

0 鹿島平和研究所 不動産研究会報告



# 不動産アウトバウンド投資の 現状と課題



株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部  
加藤 えり子

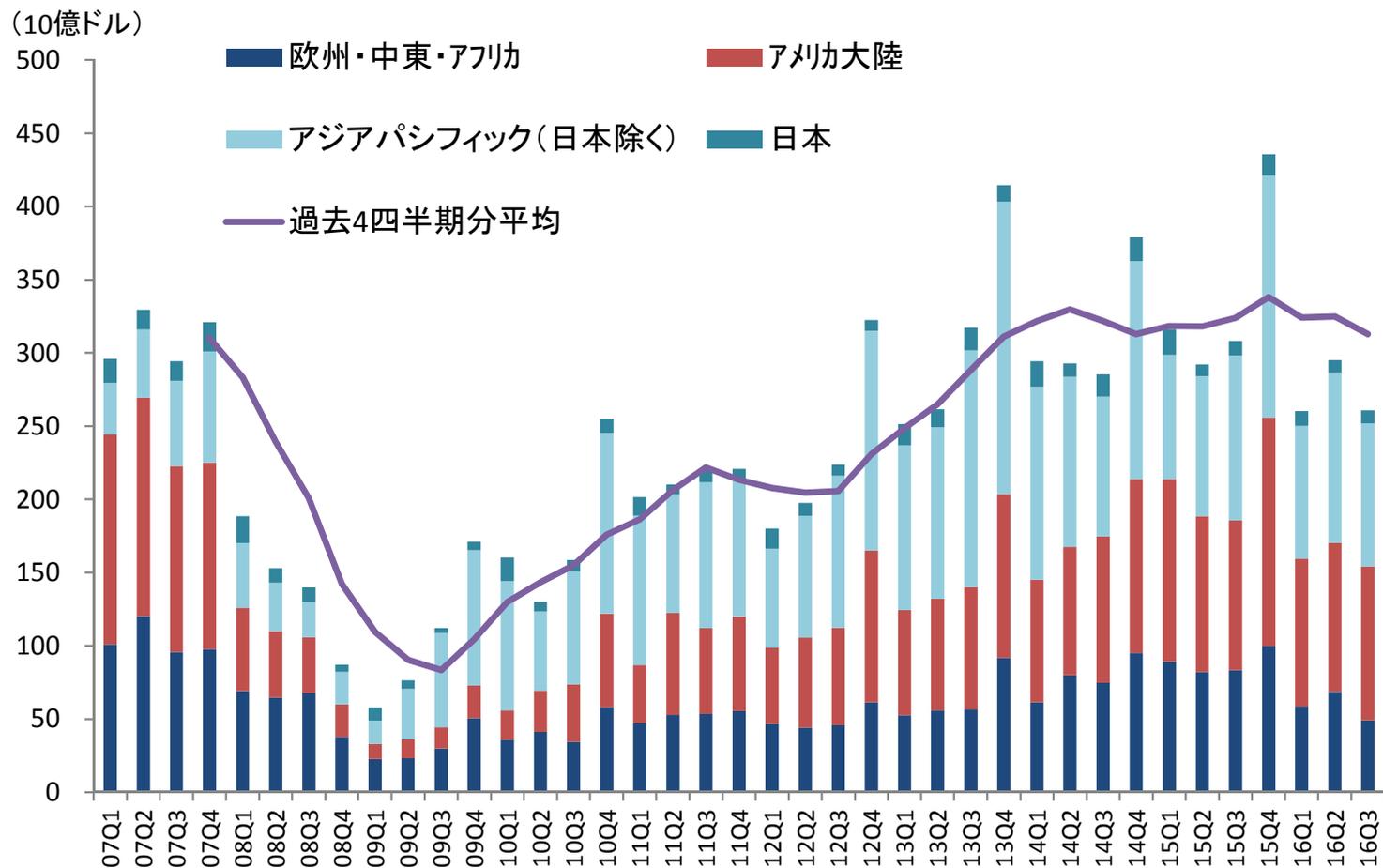


# はじめに ～世界の不動産取引量と資産規模



Finance

## 【世界各地域における機関投資家等による不動産取引総額の推移】



(出所) Real Capital Analytics

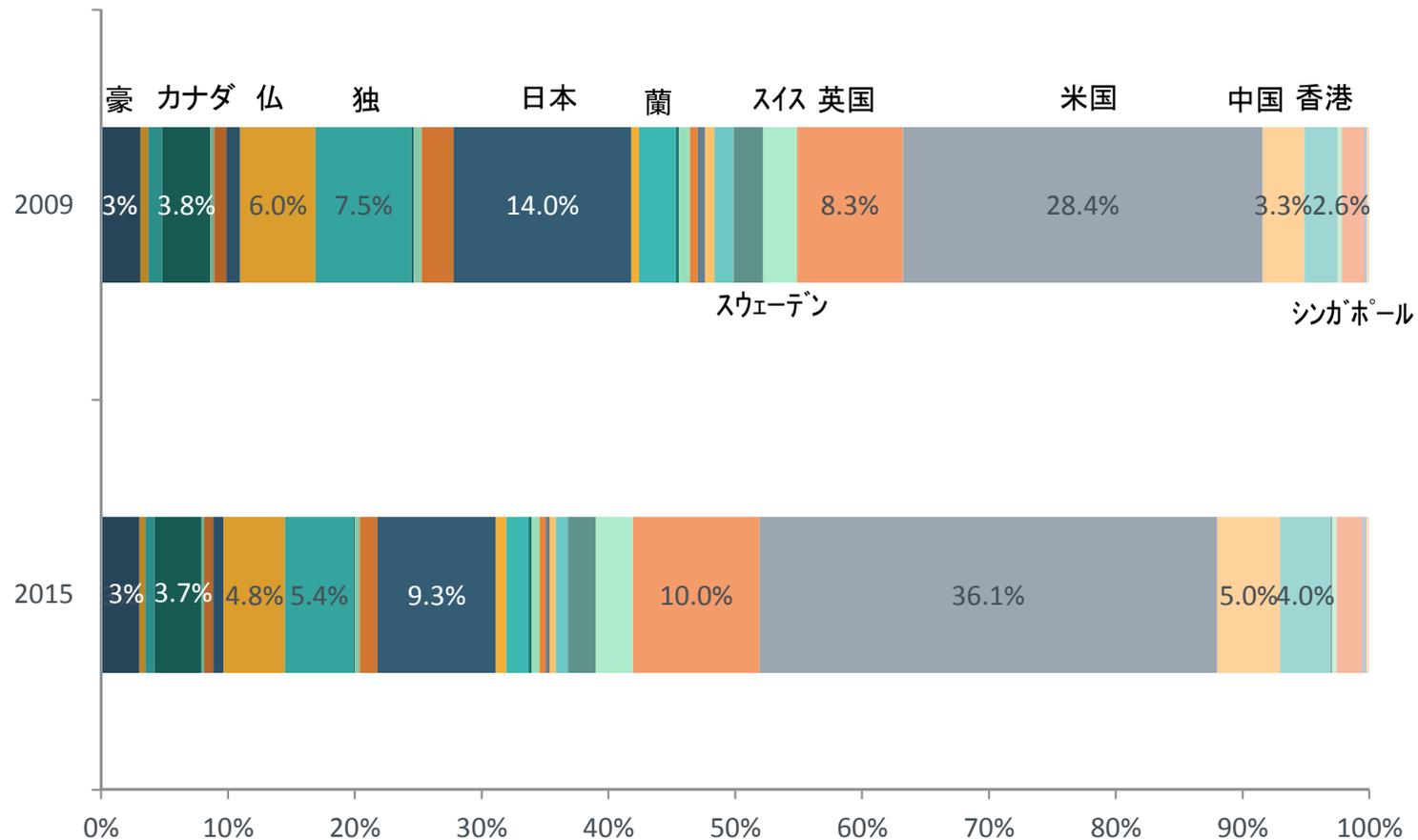
Copyright © 2017 NLI Research Institute All rights reserved.

# 世界の投資用不動産で日本は約9%



Finance

## 【各国の投資用不動産資産規模シェア】



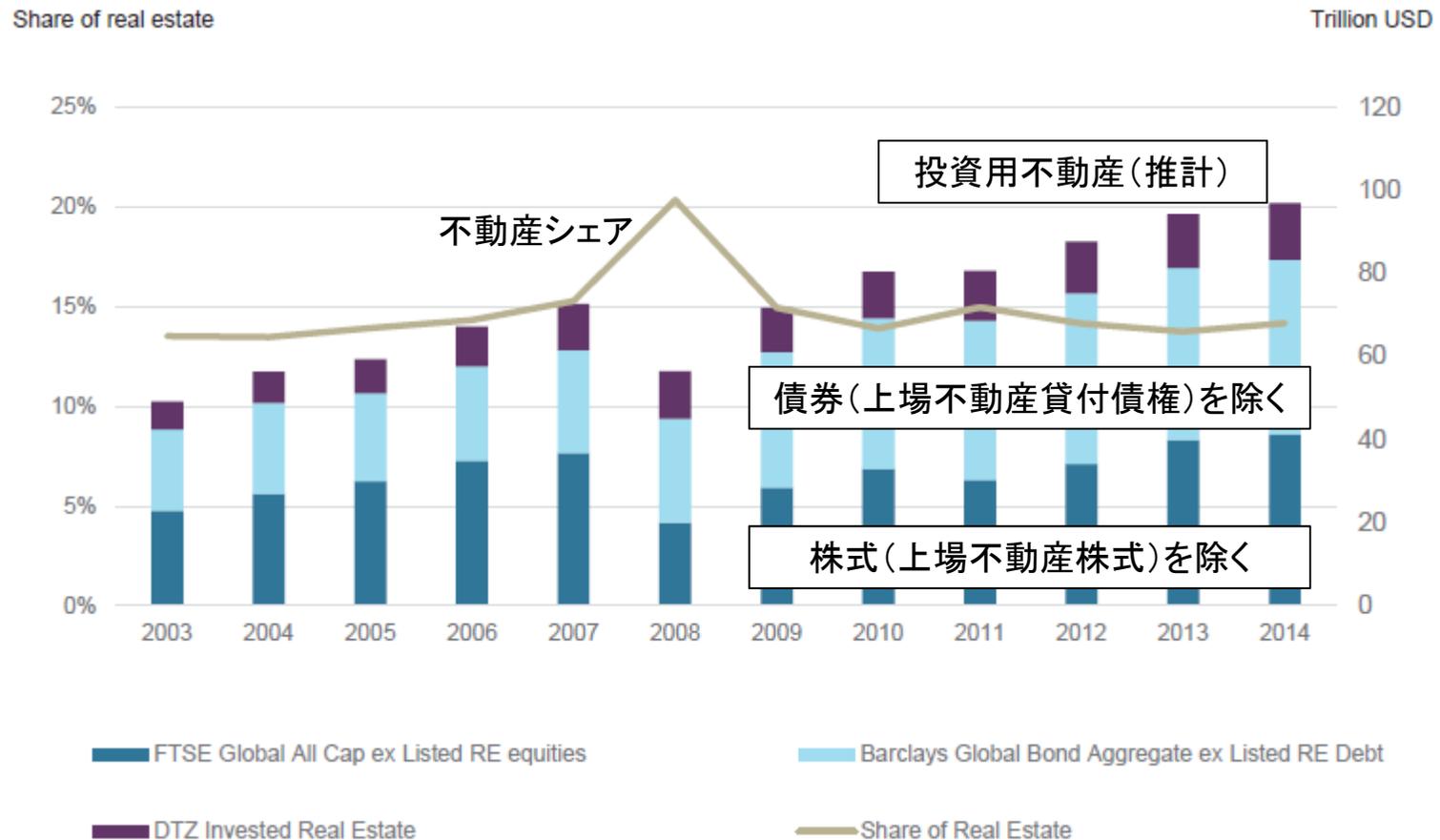
(出所) MSCI

Copyright © 2017 NLI Research Institute All rights reserved.



