

不動産コア投資

目 次

- I. はじめに
- II. 用途特性
- III. レバレッジ
- IV. 投資期間
- V. おわりに

運用商品開発部 不動産運用担当次長 伏屋 隆

I. はじめに

投資用賃貸不動産は、土地と建物が一体となって賃貸収益を生み出す不動産である。その価格は、賃貸収益を重視する収益還元価格である。収益還元価格は、NOI¹をキャップレート²で除することにより算定される。

$$\text{収益還元価格} = \text{NOI} \div \text{キャップレート}$$

NOI は、不動産の賃貸で生み出される不動産の純収益である。キャップレートは、不動産の利回りである。NOI もキャップレートも、市況の変動に応じて変動する。NOI の主たる変動要因は、賃貸市況の変動である。キャップレートの主たる変動要因は、需要と供給の関係の変動、すなわち、売買市況の変動である。NOI やキャップレートが変動すれば、収益還元価格も変動する。

¹ NOI(Net Operating Income)は、不動産の収入(その殆どが賃貸収入である。)から経費を控除した不動産の純収益である。収益還元価格を算定する際に、NOI に代えて NCF(Net Cash Flow)を用いることが多いが、本稿では、グラフ(図表 1、2、11)において、NOI を基準とする取引利回りの推移を記載しているため、NOI を使用することとした。なお、NCF は、NOI から資本的支出(通常は、一定期間に要すると想定される資本的支出を平均した資本的支出積立金を利用する)を控除したものである。

² キャップレートとは、Capitalization Rate の略称で、還元利回りのことである。なお、「NCF の額<NOI の額」となることから、「NCF に対応するキャップレート<NOI に対応するキャップレート」となる。

2008年9月のリーマンショック以降における厳しい不動産投資市況において、賃貸市況の悪化に起因する NOI の減少と、買い手の減少に起因するキャップレートの上昇により、価格に大きな低下が生じた。しかも、数少なくなった買い手が、NOI とキャップレートを保守的に算定した上で収益還元価格を算定した結果、鑑定評価額の水準³と実際の取引価格が大きく乖離する、異常とも言える状況が生じるに至った。

ただし、このような状況も終焉しつつある。数年前から回復傾向を示していた投資用一般賃貸住宅では、鑑定評価額の水準と実際の取引価格の水準がほぼ解消、正常な市場に戻ったことを実感している。投資用賃貸オフィスでは、依然として乖離は残っているものの、衆院選公示頃を境に乖離が縮小しつつあると感じている。

当社では、リーマンショック前から、賃貸収益を重視した投資、いわゆる「コア」投資を行ってきた。ただし、賃貸収益を重視したコア投資といえども、リーマンショック後の価格下落の影響を回避することはできず、これがコア投資を見つめ直す機会となった。本稿では、リーマンショック以降の厳しい不動産投資市況を経て改めて整理を行ったコア投資の考え方を述べることとする。

Ⅱ. 用途特性

不動産には、住宅、オフィス、商業施設(商業ビル・ショッピングセンター等)、物流施設(倉庫・配送センター等)等の数多くの用途がある。2000 年頃から始まった投資家による不動産投資の進展に伴い、現時点では、これら 4 用途のいずれもが投資適格との評価を得るに至っている。

ただし、投資適格の評価が得られた時期が早く、現在でも主要な投資対象としての評価が高い用途は、投資用一般賃貸住宅と投資用賃貸オフィスである。ここでは、投資用一般賃貸住宅と投資用賃貸オフィスを例として、コア投資において留意すべきと考えている用途の特性を述べることとする。

³ 鑑定評価は、正常な市場において形成されるであろう市場価値を表示する適正な価格を判定するものである。買い手が極めて少なく、買い手に有利な価格が形成されるであろう市場で、実際に取引される価格を判定するものではない。この結果、リーマンショック以降のように買い手が極めて少なくなると、鑑定評価の水準と実際の取引価格の間に、大きな乖離が生じることがある。買い手は、市場価値たる鑑定評価の水準を把握し、実際の取引価格との乖離を利用して「割安感」を測ることになる。

1. リーマンショック後のキャップレート変動から見た投資行動分析

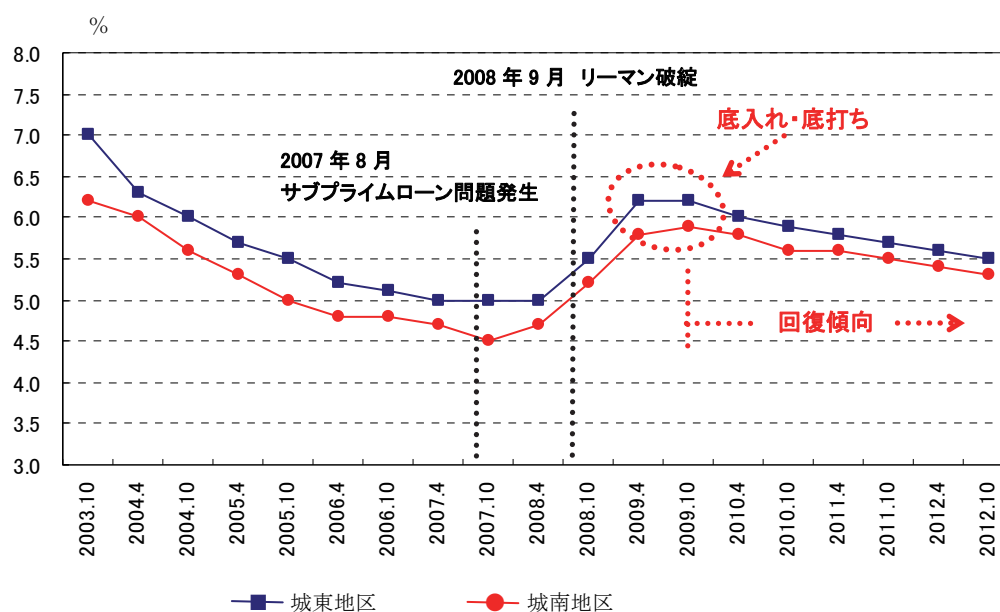
キャップレートの主たる変動要因は、需要と供給の変動である。キャップレートの推移を検証することにより、需要の推移を把握することができる。

