

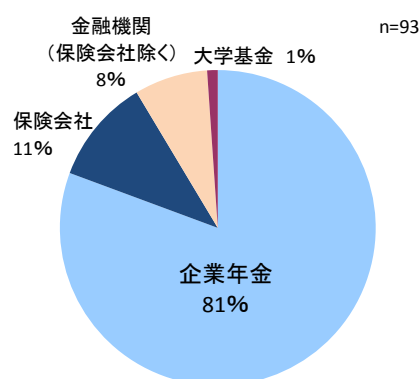
ANREV／ラッセル・インベストメント／住信基礎研究所 国内機関投資家による海外不動産投資意向調査 2011 結果サマリー

＜調査対象・方法＞

- ・ 調査対象: 国内で自己資金を運用している機関投資家(企業年金・共済組合・金融機関・大学基金等)
- ・ 調査票送付先総数: 743
- ・ 回答総数: 93 (有効回答率: 12.5%)
- ・ 調査時期: 2011年9月下旬～10月上旬
- ・ 調査方法: メール便およびEメールによる調査票の送付・回収

【回答者内訳】

企業年金	75
保険会社	10
金融機関	7
大学基金	1
合計	93



＜集計結果サマリー＞

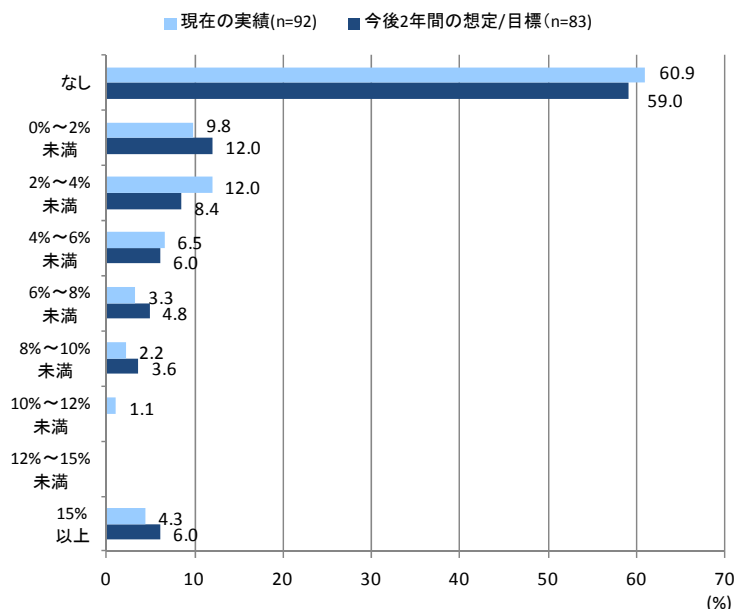
- 回答いただいた投資家のうち、約 40%が現在不動産投資を行っており、そのうち約 40%が海外不動産投資を行っている。「今後2年間の想定/目標」では、国内不動産および海外不動産ともに配分割合がやや増加する傾向にある。
- 海外不動産の投資形態については、現在は上場 REIT に代表される上場不動産会社形態への配分を行っている投資家が過半を占めているが、「今後2年間の想定/目標」では、私募形態のクローズドエンド・ファンドへの投資が増加する傾向が見られる。
- 海外非上場不動産投資におけるスタイルについては、インカム収益重視の「コア」が中心。不動産資産における投資配分割合の平均値で「現在」「今後2年間の想定/目標」とともに「コア」は80%を超える。
- オーストラリアの投資家を対象とした調査では、不動産投資配分が回答者平均で9.7%と、日本の回答者平均2.0%を大幅に上回る。両国ともに、今後2年間に不動産への配分が増加する傾向が見られる。
- 現在不動産に投資配分のある投資家の海外不動産への配分は、回答者平均でオーストラリアが2.4%であるのに対し日本は1.3%。「今後2年間の想定/目標」の配分平均を「現在の実績」からの増減率でみると、オーストラリアは+33.9%、日本は+6.5%であり、いずれも配分が増加する傾向が見られる。
- 海外不動産に投資するメリット・理由としては、オーストラリア・日本ともに「分散効果」とする回答が最も多かった。日本では、「成長性」「より高いリターン」とする回答が次いで多かったのに対し、オーストラリアでは、「国内で投資機会が少ない」との回答が多く、同国の不動産投資市場が小さいことが投資動機となっていると考えられる。
- 海外不動産に投資するデメリット・課題としては、オーストラリア・日本ともに「海外市場についての十分な知識と信頼性の不足」とする投資家が最も多かった。日本では「為替リスク」を次いで懸念しているのに対し、オーストラリアでは「為替」よりも「リターンにかかる税金」への懸念の方が強い。
- 海外不動産投資を行うにあたって、組織内での知見やノウハウを高める必要性も認識されており、商品供給サイドには海外不動産投資のメリット、課題、具体的な戦略等について説明が求められていることも示された。

