

「不動産投資に関する調査 2016年」 — 調査結果 —

2016年12月12日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

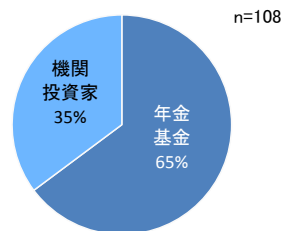
・ 株式会社三井住友トラスト基礎研究所は、2016年10月～11月にかけて、不動産投資市場調査の一環として「不動産投資に関する調査」を実施した。

＜調査対象と方法＞

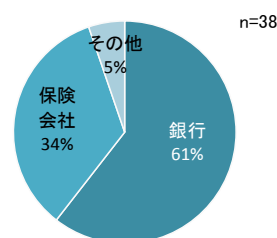
- アンケート送付先:601(年金基金:419、機関投資家等:182)  
機関投資家等・・・銀行(都市銀行・地方銀行・信託銀行等)、保険会社(生損保)、  
共済組合、リース会社等 ※以下では「機関投資家」とします
- 回答投資家数:108(年金基金:70、機関投資家:38)(有効回答率:18.0%)
- 調査時期:2016年10月～11月
- 調査方法:郵送による調査票の送付・回収

【回答者の属性】

＜年金基金と機関投資家の割合＞



＜機関投資家の内訳＞

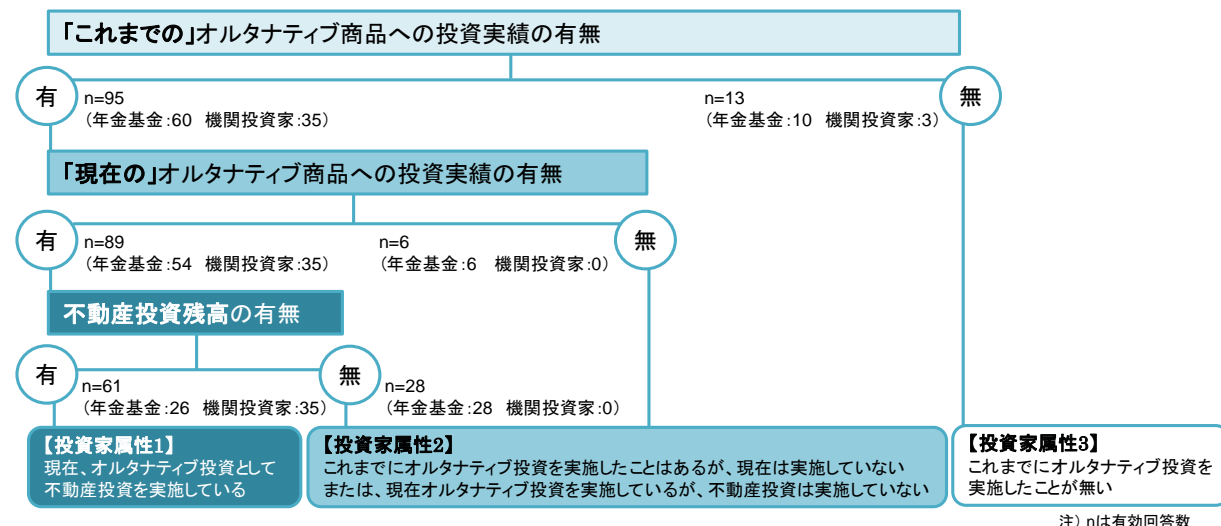


＜アンケート調査の構成＞

- 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、以下の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。



## ＜「不動産投資に関する調査」－2016年10月調査結果－＞

グラフ中の「n」は、有効回答数を示します

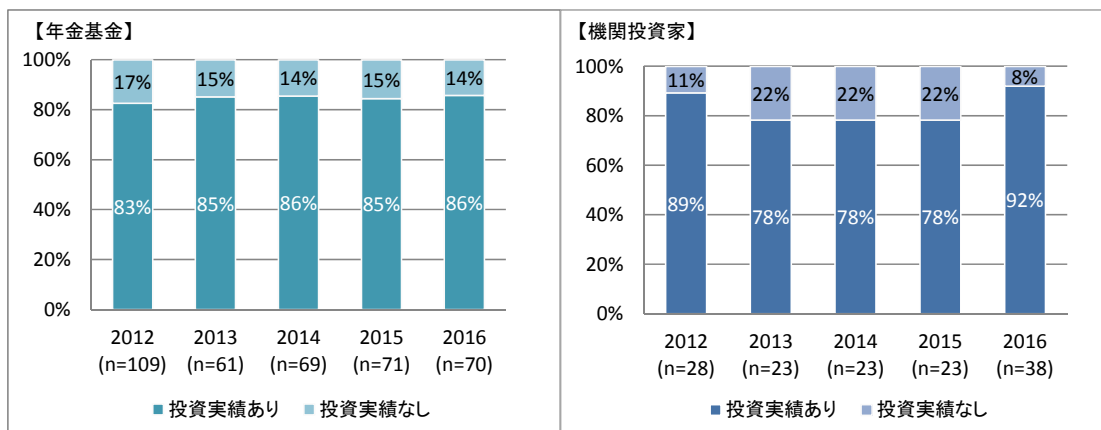
### 1.オルタナティブ商品への投資実績および投資方針について

#### 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86%、機関投資家の92%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する回答割合は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例年よりも10%超増加した。

