

「不動産投資に関する調査 2018年」 — 調査結果 —

2019年1月10日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

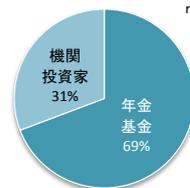
- 株式会社三井住友トラスト基礎研究所は、2018年10月～11月にかけて、不動産投資市場調査の一環として「不動産投資に関する調査」を実施した。

<調査対象と方法>

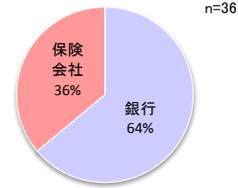
- アンケート送付先:567(年金基金:388、機関投資家等:179)  
機関投資家等…銀行(都市銀行・地方銀行・信託銀行等)、保険会社(生損保)、  
共済組合、リース会社等 ※以下では「機関投資家」とします
- 回答投資家数:117(年金基金:81、機関投資家:36)(有効回答率:20.6%)
- 調査時期:2018年10月～11月
- 調査方法:郵送による調査票の送付・回収

【回答者の属性】

<年金基金と機関投資家の内訳> n=117



<機関投資家の内訳> n=36

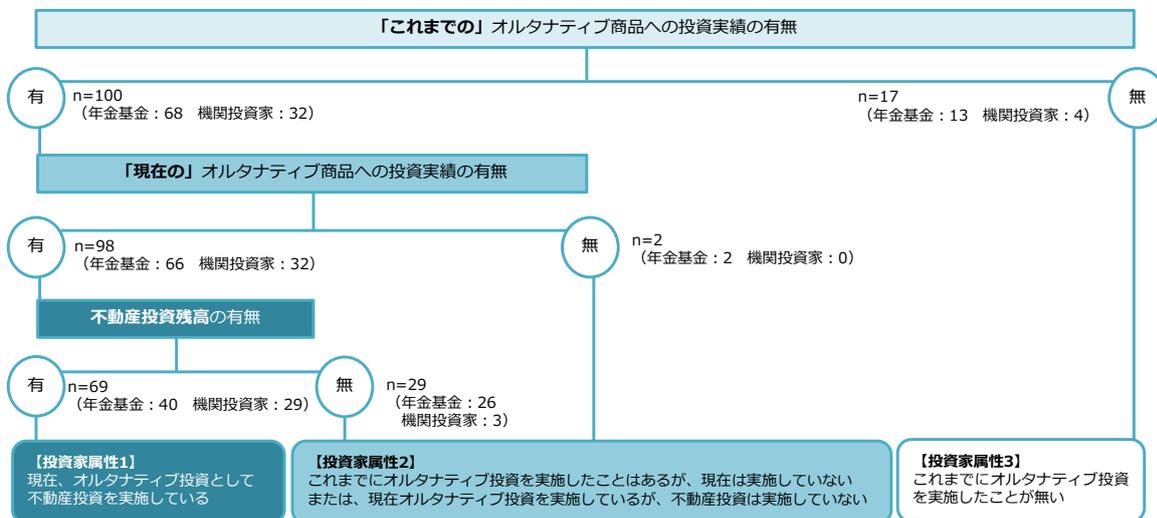


<アンケート調査の構成>

- 本アンケート調査の質問内容は、投資家のオルタナティブ投資の実績に応じ、以下3段階の構成としている。

- ①:「これまでの」オルタナティブ投資の実績の有無
- ②:(①での回答内容を踏まえ)「現在の」オルタナティブ投資の実績の有無
- ③:(②での回答内容を踏まえ)現在のオルタナティブ投資における「不動産」への投資残高の有無

- 上記に基づき回答内容を集計したところ、以下のような結果となった。



注) nは有効回答数

## ＜「不動産投資に関する調査」－2018年10月調査結果－＞

グラフ中の「n」は、有効回答数を示します

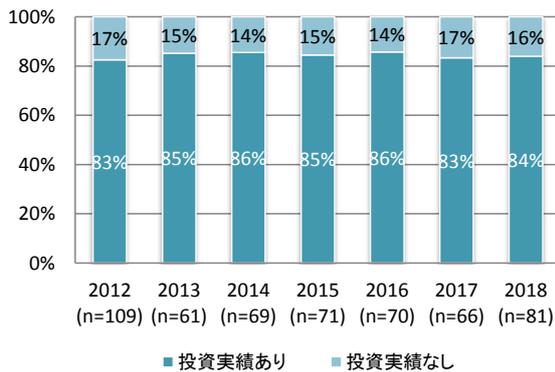
### 1.オルタナティブ商品への投資実績および投資方針について

#### ①:オルタナティブ商品への投資実績の有無

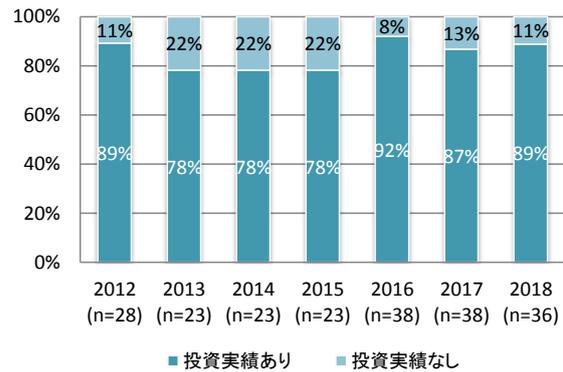
回答のあった年金基金の84% (68基金)、機関投資家の89% (32社)がオルタナティブ商品への「投資実績あり」と回答した。年金基金では実績ありとの回答割合は2012年調査以降ほとんど変化していないが、機関投資家では実績ありとの回答が2016年調査より90%前後を占めており、オルタナティブ商品への投資の浸透がうかがえる。

