

「不動産投資に関する調査 2019年」－調査結果－

～年金基金および機関投資家に聞いた最新の不動産投資動向～

2020年1月17日

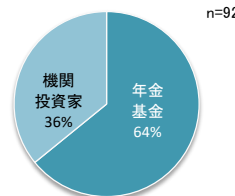
- 株式会社三井住友トラスト基礎研究所は、2019年10月～11月にかけて、不動産投資市場調査の一環として「不動産投資に関する調査」を実施した。

<調査対象と方法>

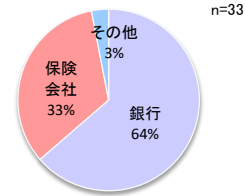
- アンケート送付先:571(年金基金:393、機関投資家等:178)  
機関投資家等・・・銀行(都市銀行・地方銀行・信託銀行等)、保険会社(生損保)、共済組合、リース会社等  
※以下では「機関投資家」とします
- 回答投資家数:92(年金基金:59、機関投資家:33)(有効回答率:16.1%)
- 調査時期:2019年10月～11月
- 調査方法:郵送による調査票の送付・回収

【回答者の属性】

<年金基金と機関投資家の割合>



<機関投資家の割合>

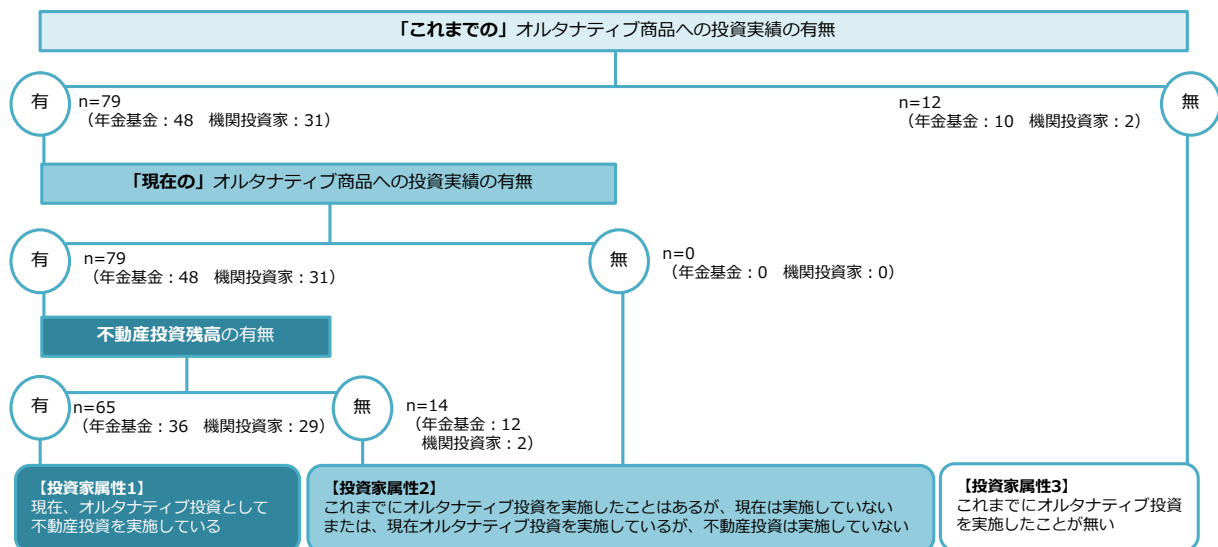


<アンケート調査の構成>

- 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」－2019年10月調査結果－＞

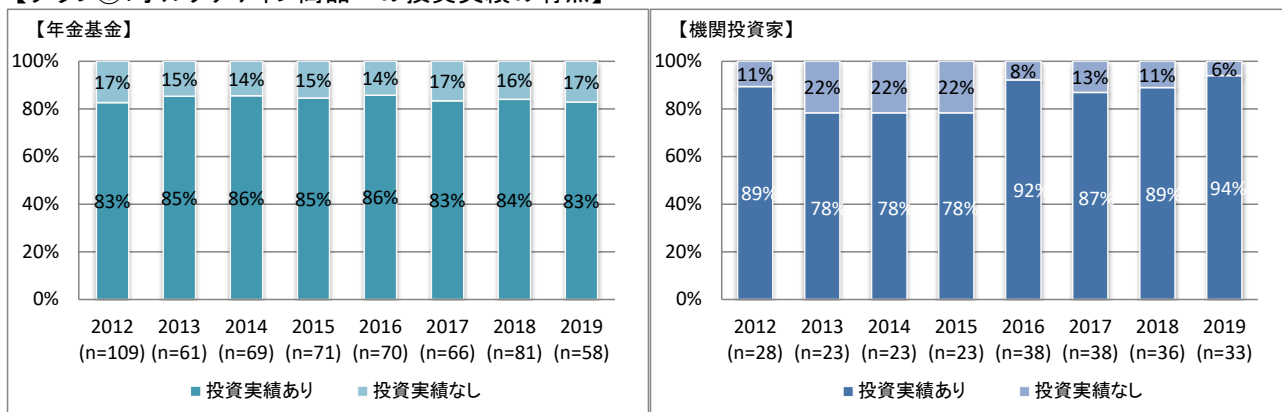
グラフ中の「n」は、有効回答数を示します

### 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83%(48基金)、機関投資家の94%(31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85%前後でほとんど変化していない。機関投資家では実績ありとの回答が2013年～2015年調査の78%から、近年の調査では90%前後に増加しており、今回調査では94%となった。年金基金、機関投資家ともにオルタナティブ商品への投資が浸透しているといえる。

