

本格的に始動する 不動産投資のグローバル化

これまで、不動産はもっともホームカンントリーバイアスに捕われたドメスティック投資に閉じたアセットクラスであった。しかし、投資環境の変化に伴い、現在ではグローバル分散投資が徐々に進み始めている。本稿ではその背景を構造的に解説する。

これまでの欧米機関投資家の 不動産投資

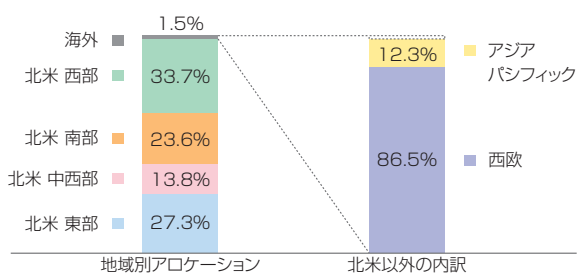
グローバル投資が進んでいる伝統的資産と異なり、欧米機関投資家のこれまでの不動産投資は域内(自国内・自国周辺)に閉じている。北米内、欧州内における分散が意識される一方、域外分散は十分に検討されなかった。

その理由は大きく二つ挙げられる。まず、域内に不動産投資機会が豊富にあり、投資ポートフォリオの拡大が容易であった。不動産投資のパフォーマンスは、ローカル市場の環境に大きく左右される。投資家にとっては、十分に市場特性を理解し、ローカルパートナーも見つけやすい域内市場への不動産投資は困難ではなかった。

もう一つの理由は、域外に積極的に投資する理由が見当たらなかったことである。アジアなど域外市場は、為替、税制、パートナーなどリスク面で、明らかに域内市場よりも投資のハードルが高かった。加えて、欧米以外の不動産投資市場の市場規模も相対的に小さかった。

このような背景から、不動産投資のグローバル化はほとんど進んでいない。参考までに、2004年時点の米国年金基金の不動産投資を地域別に見ると、北米以外は実に1.5%に過ぎず、ほとんどが欧州投資であった(図表1)。

図表1 北米年金基金の地域別不動産アロケーション



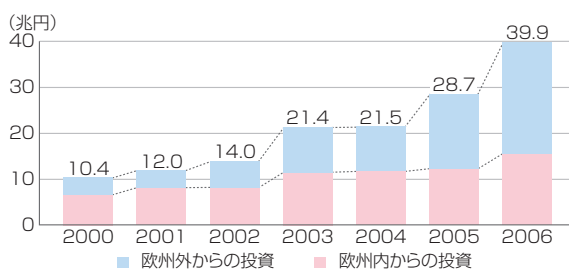
(出所) PREAよりNRI作成

動き始めた グローバル不動産投資

ところが、昨今、不動産投資のグローバル化が徐々に進み始めている。多くの機関投資家は未だにドメスティック投資に止まっているが、一部の先進投資家は米から欧、欧から米に投資を進めている。その動きは欧州への不動産資金のうち域外投資が急拡大していることにも現れている(図表2)。さらに最近では、アジアなど欧米以外の市場に進出する動きも見られる。

いくつかの事例を紹介しよう。例えば、カリフォルニア州教職員退職年金は、不動産投資の20~30%を国外に振り向けている。また、カリフォルニア州公務員退職年金基金も長期的に国外不動産比率を50%に高める目標を打ち出している。欧州最大の年金であるオランダ公務員教職員年金は、香港オフィスを開設し、アジアの不動産投資を進める構えである。また欧州では、アジアに投資する私募ファンド¹⁾も組み合わせたファンド・オブ・ファンズ(FOF)が拡大している。FOFは、限られた資金で多様な不動産に投資することを可能にするため、大手の機関投資家以外にも欧米外の不動産へ投資することが容易になりつつある。

図表2 欧州不動産への資本フロー



(出所) Jones Lang LasalleよりNRI作成

NOTE

1) 私募ファンドとは、特定または少数の投資家から資金を募る非上場のファンドである（REITは不特定多数の投資家から資金を募る上場するファンドである）。

このように、不動産においてグローバル投資が拡大しつつある背景には、ドメスティック市場における投資機会の減少がある。加えて、アジアを中心とした欧米外不動産市場の魅力が高まっている点も挙げられる。

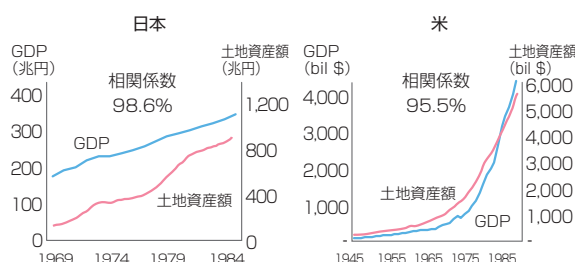
投資機会が豊富なエマージング市場では、成熟化している欧米と比べ高いリターンを得ることが容易である。例えば、中国ではオポチュニスティックな投資リターン（年率15～20%超）が相場と考えられており、欧米市場の年率6～10%とは大きな差異がある。

また、エマージング国では人口、GDPの急速な成長が進んでおり、今後オフィスや住宅などの市場規模が急拡大すると見込まれている。不動産市場はファンダメンタル分析によって、将来を予測しやすい。実際に、先進国ではGDP成長と共に、不動産市場が成長してきた歴史がある（図表3）。その観点に立つと、中国、インドなどの不動産市場の成長は自明の理と言える。

さらに、欧米以外においても不動産の投資環境が整備されてきたことも無視できない。すなわち、各国においてREIT市場の創設、投資インデックスの制定などによって市場の透明性が改善しつつある。また、欧米の大手不動産運用会社の海外展開が進み、欧米以外の市場においても不動産運用会社が台頭してきたことも見逃せない。モルガンスタンレーやINGなどに代表される大手不動産運用会社は、世界中に20以上のオフィスを開設し、機関投資家のグローバル不動産投資ニーズを実現する投資プラットフォームを着々と構築している。

このように俯瞰すると、機関投資家のグローバル不動産分散投資は未だ黎明期にあるものの、大きな潮流になり始めていると言える。

図表3 GDPと土地資産額の相関関係



※土地資産額統計のある1969年からバブル期が始まる1985年まで ※土地資産額を推計できる1945から景気後退が始まる1989年まで

(出所) 内閣府、米国商務省、FRBなどよりNRI作成

国内機関投資家の
グローバル不動産投資機会

不動産投資のグローバル化の流れは、将来的に日本の機関投資家にも波及していくと予想される。例えば、アジア・日本に進出する欧米大手運用会社は不動産投資を行うだけでなく、国内機関投資家への不動産商品の提供も始めるであろう。国内の機関投資家にとっては、海外REITに加えて、欧米大手運用会社が組成する海外私募ファンド、私募ファンドを束ねたFOFへの投資も可能になり、海外不動産投資の選択肢が拡大していく。

今後は、インカムリターン、キャピタルリターン、ポートフォリオの分散効果など様々な狙いに応じ、ポートフォリオ構築にグローバル不動産を組み込んでいくことも国内の機関投資家の選択肢の一つになるのではないかと見られる。

Writer's Profile



金 惺潤 SungYun Kim
事業戦略コンサルティング一部
副主任コンサルタント
専門は不動産、エネルギー
focus@nri.co.jp