

第 15 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

一般社団法人不動産証券化協会（会長：岩沙弘道 三井不動産株式会社代表取締役会長）はこの
程、第 15 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た。

主な調査結果

➤不動産投資を行っている機関投資家の割合（回答数ベース）については、前年調査と比べて、年金は横ばい、一般機関投資家は微減となっている。

➤「投資済み」とする投資対象は、年金では前年調査まで比率が高かった「国内不動産プライベートファンド」が減少し、「Jリート」や「私募リート」、「海外リート」と同様の比率となっている。一般機関投資家では、「私募リート」の割合が大きく**増加**する一方、「国内不動産プライベートファンド」が年金同様、前年調査から減少している。

「投資に興味がある」対象について見ると、年金では「私募リート」が前年の 20%弱から今回 7%まで**減少**しており、同様に一般機関投資家でも 24%から 20%弱まで減少しているが、これは「私募リート」への関心から実投資に向かったものと思われ、引き続き「私募 REIT」への投資需要は比較的高水準にある。

➤インフラファンド投資については、**年金で 20%**が「投資済み」であり、2011 年の設問以来 2 倍強に増加している。一般機関投資家では、微増傾向で今回調査では 10%弱である。

➤海外不動産投資（日本の機関投資家のアウトバウンド投資）について、マネージャ・セレクション等に関する調査項目を新規に設定した。海外所在不動産に最も近いポジションにいるアセット・マネージャとして最も選好されるのは、年金では「グローバル・プレーヤー」（回答比率=6 割弱）であるのに対して、一般機関投資家では「ローカル・プレーヤー」（回答比率=7 割弱）であった。

一方で、海外所在不動産へのファンド経由での投資に当たって、投資判断やレポーティング業務を担う事業者については、年金・一般機関投資家ともに「グローバル・プレーヤー」が選好されているが、「ドメスティック（日本の）プレーヤー」を**選好**する比率は、**年金**で 3 割弱あり、こうした事業への国内企業の参入可能性が示唆される結果であった。

※本アンケート調査は、年金基金および生保・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平成13年度より毎年実施しているものである。本年度は、年金76、一般機関投資家54の計130件の回答を得た（調査期間 平成27年7月28日～9月15日）。

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。

<本件に関するお問い合わせ先>

一般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 1-1-14 NOF 溜池ビル 3 階

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

E-mail : research@ares.or.jp

第 15 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】

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」「不動産プライベートファンド等への出資」「私募リート」「不動産を裏付けとする債券」「海外リート」である。一部の質問項目については、「海外不動産プライベートファンド等への出資」も調査対象である。

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 27 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、共済組合、公的年金から抽出した 528 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 172 社

（2）調査期間

～平成 27 年 7 月 6 日・・・アンケート調査票発送

↓

平成 27 年 7 月 28 日・・・回答一次締切り

|

| 督促作業

↓

平成 27 年 9 月 15 日・・・回答締切り（最終）

（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

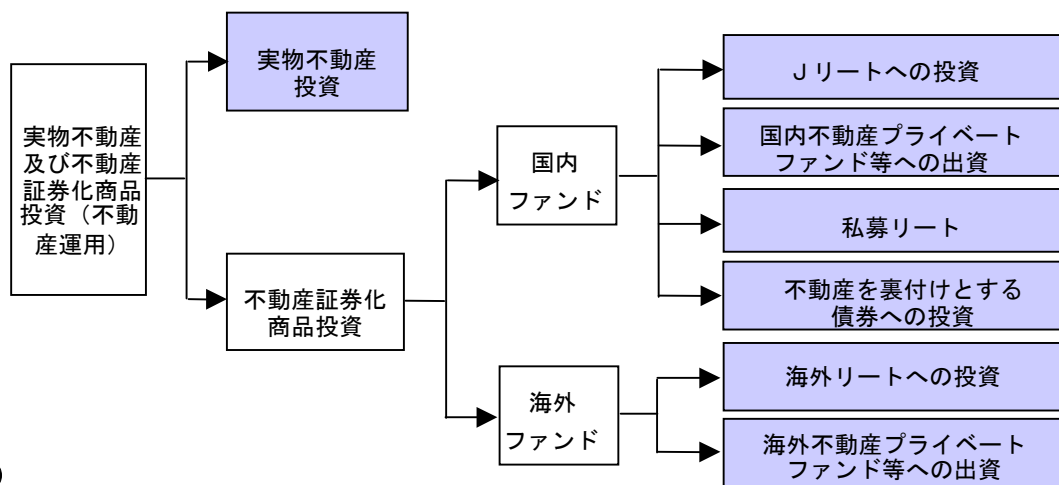
一般社団法人不動産証券化協会

（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) 不動産プライベートファンド・私募リート of LTV 水準
- (11) 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
- (12) 投資を拡大するための課題
- (13) インフラファンドへの投資状況
- (14) 今後の金融・資本市場ならびに不動産市場の見通し
- (15) アウトバウンド投資に対する関心

(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. 国内不動産プライベートファンド等への出資（クローズド・エンド型）

：クローズド・エンド型のプライベートな形態の国内籍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）。

D. 私募リート（オープン・エンド型）

：非上場オープンエンド型国内不動産投資法人の投資口への投資。または、私募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私募リートへの間接投資。