<集計結果>

1. 不動産への配分比率

運用資産に占める不動産投資への配分は「なし」の回答が、「現在の実績」「今後 2 年間の想定/目標」のいずれにおいても 60%前後となり、投資家の約 60%は現在不動産投資を行っておらず、近い将来においても予定していない。しかし、「現在の実績」よりも、わずかではあるが「今後 2 年間の想定/目標」で「なし」の回答割合が減少、全体としては不動産配分が微増している。

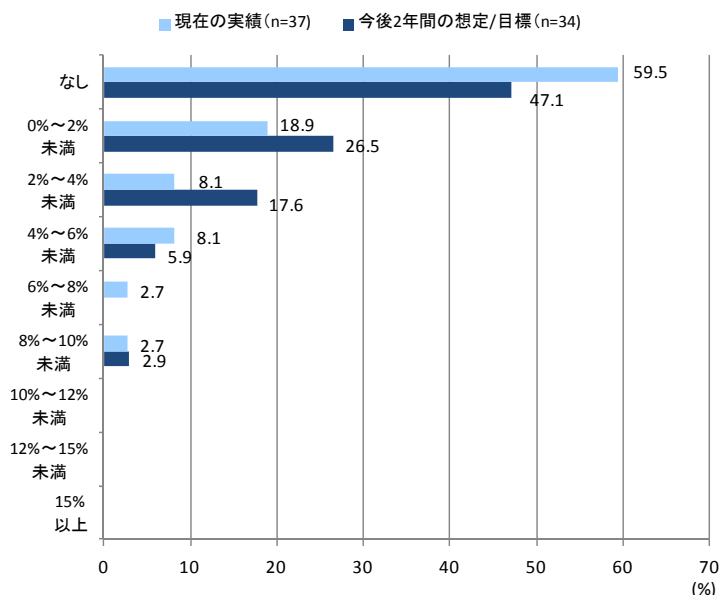
【不動産の配分比率 (回答数割合)】



2. 海外不動産への配分比率

現在不動産投資を行っていると同回答した投資家(全回答者の約 40%)についてみると、運用資産に占める海外不動産投資への配分は、「現在の実績」では「なし」が 60%近くを占めたが、「今後 2 年間の想定/目標」では 47.1%に減少し、全体としては投資配分が増加傾向にある。「現在の実績」と「今後 2 年間の想定/目標」で、配分が増加している回答は 6 件であるのに対し減少している回答は 2 件であり、「現在の実績」はないが「今後 2 年間の想定/目標」で「0~2%未満」とした回答が 4 件であった。

