

「不動産投資に関する調査 2014年」－調査結果－

2014年12月22日

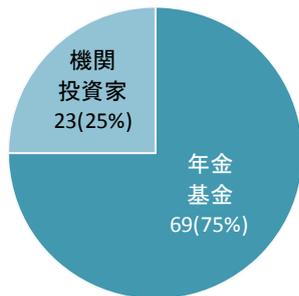
株式会社三井住友トラスト基礎研究所

- 株式会社三井住友トラスト基礎研究所は、2014年10月～11月にかけて、不動産投資市場調査の一環として「不動産投資に関する調査」を実施した。

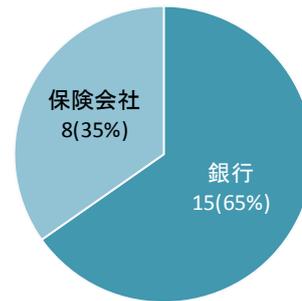
＜調査対象と方法＞

- アンケート送付先:683(年金基金:519、その他機関投資家:164)  
 その他機関投資家・・・銀行(都市銀行・地方銀行・信託銀行等)95 および保険会社(生損保)69  
 (以降、「その他機関投資家」は「機関投資家」と表記)
- 回答投資家数:92(年金基金:69、機関投資家:23)(有効回答率:13.5%)
- 調査時期:2014年10月～11月
- 調査方法:郵送による調査票の送付・回収

＜年金基金と機関投資家の構成＞



＜機関投資家の構成＞

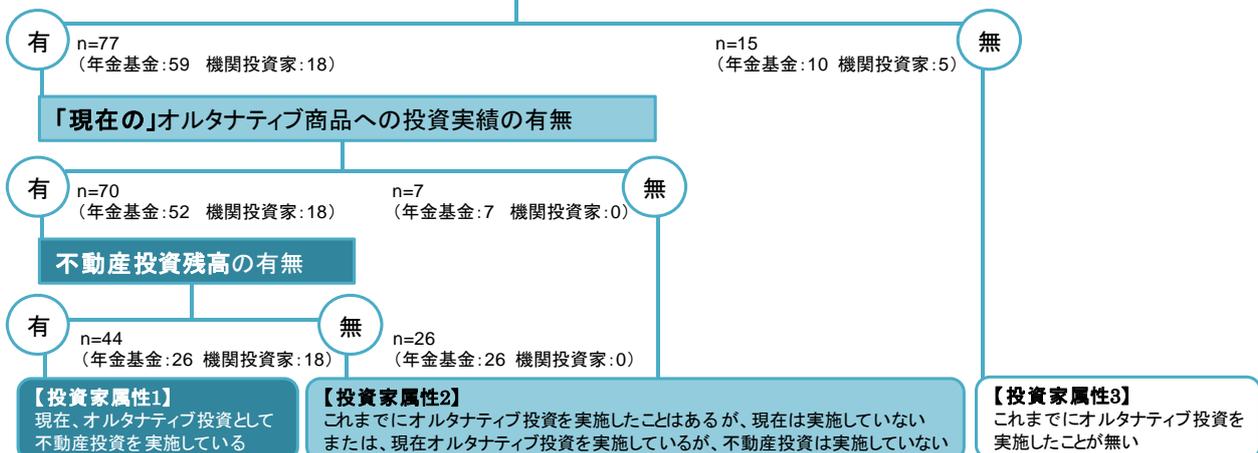


＜アンケート調査の構成＞

- 本アンケート調査は、不動産投資に関する調査を主目的とするが、その前提として、オルタナティブ投資のなかでの不動産投資の位置付け等を把握することも念頭に入れ、オルタナティブ商品へのこれまでの投資実績、現在の投資実績に加えて、現在オルタナティブ商品に対して投資を実施している投資家については、不動産投資残高の有無を確認するという流れにて構成されている。
- 下表は、本アンケート調査の構成イメージおよび有効回答数をまとめたものである。

「これまでの」オルタナティブ商品への投資実績の有無

注) nは有効回答数



## ＜調査結果 要旨＞

- ▶ 回答のあった投資家のうち、年金基金の86%、機関投資家の78%がオルタナティブ商品（ヘッジファンド、不動産、プライベート・エクイティ、インフラファンド、その他）への投資実績を有しており、オルタナティブ投資が浸透している状況を示す結果となった。また、現在、オルタナティブ商品へ投資を実施している投資家のなかで不動産投資を実施している投資家は、年金基金50%、機関投資家100%であった。
- ▶ オルタナティブ商品への投資実績がない投資家に対して、投資を行わない理由を質問したところ、「運用対象に含めていない」という回答が最多であり、次いで、「情報の開示量が不十分と感じている」との回答が多い結果となった。運用者サイドからの十分な量の情報提供等が、オルタナティブ投資への更なる精通を促す結果、投資家サイドでのオルタナティブ商品を運用対象に含める動きに繋がるものと思われる。
- ▶ 現在、不動産投資を実施している投資家に対して、不動産投資を行う理由について質問したところ、「分散投資効果」という回答が最多であり、これに次いで僅差にて「安定的なインカムゲイン（分配金）の確保」との回答が多い結果となった。投資家の不動産投資に対する安定的なパフォーマンスへの期待は大きい。
- ▶ 近年話題を集めているオープンエンド型不動産私募ファンド（いわゆる私募 REIT）について、認識状況を投資家に質問したところ、私募 REIT の特性に関する選択肢に多く回答がなされた。「知らない、分からない」との回答も一定割合存するものの、私募 REIT への関心や認知度向上が看取される結果となっている。また、私募 REIT への投資に関する質問では、「既に投資している」という回答が、年金基金・機関投資家ともに増加しており、私募 REIT の認知度向上に伴い、投資も徐々に加速している状況にある。私募 REIT の認知度向上や投資実績は増加傾向にあるとはいえ、年金基金については「名称を聞いたことがあるが、何も検討していない」との回答が最多となっており、また、「検討した結果、投資しないことを決定した」との回答も一定の割合を占めているため、年金基金の私募 REIT への取組み状況は二極化しているといえる。
- ▶ 不動産投資を行ううえで必要な条件について質問したところ、年金基金・機関投資家ともに「一定の流動性の確保・向上」との回答が最多となった。また、「投資実行時の運用会社・信託銀行等からの十分な情報開示」や「投資実行中における運用会社・信託銀行等からの適切な運用報告」といった回答も上位に挙げられており、投資家は、投資期間全体を通じて、運用者サイドに十分かつ適切な情報開示および運用報告を求めていることがわかった。また、「不動産鑑定評価額の精度、信頼性向上」という回答も多く挙げられており、投資家が投資商品の裏付けとされる不動産の評価に対して強い関心を有していることもわかった。既述のとおり、私募 REIT の認知度向上に伴い、今後新規に私募 REIT 投資を開始する投資家が増加すると思われ、投資口価格が不動産鑑定評価額に基づき算出される私募 REIT との関係において、不動産鑑定評価額に対する注目はさらに高まる可能性がある。