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。

F. 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。

G. 海外不動産プライベートファンド等への出資

：クローズド・エンド型又はオープン・エンド型のプライベートな形態の海外籍不動産ファンドへの出資。

（7）アンケート回収結果

（ ）内は昨年度実績

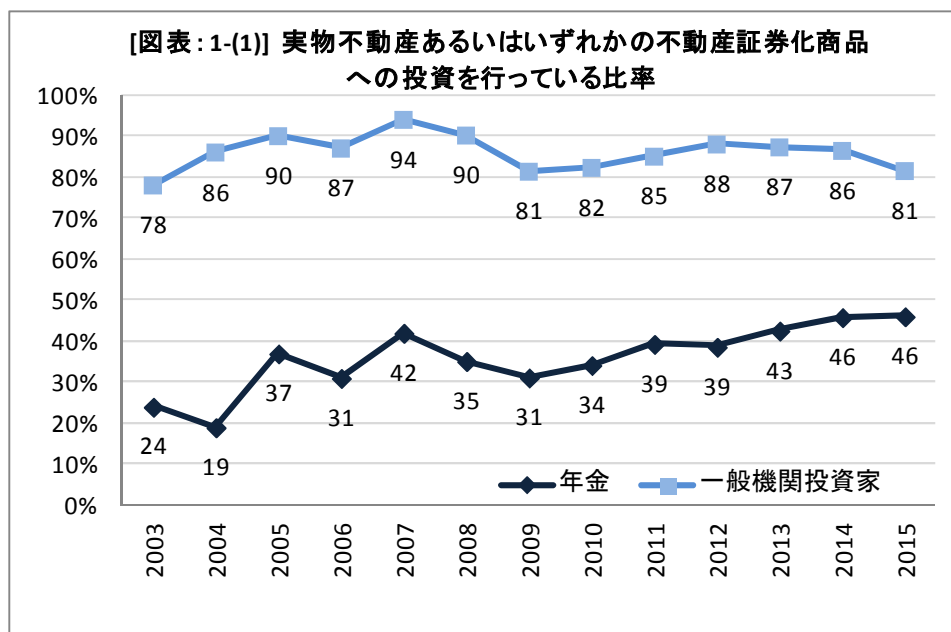
アンケート送付先		送付	回収	回収率
年金（A）				
※原則として2015年3月末時点で、総資産額140億円以上の年金から抽出		528	76	14.4%
		(557)	(96)	(17.2%)
(A) 内 訳	厚生年金基金	238	20	8.4%
		(237)	(34)	(14.3%)
	確定給付企業年金	270	53	19.6%
	(296)	(61)	(20.6%)	
	共済組合・公的年金	20	3	15.0%
	(24)	(1)	(4.2%)	
一般機関投資家（B）		172	54	31.4%
		(179)	(59)	(33.0%)
(B) 内 訳	生命保険会社	31	12	38.7%
		(35)	(16)	(45.7%)
	損害保険会社	18	6	33.3%
		(19)	(7)	(36.8%)
	都市銀行等	8	3	37.5%
	(10)	(4)	(40.0%)	
	信託銀行	13	7	53.8%
	(14)	(5)	(35.7%)	
	地方銀行・第二地銀	102	26	25.5%
	(101)	(27)	(26.7%)	
合計（A）+（B）		700	130	18.6%
		(736)	(155)	(21.1%)

アンケート調査結果の主な内容

(1) 不動産投資状況

1. 不動産投資比率

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基金数（機関数）ベースで、年金において46%（前年調査46%）で横ばい、一般機関投資家において81%（同86%）で減少となっている（図表1-(1)）。経年的には、不動産投資を行う年金の比率は、リーマン・ショック後2009年に底を打って以降、緩やかではあるが増加傾向にある一方で、不動産投資を行う一般機関投資家の比率は、2012年以降減少傾向にある。

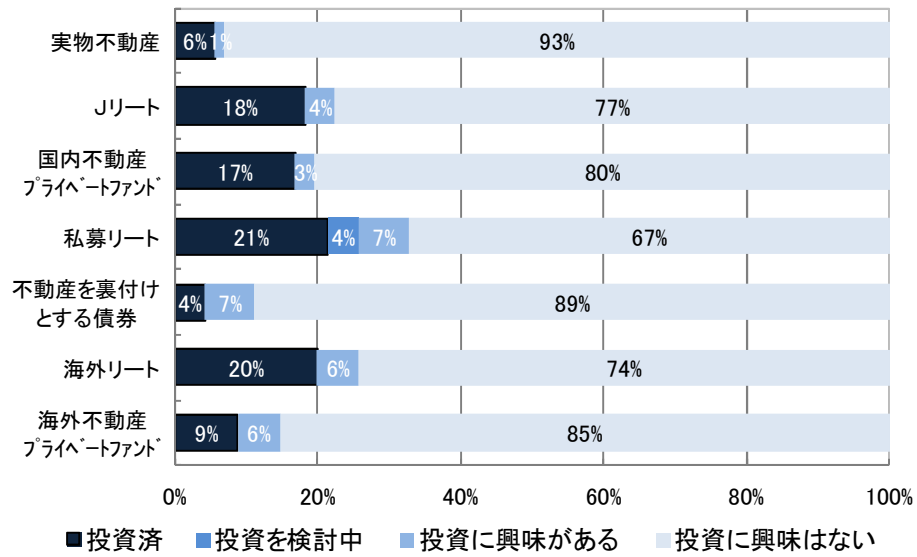


2. 投資対象別投資の有無

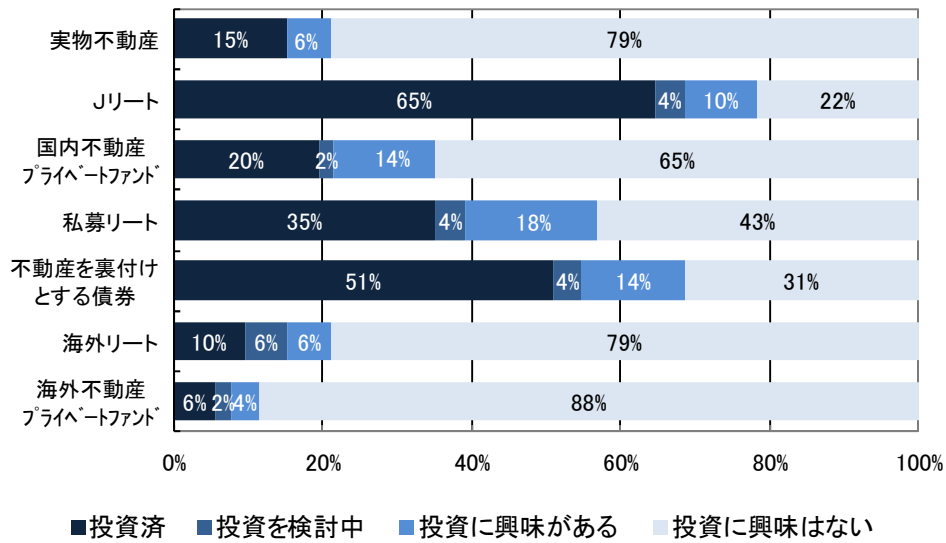
「投資済み」とする投資対象を年金、一般機関投資家それぞれについてみると、年金では前年調査まで比率が高かった「国内不動産プライベートファンド」が減少し(28%→17%)、「Jリート」(18%)や「私募リート」(21%)、「海外リート」(20%)と同様の比率となっている。一般機関投資家では、「私募リート」の割合が大きく増加(17%→35%)する一方、「国内不動産プライベートファンド」が年金同様、前年調査から減少している(26%→20%)（図表1-(2)、(図表1-(3))）。

「投資に興味がある」対象について見ると、年金では「私募リート」が前年の20%弱から今回7%まで減少しており、同様に一般機関投資家でも24%から20%弱まで減少しているが、これは「私募リート」への関心から実投資に向かったものと思われ、引続き「私募REIT」への投資需要は高水準にある。