【海外不動産投資の配分比率 (回答数割合)】



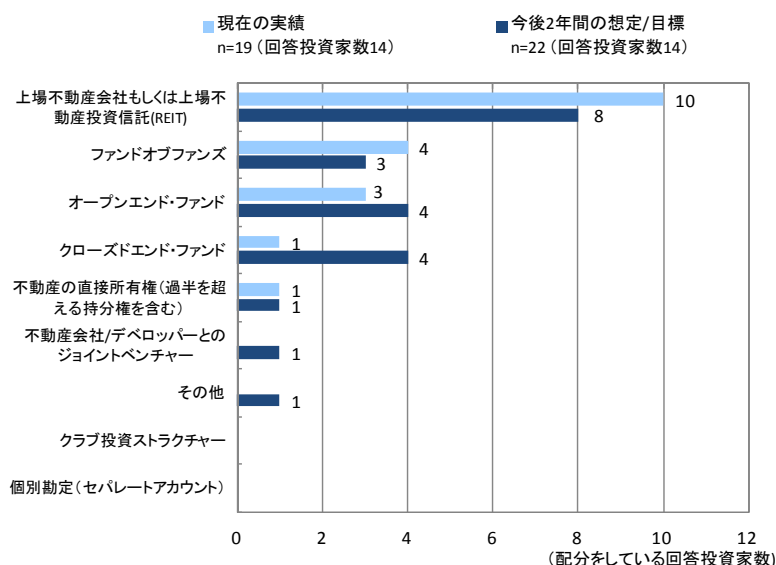
3. 海外不動産投資の形態と配分割合

海外不動産に投資配分をしている場合の投資形態について、「現在の実績」ではグローバル REIT の運用商品への投資が多いことを反映し、過半を超える 10 の投資家(回答投資家の 52.6%)が「上場不動産会社もしくは上場不動産投資信託(REIT)」に投資配分を行っている。

「今後 2 年間の想定/目標」では、「上場不動産会社もしくは上場不動産投資信託(REIT)」に配分するとした投資家は 8 件であり、回答投資家数に占める割合は 36.4%に減少した。一方、海外不動産私募ファンドへの投資配分が増加傾向にあり、「オープンエンド・ファンド」「クローズドエンド・ファンド」への回答数が増加した。

「現在の実績」で「上場不動産会社もしくは上場不動産投資信託(REIT)」の海外不動産投資における配分割合は平均で 67%であったが、「今後 2 年間の想定/目標」では 48%とやや減少した。グローバル REIT に投資している投資家では、海外不動産投資をグローバル REIT のみで行っているケースが多く、「上場不動産会社もしくは上場不動産投資信託(REIT)」に配分している投資家のみの配分割合の平均値は、「現在の実績」が 93%、「今後 2 年間の想定/目標」では 84%となっている。今後もグローバル REIT は主要な投資形態であるものの、私募ファンド形態にも投資配分が分散する傾向が見られる。

【海外不動産投資の形態】



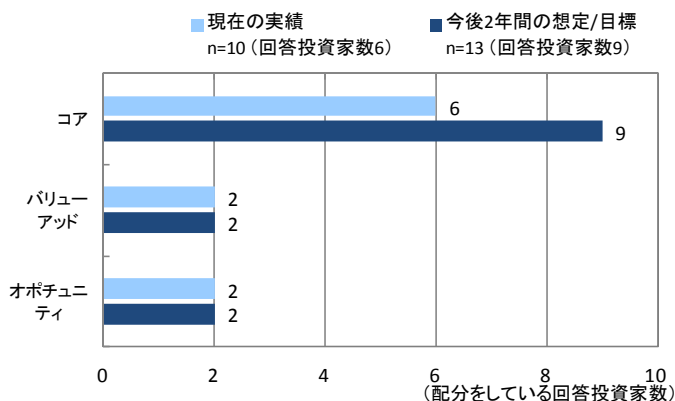
各投資形態に対する投資配分割合の平均値 (%)

投資形態	現在の実績 (%)	今後2年間の想定/目標 (%)
不動産の直接所有権	7	7
不動産会社/デベロッパーとのジョイントベンチャー	0	6
クラブ投資ストラクチャー	0	0
個別勘定(セパレートアカウント)	0	0
オープンエンド・ファンド	10	9
クローズドエンド・ファンド	4	11
ファンドオブファンズ	13	12
REIT	67	48
その他	0	7

4. 海外非上場不動産投資におけるスタイル配分

海外非上場不動産投資のスタイルについては、「コア」に配分を行っている投資家数が最も多く、「現在の実績」「今後 2 年間の想定/目標」ともに 6 割以上となった。各スタイルに対する投資配分割合の平均値を見ても、「現在の実績」「今後 2 年間の想定/目標」ともに、「コア」の割合は 80%以上であり、海外非上場不動産投資を行うにあたり、インカム収益を重視しリスクが低いとされる「コア」を中心とした配分になっている。一方で、キャピタル収益を重視しリスクが高いとされる「オポチュニティ」への投資配分比率の高い回答も含まれていた。

【海外非上場不動産投資のスタイル】



各スタイルに対する投資配分割合の平均値 (%)