【グラフ①:オルタナティブ商品への投資実績の有無】

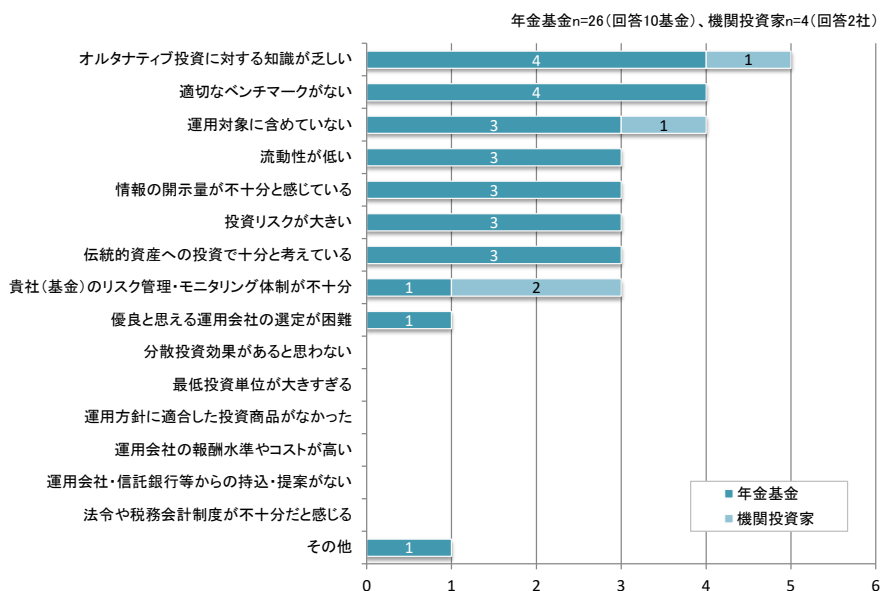


#### ②:オルタナティブ商品への投資を行っていない理由

「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、「オルタナティブ投資に対する知識が乏しい」が5件(年金基金と機関投資家の合計、以下同様)、「適切なベンチマークがない」、「運用対象に含めていない」が各4件となった。「流動性が低い」との回答は、2017年調査では8件あったが、2018年調査では4件、今回調査では3件と減少傾向にある。低金利政策により運用難の状況が継続する中で、低流動性資産への投資の許容度が上がっている可能性がある。

オルタナティブ商品への投資実績のある投資家が8割超を占めている中で、投資実行していない理由としては、オルタナティブ投資に対する知識や体制が整っていないことが主な要因となっているケースが多い。

【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)】

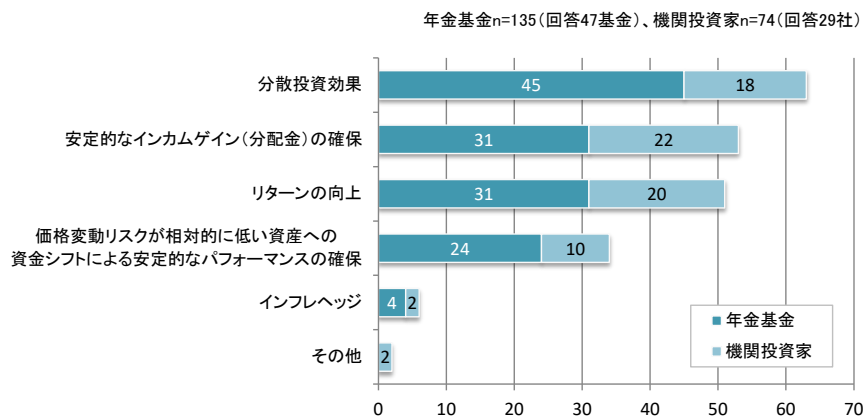


## ③:オルタナティブ投資を行った理由

オルタナティブ投資を行った理由としては、年金基金では「分散投資効果」との回答が45件で最も多くなり、他の項目を大きく引き離れた。一方、機関投資家では「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」が22件で最も多くなり、「リターンの向上」(20件)、「分散投資効果」(18件)と続いた。

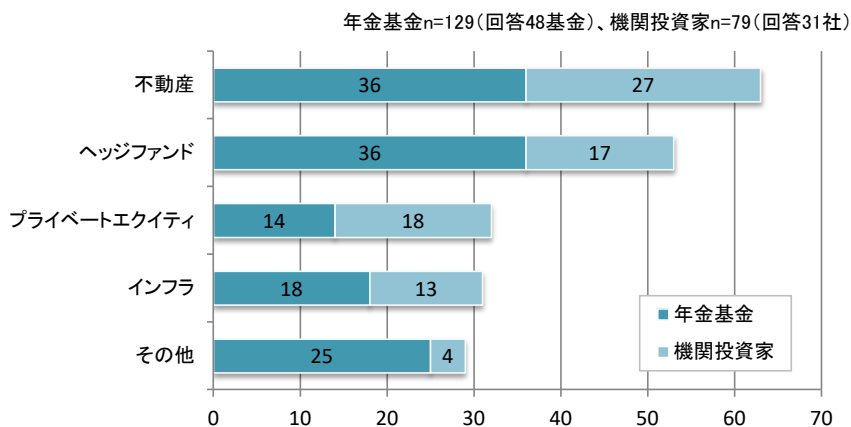
年金基金では分散投資によるリスク低減効果を重視する投資家が多い一方、機関投資家では投資のリターンであるインカムを安定的に享受することやリターンの向上をより重視する投資家が多いものと推察される。

## 【グラフ③:オルタナティブ投資を行った理由(複数回答可)】



「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、年金基金では「不動産」、「ヘッジファンド」が各36件で最多となり、機関投資家では「不動産」が27件で最多となった。伝統的資産との分散投資効果や安定的なインカムゲインを期待できる投資商品として、不動産やヘッジファンドを選択した投資家が多いことがうかがえる。なお、年金基金で25件の回答があった「その他」の具体的な商品内容としては、保険リンク商品関連の回答が目立った。保険リンク商品は、リターン源泉が災害や事故等の発生リスクへの対価であることから、金融市場との相関性が低く、分散投資効果を目的として投資が行われているとみられる。