#### 【グラフ①:オルタナティブ商品への投資実績の有無】

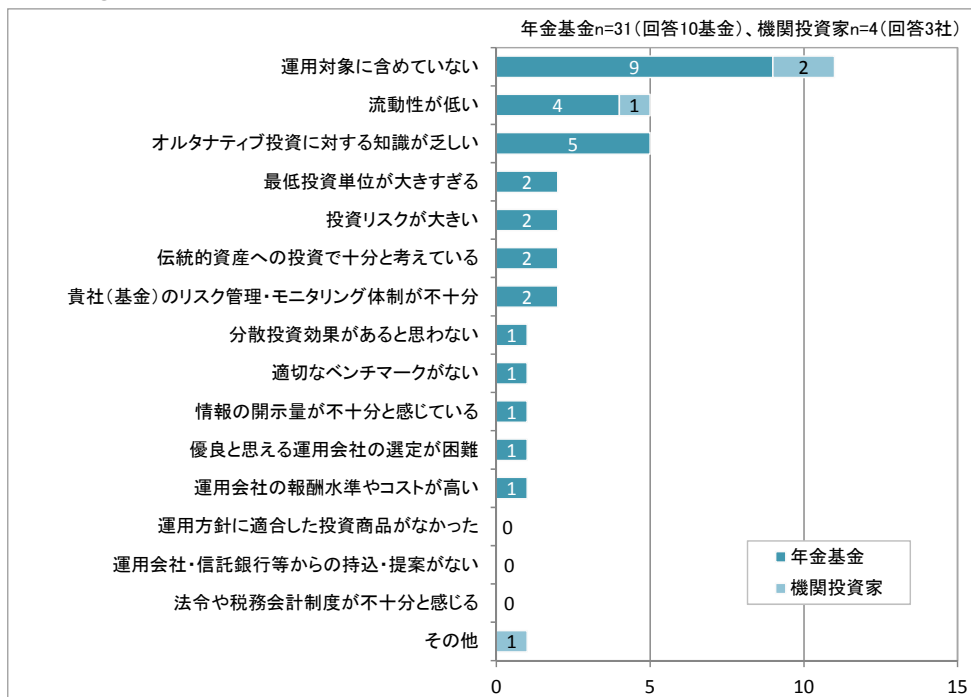


#### ②:オルタナティブ商品への投資を行っていない理由

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、「運用対象に含めていない」との回答が合計11件で最多となり、次いで、「流動性が低い」・「オルタナティブ投資に対する知識が乏しい」が各5件という結果となった。「流動性が低い」との回答は2015年調査では9件で最多回答であったが、今回調査では5件に減少した。

マイナス金利導入等の外部環境の変化も踏まえ、今後オルタナティブ投資を運用対象に含める動きが見られるかどうかについて、次回以降の結果が注目される。

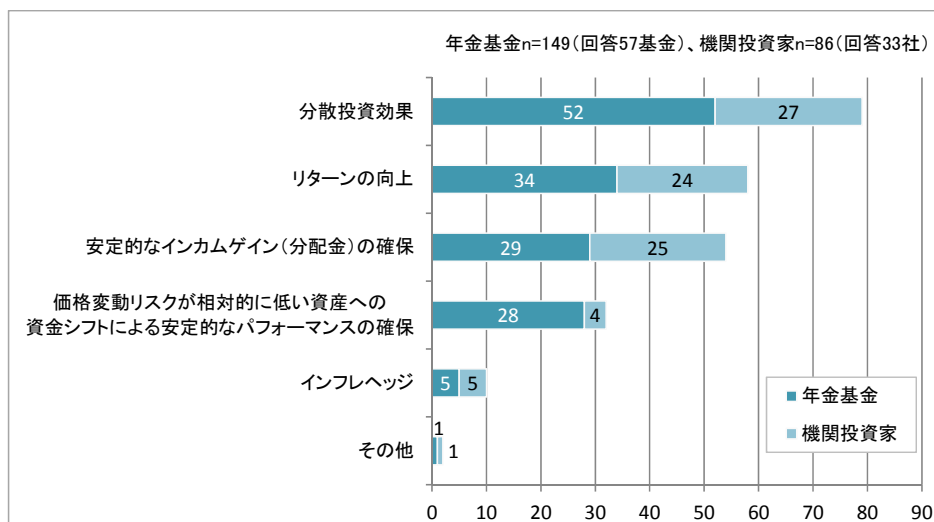
#### 【グラフ②:オルタナティブ商品への投資を行っていない理由(複数回答可)】



## ③:オルタナティブ投資を行った理由

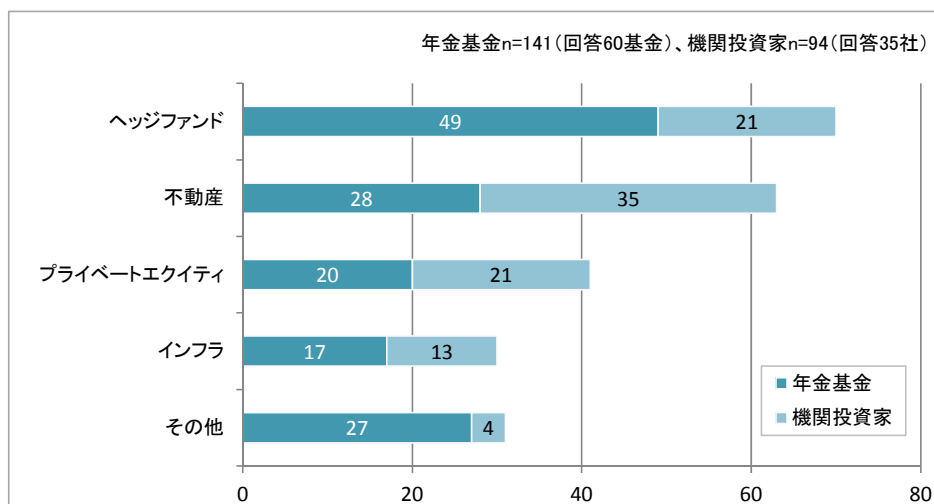
オルタナティブ投資を行った理由としては、「分散投資効果」との回答が合計79件と最も多く、次いで「リターンの向上」、「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」となった。

【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、年金基金と機関投資家の合計で「ヘッジファンド」が70件と最も多く、次いで「不動産」が63件、「プライベート・エクイティ」が41件となった。ただし、機関投資家では「不動産」が35件で最多となった。年金基金では、「その他」の回答も多く、その内容として「保険関連商品」との回答が多数を占めた。