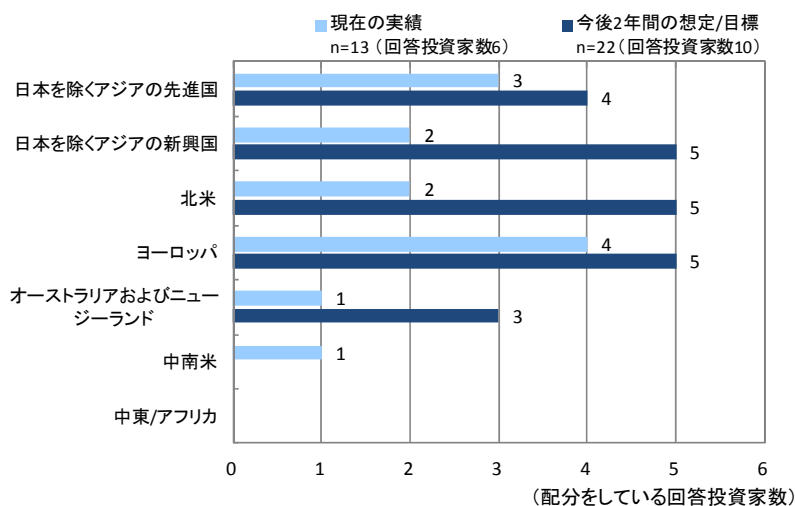
投資スタイル	現在の実績 (%)	今後2年間の想定/目標 (%)
コア	80	83
バリューアッド	12	6
オポチュニティ	8	12

5. 国/地域ごとの配分割合

海外非上場不動産ポートフォリオにおいて配分を行う国/地域ごとの回答数は、「現在の実績」(13 回答)に比べ、「今後 2 年間の想定/目標」(22 回答)の方が多く、海外投資の増加傾向とともに投資対象地域が分散する傾向が確認できた。

各国/地域に対する投資配分割合の平均値でみると、「北米」が「現在の実績」2%に対し、「今後 2 年間の想定/目標」では 24%と大幅に増加している。「ヨーロッパ」は継続して主要な投資対象地域であり、「現在の実績」40%、「今後 2 年間の想定/目標」35%であった。「日本を除くアジアの先進国」「日本を除くアジアの新興国」については、平均配分が「現在の実績」「今後 2 年間の想定/目標」で 20%前後の平均配分となった。

【海外非上場不動産投資における投資対象国/地域】



各国/地域に対する投資配分割合の平均値 (%)

投資対象地域	現在の実績 (%)	今後2年間の想定/目標 (%)
日本を除くアジアの先進国	22	16
日本を除くアジアの新興国	23	22
北米	2	24
ヨーロッパ	40	35
オーストラリア・ニュージーランド	7	3
中南米	5	0
中東・アフリカ	0	0

6. 初めて海外の非上場不動産に投資した際に検討した最も重要な要素

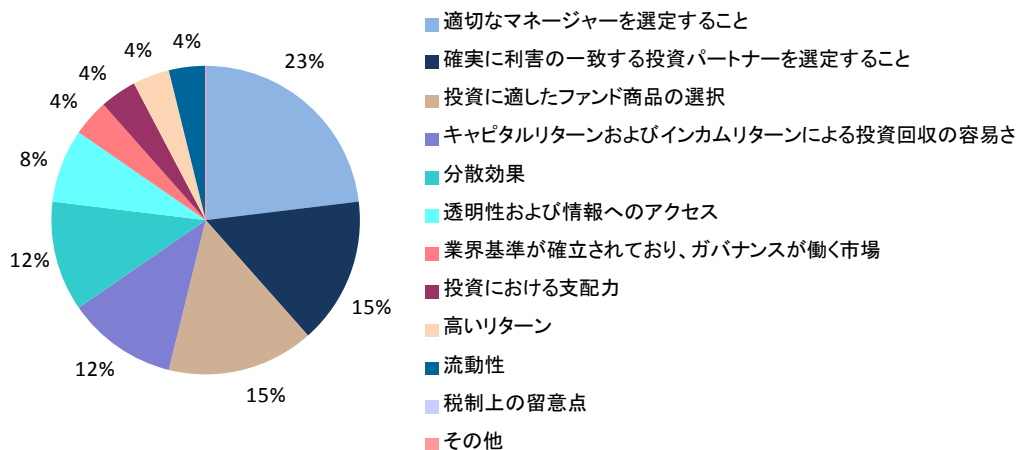
海外非上場不動産投資においては、マネージャーもしくはパートナーなどの運用者の選定を最重要と考える傾向を示す結果となった。海外非上場不動産投資の際には、国内に比べ対象不動産を直接確認することのハードルが高くマーケット情報も限定的であることからマネージャーやパートナーの運用能力への依存度がより高く、それらを適切に選定することが重要な要素とされている。