## 【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)】



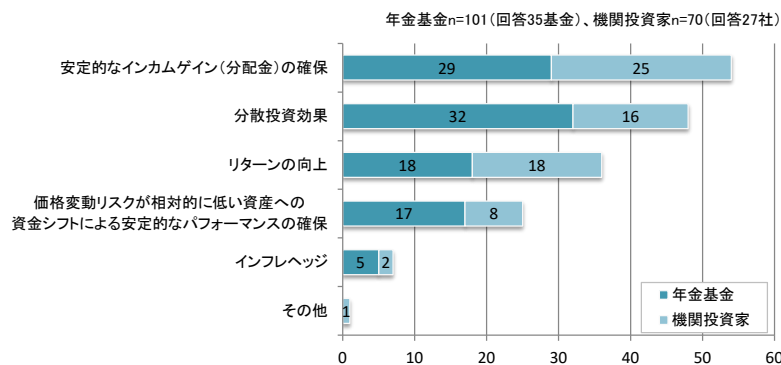
## 2.不動産への投資実績および投資方針について

### ①:不動産投資を行った背景と目的

現在不動産投資残高を有する投資家が、不動産投資を行った理由については、年金基金では「分散投資効果」が32件で最多となり、次いで「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」(29件)となった。機関投資家では「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」が25件で最多となり、次いで「リターンの向上」(18件)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)と同様に、不動産投資を行った理由においても、年金基金では分散投資効果、機関投資家では安定的なインカムゲイン確保が最多となった。一方、当該項目では、年金基金でも「安定的なインカムゲイン確保」への回答が多く(29件)挙げられ、年金基金と機関投資家の合計で54件となり、分散投資効果(計48件)を上回った。不動産投資を行う目的として、オルタナティブ商品全般への投資の目的と比較して、安定的な賃料収入に基づくインカムゲインを確保できる点を重視する傾向がより強い。

### 【グラフ⑤:不動産投資を行った理由(複数回答可)】

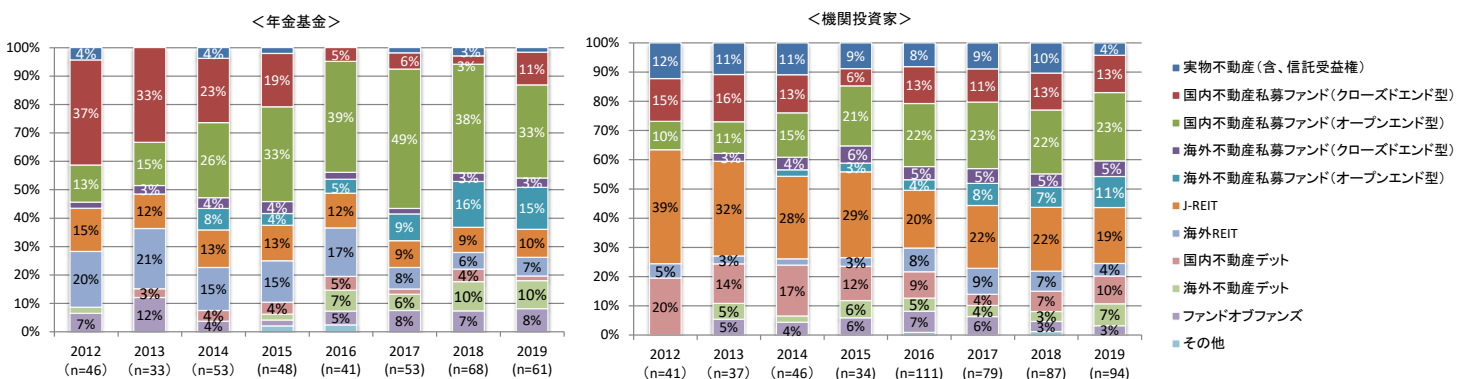


### ②:不動産投資運用資産の内訳

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33%を占め最大となった。2017年調査の49%から2年連続で減少しているものの、2015年調査以降30%超を占める傾向が継続している。また、「海外不動産私募ファンド(オープンエンド型)」も2018年調査以降2年連続で15%前後を占めている。このほか、「国内不動産私募ファンド(クローズドエンド型)」も前回調査の3%から11%へと増加した。

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23%を占め最大となった。2015年調査以降、同項目が20%超を占める傾向が継続している。一方、「J-REIT」は2012年調査の39%から今回調査では19%となり減少傾向にある。なお、「海外不動産私募ファンド(オープンエンド型)」については、2018年調査の7%から今回調査では11%に増加した。近年、年金基金、機関投資家ともに海外不動産オープンエンド商品のシェアが増加傾向にある。国内のオープンエンド型商品への投資経験を有する投資家が増加する中で、海外不動産を対象を拡大し、投資実行する投資家が増加しているものと考えられる。

### 【グラフ⑥:現在の不動産投資運用資産の内容(複数回答可)】

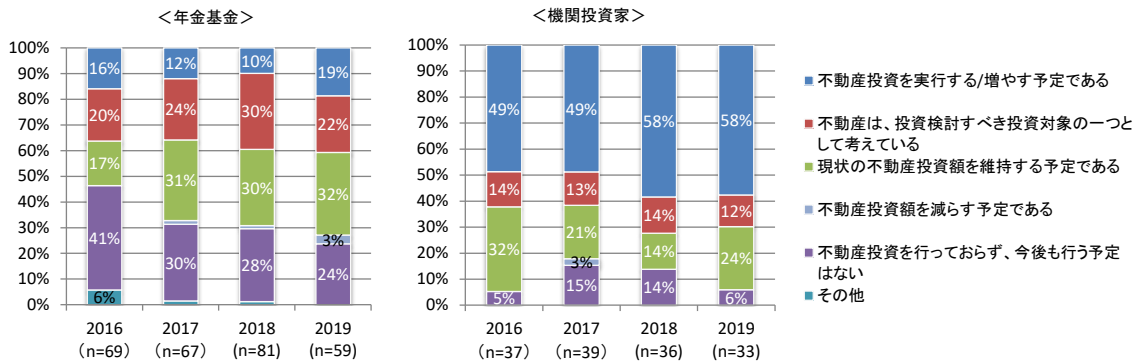


③:今後の不動産投資について

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「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32%で最大となった。2018年調査と比較して、「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」は減少した一方(30%→22%)、「不動産投資を実行する/増やす予定である」は増加した(10%→19%)。昨年と回答者が一致しているわけではないため一概にはいえないものの、不動産投資検討の後、投資実行を決めた年金基金が一定程度存在すると考えられる。また、「不動産投資を行っておらず、今後も行わない」は、2016年調査以降減少傾向にあり(41%→24%)、全般的に不動産投資に対する姿勢は積極化しているものとみられる。