【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)】

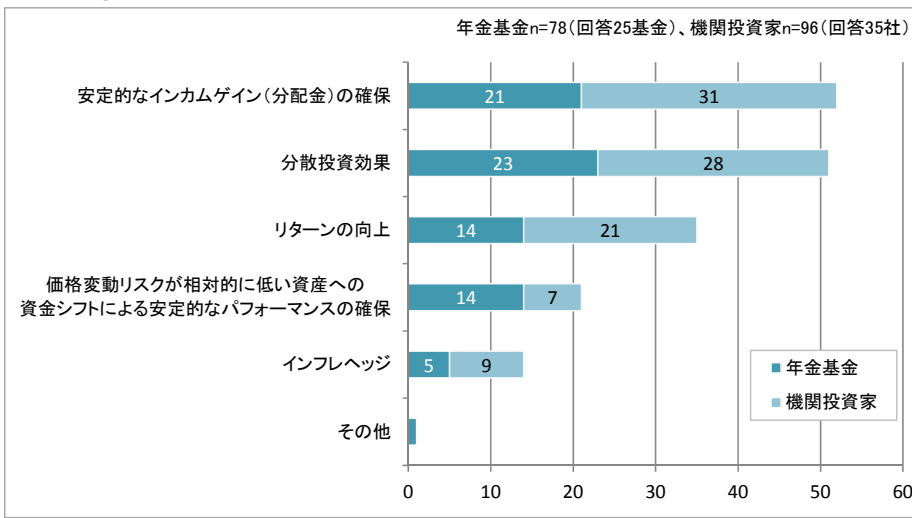


## 2.不動産への投資実績および投資方針について

### 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」が52件で最多となり、次いで「分散投資効果」(51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)では「分散投資効果」との回答が最多で、次いで「リターンの向上」となり、「安定的なインカムゲイン(分配金)の確保」は3番目に多い回答であった点と比較すると、不動産投資に際しては、安定的なインカムゲインの獲得に主眼を置く投資家が多いことがうかがえる。

【グラフ⑤:不動産投資を行った理由(複数回答可)】

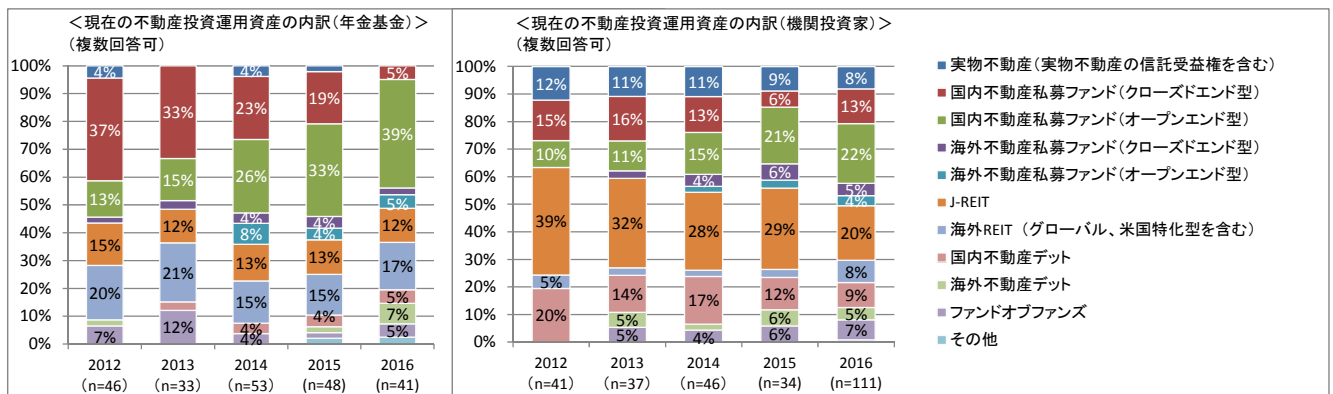


### ②:不動産投資運用資産の内訳

現在、不動産投資残高がある投資家の具体的な不動産投資商品に関しては、「国内不動産私募ファンド(オープンエンド型)」が年金基金では39%(16件)、機関投資家では22%(24件)となり、いずれにおいても最多割合を占めた。

2012年調査からの推移をみると、年金基金においては、「国内不動産私募ファンド(クローズドエンド型)」が減少傾向にある一方で、オープンエンド型の回答割合は増加傾向にあり、今回調査では40%弱にまで割合が増加した。機関投資家においては、「J-REIT」が減少傾向にある一方、オープンエンド型の回答割合は増加している。不動産投資においてオープンエンド型私募ファンドが主力商品となってきたことがうかがえる。