＜「不動産投資に関する調査 2014年」－調査結果－＞

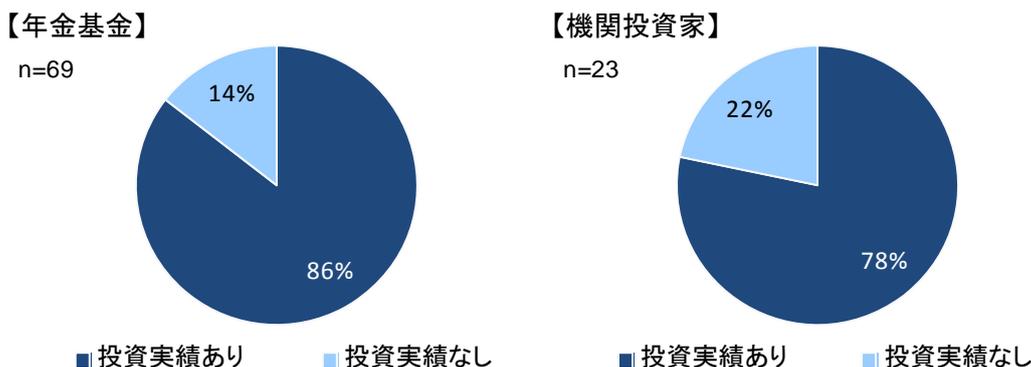
グラフ中の「n」は、有効回答数を示します。

1.オルタナティブ商品への投資実績および投資方針について

①:オルタナティブ商品への投資実績の有無

回答のあった年金基金の86%、機関投資家の78%がオルタナティブ商品への「投資実績あり」と回答した。オルタナティブ投資は、いずれの投資家においても浸透している状況を示す結果となった。

【グラフ①:オルタナティブ商品への投資実績の有無(左:年金基金 右:機関投資家)】

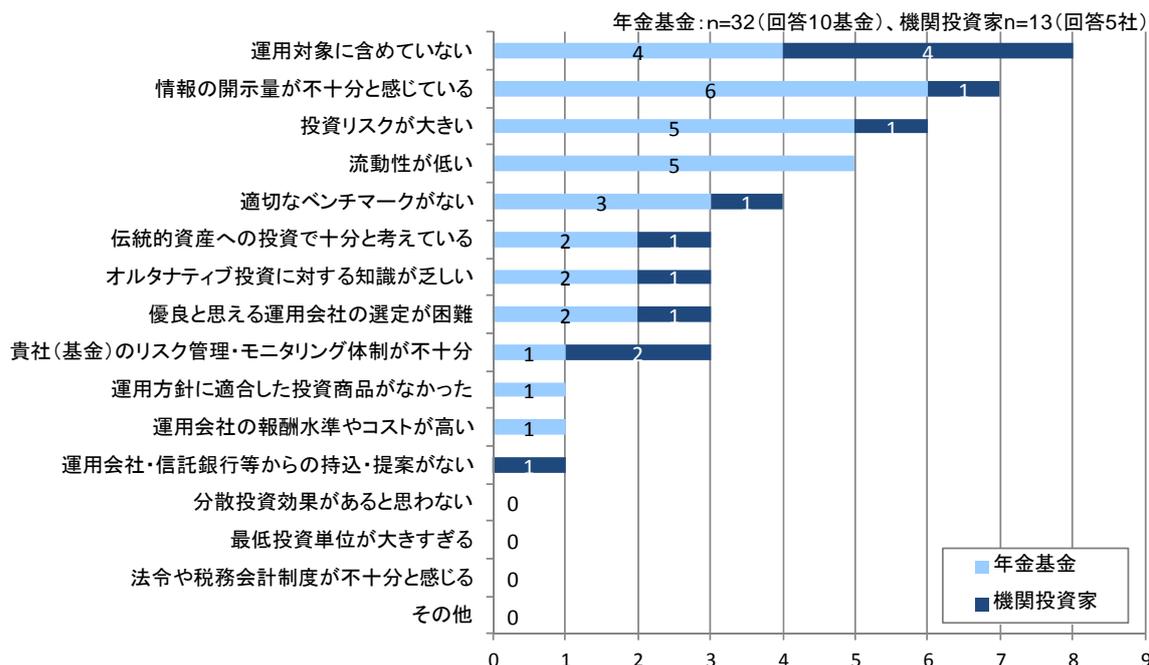


②:オルタナティブ商品への投資を行っていない理由

オルタナティブ商品へ「投資実績なし」と回答した投資家に対して、その理由を質問したところ、「運用対象に含めていない」という回答が最多であり、次いで、「情報の開示量が不十分と感じている」との回答が多い結果となった。

運用者サイドからの十分な量の情報提供等が、投資家のオルタナティブ商品に対する一層の精通を促す結果、投資家サイドでのオルタナティブ商品を運用対象に含める動きに繋がるものと思われ、本設問での投資家がオルタナティブ商品への投資を行っていない理由に挙げられた上位2枝は、相互に関連しているといえる。