#### 【グラフ①:オルタナティブ商品への投資実績の有無】

【年金基金】



【機関投資家】

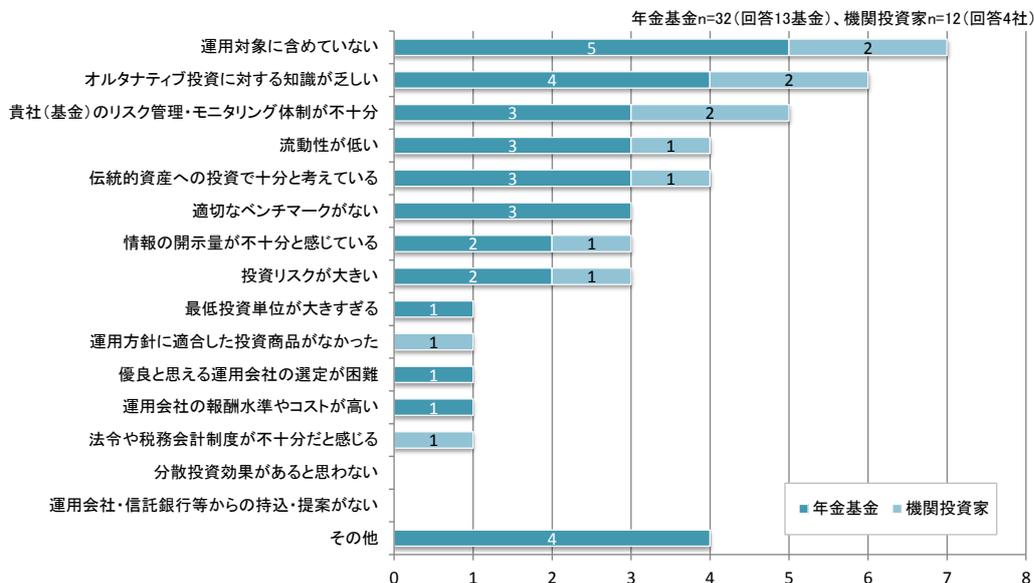


#### ②:オルタナティブ商品への投資を行っていない理由

「オルタナティブ商品への投資実績がない」と回答した投資家が投資を行っていない理由については、「運用対象に含めていない」が7件<sup>1</sup>で最多となり、次いで、「オルタナティブ投資に対する知識が乏しい」が6件と続いた。

「流動性が低い」との回答は、前回(2017年)調査の8件から、今回調査では4件に減少した。回答者が一致している訳ではないため、一概にはいえないものの、オルタナティブ商品の流動性に対する投資家の認識がやや変化している可能性がある。全般的には、オルタナティブ商品の商品性自体に関する懸念よりも、オルタナティブ投資に対する知識や体制が不十分であるとの回答が多くあげられているといえる。

#### 【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)】

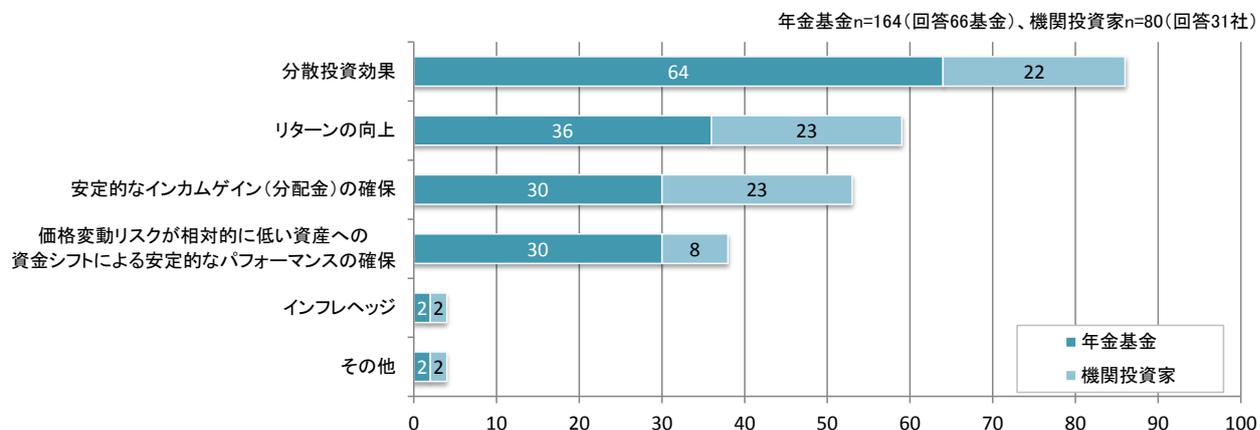


<sup>1</sup>年金基金と機関投資家の回答の合計、以下同様。

## ③:オルタナティブ投資を行った理由

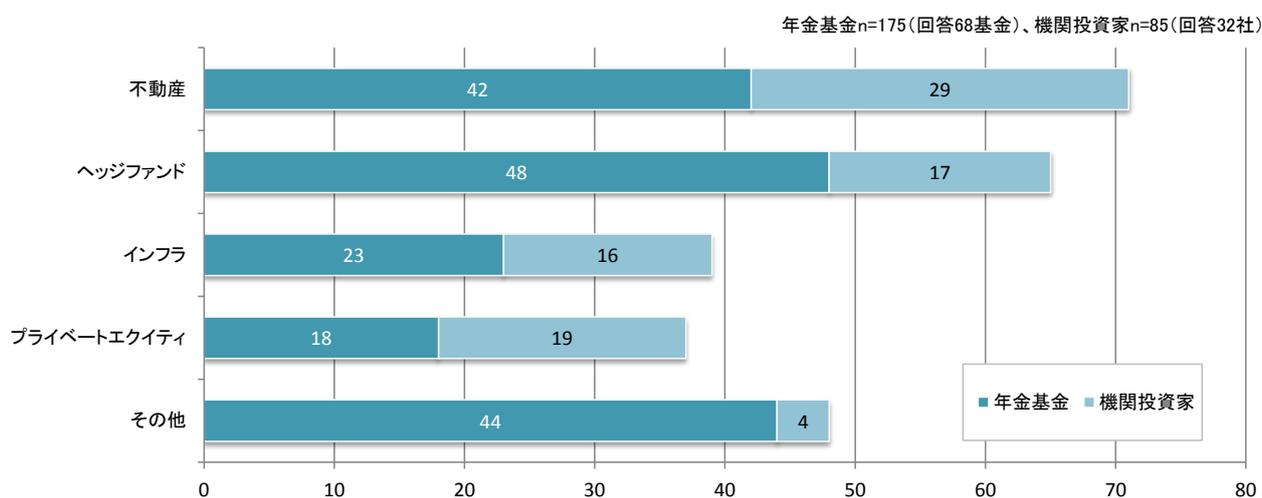
オルタナティブ投資を行った理由としては、「分散投資効果」との回答が86件と最も多く、次いで「リターンの向上」が59件、「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」が53件と続いた。

## 【グラフ③:オルタナティブ投資を行った理由(複数回答可)】



「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質問した、投資実績がある具体的なオルタナティブ商品については、で「不動産」が71件と最も多く、次いで「ヘッジファンド」(65件)となった。前回調査では「不動産」、「ヘッジファンド」に続き、「プライベート・エクイティ」が3番目に多かったが、今回調査では「インフラ」(39件)の回答数がプライベートエクイティ(37件)を上回った。なお、年金基金のみでは「ヘッジファンド」が48件で最多となった。