キャップレートの推移の検証には、一般財団法人日本不動産研究所が年2回、4月基準と10月基準で公表している不動産投資家調査における取引利回り⁴または期待利回り⁵を利用する。

(1) 投資用一般賃貸住宅のキャップレートの推移

図表1は、キャップレート(取引利回り)の推移を、東京23区内の城東地区⁶と城南地区⁷の住宅(ワンルームマンション⁸)でグラフ化したものである。

図表1：ワンルームマンションのキャップレート(取引利回り)の推移



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を利用し、当社において作成。

⁴ 不動産投資家調査では、取引利回りは、「投資家が実際の市場を観察して想定する利回り」と定義されている。

⁵ 不動産投資家調査では、期待利回りは、「各投資家が期待する採算性に基づく利回り」と定義されている。

⁶ 不動産投資家調査では、城東地区は、「墨田区、江東区のうち、東京、大手町駅まで15分以内の鉄道沿線。」と定義されている。

⁷ 不動産投資家調査では、城南地区は、「目黒区、世田谷区のうち、渋谷、恵比寿駅まで15分以内の鉄道沿線。」と定義されている。

⁸ ファミリー向けマンションのデータも公表されている。水準に差異が存するものの、概ね、ワンルームマンションに近似する推移を示している。

図表1で注目すべき点は、キャップレートの底打ち(上昇の停止)が早く、早期に回復(低下)が始まり、現在に至るまで回復(低下)が続いていることである。

リーマンショック前のピーク時(2007年10月)からリーマンショック後のボトム時(2009年10月)の間で、キャップレートが1.2%から1.4%上昇。ただし、2010年4月には回復(低下)が開始し、以後、半年毎に0.1%程度の割合で回復(低下)が継続。リーマンショック後に急激な投資需要の減少が生じたものの、短期間で底を打ち、その後、順調に投資需要が増加していることを読み取ることができる。

札幌・名古屋・大阪・福岡の主要地方都市⁹では、ピーク時からボトム時にかけてのキャップレートの上昇が1%台後半。回復(低下)の開始時期は、2011年4月または2011年10月にかけて。東京23区よりも、キャップレートの上昇がやや大きく、回復(低下)はやや遅れたものの、東京23区に始まった回復傾向が短期間で波及している。主要地方都市の回復は東京23区に大きく遅れるのではないかと危惧されたが、予想以上に投資需要が根強かったとの印象である。

(2) 投資用賃貸オフィスのキャップレートの推移

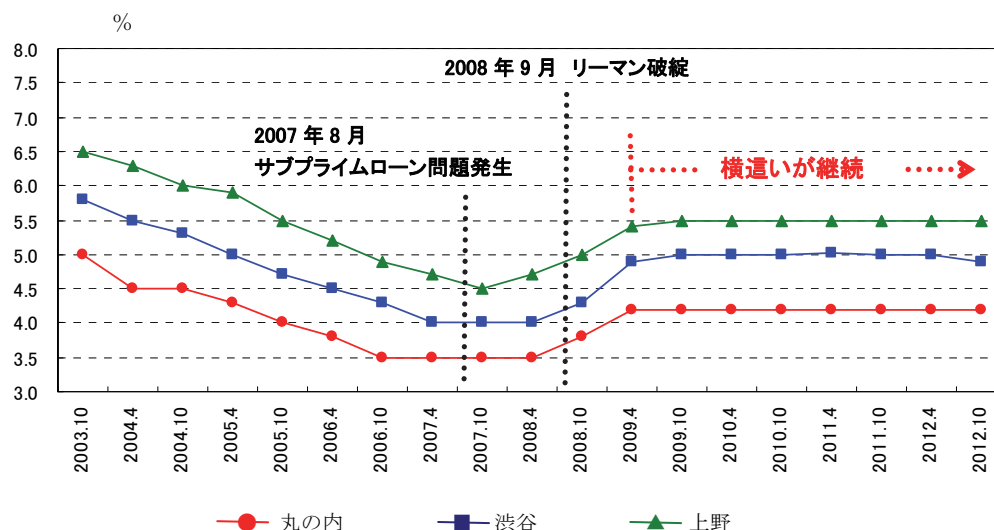
次頁の図表2は、キャップレート(取引利回り)の推移を、丸の内・渋谷・上野のAクラスビルでグラフ化したものである。

不動産投資家調査では、Aクラスビルは、「その地域における立地条件、建築設計、施工、設備材料、維持管理、入居テナント及びアメニティ等の面で最も高いクラスのオフィスビルを指す。標準的なAクラスビルは、機関投資家の中長期保有の「適格物件」として、一般的に認められている。」と定義されている。

ただし、Aクラスビルは数が少なく、また、不動産会社が保有していることも多い。実際に、投資家が投資を行うことができる機会は限定され、中小型ビル等のAクラスビル以外のビルへの投資機会が多くなる。Aクラスビル以外のビルに対するキャップレートは、Aクラスビルのキャップレートに0.3%から0.5%程度の上乗せが必要になると推測されることに留意していただきたい。

