

誌上開催 ARES年金向け不動産セミナー2024 年金運用と不動産投資



座談会

昨今、金融市場の先行きに対する不透明感が増す中、分散投資を求める年金基金をはじめとする投資家の間で不動産商品への関心は高まってきています。

本座談会では、年金による不動産商品への投資の現状や未来について、様々なお立場からご議論いただきました。

開催日時：2023年11月21日（火）10：00～12：00

会場：不動産証券化協会 会議室

メンバー
＜モデレータ兼パネリスト＞

徳島 勝幸氏

株式会社ニッセイ基礎研究所
金融研究部 取締役 研究理事 兼 年金総合リサーチセンター長 兼 ESG 推進室長

＜パネリスト＞ ※氏名五十音順

岡 亮宏氏

地方公務員共済組合連合会
資金運用部長

栗林 達也氏

三井不動産投資顧問株式会社
資本市場本部 リート運用部長

小倉 邦彦氏

元三井物産連合企業年金基金
常務理事 兼 運用執行理事
(株式会社想研「オルイン」シニアフェロー)

1. 年金による不動産投資の状況

徳島氏 本日はお集まり頂きありがとうございます。今回の企画は、2022年9月にARESのマスターコンベンションで実施した「年金資金は不動産投資にどう向かうのか?」という題のパネルディスカッションを引き継いで、異なる顔触れで改めて議論してみようという試みです。全く同じメンバーで内容をさらに深掘りするというのも面白いのですが、顔触れを変えることに加え、前回の議論から1年以上の時間が経過したことで、また新しい切り口や見方が加わり、議論が盛り上がることを期待しています。

私は、ニッセイ基礎研究所の徳島です。ご縁がありまして、ARES不動産証券化ジャーナルに「資産運用の最新トレンドと課題」といった連載を前号まで4年にわたって執筆させて頂きました。主に公的年金や企業年金、時には財団や企業の共済会といったさまざまな団体の運用のお手伝いをさせて頂いています。その他には、大学の非常勤講師とか、日本ファイナンス学会や日本価値創造ERM学会の理事とか、いろいろなことにも取り組んでおります。本日は、拙い司会になるかと存じますが、よろしくお願ひします。

議論を開始する前に、最初に、私の方から、年金による不動産投資の状況について概観したいと思ひます。本日は、公的年金及び企業年金の両方のご経験を有する方にご登壇頂ひていますが、まず、企業年金に関しては、いわゆる5:3:3:2規制が廃止されて投資対象が自由化され、その後、バブル経済の崩壊を経て、日本で証券形態での不動産投資が一般的になって企業年金による投資が行われるようになったものです。それ以前は、賃貸ビルを一棟保有するといった、デベロッパーや保険会社のような不動産投資を行う年金もあったように聞いていますが、今回議論する年金による不動産投資でイメージするものとは、やや異質であったと考えます。その後、企業年金は複数資産に跨るバランス型運

用の時代を経て、現在のような資産クラスごとに特化したファンドに資金を配分する運用が主流になってきました。基本ポートフォリオに基づいた資産配分を行い、時価変動に応じたリバランスを行うという観点からは、不動産投資に上場有価証券と同じレベルとまではいきませんが、ある程度の流動性を求めることは否定できません。そういう意味では、証券化された不動産になって、ようやく投資適格な対象になったとも言ひことが可能です。

ただし、確定給付型企業年金(DB)の多くは、従業員の高齢化や確定拠出年金(DC)の導入など退職給付制度の見直しによって成熟度が高まっており、掛金から給付金を引いた年金収支がマイナス、つまり資産が減少傾向にある年金も少なくなっています。年金の成熟化によって、不動産をはじめとする低流動性資産への投資が抑制される可能性も指摘されています。

次に、公的年金に関しては、代表格であるGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が積極的に不動産などのオルタナティブ資産への投資を進めてきましたが、さまざまな要因から他の上場有価証券などと異なり、一気に残高を積み上げるようなことはできていません。上場有価証券への投資だと、過去には基本ポートフォリオにおける国内債券への投資比率を、例えば2014年秋には60%から35%へと一気に大きく引き下げていますが、インフラやPEを含むオルタナティブ資産の残高は2013年度に投資を開始してから10年近く経ちますが、2022年度末で1.38%に留まっています。こういった公的年金による不動産投資の状況についても、今回の座談会でお話を伺ひすることができるのは、大変有意義な機会になるかと思ひます。

それでは、まず、企業年金のお立場から元三井物産連合企業年金基金運用執行理事の小倉さんより自己紹介をお願いします。現在は「オルイン」という年金運用に関連したWeb及び雑誌媒体のシニアフェローとして、引続き、年金の運用に関与されています。不動産を含む低流動性資産への投資に関



小倉 邦彦氏

元三井物産連合企業年金基金
常務理事 兼 運用執行理事(株式会社想研「オルイン」シニアフェロー)

PROFILE

おぐら くにひこ

1980年三井物産株式会社入社。

本店プロジェクト金融部室長、米国三井物産
ニューヨーク本店財務課 GM等を経て

2011年より国内金融子会社社長

2013年より三井物産都市開発株式会社CFO

2017年5月～2022年6月 三井物産連合企業
年金基金 常務理事兼運用執行理事。

2022年7月～2023年3月 同基金シニアアド
バイザー

2023年4月より(株)想研「オルイン」シニアフェ
ロー

しては、母体の商社に在籍されていた時代から豊富な経験をお持ちのように伺っています。それでは小倉さん、お願いします。

小倉氏 私は1980年に三井物産に入社し、主に財務関係の仕事を担当していました。財務にはいろいろありますが、プロジェクト金融部が長く、三井物産が海外で展開しているインフラやサハラ2のような資源エネルギー案件のプロジェクトにファイナンスを付けることが主な仕事でした。2006～2009年にはニューヨークで財務課のゼネラルマネージャーをしていて、日々資本市場で資金調達をしていたので、リーマンショックの直撃を受けて大変な目にあったことが記憶に残っています。

三井物産連合企業年金基金には2017年に着任しましたが、その前には三井物産グループの国内不動産開発会社である三井物産都市開発に4年ほどおりました。ですので、不動産に関しては、投資家というよりもスポンサーや事業主体として、オフィスの賃貸や再開発、また物流施設の開発等に携われたことが、三井物産連合企業年金基金に来てからも非常に役に立ったと思います。

基金の状況については、立場上、細かいことはお話しできませんが、政策アセットミックスで一番多いのが国内債券(ヘッジ外債主体)で40%、株式の比率は抑制的で内外合わせて15%、一方で、オルタナティブは25%でここでインカムを稼ぎましょうという政策でした。オルタナティブは全て低流動性のプライベートアセットです。基金の資産規模はそれほど大きくありませんでしたが、プライベートアセットに関してはほぼフルラインナップで投資をしていました。

不動産投資に期待するのは主に安定したインカムゲインであり、海外不動産は日本と異なり、賃料が物価上昇等に連動する賃貸借契約も比較的多いため、ヘッジ機能も期待できると思います。ただ、不動産は本来シクリカルなものだと思いますので、地域やセクターの分散を図り、また投資できるファンド数も限られるため、安定重視で内外ともにコア型