## 【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)】



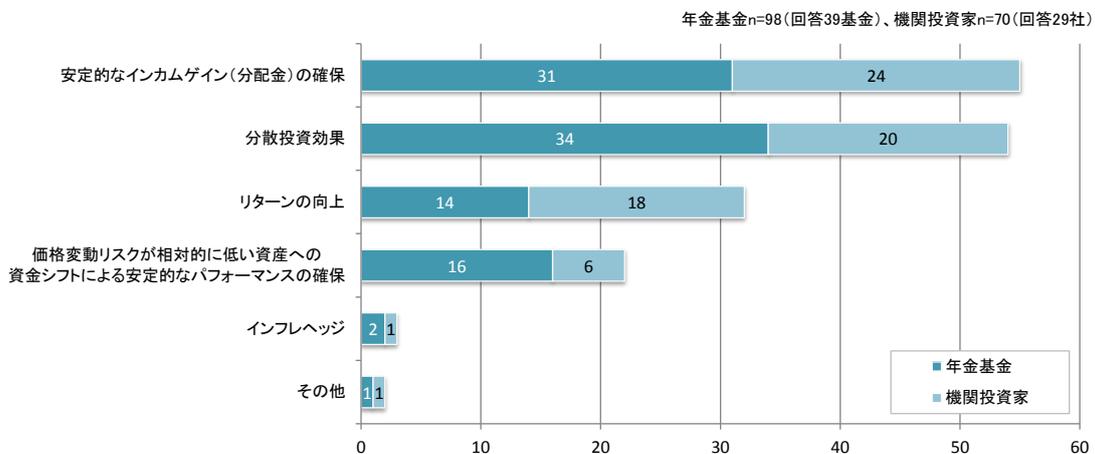
## 2.不動産への投資実績および投資方針について

### 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、「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」とする回答が55件、「分散投資効果」が54件と、両項目の回答はほぼ同数となった。なお、年金基金のみでは、分散投資効果が34件で最多となった。

既述のオルタナティブ投資を行った理由(グラフ③)では「分散投資効果」とする回答が最多であり、「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」とする回答は「リターンの向上」に次いで3番目に多い回答項目であった。投資家が不動産投資を行う(行った)理由として、オルタナティブ投資全般で重視されている分散投資効果に加え、安定的なインカムゲインの確保が期待されていることがうかがえる。

### 【グラフ⑤:不動産投資を行った理由(複数回答可)】

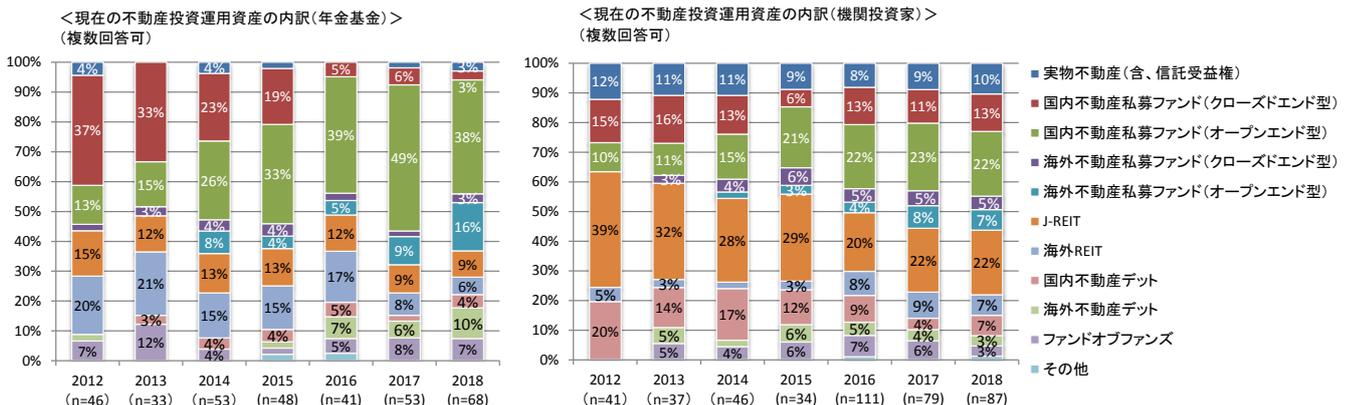


### ②:不動産投資運用資産の内訳

現在の不動産投資運用資産の内訳(回答件数ベース)については、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38%(26件)を占め最大となった。2018年は前年比でその割合をやや縮小しているが、2012年調査以降の増加基調は継続している。また、2018年は「海外不動産私募ファンド(オープンエンド型)」の割合が増加している。

機関投資家でも、「国内不動産私募ファンド(オープンエンド型)」が22%(19件)で「J-REIT」と並んで最大となった。2012年調査以降、「国内不動産私募ファンド(オープンエンド型)」の回答割合は増加傾向が継続しているが、増加ペースは年金基金と比較すると緩やかである。

### 【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:今後の不動産投資について

不動産投資残高がない投資家も含め、今後の不動産投資のスタンスについて質問したところ、年金基金では「不動産は、投資検討すべき投資対象の一つとして考えている」、「現状の不動産投資額を維持する予定である」との回答割合が各30%となり、「不動産投資を行っておらず、今後も行う予定はない」(28%)を僅かに上回った。一方、機関投資家では、「不動産投資を実行する/増やす予定である」が58%を占め、他の項目を大きく上回った。

年金基金では、2016年調査では「不動産投資を行っておらず、今後も行う予定はない」が41%を占めていたが、今回調査では28%に減少し、「投資検討すべき投資対象の一つ」とする回答割合は増加している。不動産投資の検討を行う予定のなかった年金基金が、検討すべき投資対象に含めるようになってきているケースもあるものと考えられ、全般的には、不動産投資に対する姿勢がやや積極化しているといえる。