⁹ 城東地区・城南地区では、取引利回りと期待利回りの両者が公表されているが、これらの主要地方都市では期待利回りのみの公表のため、ワンルームマンションの期待利回りを利用している。なお、城東地区・城南地区のワンルームマンションにおいて取引利回りと期待利回りを比較したところ、推移は概ね近似している。ただし、水準は、0.2%から0.3%程度、期待利回りが取引利回りを上回っている。

図表2：Aクラスビルのキャップレート(取引利回り)の推移



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を利用し、当社において作成。

図表2で注目すべき点は、長期に亘り回復(上昇)がみられなかったことにある。

投資用オフィスにおいても、リーマンショック後において、急激に投資需要が減少。この結果、リーマンショック前のピーク時(2007年10月)からリーマンショック後のボトム時(2009年10月)の間で、取引利回りが1%程度上昇。ただし、投資需要の回復がみられず、長期に亘り横這い状態が続いている。札幌・名古屋・大阪・福岡の主要地方都市¹⁰でも、ピーク時からボトム時にかけての1%台前半上昇が発生し、その後横ばいが継続している。

ただし、中小型投資用賃貸オフィスにおいて、衆院選公示頃を境に、取引数が増加し、鑑定評価と実際の取引価格の乖離が縮小していることを実感している。次回の2013年4月基準のキャップレート(取引利回り)は、多くの地域で低下することを期待しているところである。

2. コア投資において留意すべき用途特性

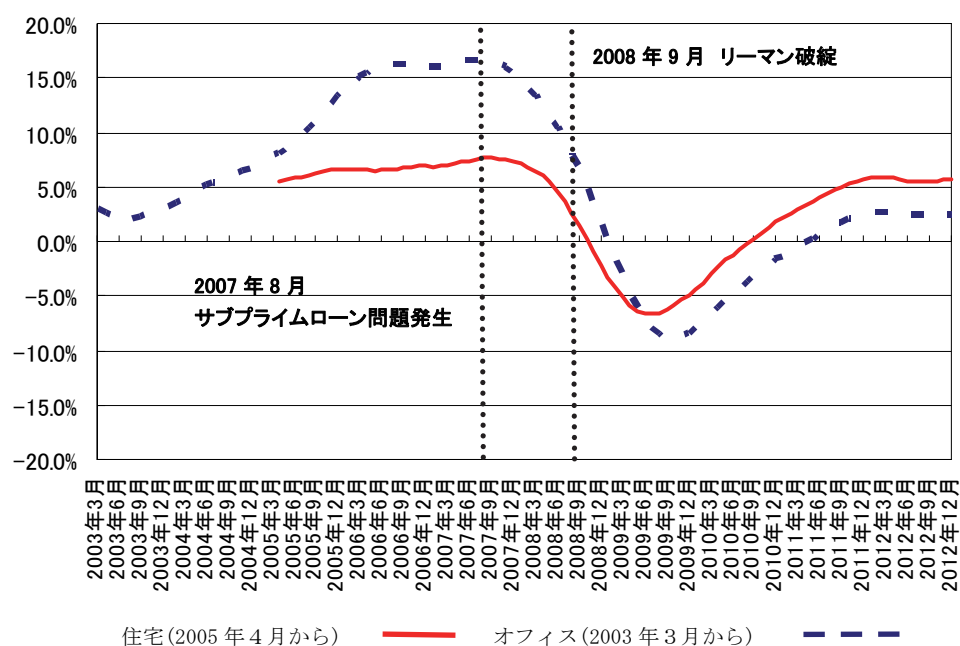
用途に関しコア投資において留意すべきことは、用途により異なるボラティリティを考慮するということである。

¹⁰ 投資用賃貸オフィスでは、投資用一般賃貸住宅と異なり、これらの主要地方都市でも取引利回りが公表されている。

(1) 投資用一般賃貸住宅と投資用賃貸オフィスの総合収益率の比較

図表3は、一般社団法人不動産証券化協会の「ARES Japan Property Index¹¹」(以下「AJPI」という。)で公表されている総合収益率¹²を、東京23区の投資用賃貸住宅¹³と投資用賃貸オフィスに関しグラフ化したものである。

図表3：総合収益率の推移



(出所) 不動産証券化協会「ARES Japan Property Index」の月次データを利用し、当社において作成。

図表3から、変動幅の小さい投資用賃貸住宅と、変動幅の大きい投資用賃貸オフィスという特徴を読み取ることができる。標準偏差で示すと、住宅が4.3%¹⁴、オフィスは8.4%である。

リーマンショック前後でのキャップレートの変動は、投資用賃貸オフィスよりも投資用一般賃貸住宅の方がやや大きめであることから、投資用賃貸オフィスの価格

¹¹ J-REITや私募不動産ファンドが保有する国内不動産を利用して作られたインデックスである。なお、2012年7月から2012年12月までのデータは速報値であり、将来公表される確定値と差異が生じる可能性がある。