のオープンエンドファンドを採用しました。

徳島氏 ありがとうございます。それでは次に、公的年金のお立場から地方公務員共済組合連合会（以下、地共連）資金運用部長の岡さんにお話を伺いたいと思います。地共連は、地方公務員関連の厚生年金積立金等を運用されているアセットオーナーで、傘下の共済組合等を含めた地方公務員共済全体では50兆円を越える規模の資産を運用されています。実は、地共連の方が運用の中身について話をされることはあまり多くありませんので、今回の座談会は貴重な機会になると考えます。それでは、岡さん、地共連の資金運用と不動産投資の取組みについて支障のない範囲でご紹介をお願いします。

岡氏 本日はこのような会にお招き頂きましてありがとうございます。まず地共連の成り立ちですが、1962年に地方公務員共済組合制度が施行され、1984年に地方公務員の年金制度の健全な運営を維持していくことを目的に地共連が設立されました。全ての地方公務員共済組合をもって組織する連合体となっています。年金資金の運用については、地共連の他にそれぞれの組合や全国市町村職員共済組合連合会でも行っており、地共済グループ全体の資産規模は2023年9月末時点で約56兆円、そのうち地共連が約31兆円を運用しています。GPIFと同様、公的年金ということで、内外債券、内外株式の4資産25%ずつで構成する基本ポートフォリオに沿って運用しています。徳島さんには地共済・地共連の資金運用委員会の委員も務めていただいています。

地共連では、2015年度にオルタナティブ投資を不動産投資から開始しており、2023年3月末時点の不動産投資残高が12ファンド977億円、うち国内が5ファンド376.2億円、海外が7ファンド600.3億円という状況です。私たちは、積立金の運用を長期的な観点から安全かつ効率的に行うこととしており、オルタナティブ投資は、リスク・リターン等の特性が異なる複数資産への適切な分散投資の一環として運用対象の多様化を図ることを目的に実施していま



岡 亮宏氏

地方公務員共済組合連合会
資金運用部長

PROFILE

おか あきひろ

2005年東京大学法学部卒業、同年総務省入省。
2022年地方公務員共済組合連合会資金運用部長。



栗林 達也氏

三井不動産投資顧問株式会社
資本市場本部 リート運用部長

PROFILE

くりばやし たつや

1999年早稲田大学法学部卒業後、不動産関連会社勤務を経て、2007年三井不動産投資顧問株式会社に入社。不動産私募ファンドのアセットマネジメント業務に従事。2015年三井不動産フロンティアリートマネジメント株式会社に出向。J-REITのアセットマネジメント業務に従事。2017年に出向元へ帰任し、2018年より三井不動産プライベートリート投資法人の運用を担当。不動産証券化協会 (ARES) 私募リート実務委員会副委員長。

す。オルタナティブ投資の上限は、厚生年金保険給付調整積立金に関する基本方針で厚生年金保険給付調整積立金全体の5%と定められており、現時点では地共連の当該積立金の資産規模15兆3,000億円弱の5%、およそ7,500億円が上限です。オルタナティブ投資の対象資産は、5資産(不動産、インフラストラクチャー、プライベートエクイティ、プライベートデット、バンクローン)としていますが、ポートフォリオ管理上は、オルタナティブ資産に固有のアロケーションを持つのではなく、それぞれのリスク・リターン特性に応じて内外債券、内外株式の4資産に区分しています。オルタナティブ投資の時価残高は、2023年3月末時点で、地共済グループ全体では4,244億円(厚生年金保険給付積立金の約1.7%)、地共連単体では2,678億円(厚生年金保険給付調整積立金の約1.9%)という状況です。

徳島氏 ありがとうございます。それでは最後になりましたが、三井不動産投資顧問の資本市場本部リート運用部長である栗林さんにお話を伺います。これまでのお二人は企業年金及び公的年金といった投資家側のお立場でしたが、栗林さんは不動産ファンドを組成して投資家に提供する側になります。それでは、栗林さん、三井不動産投資顧問の業務内容とファンドの概要について、支障のない範囲でお話をお願いします。

栗林氏 本日はよろしくお願ひいたします。普段は年金から運用を任せられているゲートキーパーの方とコミュニケーションを取ることがほとんどで、年金投資家の方と直接お話をすることはそれほど多くはありません。ですので、このような貴重な機会を頂いたことを大変嬉しく思っています。まずは弊社の業務内容を簡単に紹介します。弊社は、1997年に設立された三井不動産をスポンサーとする不動産ファンド運用会社です。国内外の投資家から預かった資金を不動産に投資して運用するビジネスを行っており、設立から約26年が経っています。代表的なプロジェクトとして、2007年に開業した東京ミッドタウン六本木があります。この案件は三井不動産

と複数の国内機関投資家がコンソーシアムを組んでおり、土地の入札および開発の段階から、投資家の窓口およびアセットマネジメント機能を弊社が担ってきました。現在、投資家から預かっている資産残高は取得価格ベースで約1兆5,000億円になります。そのうち私募ファンドが約1兆1,000億円、私募リートが約4,000億円となっています。約11年前の2012年には国内で三番目の私募リートとなる三井不動産プライベートリート投資法人を立ち上げました。当時、私は私募ファンドのアセットマネジメント業務を担当していましたが、2018年から私募リートを担当することになり、今年4月より運用責任者を務めています。

弊社と年金投資家との関わりを簡単に振り返りますと、2000年代から企業年金による不動産私募ファンド投資が始まり、投資額の多くは数億円から十数億円規模で比較的大口の企業年金が中心でした。2012年に私募リートを立ち上げてからは、私募リートが主な投資対象となっています。弊社グループにとっての私募リートは、従来の大口機関投資家がセパレート・アカウントで投資する私募ファンドと、個人投資家や海外投資家まで幅広い投資家層をターゲットとする上場リートの間を埋めるような投資家層、例えば地方の金融法人や比較的中小規模の年金なども含め広く投資頂ける商品を企図して開発されました。

立ち上げ当初は私募リート自体の認知度も低く、トラックレコードもない低流動性資産には投資できないという厳しい反応を頂いたこともありましたが、マーケットの追い風とその後のトラックレコードの蓄積で認知度が上がってくると徐々に浸透し、今では多くの年金投資家に投資頂いています。また2010年代後半から公的年金も投資家に加わり存在感が増しています。自ら公表されている公的年金としては、GPIFや地共連にも弊社私募リートに投資頂いています。

徳島氏 ありがとうございます。みなさまからお話を伺っても分かるように、どちらかと言うと、年

金による不動産投資の歴史は企業年金からスタートし、公的年金が後に続いている状況です。ただ、企業年金が不動産投資を始めたのは21世紀前後ということで必ずしも長い歴史を持った取組みではありません。そういう意味では、不動産証券化が年金による不動産投資の道を大きく開いたと思います。

2. なぜ年金資金が不動産に向かうのか

徳島氏 それでは次に、なぜ年金資金が不動産に向かうのか、お話を伺いたと思います。最初にアセットオーナーである年金のご見解を伺ってしまうと、話の展開が一方向に行きかねませんので、まず、私募リートなどのファンドを組成し年金に提供されている栗林さんから、年金の動きをどのように見ているか教えてください。