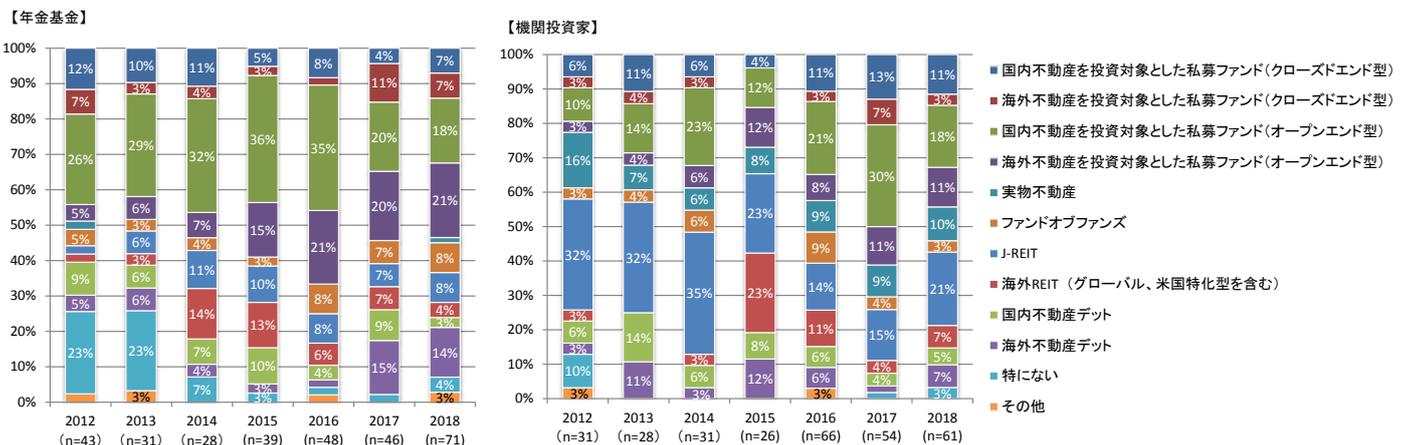
【グラフ⑦:今後の「不動産」投資に対するスタンス】



今後、投資を開始あるいは増加させたい不動産投資については、年金基金では「海外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)」とする回答割合が、「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)」を上回り最大となった。「海外不動産デット」も前回調査に引き続き3番目に多い項目となった。国内私募REITへの投資を既に実行し、次なる展開として海外のオープンエンド型ファンドやデット投資に注目する年金基金が増加しているものと推察される。

一方、機関投資家では、「J-REIT」の回答割合が最大で、次いで「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)」となった。年金基金の間では海外不動産投資への注目度が高まっている一方、機関投資家では引き続き国内不動産投資重視の姿勢を示している投資家が多いといえる。

【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」を質問したところ、以下の結果となった。

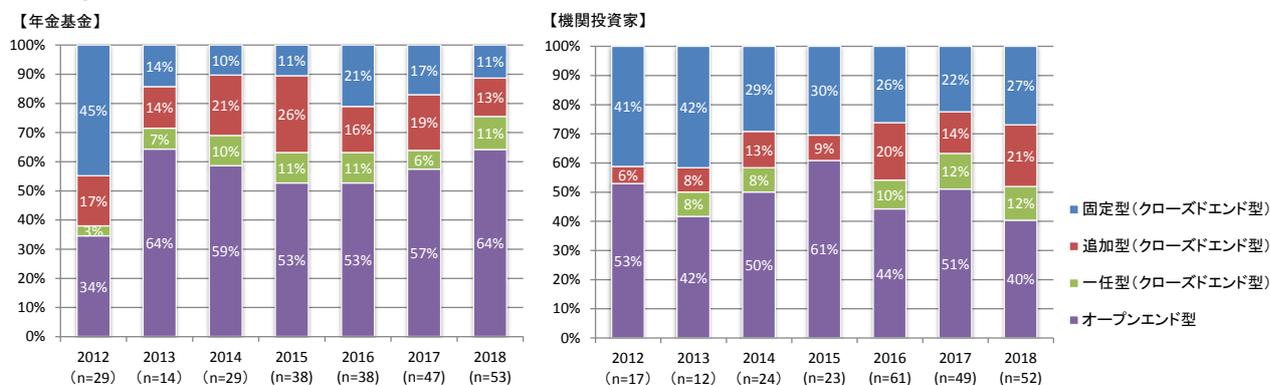
#### ①:ファンドタイプ

不動産投資を行う際に検討可能なファンドタイプについては、年金基金では「オープンエンド型」とする回答割合 64%(34 件)、機関投資家では 40%(21 件)を占めた。引き続きオープンエンド型への投資意欲は高い。

一方、「固定型(クローズドエンド型)」の回答割合は、2012 年調査では年金基金・機関投資家ともに約 4 割を占めていたが、今回調査ではそれぞれ 11%(6 件)、27%(14 件)にとどまっている。

オープンエンド型の不動産私募ファンド(私募 REIT)は、2018 年 11 月時点で 28 銘柄が運用を開始しており、将来的に運用開始を公表している事業会社も存することから、今後も投資家の取組みに注目したい。

【グラフ⑨:ファンドタイプ】

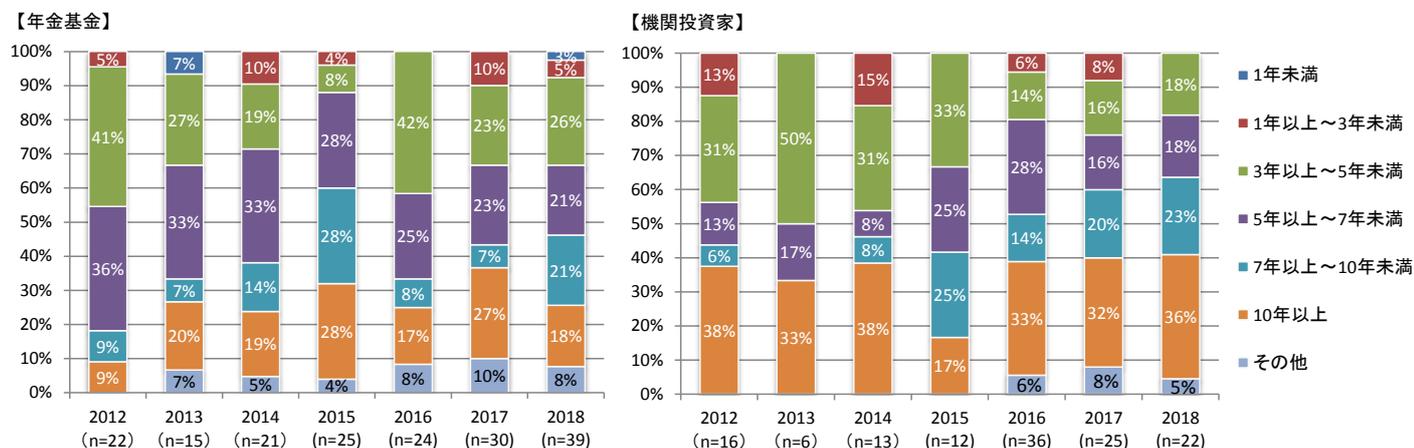


#### ②:投資期間

不動産投資を行う際の投資期間については、年金基金では「3年以上～5年未満」、機関投資家では「10年以上」が最多となった。次いで多かった回答は、年金基金では、「5年以上～7年未満」、「7年以上～10年未満」となり、機関投資家では、「7年以上～10年未満」となった。