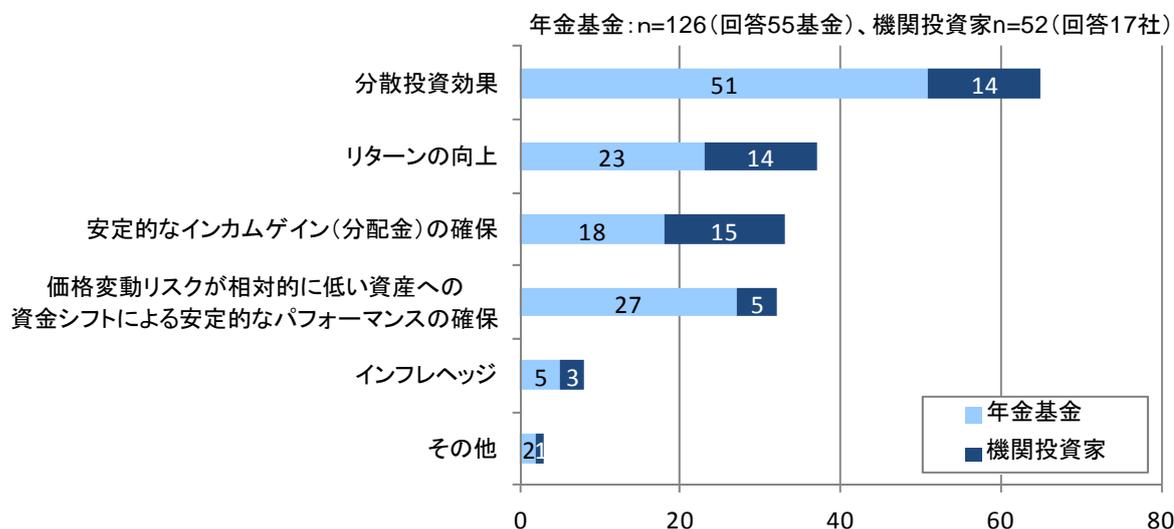
【グラフ②:オルタナティブ商品への投資を行っていない理由(複数回答可)】



### ③:オルタナティブ商品への投資を行った理由

オルタナティブ商品への投資実績がある投資家に対して、投資を行った理由について質問したところ、多くの年金基金・機関投資家が「分散投資効果」を挙げている。

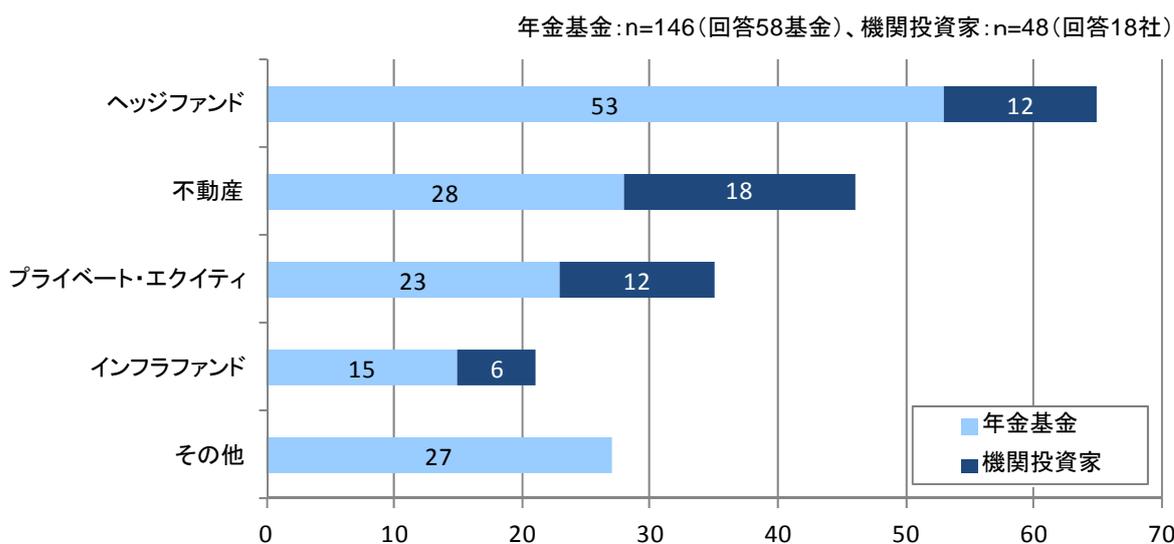
#### 【グラフ③:オルタナティブ投資を行った理由(複数回答可)】



上記のオルタナティブ商品への投資実績があると回答した投資家に対して、投資実行を行ったことのある具体的なオルタナティブ商品を質問したところ、以下のような結果となった。

年金基金を中心として「ヘッジファンド」との回答が最多となり、次いで、「不動産」との回答結果となった。また、「その他」との回答数も多くあったが、その具体的なものとしては「保険関連商品」、「銀行貸付債権(バンクローン)」、「コモディティ」等の回答が挙げられていた。

#### 【グラフ④:投資実行を行ったことのあるオルタナティブ商品(複数回答可)】

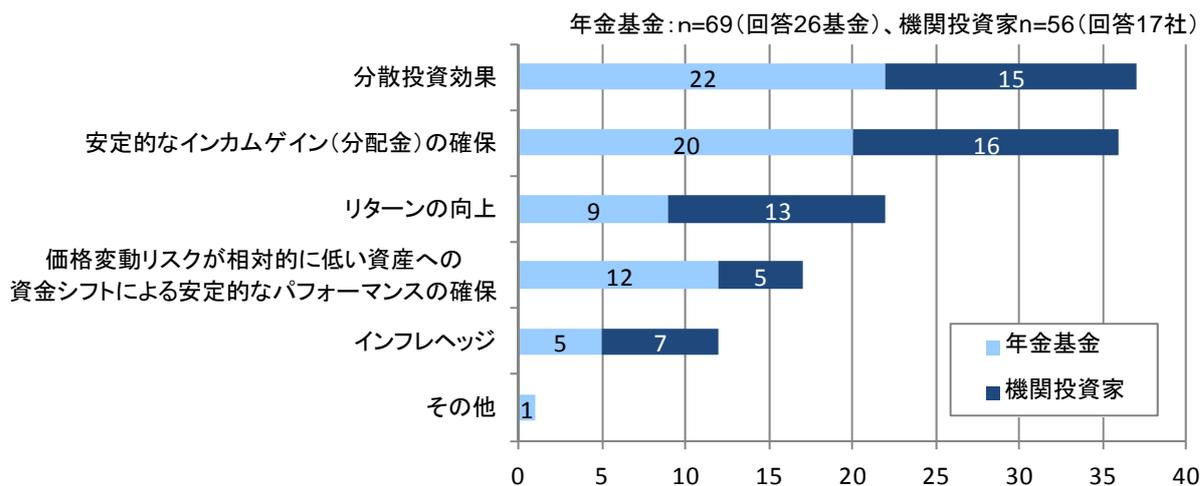


## 2.不動産への投資実績および投資方針について

### ①:不動産投資を行った背景と目的

現在、不動産投資を実施している投資家に対して、不動産投資を行う理由について質問したところ、「分散投資効果」との回答が最多であり、これに次いで僅差にて「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」との回答が多い結果となった。既述のオルタナティブ投資を行った理由(グラフ③)においても「分散投資効果」との回答が最多であったが、ここでは「分散投資効果」に次いで「リターンの向上」という回答が多かった点と比較すると、投資家の不動産投資に対する安定的なパフォーマンスへの期待は大きいといえる。

### 【グラフ⑤:不動産投資を行った理由(複数回答可)】

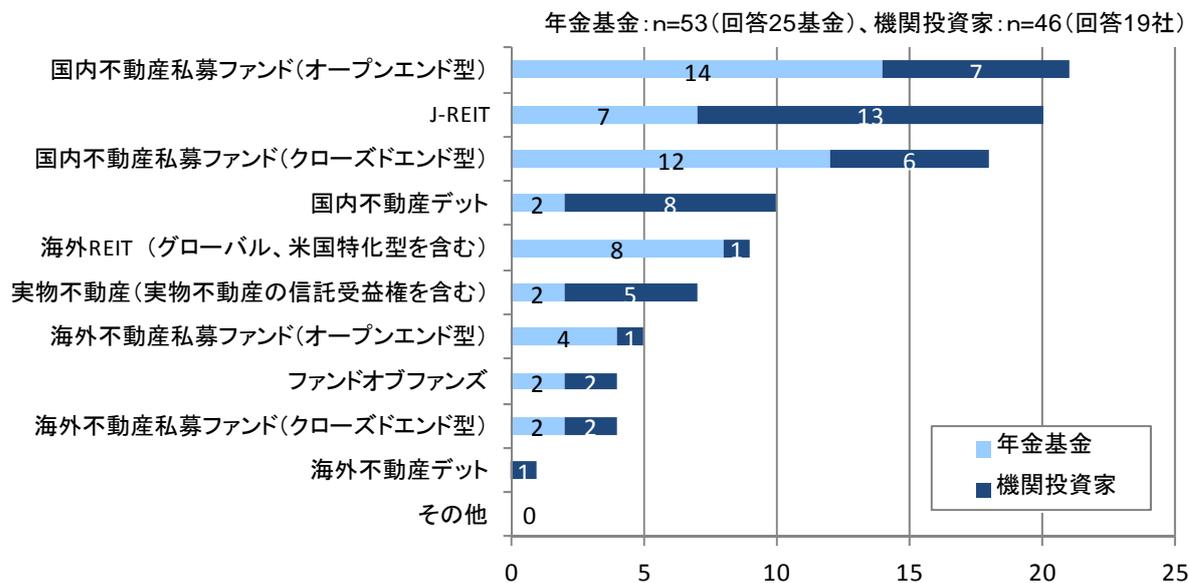


### ②:不動産投資運用資産の内訳

現在、不動産投資を実施している投資家に対して、具体的な不動産投資商品を質問したところ、年金基金では「国内不動産私募ファンド(オープンエンド型)」が、機関投資家では「J-REIT」が最多となった。

年金基金・機関投資家それぞれ軽重は見受けられるが、いずれの投資家においても、様々な不動産投資商品を投資対象とすることで、不動産投資のなかにおいてもポートフォリオを構築している様子が見えらる。