栗林氏 冒頭でも少し触れたように、前提として、普段接しているのは年金から運用を任されているゲートキーパーが中心で、直接年金の方とコミュニケーションを取る機会は非常に少ないです。本日はむしろ年金の不動産投資に関する考え方や取組みを直接伺う非常に貴重な機会ということで大変楽しみにしています。年金投資家の前で私の浅い理解を披露するのは僭越ではありますが、トップバッターのご指名ですので、弊社が扱う私募リートの特徴も織り交ぜながら少しお話したいと思います。

年金投資家は、さまざまな収益源である投資商品に対し、適切なリスク・リターンの特性を見極めながら分散投資を行うことで、安定かつ目標のリターン確保を図っていると理解しています。その中で、年金資金が不動産に向かう理由として大きく三つほどあると考えています。一つ目は、株式や債券などの伝統的資産との相関性が低いことです。特に弊社が扱う私募リートは鑑定評価額に基づいて元本価格を把握するので、金融資本市場の影響を直接は受けにくく、分散効果も期待できます。これは上場リートと比べても、その効果は大きいのではな



徳島 勝幸氏

株式会社ニッセイ基礎研究所
金融研究部 取締役 研究理事 兼
年金総合リサーチセンター長 兼 ESG 推進室長

PROFILE

とくしま かつゆき

1986年京都大学法学部卒業、1991年ペンシルバニア大学ウォートンスクール MBA。

1986年日本生命保険相互会社入社、ニッセイアセットマネジメント株式会社出向を経て、2008年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。

証券アナリストジャーナル編集委員、日本ファイナンス学会理事の他、社会保障審議会資金運用部会委員、国民年金基金連合会理事等の立場で多くの公的機関及び企業年金等の資産運用に関与している。

いかと考えられます。その裏返しとして、流動性の低さがデメリットとしては考えられますが、私募リートは一定の条件の下で払い戻しが可能なオープンエンド型ファンドであることとセカンダリーでの取引も可能であることから、従来のクローズドエンド型私募ファンドと比べると一定の流動性が確保されている商品と言えます。二つ目は、不動産証券化のインフラがかなり整ってきたことが挙げられます。近年注目が高まっている私募リートは、上場リート並みに開示が進んでおり運用の透明性が確保されています。また、ARESによる不動産証券化の普及活動やインデックス(AJFI、AJPI)の整備などにより不動産投資市場に年金資金が流入しやすい土壌が広がっていると理解しています。三つ目は、超低金利による資金運用難の時代において、利回り商品としての魅力が高まったことです。2010年代以降長らく続いた日銀の金融緩和策で資金調達コストが下がったことで、低レバレッジでリスクを抑えながら一定のリターンを安定的に確保できる私募リートは年金投資家にも受け入れられやすい商品設計であると認知されるようになりました。

以上が不動産ファンド運用会社の視点で考えられる主な理由です。今後の金利上昇の可能性については、運用会社として備えるべき重要な課題の一つになると思いますが、一方で不動産はインフレヘッジできる商品なので、長期的視点で運用を行う年金資金との親和性は高いと思っています。そのあたりも含めてこの後年金サイドのお話を興味深く伺いたいと思います。

徳島氏 ありがとうございます。それでは続いて、岡さんから、不動産に取り組まれた背景、また金利上昇局面における不動産投資への影響など、公的年金と企業年金で少し違うように思いますので、背景の考え方も含めて教えて頂けますか。

岡氏 オルタナティブ投資については資産ごとに投資目的を定めています。不動産投資の目的は、主に不動産賃料収入に基づく長期的なインカムゲインの獲得により安定的なリターンの確保を目指すこと

です。ポートフォリオ管理上、不動産を内外債券、内外株式の4資産のどこに位置付けるかについては、リスク・リターンの特性から内外債券に区分しています。オルタナティブ投資の中で不動産投資を先行させた理由としては、運用対象の多様化を検討するにあたって、①リスク・リターン、②伝統的資産との相関、③流動性、④透明性の観点から優先的に取り組む対象資産を検討しました。安全で効率的な運用という考え方に則れば、不動産投資のリスク・リターン特性が相対的に安定していて、債券とは異なるリターン源泉に基づく分散効果も期待できると考えました。また、不動産は一定の市場規模を有しているので地共連の資産規模にも対応可能であることを確認しながら投資を始めました。国内不動産から始め、その後、米国や欧州に広げ、さらにセクター特化型ファンド、不動産デットと、投資対象地域や戦略を徐々に拡大し現在に至っています。さらに地共連では時間分散を意識しながらオルタナティブ資産全体の投資残高が厚生年金保険給付調整積立金全体の5%に近づくよう中期投資計画を定め、資産別に毎年の新規コミットメント金額の目安を設定しています。

金利上昇の影響については、キャップレートや負債のコストが高くなることによって、不動産投資の魅力度がどう変わるかよく確認する必要があります。また、不動産投資の大きな枠組みについては、基本ポートフォリオがどのように見直されるかによると思いますね。中期投資計画も見直しをしながら進めたいと思っているので、金利上昇に伴う不動産投資の魅力度の変化をよく確認しながら計画にどう織り込んでいくか検討することになると思います。

徳島氏 ありがとうございます。金利環境が変わっても、いきなり不動産投資が影響を受けることはないということでしょうか。

岡氏 そうですね。長期投資が前提ですので、足元の投資行動が影響を受けることはおそらくありません。

徳島氏 岡さんがお話された基本ポートフォリオ

の見直しですが、公的年金は2025年度が新しいポートフォリオになるタイミングですので、そこで影響が出てくる可能性があるということでしょうか。

岡氏 オルタナティブ資産をどのように位置付けるかという枠組みに大きな変化があれば影響があると思いますが、現状の位置付けとそこまで変化がなければ、期待リターン、リスク、相関などに応じて、オルタナティブ資産の資産種別の配分を見直ししていくかどうかを考えるイメージだと思います。

徳島氏 ありがとうございます。地共連の基本ポートフォリオは、GPIFや他の公的共済組合と共同で策定するモデルポートフォリオを参酌して策定されるものですね。なので、地共連が単独でポートフォリオを変えるのは、同じ厚生年金の積立金を運用している以上難しく、時間がある程度かかるかなと思います。

それでは小倉さんからは、これまでのご経験の中で不動産投資に取り組むようになった経緯と、実際の現場から一歩引かれてからの1年弱もさまざまな企業年金の方とお話をされてきたと思います。その中で、感じてこられたこと、また金利上昇で企業年金の不動産投資へのスタンスがどう変化するかなどについて、お聞かせください。

小倉氏 企業年金における不動産投資の位置付けですが、まずオルタナティブ投資は、実物資産の不動産とインフラ、プライベートデット、プライベートエクイティが主要4資産になります(図1)。リターンの源泉は、最初の三つはインカムゲインで、プライベートエクイティは主に投資先企業の売却によるキャピタルゲインです。不動産に関しては、エクイティに投資する場合とデットに投資する場合があります。実物資産の運用戦略としては、キャッシュフローが回っている稼働中資産に投資を行うコアやコアプラス、さらに稼働中資産からのインカムに加え、割安で購入した資産をバリューアップしてキャピタルゲインを獲得するバリューアッド、開発リスクを取る案件が主体で主要なリターン源泉がキャピタルゲインになるオポチュニスティックの4戦略です