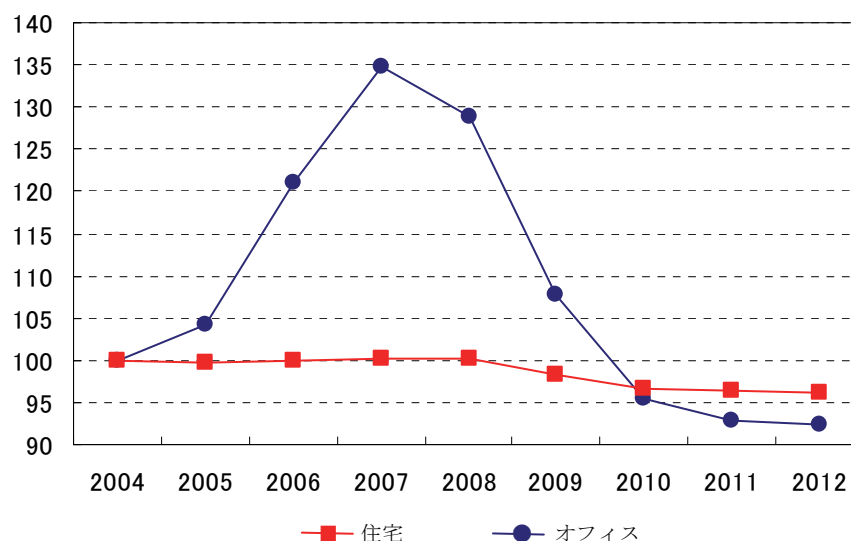
¹² インカム収益率とキャピタル収益率の総和である。

¹³ 投資用賃貸住宅は、投資用一般賃貸住宅と投資用高級賃貸住宅に大別することができる。AJPIでは投資用一般賃貸住宅と投資用高級賃貸住宅の区分がなされておらず、投資用高級賃貸住宅の総合収益率も含まれている。

¹⁴ この標準偏差は、総合収益率(年率)の月次データから算定している。図表7の標準偏差は毎年12月の総合収益率(年率)のデータから算定したもので、LTV0%の標準偏差は4.4%と、0.1%の差異が生じている。

変動要因は、NOI の変動、特に賃料水準の変動だと推定することができる。図表 4 は、東京圏¹⁵における住宅とオフィスの賃料指数を示したもので、変動幅の小さい住宅賃料、変動幅の大きいオフィス賃料、という傾向を読み取ることができる。

図表 4：住宅賃料とオフィス賃料の動向



(出所)日本不動産研究所「全国賃料統計」東京圏：各年9月末時点。
2004年を100として、当社において作成。

(2) コア投資において留意すべき用途特性

リーマンショック前の2006年から2007年頃にかけては、値上がりを期待し得る投資用賃貸オフィスに投資需要が集中し、投資用一般賃貸住宅に対する投資需要は限定されていた。しかし、リーマンショックを経て、投資用一般賃貸住宅の安定性が見直され、投資需要に厚みが生じたと感じている。

安定性を重視する投資需要に厚みが生じ、安定的との評価が得られた投資用一般賃貸住宅に継続的に投資が行われてきたことが、リーマンショック以降の厳しい不動産投資市況下において、投資用一般賃貸住宅が早期かつ持続的な回復を遂げることができた理由である。そして、東京23区に集中する可能性が高いと思われる投資需要は、予想よりも早く主要地方都市に波及した。主要地方都市に対する投資需要にも、一定の厚みを感じられる。これらのことから、投資用一般賃貸住宅が、

¹⁵ 全国賃料統計では、東京圏は、「首都圏整備法による既成市街地及び近郊整備地帯を含む都市」と定義されている。

投資市況の悪化に対し一定の耐性を備えたと考えている¹⁶。

一方で、大幅な賃料上昇が期待し難く、結果、大幅な価格上昇も期待し難い投資用一般賃貸住宅には、今後も安定性を重視する投資家を中心とする投資が行われると予想している。売却益を最重要視する投資家の参加は限られ、需要過多による過度の価格変動が生じる可能性は低いと予想する。

コア投資において、賃貸収益の安定性と賃貸収益の安定性がもたらす価格の安定性は重要ポイントである。当社では、投資用一般賃貸住宅をコア投資における主要用途に位置づけている。

次に投資用賃貸オフィスの状況を概観してみると、その売買市況に底入れが感じられつつある。賃貸市況にも底入れが近づいているとの声が大きくなりつつある。

売買市況や賃貸市況が不安定な状況では、コア投資需要は喚起されない。売却益を重視する投資家が NOI やキャップレートを保守的に算定し提示価格を低く見積もるため、売り手と合意することができず売買が成立しない。投資用賃貸オフィスのキャップレート（取引利回り）が長期に亘り横這いとなった要因である。

一方で、市況が底打ちをすれば、コア投資を行うにあたっては、売却益を重視する投資を行うにあたっては、安心感が生じ、投資需要が増加する。買い手から売り手が許容し得る価格が提示され、取引件数が増加する。底打ち期待が高まっており、投資用賃貸オフィス投資を行いやすい環境が近づきつつあると考えている。

ところで、昨今、投資用賃貸不動産の価格上昇を期待する報道等が多くなっている。その多くが投資用賃貸オフィスに関するものであり、賃貸市況の好転による賃料水準の大幅な上昇とこれに続く価格の大幅な上昇を期待したものである。賃料上昇とこれに伴う価格上昇が期待されている投資用賃貸オフィスにおいて、今後期待される賃貸市況の底打ちが、売却益を重視する投資需要を過度に喚起し、需要過多による過度の価格変動が生じる可能性がある。また、過度の期待は、賃貸市況の底入れを待たずして投資需要を誘発する可能性を孕んでいる。投資用賃貸オフィスにコア投資を行うにあたっては、このようなリスクを意識する必要がある。