【グラフ⑥:現在の不動産投資運用資産の内容(複数回答可)】

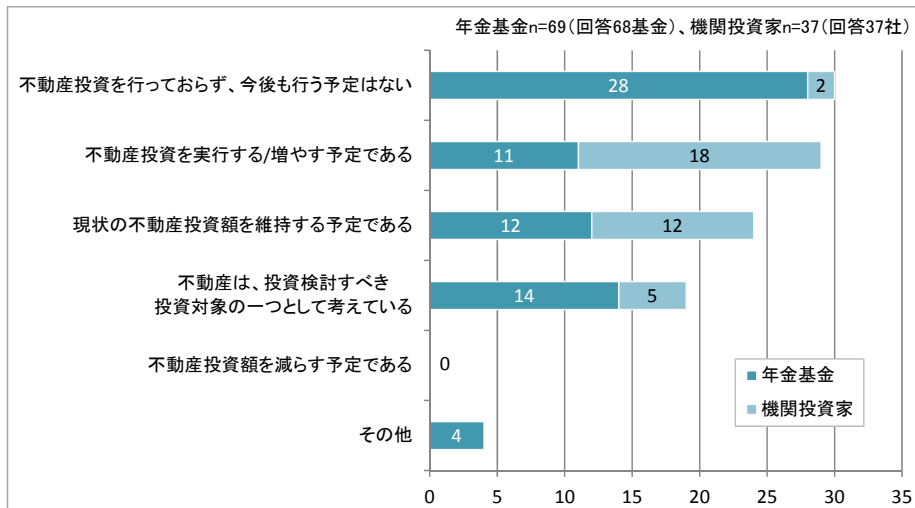


③: 今後の不動産投資について

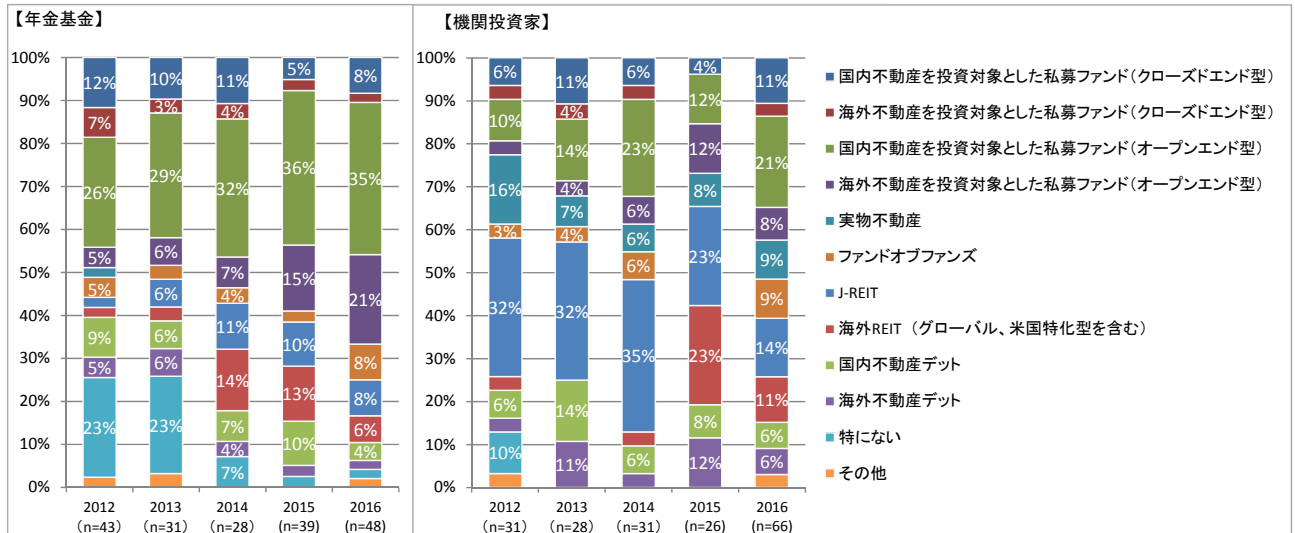
不動産投資残高がない投資家も含め今後の不動産投資のスタンスについて質問したところ、年金基金では「不動産投資を行っておらず、今後も行う予定はない」とする回答が最多となったが、機関投資家では「不動産投資を実行する/増やす予定である」とする回答が最多となった。年金基金・機関投資家いずれにおいても「不動産投資を減らす予定である」とする回答はなかった。現在不動産投資を行っておらず、今後も行う予定のない投資家層が年金基金では約4割を占める一方、機関投資家ではわずか5%であり、不動産投資に対する両者のスタンスには差があるといえる。全体では、「投資検討すべき投資対象の一つ」と考える投資家層、現状維持の投資家層も含め、不動産投資に前向きな回答が7割程度を占める結果となった。

「不動産投資を実行する/増やす予定である」、「不動産投資は、投資検討すべき投資対象の一つとして考えている」と回答した投資家に、その具体的な投資商品を質問したところ、年金基金においては、「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)」という回答が5年連続で最多となった。また、「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)」の回答割合も増加しており、国内/海外問わずオープンエンド型不動産ファンドへの注目度が高まっていることがうかがえる。機関投資家においては、これまでの調査では「J-REIT」が最多であったが、今回調査では年金基金と同様に「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)」とする回答が最多となった。

【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)



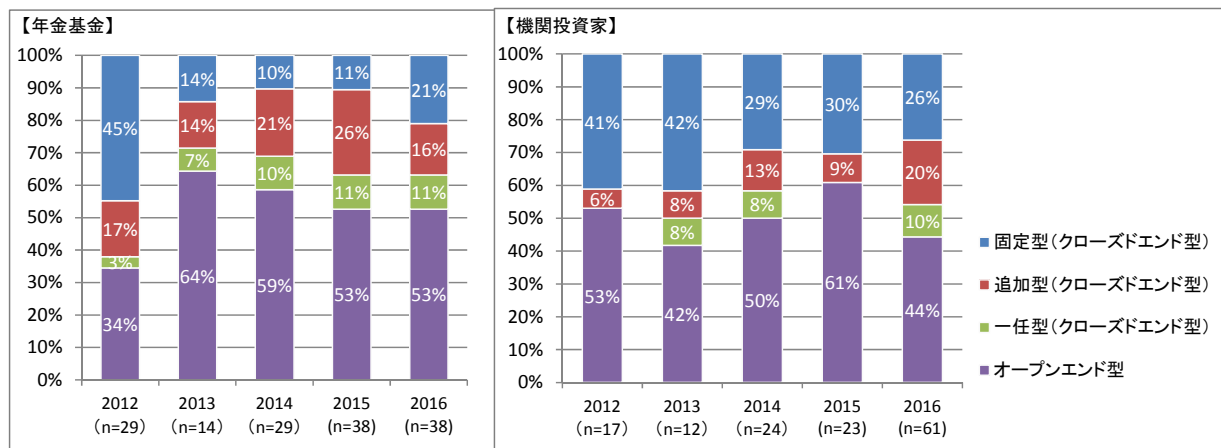
### 3.望まれる不動産投資水準や条件について

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: ファンドタイプ

検討可能なファンドタイプについては、「オープンエンド型」が年金基金では53%、機関投資家では44%を占めた。オープンエンド型への投資意欲は依然として高いといえるが、過去調査と比較すると年金基金、機関投資家いずれにおいてもその回答割合はやや低下している。