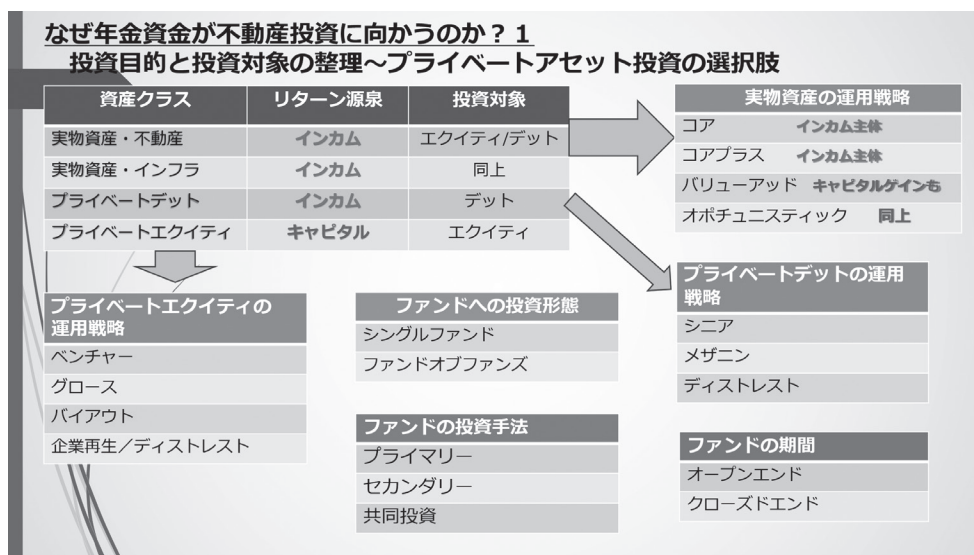
が、基本的には企業年金の不動産投資はコア、コアプラスが中心になると思います。

なぜ年金資金が不動産投資に向かうのかですが、国内不動産に対しては賃料収入をベースとする安定的なインカム収益に加えて経済成長に伴うキャピタルゲインも期待できます。それからやはり年金からすると、不動産、特に私募リートは過去実績が安定していて、トータルリターン水準は毎年6～7%と魅力的です。また、私募リートは、上場リートとの対比で基準価格 (NAV) が安定しています。ただ私募リートはリーマンショックの洗礼は受けていないので、ダウンサイドリスクをどう考えるかという点があります。年金は基本的に長期投資なので、流動性が多少犠牲になっても問題はありませんので、低流動性のアセットにも投資できますし、逆に上場リートのように価格が大きく動くものはあまり選好されない傾向があります。日本の年金にはコアのオープンエンド型ファンドが人気です。これは安定した収益のほか、資金管理の手間がいらぬ一括払い込み方式という点もあります。特に企業年金の場合は運用執行理事が一人で運用をやっているケースが多いので、クローズドエンドファンドをたくさん持つと資金管理の手間が大変です。あとは、クローズ

ドエンドと違ってブラインドスポットがない、投資の際にファンドの中身が分かりますので安心感があります。また、信託銀行経由で少額投資 (数億円) が可能なので、比較的規模の小さな年金も投資ができるというメリットがあります。

海外の不動産に期待するものは、国内の不動産とは少し異なって成長性です。さらに、海外では賃料が物価上昇等に連動する賃貸借契約が多いのでインフレヘッジ効果が期待できます。収益性は高いと思われませんが、海外の場合は日本の鑑定評価と違って時価のボラティリティが高い気がしています。実際、米国のコア型のオープンエンドファンドのベンチマーク NFI-ODCE における 25 銘柄の平均は 2021 年には 21% のリターンでしたが、FRB が利上げを始めた 2022 年 3 月以降は徐々に影響が出てきています。高金利によるキャップレートの上昇と特に米国の場合はリモートワークの浸透によってオフィス市場の不調が続いていますので、4 四半期連続でトータルリターンはマイナスです。おそらくまだ 3 四半期くらい調整が続くのではないかとされています。また、海外不動産の場合は為替リスクがありますが、企業年金はコンサルタントの調査結果によると約 8 割がインカム系のプライベートアセットで

図 1



出所：小倉氏作成

は為替ヘッジしています。そうすると円安が進むと、3か月ロールで為替予約をかけていますので、ロールのたびに追加の資金拠出を要請されるという問題が発生します。円安が急激に進むと想定以上に追加拠出を要求され、キャッシュマネジメント上、大きな問題となります。そして今のようにドル円のヘッジコストが6%になると、ドルベースで7%のリターンが出ていたとしても1%しか為替ヘッジ後のリターンが残らないということになります。

ARESが公表している私募リートのコアオープンエンド型ファンドのベンチマークとなっている時価加重平均収益率(AJFI-OURs: AJFI-Open End Core Unlisted REITs)を見ると、フィックスドインカムと間違ふようなきれいな、毎年約6%のトータルリターンが継続的に出ています(図2)。ですが、セクター別アロケーションを見ると、オフィス比率が4割弱と少し高いと感じています(図3)。ただ米国と違い日本のオフィスは壊滅的な状況ではないので、

高いから悪いということはありません。

国内企業年金の投資の実態については、少し古いものの大きな流れは変わっていないと思いますので「オルイン」が2020年に行ったアンケート調査結果(図4)をご紹介します。年金全体ではプライベートアセットへの投資割合は5.8%ですが、資産規模が1,000億円以上の年金では14.5%と比較的高い状況です。これは、プライベートアセットは最低投資単位が比較的大きいことが背景にあると思います。逆に、100億円未満の年金では3.1%しかありません。

図2

	インカム	キャピタル	総合収益率
2018年度	4.49%	2.60%	7.09%
2019年度	4.31%	4.03%	8.34%
2020年度	4.21%	2.35%	6.56%
2021年度	4.08%	1.76%	5.84%
2022年度	3.92%	2.69%	6.61%

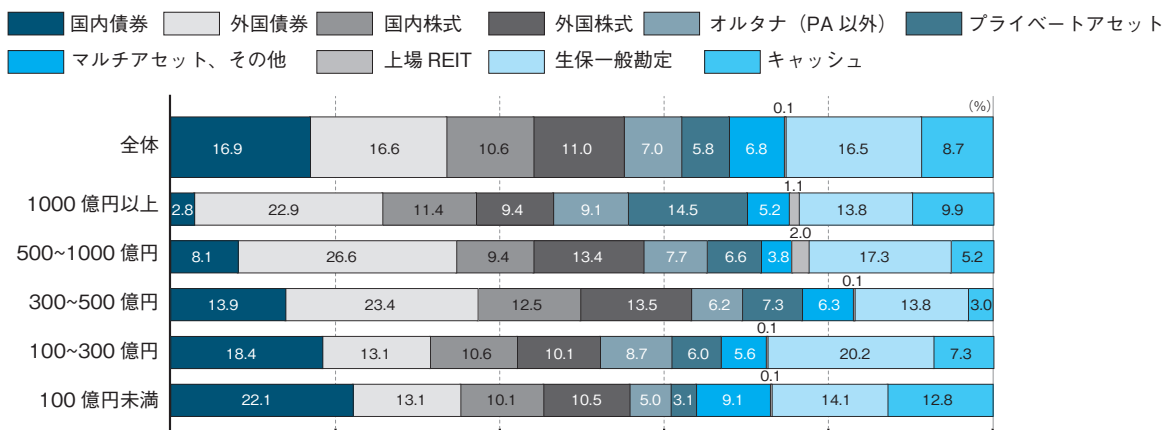
出所: ARES Japan Fund Index (AJFI-OURs (私募REIT)) 各年度は1~12月

