

基礎研 レター

国内年金による海外不動産投資 の選択肢

金融研究部 不動産運用調査室長 加藤 えり子
(03)3512-1861 ekato@nli-research.co.jp

はじめに

国内年金の投資運用で、海外不動産を対象とした私募ファンドへの投資が、少しずつ広がり始めている。海外不動産については、情報が少ないことや為替リスクがあることから、投資を躊躇する年金基金も多い。しかし一方で、地域分散や投資機会の拡大を求めて検討に着手する基金も見られる。本稿では、国内の海外不動産投資商品の提供状況を説明するとともに、海外投資家のグローバル不動産投資にも触れる。

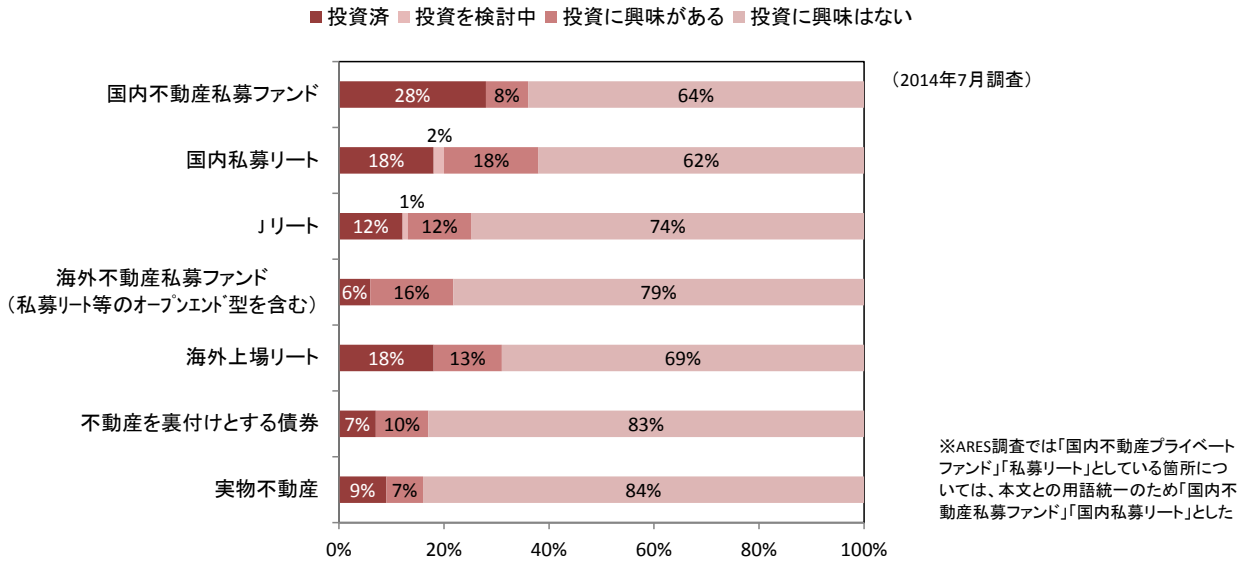
1 | 国内年金の不動産投資商品別投資状況

不動産証券化協会のアンケート調査（2014年7月実施。以下、「ARES 調査」）（図表1）によれば、国内年金の不動産投資では、従来型の国内不動産私募ファンド（投資期間中は原則換金できず物件売却によりファンドを終了するタイプのクローズドエンド型の私募ファンド）への投資が最も多く、回答基金の28%が「投資済み」としている。また、「投資済み」に「検討中」「興味がある」を加えた合計では、国内私募リート（投資期間は無期限で途中換金請求可能なオープンエンド型の私募ファンド）が38%と最も高く、今後は不動産投資対象としてシェアを拡大していくことが予想される。