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%を占めた。「不動産投資を行っておらず、今後も行わない」は6%にとどまり、今後も不動産投資を積極的に展開していくスタンスの投資家が多いことがうかがえる。

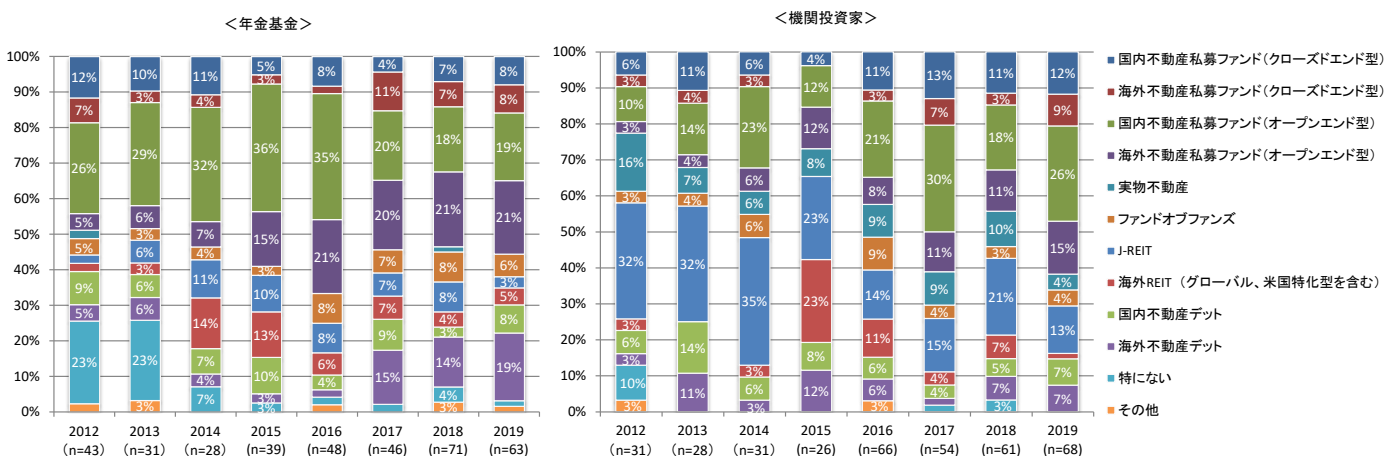
【グラフ⑦:今後の「不動産」投資に対するスタンス】



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2018年調査に引き続き「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19%を占め、注目が高まっている。「現在の不動産投資運用資産の内容(グラフ⑥)」でも見たように、オープンエンド型の海外不動産私募ファンドの投資残高を有する投資家の回答割合は増加傾向にあることも踏まえると、今後も年金基金による海外の不動産関連商品への投資は増加していくものと推察される。

機関投資家では、「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26%を占め最大となり、次いで「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)」となった。「海外不動産デット」は7%にとどまった。機関投資家には地方金融機関も多く含まれており、直接投資対象物件を確認できない海外ファンドよりも、確認が可能な国内ファンドの方が投資しやすいことが、国内不動産投資を重視する傾向に影響しているものと考えられる。

【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

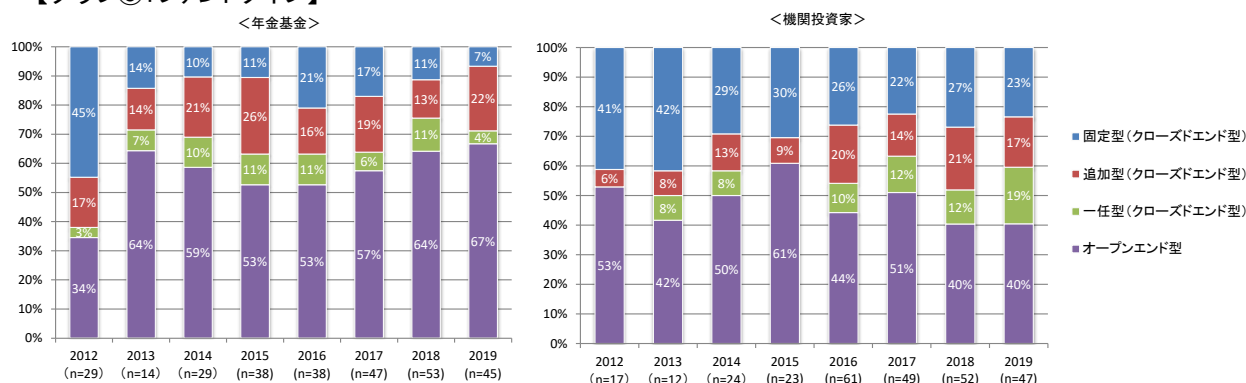
現在、不動産投資残高のある投資家に対して、「実物不動産（不動産信託受益権を含む）または不動産私募ファンドに投資する場合、どのような水準・条件を望むか」を質問したところ、以下の結果となった。

#### ① ファンドタイプ

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」とする回答割合は67%と2012年調査以降最大となった。一方、機関投資家では「オープンエンド型」の回答割合は40%となり、過去調査と比べると低下傾向にある。「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7%、23%に減少した。なお、機関投資家では「追加型（クローズドエンド型）」、「一任型（クローズドエンド型）」の回答割合の合計が36%となり、2012年調査以降最大となった。

オープンエンド型の不動産私募ファンド（私募REIT）は、銘柄数が30を超えトラックレコードも積み上がってきており、投資家の関心や投資意欲は引き続き高いといえる。一方、人気の高い銘柄を中心に、投資家の希望通りになかなか投資できない、投資機会が限定的ともいえる状況も継続している。そのため、特に機関投資家の間で、クローズドエンド型のうち、供給に合わせて柔軟な物件取得が可能な追加型、又は一任型のファンドに注目する投資家が増加しているものと推察される。

