

基礎研 レポート

投資運用対象としての 米国不動産 投資対象都市の検討

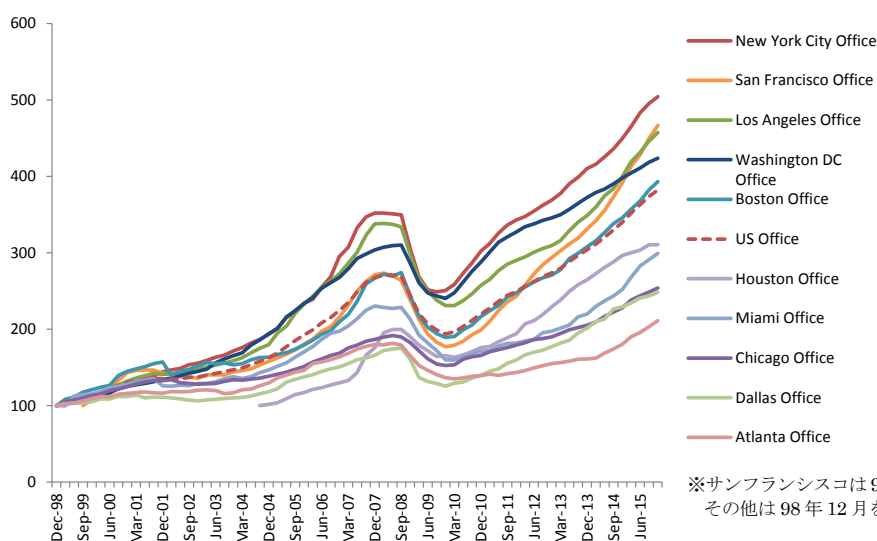
金融研究部 不動産運用調査室長 加藤 えり子
(03)3512-1861 ekato@nli-research.co.jp

近年、国内においても不動産投資に精通した機関投資家を中心に、海外不動産への投資が増えつつある。その投資対象の多くは安定的な賃料を収益の源泉とした稼働不動産で、必然的に先進国が主な投資対象となっている。中でも米国不動産は、市場規模、取引流動性の高さなどから、投資先として検討されることが多いが、米国は投資対象地域が広く、不動産マーケットも一様ではない。本稿では、オフィスビルを中心に米国不動産の都市別データを概観するとともに、実際の投資手法と事例についても触れる。

1——米国主要都市オフィスの長期累積リターン

98年以降の長期で見た米国主要都市オフィスの累積リターン¹は、全般に2007年から2008年にピークを迎え、金融危機後に下落、2010年頃から回復基調になり、2015年末には、どの都市も前回のピークを上回る水準となっている（図表1）。

図表-1 米国主要都市オフィスの累積リターン（98年12月：100）



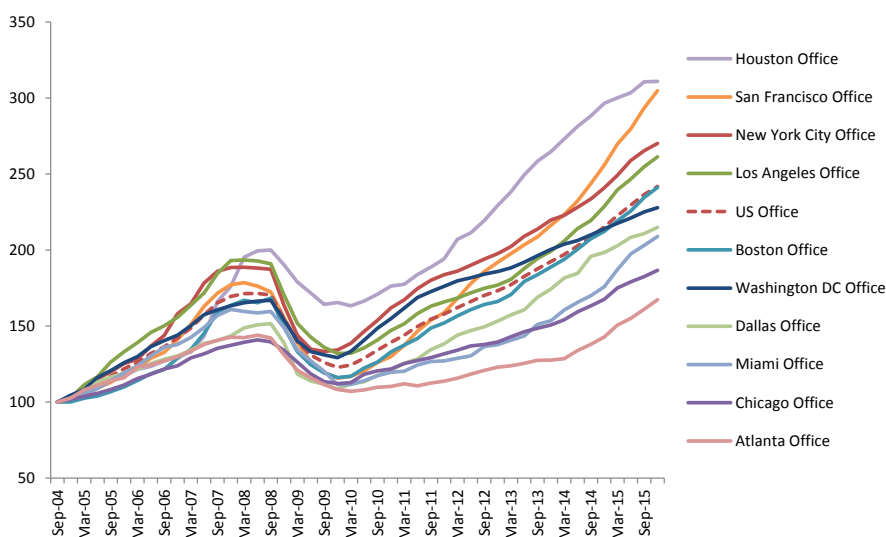
※サンフランシスコは99年9月、ヒューストンは2004年9月、その他は98年12月を100として累積。

（出所）MSCI データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

¹ 不動産のトータル・リターンは投資額に対する賃料収益から計算されるインカム・リターンと価値増減から計算されるキャピタル・リターンで構成される。本稿では時間加重収益率として計算されるトータル・リターンを「リターン」と表記する。