¹⁶ 投資用高級賃貸住宅は、投資用一般賃貸住宅と異なり、後記の投資用賃貸オフィスに近似する推移を示している。

Ⅲ. レバレッジ

リーマンショック前には、コア投資においても、LTV¹⁷70%程度のレバレッジ(てこの効果)が一般的であった。

しかし、リーマンショック後において、大きな変化が生じている。低レバレッジである。

1. 仕組みとリスク

(1) 仕組み

レバレッジは、元利払いが投資資金(エクイティ)の分配や返還に優先するローン(デット)を借入れて設定する。

借入金利 < 不動産の純収益率 で借入を行うと、

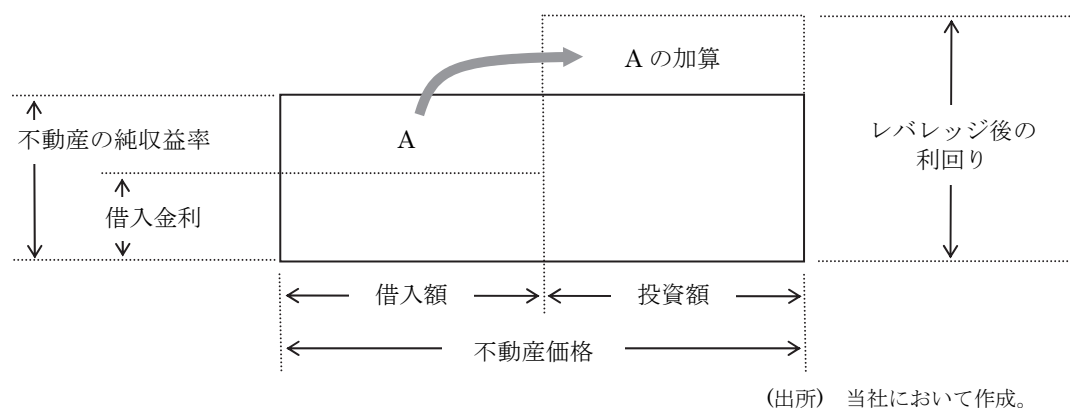
$$\text{借入金額} \times (\text{不動産の純収益率} - \text{借入金利}) \cdots A$$

の賃貸収益が投資家の手取りに加算され、投資家の利回りに

$$A / \text{投資金額}$$

の向上が生じる。

図表5：レバレッジの仕組み



(2) リスク

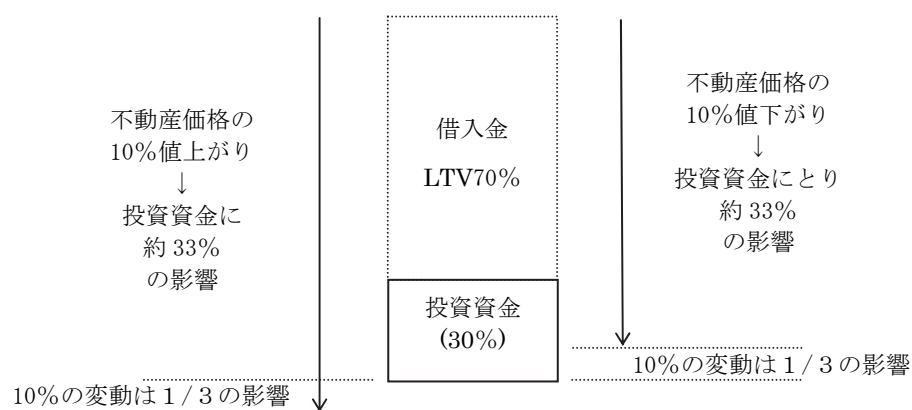
コア投資は、賃貸収益を原資とする分配を重視する投資である。コア投資におけるレバレッジは、分配率の向上が目的である。分配は投資資金の回収であり、レバレッジは、分配率を高め回収率を高める。

¹⁷ LTV とは、Loan to Value の略称で、借入金額の不動産価格に対する割合のことである。

一方で、レバレッジは借入金による投資資金の拡大であり、不動産価格の変動の影響を拡大し、ボラティリティを増加させるという側面も持つ。

リーマンショック前に終了した不動産投資ファンドの多くでは、増加したボラティリティが正の働きをし、高利回りをもたらした。しかし、リーマンショック後まで続いた不動産投資ファンドでは、リーマンショック後において、増加したボラティリティが負の働きをした。レバレッジのリスクが改めて認識されることとなった最大の要因である。

図表 6：レバレッジによるボラティリティの増加



（出所） 当社において作成。

2. コア投資におけるレバレッジ

（1）位置づけ

コア投資を可能な限り安定性を追及すべき投資と位置づけ、レバレッジは設定すべきではない、すなわち、投資資金のみによる投資（フルエクイティ投資）を行うべきという考え方もある。

しかし、コア投資の先進国である米国においてコア投資を目的とするオープンエンドファンドを見てみると、LTV が 20% から 40% 程度の低レバレッジが一般的である。当社でも、低レバレッジをコア投資の基準としている。

当社において、低レバレッジの目的は、不動産投資ファンドを介する際に要するコスト（アセットマネジメント報酬¹⁸や会計会社報酬等）で低下する利回りを向上させ、不動産本来の利回り（キャップレート）に近づけることである。

¹⁸ 不動産投資ファンドの運用者であるアセットマネージャーに対する報酬をいう。

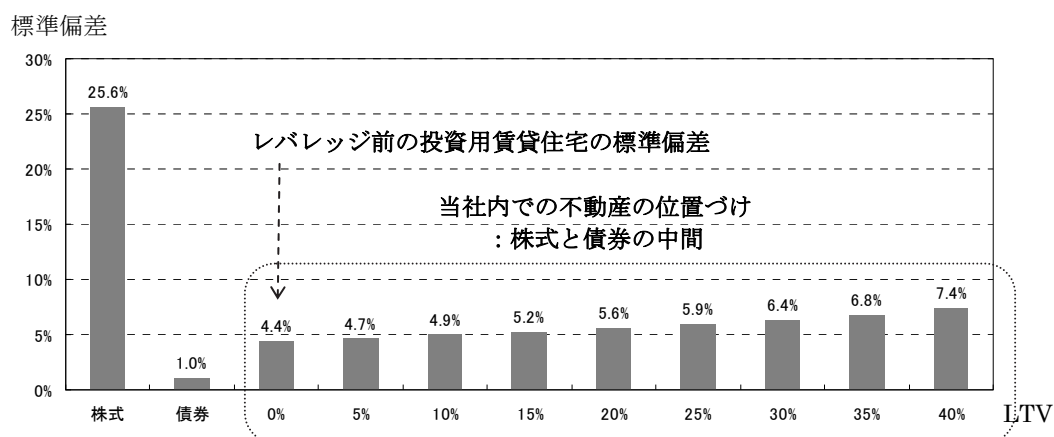
現時点において、レバレッジの目的は、不動産本来の利回りを超過することではない。これが、リーマンショック前との大きな差である。