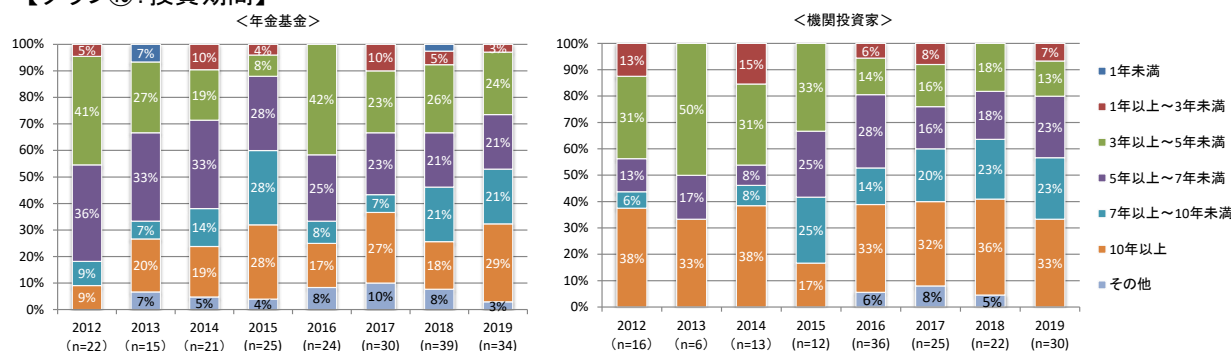
【グラフ⑨：ファンドタイプ】



#### 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、機関投資家ともに「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「3年以上～5年未満」、機関投資家では、「5年以上～7年未満」および「7年以上～10年未満」となった。年金基金、機関投資家ともに5年以上の中長期投資を志向する投資家が大半を占める状況に変化はない。しかしながら、年金基金では、10年以上の超長期ファンドを志向する投資家の割合が増加傾向にある一方で、5年未満の短期のファンドに対しても一定のニーズがあるのに対し、機関投資家は中長期、超長期ファンドへの需要が強く、やや傾向が異なっている。この理由としては、年金基金には5年以内の環境変化のリスクを重視する投資家が一定数いるのに対し、機関投資家は、運用難により、運用対象をより長期で確保したいニーズが強いことが背景にあるのではないかと考えられる。

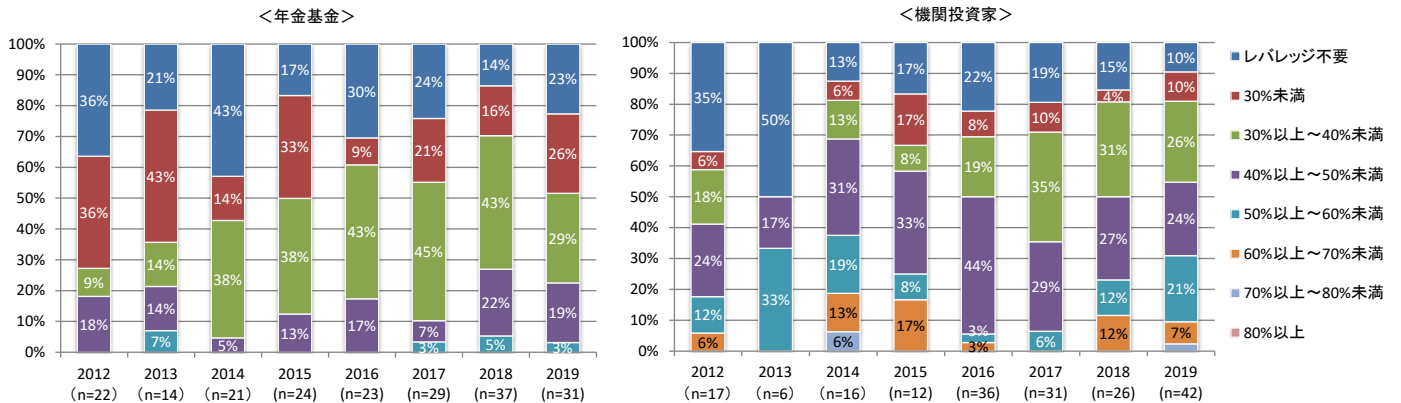
【グラフ⑩：投資期間】



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「30%未満」となり、40%未満とする回答割合は合計で77%にのぼった。一方、機関投資家では「40%以上～50%未満」、「50%以上～60%未満」と続き、40%未満とする回答割合は合計で46%にとどまった。2017年調査以降、最多回答帯は両者ともに「30%以上～40%未満」であるものの、レバレッジの許容水準は、年金基金に比べ機関投資家の方が高くなっている。

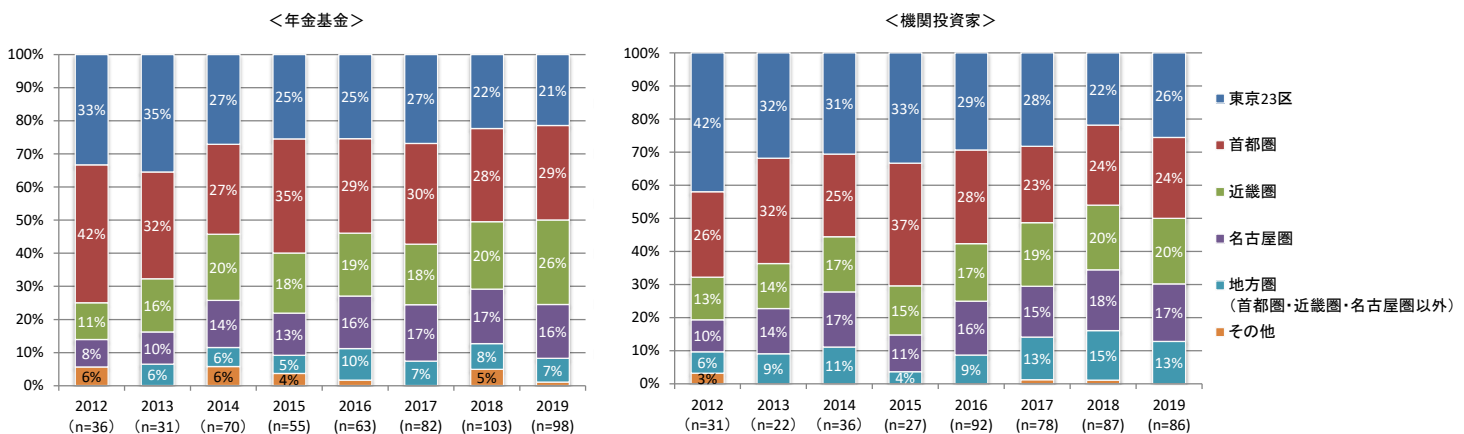
【グラフ⑩】：レバレッジの水準



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、年金基金では「首都圏」、機関投資家では「東京23区」が最大となり、両者とも東京23区と首都圏の合計割合が50%となった。2012年調査以降、東京23区と首都圏の合計割合は減少傾向にあったが、2018年以降はほぼ横ばいの推移となっている。近畿圏、名古屋圏を始めとした全国主要地域に投資検討範囲を拡大してきた動きも一服し、東京、首都圏を含め全国主要地域での分散投資志向が定着してきているものとみられる。