### 【グラフ⑥:現在の不動産投資運用資産の内容(複数回答可)】



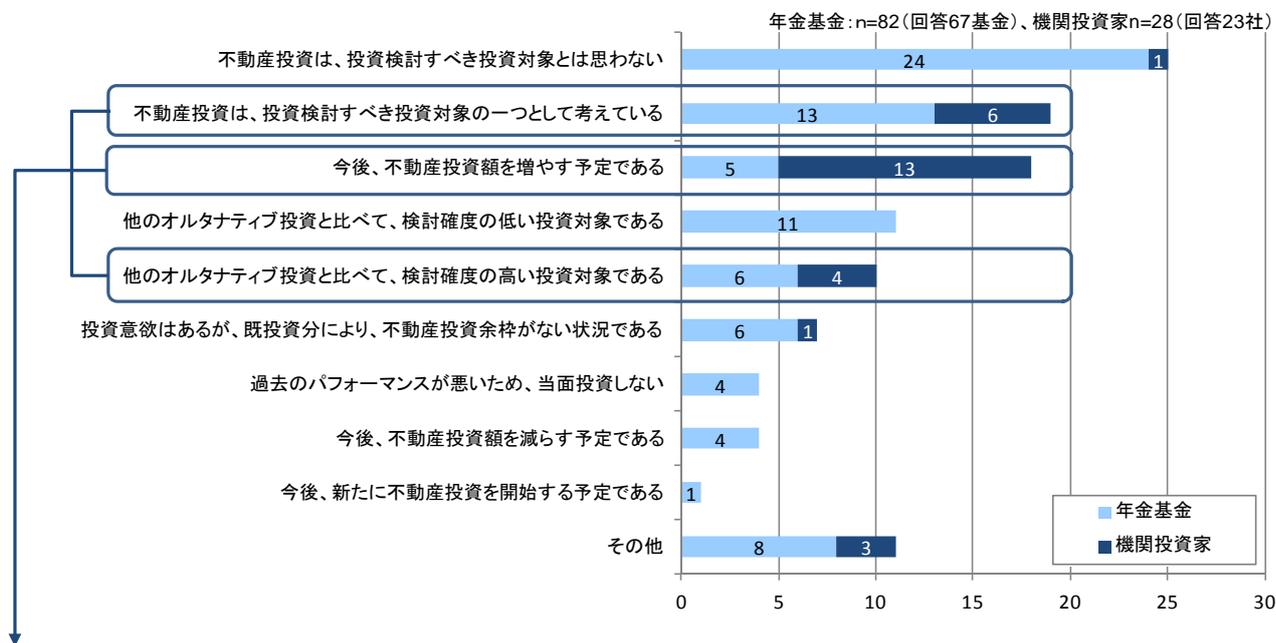
③: 今後、投資を開始あるいは増加させたい不動産商品

全ての投資家を対象として、不動産に対する今後の投資スタンスを質問したところ、「不動産投資は、投資検討すべき投資対象とは思わない」という消極的なスタンスの回答が最多となった。

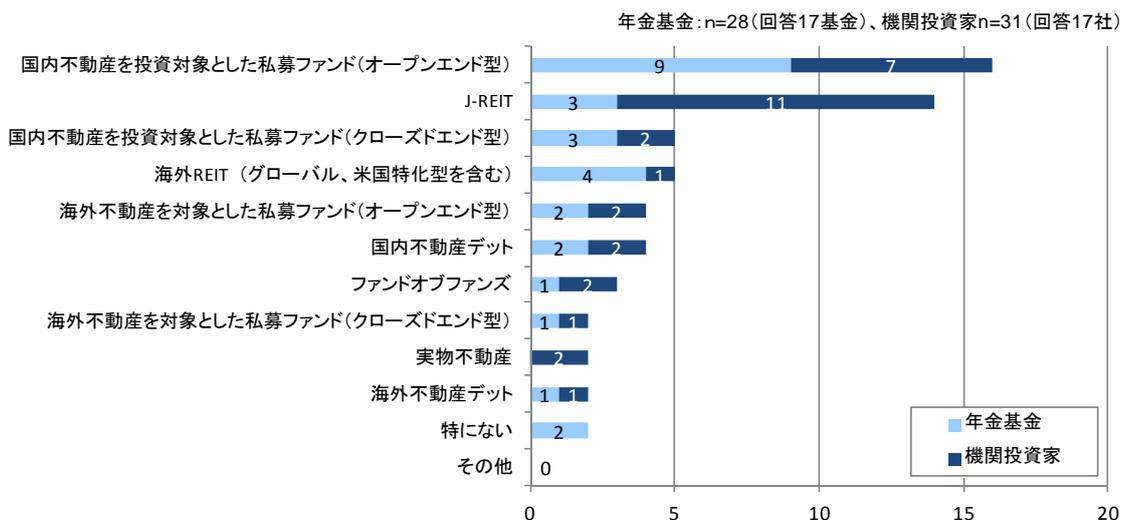
不動産投資について中立的もしくは積極的なスタンスの投資家(グラフ⑦青枠)に対して、具体的な検討対象を聞いたところ、「国内不動産を投資対象とした私募ファンド(オープンエンド型)」が最多となっており、次いで、「J-REIT」という回答結果となっている。

「国内不動産を投資対象とした私募ファンド(オープンエンド型)」は、年金基金・機関投資家いずれからも多く回答があり、昨今新規組成の相次ぐ「国内不動産を投資対象とした私募ファンド(オープンエンド型)」の背景には、これら投資家による旺盛な投資意欲の存在が要因の1つとして挙げられるものと思われる。

【グラフ⑦: 今後の「不動産」投資に対するスタンス】



【グラフ⑧: 今後、投資を開始あるいは増加させたい不動産商品について(複数回答可)】



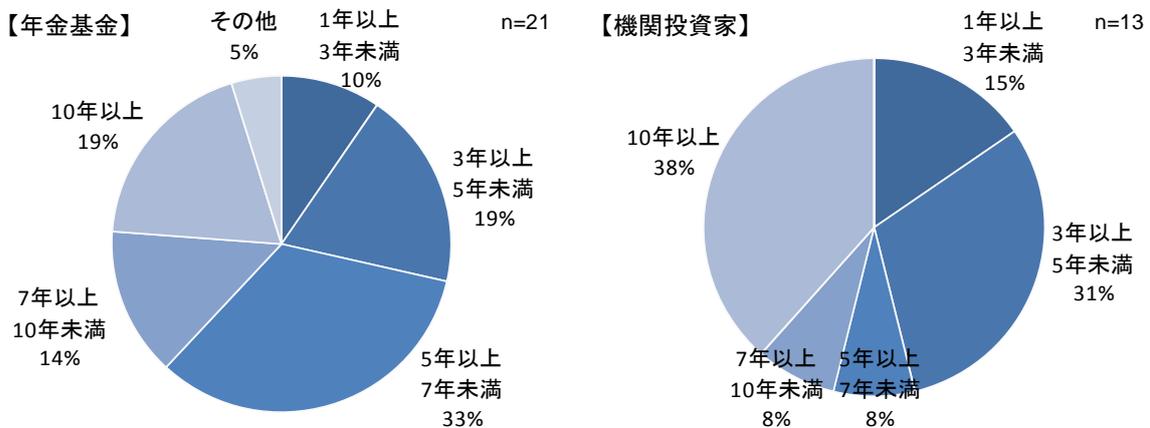
### 3.望まれる不動産投資水準や条件について

現在、不動産投資残高のある投資家に対して、実物不動産(不動産信託受益権を含む)または不動産私募ファンドに投資する場合、どのような水準・条件を望むかについて質問したところ、以下の結果となった。