2007、2008年の金融危機は、金融市場、経済への影響が広範囲に及び、米国の各地域で投資用不動産のリターンを押し下げた。このため、米国オフィスの累積リターンの推移には各都市に共通の傾向が見て取れるが、低迷の度合と回復状況は、都市ごとに異なっている（図表2）。米国全体の数値と比較すると、ニューヨーク・ボストンは同程度の傾きで上昇しているのに対して、サンフランシスコとロサンゼルスはより急勾配で上昇、ワシントンDCは2011年頃から米国全体より上昇が緩やかになっている。エネルギー産業への依存度の高いヒューストンは、下落幅が他都市より小さかったが、昨今の原油価格低迷を受けて、いち早く上昇局面からやや下降に転じている。その他の都市は概ね米国全体より緩やかな回復過程を辿っているが、マイアミについては、2014年の後半から急回復している。なお、これらの都市のみが現在のところ、MSCIの米国実物不動産指数「IPD USA Quarterly Property Digest」において、「都市レベル」でリターン等が算出される対象となっている（後述のようにオフィス以外にも、商業、物流、住宅の指数がある）。同指数は、実際に投資対象となっている物件の収益データを集めて作成されることから、これらの都市の不動産は、機関投資家の米国における投資対象として一定のシェアがあるといえる。

図表-2 米国主要都市オフィスの累積リターン（2004年9月:100）



（出所）MSCI データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

2—米国主要都市オフィスの市場規模、賃料水準

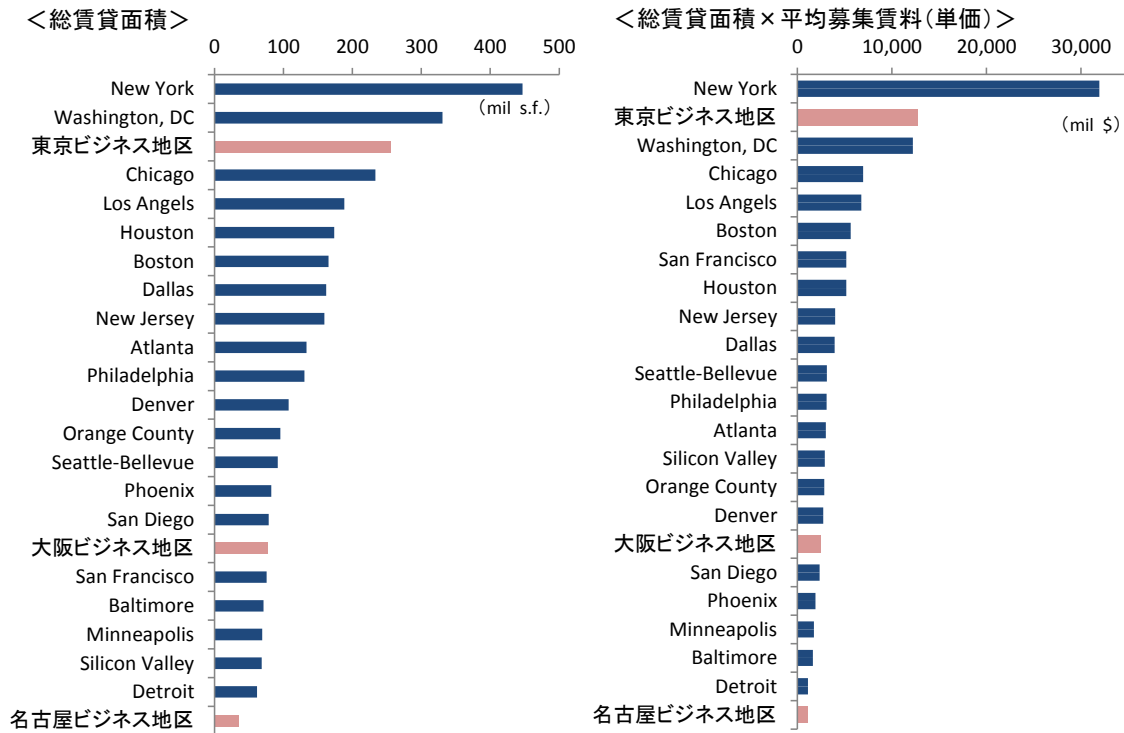
米国主要都市のオフィス市場規模を、貸床面積の総量で見ると図表3左のようになる（参考までに東京、大阪、名古屋も順位に含めた²）。総貸床面積が大きくても賃料水準が低い場合には経済的な規模としては小さくなることから、総賃貸面積に募集賃料単価を乗じた経済的な賃貸市場規模も示した（図表3右）。いずれもニューヨークが最も規模が大きく、次いでワシントンDC、シカゴ、ロサンゼルスまでは同様であるが、それより規模が小さくなると、総貸床面積では、ヒューストン、ボストン、ダラスと続くのに対し、経済的な市場規模では、ボストン、サンフランシスコがヒューストンを上回

