

不動産投資インデックスに関する 米国でのヒアリング調査報告

1. 経緯・目的

ARESが算出・公表している不動産投資インデックスの「AJPI」(ARES Japan Property Index)・「AJFI」(ARES Japan Fund Index)はNCREIFのインデックスに準拠して算出をしている。これまでNCREIFとは一定の関係を築いていたが、ARES主担当者の退職やコロナ禍の影響等により近年は十分な連携が図れない状況が続いていた。こうしたなか、2024年度に投資インデックスWG(ワーキンググループ)の座長に就任されたBASE-K代表 木浦尊之氏の協力を得て、今回の訪問が実現した。NCREIFと面談を行い、関係の再構築を図るとともに、インデックス事業の運営上の実務についてもヒアリングを行った。

また、NCREIFと同様にインデックスの算出・公表を行っているPREAも訪問し、関係の再構築を図るとともにMSCI/PREAインデックスについてヒアリングした。

さらに今回の米国調査では、NCREIFやPREAにファンドデータを提供している運用会社(GP-General Partner)としてHeitmanとTA Realtyへも訪問し、データ提供の実務やインデックスの活用について実態把握を行った。

(市場基盤ディビジョン 石田達也、藤田崇広)

NCREIFとは？

不動産投資を行う年金基金やその資金を受託して実際に不動産投資・運用を行うアセットマネージャーなどが会員となり、自社が保有する不動産のデータを提供することで、実物不動産インデックスを公表している非営利団体である。

正式名称はNational Council of Real Estate Investment Fiduciaries(米国不動産投資受託者協会)であり、1985年に設立された。NCREIFインデックスはアメリカで最も広く利用されている不動産インデックスである。

<NCREIFが公表しているインデックスの一例>

- ・NPI(NCREIF Property Index)
- ・NFI-ODCE(NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity)

PREAとは？

世界の機関投資家向け不動産投資業界の非営利業界団体で、米国・カナダ・欧州・アジアに700社を超える法人会員が加盟しており、会員は公的年金基金・企業年金基金・財団・保険会社・投資顧問会社・不動産投資信託(REIT)・デベロッパー・不動産事業会社・業界サービスプロバイダーなどが含まれる。

正式名称はThe Pension Real Estate Association(米国年金不動産投資協会)で、1979年に設立された。教育・研究イニシアティブ・会員相互の交流・情報交換のための客観的なフォーラムの後援を通じて、機関投資家向けの不動産投資に携わる会員にサービス提供することをミッションとしている。

＜PREAが公表しているインデックスの一例＞

- MSCI/PREA U.S. AFOE Quarterly Property Fund Index ※AFOE⇒All Fund Open-End
- MSCI/PREA U.S. ACOE Quarterly Property Fund Index ※ACOE⇒Appraisal Core Open-End

2. 調査概要

(1) 日程：2025年11月4日(火)～11月7日(金)

(2) ヒアリング先

①インデックス算出機関：NCREIF President Dan Dierking氏、PREA CEO Zoe Hughes氏

②データ提供者(GP)：Heitman、TA Realty

(3) 参加者：BASE-K 代表 木浦尊之氏(ARES 投資インデックスWG座長)

ARES 市場基盤ディビジョン 石田・藤田

3. 今回の調査で確認できた(判明した)事項

(1) NCREIF

- NFI-ODCEは米国においては私募のオープンエンドファンド投資(コア型)の必須インフラになっており、投資家募集においてはNFI-ODCEに組み入れられていることが必要不可欠となっている。そのためファンド運用会社はNCREIFの会員となり、手間とコストをかけてでも四半期ごとにデータを提供する必要がある。なお、データ提供者であってもNCREIFの会費を支払っており、年額\$20,000～\$35,000の範囲で、運用資産残高に応じて会費が決まっている。
- ファンド運用会社がデータ提供をするメリットとしては、前述のとおり投資家に訴求しやすくなることの他に、NCREIFの各種インデックスの詳細データへのアクセスや分析ツールを利用でき