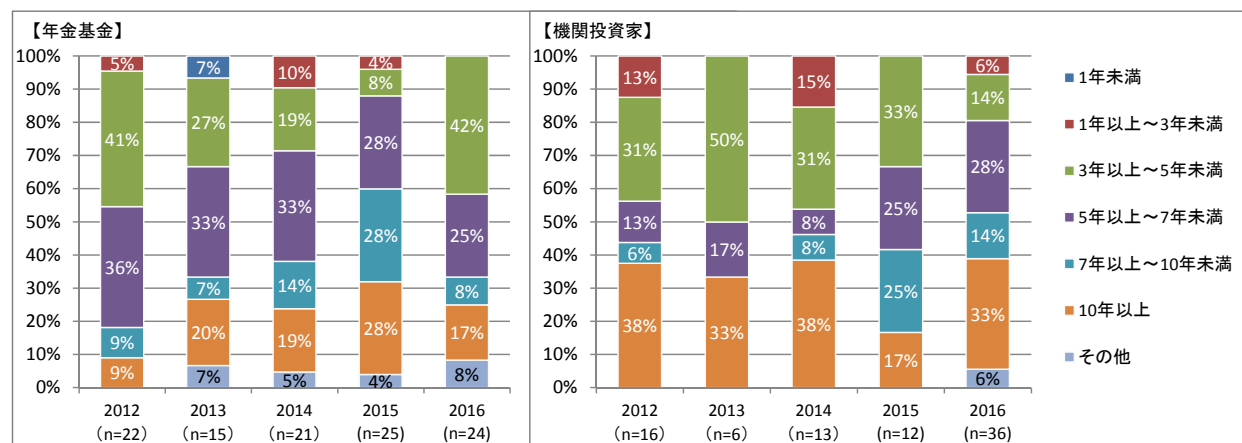
【グラフ⑨: ファンドタイプ】



#### ②: 投資期間

不動産投資を行う際の投資期間については、年金基金では「3年以上～5年未満」が42%を占めた。2012年調査から前回調査までは7年以上の中長期ファンドへの回答割合が増加傾向にあったが、今回調査ではその傾向が反転した。一方、機関投資家では「7年以上～10年未満」、「10年以上」の合計が47%を占め、中長期ファンドの回答割合はやや増加した。なお、上記グラフ⑨の結果でも分かるように、年金基金において「3年以上～5年未満」を選択した投資家の多くがファンドタイプでは「オープンエンド型」を選択していることから、これらの回答は短期転売型のファンドを念頭においた回答ではないものと考えられ、オープンエンドファンド市場内での銘柄の組み替えの可能性もある。今後、年金基金において比較的短期間の不動産投資が主流となるのか、次回以降の調査結果が注目される。

【グラフ⑩: 投資期間】

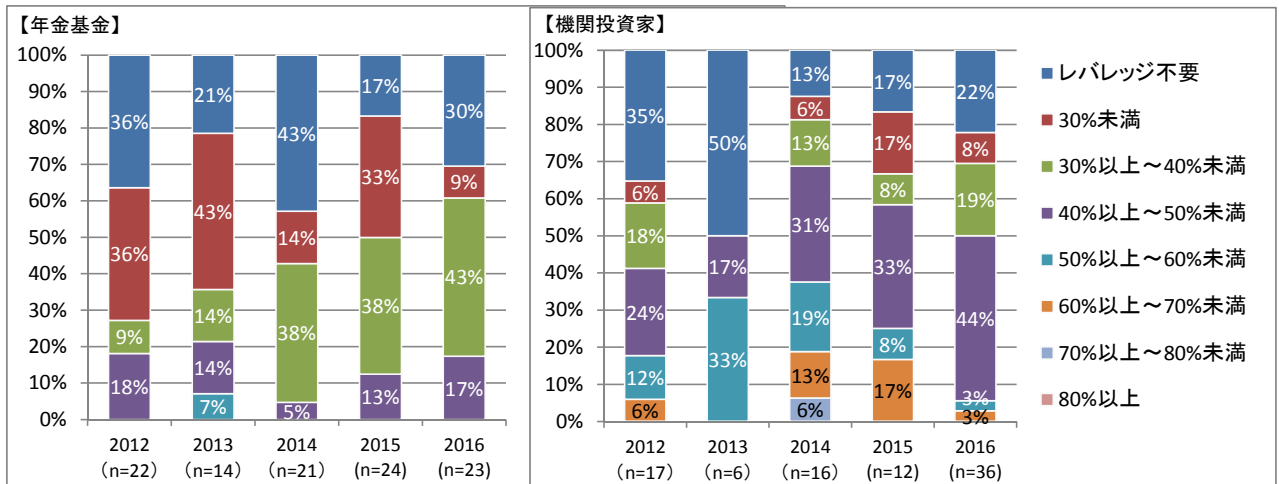


③:レバレッジ水準

年金基金では「30%以上～40%未満」が43%で最多となり、次いで「レバレッジ不要」が30%となった。2014年調査以降50%以上とする回答は見られず、低レバレッジでリスクを抑えた不動産投資への志向が継続している。一方、機関投資家においては、「40%以上～50%未満」が44%で最多となり、次いで「レバレッジ不要」(22%)となった。50%以上とする回答は合計でわずか6%にとどまり、2014年調査以降レバレッジの低下傾向が顕著である。

年金基金と機関投資家でボリュームゾーンは一段階異なる結果となったが、いずれにおいてもLTV水準を40%前後としているオープンエンド型ファンドを念頭においた回答が多いものと推察される。