(2) 水準

当社では、投資用一般賃貸住宅への投資におけるレバレッジの上限を 30% としている。

図表 7 は、東京 23 区の投資用賃貸住宅の総合収益率に係る標準偏差が、レバレッジの変化によりどのように変化するかを示したものである。

図表 7：レバレッジ別標準偏差(東京 23 区の住宅・ストレス前) 19



(出所)株式：TOPIX(配当込み)、債券：NOMURA-BPI 総合、不動産(東京 23 区住宅)：AJPI。

上記を利用し、当社において作成。

[算定方法]

総合収益率(レバレッジ後)の算定式を

$$\text{総合収益率(レバレッジ後)} = (\text{不動産価格} \times \text{総合収益率} - \text{借入金額} \times \text{金利}) / \text{投資金額}$$

と定め、

$$\text{投資金額} = \text{不動産価格} - \text{借入金額}$$

$$\text{LTV} = \text{借入金額} / \text{不動産価格}$$

を利用し、

$$\text{総合収益率(レバレッジ後)} = (\text{総合収益率} - \text{LTV} \times \text{金利}) / (1 - \text{LTV})$$

と整理。

金利を 2% と仮定して、総合収益率から LTV 別の総合収益率(レバレッジ後)を算出した上で、標準偏差を算定。

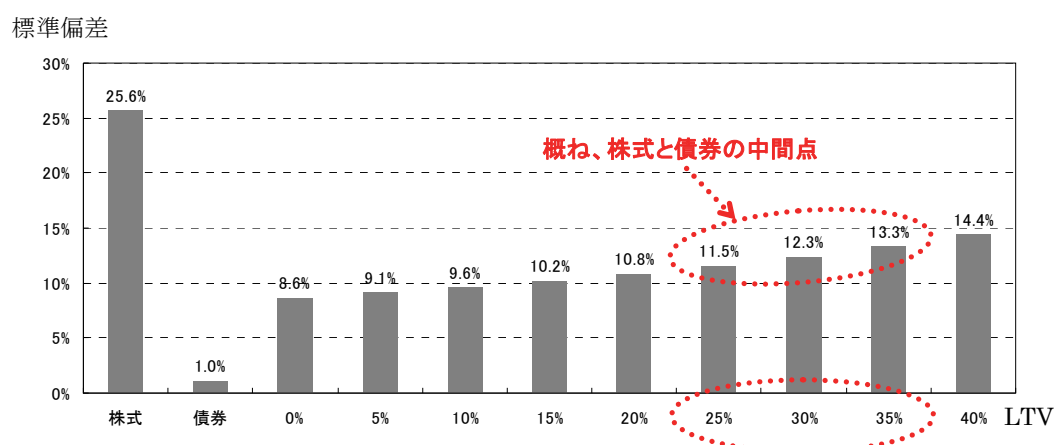
¹⁹ 不動産に関するデータを入手し得る期間(図表 3 の住宅の期間)における各年の 12 月末データで算定したものであり、株式と債券の標準偏差も、当該期間における各年の 12 月末データで算定したものである。

このデータを基に、

- ・ 「株式と債券の中間」という当社内での不動産の位置づけ
- ・ 図表8のストレステスト²⁰の結果

を考慮し、LTV30%を上限とした。

図表8：レバレッジ別標準偏差(東京23区の住宅・ストレス後)



(出所)株式：TOPIX(配当込み)、債券：NOMURA-BPI 総合、不動産(東京23区住宅)：AJPI。
上記を利用し、当社において作成。

[算定方法]

図表7の総合収益率データと同時点のキャピタル収益率データ(年率)から売買価格指数を算定し、この指数を上昇時には+5%の補正を、下落時には-5%の補正をした上で、キャピタル収益率を再計算。この再計算されたキャピタル収益率と同時点のインカム収益率を用いて総合収益率(ストレス後)を算定。

この総合収益率(ストレス後)から、図表7と同じ方法でLTV別に総合収益率(ストレス後・レバレッジ後)を算出した上で、標準偏差を算定。

IV. 投資期間

コア投資においても、リーマンショック前は、投資期間が予め定められた投資が主流であった。予め定められた投資期間の多くは5年である。

一方で、リーマンショック後のコア投資では、投資期間を定めない長期投資への転換が顕著である。

²⁰ AJPI のデータは、鑑定評価に基づいている。実際の取引価格は、鑑定評価よりも大きく変動することを考慮し、保守性の観点からストレステックを行ったもの。

1. 投資期間が定められた投資の欠点

5年の運用期間が定められている有期限の不動産投資ファンドの場合、設定から一定期間(例えば4年6ヵ月)が経過した後5年が経過するまでの期間(出口期間)に、不動産を売却してファンドを終了する。