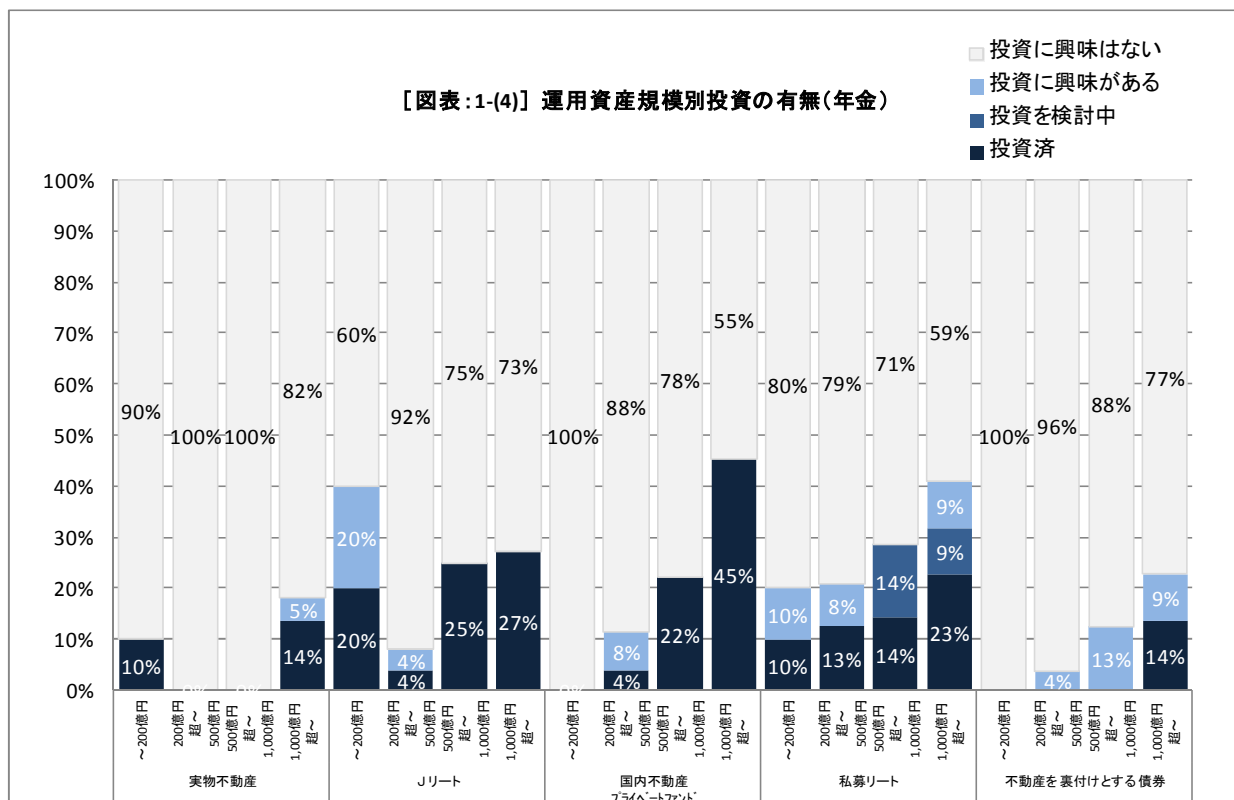
[図表:1-(2)] 投資対象別投資の有無(年金)



[図表:1-(3)] 投資対象別投資の有無(一般機関投資家)

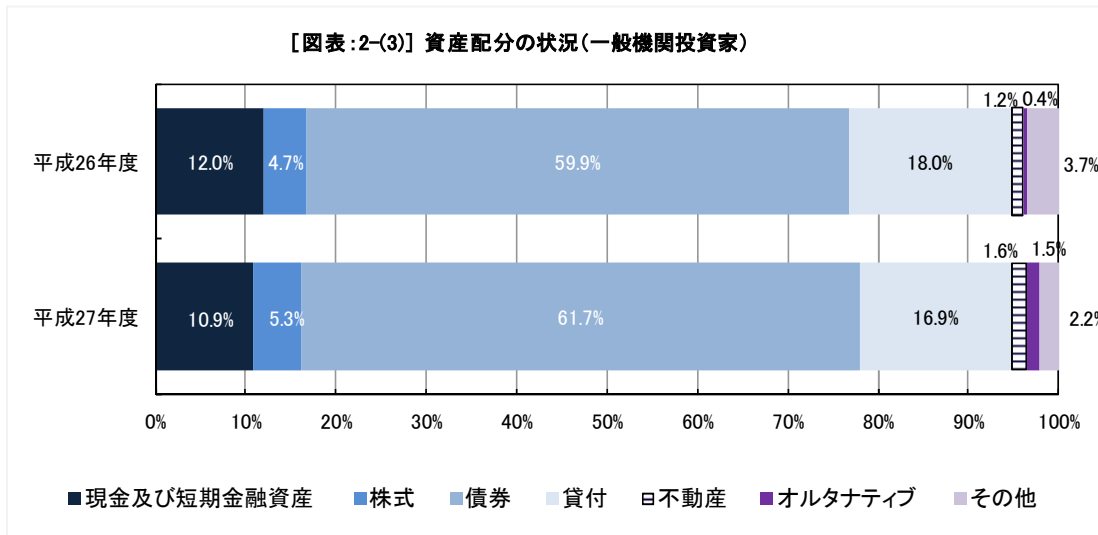
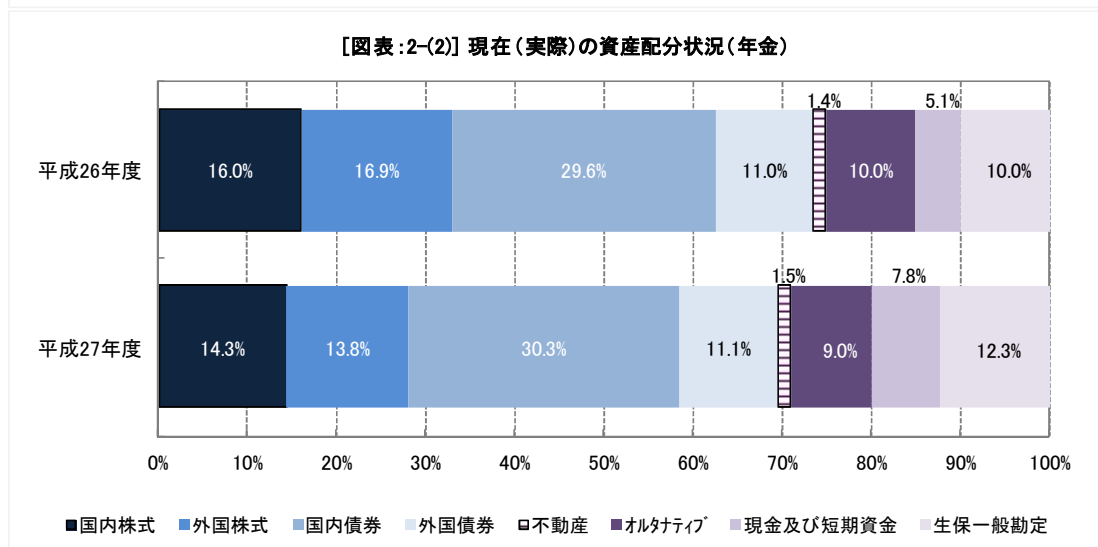
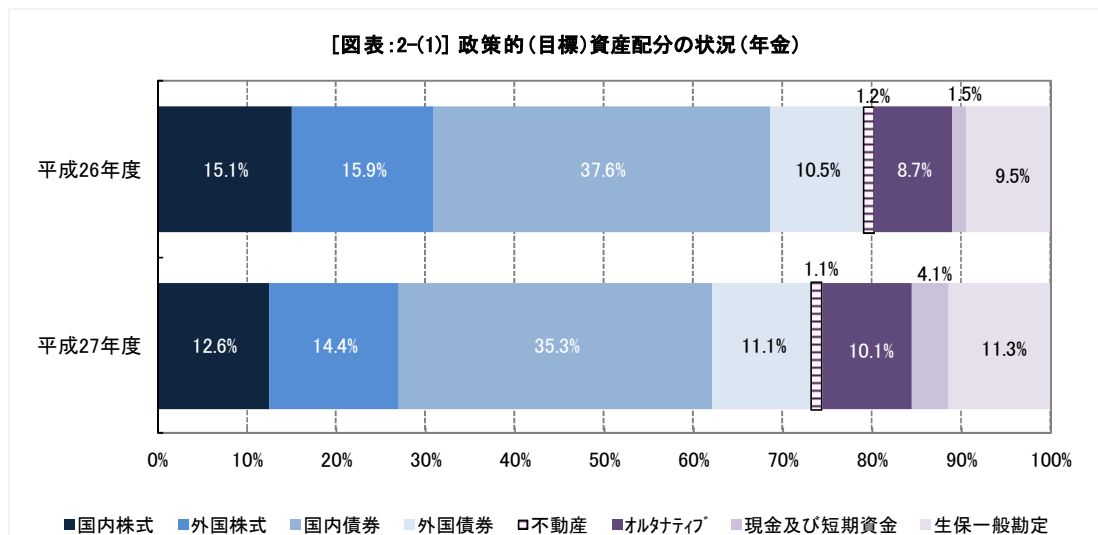