従来型の国内不動産私募ファンドへの投資が多い背景には、金融危機前のファンドブーム時（2005年～2007年）に多数のファンドが提供され、国内年金の間で浸透したことがある。同じ頃、上場リーートの銘柄選択を行う運用商品の提供も投信協会のルール緩和により可能となり、海外上場リーートの運用商品が多く提供され、国内年金の間で浸透した。ローカルなアセットとされる不動産でありながらグローバル分散ができることが海外上場リート投資のメリットと捉えられた。Jリート（国内上場リート）の「投資済」が12%であるのに対し、海外上場リートは18%とこれを上回っており、海外不動産投資の手法として流動性も備え国際分散が可能な投資として選択されてきたことがうかがえる。

最近では、海外不動産投資のもう一つの手法として私募ファンドの形態が選択されるようになってきている。年金基金による投資も少しずつではあるが増えてきており、ARES 調査では、海外不動産私募ファンド（オープンエンド型、クローズドエンド型には分類しておらず双方が含まれる）について、回答基金の6%が「投資済」、16%が「投資に興味がある」という結果となっている。

図表 1 国内年金の不動産プロダクト別投資状況



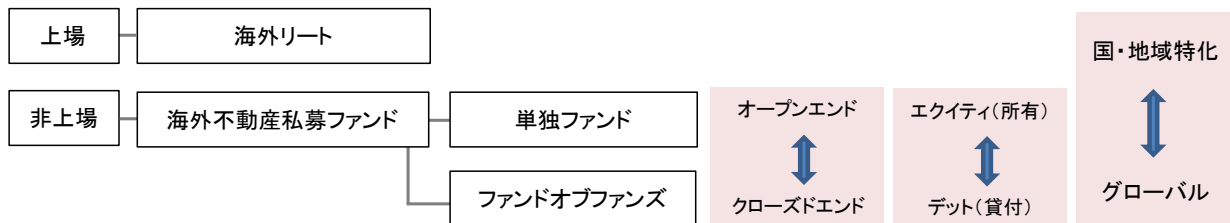
(出所) 一般社団法人不動産証券化協会

2 | 国内年金による海外不動産投資の形態、投資地域・戦略

海外上場リートの運用商品には、米国、欧州、アジア（日本除く）の上場リートを対象とした「グローバルリート」が多いが、時価総額の大きい米国や豪州といった国や欧州、アジアなどの地域に特化した上場リートの運用商品もある。

一方、海外不動産私募ファンドについては、クローズドエンド型、オープンエンド型、それらに投資するファンドオブファンズも提供されている。その対象地域は、米国、欧州、アジアパシフィックに分類される。国内年金の投資対象としては、成熟国の不動産に投資するオープンエンド型ファンドが検討されるケースが多い。また、不動産私募ファンドの主流は不動産やその持分権等を所有し、そこからの収益を投資家に分配するエクイティ型だが、海外不動産の所有者に対する貸付債権を投資対象としたデット型のファンドも提供されている（図表 2）。