この仕組みの問題点は、当該不動産投資ファンドの運用成績が、出口期間の投資用賃貸不動産の売買市況に大きく左右されることである。

2. 長期投資

投資期間が定められた投資の欠点を補うため、コア投資において²¹、投資期間を定めない長期投資が主流になりつつある。

(1) 長期投資の仕組み

長期投資が行われることを前提とする不動産投資ファンドでは、運用期間を定めない、または、運用期間を定めても次の運用期間への継続を予定する仕組みが用意される。

このような不動産投資ファンドに対し、投資家は、期限を定めずに長期投資を行う。何等かの事情が生じ投資を終了しようとするときは、投資家は、不動産投資ファンドが用意した持分譲渡等の仕組みを用いて、投資の一部または全部を終了する。

(2) 長期投資の効果 1：高いインカム収益率の享受

次頁の図表9は、不動産(全国・全用途)と国内株式・国内債券のインカム収益率を比較したものである。

不動産のインカム収益率²²は、水準が高く、ボラティリティが低い²³(図表9の期間の標準偏差は0.56%)。長期投資に適した投資対象といえる。

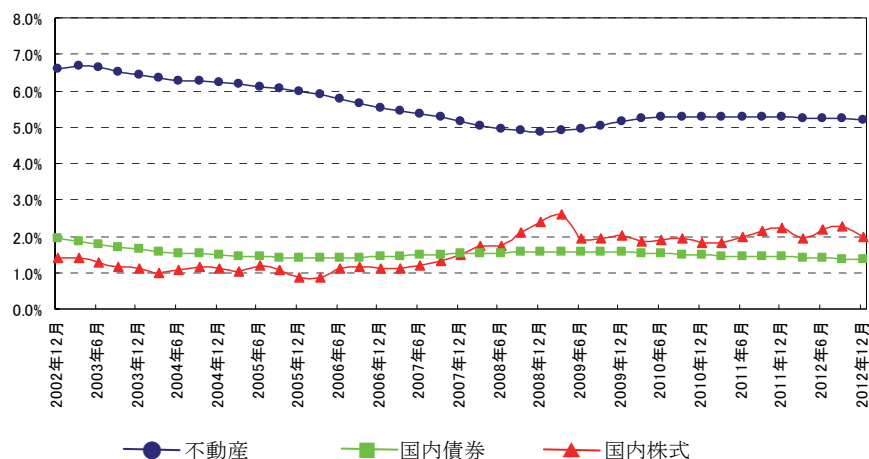
²¹ 売却益を重視するコア投資以外の投資においては、コア投資と異なり、目標達成の可能性が高まった時点において速やかに、投資の終了手続きを開始すべきと考える。

²² AJPIでは、インカム収益率は、「総合収益率のうち、個々の物件の純営業収益(NOI)に起因する部分です。NOIを四半期毎の投資額平均で除して算出します。」とされている。

²³ インカム収益率のボラティリティは、国内株式や国内債券でも低く、図表の9の期間の標準偏差は、国内株式が0.48%、国内債券が0.12%である。

図表 9 : インカム収益率の比較 (2002 年 12 月～2012 年 12 月)

インカム収益率



(出所) 不動産 : AJPI、国内株式 : TOPIX(配当込み) 国内債券 : NOMURA・BPI 総合、
上記を利用し、当社において作成。

(3) 長期投資の効果 2 : 分散効果

不動産投資は、オルタナティブ投資の一つとして位置づけられている。オルタナティブ投資の目的の一つに、伝統的 4 資産との分散効果がある。

図表 10 は、国内不動産と伝統的 4 資産の相関係数を示したものである。国内株式・外国株式との低相関、国内債券・外国債券との逆相関が認められ、国内不動産に対する投資は、伝統的 4 資産との分散効果を期待することができる。

なお、この分散効果は、国内不動産に対する長期投資により享受することができるようになる効果だと考えられる。

図表 10 : 国内不動産と伝統的 4 資産との相関係数

(2002 年 12 月～2012 年 12 月)

	国内不動産	国内株式	国内債券	外国株式	外国債券
国内不動産 ^{2 4}	1.00				
国内株式	0.38	1.00			
国内債券	-0.33	-0.74	1.00		
外国株式	0.22	0.80	-0.48	1.00	
外国債券	-0.37	-0.56	0.69	-0.67	1.00

(出所)国内不動産 (全国全用途) : AJPI、国内株式 : TOPIX(配当込み)、国内債券 : NOMURA・BPI 総合、
外国株式 : MSCI-KOKUSAI(除く日本)、外国債券 : CITI 世界国債インデックス(除く日本)
上記を利用し、当社において作成。

^{2 4} 全国全用途。この期間における標準偏差は 5.95%である。

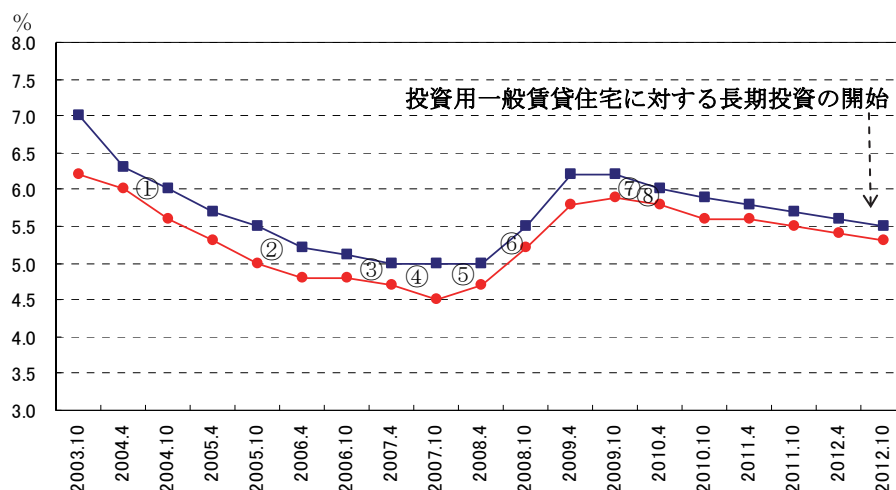
(4) 長期投資の留意事項 1 : 時間分散

長期投資を行うに当たり、投資開始時期を一時点に絞り込むことは困難である。また、仮に投資開始時期を一時点に絞り込むことができたとしても、長期投資である以上、不動産投資ファンド側での物件の入替え等が必要となり、一時点に絞り込んだ効果が薄れることになる。投資の時間分散が重要である。