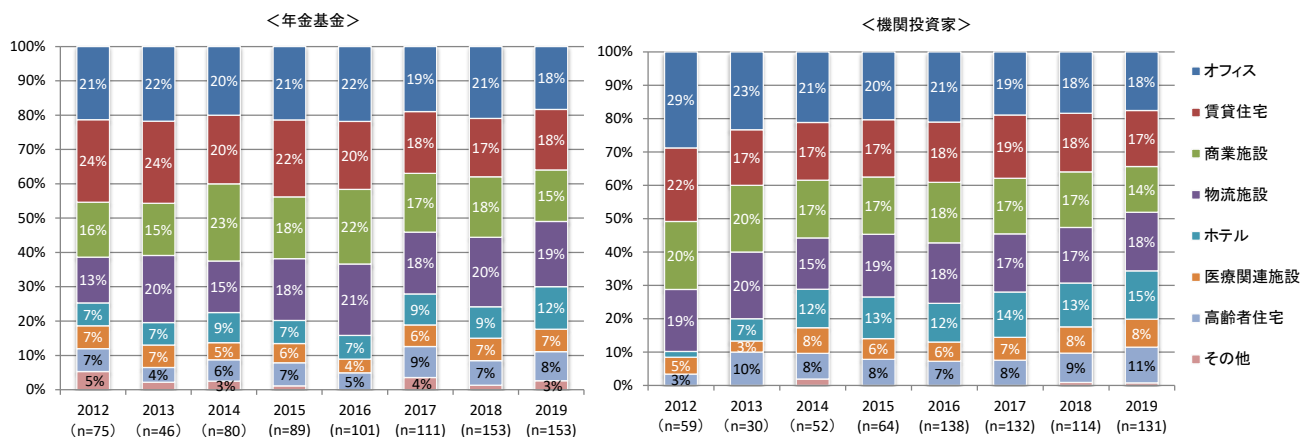
【グラフ⑪】：投資対象地域（複数回答可）



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、機関投資家ともに、「オフィス」、「賃貸住宅」、「商業施設」、「物流施設」、「ホテル」に回答が分散する結果となった。「ホテル」については、年金基金では今回調査で初めて10%を超え12%となった。機関投資家では2014年調査以降継続して10%超のシェアを占めており、今回調査では15%と「商業施設」(14%)をわずかに上回った。投資家の検討対象が、オフィス、住宅等の主要プロパティタイプだけでなく、ホテルを含めた多様なタイプに拡大しているものと考えられる。

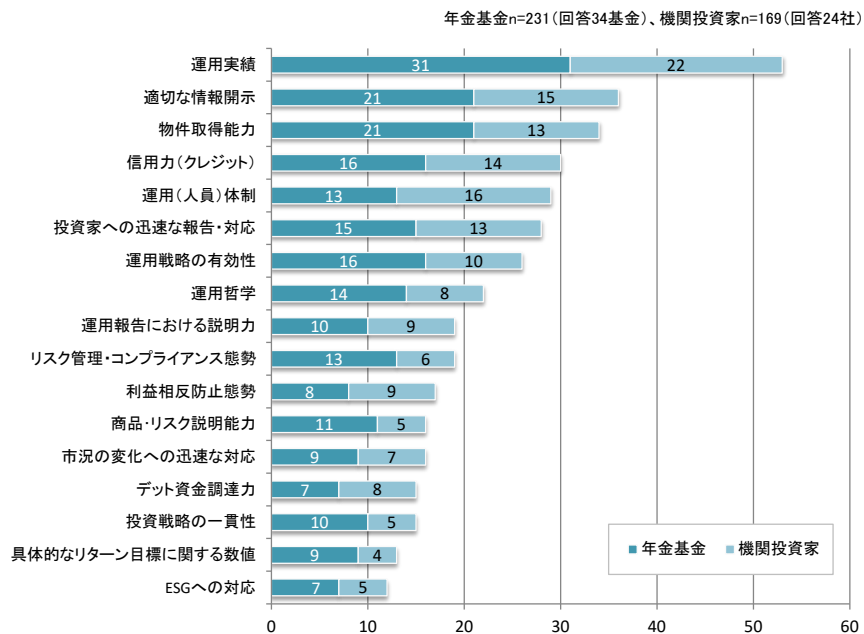
【グラフ⑬: 投資対象プロパティタイプ(複数回答可)】



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、年金基金・機関投資家の回答合計で「運用実績」が53件となり他の項目を大きく引き離れた。また、「適切な情報開示」(36件)、「物件取得能力」(34件)、「信用力(クレジット)」(30件)とする回答が上位となった。過去調査と比較しても上位となる項目に大きな変動はないが、近年の調査では「運用実績」の回答割合がやや高まっている。