また、「投資に適したファンド商品の選択」も 15%であり、運用者選定と併せて投資判断の段階でのファンド商品に対するデューデリジェンス等の重要性が示唆された。

【海外非上場不動産投資の際に検討した重要な要素】

※重要と思うもの 3 つを選択

n=26 (回答投資家数8)



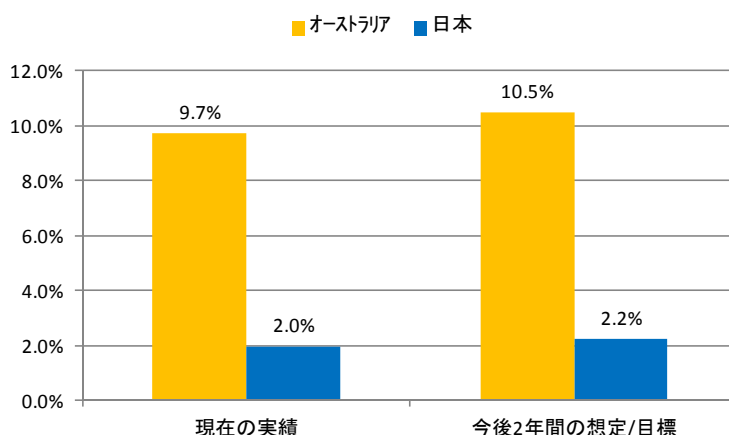
7. 不動産への平均配分 ～オーストラリアと日本の比較～

オーストラリアの投資家を対象とした調査では、現在の不動産投資配分が回答者平均で 9.7%と、日本の回答者平均 2.0%を大幅に上回る。日本の回答者には、不動産配分がない投資家が 6 割程度含まれる一方で、オーストラリアの回答者は全て現在不動産に配分していることも要因となっている。また、不動産投資を行っている投資家のみでは、日本の平均配分は 5.0%であり、一投資家あたりの不動産配分比率もオーストラリアの方が 2 倍に近いものとなっている。

※配分比率幅を選択肢として回答いただいているため、配分比率幅の中央値を配分比率とみなし平均配分を算出しています。

※オーストラリアは全ての回答者が不動産に資産配分を行っていますが、日本は不動産に資産配分を行っていない回答者を配分 0 としています。

【不動産への平均配分 オーストラリア/日本】



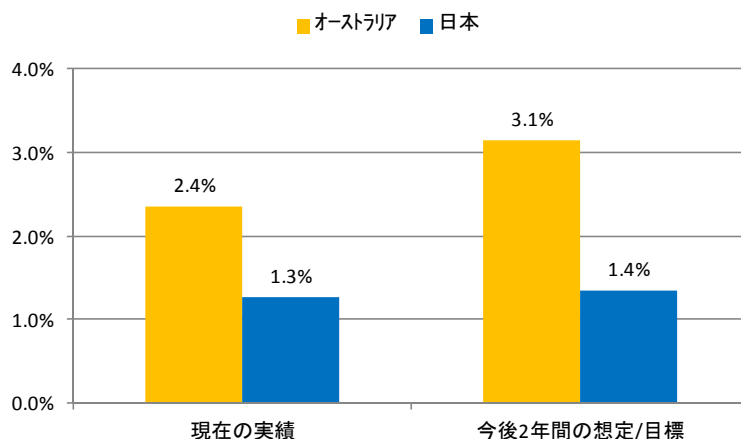
8. 海外不動産への平均配分 ～オーストラリアと日本の比較～

海外不動産への平均配分を現在不動産に配分している投資家のみで算出した結果、「現在の実績」ではオーストラリア 2.4%に対し日本は 1.3%となり、オーストラリアは日本の平均配分の 1.8 倍であった。「現在の実績」に対する「今後 2 年間の想定/目標」の増減率で見ると、オーストラリアは 33.9%の増加であるのに対し、日本は 6.5%の増加で、ともに増加傾向にはあるがオーストラリアの増加率の方が大幅に高い。この要因として、オーストラリアの国内不動産市場規模が小さいこと、運用資産規模の大きい年金基金や SWF が回答投資家に含まれており、日本で主な回答者層となっている企業年金基金と比べて、許容リスクが高いことが影響していると考えられる。