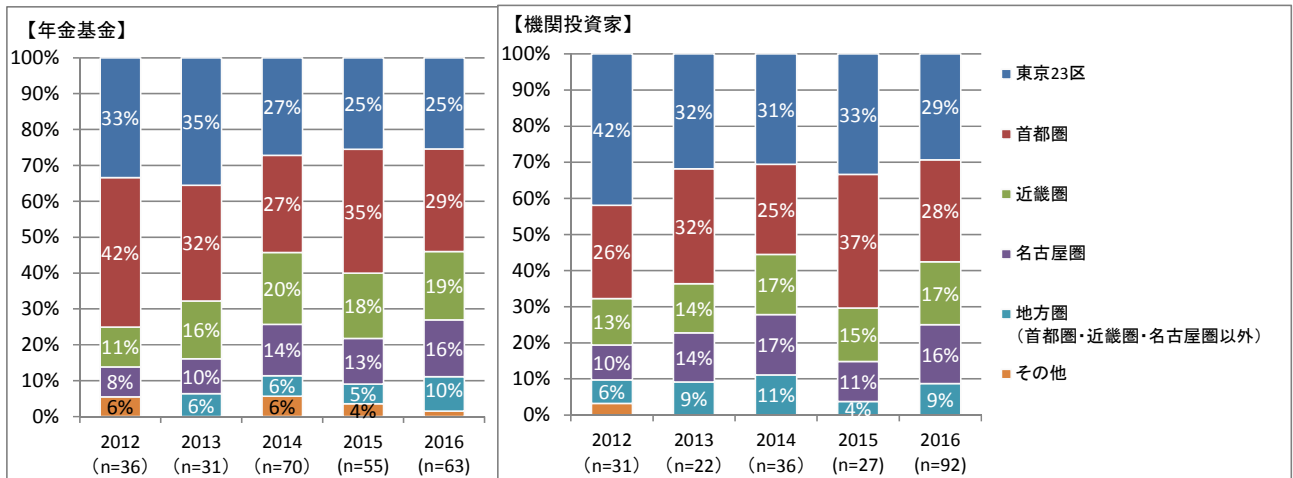
【グラフ⑩:レバレッジの水準】



④:投資対象地域

検討可能な国内の投資対象地域については、年金基金では「首都圏」が29%で最多となり、機関投資家では「東京23区」が29%で最多となった。「東京23区」と「首都圏」の回答割合を合計すると、年金基金では54%、機関投資家では57%といずれも過半数を占めるが、「近畿圏」、「名古屋圏」も一定の割合を占めており、首都圏に加え「近畿圏」、「名古屋圏」を始めとする地方の中核都市にも分散投資する意向の投資家が多いことがうかがえる。

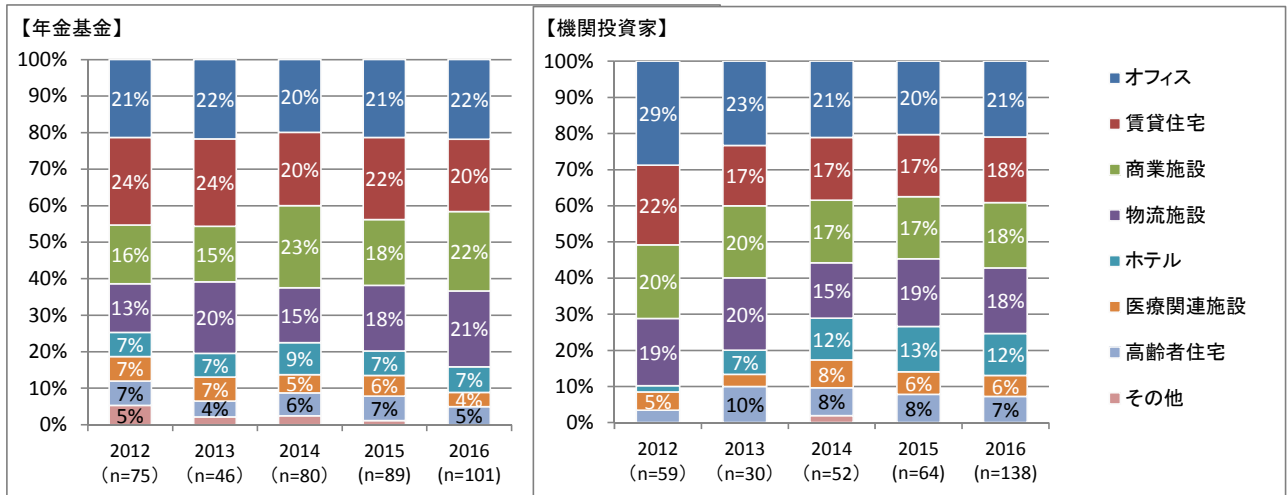
【グラフ⑪:投資対象地域(複数回答可)】



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、機関投資家いずれにおいても、「オフィス」、「賃貸住宅」、「商業施設」、「物流施設」が20%前後で概ね同程度の回答割合となり、過去調査と比較してあまり変化は見られなかった。主要4タイプについては全て検討可能としている投資家も多く、特に機関投資家では「ホテル」を含めた5タイプ全ととする回答も多くみられた。物件取得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を幅広く見ることにより、投資機会を確保しようとする投資家が多いものと推察される。

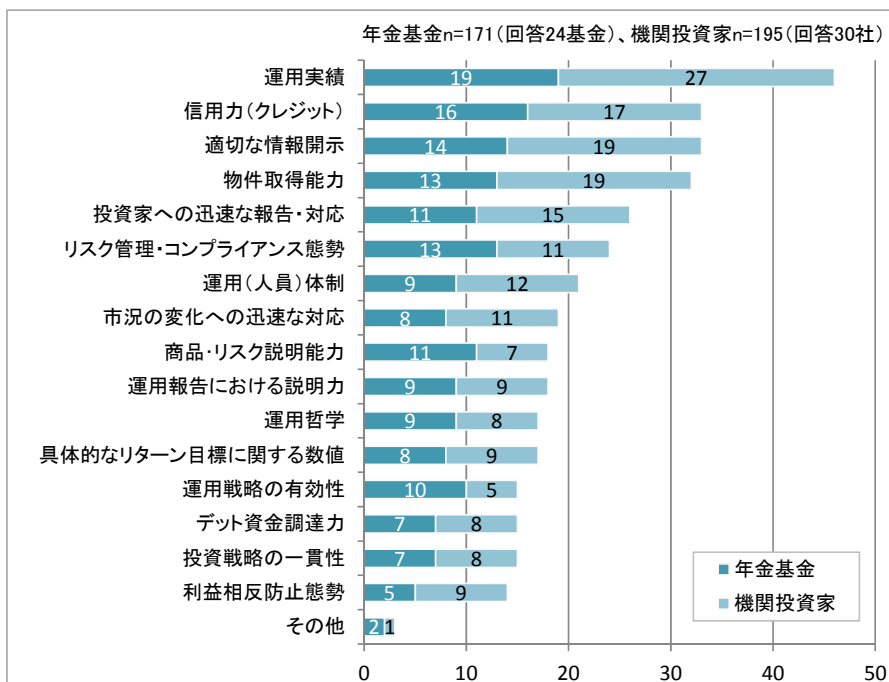
【グラフ⑬: 投資対象プロパティタイプ(複数回答可)】



⑥: 運用会社

運用会社の選定において注視する項目は、年金基金と機関投資家の回答数の合計で「運用実績」が46件で最多となり、他の項目を10件以上上回った。そのほか、「信用力(クレジット)」(33件)、「適切な情報開示」(33件)、「物件取得能力」(32件)が上位となり、年金基金、機関投資家それぞれの上位の回答はほぼ同様であった。上位となった項目は過去調査でも同様に回答数が多く、投資家が運用会社を選定する際に重視する項目に変化はないことがうかがえる。