Finance

## 【世界の株・債券・不動産資産額の推移】



(出所)NBIM、DTZ、FTSE、Barclays

Copyright © 2017 NLI Research Institute All rights reserved.

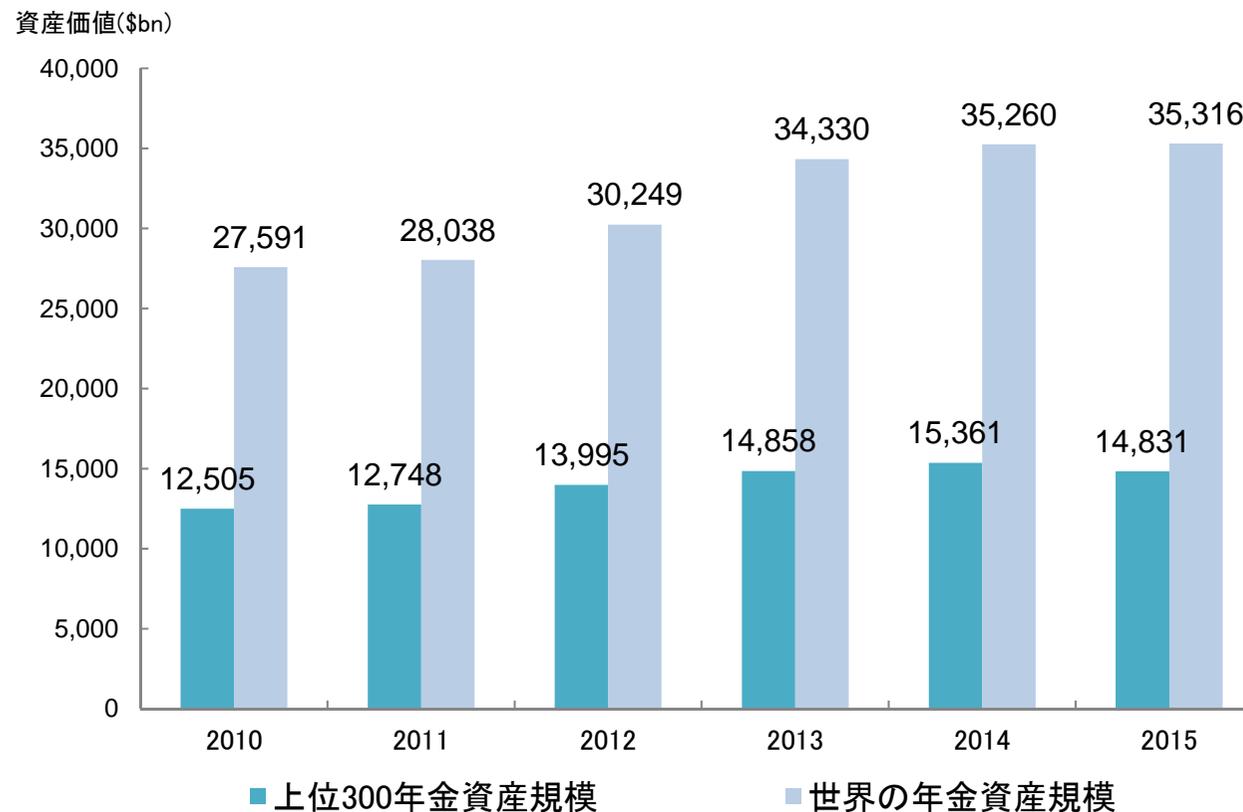


# 運用資産規模と不動産投資状況



Finance

## 【世界の年金資産規模の推移】

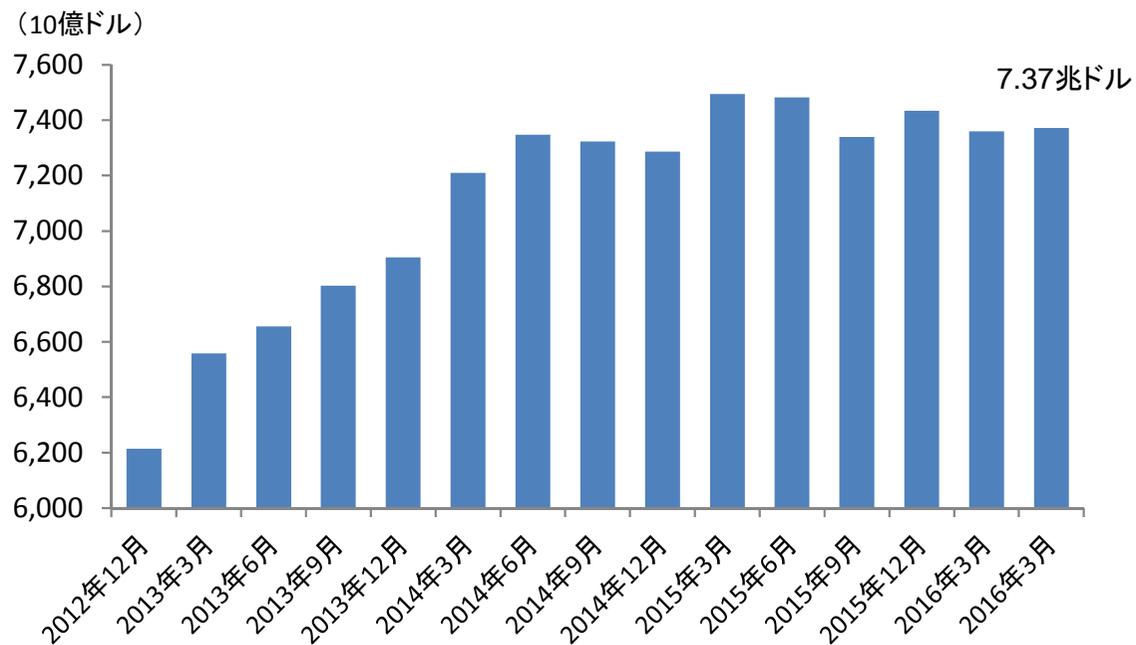


\*「世界の年金資産規模」は、オーストラリア、ブラジル、カナダ、チリ、フランス、ドイツ、香港、インド、アイルランド、日本、マレーシア、メキシコ、オランダ、南アフリカ、韓国、スペイン、スイス、英国、米国が対象

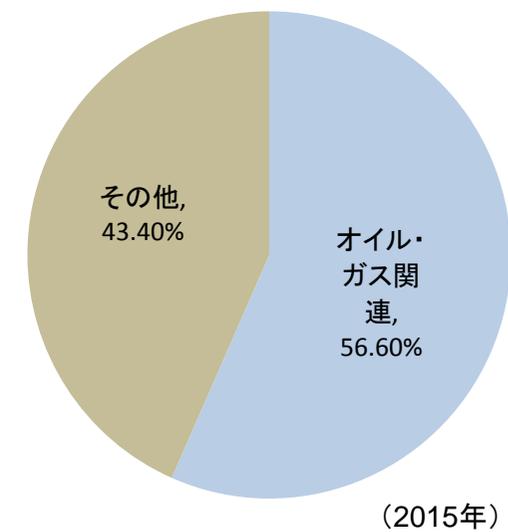


Finance

## 【政府系基金（SWF）の資産規模の推移】



## 資金源による資産割合



(出所) SWF Institute

# 不動産投資総額上位は大規模年金・SWF



## 【不動産運用資産額上位の投資家】

(2014年末時点)

	投資家名	国	全資産 (10億ドル)	不動産 (10億ドル)	種別
1	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	UAE	708	50	SWF
2	Stichting Pensioenfonds ABP	オランダ	401	41	年金
3	California Public Employees Retirement Systems (CalPERS)	米国	307	32	年金
4	GIC Private Ltd.	シンガポール	296	30	SWF
5	Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP)	カナダ	194	25	年金
6	California State Teachers Retirement System (CalSTRS)	米国	189	23	年金
7	Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW)	オランダ	191	23	年金
8	Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)	カナダ	244	23	年金
9	Norway Government Pension Fund Global	ノルウェイ	870	15	年金/SWF
10	Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS)	カナダ	62	14	年金
11	Office of the New York State Comptroller	米国	182	13	年金
12	Florida State Board of Administration	米国	184	12	年金
13	British Columbia Pension Corporation	カナダ	80	12	年金
14	Public Sector Pension Investment Board	カナダ	92	12	年金
15	Washington State Investment Board	米国	109	10	年金
16	Caisse des Dépôts et Consignations	フランス	554	10	政府系金融機関
17	AMP Superannuation Ltd.	オーストラリア	74	9	年金
18	Ohio State Teachers Retirement System	米国	75	9	年金
19	New York State Teachers Retirement System	米国	108	8	年金
20	BPF Bouwnijverheid (bpfBOUW)	オランダ	57	8	年金
21	Ohio Public Employees Retirement System	米国	91	8	年金
22	Cathay Life Insurance Co., Ltd.	台湾	118	8	生命保険
23	Oregon State Treasury	米国	73	8	年金
24	Colonial First State Investments Ltd.	オーストラリア	50	8	民間金融機関
25	Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board	米国	60	8	年金

(出所) IPE



# 世界の年金の中でGPIF/共済は規模上位



## 【上位25 世界の大型年金基金】

順位	名称	国	運用総資産額 (百万ドル)	不動産 配分割合 (実績)
1	年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	日本	1,143,838	0%
2	Government Pension Fund Global	ノルウェー	884,031	3.0%
3	National Pension Service	韓国	429,794	3.8%
4	Federal Retirement Thrift	米国	422,200	0%
5	ABP	オランダ	418,745	10.0%
6	CalPERS (California Public Employees' Retirement System)	米国	296,744	8.5%
7	National Social Security	中国	247,361	(*)
8	Canada Pension	カナダ	228,431	11.5%
9	PFZW	オランダ	215,006	(*)
10	Central Provident Fund	シンガポール	207,872	(*)
11	地方公務員共済組合連合会	日本	194,696	0%
12	California State Teachers	米国	186,954	13.9%
13	Employees Provident Fund	マレーシア	184,697	(*)
14	New York State Common	米国	178,252	6.4%
15	New York City Employees' Retirement System	米国	158,702	(*)
16	Florida State Board	米国	154,657	8.6%
17	Ontario Teachers	カナダ	133,282	(*)
18	Texas Teachers	米国	128,933	(*)
19	GEPP	南アフリカ	123,204	(*)
20	ATP	デンマーク	122,028	(*)
21	Boeing	米国	106,042	(*)
22	New York State Teachers	米国	103,648	
23	IBM	米国	101,855	(*)
24	Wisconsin Investment Board	米国	100,214	1.1%
25	企業年金連合会	日本	98,094	0.7%