5年以上の長期投資を志向する投資家が多い状況に変化はないが、短期となる3年未満の投資期間が縮小し、3年以上～5年未満といった中期を志向する投資家の割合がやや増加した。

【グラフ⑩:投資期間】

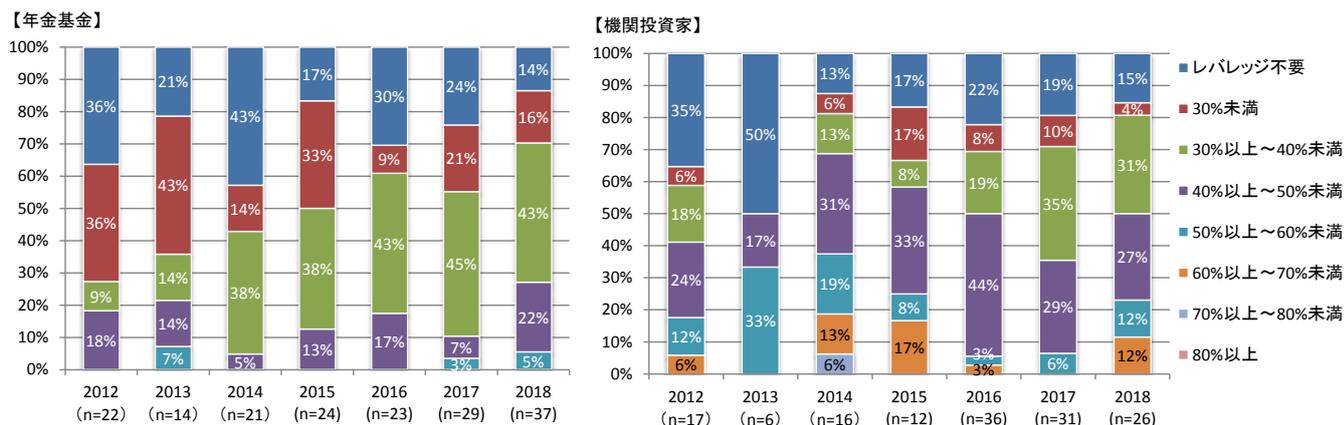


③:レバレッジ水準

不動産投資を行う際のレバレッジ水準については、年金基金、機関投資家ともに「30%以上～40%未満」が最多となった。レバレッジ水準を40%程度としているオープンエンドファンドを想定して回答した投資家が多いものと推察される。

次いで多かった回答は、年金基金では、「40%以上～50%未満」となり、「40%以上」とする回答割合は合計で27%に増加した。一方、機関投資家も「40%以上～50%未満」と続いたが、「70%以上～80%未満」、「80%以上」との回答割合が増加しており、レバレッジの許容水準がやや高くなっているといえる。

【グラフ⑪:レバレッジの水準】



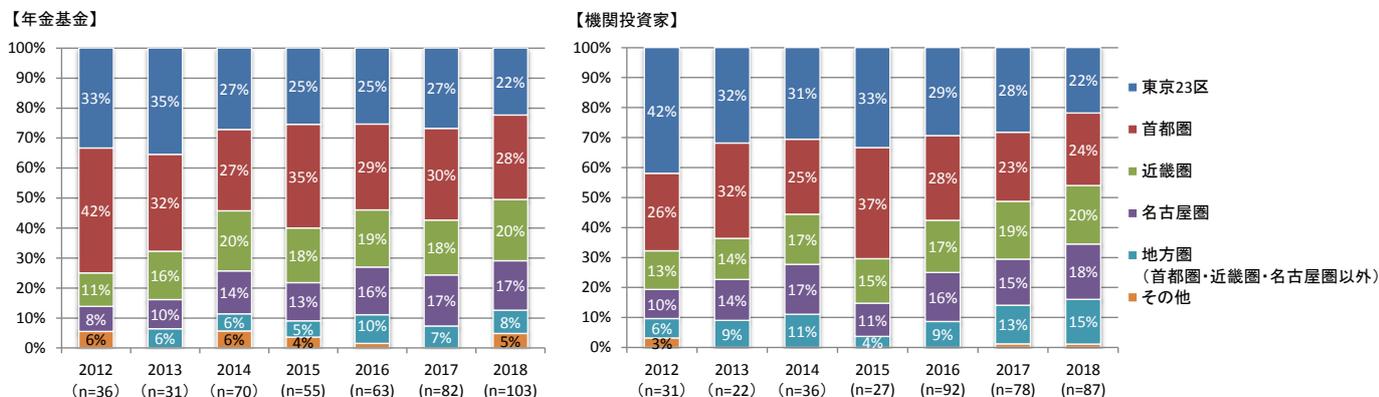
④:投資対象地域

不動産投資を行う際に検討可能な国内における投資対象地域については、年金基金・機関投資家ともに「首都圏」がそれぞれ28%(29件)・24%(21件)で最大となった。

「東京23区」および「首都圏」の回答割合を合計すると、年金基金では50%(52件)、機関投資家は46%(40件)となりほぼ過半を占めている。

昨年調査以降、機関投資家については東京23区を含む首都圏の合計割合が減少傾向にあり、その他地域の回答割合が増加している。東京を含む首都圏の物件への投資機会を模索しつつ、近畿圏、名古屋圏を始めとした全国主要地域に検討範囲を広げている投資家が多いものと推察される。