² 三鬼商事の各ビジネス地区の総賃貸面積を使用。対象に含めるビルのグレード、貸床面積の定義、共用部分の取り扱い、各国・地域により異なることもあるため、正確な数値の比較とはいえないが、規模の目安として記載した。

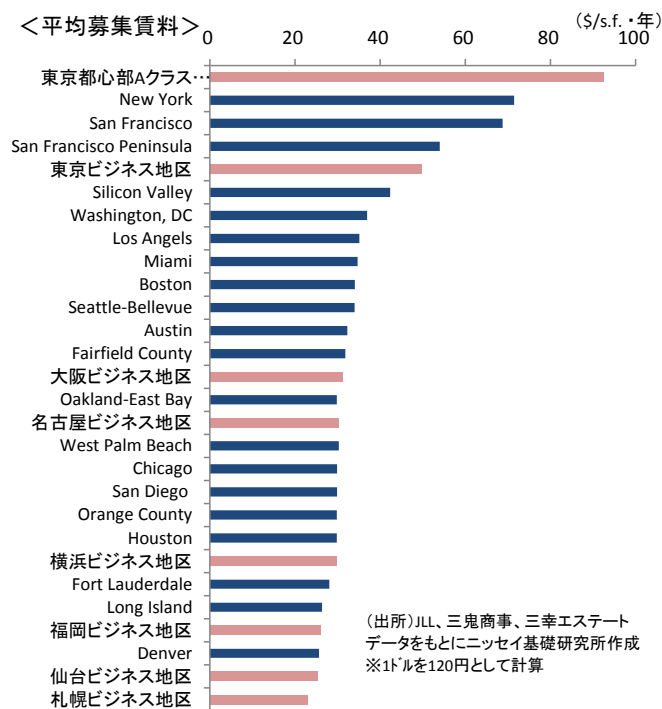
る。また、貸床面積 16 位のサンフランシスコが 6 位まで浮上するなど、面積規模は小さくても経済的にインパクトの大きい賃貸マーケットとなっている都市の事例も確認できる。

賃料水準のみで見ると(図表 4)、ニューヨークに次ぐのが、サンフランシスコとその周辺のサンフランシスコ・ペニンシュラ、シリコンバレーで、それにワシントン DC、ロサンゼルスと続く。7 位にはマイアミが入っており、床面積による規模は小さいながら、1 棟あたりの収益は比較的大きいマーケットであることが分かる。

図表-3 米国主要都市オフィスの市場規模(床面積規模、経済規模)



図表-4 米国主要都市オフィスの賃料水準



3—各都市間のオフィス・リターンの相関

各都市間で四半期毎のオフィス・リターンの相関係数を計算してみると、全般に中程度の相関がある（図表 5）。相関係数は、アトランタ-サンフランシスコ間が 0.34 と最小値となったが、それ以外は 0.52～0.87 のレンジで、投資収益率の観点からはオフィス物件のみでの地域分散をしても効果は限定的であることが分かる。ただし、レンジ内でも相関が高め、低めの都市の組み合わせはあり、都市ごとに経済状況、回復のタイミング、オフィス需給などに差もあることが表れている。

図表-5 米国主要都市間のオフィス・トータル・リターン相関

| | New York City | Los Angeles | Chicago | Boston | San Francisco* | Dallas | Atlanta | Miami | Houston* |
|---------------|---------------|-------------|---------|--------|----------------|--------|---------|-------|----------|
| Washington DC | 0.87 | 0.75 | 0.68 | 0.66 | 0.71 | 0.77 | 0.63 | 0.63 | 0.53 |
| New York City | | 0.78 | 0.69 | 0.76 | 0.77 | 0.75 | 0.68 | 0.58 | 0.54 |
| Los Angeles | | | 0.80 | 0.77 | 0.83 | 0.68 | 0.75 | 0.69 | 0.66 |
| Chicago | | | | 0.67 | 0.84 | 0.68 | 0.73 | 0.71 | 0.59 |
| Boston | | | | | 0.78 | 0.66 | 0.63 | 0.60 | 0.74 |
| San Francisco | | | | | | 0.72 | 0.34 | 0.76 | 0.62 |
| Dallas | | | | | | | 0.70 | 0.64 | 0.58 |
| Atlanta | | | | | | | | 0.66 | 0.52 |
| Miami | | | | | | | | | 0.58 |