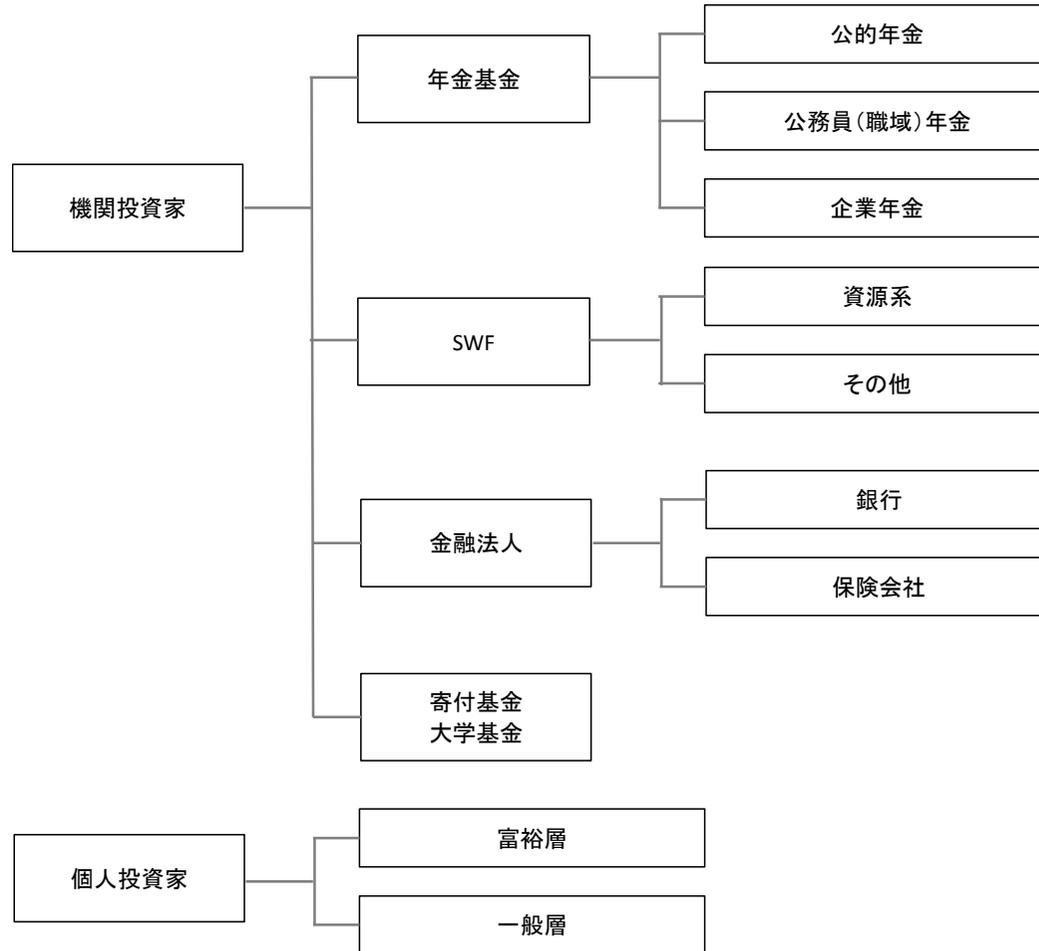
(出所) Towers Watson資料(名称等一部加筆)、各基金のHPを基にニッセイ基礎研究所が作成

※ 運用総資産額は一部を除き2014年12月時点。不動産配分割合は2014年12月から2015年9月の時点





Finance

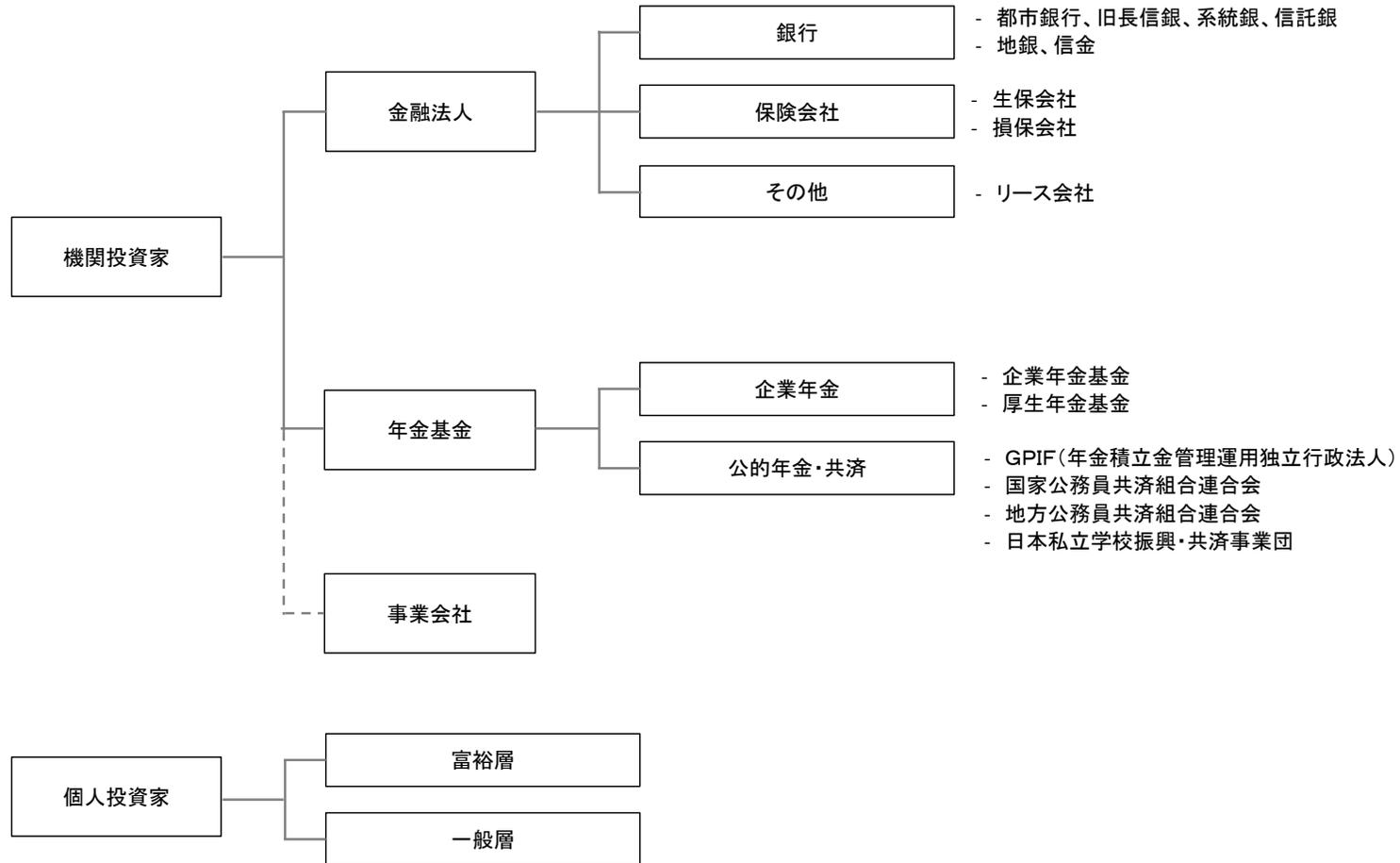


## 不動産取得額上位

- カナダCPP、マレーシアEPF、独BVK  
ニュージーランドSuper Fund、
- オランダAPG、米CalPERS、カナダOMERS
- カタール政府投資庁、ADIA
- GIC、CIC、HKMA
- 仏BNP Paribas、独Deutsche Bank、スイスUBS  
米Morgan Stanley、独Deka Bank、台Cathay Financial
- 中Ping An Insurance、仏Axa Group、  
英Pludential Plc、米MetLife、中Anbang Insurance Group  
独Allianz、英Aviva、英Standard Life



Finance





# なぜ海外不動産投資なのか



- 低金利が続くなか、債券に変わる利回りが必要
- 株式のリターン変動は大きく、グローバルに即時的に波及することから、株式以外の投資対象も必要

⇒オルタナティブ投資の浸透

- ヘッジファンド
- プライベートエクイティ
- 実物資産（リアルアセット）

不動産、インフラストラクチャー、農地、森林

## 国内資産だけでなく海外資産へ



Finance

- 国内に資産・富が集中することのリスクを回避  
金融市場の分散、地理的分散
- 相対的に成長性の高い海外投資  
少子高齢化が進む国内ではリターンが限定的
- 多様な投資機会
  
- ただし不動産は、株・債券と異なりローカル資産  
現地でのマネジメント、あるいは提携が必須

## なぜ不動産投資なのか



Finance

- 安定したキャッシュフロー
- 相対的に高い利回り
- 株・債券などとの分散効果
- インフレヘッジ効果
- リスク調整後リターンの高さ
- アクティブなマネジメントにより収益性向上が可能