【グラフ⑫:投資対象地域(複数回答可)】

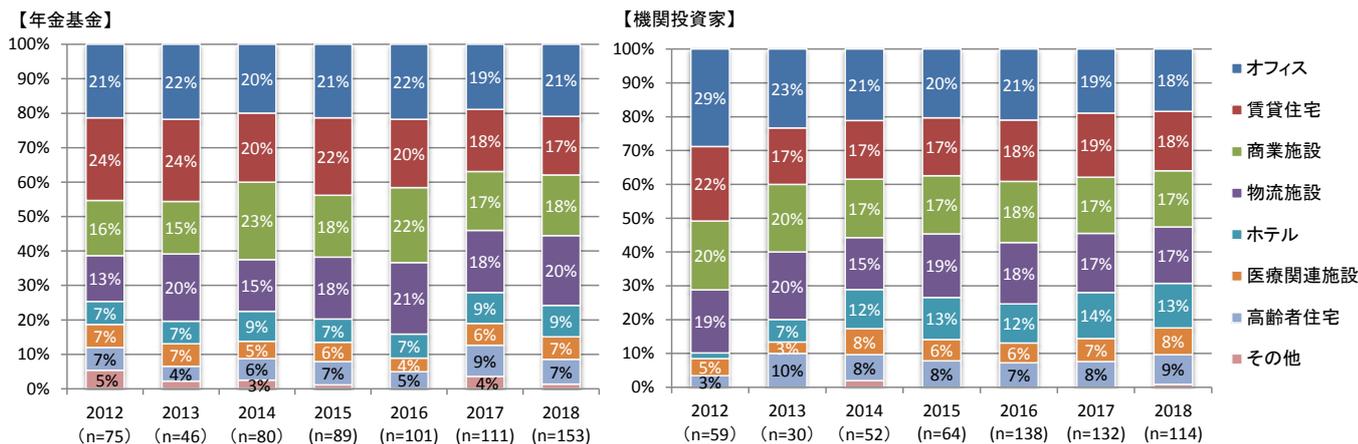


⑤:投資対象プロパティタイプ

検討可能なプロパティタイプについては、年金基金、機関投資家いずれにおいても、「オフィス」、「賃貸住宅」、「商業施設」、「物流施設」に回答が分散する結果となった。

年金基金、機関投資家ともに、過去調査と比較すると上記4タイプ以外への回答も増加してきており、オフィス、住宅を始めとした人気の高いプロパティタイプへの投資実行が困難な状況が継続しているなかで、検討可能なプロパティタイプの範囲を拡大させている可能性がある。

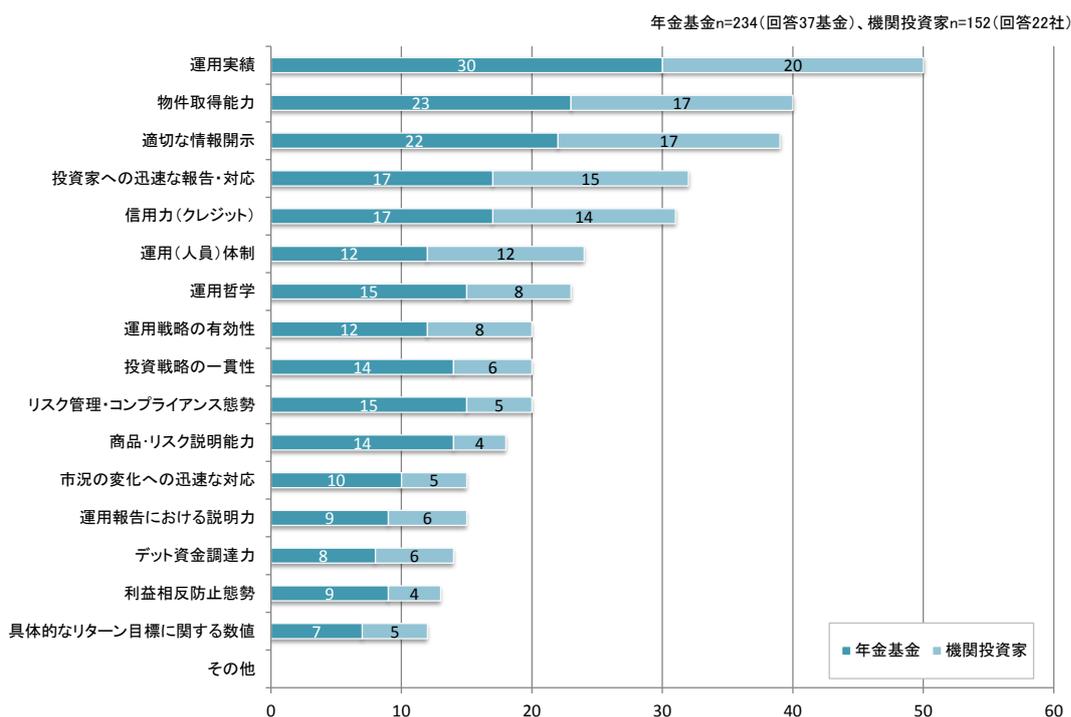
【グラフ⑬:投資対象プロパティタイプ(複数回答可)】



⑥:運用会社

不動産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」(50件)、「物件取得能力」(40件)、「適切な情報開示」(39件)、「投資家への迅速な報告・対応」(32件)、「信用力(クレジット)」(31件)とする回答が上位となった。投資家が運用会社を選定する際に重視する項目に大きな変動はないといえるが、前回調査と比較すると「物件取得能力」および「投資家への迅速な報告・対応」について相対的に重視度が高まっている。

【グラフ⑭: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)】



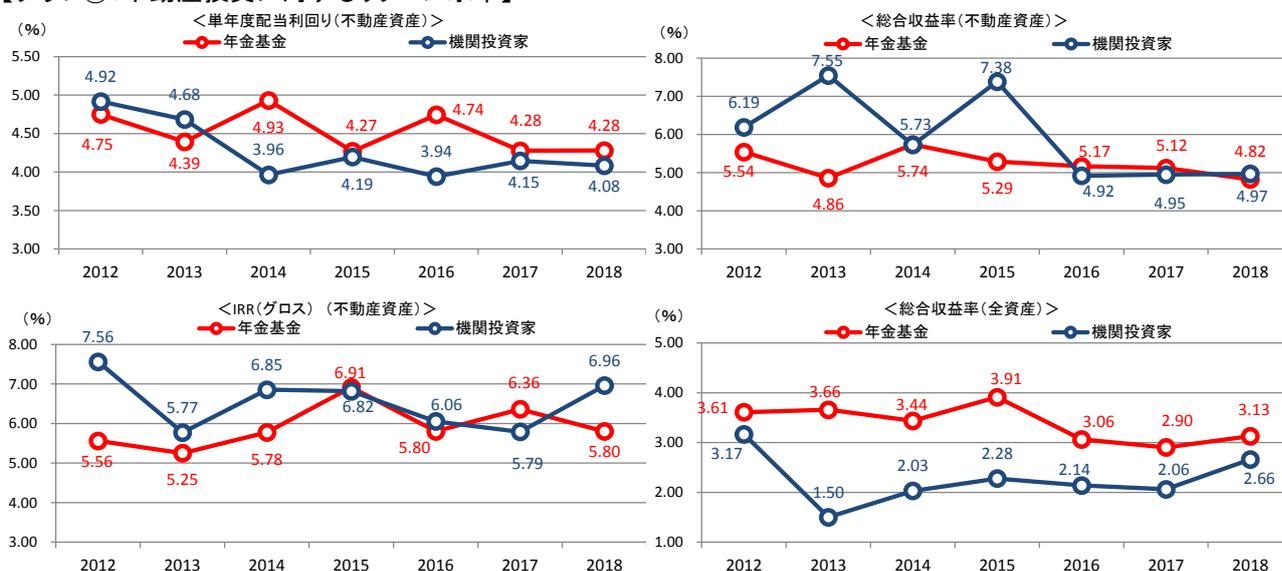
## ⑦:リターン水準

現在不動産投資残高がない投資家も含め、不動産投資を行う場合の期待リターンについて質問した。

「単年度配当利回り(不動産資産)」の期待リターンの平均値は、年金基金・機関投資家ともに4%台前半となり、前回調査からはほぼ横ばいとなった。「IRR(グロス)」では、年金基金が5.80%、機関投資家が6.96%となった。機関投資家の期待するIRR水準は、近年低下傾向にあったが、今回調査では大きく上昇した。