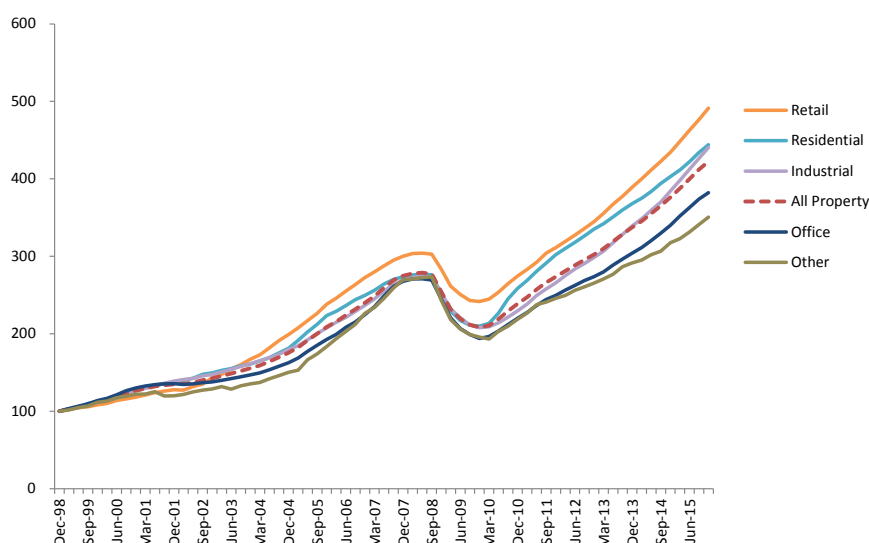
*San Franciscoは99年12月、Houstonは2004年12月、それ以外は99年3月を始点として15年12月を終点とする四半期トータルリターンの相関係数

(出所)MSCI データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

4—オフィス以外の用途のリターン

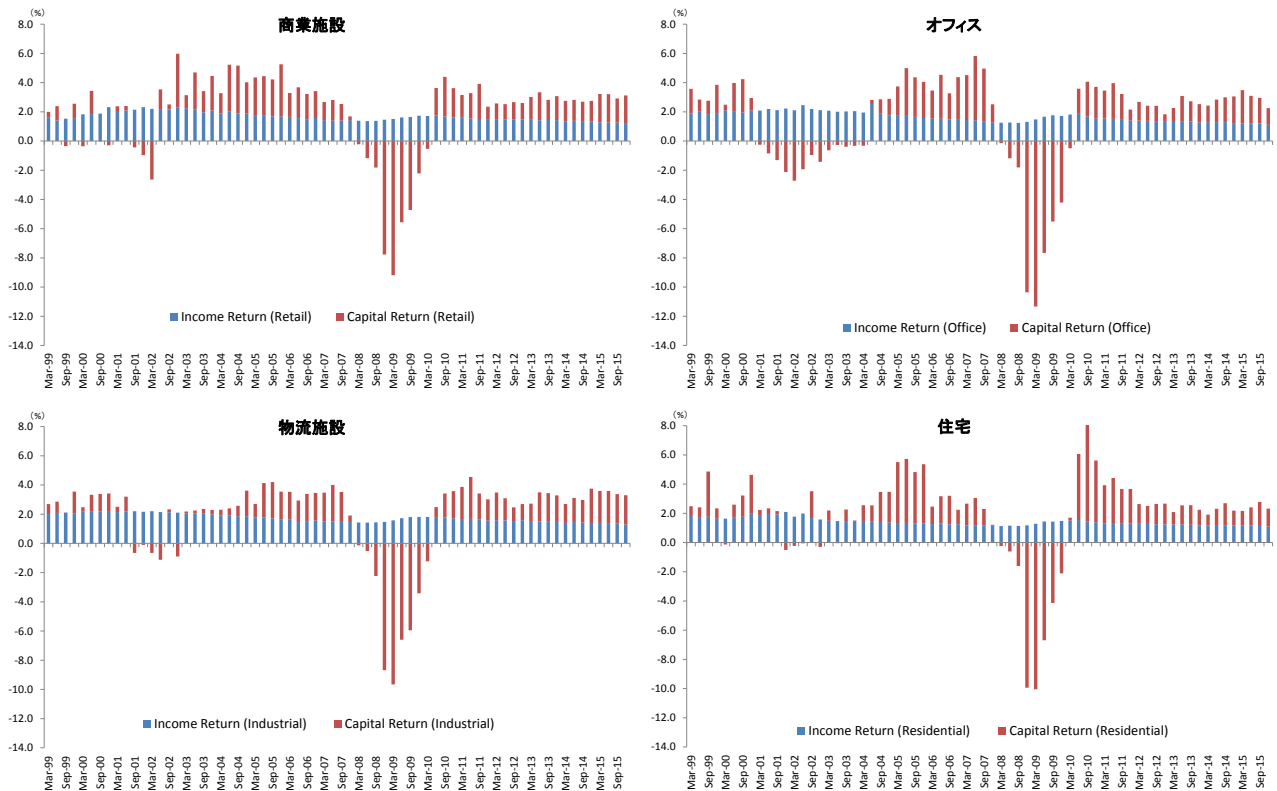
各用途別に 98 年 12 月を始点とした累積リターンを米国全体で見ると、商業施設、住宅、物流、オフィスの順に高い（図表 6）。オフィスの累積リターンが伸びなかった要因は、リーマンショック後のキャピタル・リターンの下落幅が大きかったことに加え、2001 年から 2002 年の低迷期にもキャピタル・リターンの下落期間が長かったことがある。一方、商業施設については、2002 年の低迷後の回復が早く、キャピタル・リターンがプラスで推移した期間が長かったために、リターンの累積が大きい（図表 7）。