運用資産規模別の不動産投資額については、特に「国内不動産プライベートファンド」「私募リート」において運用資産規模に比例してその額が増加する傾向にあるが、投資単額が比較的小さい「Jリート」では運用資産額が小さい投資家においても一定程度投資が行われている状況が窺われる(図表 1-(4))。



(2) 資産配分状況～「不動産」への資産配分

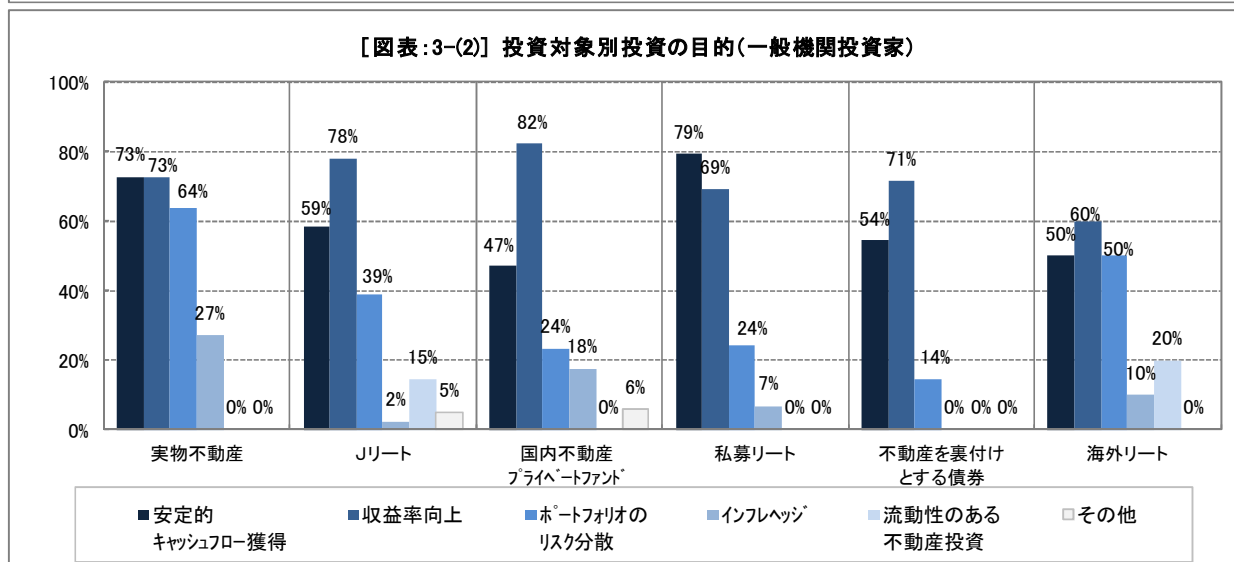
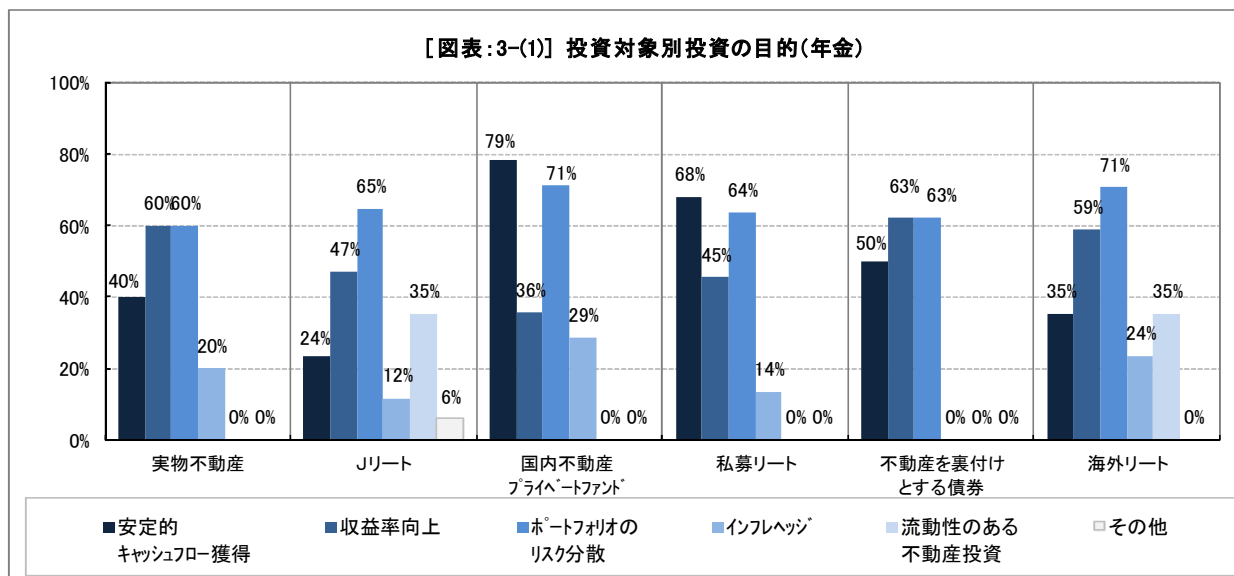
運用資産の資産配分における「不動産」の割合（単純平均）は、年金の政策的（目標）資産配分については1.1%（前年調査1.2%）、現在（実際）の資産配分については1.5%（同1.4%）である。一般機関投資家の実際の資産配分については、1.6%（同1.2%）である（注：「不動産」に何が含まれるかは各回答者の定義による）（図表2-(1)～(3)）。