図3 私募REIT (53投資法人) のセクター別アロケーション (2023年09月末基準)

	オフィス	住宅	商業	ホテル	物流	その他	合計
総資産	2.27兆	1.20兆	0.89兆	0.26兆	1.15兆	0.10兆	5.87兆円
資産割合	38.6%	20.4%	15.2%	4.5%	19.6%	1.7%	100.0%

出所: ARES 私募リート・クォーターリー No.32 2023年9月末基準

図4 ポートフォリオの全体像



出所: 雑誌オルイン Vol.59 2021年春号

小さい基金では分散投資の観点から思うように投資できないので、国内の私募リートが主要な投資対象だと思います。上場リートへの投資は0.1%と、少ないですが全くないわけではありません。上場リートは投資口価格の変動が大きく、上場有価証券との関連も高いことから、ポートフォリオの分散の観点から控えめになるのだと思います。

プライベートアセット全体における不動産のシェアは48.2%、全体のポートフォリオの約3%ですので、プライベートアセットが多いと言っても、平均すると半分が不動産であり、不動産は企業年金においてはプライベートアセットの主軸と言って間違いありません。ただ規模別に見ると少し様子が異なっていて、1,000億円以上の基金になると資産クラスを分散するので、不動産、プライベートエクイティ、プライベートデット、インフラに万遍なく投資されています。逆に小規模になればなるほど私募リートの比率が高くなる傾向があります。小規模な企業年金ではプライベートエクイティやインフラに投資するのは難しく、国内の私募リートに投資するパターンが多いのだと思います。

また、金利上昇の影響については、長期金利上昇のスピードにもよりますが、私募リートの過去の堅調な実績を踏まえると金利が上がったからといって年金が私募リートへの投資をやめることはないと思います。一方で、上場リートは2022年12月に日銀がYCCを微修正しただけで投資口価格や東証リート指数が大きく下がり、各銘柄のNAV倍率も1.0を下回る状況になりました。上場リートは金利上昇を織り込んでかなりセンシティブになっていると思います。私募リートも、鑑定評価が下がってキャピタルロスが発生するようなことになると、過去にそういう経験をしていないので投資家は多少なりとも不安を感じることもあるかもしれません。

徳島氏 ありがとうございます。公的年金と企業年金で、不動産投資をスタートしたタイミングや、これまでどれだけ積み上げてきたかなど違いが出てきていると思います。公的年金の場合には、賃金上

昇率+1.7%という目標の運用水準がありますので、それを踏まえると、今の金利であれば不動産などオルタナティブ投資を考える必要があります。一方、企業年金の場合は、目標利回りの平均が2%前後とされていますので、金利が上昇した時に、企業年金の方が先に不動産だけではなく、株式などリスク性資産への投資に影響が出てくるだろうと思います。

3. 不動産投資における留意点

徳島氏 次に、不動産をはじめとするオルタナティブ資産への投資は、上場の有価証券投資と比べ、流動性や時価評価のあり方、分散投資、リスク管理などさまざまな点で異なった留意すべき事項があると思います。また、足元での金利上昇に加え、米国や中国の不動産市況が良くないこともありますし、さらには、新型コロナウイルス感染症の影響を受けてオフィスでの働き方が変化しているなど、不動産のセクター毎に異なる影響も出ていると思います。これらも含めて、不動産投資に際してどういった点に留意しているか、また、投資を拡大して行く際に障害となる可能性のある事項などについて、みなさまのご見解を伺いたいと思います。

今回は、不動産投資をはじめられてから、必ずしも年月が多く経過していない地共連の岡さんから伺いたいと思います。

岡氏 オルタナティブ資産の目標比率の設定に関する基本的な考え方ですが、私たちは公的年金ということもあり、各資産種別において最も安全性が高い戦略を中心に据えて、収益源泉の分散や収益率向上等を目的に他の戦略も一部組み入れることとしています。地域分散に関しては、適切な分散を図ることを目的に、市場規模等から推定される投資機会の多寡も踏まえつつ目標比率を設定しています。不動産については、マーケット急変時におけるマイナスリターンを抑制するためにデットを一部組み入れ、

原則としては安定したインカム収入が期待できるコア、コアプラスとデットでポートフォリオを構築するというのが基本的な方針です。次に、分散についての考え方ですが、日次流動性がある伝統的資産と異なり、不動産ファンドの持ち分は流動性に関しては乏しいので、仮に解約可能なファンドで実際に解約を申し込んだとしても、解約待機の投資家が多いファンド等では、資金化までに相当の時間が必要になると想定しています。このように資産配分の見直しが機動的に行えないことが前提になりますので、入り口の検討が大事であると思っています。さらに、地域やセクターを集中させることはリスクが高いため、適切な分散を図ることが重要だと考えています。現状は、投資目的に合わせて、主に安定稼働物件を中心に組み入れるコアファンド、コアプラスファンドへ投資しています。投資対象セクターは、オフィス、集合住宅、商業施設、物流施設のほか、海外ではホテルやデータセンター、個人用倉庫、戸建て住宅、シニア施設、ライフサイエンス施設等も一部含まれています。投資対象地域は、日本と米国、欧州等の先進国を原則としています。

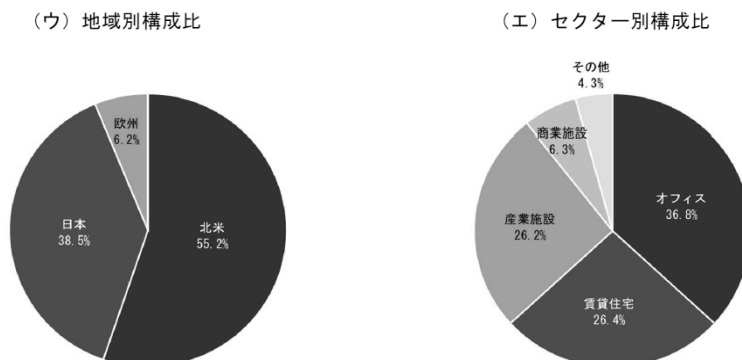
不動産の分散状況ですが、2022年度の地共連の運用報告書を抜粋しますと、2022年度末時点で地域別構成比では北米55.2%で日本38.5%、欧州等が6.2%という状況で、セクター別の構成比はオフィ

ス36.8%、賃貸住宅が26.4%、産業施設26.2%、商業施設6.3%でそのほかが4.3%になっています(図5)。オフィス特化や賃貸住宅特化のファンドがあったりしますので、若干オフィスと賃貸住宅が高めになっているかと思います。投資スキームについては、委託運用のみで、ファンドを経由する投資形態としています。投資持分の流動性や出口リスクについては、オープンエンドファンドの場合、LPSや投資口等の解約請求に係る制約や解約待機キューの状況をチェックしています。