図表-6 米国不動産 用途別の累積トータル・リターン（98年12月:100）



(出所)MSCI データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 米国不動産 用途別インカム/キャピタル・リターン推移



(出所) MSCI データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

用途別の累積リターンをさらに都市レベルで見ると (図表 8-10)、各用途で好調な都市がそれぞれ異なるものの、同じ経済圏にあることで異なる用途でも近いトレンドが見られる都市もある。なお、図表 8-10 の累積リターンの期間については、都市や用途によって算出開始時点が異なるため、用途ごとに全ての都市のデータがそろそろ時点を開始としたグラフ (右) と、各都市の算出開始時点をそれぞれ始点としたグラフ (左) を掲載した。

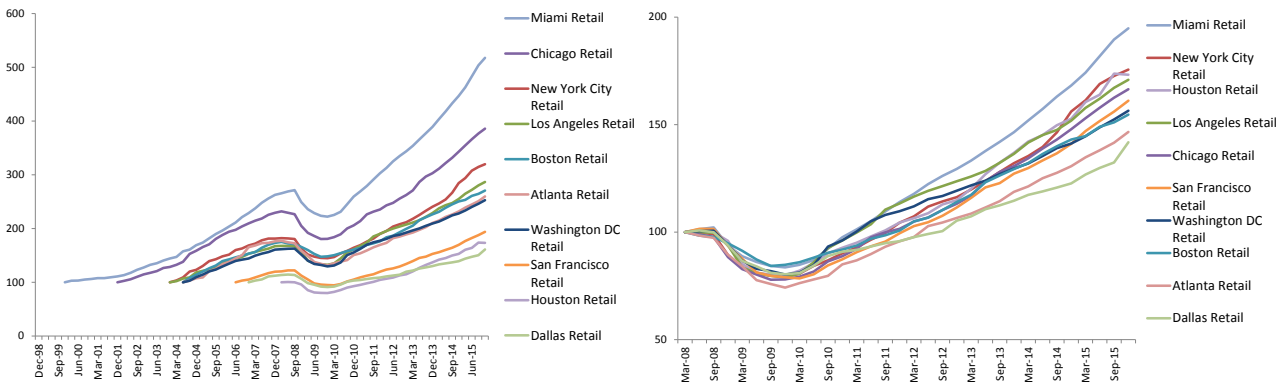
商業施設では、マイアミが他都市に比べ回復が顕著で、ダラス、アトランタはやや回復ペースが緩やかなものとなっているが、全般に大きな差になっていない。全ての都市で下落幅が他の用途に比べると小さいことがわかる。その要因としては、評価額や賃料の変動の少ない郊外型商業を多く含むことが考えられる。

住宅では、金融危機前の上昇期にもサンフランシスコは累積リターンが最も高位で推移したが、金融危機後はさらにそれを大幅に上回るものになっている。ワシントン DC も 2010 年まではサンフランシスコに追随していたが、その後は回復が緩慢なものになっている。

物流では、金融危機前は、マイアミの累積が最も大きく、次いでロサンゼルス、サンフランシスコであった。金融危機後の回復を経て 2014 年からはサンフランシスコが急上昇している。ヒューストンは、オフィス同様に金融危機後の下落幅が小さいが、直近の 15 年末までの数値は上昇が続いており、オフィスに見られた原油価格下落による景気低迷を要因としたピークアウトは物流のリターン数値にはまだ見られない。