(3) 投資目的

「投資済」「投資を検討中」または「投資に興味がある」と回答した先が有する各投資対象別の投資目的については、年金では全体として「ポートフォリオのリスク分散」が中心だが、「国内不動産プライベートファンド」「私募リート」では「安定的キャッシュフローの獲得」の比率も高い（図表3-1）。

一般機関投資家では「収益率向上」「安定的キャッシュフローの獲得」の比率が全体に高いが、「私募リート」における「安定的キャッシュフローの獲得」が特に高い（図表3-2）。



(4) 投資を検討する際に重視する項目

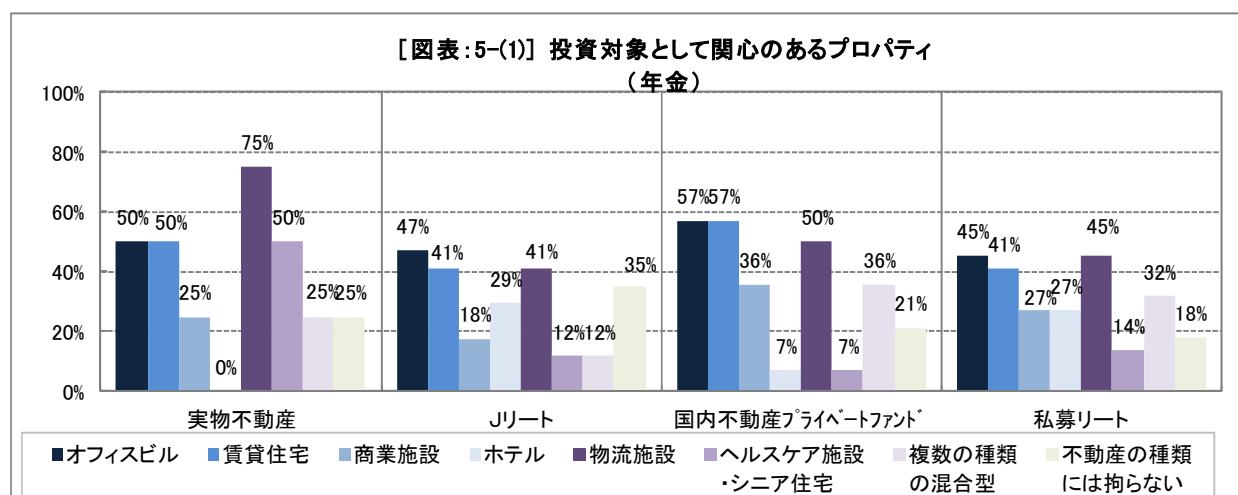
投資を検討する際に重視する項目としては、前年調査同様、年金、一般機関投資家ともに多くの商品で「収益の安定性」が1位になっている。この他では、「不動産の質」（「保有する資産内容」）も上位を占めている。「国内不動産プライベートファンド」「私募リート」では、「運用会社の実績及び能力」も重視されている（図表4）。

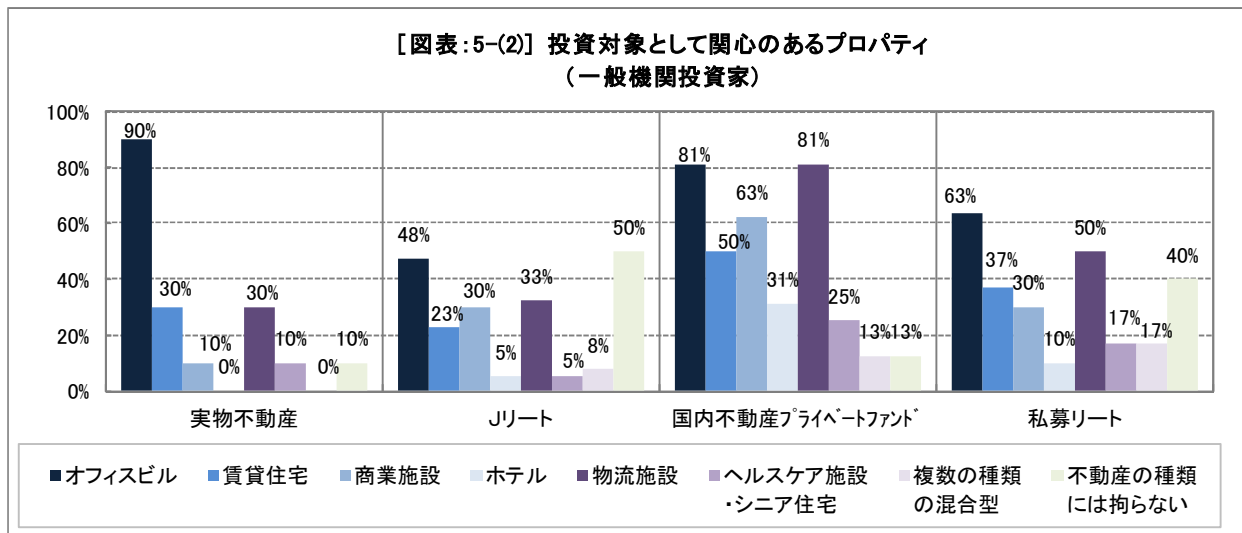
	【年金】			【一般機関投資家】		
	順位	項目	順位	項目	順位	項目
実物不動産	1位	収益の安定性(2位)	1位	収益の安定性(1位)		
	2位	取得不動産の質(1位)	2位	取得不動産の質(2位)		
	3位	投資収益率(4位)	3位	投資収益率(3位)		
リート	1位	収益の安定性(1位)	1位	収益の安定性(1位)		
	2位	保有する資産内容(2位)	2位	流動性(2位)		
	3位	運用会社の実績及び能力(4位)	3位	投資収益率(6位)		
国内不動産 プライベートファンド	1位	収益の安定性(2位)	1位	運用会社の実績及び能力(1位)		
		運用会社の実績及び能力(3位)	2位	ファンド保有の不動産の質(2位)		
	3位	ファンド保有の不動産の質(1位)	3位	投資収益率(5位)		
私募リート	1位	収益の安定性(2位)	1位	収益の安定性(1位)		
	2位	ファンド保有の不動産の質(3位)		運用会社の実績及び能力(2位)		
	3位	運用会社の実績及び能力(1位)	2位	ファンド保有の不動産の質(2位)		
海外リート	1位	収益の安定性(1位)	1位	収益の安定性(1位)		
	2位	運用会社の実績及び能力(2位)	2位	不動産市場の今後の見通し(2位)		
	3位	流動性(3位)	3位	保有する資産内容(5位)		