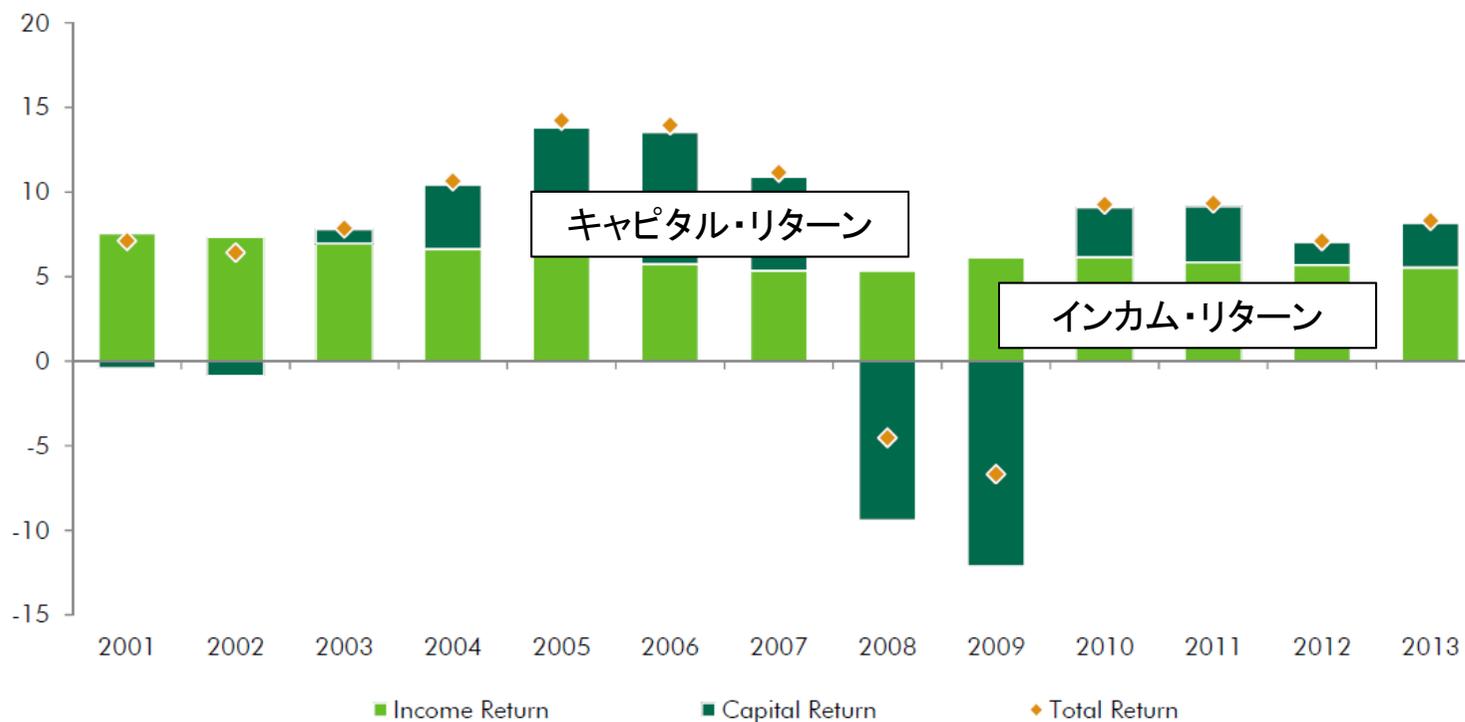


Finance

## ➤ 安定したキャッシュフロー（インカム・リターン）

不動産は魅力的で安定したインカムリターンを提供する：グローバル市場

IPDグローバルトータルリターンと内訳（% 年度毎）



Sources: IPD Multinational Index; local currency returns

(出所)CBREGI

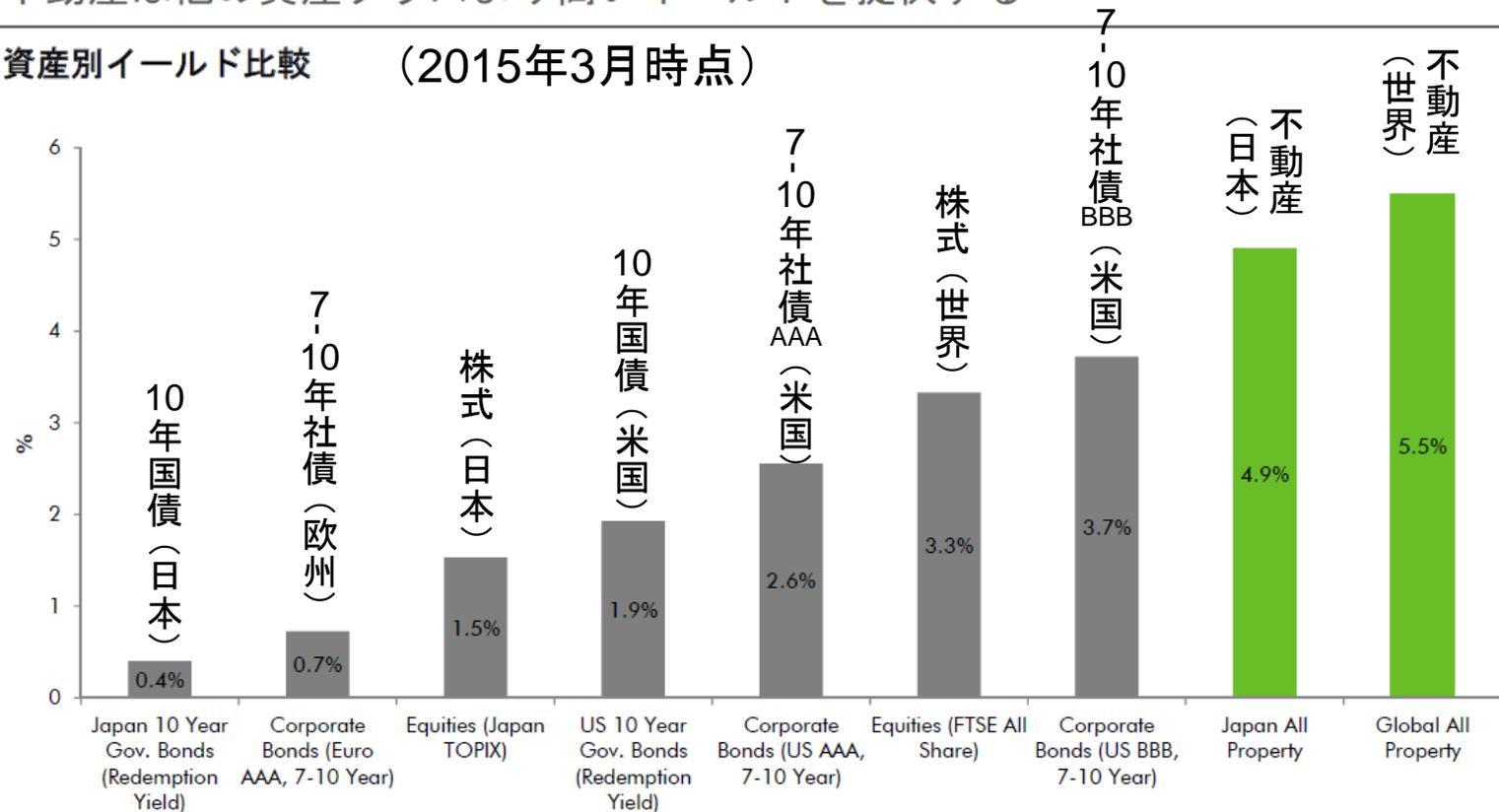


Finance

## ➤ 想定的に高い利回り

不動産は他の資産クラスより高いイールドを提供する

資産別イールド比較 (2015年3月時点)



- \* Government and corporate yields on 31st March 2015
- Sources: Bloomberg, Econwin, IPD, CBRE Global Investors Research

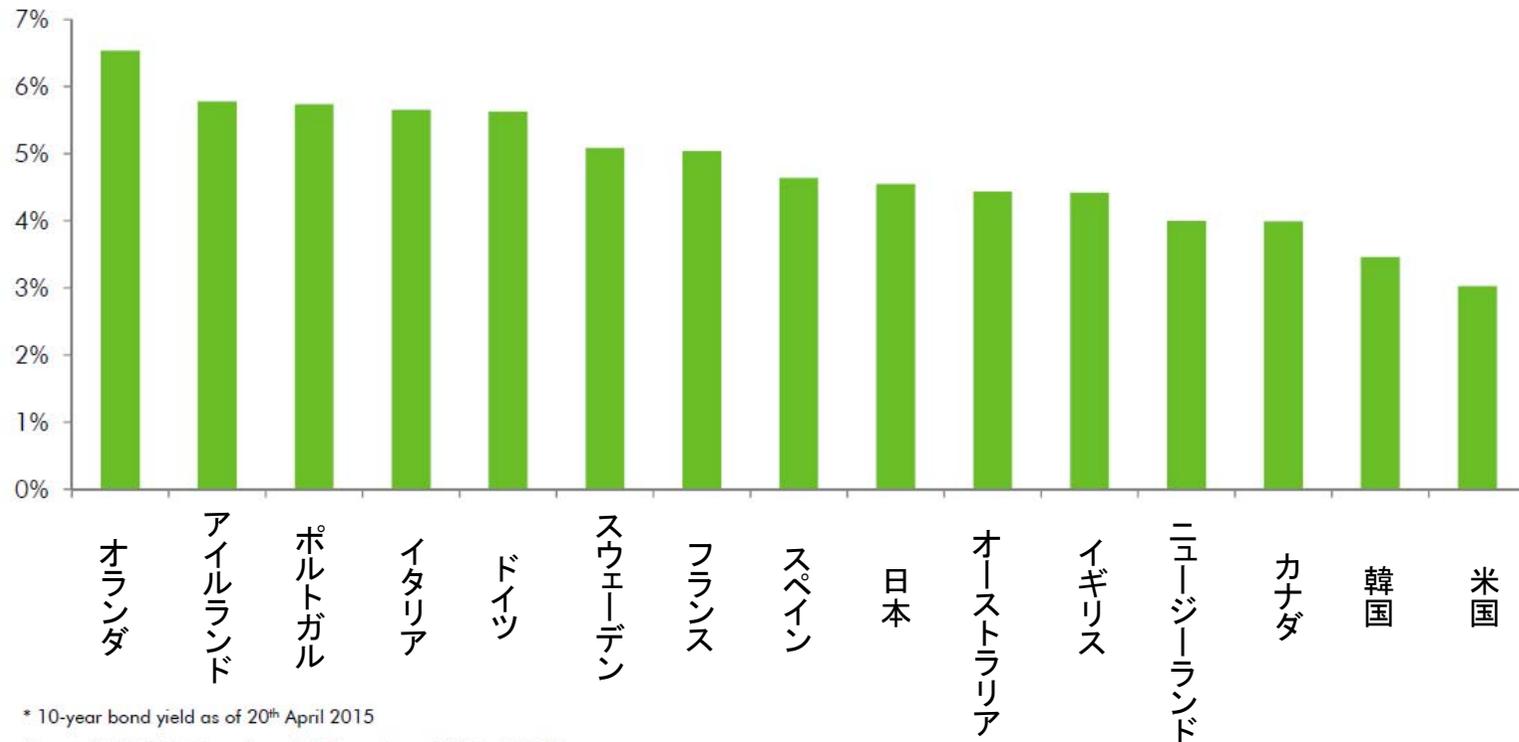
(出所)CBREGI



## ▶ 長期金利との利回り差が、リターンを高める

長期国債に対する高いイールドプレミアム

イールドプレミアム：IPD オールプロパティインデックス 対 10年物国債イールド\*  
(2015年4月時点)



\* 10-year bond yield as of 20<sup>th</sup> April 2015

Source: CBRE Global Investors, IPD, Bloomberg 20<sup>th</sup> April 2015

(出所)CBREGI



## ➤ 株・債券との相関の低さ

不動産はマルチアセットポートフォリオの分散効果に寄与する

トータルリターンの相関関係 (1992-2013)

相関関係	日本国債	日本株式	グローバル 国債	グローバル 社債	グローバル 先進国株式	グローバル 非上場不動産	グローバル 上場不動産
日本国債	1.00	-0.25	0.77	0.12	-0.10	-0.02	0.12
日本株式		1.00	-0.54	0.00	0.72	0.28	0.45
グローバル国債			1.00	0.25	-0.22	-0.14	0.04
グローバル社債				1.00	0.45	-0.20	0.50
グローバル先進国株式					1.00	0.28	0.59
グローバル非上場不動産						1.00	0.28
グローバル上場不動産							1.00

- 歴史的にグローバル非上場不動産は他の資産クラスと低い又はマイナスの相関関係
  - 不動産を組み入れることによりポートフォリオのリスク調整後のリターンは向上することとなります

Sources: Citigroup World Government Bond Index local, MSCI Developed Market Equity local, S&P Global Listed Real Estate Total Return, NIKKEI 225, Bloomberg/EFFAS Bond Indices Japan 10 year+, IPD, CBRE Global Investors Research; All returns in local currencies