【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)】





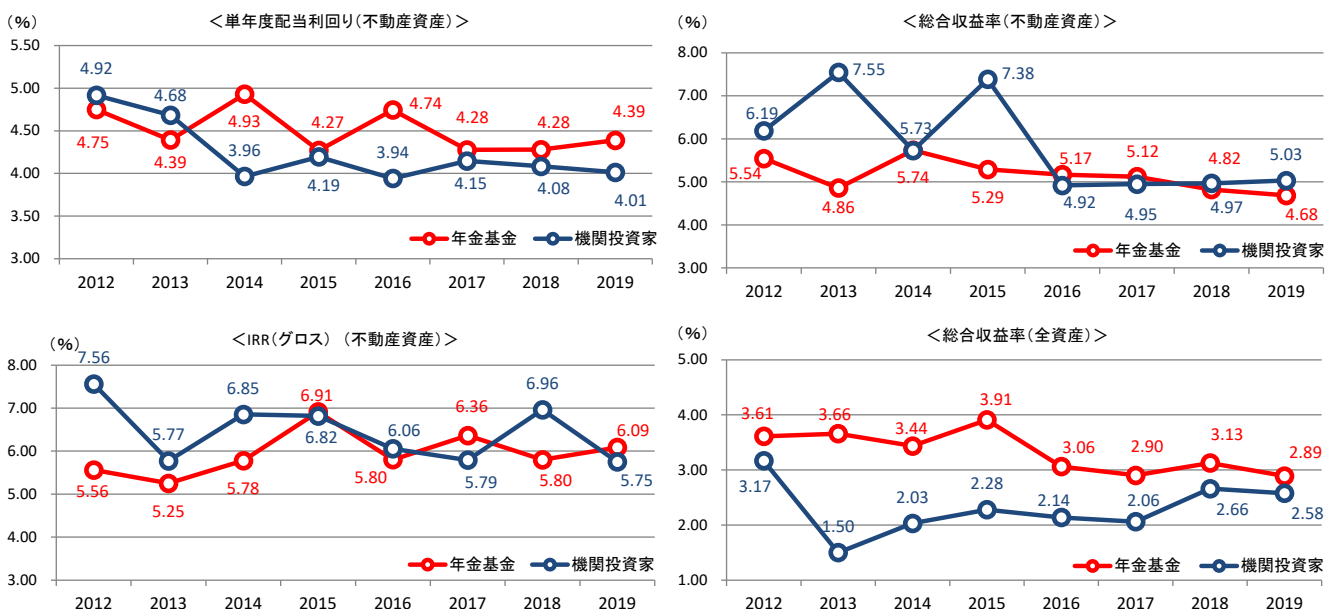
⑦:リターン水準

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%前半となった。個々の回答のレンジは年金基金で2.5~8.0%、機関投資家で2.8~6.0%となっているが、4.0%とする回答が過半数を占めた。私募REITの目標配当利回りとして当初基準価額の4%程度としている銘柄が多いことも、配当利回りの目線に影響しているものとみられる。「IRR(グロス)」の平均値については、年金基金が6.09%、機関投資家が5.75%となった。調査年ごとの変動はあるものの、近年の調査では両者とも概ね6%前後で推移している。

「総合収益率」については、全資産の期待リターンの平均値は年金基金が2.89%、機関投資家が2.58%であったのに対し、不動産資産の期待リターンの平均値は年金基金が4.68%、機関投資家が5.03%となった。不動産資産と全資産に対する期待リターンの差(スプレッド)は、年金基金は2012年調査以降概ね2%前後で推移しており、機関投資家では調査年によっては5%超となることもあったが、2016年調査以降は3%を下回っている。全般的に、投資家が不動産投資を行う際には、全資産のリターンに2~3%程度上乗せしたリターンの確保が求められているといえるが、そのスプレッドは年金基金に比べて機関投資家の方が大きくなっている。

【グラフ⑮:不動産投資に対するリターン水準】



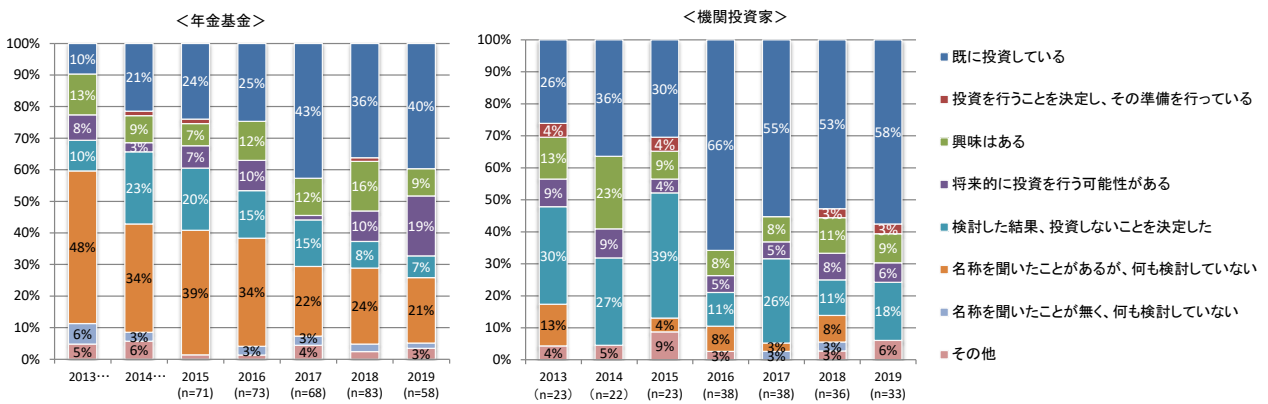
#### 4.オープンエンド型不動産私募ファンド(いわゆる私募 REIT)について

##### 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40%となった。投資実行済みとする回答割合は2012年調査以降増加傾向にあったが、2017年調査からは概ね4割前後で推移している。また、「将来的に投資を行う可能性がある」との回答割合が19%と前回調査から9ポイント増加しており、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ことが予想される。

機関投資家では、「既に投資している」との回答割合は58%となり、2016年調査以降機関投資家の過半数が私募 REIT 投資を行っている。一方で「検討した結果、投資しないことを決定した」の回答割合も今回調査では18%となった。本項目の回答割合は調査年ごとの変動がやや大きい、検討の結果投資しないことを決めた機関投資家も一定数あり、投資家ごとに私募 REIT への投資実行の判断は分かれている状況ともいえる。