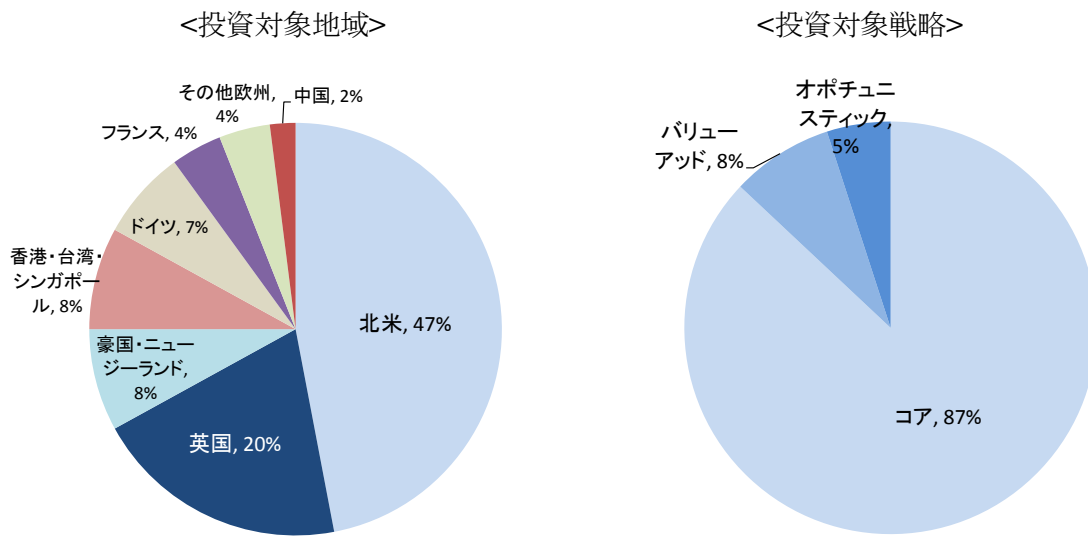
図表 2 国内年金が投資可能な海外不動産投資商品



ARES 調査によると（図表 3）、国内年金の海外不動産投資の対象地域は北米が 47%で最も多く、次いで英国 20%、豪国・ニュージーランド 8%となっている。戦略別には、賃料収入からの安定したインカム獲得を目指すコア戦略が 87%を占めていることから、リスクを抑えた投資を志向していることが分かる。

こうした海外不動産私募ファンドへの投資が増えてきている要因としては、提供されている海外不動産私募ファンドの多くがオープンエンド型で、この2~3年で急速に国内年金の間で認知度が高まった国内私募リートと同様の仕組みであるために、投資検討がしやすかったことが挙げられる。

図表3 国内年金が投資する海外不動産ファンドの対象地域・戦略



(出所) 一般社団法人不動産証券化協会

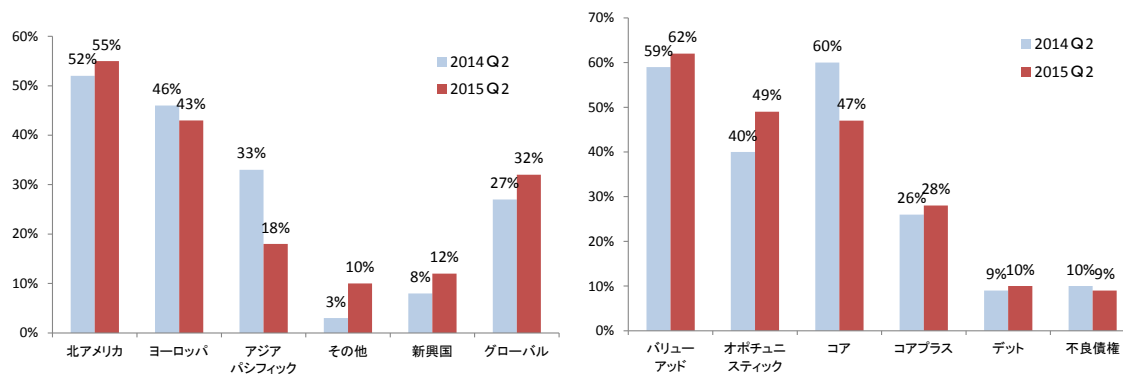
3 | 海外投資家のグローバル不動産投資（投資対象地域・戦略）

不動産へのグローバル投資を先んじて行っている海外投資家の多くは、世界の各地域の不動産市況等を踏まえながらどの地域に投資するか選択している。Preqin社は、今後1年に投資する地域・戦略について調査しており、15Q2調査（図表4）では、北アメリカを対象としたファンドに投資するとした投資家の割合が、前年の52%から55%にやや増加している。欧州のファンドについては46%から43%に低下した。米国は底堅い経済に支えられて不動産市況も好調であることから、今後投資すると回答した投資家が増加したものと思われる。また、「新興国」と「グローバル」の割合も8%から12%、27%から32%へとそれぞれ増加しており、成長期待を海外新興国に求める投資家、グローバルファンドで国際分散を目指す投資家も増加している。グローバルファンドについては、ファンドオブファンズ形態に加え、単独の運用会社による大型ファンドの新規組成も伝えられている¹。こうしたファンド組成の動向も投資家の判断に影響している可能性がある。