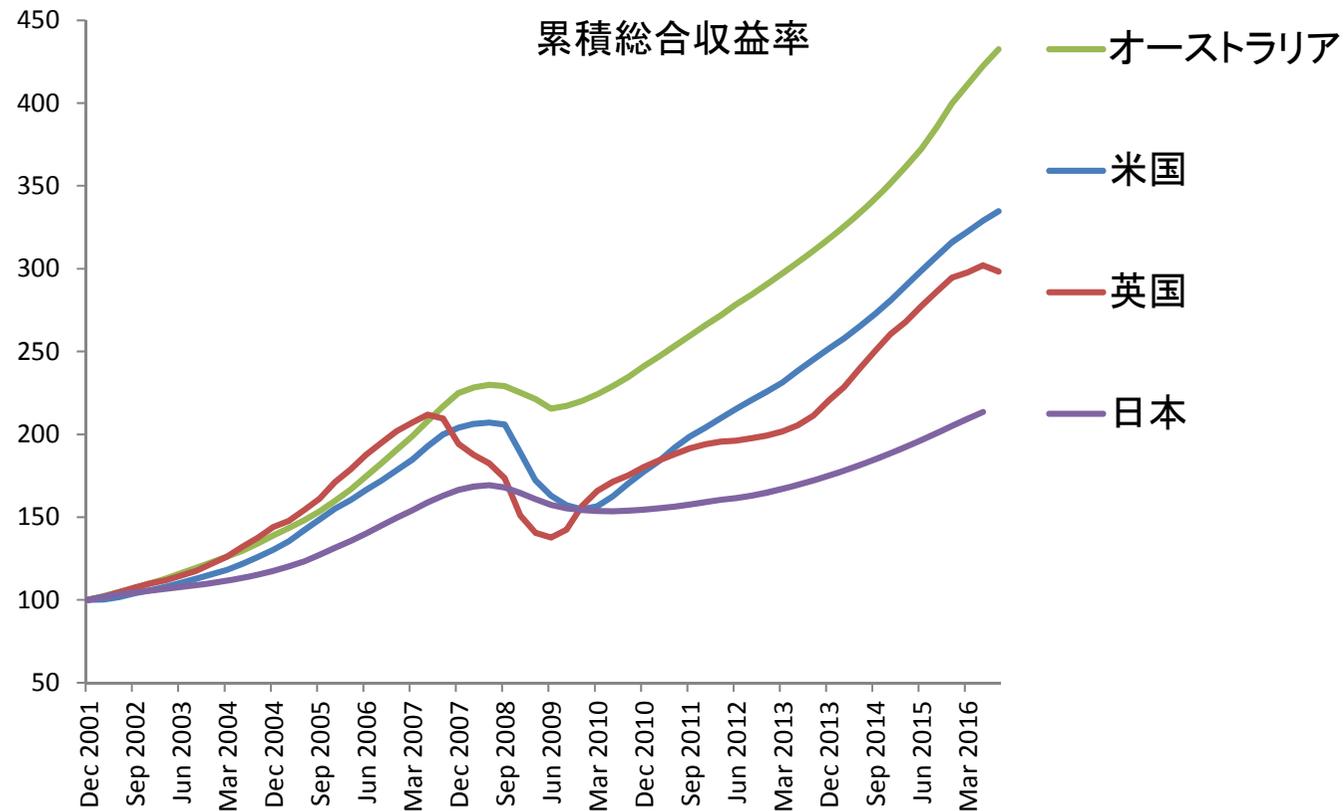
(出所)CBREGI

# なぜ海外資産不動産なのか



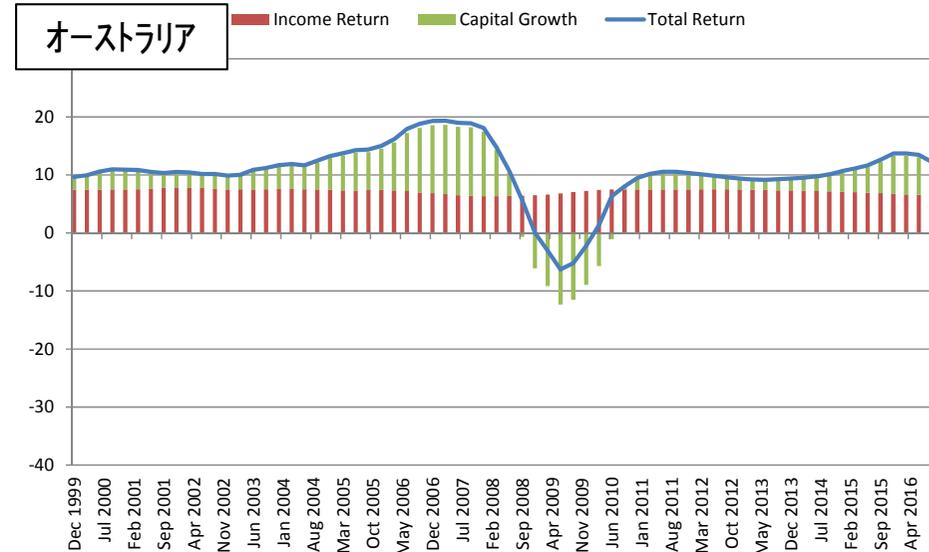
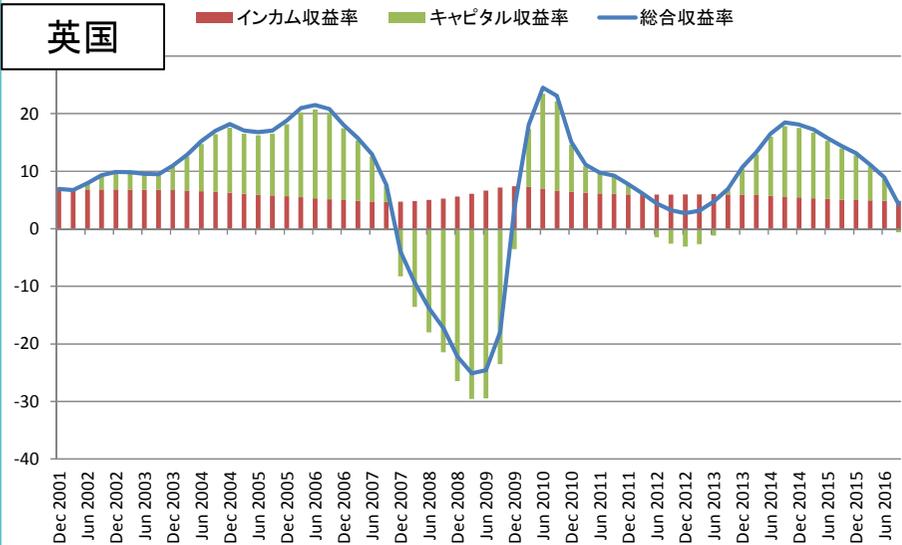
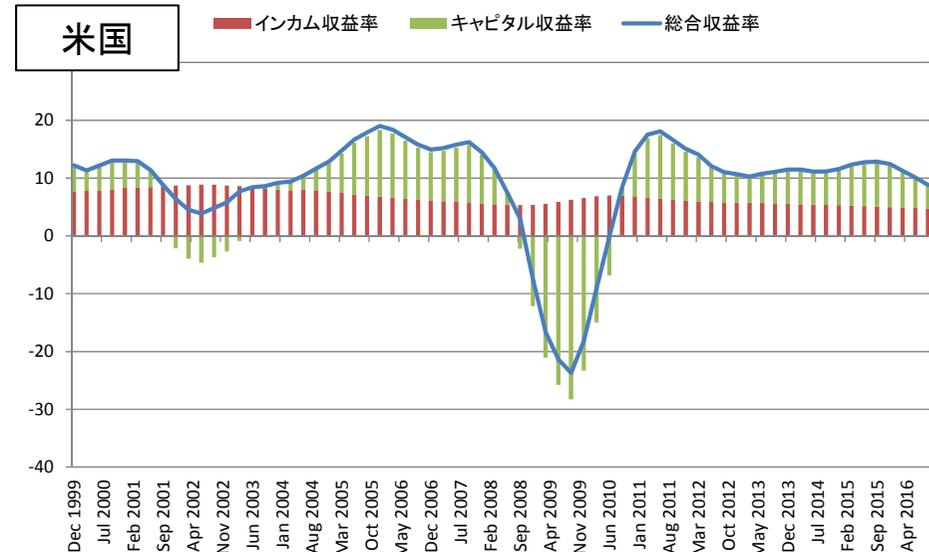
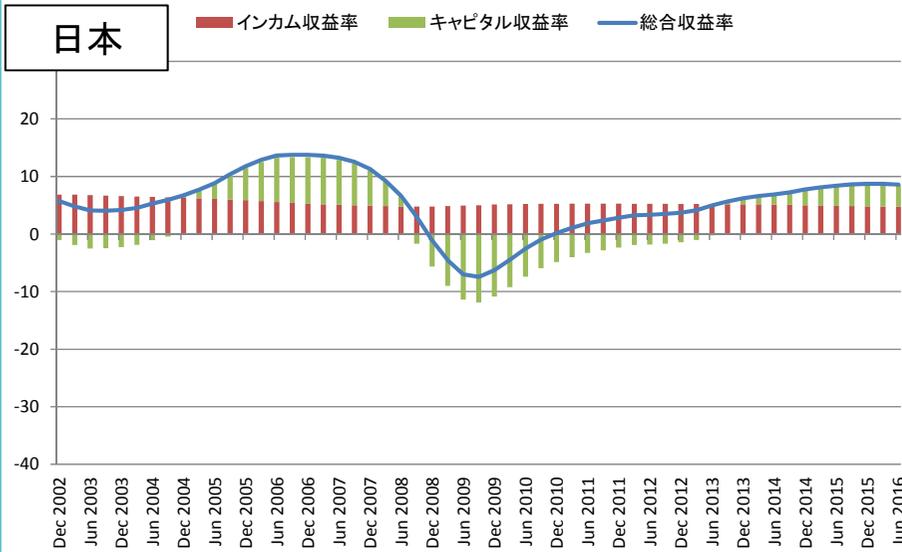
Finance

## 国内不動産市場の低い成長



(出所) MSCIデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

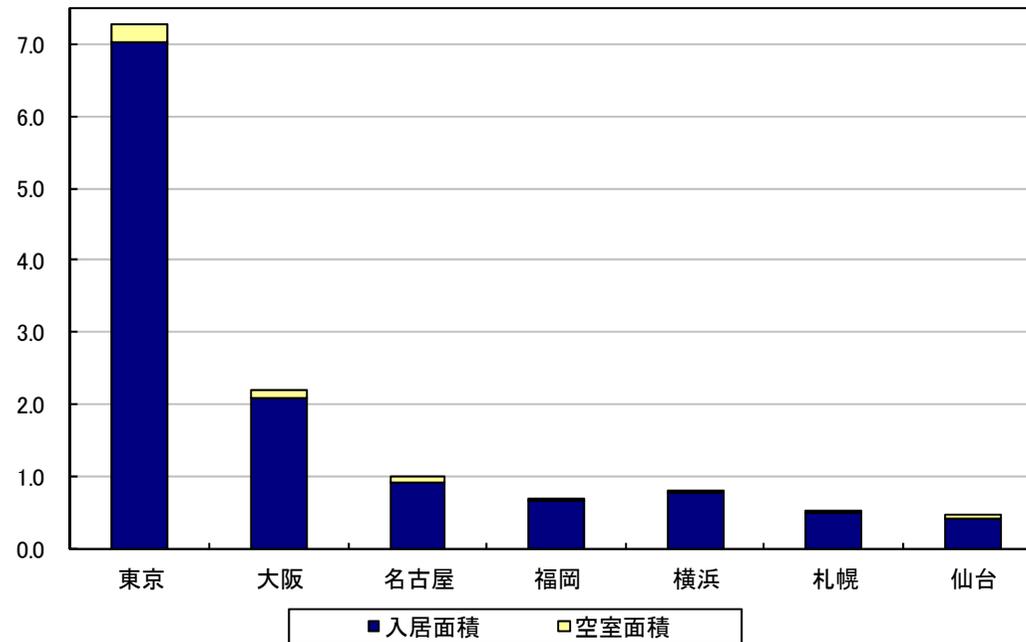
# 各国の不動産収益率推移





➤ 国内での投資機会・地域分散には限界  
(東京一極集中も要因)