また、マネージャーとの投資物件の関係で考えますと、インカムの確実性という観点からは、マネージャーのソーシング力、物件選定の目利き力、リーシング力、適切な物件管理ができるかという点を確認しています。物件についても、立地や建物の状況に加えて、テナントの分散やテナントのクレジット、リース契約の形態や期間を確認するよう投資一任業者に要請しています。ファンドのレバレッジについては、基本的に安定的なリターンを指向していますので、資産価格の騰落や金利上昇、レンダーの貸出スタンスの変化等による金融収縮時におけるパフォーマンスへの影響を極力抑えたいということで、低レバレッジが望ましいと考えています。

為替ヘッジについては、基本ポートフォリオ自体がオープンヘッジなので、基本的には行っていま

図5 令和4年度運用報告書 厚生年金保険給付調整積立金(地方公務員共済組合連合会)(抜粋)



ん。ただ、運用者の裁量によってファンド基軸通貨と投資資産の通貨をヘッジする場合があります。こうした形で国内海外ともに投資している状況ですね。

徳島氏 ありがとうございます。公的年金に関しては投資内容の細かい開示が進んでいますね。GPIFが保有銘柄の全件リストに加え、ファンドまで全て公表するという方針を採用しました。今回の資産運用立国の議論の中で、企業年金がどこまで追従されるのかは一つの懸案になってくるのかと思います。

次に、不動産ファンド運用会社のお立場から、こういった投資は上手くないとか、こうしたら良いのでは、といった年金に向けたアドバイスも含めて、栗林さんよりお願いします。

栗林氏 アドバイスと言えるような有益なものかは自信がありませんが二点挙げると、一つは運用会社のモニタリング、もう一つは情報の取捨選択が大事だと考えています。不動産は実物を目で見て触れることができ、生活や経済活動とも密接に関わるものなので、非常に身近に感じやすいという特徴があります。収支構造も比較的シンプルですので、わかりやすさもある商品と言えるのではないのでしょうか。ただ不動産は、それぞれに個性があり、セクターによってリスクもさまざま、かつ時代によっても変化します。ですので、適切な運用を行うためには個々の不動産に内在するリスクをコントロールする高度なアセットマネジメントが重要になります。不動産を運用する立場としてもそこにやりがいや面白みを感じている人も少なくありません。各運用会社はこれまでの運用経験の中でノウハウを蓄積し、それぞれが特色を出しながらさまざまな投資商品を提供しています。また運用会社によってはセクターやエリアで得意不得意があります。アセットマネージャーの運用の巧拙が運用成績やアセットのバリューに直結しますので、不動産投資の際には運用会社の特色や投資方針、運用戦略について特に留意する必要があると考えます。

株式や債券は流動性が高いので手離れしように思えばすぐにできますが、不動産は実際に出口を迎えるまで一定の期間を要します。長期的視点に立ってファンドのコンセプトや運用戦略に一貫性があること、それから軸がぶれないファンドであることが大事だと思っています。弊社もゲートキーパーを通じて年金から定期的なモニタリングを受けることもあります。回答にあたっては特にそのあたりを意識するようにしています。

もう一点、情報の取捨選択についてですが、現在のようなアフターコロナを見据えた今後のマーケット環境一つを取っても、ポジティブな捉え方もあればネガティブな捉え方、それぞれの情報があふれていて、かつそれが日々変化しています。長期的趨勢を捉えるという意味では、この不動産投資の世界では一番現場に近い存在である私たちアセットマネージャーの知見に頼って頂きたいと思います。もちろん良いことばかりを言う運用会社には注意が必要だと思いますが、私たちの業界は投資家の信頼が生命線ですので、どちらかと言えば保守的な傾向があると個人的には思っています。アセットマネージャーとの日々のコミュニケーションの中で各社のスタンスを見極めてもらえればと思います。

徳島氏 ありがとうございます。公的年金も企業年金も外部に運用を委託するモデルのアセットオーナーですので、マネージャーをきちんと見る、よく知ることは必要だと思います。上場有価証券投資においても運用会社を信頼できるというのは大きな要素だと思いますので、不動産投資に限らず言えることなのかなと思います。

それでは最後になりましたが、小倉さんから企業年金が不動産投資に取り組む際に留意すべきことなど、ご経験者の立場からご意見をお聞かせ下さい。

小倉氏 小規模な企業年金では、オープンエンドファンドの流動性が限定的である点への理解が十分でない場合もあるので注意が必要です。日本の私募リートは契約上半期ごとに解約可能ですが、ゲート条項があるので「いつでもいくらでも解約可能」で

はありません。ファンドによっては取得後3年程度の解約不能期間(ロックアップ期間)が設定されるものもありますし、決算期ごとの解約可能限度額は一般的に発行済投資口数の2.5%なのでみんなが出口に殺到すると詰まってしまうことは認識してもらいたいです。実際に米国の私募リートでは解約のためのリデンプション・キューが発生している状況です。

それから、米国は金利上昇によるキャップレートの上昇とオフィスのNOIの減少によりバリュエーションの低下が顕著になっています。上場リートは2022年の1年間で価格が3割下落しました。日本の私募リートは好調を持続していますが、日銀の金融政策正常化に伴う金利上昇は今後の最大の懸念点で、キャップレートへの影響とファンド自体の調達コストにも徐々に影響してくるのが気になるところです。日本のオフィス市場は、空室率は底打ちしていますが、賃料はまだ下がっています。ただ企業年金の保有している私募リートの空室率は平均値に比べるとかなり低いのでそこは安心しています。

地域分散については、企業年金の取り組む順番はパターン化しており、まず国内、それから米国、欧州の順です。もちろんグローバルのファンドオブファンズもありますが、地域ではこの順番です。ただ北米特化型は、米国は広大で東部・中部・西部・サンベルトでかなり様相が異なりますので特化型でも分散がそれなりに効くと思います。ファンド数をたくさん持てない場合は総合型で分散を図りますが、日本の私募リートはどうしてもオフィス比率が高いので、もう少しセクター間の分散を図ってもいいと感じています。

ファンド内での保有物件の分散ですが、オープンエンド型ファンドではポートフォリオの分散が重要だと思っています。資産規模の3割を占めるようなフラッグシップ物件への集中は避けてもらいたいですね。大手デベロッパーの総合型私募リートでは物件数が60~90と分散が効いていますが、15~17%のウエイトを持つビルもあるので、できれば分散してもらいたいです。物件数は最低でも30程度、

資産規模1,500億円程度は欲しいと思っています。また、投資するにはトラックレコードが必要ですので、私募リートの運用開始後2~3年経ってから企業年金は投資していく形になります。

その他のリスク管理上のポイントとしては、スポンサーが挙げられます。パイプライン機能やリーシング能力の有無に加え、大手デベロッパー系列の運用会社は上場リートも運用している場合もあるので、物件供給の公平性は、ルール化しているところもありますが、気になることです。ただ物件によって上場リート向き、私募リート向きというものがあるので一概に言えないのが難しいところです。

