

欠くべからざるアセット・アロケーションという視点

2013年4月9日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第2部 主任研究員 室 剛朗

これまでアセット・アロケーションという概念は不動産投資に関して、日本ではそれほど重要視されてこなかった。しかしながら、アセット・アロケーションという考え方を軸にして、機関投資家の行動をみることにより不動産投資市場の見通しを描く上で重要な示唆が得られる場合も多くある。本稿ではアセット・アロケーションという視点を通じて、不動産投資市場をみる有意性について言及する。

投資パフォーマンスの大半はアセット・アロケーションで決まる

過去多くの学者によってアセット・アロケーション(資産配分)で投資パフォーマンスの大部分が決定されると指摘されてきた(Brinson, Hood, Beebower(1986), Ibbotson and Kaplan(2000)等)。特に Ibbotson and Kaplan(2000)の研究では、米国のバランス型投信 94 ファンド(1988-98年)および年金大手 58 基金(1993-98年)のパフォーマンスデータで検証した結果、アセット・アロケーションはリターンの時系列変動の約 9 割、平均的なリターン水準の約 10 割を説明できることが実証された。

このようにアセット・アロケーションは投資パフォーマンスの重要な決定要素であるが、不動産投資に関して、日本ではそれほど重要視されてこなかった、というのが実態であろう。その理由として、日本の不動産リターンのデータが不足している状況にあることが大きい。機関投資家の運用において、アセット・アロケーションは数多くのルールを設け、数年に一度見直しつつ、運用資産の選定を行っている。アセット・アロケーションを特定する方法については様々な手法が提案されているが、株式、債券といった伝統資産ではリターンの時系列データが豊富にあるため、定量的な手法により分析が可能である。対して、不動産に関してはリターンのボラティリティ過小評価等の問題から定量分析に耐え得るデータが不足していることが、不動産投資におけるアセット・アロケーションという考え方の重要性を認識させることを遅らせた主因といえる。アセット・アロケーションを定量的に特定する際に、不動産リターンデータを実効性のある形で使用可能にできるかは、引き続き課題となっている。

本稿においては、アセット・アロケーションの定量的な特定という問題は論点とせず、アセット・アロケーションという重要な視点を通じ、機関投資家の投資行動を理解した上で不動産市場をみる必要性について指摘したい。

欧米の機関投資家におけるアセット・アロケーションの事例

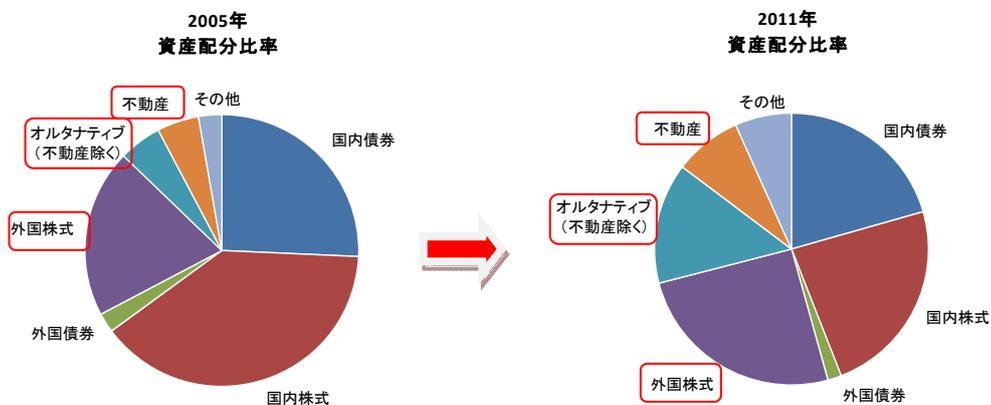
米国の主要な年金基金である CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金:The California Public Employees' Retirement System)では 2011 年の実績資産配分比率は図表 1 のようになっている。2005 年時と比較すると、オルタナティブ投資の比率が上昇し、国内資産(国内債券、国内株式)の比率が低下している。先進国の年金基金は少子高齢化が進行し、将来の収入減、給付額増といった状況が懸念されることから、リスク許容度が低下している状況にある。つまり、リスクテイクしづらくなっている半面、リターンを高めなければ、給付額

の増加に耐えられないため、リスクを下げつつ、リターンを上げる必要性に迫られている。ポートフォリオのリスクを低下させるには、相関関係が低く、リターン水準が高い資産を組み入れることが必要である。そこで、年金基金はオルタナティブ投資等や不動産投資の比率を上昇させ、リスク分散、収益源泉の多様化を図っていると推察される(図表 2,3)。

また、外国株式の比率にも表れているように、新興国の成長に伴い、海外投資に注力している状況がみられる(図表 1)。ノルウェーの政府系ファンドであるノルウェー政府年金基金グローバルは欧州でのエクスポージャーを下げ、アジア、アフリカ、中南米の投資割合を引き上げるとしている。欧州域内投資のリスクが顕在化する中、域外への投資を模索している年金基金が多いものと推測される。