※配分比率幅を選択肢として回答いただいているため、配分比率幅の中央値を配分比率とみなし平均配分を算出しています。

※オーストラリアは回答者全てが不動産に資産配分をしているため、全回答者の平均配分を算出した数値となっていますが、日本は不動産に資産配分をしていない回答者を除いて平均配分を算出しています。

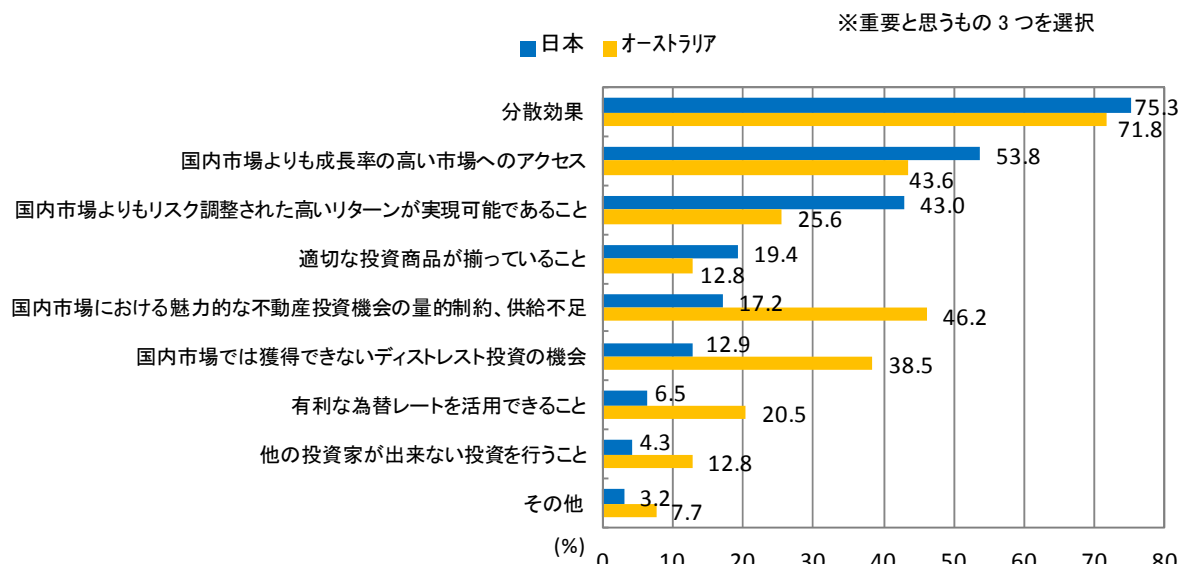
【海外不動産への平均配分 オーストラリア/日本】



9. 海外非上場不動産ファンド投資に投資する理由、メリット ～オーストラリアと日本の比較～

オーストラリア、日本ともに「分散効果」とする回答が最も多かった。日本では、「成長性」「より高いリターン」とする回答が次いで多かったのに対し、オーストラリアでは、「国内で投資機会が少ない」との回答が多く、同国の不動産市場規模が小さく投資機会が限られていることが投資動機となっている。

