

野村證券  
フィデューシャリー・マネジメント部  
西迫 伸一

## 海外不動産投資におけるポートフォリオ構築

近年、国内年金の海外不動産に対する興味が高まっています。海外不動産に目を向けることで多様な投資機会とキャパシティの増加が期待できます。実物資産である不動産への投資には様々な注意点がありますが、それらのアウトソーシング先も増えてきたため、海外不動産投資のハードルは以前よりかなり低くなったと言えるでしょう。

### 年金運用における海外不動産投資状況

近年の世界的な低金利を受けて、安定したインカム・ゲイン獲得の手段として不動産投資の人気が高まっています。国内の年金基金においては、コア投資のオープン・エンド・ファンドである私募REITが高い人気を得ており、ここ数年は投資枠を確保するのに苦労する例もしばしば見られます。

国内私募REITの投資枠確保が難しくなったことと、国内年金基金の不動産投資経験が蓄積されてきたことにより、海外不動産投資に目を向ける国内年金基金も増えていきます。市場規模も十分大きく、為替リスクはあるものの、安定したインカム・ゲインを狙える投資対象として、海外不動産は年金の有力な投資対象候補であると考えてよいでしょう。

それにもかかわらず、数年前まで上場REITを除き、国内年金の海外不動産投資は進んでいませんでした。不動産投資は実物資産への投資であり、投資にあたっては税務・法務上の様々な知識が要求されます。投資家によってその適用条件も異なり、運用機関が全ての投資家に最適な

投資スキームを提供するには限界があったのでしよう。

また、海外不動産ファンドの場合、運用者は投資対象物件のある国にすることが多く、その国の不動産市場・制度に関する知識は豊富なものの、日本の年金基金が投資した場合の課税対応にまで知識があるとは限りません。

近年、国内年金の海外不動産への興味が高まってきたことにより、国内の信託銀行及び投資一任業者も海外不動産の担当者を置くケースが増えてきました。また、国内年金の海外不動産投資に対する経験値も上がってきています。これまで不確定であった幾つかの課税条件に対して、内外の税務当局から一定の見解が出たこともあって、海外不動産投資に対する不安は減少しているようです。

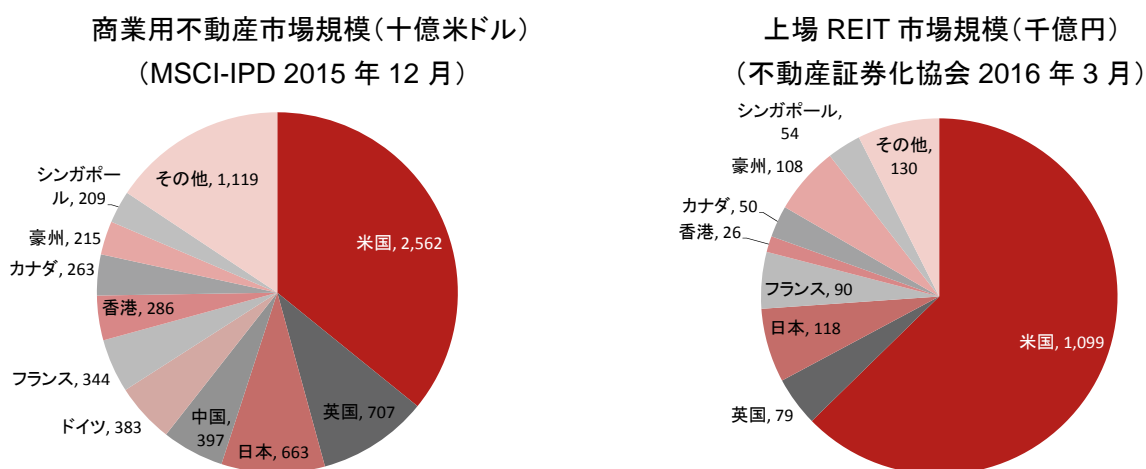
### 世界の不動産市場

図表1は世界の商業用不動産と上場REITの市場規模を示しています。商業用不動産では米国が3分の1強を占めていますが、一定程度の分散投資は可能なように見えます。一方で上場