「総合収益率」についてみると、全資産の期待リターンは年金基金が3.13%、機関投資家が2.66%となり、過去調査と比較して両者の差がやや縮小した。不動産資産の期待リターンは年金基金・機関投資家とも5%をやや下回る水準となり、2016年調査からはほぼ同水準での推移が継続している。投資家が不動産投資を行う際には、全資産のリターンに2%程度上乗せしたリターンの確保が求められていることがうかがえる。

【グラフ⑮:不動産投資に対するリターン水準】



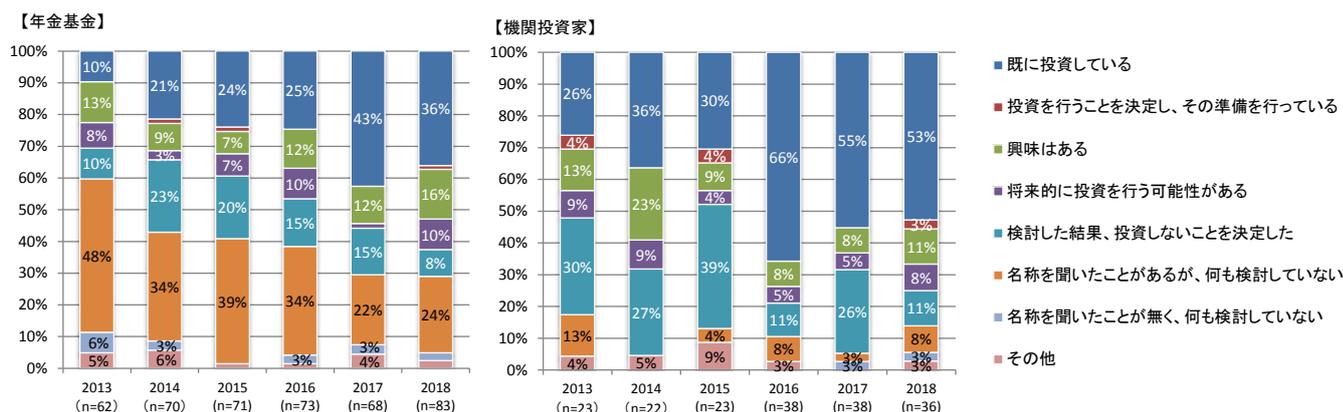
## 4.オープンエンド型不動産私募ファンド(いわゆる私募REIT)について

## ①:私募REIT投資の検討状況

年金基金では、「既に投資している」との回答割合が36%となり、43%を占めた前回調査からは減少したものの、回答数では1件増加した。「興味はある」、「将来的に投資を行う可能性がある」との回答割合も前回調査から増加しており、今後も新規で私募REIT投資を実行する年金基金は一定程度増加するものと予想される。

機関投資家では、「既に投資している」との回答割合は2016年調査の66%と比較すると減少したものの、過半数の投資家が私募REIT投資を行っている。「興味はある」、「将来的に投資を行う可能性がある」も合計で19%となった。なお、前回調査で26%にのぼった「検討した結果、投資しないことを決定した」の回答割合は、今回調査では11%に減少したが、本項目の回答割合は調査年ごとの変動がやや大きく、今後の推移が注目される。

【グラフ⑯】: 私募 REIT への投資に関する検討状況

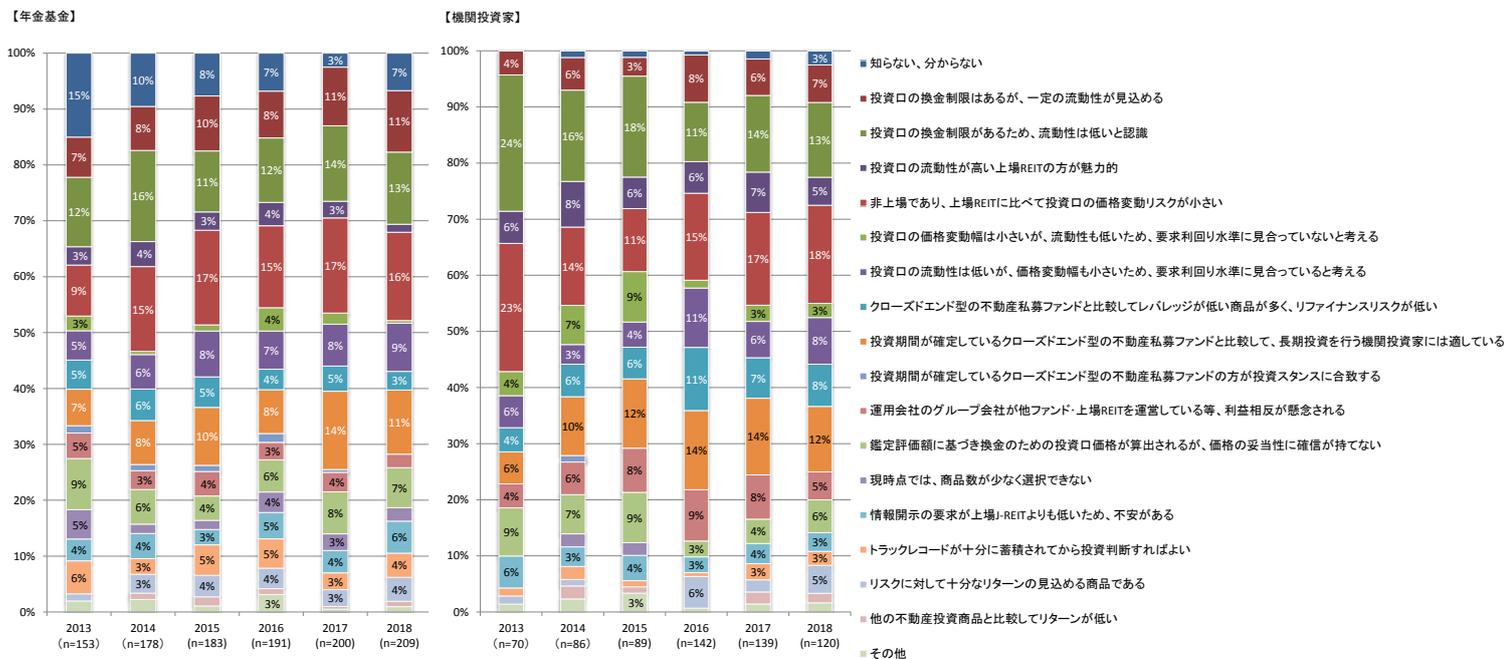


②: 私募 REIT に対する認識

私募 REIT に対する年金基金の認識は、「非上場であり、上場 REIT に比べて投資口の価格変動リスクが小さい」との回答が 2015 年以降 4 年連続で最多となっている。また、「投資口の換金制限があるため、流動性は低いと認識」の回答数が例年と同様に 2 番目に多くなった。一方、「換金制限はあるが、一定の流動性は見込める」、「クローズドエンド型私募ファンドと比較して長期投資を行う年金基金には適している」等、私募 REIT に対して前向きな認識を示す項目の回答割合は、2013、2014 年調査と比較すると増加している。