企業年金ではファンドの保有物件ごとのデューデリジェンスは不可能なので信託銀行に依拠していますが、できれば、オフィスは都心5区のS/Aクラスビルが、物流施設であれば湾岸→外環→圏央道の順番で先進的物流施設が望ましいです。レバレッジに関しては、私募リートは高くありませんし借入れコストも低いのであまり気にしていませんが、今後は金利上昇が予想されているので、借入金の固定化比率や残存年数に注目したいと思っています。また、デフレの時代が長かったので、インフレになると、特に共用部の割合が大きいオフィスでは、水光熱費等の上昇がテナントに適宜パススルーされているかも気になります。逆に物流施設は共用部分がほとんどないので、そこは気にしていません。

徳島氏 ありがとうございます。不動産投資は証券化した不動産への投資という整理になっていますが、完全には株式や債券といった上場有価証券と同列に扱うことができません。地域分散でもまず国内、次に米国、欧州の順が一般的でしょう。為替リスクという問題もあると思いますが、国内不動産は私たちが身近に感じることのできるマーケットで、不動産に関しては国内をある程度優先するところに妙味があるかと思います。これは同じ低流動性資産でもインフラとは全く違います。インフラは国内のマーケットがほとんど存在していないので圧倒的に海外のウエイトが高くなります。低流動性資産の中

で、不動産は国内、インフラは海外、それぞれのウエイトが高くなることには、あまり問題がないという気がします。マーケットがこの後どうなるのかわかりませんが、現時点では国内の不動産に妙味がまだあるでしょう。ただこれも日本経済の状況や少子高齢化などさまざまな要素で変わってきますし、実際に新型コロナウイルスでオフィス需要への影響が出ており、汐留のある物件では下層階の商業施設がゴーストタウン化しているなど、事前に見通し難いものもありますが、マーケット変化への対応を意識する必要がありそうです。

4. 不動産投資における ESG の意識

徳島氏 次に、少し視点を変え、ESGについてご意見を伺えたらと思います。年金による不動産投資に関して、株式と同様にESGの観点を考慮すべきという意見もありますが、米国などではESGよりも収益性を求めるといった反ESGの動きも耳にします。ここでは不動産投資に際してESGへの考慮をどう考えるかという点について、それぞれのお立場で取り組んでいること、考えていらっしゃることをお聞かせ下さい。

まずは、小倉さんから広くESG投資をどのようにお考えか教えてください。

小倉氏 企業年金によるESG投資は、リターンを犠牲にしてまではしたくないというのが本音だと思います。一方で、実物資産の不動産はインフラとともにESGが目に見えて非常にわかりやすい資産だと思います。また、ファンドレベルのESG評価であるGRESBがあり、これは5つ星評価なので投資家にとっても非常にわかりやすいです。ただ星の数は短期的なパフォーマンスとは関係ありません。ESGはあくまでも長期的な視点で環境面を含む経営上のリスクが低いということなので、長期的に経営の安定が期待できるということだと考えています。実際には企業年金が私募リートに投資をする際に、

GRESBの有無を確認することは現状それほど多くはないと思います。

また、不動産の場合はファンドレベルとは別に、個別物件レベルのグリーンビルディング認証が昔からあります。企業年金からすると、個別物件に投資するわけではないので、ファンドが保有する物件の環境認証を確認したことはないですし、そこまで強く意識できていませんが、大事なことはよくわかっています。ただ日本にはグリーンプレミアムはまだないのではないのでしょうか。もちろんSクラスに入るような大手企業や外資系企業は、TCFD等への対応でグリーンビルを重要視していると思いますが、中小企業は環境認証で選ぶことはなく、「環境性能の高いビルはいいですね。でも、それで周辺ビルより賃料が高くなるのはちょっとね」というのが一般的な反応だと感じています。昨今、欧州ではブラウンディスカウントという言葉も出てきていて、一定の環境認証を満たしていないビルは将来賃貸できなくなるということもあるそうですが、おそらく日本ではそこまで過激なこととはできないと思っています。

個人的には、ZEB(Net Zero Energy Building)に期待しています。ZEBやNearly ZEBで賃貸ビルが収支を取るのには難しいとは思いますが、将来的にはZEB ReadyやZEB Orientedの賃貸ビルを集めたダークグリーンファンドに期待したいです。

徳島氏 ありがとうございます。企業年金のスタンスとしてリターンは犠牲にしないけれどリターンが同じであればESGに取り組みたいというのが一般的なイメージかと思います。栗林さんはどうお感じでしょうか。

栗林氏 不動産投資におけるESGを少し振り返ってみますと、上場リートは欧米を中心とする海外投資家の強いエンゲージメントもあり、早いところでは2010年代前半からESG対応に力を入れ始めた銘柄が多かったように見受けられます。国内投資家が多い私募リートや私募ファンドについては、かつては短期的な費用対効果の面でパフォーマンスに直結しづらいESGにどこまで対応すべきかについ

ではさまざまな議論がありました。大きな変化が起きたのは2015年にGPIFがPRIに署名した以降だと感じます。将来の現役世代の保険料負担を軽減するために年金積立金を運用しているGPIFは、世代をまたぐ投資家として長期にわたって安定した収益を獲得し続けることが求められており、そのためには環境問題や社会問題の影響を無視できないという考えからESG投資を推進していると理解しています。ですので、長期的視点に立って、私募リートを運用している弊社としても、このようなGPIFのESGに対する姿勢には賛同しています。弊社私募リートは、ESG配慮を図るベンチマーク評価であるGRESBへの参加に向けた準備に2019年頃から着手し、2021年にGRESBに初参加しています。

個別物件の認証では、国内の認知度が高いDBJグリーンビルディング認証やCASBEE不動産等、省エネルギー格付けとしてBELSの取得などを推進しています。2022年にはTCFDへの賛同も表明して、ESG開示の充実を図っています。ESG対応で意識しているのは、サステナビリティを考慮した長期的な運用戦略になります。昨今の災害リスクの高まりや将来的に温室効果ガスの排出規制が導入される可能性などにも留意しながら、現場レベルの省エネルギー施策を推進するとともに、照明のLED化や低環境負荷設備の更新等も順次進めています。課題としては、短期的パフォーマンスをいかに落とさずに対応していくかだと思います。ESG対応が長期的パフォーマンスに影響することは理解しつつも、投資家サイドとしては直近の配当についても当然関心が高いです。短期的な視点でESG対応コストの話をする投資家は以前よりはだいぶ減った印象はありますが、パフォーマンスを落とさないことが重要な課題と認識しています。弊社としても、ESG専門家を効率的に活用しながら、自分たちでできることにコツコツと取り組むことが重要だと考えています。特に社会の面ではテナント満足度向上がパフォーマンスに直結しやすい面もあるので、各運用会社の創意工夫が期待されるところです。

徳島氏 ありがとうございます。短期のコストと長期のパフォーマンスをきちんと考える必要がある。そういう意味でESGは足元ですぐ成果が出るというよりロングタームでちゃんと考えていかなければならないというのが今の社会のコンセンサスかなと思います。公的年金もそうした取組みを強く要請されており、GPIFのPFI署名が大きな転機だったとご説明にありましたが、GPIFの行動にも影響を受ける岡さんからESG関連の不動産投資及び地共連全体のESG投資に関する考え方をお話し頂けますでしょうか。