()内は昨年度順位

(5) 投資対象として関心のあるプロパティタイプ

投資対象として関心のある不動産のプロパティタイプは、年金、一般機関投資家いずれも、これまでは「オフィス」「賃貸住宅」「商業施設」が中心であったが、「物流施設」がこれらを上回る商品もでてきている（図表5-(1)、図表5-(2)）。





〔6〕 期待投資収益率

投資対象別にみた期待投資収益率の中央値は、前年調査比で全般的に「低下」傾向である（例外的に、年金の「海外リート」は微増、「Jリート」は横ばい、一般機関投資家の「私募リート」は横ばいとなっている）（図表 6）。

〔図表：6〕 投資対象別 期待投資収益率

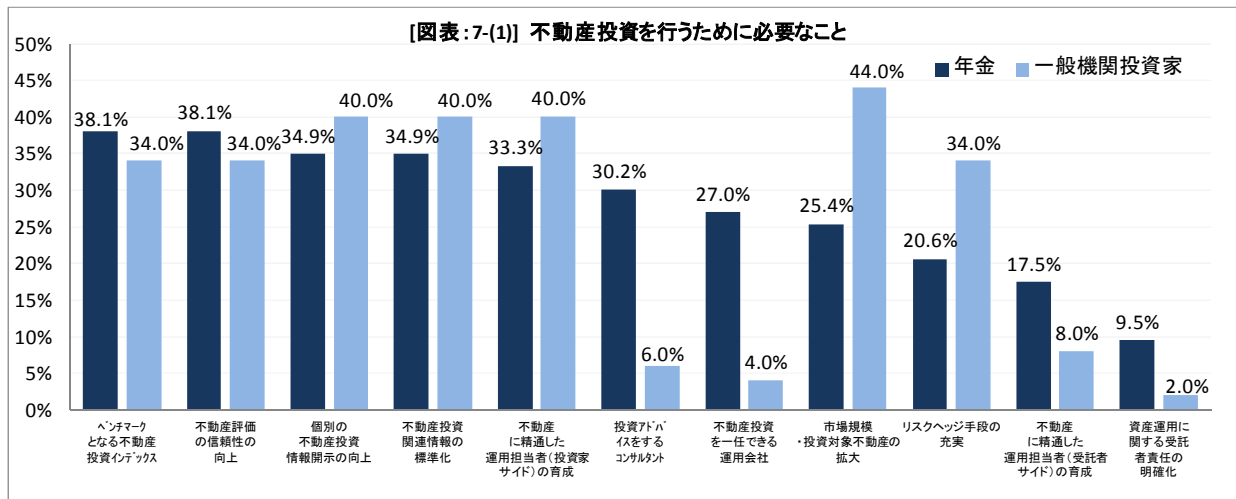
	【年金】					【一般機関投資家】				
	平成23年度	平成24年度	平成25年度	平成26年度	平成27年度	平成23年度	平成24年度	平成25年度	平成26年度	平成27年度
実物不動産	5.0%	5.0%	5.0%	5.3%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	4.8%	4.0%
Jリート	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.8%	4.3%	4.0%
国内不動産 プライベートファンド	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%	5.0%	9.0%	6.0%	8.0%	8.0%	6.0%
私募リート	-	-	5.0%	5.0%	4.5%	-	-	5.0%	4.5%	4.5%
不動産を裏付けとする 債券	5.0%	5.0%	4.0%	4.3%	3.0%	2.5%	2.0%	2.0%	1.8%	1.5%
海外リート	5.0%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	8.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%

※掲載の値は各サンプルのメジアン(中央値)

〔7〕 不動産投資を行うために必要なこと

～「不動産評価の信頼性の向上」「市場規模・投資対象不動産の拡大」が重要な課題

不動産投資を行うために必要なものとしては、年金では、例年同様「不動産評価の信頼性の向上」「ベンチマークとなる不動産投資インデックス」の比率が高い。一般機関投資家では、「市場規模・投資対象不動産の拡大」が高い比率となっている。この他、一般機関投資家では「不動産に精通した運用担当者（投資家サイド）の育成」「不動産投資関連情報の標準化」「個別の不動産投資情報開示の向上」が前年調査同様、その比率が高い（図表 7-(1)）。



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、前年調査に引き続き「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」が上位にランクされている。また「流動性が低い」も多い。Jリートでは、「株式との相関の高まり」「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上位に入っている（図表7-(2)）。

【図表：7-(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	個別の情報が少ない(2位)	2位	個別の情報が少ない(2位)
	3位	実物不動産の特性を理解していない(4位)	3位	投資規模が課題となり合わない(3位)
Jリート	1位	株式との相関の高まり(1位)	1位	投資口価格のボラティリティが高い(1位)
	2位	投資口価格のボラティリティが高い(2位)	2位	株式との相関の高まり(2位)
	3位	個別ファンドの情報が少ない(4位)	3位	リスクヘッジ手段が少ない(3位) 期待投資収益率合わない(4位) 個別ファンドの情報が少ない(4位) 災害等により保有不動産の価値が毀損するリスク(8位)
国内不動産 プライベートファンド	1位	流動性が低い(1位)	1位	流動性が低い(1位)
	2位	商品特性がわからない(2位)	2位	個別ファンドの情報が少ない(2位)
	3位	個別ファンドの情報が少ない(3位)	3位	ベンチマークがない(5位)
私募リート	1位	流動性が低い(1位)	1位	流動性が低い(1位)
	2位	個別ファンドの情報が少ない(2位)	2位	個別ファンドの情報が少ない(2位)
	3位	商品特性がわからない(3位)	3位	期待投資収益率が合わない(2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(1位)
	2位	個別の情報が少ない(2位)	2位	個別の情報が少ない(2位)
	3位	流動性が低い(3位)	2位	期待投資収益率が合わない(2位)
海外リート	1位	個別ファンドの情報が少ない(1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(2位)	2位	為替リスク(2位)
	3位	為替リスク(4位)	3位	商品特性がわからない(3位)