#### ①:投資期間

投資期間に関しては、年金基金に関しては、「5年以上～7年未満」との回答が最多となった。また、機関投資家では「10年以上」とする回答が最多となり、両者の回答結果を総合的に勘案すると、長期安定的な不動産投資への志向が強いことがうかがえた。なお、機関投資家では「10年以上」という回答が最多となったが、「3年以上5年未満」という回答も多く、機関投資家における投資期間へのスタンスは一様ではない。

【グラフ⑨:投資期間(左:年金基金 右:機関投資家)】

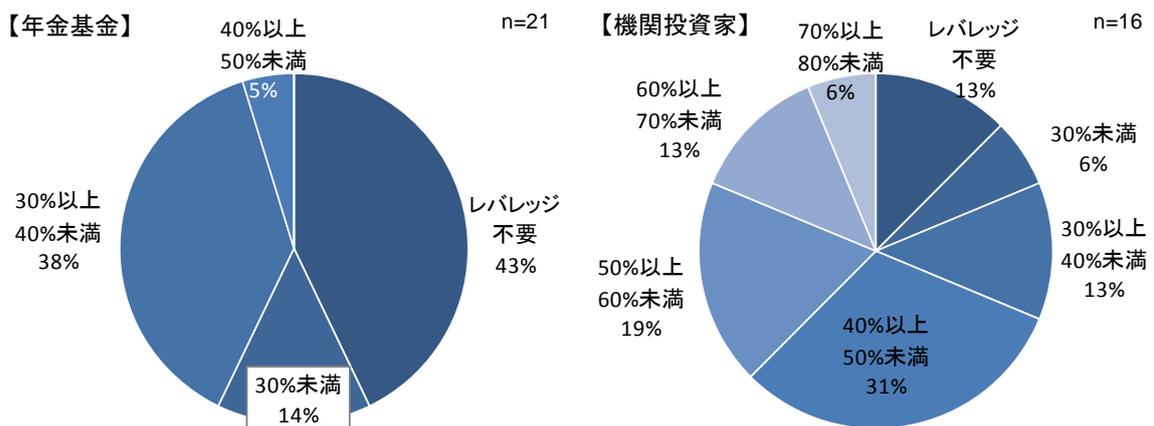


#### ②:レバレッジ水準

レバレッジの水準に関しては、年金基金の43%が「不要」としており、最多の回答となっているのに対して、機関投資家については「不要」との回答は13%にとどまっている。また、レバレッジを活用するとした場合においても年金基金の場合、50%超という回答が存在しないのに対して、機関投資家の場合は、50%以上のレバレッジとする回答が全体の38%となっている。年金基金はこれまで同様に保守的な水準を望んでいるといえるが、機関投資家は50%以上とする回答が38%、40%以上とする回答が69%となっており、対照的な結果となった。

レバレッジに関して、機関投資家の水準が高まりを見せる背景には、物件取得が困難な環境にあることや金融機関の融資スタンスが比較的緩やかということが要因の1つとなっていると思われる。

【グラフ⑩:レバレッジの水準(左:年金基金 右:機関投資家)】

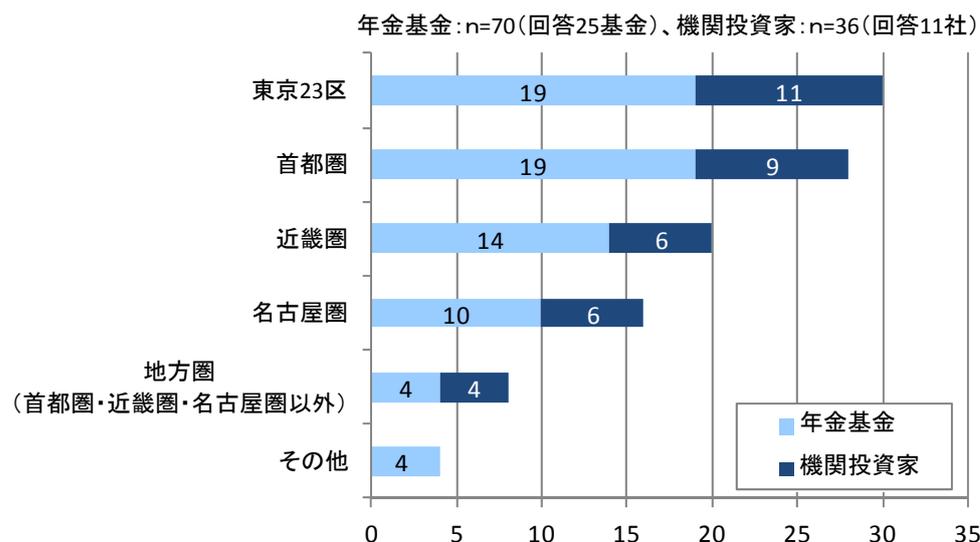


## ③: 投資対象エリア

投資対象エリアに関しては、「東京23区」が最多の回答となっており、次いで、「首都圏」という結果となった。不動産投資に対しては、長期安定的なリターンを志向(グラフ⑤およびグラフ⑨)する結果、「東京23区」や「首都圏」とする回答が多くなったものと考えられる。

昨今の好調な不動産市況により、物件取得が困難な状況にあると思われるが、「東京23区」や「首都圏」といったコアエリアを今後も投資対象エリアと捉えていくか、要求リターン水準等との兼ね合いにてコア以外のエリアも投資対象エリアとしていくのかについて、投資家の動向を注視したい。

## 【グラフ⑪: 投資対象エリア(複数回答可)】

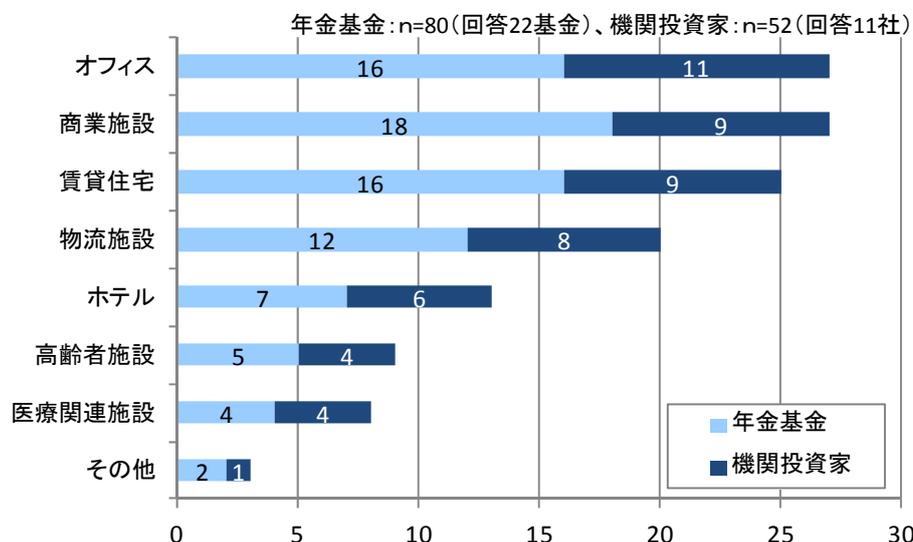


## ④: 投資対象プロパティタイプ

投資対象プロパティタイプに関しては、「オフィス」と「商業施設」がそれぞれ最多の回答となった。これに次いで、「賃貸住宅」「物流施設」となっている。「商業施設」の伸長は、景気回復による消費増加という効果を意識した投資家の存在が要因にあるものと思われる。今後、オリンピックや観光客の増加による増収効果を織り込んで「ホテル」が伸長してくるかについて注視したい。

