位	理由
実物不動産	1位	流動性が低い(1位)	1位	流動性が低い(1位)
	2位	市況が思わしくない(5位)	2位	市況が思わしくない(5位)
	3位	実物不動産の特性の理解がない(2位)	3位	個別の情報が少ない(2位)
Jリート	1位	市況が思わしくない(1位)	1位	市況が思わしくない(2位)
	2位	株式との相関の高まり(-)	2位	流動性が低い(-)
	3位	個別ファンドの情報が少ない(3位)	3位	投資口価格のボラティリティが高い(3位)
海外リート	1位	個別ファンドの情報が少ない(2位)	1位	個別ファンドの情報が少ない(1位)
	2位	商品特性がわからない(1位)	2位	市況が思わしくない(-)
	3位	市況が思わしくない(-)	3位	為替リスク(-)
不動産プライベートファンドへの出資	1位	個別ファンドの情報が少ない(2位)	1位	流動性が低い(-)
	2位	商品特性がわからない(1位)	2位	個別ファンドの情報が少ない(1位)
	3位	流動性が低い(-)	3位	市況が思わしくない(3位)
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)	1位	流動性が低い(-)
	2位	個別の情報が少ない(2位)	2位	個別の情報が少ない(1位)
	3位	流動性が低い(-)/市況が思わしくない(4位)	3位	市況が思わしくない(3位)

※「その他」を除く。()内は昨年度順位。(-)は今年度より新設した選択肢。

(9) 今後の市場見通し(動向指数)は大幅な悪化

今後1年間の金融・資本市場および不動産市場の見通しを示す動向指数は、株価については回復を見通すものの、地価・オフィス賃料については急激に悪化した(図表9)。とりわけ、オフィス賃料については年金で△52ポイント、一般機関投資家では△70ポイントと、悲観的な見方が強い。このことは投資対象となるプロパティタイプの選定にも影響を及ぼしているとみられる(前掲(5)参照)。

[図表:9] 今後の金融・資本市場および不動産市場の見通し(今後1年間)				
	【年金】		【一般機関投資家】	
	平成20年度	平成21年度	平成20年度	平成21年度
長期金利	55	54	48	27
株 価	54	53	38	31
地 価	1	△ 25	△ 17	△ 53
オフィス賃料	4	△ 52	9	△ 70
期待利回り	12	5	31	25
イールドギャップ	3	2	6	13

※ 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

以上