(百万坪) <国内主要都市オフィス市場規模>



(出所)三鬼商事「2016年12月」



## ➤ リターンの分散

国内市場以外に投資することにより得られる分散効果

トータルリターンの相関関係（1990～2013）

	Japan	Australia	Canada	Eurozone	Sweden	UK	US
Japan	1						
Australia	0.61	1					
Canada	0.89	0.70	1				
Eurozone	0.12	0.62	0.28	1			
Sweden	0.46	0.79	0.68	0.65	1		
UK	0.13	0.55	0.24	0.32	0.45	1	
US	0.61	0.87	0.78	0.54	0.72	0.58	1

- 投資対象を国内のみならず海外不動産に広げることにより、より高い分散効果を得ることができます。
- 特にユーロ圏及び英国を組み入れることにより国内不動産のみのポートフォリオにより高い分散効果を加えることができます。
- 米国市場はその市場の大きさと多様な投資対象により大きな分散効果を提供します。
- その結果として、国内不動産のみのポートフォリオと比較して、グローバルに分散された不動産ポートフォリオの場合、全体のリスクは低くなります。



# 国内投資資金の現状



Finance

## ■ 機関投資家

(年金、保険会社、その他金融機関)

かつては生保が実物不動産に投資

現在は、不動産ファンドや不動産貸付型債券などに投資

## ■ 事業会社

(不動産会社、商社、その他事業会社)