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 1 世界の不動産投資市場規模



(出所) MSCI-IPD 及び不動産証券化協会資料より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

REITでは6割強を占める米国を始め、一部の国々にウエイトが集中しており、ファンドを介した国際分散投資には限界があることも伺えます。

上場REITに限らず、不動産証券化商品の組成には、投資対象物件の存在する国の法律が大きく影響します。不動産に関する法律は国によって異なり、投資家あるいは保有者の権利を重要視する国もあれば、テナントの権利を大事にする国もあります。

もちろん投資家の権利を重要視する国の方が不動産ファンドを始めとする不動産証券化商品の組成は容易であり、投資家のリスクも少ないと考えられます。また、不動産に関する法律が整備されていることにより、弁護士、会計士など不動産投資に不可欠なアウトソーシング先も増えます。

### 海外不動産のファンド・ストラクチャー

国内年金が海外不動産投資を行う場合、直接投資が可能な大規模基金でない限り、ファンド投資が基本となるでしょう。従来、不動産投資は国

内投資が中心であり、不動産ファンドも国内投資家向けの国内ファンドがほとんどでした。そのため、国際分散投資を行う場合には、ファンドの国別配分比率を投資家が判断しなければなりませんでした。

ある程度の資産規模があれば、グローバル・ファンド・オブ・ファンズの運用会社にセパレート・アカウントを設定してもらい、ゲートキーパー業務を委託する方法も考えられます。しかし、一般的な規模の基金であれば、採用するファンドの数にも限界があるでしょうから、ファンド・オブ・不動産ファンドや複数の国に投資する不動産ファンドが、不動産の国際分散投資を行う上での有力な選択肢となるでしょう。

近年になってグローバルを対象としたファンド・オブ・不動産ファンドや、汎欧州不動産ファンドなどが登場し、国別配分比率の判断をアウトソーシングすることも可能となってきました。株式・債券などと比べると、不動産運用では、共通のレポート・フォーマットが確立されていないために、物件間、ファンド間の相対比較に苦労することも

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

しばしばあります。複数のファンドのレポートが統一されたフォーマットで得ることができることもファンド・オブ・ファンズの長所の一つといえるでしょう。

ただし、不動産ファンドの成長には時間がかかります。グローバル・ファンド・オブ・不動産ファンドや汎欧州不動産ファンドの多くは金融危機前後に登場したため、多くのファンドは発展途上にあります。

これに対し、米国、英国には1970年代から運用を行っているファンドも多く、これらは質の高い物件も多く組み入れられています。国際分散投資の観点からは劣りますが、種別構成などの点では十分分散されたポートフォリオとなっています。