※「その他」を除く。()内は昨年度順位。

(8) 今後の市場見通し（動向指数）

機関投資家による今後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、前年調査で地価についてはプラス値が拡大したものが、今回調査では縮小している。オフィス賃料もプラス値ではあるものの、前回調査より値が縮小している（図表8）。

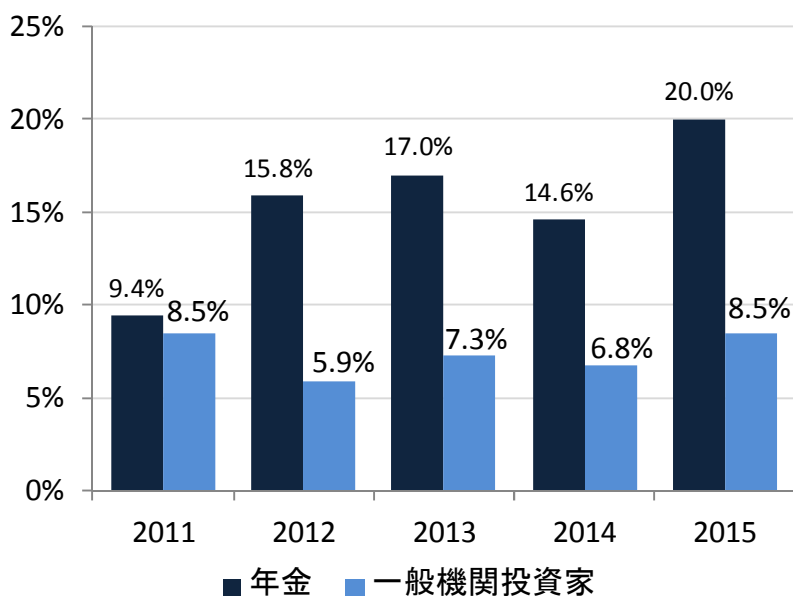
	[図表:8] 今後の金融・資本市場および不動産市場の見通し(今後1年間)			
	【年金】		【一般機関投資家】	
	平成26年度	平成27年度	平成26年度	平成27年度
長期金利	48	52	31	37
株 価	74	39	73	71
地 価	55	31	83	71
オフィス賃料	51	32	92	75
不動産の期待利回り	13	△ 22	△ 55	△ 27
イールドギャップ	1	△ 16	△ 59	△ 43

(9) インフラファンド投資

インフラファンド投資については、年金で20%が「投資済」であり、2011年の設問以来2倍強に増加している。一般機関投資家では、微増傾向で今回調査では10%弱である（図表9）。

※インフラ (infrastructure)・・・本調査では、「国民福祉の向上と国民経済の発展に必要な公共施設」と定義している。具体的には、運輸（道路・橋梁・トンネル、空港、港湾）、エネルギー（発電所、送電線、パイプライン）、廃棄物処理、上下水道、通信システム、太陽光発電等に関連した経済的施設が相当する。また、公共サービスに使用される学校や病院、刑務所等といった社会的施設も含まれる。

[図表:9]インフラファンドへの投資済割合



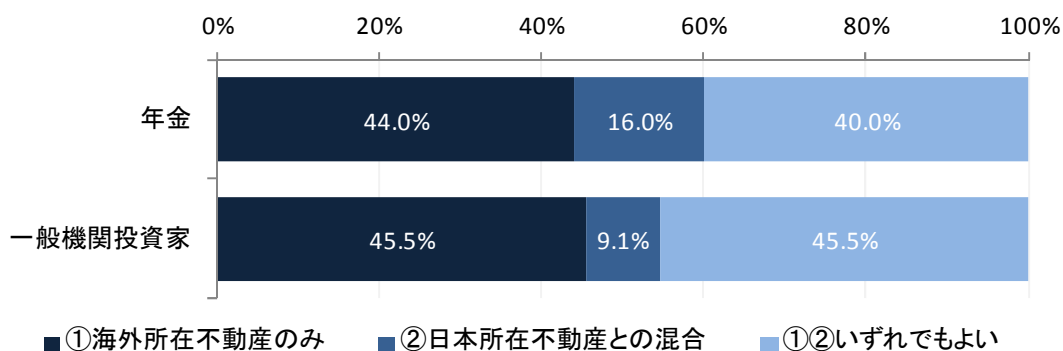
(10) アウトバウンド投資に対する関心

1. ファンド保有不動産の所在地

海外に所在する不動産へ投資を行う場合（ファンド経由での投資も含む）、投資対象となっている不動産の所在については、「海外所在不動産」のみを保有するファンドを志向する割合と「いずれでもよい」との回答割合が同等となっている（図表 10-(1)）。

※本調査では、海外所在の不動産への投資（ファンド経由の投資も含む）をアウトバウンド投資と称している。

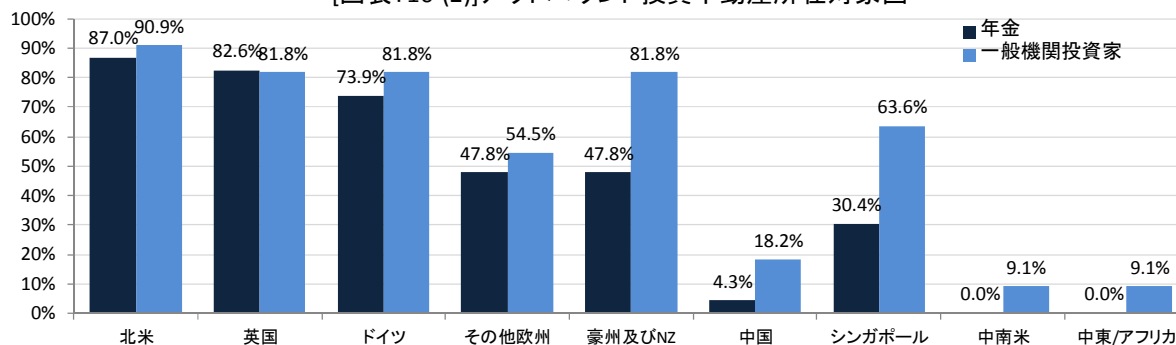
[図表: 10-(1)] アウトバウンド投資・ファンド保有不動産所在



2. 対象国

1. の具体的な国・地域については、年金、一般機関投資家ともに「北米」「英国」「ドイツ」の人気の高いが、一般機関投資家では、これらの他「豪州（及びニュージーランド）」「シンガポール」も回答割合が高い（図表 10-(2)）。