事業として実物不動産を所有、開発

不動産会社、商社については第三者への投資機会提供を

ビジネスとするケースも

## ■ 個人投資家

富裕層が Condominium 等の海外居住用不動産への投資

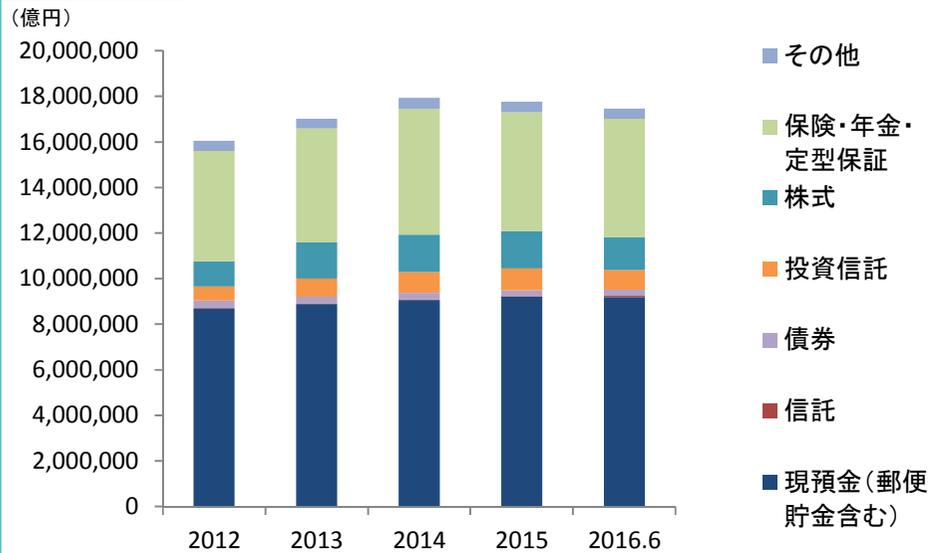
海外リート投資信託経由での投資も

# 個人金融資産の内訳（日米）

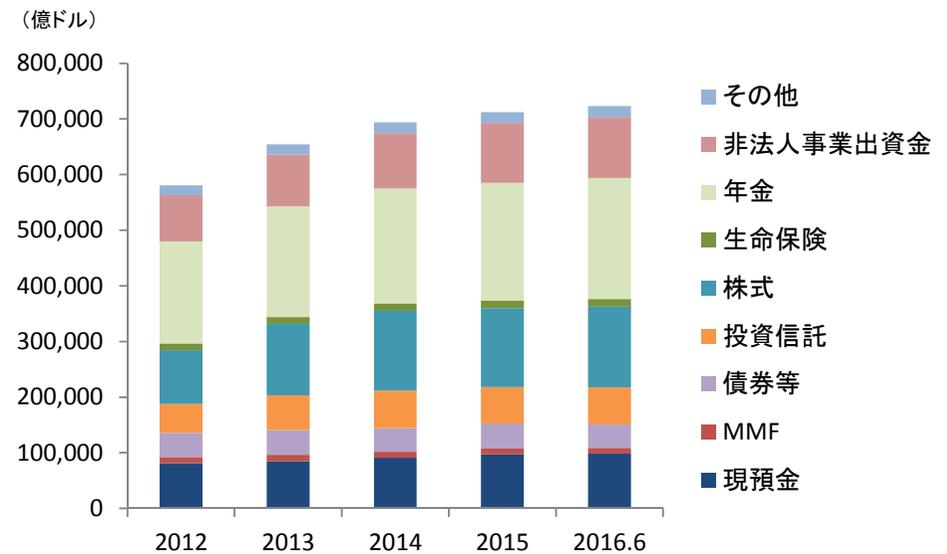


Finance

<日本>



<米国>

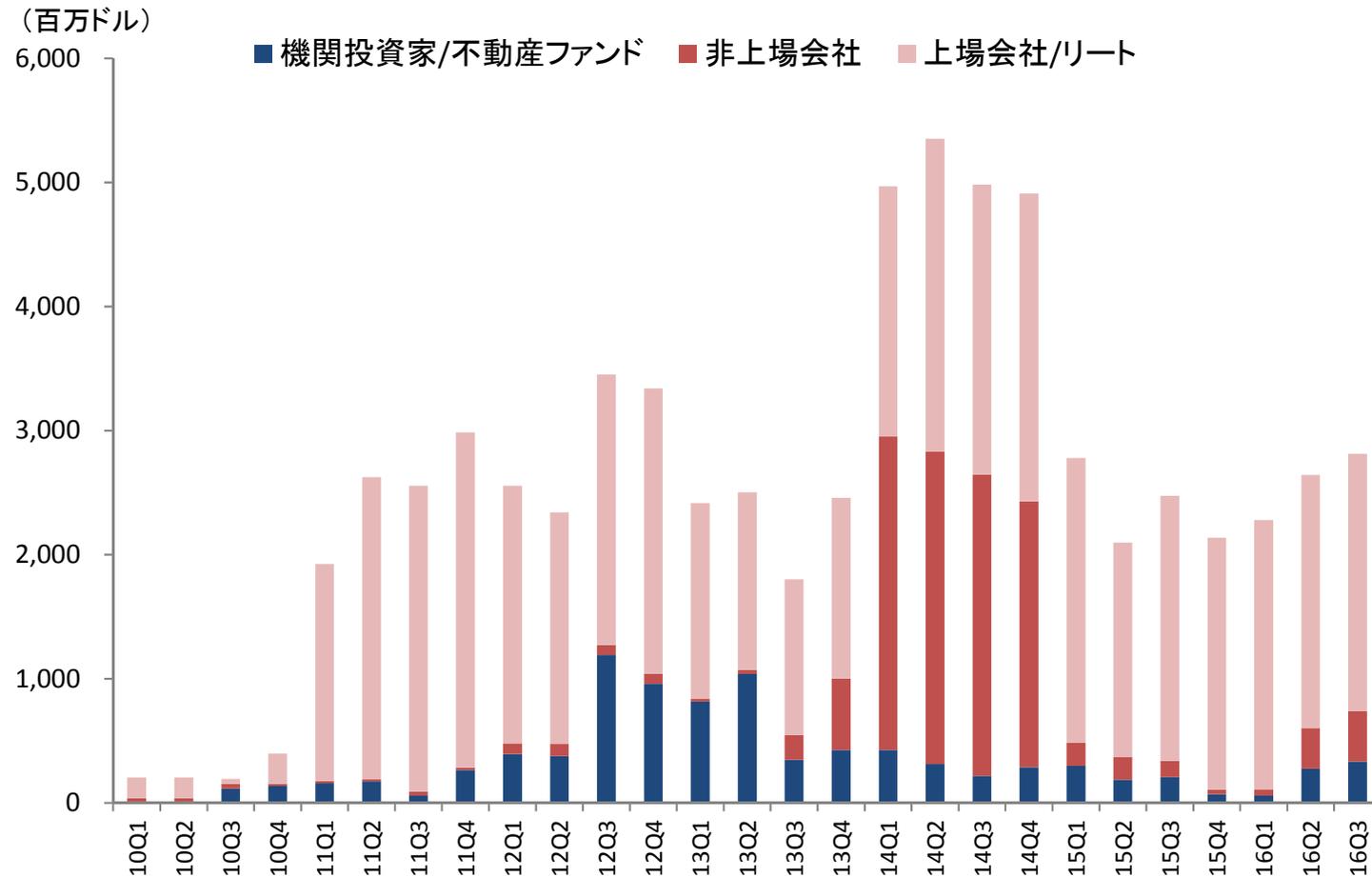


(出所)日銀、ゆうちょ銀行資料、FRB、野村資本市場研究所



Finance

## ➤ 投資家より事業会社による取引が多い



(出所) Real Capital Analytics

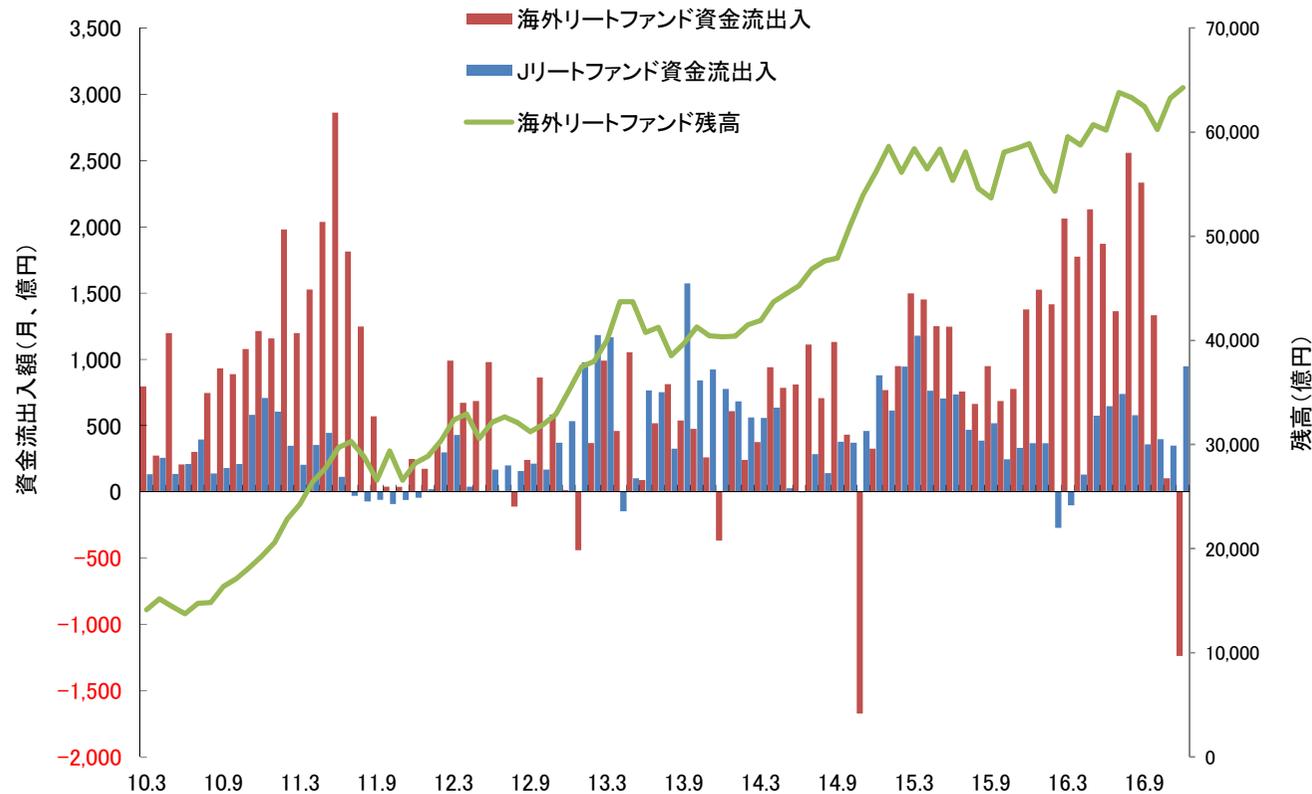
※ RCA社が把握する海外での不動産取引額をもとに集計

Copyright © 2017 NLI Research Institute All rights reserved.



Finance

## ▶ 個人投資家はリート投信で間接的に海外不動産に投資



※「海外リートファンド」は、内外リートに投資する「グローバルリートファンド」を含まない  
(出所) 投信協会



Finance

	運用資産額 (兆円)	不動産資産額 (兆円)	不動産資産割合
生命保険	348	6.1	1.7%
損害保険	23	0.95	3.6%
年金	319	NA	アンケート結果 0.92%
銀行	761	NA	
郵貯	205	NA	
簡保	82	0.1*	0.2%

(出所)

生保 生命保険協会(生命保険事業概況:2016年10月末)

損保 日本損害保険協会(総合資金運用状況一覧表:2016年11月末)

年金 企業年金連合会、社会保障審議会年金数理部会2015年度データをもとに筆者作成

銀行 全国銀行協会(平成27年度決算の状況:運用勘定計)

郵貯 ゆうちょ銀行ディスクロージャー誌(平成27年度末運用資産)

簡保 かんぽ生命ディスクロージャー資料

(平成27年度資産運用に関する指標等 \*うち投資用不動産はなし)



Finance

		(兆円)
企業年金等	厚生年金基金	15.6
	確定給付企業年金	58.5
	確定拠出年金	10.0
	企業年金連合会	12.7
	国民年金基金	4.2
	中小企業退職金共済制度	4.6
	特定業種退職金共済制度	0.9
	小規模企業共済制度	8.7
	小計	115.2
公的年金	厚生年金	136.7
	国民年金	12.5
	国共済	7.8
	地共済	42.5
	私学共済	4.2
	共済年金計	54.5
小計	203.6	
総計	318.8	

GPIF運用部分

(出所)企業年金連合会社会保障審議会年金数理部会2015年度データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

Copyright © 2017 NLI Research Institute All rights reserved.



Finance

先進的な銀行投資家(大手銀行、保険会社、政府系金融機関等)

- ・外資系運用会社等の海外不動産ファンドに投資
- ・個別運用委託で海外不動産に投資するケースもあり

## 企業年金

- ・国内不動産では換金性のある私募リート投資が普及
- ・海外は換金性のあるオープンエンドファンドへの投資が増加中

## 公的年金

- ・GPIFは不動産投資体制を構築し不動産投資準備中
- ・地方共済は、内外不動産投資に関して運用会社を登録



# 海外資金による不動産投資状況

# 米国年金基金の不動産投資状況

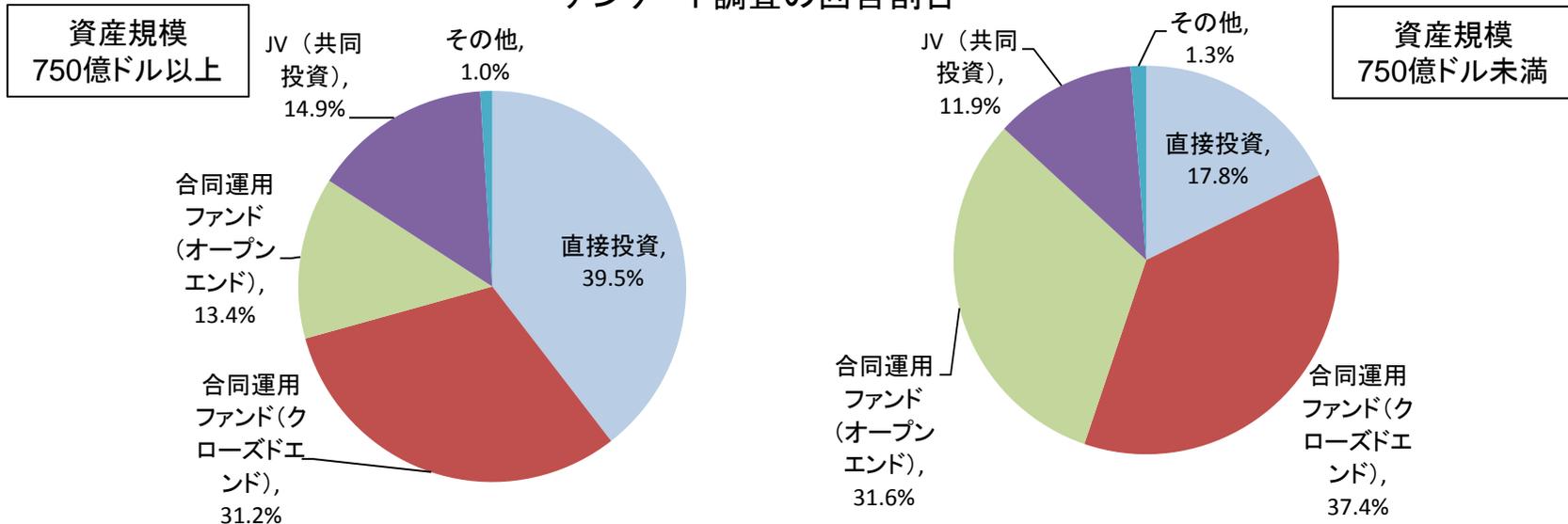


Finance

- ・米国年金は1970年代から不動産投資を本格化
- ・不動産投資戦略構築には専門コンサルティングを採用
- ・実際の投資の多くは不動産運用会社への個別運用委託による直接投資、もしくは不動産ファンドを選別

## ＜米国年金基金の不動産投資形態＞

アンケート調査の回答割合



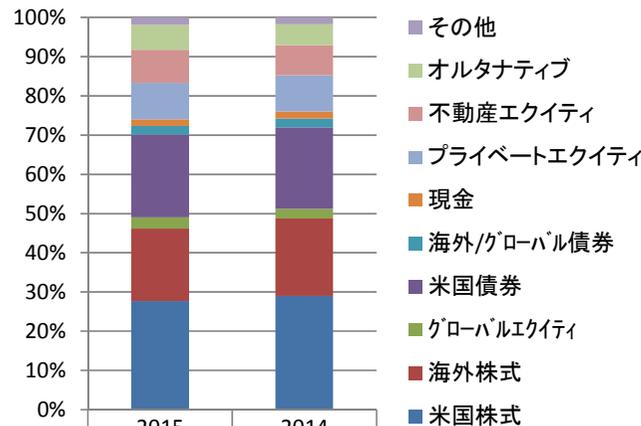


Finance

## ・米国年金の不動産配分は増加傾向

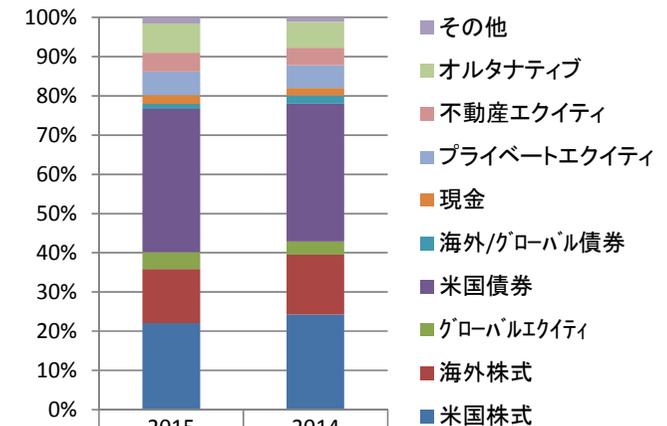
### 公務員年金 > 企業年金

【公務員年金】



資産種別	2015 (%)	2014 (%)
その他	1.90%	1.80%
オルタナティブ	6.40%	5.30%
不動産エクイティ	8.40%	7.70%
プライベートエクイティ	9.30%	9.20%
現金	1.70%	1.80%
海外/グローバル債券	2.20%	2.30%
米国債券	21.10%	20.70%
グローバルエクイティ	2.80%	2.50%
海外株式	18.50%	19.70%
米国株式	27.70%	29%

【企業年金】



資産種別	2015 (%)	2014 (%)
その他	1.60%	1.10%
オルタナティブ	7.40%	6.70%
不動産エクイティ	4.80%	4.40%
プライベートエクイティ	6.00%	5.80%
現金	2.30%	1.90%
海外/グローバル債券	1.20%	2.10%
米国債券	36.50%	35.10%
グローバルエクイティ	4.30%	3.40%
海外株式	13.80%	15.20%
米国株式	22.10%	24.30%