一方、機関投資家の私募 REIT についての認識は、年金基金と同様に、「非上場であり、上場 REIT に比べて投資口の価格変動リスクが小さい」との回答が最多となり、上位 3 項目も同様であった。なお、「流動性が低い」とする回答割合は、2013 年調査では 24% を占めていたが今回調査では 13% となり、大きく減少している。「知らない、分からない」との回答割合は 3% (3 件) と少なく、機関投資家の私募 REIT に対する認知度はかなり高いといえる。

【グラフ⑰】: 私募 REIT に対する認識(複数回答可)

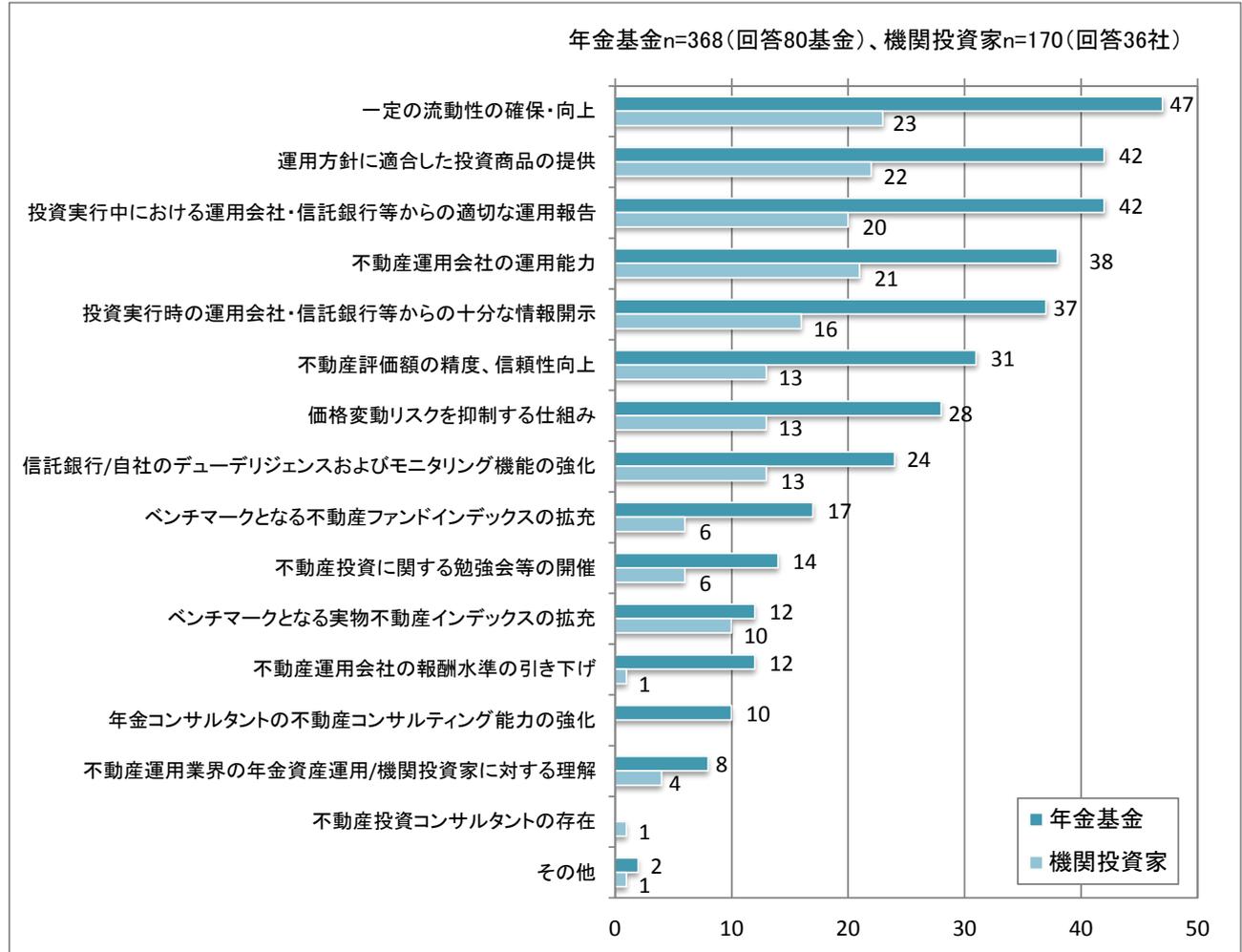


## 5.不動産投資を行ううえで必要な条件について

不動産投資を行ううえで必要な不動産投資インフラ条件については、年金基金、機関投資家ともに「一定の流動性の確保・向上」が最多となった。次いで両者ともに「運用方針に適合した投資商品の提供」となり、年金基金ではこれに並び「投資実行中の適切な運用報告」も2番目に多い回答となった。

不動産投資を実行している、していないに関わらず、投資家は不動産投資に対し、一定の流動性の確保や向上を求めていることがうかがえる。また、適切な運用報告や運用会社の運用能力、十分な情報開示といった項目も例年上位に挙げられており、投資家は当該条件が重要である、と考えていることがわかる。

【グラフ⑩:不動産投資に必要なインフラ・条件(複数回答可)】



## 末尾 <用語集>

本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・国外ファンド・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)および国外 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。

本調査では、複数投資家向けの合同運用ファンドに加え、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・換金が可能であり、その際の持分価格は、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 : 主として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て、キャピタルゲインの獲得を目指す。

投資対象の一部に開発型案件や企業投資を含むファンドも含める。

バリューストック : コアおよびオポチュニスティックの中間的タイプであり、インカムゲインおよび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 : 03-6430-1331

<https://www.smtri.jp/contact/form-private/index.php>

## 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 3F

<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。また、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。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料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。