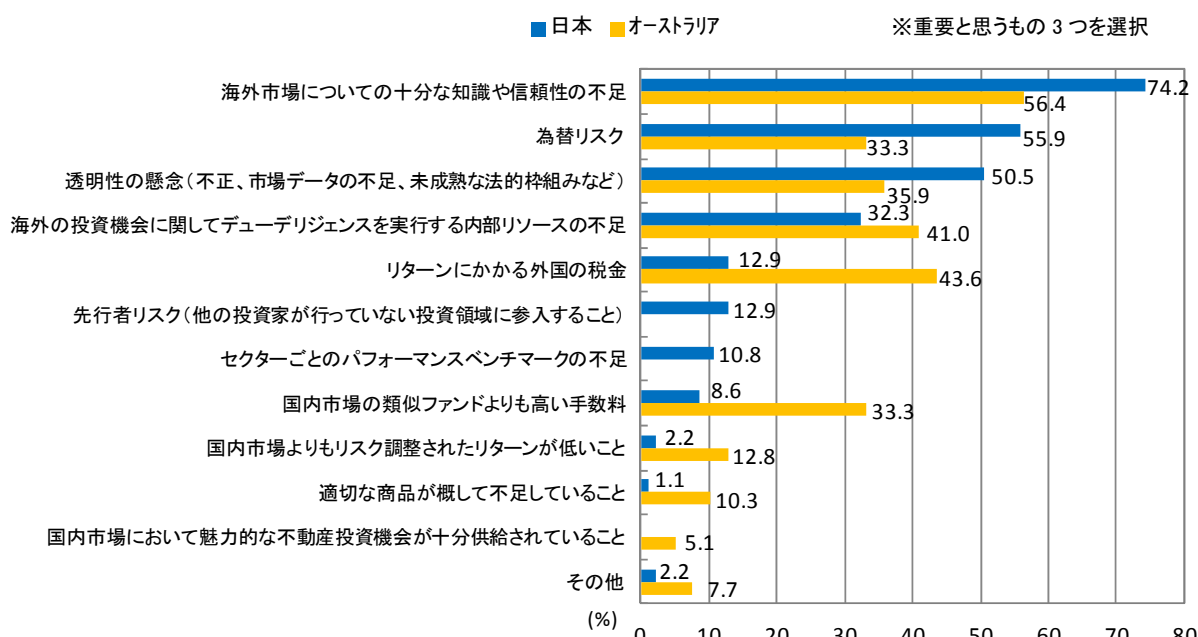
【海外非上場不動産ファンド投資のメリット オーストラリア/日本 (回答者数割合)】



10. 海外非上場不動産ファンド投資に投資するデメリット、課題 ～オーストラリアと日本の比較～

オーストラリア・日本ともに「海外市場についての十分な知識と信頼性の不足」とする投資家が最も多かった。日本では「為替リスク」を次いで懸念しているのに対し、オーストラリアでは「為替」よりも「リターンにかかる税金」への懸念の方が強い。この他オーストラリアでは、「国内市場の類似ファンドよりも高い手数料」などの回答割合が日本よりも顕著に高く、海外非上場不動産ファンドへの投資実績が既にある投資家も多いことから、実際に取り組んでみて直面した課題に回答が寄せられたと考えられる。

【海外非上場不動産ファンド投資のデメリット、課題 オーストラリア/日本 (回答者数割合)】



11. 海外不動産投資全般に関する認識

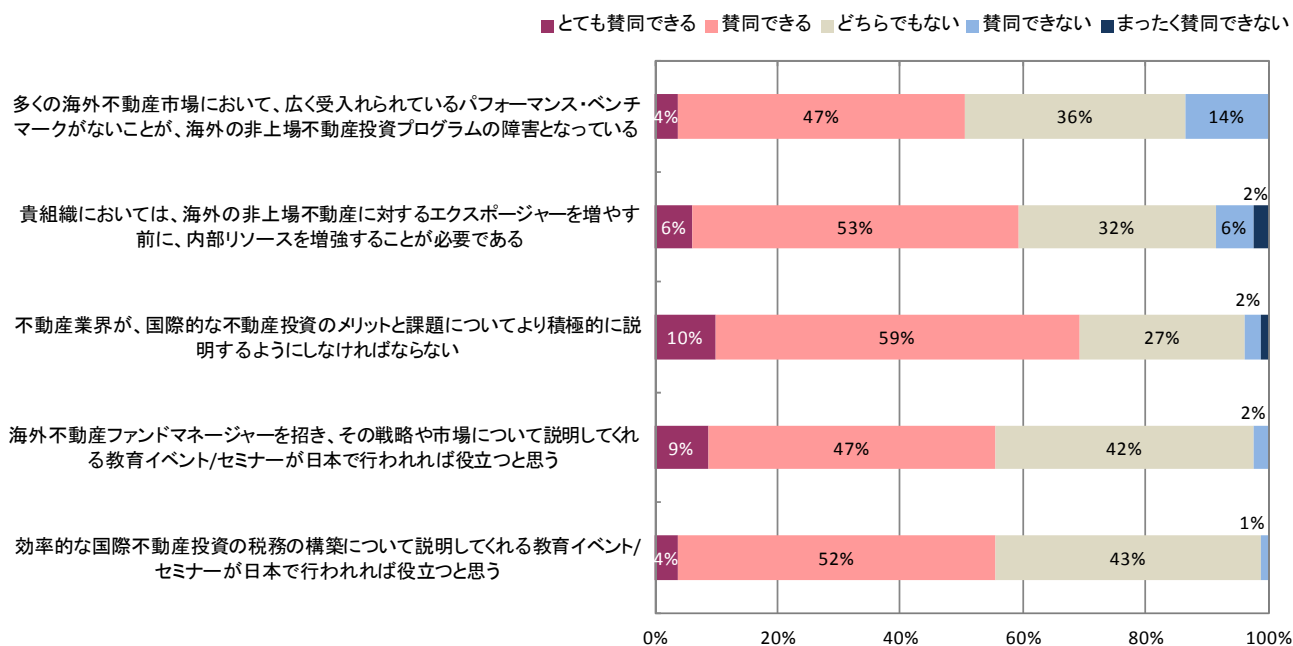
日本調査において、回答いただいた投資家の半数以上が「とても賛同できる」「賛同できる」としている項目は、以下のとおりであった。