また、「高齢者施設」「医療関連施設」といったアセットへの投資を望む投資家が一定数存在することも確認できた。

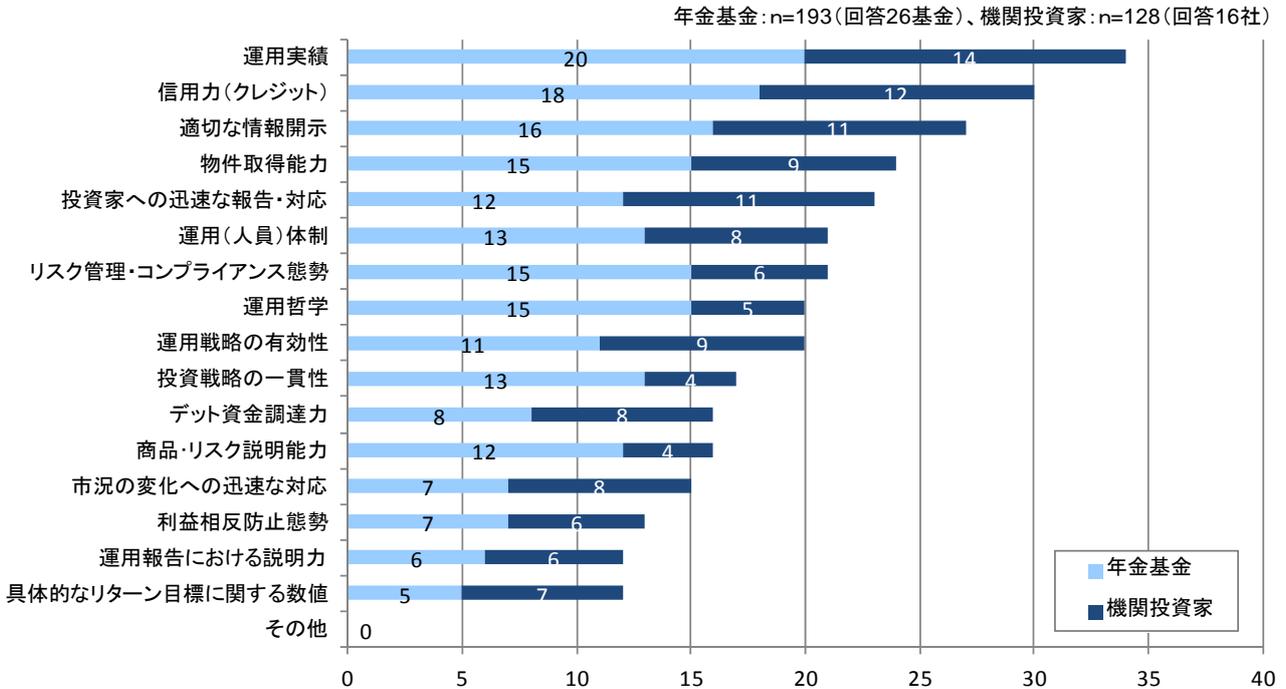
## 【グラフ⑫: 投資対象プロパティタイプ(複数回答可)】



⑤:運用会社

運用会社の選定において注視する項目については、「運用実績」との回答が最多となった。これに次いで、「信用力(クレジット)」、「適切な情報開示」、「物件取得能力」や「投資家への迅速な報告・対応」といった回答となっている。投資に対するパフォーマンスや運用会社のクレジットを求めるのは当然として、その次に要求する項目として、投資家は運用者サイドに対して十分かつ適切な情報開示や運用報告を求めている結果となった。

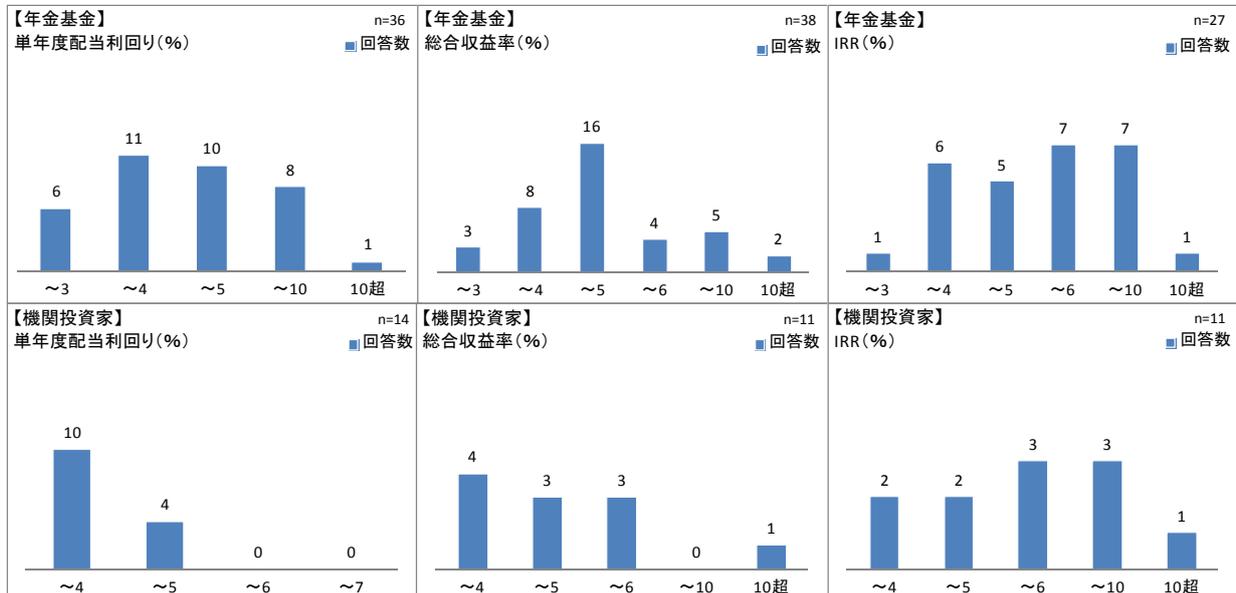
【グラフ⑬:不動産運用会社の選定において注視している項目(複数回答可)】



⑥:リターン水準

単年度配当利回りについては、年金基金・機関投資家いずれも「3%以上4%未満」とする回答が最多だが、年金基金では「4%以上5%未満」や「5%以上10%未満」とする回答も多く、単年度配当利回りに対する年金基金の要求リターン水準は、機関投資家との比較においては高い傾向にある。IRRについては、年金基金・機関投資家ともに「5%以上6%未満」、「6%以上10%未満」が最多となっており、要求リターン水準は概ね一致している。