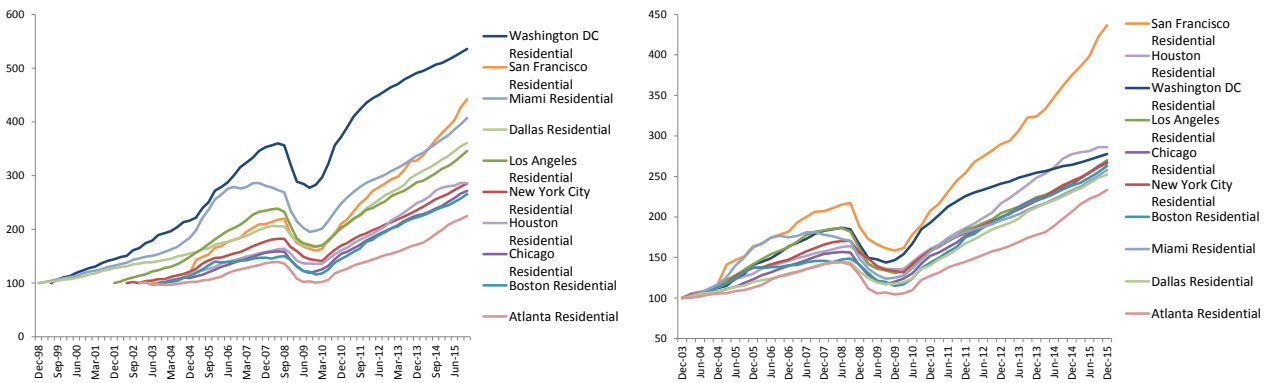
図表-8 米国商業施設の累積トータル・リターン

(左)99年12月:100~ (右)2008年3月:100



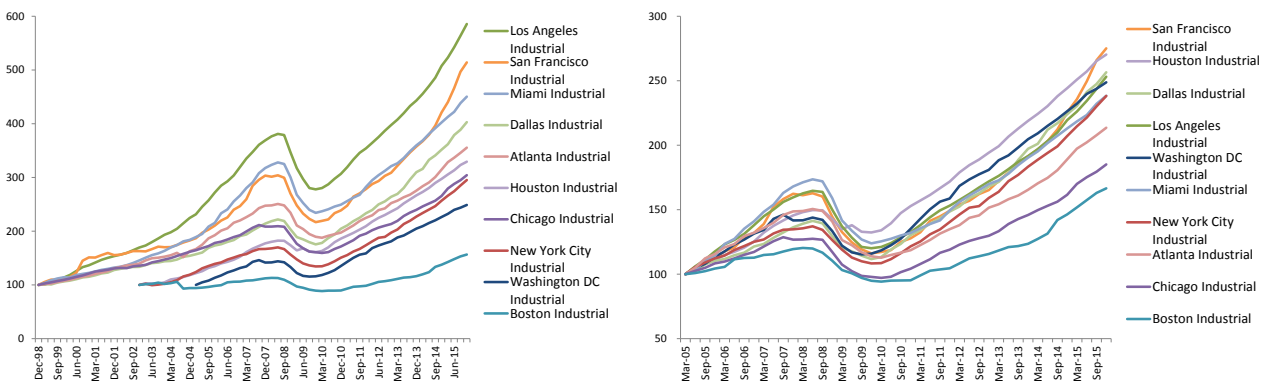
図表-9 米国賃貸住宅の累積トータル・リターン

(左)98年12月:100~ (右)2003年12月:100



図表-10 米国物流施設の累積トータル・リターン

(左)98年12月:100~ (右)2005年3月:100



(出所)図表 8-10: MSCI データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

5—投資家の地域・投資形態選定の事例

これまで投資実績から算出した都市別不動産マーケットを見てきたが、実際の投資では、個別の物件によって、指数ベースのリターンを上回ることも下回ることもあり、優劣を見極めた物件選定が重要となる。機関投資家が投資する場合には、そうした見極めを自らのみで行う直接投資の他に、共同投資、セパレートアカウントによる運用委託、合同運用ファンドなどの形態がある。どの投資形態や

投資対象地域を選定するかは、各投資家の運用体制や方針によるが、不動産取引額で上位に位置する政府系ファンド、大型年金基金、大手保険会社などは、直接投資や共同投資により多額の不動産投資を行っている。

ノルウェー政府年金基金（以下、運用者の「NBIM (Norges Bank Investment Management)」と表記）、カナダ国民年金基金（同「CPPIB (Canada Pension Plan Investment Board)」）の米国でのオフィス投資物件の一覧を図表 11 に示した。主にニューヨーク、ワシントン、ボストン、サンフランシスコ、ロサンゼルスを中心地に所在する大型オフィスを対象としていることが分かる。

この他、物流施設については、NBIM は、運用会社 1 社との米国物流投資プログラムで、ニューヨーク、シリコンバレーなどの後背地で多数投資し（ニュージャージー州 14 棟、ペンシルベニア州 11 棟、カリフォルニア州 23 棟）、ワシントン州、イリノイ州などにも分散投資している。一方、CPPIB もカリフォルニアとニュージャージーで複数の物流施設に投資しているが、全米の物流ポートフォリオにもシェア 11% で投資している（図表 12）。