【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)】



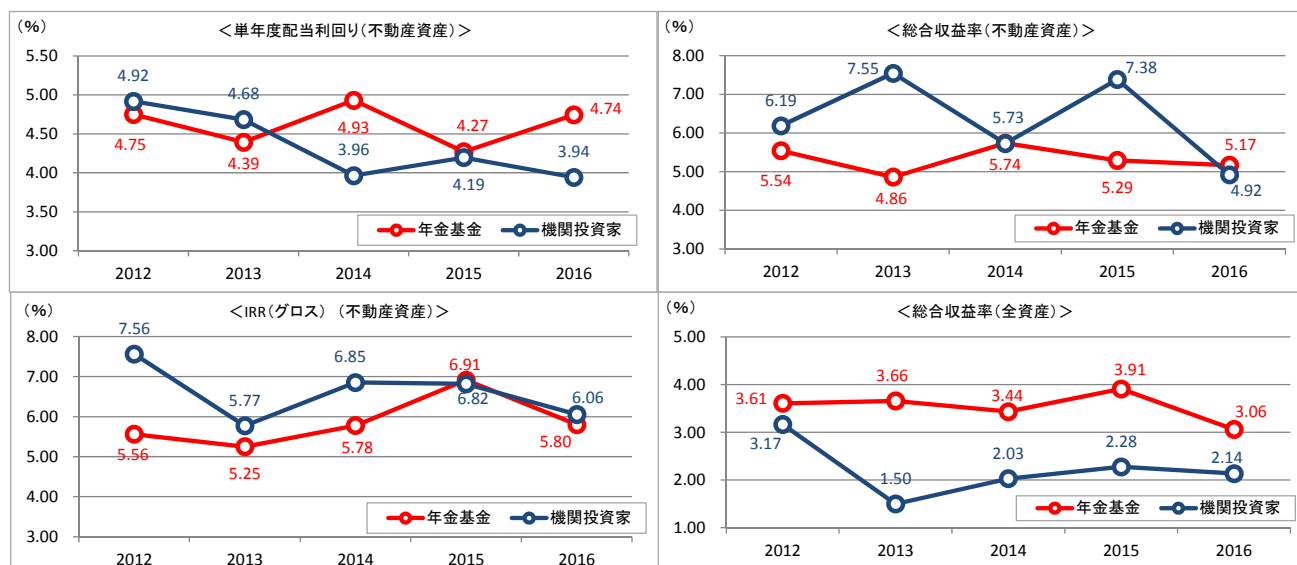


## ⑦:リターン水準

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。

それぞれの項目の回答の平均値を見ると、単年度配当利回りについては、年金基金は4.74%、機関投資家は3.94%となった。年金基金は2012年調査以降4%台半ば～後半で推移しているが、機関投資家は低下傾向にあり、2012年調査からは約1%低下した。総合収益率については、今回調査では全資産に対し不動産資産の期待リターンが年金基金は2.10%、機関投資家は2.78%高い結果となった。2012年調査以降、全資産に対する不動産資産のスプレッドは、年金基金、機関投資家いずれにおいても概ね2～3%となっており、投資家の不動産に対する期待リターンは依然として高いことが分かる。

## 【グラフ⑮:不動産投資に対するリターン水準】

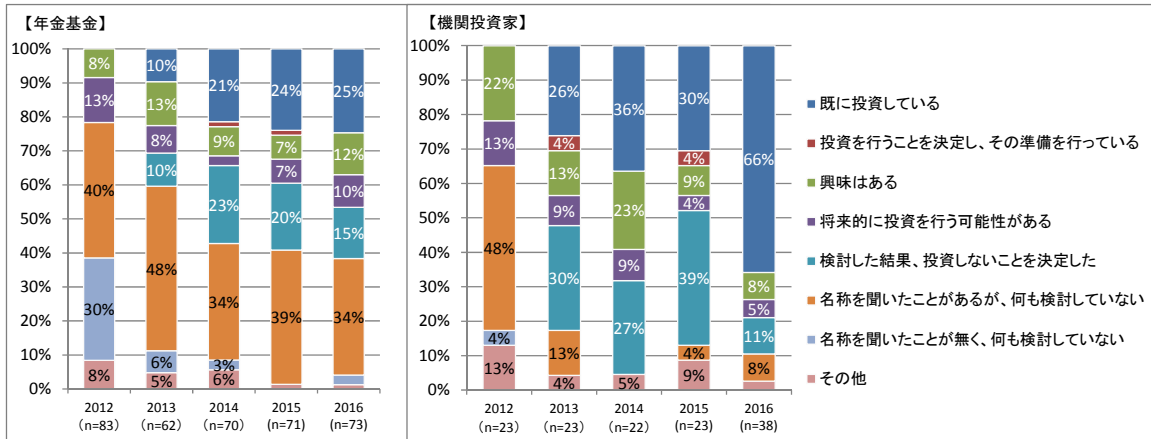


## 4.オープンエンド型不動産私募ファンド(いわゆる私募 REIT)について

### ①: 私募 REIT 投資の検討状況

年金基金では、「名称を聞いたことがあるが、何も検討していない」という回答が最多である状況に変化はないものの、その回答割合は前回調査よりやや低下し、「検討した結果、投資しないことを決定した」との回答割合も、2014年調査以降低下傾向にある。また、「既に投資している」の回答割合が前回調査から微増したほか、「興味はある」、「将来的に投資を行う可能性がある」の回答割合も増加している。機関投資家では、前回調査から回答社数が大幅に増加している中でも、「既に投資している」の回答割合が前回調査から倍増し66%にのぼった。機関投資家の私募 REIT 投資が加速したのは、マイナス金利政策の導入の影響もあるものと考えられる。