【グラフ⑭:不動産投資に対するリターン水準(上段:年金基金 下段:機関投資家)】

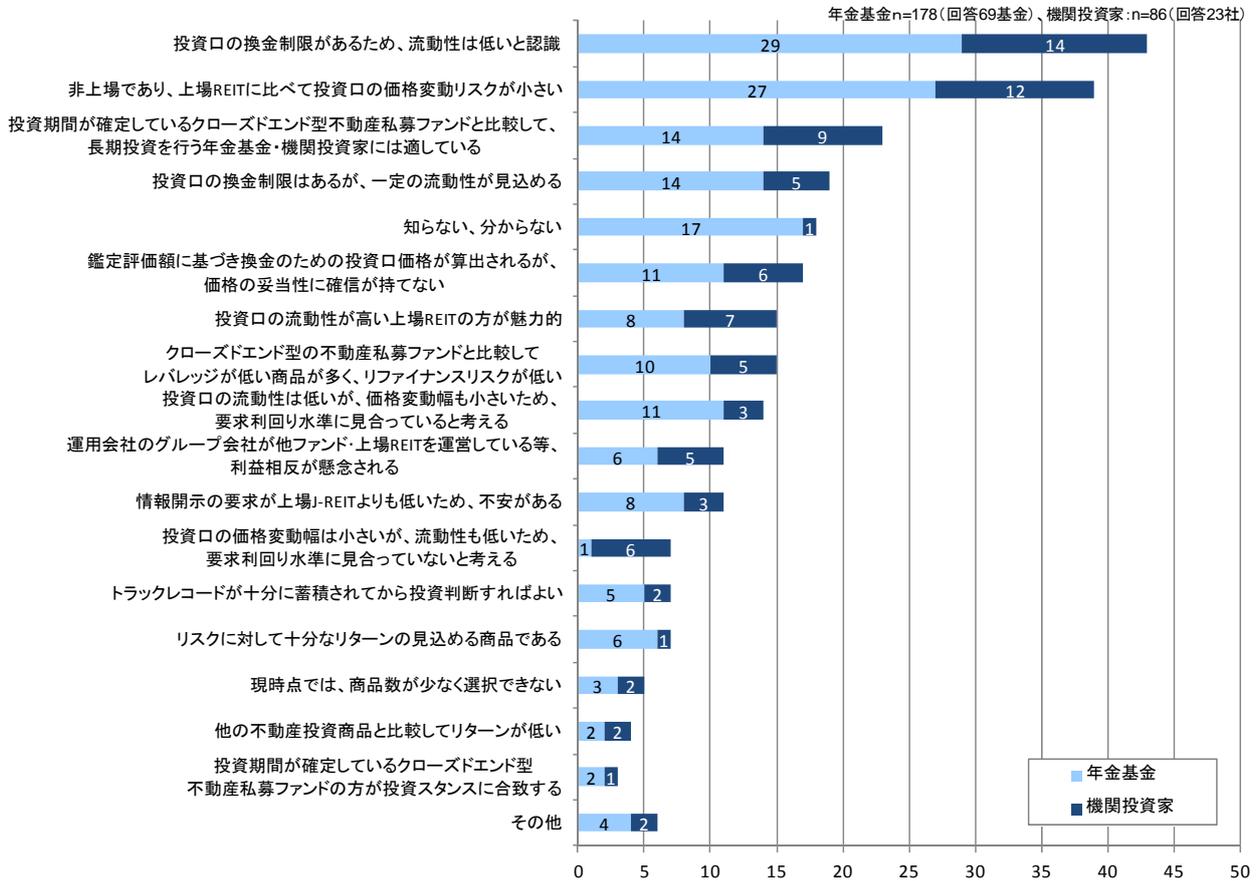


### 4.オープンエンド型不動産私募ファンド(いわゆる私募 REIT)について

#### ①: 私募 REIT に対する認識

近年話題を集めているオープンエンド型不動産私募ファンド(いわゆる私募 REIT)について、認識状況を投資家に質問したところ、私募 REIT の特性に関する選択肢に多くの回答がされた。「知らない、分からない」という回答も一定割合は存するものの、私募 REIT への関心や認知度の向上が看取される結果となっている。

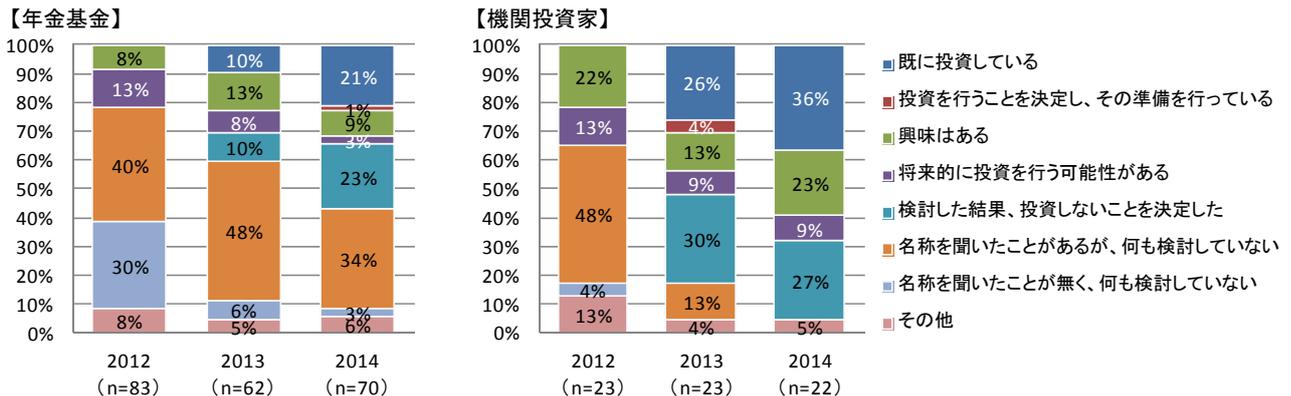
【グラフ⑮】: 私募 REIT に対する認識 (複数回答可)



#### ②: 私募 REIT への投資

「既に投資している」という回答が、年金基金・機関投資家ともに増加している。既述のとおり、私募 REIT の認知度は向上しており、投資も徐々に加速している状況にある。私募 REIT の認知度の向上や投資実績は増加傾向にあるとはいえ、年金基金では「名称を聞いたことがあるが、何も検討していない」との回答が最多であり、また「検討した結果、投資しないことを決定した」との回答も一定の割合を占めていることからすると、年金基金の私募 REIT への取組み状況は二極化しているといえる。