投資の時間分散には、投資家が複数の不動産投資ファンドに時間分散に留意して投資を行う方法(投資家側での時間分散)と、追加出資の受け入れと物件の追加取得が定期的に行われる不動産投資ファンドに投資を行う方法(不動産投資ファンド側での時間分散)がある。

図表 11 は、年金信託受託者としての当社が投資を行った投資用一般賃貸住宅を投資対象とする有期限の不動産投資ファンドへの投資時期を、図表 1 の上に示したものである。これらのファンドが終了予定時期に 2012 年 12 月末を価格時点とする鑑定評価額で物件を売却して終了したと仮定²⁵した場合のシミュレーションでは、8 ファンドの平均 IRR²⁶が 4.35%²⁷となる。時間分散効果の一例である。

図表 11 : 当社の投資用一般住宅への投資実績



(出所) 当社において作成。データの出所は図表 1 をご参照。

²⁵ ①は終了しているため、実績値を利用。②から⑥は期間 3 年の延長を行ったことから、当該延長後の期限(設定から 8 年後)に売却すると想定。⑦と⑧は、設定から 5 年後の設定当初に定めた期限に売却すると想定。

²⁶ IRR とは、Internal Rate of Return の略称で、将来期待できる収益の現在価値が投資額と等しくなるような割引率のことである。

²⁷ 各ファンドの規模が概ね同等であることから、単純平均を求めている。なお、これらの不動産投資ファンドの LTV は、その多くが 70%前後である。

（５）長期投資の留意事項２：定期的なモニタリング

長期だからといって、漫然と投資をし続けてはならない。定期的なモニタリングの下、定期的に見直しを行いながら投資をし続けることが重要である。

月次、四半期、年次での運用状況のモニタリングは必須である。定期的に物件の追加取得が行われるファンドでは、追加取得物件の投資適格性(取得価格、物的状況、交通利便性・生活利便施設整備状況等の周辺環境等)のモニタリングも必要である。

アセットマネージャーからの定期的な情報収集、入手した情報の分析、分析結果を基にしたアセットマネージャーとの意見交換、このモニタリング過程を繰り返し継続することが、長期投資に不可欠である。モニタリングの結果次第では、投資の終了を検討する。

なお、当社では、投資用一般住宅への投資を行っている不動産投資ファンドのモニタリングにおいて、週次のモニタリングを重視している。

週次のモニタリングでは、稼働状況とともに、申込件数の推移のチェックを行う。空室が存するにもかかわらず、何週間にも亘り申込がなされないという事態は、不動産業者への情報の提供方法、設定賃料水準等のリーシング上の問題や、陳腐化、周辺環境の変化等の物件上の問題が存する可能性を示唆する。

一方で、良好過ぎる状況もチェックの対象である。例えば、長期に亘る稼働率100%の継続は、賃料設定が低過ぎることに起因する可能性があり、低過ぎる賃料設定は不動産の価値を損ねる危険性を孕んでいるからである。

V. おわりに

リーマンショック後の厳しい不動産投資市況は、我が国の不動産コア投資に、低レバレッジと長期投資という新たな流れをもたらす契機となった。不動産コア投資は、その重要性が改めて認識され、低レバレッジによる長期投資という洗練された形で根付きつつある。

一方で、海外における不動産コア投資に目を向けてみると、低レバレッジの徹底等、我が国と同様の流れもみられるものの、我が国よりも一歩先を進んだ大きな流れがみられる。それは、自国の不動産から自国外の不動産への投資、クロスボーダー投資の活発化である。

海外不動産は、国内不動産と同じく不動産である以上、海外不動産と国内不動産の間に一

定の相関が存在する。ただし、市場規模や取引の透明性等が異なる、同用途でもタイプが異なる、災害リスクも異なる等、国内不動産との分散効果を期待し得る投資対象である。また、国内不動産と同様に、伝統的4資産との分散効果も期待することができる。

従来の不動産コア投資は、主として国内不動産を対象に行われてきた。しかし、アベノミクスの下、不動産投資の活性化が期待されている中で、不動産コア投資の次なるステップは、クロスボーダー投資の可能性がある。

(2013年4月8日 記)

- ※ 本稿における意見・見解・予想等は、すべて筆者個人のものであり、所属機関の公式見解を示すものではない。
- ※ 本稿は、特定の用途や地域に関する一般的傾向を記載したものである。個々の不動産では、本稿に記載した傾向等と異なる事象が生じることがある。また、本稿で言及していない用途や地域等では、本稿に記載した傾向等と異なる傾向等を示すことがある。
- ※ 本稿の各図表は、運用商品開発部不動産運用グループの鈴木立史氏と中家由美子氏が作成した。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

<お詫び>

4月号に掲載致しました大輪顧問による「企業年金担当者のノート」については、毎月2ページの枠の中では筆者の見解や意図を表現しきれないことから、毎月連載ではなく、レポートとしてまとめた形で改めて掲載をさせていただきます。

掲載方針の変更について、編集事務局よりお詫び申し上げます。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）