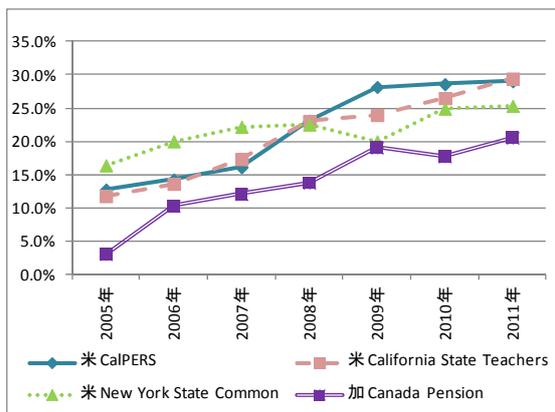
このように投資資産全体の資産配分の変化を見ることにより、機関投資家の投資動向と考え方を理解することができ、今後のトレンドの変化についても重要な示唆を得ることができる。

図表 1 CalPERS の実績資産配分比率

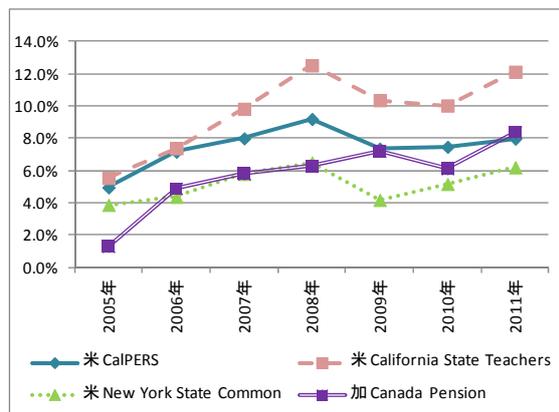


出所) CalPERS Annual Report より三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 2 北米年金の伝統資産以外の実績配分比率



図表 3 北米年金の不動産実績配分比率



注) 伝統資産: 国内外の株式、債券

出所) 各年金基金の Annual Report より三井住友トラスト基礎研究所作成

アセット・アロケーションという視点の重要性

次にアセット・アロケーションの視点から、足下の不動産投資市場の動向をみてみよう。海外の機関投資家は現在、世界的な国債利回り低下等の影響により、運用難に直面している。特に欧州債務危機により域内実体経済の状況が厳しい欧州年金基金を中心とした投資家の運用難が深刻である。しかも、南欧諸国以外の債券価格の相関関係が上昇し、国際分散投資によるリスク分散の効力が低下している。債券への投資ではリターン水準を確保できない投資家も多いと思われることや分散効果が期待できる資産への投資ニーズが高まっていることなどが、オルタナティブ投資に資金を振り向かせる素地となっていることが理解できよう。

このような状況の中、日本の不動産へ投資資金の流入は期待できるだろうか。欧州債務危機の収束は長期化する蓋然性が高く、欧州機関投資家は今後も分散投資によりリスクを低減していかなくてはならない状況に置かれるであろう。その場合、域外への投資が選択肢となってくることが想定される。例えば、欧州機関投資家が域外投資を考えた場合、アジア新興国の資産価格下落リスクは大きいと考えられ、ポートフォリオのリスクを低減できない可能性が高い。そのため、それ以外の比較的安定したマーケットがターゲットとなる可能性が考えられる。ここまでがアセット・アロケーションの視点から主に読み取れる事象である。翻って、足元の国内オフィス賃貸市場では底打ち感が出始めており、不動産投資市場も長引く停滞期から回復期へと潮目が変わりつつあり、国内不動産賃貸市場が世界的にみて相対的にポジティブな状況とみられる。これらを合わせると、日本の不動産投資市場に海外投資資金の流入が期待できる状況になりつつあるのではないかと仮説を立てることができる。

加えて、足下では世界的な株価上昇が続いている。これをアセット・アロケーションの視点を通じてみると、機関投資家の運用資産額の増加により、不動産投資に振り向けられる資金が増加する。株価上昇局面では同時に下方リスクのヘッジを意識した投資戦略を取るケースが増加することも考えられる。つまり、株価が上昇することによっても、オルタナティブ投資の増加傾向にマイナスの影響は少なく、リスク分散を企図した投資戦略に基づき、例えば日本の不動産への投資は活性化する可能性があるということが読み取れる。

このように、日本の不動産市場の動向を整理することのみならず、海外投資家の考え方を理解した上で資金の流れを認識、予想することにより、合理的に不動産市況全般を整理することが可能となる。この意味で、アセット・アロケーションという視点は今後の不動産市場を見通す上で、欠くべからざる視点と言えよう。

【お問い合わせ】投資調査第2部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/investment.html>

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。また、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。