【グラフ⑯】: 私募 REIT への投資に関する検討状況



## 5.不動産投資を行ううえで必要な条件について

全ての投資家を対象として不動産投資を行ううえで必要な条件について質問したところ、以下のような回答結果となった。

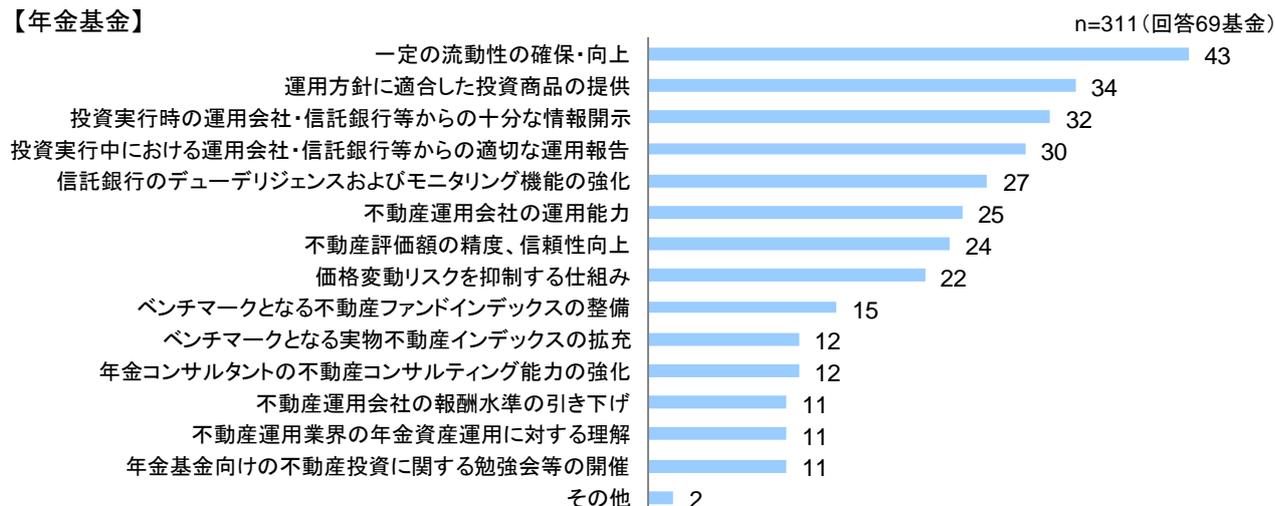
年金基金・機関投資家ともに「一定の流動性の確保・向上」との回答が最多となった。また、「投資実行時の運用会社・信託銀行等からの十分な情報開示」、「投資実行中における運用会社・信託銀行等からの適切な運用報告」といった回答も上位に挙げられており、既述の「不動産運用会社の選定にて注視している項目」での集計結果とも関連すると考えられるが、ここでも投資家は、投資期間全体を通じて、運用者サイドに十分かつ適切な情報開示や運用報告を求めていることがわかる。

また、「不動産鑑定評価額の精度、信頼性向上」との回答も多く挙げられており、投資家が投資商品の裏付けとされている不動産の評価に対して強い関心を有していることもわかった。既述のとおり、私募 REIT の認知度向上に伴い、今後新規に私募 REIT 投資を開始する投資家が増加すると思われ、投資口価格が不動産鑑定評価額に基づき算出される私募 REIT との関係において、不動産鑑定評価額に対する注目はさらに高まる可能性がある。

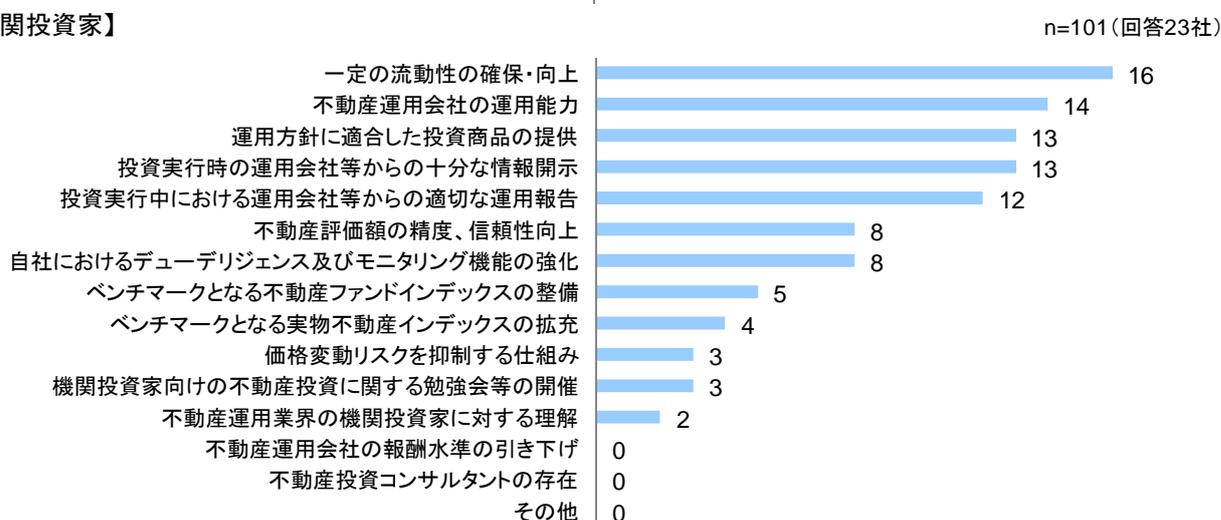
ベンチマークとなる不動産ファンドもしくは実物不動産に関するインデックスの拡充、投資家向け不動産投資に関する勉強会等の開催といった回答も一定の比率を占めており、これら投資家の広範な要望を充足させるために、今後も関連する各プレイヤーによる不動産投資環境の向上に向けた取組みが必要である。

【グラフ⑰:不動産投資に必要なインフラ・条件(複数回答可)(上段:年金基金 下段:機関投資家)】

### 【年金基金】



### 【機関投資家】



(末尾:用語集)

本アンケート調査における用語の定義は、以下のとおりとします。

なお、本アンケート調査にいう不動産投資とは、具体的に以下の内容を指しています。

- ・不動産私募ファンドへの投資(国内ファンド・海外ファンド・オープンエンド型・クローズドエンド型いずれも含む)
- ・上場 REIT への投資(国内(J-REIT)および海外 REIT いずれも含む)
- ・不動産デット投資(国内不動産ローン債権及び国外不動産ローン債権を裏付とした信託受益権や CMBS)
- ・ファンドオブファンズ

#### 「不動産私募ファンド」

不動産を投資対象として、投資家の資金を運用する仕組み。

本アンケート調査では、複数投資家向けの合同運用ファンドに加えて、単一投資家向け投資プログラム(いわゆるセパレートアカウント)についても不動産私募ファンドに分類する。なお、不動産特定共同事業法商品は含まない。

不動産私募ファンドのタイプは、具体的には、以下の①～⑤に大別される。

- ①固定型:ファンド組成前に取得物件が確定しているタイプ。
- ②追加型:ファンド組成前に一部の物件は確定しているが、ファンド組成後も追加取得を行うタイプ。
- ③一任型:ファンド組成前に取得物件は確定しておらず、取得方針・基準に基づき、不動産運用会社の裁量により物件取得が行われるタイプをいう。ブラインドプール型と言われることもある。
- ④クローズドエンド型:不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがあるファンド。ファンド運営期間中での解約・換金は原則不可。
- ⑤オープンエンド型:不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがなく永続的に運用を行うファンド。一定期間毎に投資参入、解約・換金可能であり、その持分価格は、鑑定評価額により算出される。

#### 「運用スタイル」

コア:優良な物件に投資して、インカムゲインを重視した長期安定運用を行う。

オポチュニスティック:主に収益性の低い不動産を投資対象とし、問題点を改善し価値を高めたうえで売却し、キャピタルゲインの獲得を目指す。また、投資対象として、開発型案件等も含まれる。

バリューアッド:コアおよびオポチュニスティックの中間的なタイプであり、インカムゲインとキャピタルゲイン双方の獲得を目指す。

開発型:開発利益の獲得に特化したファンド。

#### 「投資エリア」

首都圏:東京23区を除く東京都・埼玉県・千葉県・神奈川県

近畿圏:大阪府・京都府・兵庫県・奈良県・和歌山県・滋賀県

名古屋圏:岐阜県・愛知県・三重県

#### 「IRR(グロス)」

当初出資額と投資期間中のキャッシュフローの現在価値を等しくさせる割引率をいい、投資に対する収益性を表す指標として用いられる。(本調査においては、運用会社報酬控除前および源泉徴収税控除前の数値)

## 【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

TEL: 03-6430-1332

[https://www.smtri.jp/contact/form-private/private\\_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html)**株式会社三井住友トラスト基礎研究所**

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 ヒューリック神谷町ビル 3階

<http://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。