図表-11 大型投資家の米国オフィス投資

ノルウェー政府年金基金の米国不動産共同投資

| 所在都市 | 物件名 | 持分割合 (%) |
|------------------|------------------------------|----------|
| ニューヨーク (5棟) | 601 Lexington Avenue | 45 |
| | 7 Times Square | 45 |
| | 2 Herald Square | 49.9 |
| | 470 Park Avenue South | 49.9 |
| | 475 Fifth Avenue | 49.9 |
| ボストン (5棟) | 100 Federal Street | 45 |
| | 280-294 Congress Street | 45 |
| | 1 Beacon Street | 47.5 |
| | 1 Financial Center | 47.5 |
| ワシントンDC (5棟) | 33 Arch Street | 49.9 |
| | 555 12th Street | 47.5 |
| | 1101 Pennsylvania Avenue | 49.9 |
| | 1300 Eye Street | 49.9 |
| | 400-444 North Capitol Street | 49.9 |
| サンフランシスコ (2棟) | 800 17th Street NW | 49.9 |
| | 425 Market Street | 47.5 |
| | 405 Howard Street | 49.9 |

カナダ国民年金基金の米国不動産共同投資

| 所在都市 | 物件名 | 持分割合 (%) |
|-----------------|------------------------------|----------|
| ニューヨーク (2棟) | 1221 Avenue of the Americas | 45 |
| | 1 Park Avenue | 45 |
| ワシントンDC (4棟) | Wamer Building | 45 |
| | 1255 23rd St. | 45 |
| | 1101 17th Street NW | 45 |
| サンフランシスコ | ABA Building | 49 |
| | 1455 Market St | 45 |
| ロサンゼルス | Welltower SoCal MOBs | 23 |
| その他 | Datran Center (Kendall) | 49 |
| | Shenandoah Building (McLean) | |

図表-12 大型投資家の米国物流施設投資

ノルウェー政府年金基金の米国物流施設ポートフォリオ

| 所在州 | 所在都市 | 所在州 | 所在都市 | | |
|-------------------|--|------------------|---|------------------------|-------------------------|
| カリフォルニア (23棟) | Commerce 12棟 Sunnyvale 7棟 Carson 2棟 San Francisco 1棟 San Jose 1棟 | ナッシュビル (6棟) | Las Vegas 6棟 | | |
| | | | ワシントン (5棟) | Rebton 4棟 SeaTac 1棟 | |
| | | イリノイ (4棟) | Bensenville 2棟 その他 2棟 | フロリダ (2棟) | Miami 1棟 Gratigny 1棟 |
| | | | | ジョージア (1棟) | Atlanta 1棟 |
| | | ペンシルベニア (11棟) | Carlisle 5棟 Harrisburg 3棟 Bethlehem 2棟 Chambersburg 1棟 | | |
| ニュージャージー (14棟) | Carlstadt 9棟 その他 5棟 | | | | |

カナダ国民年金基金の米国物流施設ポートフォリオ

| 投資プログラム名 | 所在州 | 所在都市 | 貸床面積 (s.f.) | 持分割合 (%) |
|-------------------------------|----------|------------------|-------------|----------|
| GLP US Industrial Portfolio | 米国各地 | | 115,000,000 | 11 |
| Goodman US Rancho Cucamonga | カリフォルニア | Rancho Cucamonga | 1,590,000 | 45 |
| Goodman US Lladro - Carlstadt | ニュージャージー | Carlstadt | 68,000 | 45 |

※ 物件は全て投資プログラム「Prologis US Partnership」による投資。持分割合は46.3%

(出所)NBIM、CPPIB 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成(図表 11,12)

商業施設への投資については、e コマース分野の台頭もあり、取り組みが別れるところとなっている。ノルウェー政府年金基金は商業施設投資を米国ではまだ行っていないが、カナダ国民年金基金は早くから米国でモール型商業施設への投資に取り組んでおり、米国主要都市では 39 の施設に投資している。カリフォルニアでの投資が最も多く、ロサンゼルス、サンディエゴなどの大型モール 12 物件に投資している（図表 13）。

これらはすべて共同投資の形態で、現地のマーケットに精通する不動産運用会社や保険会社などがパートナーとなっている。双方ともにオフィス投資はプライム都市の中心地に重点を置き、物流施設あるいは商業施設では、より広範囲な地域に所在する物件ポートフォリオを構築していることが分かる。