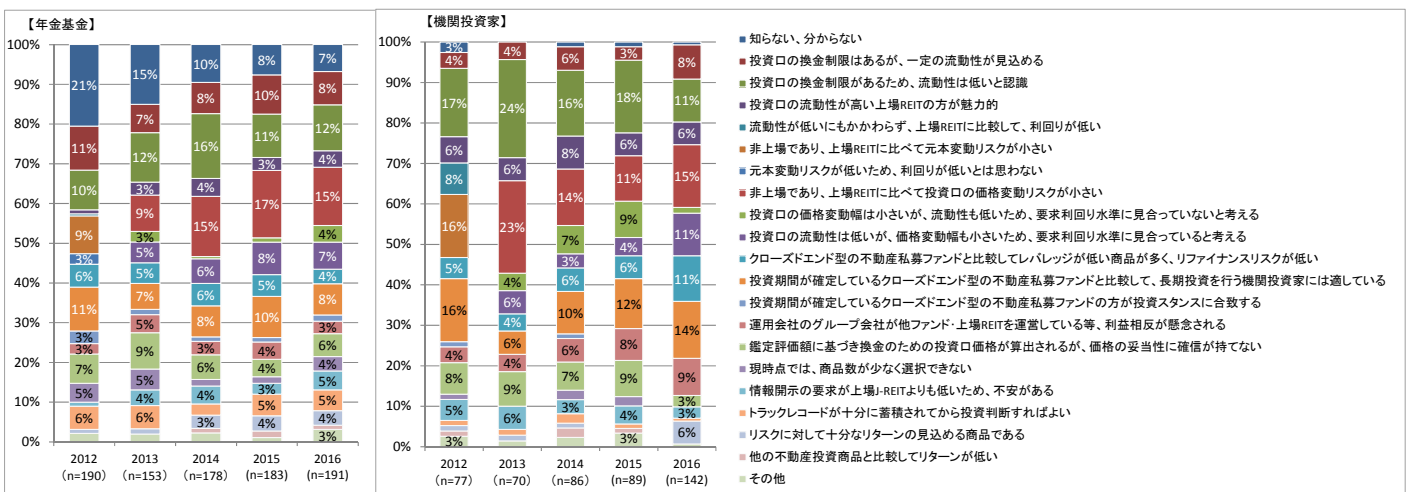
【グラフ⑯】: 私募 REIT への投資に関する検討状況



### ②: 私募 REIT に対する認識

年金基金、機関投資家ともに「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」との回答割合が最多となった。年金基金においては、「知らない、分からない」という回答割合は減少傾向にあり、認知度が少しずつ向上していることがうかがえる。機関投資家においては、「流動性が低いと認識」の回答割合が低下した一方、「要求利回り水準に見合っている」、「リファイナンスリスクが低い」などプラスイメージの項目の回答割合が増加しており、私募 REIT の商品イメージが向上している様子がうかがえる。

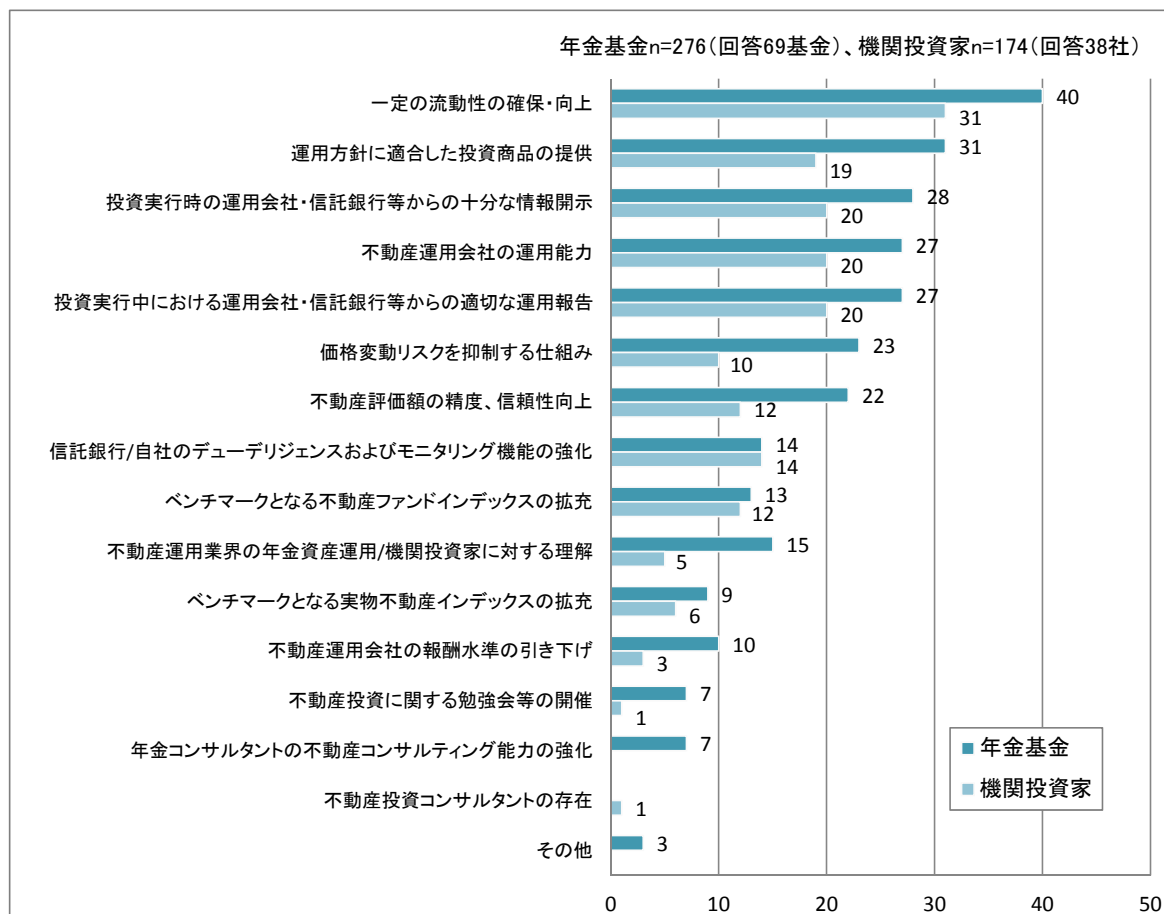
【グラフ⑰】: 私募 REIT に対する認識(複数回答可)



## 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インフラ条件としては、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。そのほか、「運用方針に適合した投資商品の提供」、「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」、「不動産運用会社の運用能力」、「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」が年金基金、機関投資家双方で上位に挙げられた。これらの項目は過去調査でも上位に挙げられており、不動産投資に際し、流動性の向上や十分な情報開示が引き続き投資家に求められていることが分かる。

【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/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。