投資戦略では、賃貸収益からのインカムを重視し低リスクの「コア」に投資するとの回答割合が60%から47%へと大きく減少し、「コア」よりややリスクの高い「コアプラス」、賃貸収益+不動産価値の向上を目指す「バリューアッド」、投資機会を選別して高いリターンを目指す「オポチュニスティック」等の割合が増加している。この背景としては、各国の主要都市で既に低リスクの「コア」不動産への投資が増加、価格が上昇し、国内年金等に比べて高い目標リターンを持つ海外投資家が「コア」投資で条件を満たすことが難しい状況になっていることが考えられる。

¹ 2015/8/4 PEREによれば、モルガンスタンレーはグローバル・オポチュニスティック・ファンドの出資を募り約17億ドルを集めた。

図表 4 海外投資家が今後1年に投資する地域・戦略



(出所) Preqin

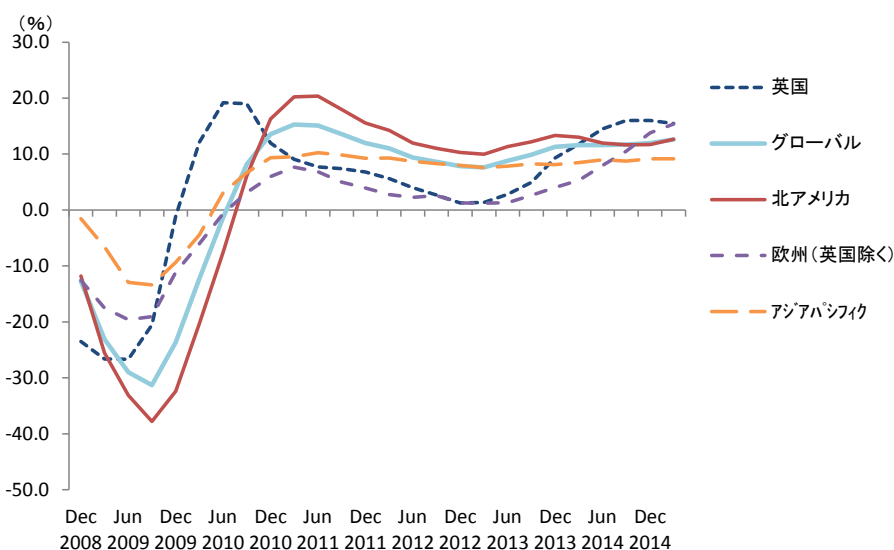
4 | 各国・地域の市場動向を踏まえた投資検討

海外不動産私募ファンドの総合収益率を対象地域別にみると（図表 5）、金融危機前後で類似のトレンドとなっているものの、下落幅や回復の過程がそれぞれ異なっている。英国の回復が顕著に早く 2010 年 3 月にプラスに転じおり、その他では 1~2 四半期後にプラスに転じている。14 年に入ってから、英国が既に低下し始めているのに対し、米国やその他の欧州ではまだ上昇基調にある。英国についてはロンドンの投資用不動産に占める割合が高く、世界の投資家から資金が集まり価格上昇のタイミングが早かったため、キャピタルリターンの上昇が早かったことが影響していると思われる。

どのような国・地域を対象としたファンドに投資するのか、あるいはグローバルファンドに投資をするのかといった方針を定めるにあたっては、こうした国・地域ごとのパフォーマンスを踏まえることも求められる。また、都市や地域ごとのサブマーケットによっても市況が異なることから、投資を任せる不動産運用会社がそれらを適確に選別して投資しているかがパフォーマンスを左右する。

国内投資家による海外不動産ファンド投資はまだ黎明期であるが、投資商品の選択肢は広がりつつある。それらのファンドから投資対象を選定するにあたっては、市況やファンド運用実績等を検討するプロセスも求められる。

図表 5 地域別不動産私募ファンドの総合収益率



(出所) MSCI データを基にニッセイ基礎研究所が作成