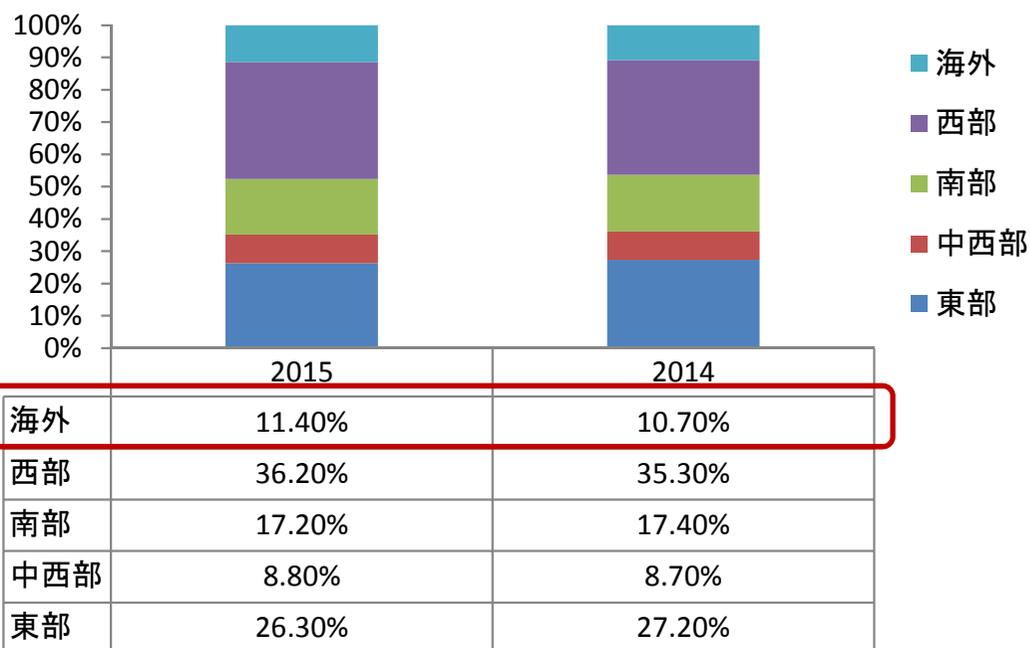
※ 米国年金資産規模上位1000に含まれる公務員年金、企業年金の平均



Finance

- ・不動産資産の中で海外不動産は11.4%（2015年）

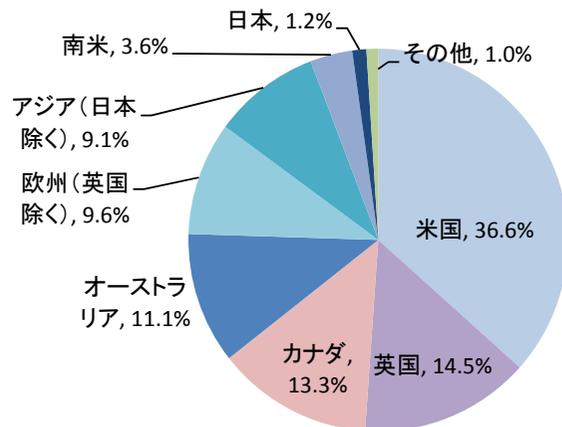
## ＜米国年金基金の不動産地域配分＞ アンケート調査の回答割合





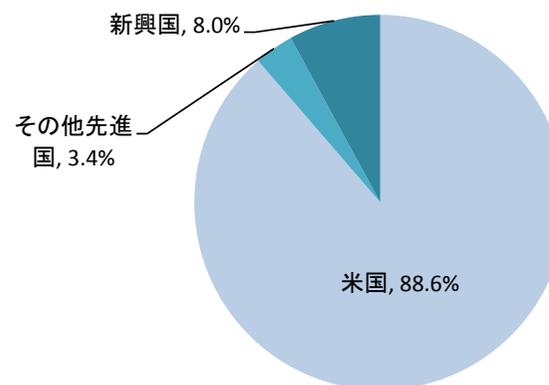
Finance

カナダ国民年金基金



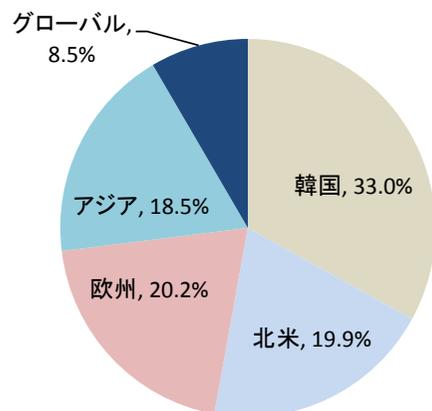
(2015年3月末)

米 カリフォルニア州職員年金基金



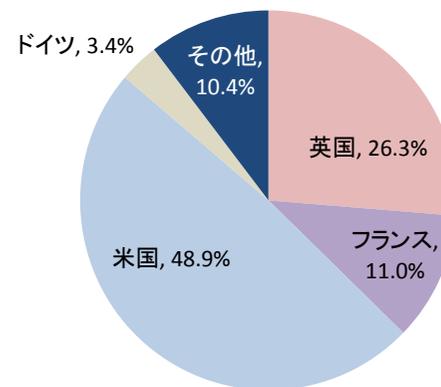
(2015年6月末)

韓国国民年金基金(NPS)



(2014年12月末)

ノルウェー政府年金基金



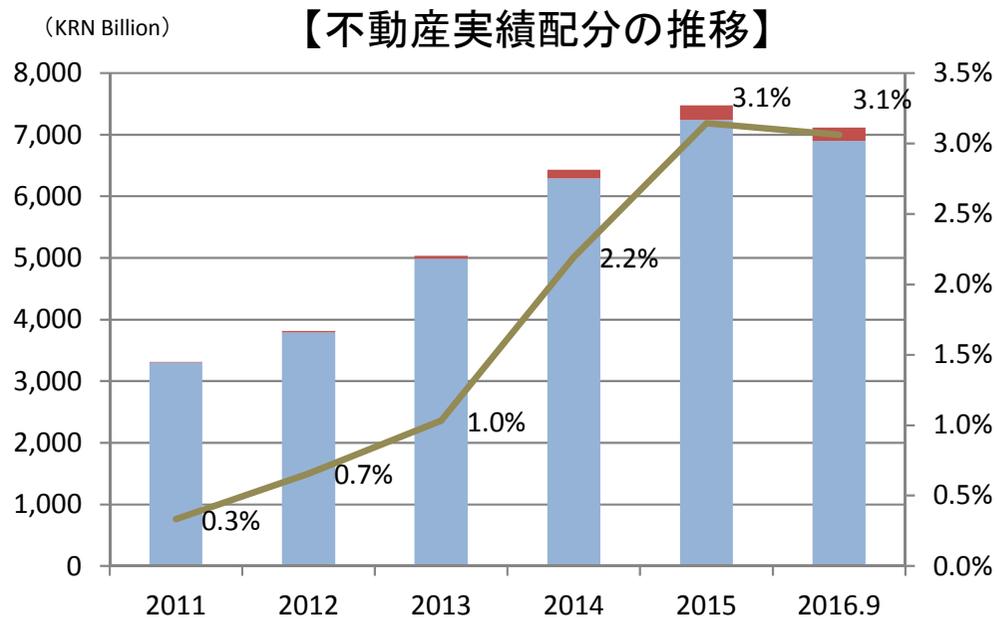
(2015年12月末)



- 資源収入を原資とした政府系ファンドだが、将来は年金給付も想定
- 国内には投資せず、海外投資に特化したファンドとして96年に設立
- 従来、債券6:株式4で基金を運用⇒債券4:株式6に変更
- 全資産の5%を目標に、2011年から不動産投資を開始
- 2013年からヨーロッパ域外の国も投資対象に
- 不動産投資にあたっては、地域マーケットの知見を持つパートナーを得ることを目指す
- 株・債券は、デスクトップで分析・売買できるので地理的にどこにいてもよいが、不動産は現地知識が重要であり、各国のローカル人材を採用、パートナーと組んで投資を行う。管理委託ではなくリスクを共有する
- 2013年から米国での投資を開始、2015年からはアジア(東京とシンガポール)で不動産投資を開始すると表明、2015年10月、日本拠点を開設
- 良い人材を採るために、各国の人材市場に合致した報酬を設定



Finance



## 【目標資産配分】

株式	60%	75%へ引上げ検討
債券	35-40%	
不動産	5%上限	7%へ引上げ検討

## ヒアリング事例：GIC



Finance

- シンガポール政府の貯金(外貨準備)を使い、米ドル建てで投資
- 1981年設立、財務省管轄。初代代表はリー・クアンユー
- 当初の不動産投資では、アジアに機関投資家向けの対象がなく、主に米国で投資。オフィス中心
- 日本に拠点を設置してから既に20年。最初の投資は汐留のオフィス開発(三井不動産との共同投資)。住友商事とも4件共同投資
- 良いパートナーを探して、マジョリティをとり、コントロール権を持つ
- 近年は競合が増え(韓国KIC、NPS、ノルウェーなど)、不動産の中でも新たな領域を注視(ヨーロッパのヘルスケア、学生住宅、米国の工業生産住宅など)、企業にも投資(保有する不動産を確保)
- 目標リターンは20年の平均で4%
- GICは逆張りのリスクが取れるが、日本の年金は担当が頻繁に変わるので逆張りは難しいだろう、との指摘
- 不動産取引を行っていくうえで、組織はフラット

※ 2013年、旧称「Government of Singapore Investment Corporation Private Limited」から「GIC Private Limited」に変更

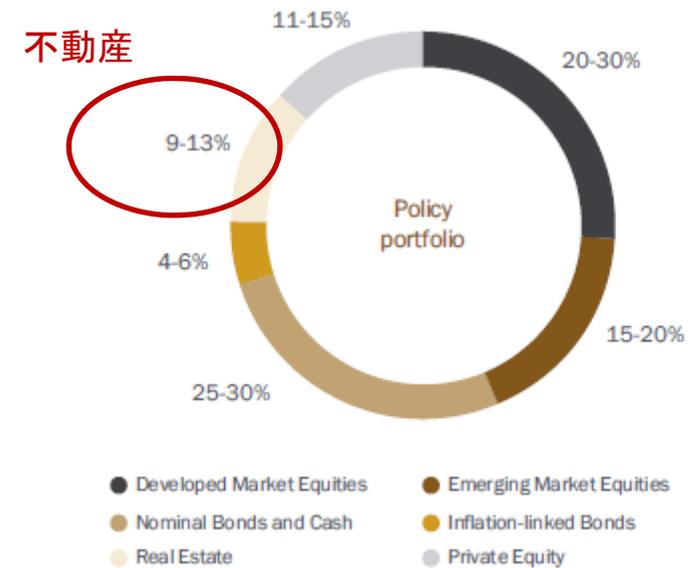


Finance

## 【実績資産配分】

Asset Mix	31 March 2016 (%)	31 March 2015 (%)
Developed Market Equities	26	29
Emerging Market Equities	19	18
Nominal Bonds and Cash	34	32
Inflation-Linked Bonds	5	5
Real Estate	7	7
Private Equity	9	9
Total	100	100

## 【目標資産配分レンジ】



# 本研究会で得た結論



Finance

- 投資運用業は日本にとって戦略的に重要
  - ⇒ 知識集約型、ストック/資産の有利運用のインパクト大
  - ⇒ 株・債券以外の投資の重要性が今後はさらに高まる
  - ⇒ 海外への投資は、国内では得られない経済成長への投資  
超インフレ/円安から資産を守る
- 対外投資では、高い技能を有する人材の育成が必要
- 人材を活かす組織・制度・風土・共通の価値観も必要 ⇒ 従来の日本企業とは異なる
- 海外不動産投資は、証券投資と異なり、現地のマネジメントが重要（現法経営に比肩）
  - ⇒ 外国人のマネジメント（採用～動機付け～評価・報酬）