- ・多くの海外不動産市場において、広く受け入れられているパフォーマンス・ベンチマークがないことが障害となっている
- ・海外の非上場不動産に対するエクスポージャーを増やす前に、内部リソースを増強することが必要である
- ・不動産業界が、国際的な不動産投資のメリットと課題についてより積極的に説明するようしなければならない
- ・海外不動産マネージャーが、その戦略や市場の説明をする教育イベント/セミナーが日本で行われれば役に立つ
- ・効率的な国際不動産投資の税務の構築について説明する教育イベント/セミナーが日本で行われれば役に立つ

パフォーマンス・ベンチマークについては、国内不動産投資においても課題とされることが多いが、海外不動産を行うにあたって必要性が認識されていることが明らかとなった。また、投資実行の前に組織内での知見やノウハウを高める必要性も認識されており、商品供給サイドには海外不動産投資のメリット、課題、具体的な戦略等について説明が求められていることも示された。

【海外不動産投資全般に関する認識】

※16の質問項目について、(1)とても賛同できる、(2)賛同できる、(3)どちらでもない、(4)賛同できない、(5)まったく賛同できない、の5つの選択肢で回答していただいた結果の中から、「とても賛同できる」「賛同できる」の合計が過半となった項目を掲載しています。



用語の定義・解説

不動産の直接所有権	投資家自身で取得・管理する不動産資産のこと。
ジョイントベンチャー	通常は、1つあるいは2つの投資資金があり、一般的には一方が持分の大部分を保有して戦略や重大な決定に対する決定権で優位に立つことが多い。
クラブ投資ストラクチャー	意見の同じ2~4人の投資家が提携し、制限付きで当座の関与を行うもの。従来の複数投資家によるファンドよりも管理規定が厳しい場合が多い。
個別勘定	単一の運用会社(マネジャー)と投資家との間で個別に管理されている投資口座のこと。
オープンエンド・ファンド	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をいう。一定期間毎に投資参入、解約・換金が可能な仕組み。その際の持分価格は評価額により算出される。
クローズドエンド・ファンド	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をいう。原則として期中の償還はできない。
ファンドオブファンズ	投資マネージャーが他マネージャーの運用する複数の非上場の不動産ファンドに投資するストラクチャーのこと。
コア・ファンド	インカムリターン(賃料収入による安定した所得)を生む資産で構成されている場合が多く、これがリターン全体の主要な要素となる。
バリューアッド・ファンド	リターンがインカムおよびキャピタルリターン(資産価値の増減による所得)の組み合わせによるものであり、より高いレバレッジ(借入れ)を利用する場合がある。これらのファンドは、新興市場の低リスク資産または先進市場の高リスク資産(再開発、低稼働率物件のリーシングプロジェクトなど)に投資する場合がある。
オポチュニティ・ファンド	主にキャピタルリターンを生む資産で構成されている場合が多く、高いレベルのレバレッジを利用するのが一般的である。これらのファンドは開発投資を含む場合が多い。

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

TEL:03-6430-1328

p_fund@stbri.co.jp

株式会社 住信基礎研究所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 神谷町セントラルプレイス 3F

<http://www.stbri.co.jp/>

1. この資料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. この資料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、ANREV、ラッセル・インベストメント株式会社、株式会社住信基礎研究所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ANREV、ラッセル・インベストメント株式会社、株式会社住信基礎研究所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。