### 海外不動産投資に何を求めるか

海外不動産にどこまで国際分散投資を求めるかは難しい問題です。確かに不動産の市況サイ

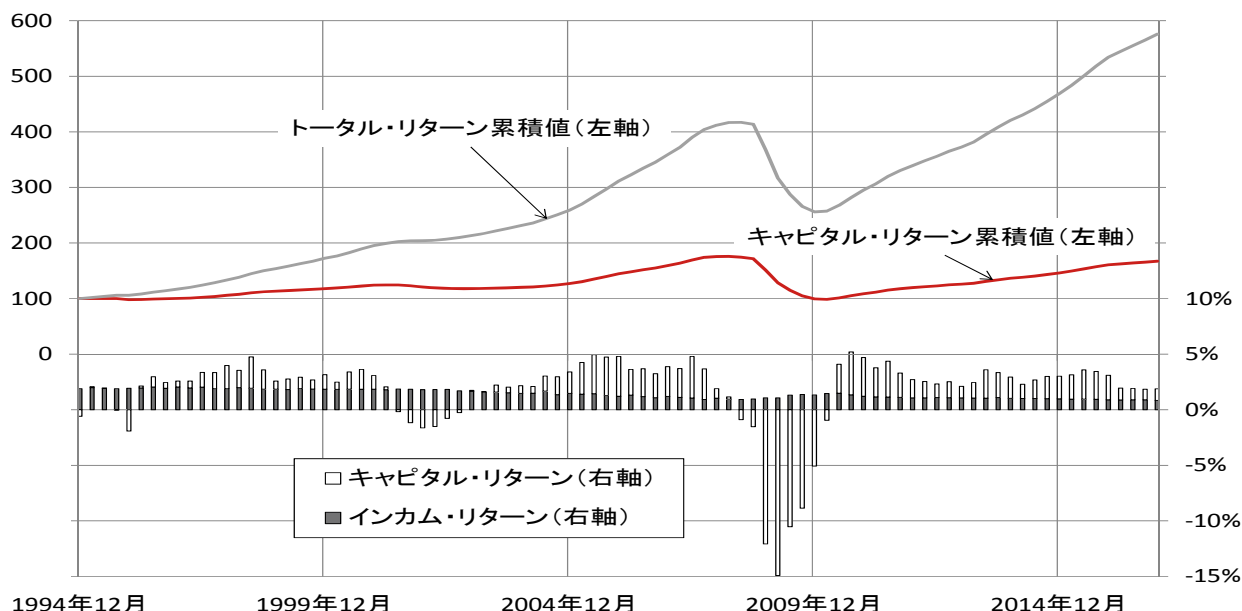
クルは国ごとに異なりますので、投資対象国を分散することでリスク低減効果は得られるでしょう。一方で、不動産投資に関する法律・税制が整備されていない国に投資することで、新たなリスクを負う可能性もあります。

そもそも安定した稼働率の物件を組み入れるコア不動産への投資であれば、インカム・リターンの変動は低く、不動産価格の落ち込みも一時的なものに留まり、リバウンドの可能性は高いはずです。図表2は米国の例ですが、金融危機直後の落ち込みもトータル・リターンベースでは5年でほぼ元の水準に戻っています。

長期投資を前提とする年金基金としては、無理に投資対象国を増やして新たなリスクを負うよりも、米国、英国などの不動産投資の制度・環境が充実した国のコアファンドに投資したほうがリスク低減効果は高いかもしれません。

不動産投資の制度・環境が不安定な国にまで投資対象を広げる場合には、新たな投資収益源

図表2 米国コア不動産ファンドのパフォーマンス



(出所) NCREIF Open-end Diversified Core Equity Index データより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

泉によるリターンの向上を目的とすべきかもしれませんが。E-コマースの普及に伴い、近年成長を続けている物流などへの投資や、開発力への期待、地域間の価格評価に基づくアロケーション変更、などが収益源泉として考えられるでしょう。

### 投資目的とアウトソーシングの活用

コア・不動産投資は、客観的な価格評価(鑑定価額)が存在し、インカム・ゲインも賃料収入が中心であることから、オルタナティブ投資の中でも比較的収益構造が理解しやすい投資対象といえます。多くのオープン・エンド・ファンドが存在する

ことも、ハードルの低さとして認識されるでしょう。

一方で、実物資産のオペレーションを伴うために、課税対応、各種申告手続きなど、他の資産にない対応を迫られることもあります。近年はこれらの業務を受託する業者も増えていきますので、以前に比べると対応は容易になってきています。しかしながら、海外不動産投資に何を求めるかで、ファンド・ストラクチャーも異なり、委託可能な業務及び投資家の責任範囲も変わります。海外不動産投資のアウトソーシングにあたってはまず投資目的を明確にしておく必要があるでしょう。

— 次号のお知らせ —

次号は

**3月27日(月)**

発行予定です。

#### 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合、2,808円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

#### 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)

#### 野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。