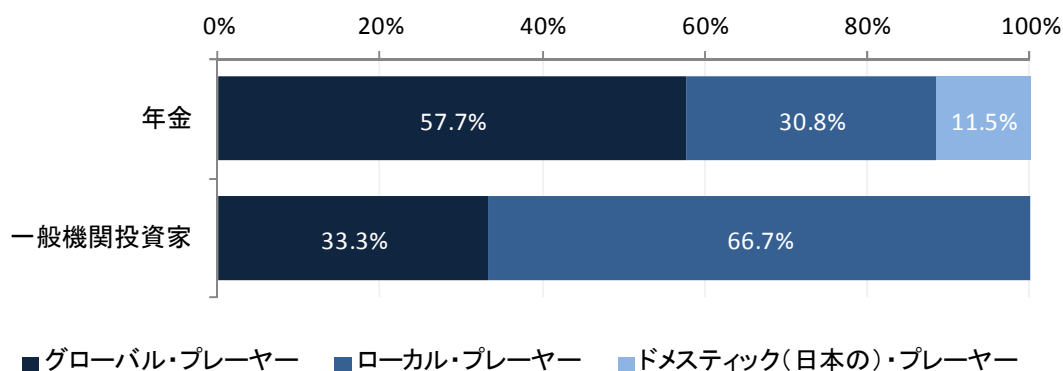
[図表: 10-(2)] アウトバウンド投資不動産所在対象国



3. アセット・マネージャ選択（不動産に最も近いポジションにいる運用者の選択）

海外に所在する不動産への投資をファンド経由で行う場合、機関投資家の選好する不動産運用者のタイプは、年金では「グローバル・プレーヤー」が 6 割弱を占めているのに対して、一般機関投資家では「ローカル・プレーヤー」が 2/3 を占めている。なお、一般機関投資家では「ドメスティック（日本の）・プレーヤー」の回答はゼロであった（図表 10-(3)）。

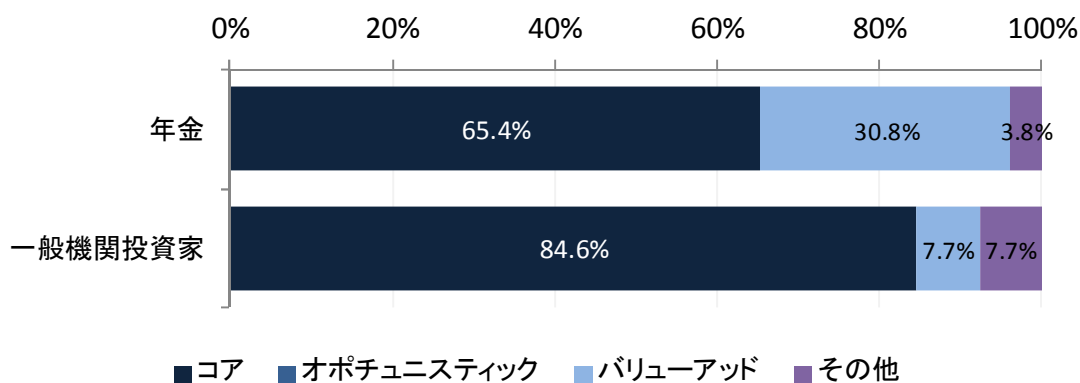
[図表:10-(3)]
アセット・マネージャ選択(不動産に最も近いポジションにいる事業者の選択)



4. アウトバウンド投資における運用戦略

海外に所在する不動産への投資をファンド経由で行う場合、「コア戦略」を採用する比率が年金で 7 割弱、一般機関投資家で 8 割超であった（図表 10-(4)）。

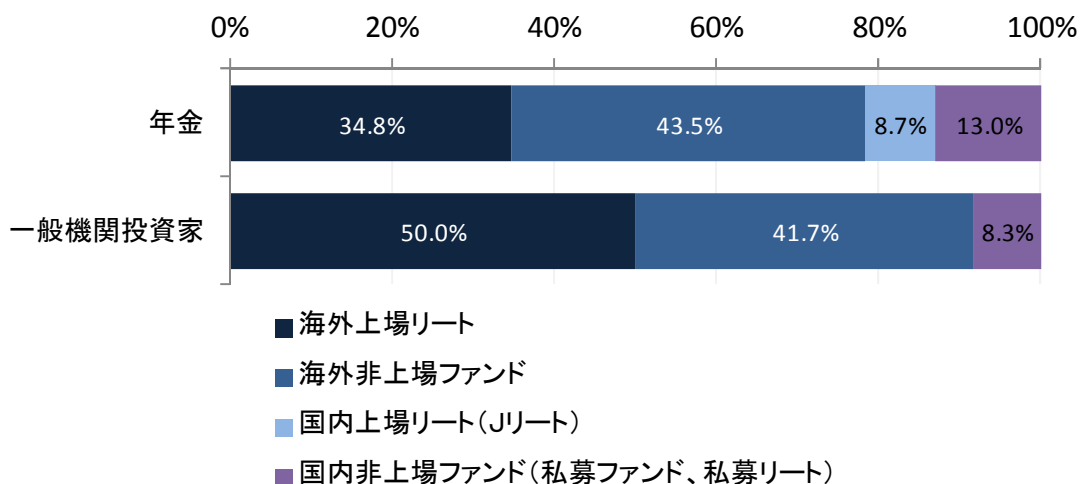
[図表:10-(4)]アウトバウンド投資・運用戦略



5. 投資形態

海外に所在する不動産への投資をファンド経由で行う場合、その投資や出資の形態の選好は、海外のファンド・ビークル経由（「海外上場リート」+「海外非上場ファンド」）の投資を選好する比率は、年金では8割弱、一般機関投資家では9割超であった。（図表 10-(5)）。

[図表:10-(5)]投資形態



6. ファンド・マネージャの選択（投資家に最も近いポジションにいる事業者の選択）

海外に所在する不動産への投資をファンド経由で行う場合、そのファンドへの投資についての判断やレポート業務を担う事業者に対する機関投資家の選好は、年金・一般機関投資家共に「グローバル・プレーヤー」が6割強で最多であった。「ドメスティック（日本の）・プレーヤー」を選好する比率は、年金で3割弱あった（図表 10-(6)）。

[図表:10-(6)]

ファンド・マネージャ選択（投資家に最も近いポジションにいる事業者の選択）