図表-13 大型投資家(カナダ国民年金基金)の商業施設投資

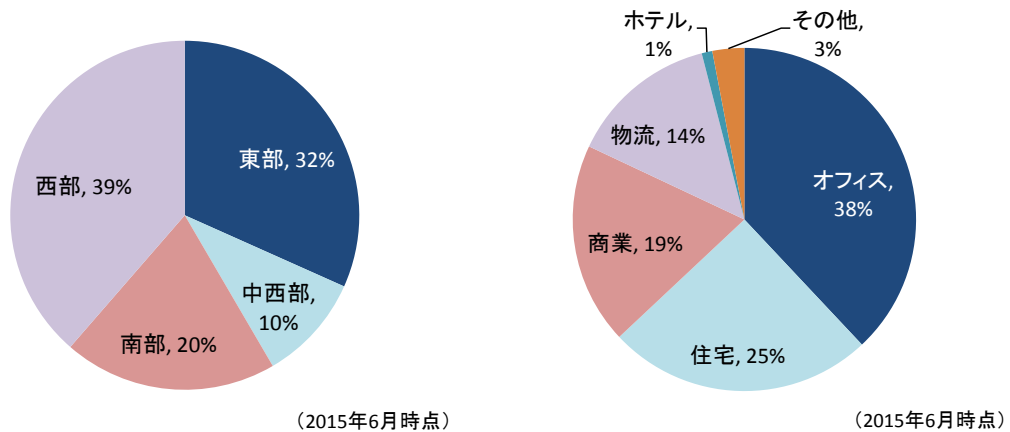
| 所在州 | 所在都市 | 貸床面積 (s.f.) | 持分割合 (%) |
|------------------|---|----------------|-------------|
| カリフォルニア (12棟) | Los Angeles 4棟 San Diego 4棟 San Jose 2棟 その他 2棟 | 8,763,000 | 40~45 |
| マサチューセッツ (8棟) | 8都市に分散 | 7,024,000 | 44~47 |
| フロリダ (4棟) | Hollywood 2棟 その他 2棟 | 1,871,000 | 34~45 |
| テキサス (2棟) | Dallas 2棟 Houston 1棟 | 348,000 | 40 |
| その他 (12棟) | Seattle、Annapolisなど の大型物件を含む | 8,030,000 | 22~47 |

(出所) CPPIB 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

一方、米国の公務員年金や企業年金の多くが投資する、合同運用ファンドやセパレートアカウントによる運用委託プログラムでも、各々が対象地域を定めているが、あらかじめ定められた目標リターンの制約もあり、対象はより広範囲になる。米国不動産を対象としたオープンエンド・ファンドの指数 NCREIF-ODCE³の構成銘柄による投資対象地域は、2015年6月時点で東部32%、西部39%、南部20%、中西部10%でとなっている（図表 14）。カリフォルニア州教職員年金基金（Ca1STRS）は不動産投資方針で、コア不動産投資の地域配分については、NCREIF-ODCE の地域配分をベンチマークとしており、±5%を超えて乖離する場合には、投資委員会へ報告することを義務付けている（バリュアード、オポチュニスティック投資の場合には地域配分基準は設けていない）。Ca1STRS の 2014 年以降の新規投資を見ると、セパレートアカウント、共同投資、ファンド投資の形態を偏りなく用いて米国不動産に投資している。ただし米国外の投資についてはファンド投資が主流となっている。

³ National Council of Real Estate Investment Fiduciaries - Open End Diversified Core Returns

図表-14 NCREIF- ODCE 構成ファンドの米国地域・用途配分



(出所)NCREIF 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

おわりに

国内から米国不動産に投資する場合、自ら現地でビジネスを拡大する不動産会社等は共同投資や単独での直接投資、あるいは現地運用会社を傘下に収めるなどの方法で投資取引に参画してきている。しかし機関投資家が投資する場合には、運用委託の形態をとることが想定される。

既に国内機関投資家向けに、外資系の不動産運用会社や資産運用会社の不動産部門が、海外不動産の合同運用ファンドやファンドオブファンズを提供する例が増えてきている。実際に投資を検討する国内機関投資家には、大手金融法人、その他の金融法人、企業年金基金、公的・公務員年金基金などがあるが、海外も含めた不動産投資の実績や、それに対応する人員体制はそれぞれ異なる。海外不動産投資を始めた投資家はまだ一部で、その多くはファンド運用での実績を積み上げている状況にあるが、より本格的に海外不動産投資に取り組もうとする投資家も少数ではあるが存在する。米国不動産はそれらの投資家全般が、海外不動産投資を考える時、まず検討する対象であり、実際に投資を行うことの多い対象といえる。

不安定な金融市場と、米国経済の足踏み状況、既に懸念される過熱感などから、今後投資実行に至るハードルが高まる可能性はあるものの、資産運用の対象としての米国不動産の存在の大きさは容易には変わらない。米国不動産投資を検討するにあたっては、投資の形態にかかわらず、データの制約はありながらも、多様な地域、用途の投資特性を踏まえての投資先やパートナーの選別が今後進んでいくと思われる。