【グラフ⑩】:私募 REIT への投資に関する検討状況

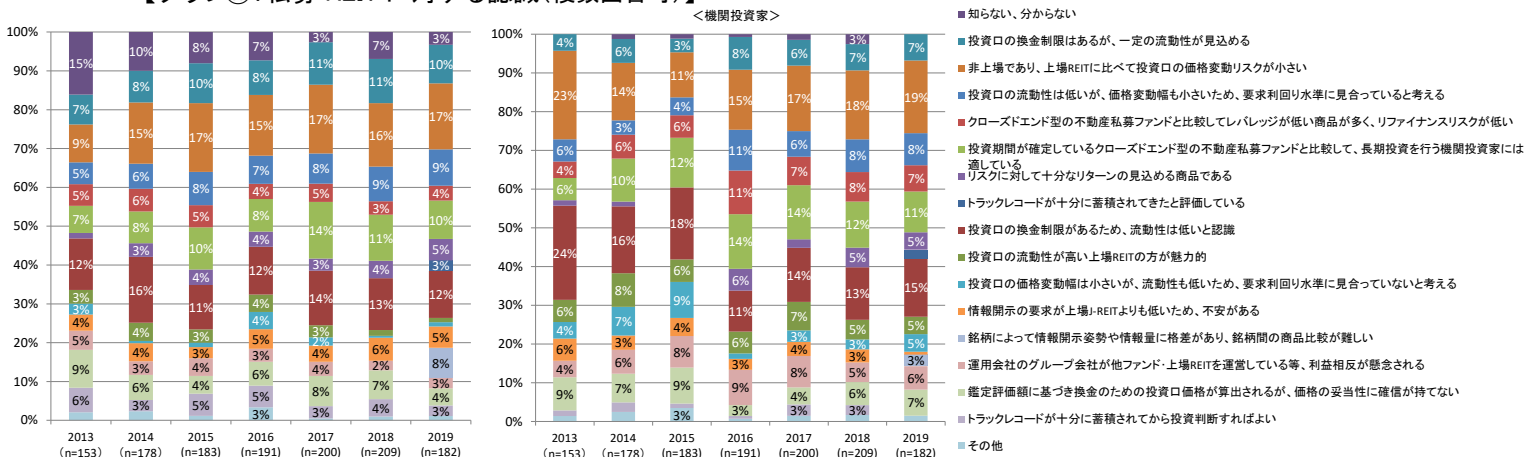


##### ②:私募 REIT に対する認識

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年調査以降最多となっている。「投資口の換金制限があるため、流動性は低いと認識」とのネガティブなイメージの回答も例年と同様に2番目に多いものの、「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、上位となった項目では私募 REIT に対して前向きな認識を示す項目が目立つ。

機関投資家の認識は、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った。上位となった項目も概ね同様であり、前向きな認識の回答が多い。「知らない、分からない」との回答は今回調査ではみられず、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⑪】:私募 REIT に対する認識(複数回答可)

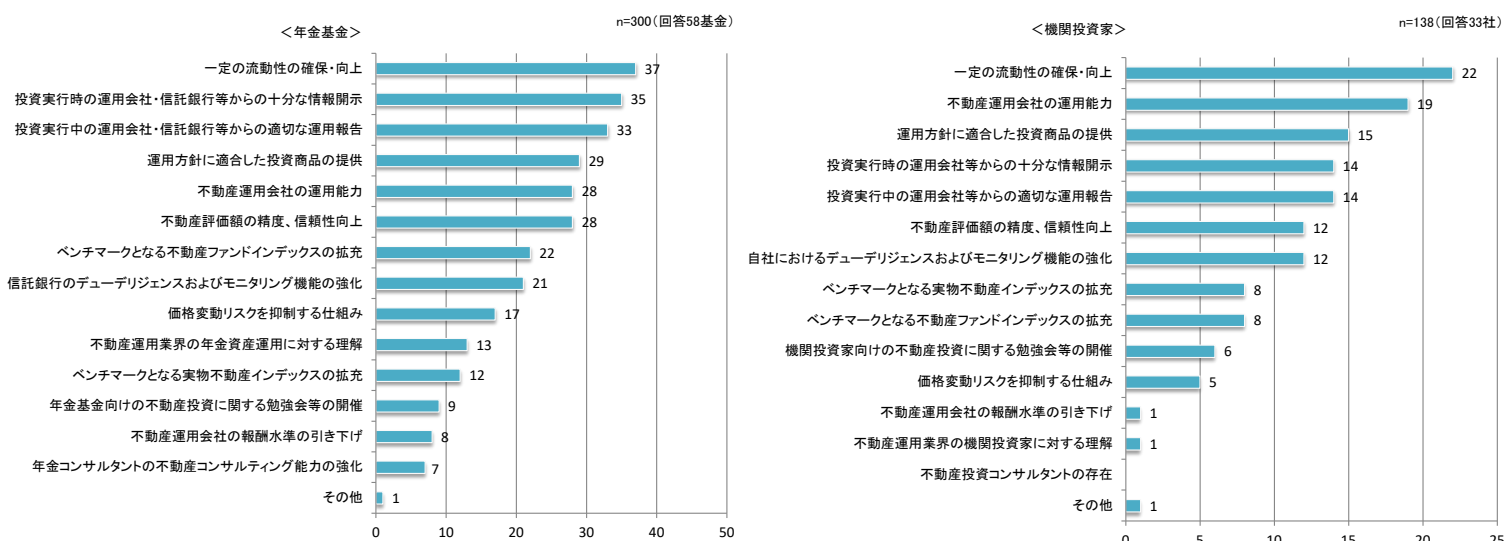


### 5.不動産投資を行ううえで必要な条件について

不動産投資を行ううえで必要な条件(投資基盤)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。2番目・3番目に多くあげられた回答は、年金基金では「運用会社・信託銀行等からの十分な情報開示」、「運用会社・信託銀行等からの適切な運用報告」となった一方、機関投資家では「不動産運用会社の運用能力」、「運用方針に適合した投資商品の提供」となり、両者で異なる結果となった。

不動産投資を実行している、していないに関わらず、不動産投資を行うに際しては、一定の流動性の確保と向上が重要であると考える投資家が多く、当該認識は両者で共通している。その他必要な条件としては、年金基金では運用会社等の情報開示や運用報告等、情報開示姿勢を重視する投資家が多い一方、機関投資家では運用能力や商品のラインナップ等を重視し、より高いパフォーマンスを期待する投資家が多いものと考えられる。

【グラフ⑱: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 : 03-6430-1329

<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

<https://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、今後の見直し、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。