NCREIF President Dan Dierking氏(中央)へのヒアリング後に撮影

ること、その他NCREIFの各種委員会への参加がある。

- NCREIFではインデックスのシステム投資に十分な資金を投入していることに加え、詳細なデータ入力マニュアル・プロセスを構築しているため、少人数での運営及び内製化、また迅速な検証プロセスを維持している。

(2) PREA

- NCREIFとPREAは投資家へのファンドの報告基準(Reporting Standard)を共同で作成しているが、インデックスについてはNCREIFが独立性を保持するため、それぞれでインデックスの算出・公表を行っている。
- NCREIFがインデックスを中核としているのに対して、PREAの中核となる活動は会議とネットワーキングである。PREAが独自でインデックスの算出・公表を行っているのは、会員にNCREIFとは異なった市場パフォーマンスに関する情報提供を行うためである。
- PREAはインデックスに関する実務(データ収集・検証・算出・分析)をMSCIにアウトソーシングしているが、その理由は、①グローバルな知名度を有するMSCIとの連携によりPREAのインデックスの普及向上を図るため、②MSCIに高い専門性と十分なリソースがあるためである。



PREA CEO Zoe Hughes氏(中央)へのヒアリング後に撮影

(3) GP (Heitman、TA Realty)

- 各GPは不動産の管理システム(例:Yardi[®])を導入し、外部の会計会社へ委託を行うことで、データ提供体制を整え、短期間(NFI-ODCEは四半期決算日から20日)でのデータ提出を可能としている。

※Yardiは不動産運用・管理に特化した世界シェア最大級のソフトウェア。物件の会計・賃貸管理から、ファンドの投資家レポートまでをクラウド上で一元管理できる。

- 投資家は常にファンドのパフォーマンスをNFI-ODCEとの比較で尋ねてくる。また、パフォーマンスの要因分解を詳細に説明する必要があるため、MSCIの分析レポートが必要となる。NCREIFとMSCI/PREAに提供するデー



Heitman へのヒアリング後に撮影



TA Realty へのヒアリング後に撮影

タ内容は概ね同様であるが、前者は公式ベンチマークとしての地位があり、後者はMSCIの分析ツールを活用できるため、両方にデータ提供をする意義がある。

4. 今後の課題

- (1) 米国ではNFI-ODCEが私募ファンド投資においてインフラになっているのに対して、ARESのAJFI-OURs(私募リートインデックス)はまだその域に達していない。今後、私募リートのパフォーマンスに対して投資家の関心が集まることによって、AJFI-OURsも私募リート投資のインフラとなれるよう、普及のための取組みが必要である。しかしながら、投資家から開示情報の追加等の要望が出てくる場合には、データ提供者側の負担が増すこととなるため、慎重に議論を進めていくと同時に、データ入力基準の明確化など、事務負担の軽減を図る必要がある。
- (2) 米国ではインデックスに対してベンチマークとしての地位や分析機能を期待しているが、現状ARESインデックスが運用会社から受領しているデータレベルは必要最小限のものであり、詳細な分析は難しい。またARESが協会として掛けられるリソースやコストを踏まえると、今後は例えばPREAとMSCIの連携のように、専門性の高い外部機関との連携の必要性が出てくる可能性がある。
- (3) NCREIFは非常に詳細な入力マニュアルやメソドロジーを整備しており、入力者が迷わない仕組み作りが進んでいる。現状のARESインデックスでは入力項目の定義や入力フォーマットの整備が不十分であると認識しており、今後改善を進める必要がある。
- (4) 昨今では、一部の投資家から運用会社に対してファンドのパフォーマンスをAJFIと同じ算出方法で計算し、AJFI-OURsとの比較を説明するよう求められていると聞いている。そのため、ARESインデックスのメソドロジーを理解いただけるよう、解説資料の整備も課題である。特にARESインデックスで用いている修正ディーツ法は、時間加重収益率の算出方法の一つであり、株式投資等では一般的であるものの、不動産投資においては馴染みがないと思われるため、理解浸透が必要となる。