岡氏 ESG投資に対する考え方としては、ESGに関する重要性は承知してしまっていて、事業の継続性や中長期的な企業価値の向上につながる要素であると理解しています。地共連は年金資金を長期間で運用しますので、投資において短期的な企業業績だけでなくESGといった持続可能性の要素に着目することによって、長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的と考え、個別に検討した上で必要な取組みを行っています。株式は委託運用において、2009年度からESGプロダクトへの投資を開始していますし、債券における取組みとしては、自家運用において2019年度からESG債への投資を開始しています。

不動産については先ほどからご紹介があるように、運用機関のESGの取組みについて確認したり、ファンドのGRESBのレーティングも確認したりしています。PRIについて、先ほどお話も出ましたが、ホットな話題になってしまっていて、従前、署名はしていませんでしたが、地共連としてもその趣旨には賛同しています。10月に、PRI in Person2023が東京で開かれた際に、岸田総理から公的年金の署名について言及がありましたので、現在対応を検討している状況です。いずれにしても、長期的な観点で、ESG要素についても適切に考慮した上で投資を行っていくのが基本的な考え方です。

徳島氏 ESGについては、特定のファンドで取り組むこともあるし、年金基金全体で考えることの両

側面があると思います。GPIFのように国民全体のお金を扱うのか、企業年金のように母体事業の従業員、関係者のお金を扱うのかで少し濃淡が出るのはある程度仕方がないと思います。ただ、日本だけでなく世界全体として長期的観点から意識しよう、という意識が高まっていますので、引き続き不動産でもESGの意識を避けて通れないと思います。

ブラウンディスカウントのようなことが将来言われる可能性も考えないといけません。これは投資家としての立場もありますし、テナントなど不動産のユーザーとしての考え方も求められるのかなと思います。

5. 不動産投資に必要な人材・経験等

徳島氏 それでは少し話題を変えましょう。これまで年金による不動産投資という観点から、いくつかのポイントについて議論しましたが、昨今、金融庁から資産運用業の高度化を通じて資産運用立国を目指すといった方向性が示されています。その観点から、不動産投資を拡充するためにどういった取り組みが必要と感じているかご意見を伺いたいと思います。人材、経験、資格、体制、ステークホルダーの理解、情報開示の充実など、さまざまな論点がありますので、特に気になっている点について、小倉さんからお願いします。

小倉氏 金融庁が考えている方向と少し違うかもしれませんが、企業年金の運用に金融リテラシーの高い運用経験豊富な人材が必要かという問いについては、コンサルタントなど外部リソースをうまく使いこなせれば必ずしも必要ではないと私は考えています。企業年金は長期運用ですし、政策アセットミックスでリスクの9割は決まるということが実証されています。リスクの9割が決まるということはリターンもそれなりに決まってくるので、経験豊富な人が必ずしも必要ということではないと思います。ただその一方で年金はプライベートアセットの投資

が増えていて、これは伝統的資産である株式や債券と異なり、サブセクターが非常に幅広く一朝一夕で理解できるものではないので、年金も自助努力が必要だと思います。先輩である年金のOBから頂いた言葉ですが「日々勉強、日々研鑽」、これが大事だということです。

外部リソースの活用がポイントだと言いましたが、おそらく企業年金の新任で来られる常務理事あるいは運用執行理事で、不動産運用の経験者はほぼ皆無です。不動産に取り組むときは国内の私募リートから始めることが多いと思いますが、国内であればファンドの投資物件を見ればそれなりにイメージがつき自前でも対応可能かと。ただ、不動産投資を少しずつ増やして次に海外不動産ファンドにも投資するとなると、個別のファンドを選択するのは一人では無理だと思いますので、コンサルタントを起用してファンド選定の際のアドバイスを受けた方がよいでしょう。さらに不動産を増やす、これは規模の大きな年金だと思いますが、例えば不動産ファンドだけで10戦略以上を採用してポートフォリオをつくるような場合は、コンサルタントの起用では間に合わないで、ファンド選定からモニタリングまでゲートキーパーに全て委託します。もちろんアウトサイドCIO(OCIO)も選択肢の一つですが日本ではまだ馴染みがないのでゲートキーパーの起用になると思います。

徳島氏 ありがとうございます。おっしゃる通り、自前で全部に取り組むのは難しいでしょうし、外部のリソースをうまく使うことが一つのカギになってくると思います。次に、栗林さんからは、年金にどういったことを求められますか。

栗林氏 年金の運用担当者に不動産投資の専門性までは求められていないという小倉さんのお話もありましたし、投資家の方に偉そうなことを言える立場でもないのですが、あえて一つ挙げるとすれば、ARESのマスター資格制度に是非関心を持ってほしいと思います。私もマスター養成講座(一部分のみ)の講師を務めているのですが、証券化マスターは、

将来の不動産証券化市場の担い手である若手や異業種からの参入を志す人にとって、乏しい実務経験を短期間で補完する人材育成ツールとして非常によくできているプログラムだと思っています。近年は投資家サイドにも浸透している制度と理解しています。普段会話するゲートキーパーとは、不動産やファンドに関する共通認識はある程度醸成されていますが、土台の部分にはこのマスター制度が少なからず寄与していると考えています。不動産運用会社と同じレベルで不動産を全て分かっていくことには限界はあると思いますが、年金投資家にとってもゲートキーパーとの議論のためのツールとしても活用し得ると感じます。弊社もできるだけ分かりやすいレポートを意識していますが、もっと深く不動産やファンドを理解頂くことにも役立つのではないかと考えています。

徳島氏 ARESマスターは広くみなさまがというのは簡単にはいかないと思いますが、非常に充実した内容であり、不動産証券化に特化した日本で唯一のプログラムだと思っていますので、年金が基本的には証券化した不動産に投資するという意味ではかなり有意義と思います。最後に、岡さんいかがでしょうか。

岡氏 地共連の現在のオルタナティブ投資に携わる人員については、他の共済組合などと比べても比較的充実しているのかなと思っています。ただ、投資しているオルタナティブ資産の種別やファンドの数が多く、また、公的年金として情報開示のような業務もあるので、業務量とのバランスは常に考える必要がありますね。また、不動産投資は投資期間が長く流動性が乏しいこともあり、担当者の知識・経験を組織として蓄積、継承していくことが重要だと思っています。組織のメンバーは人事異動等で随時変わりますが、若手人材を中心にローテーションによって育成を図って実務経験者を増やしていこうと考えています。

徳島氏 ありがとうございます。不動産投資に限らず、基本的には人が大事だと思います。不動産のことを全部理解するのは不可能ですから、まずはあ

る程度のことが分かること、さらにそこで外部リソースを活用することが一つの答えだと思います。公的年金はある程度体制が組める一方で、企業年金は人員も限られていますので、外部リソースをうまく利用することで不動産投資の体制を組めるのではないのでしょうか。コンサルタントや運用委員会のほか、ゲートキーパーや不動産ファンド運用会社の人と話すことは有意義だと思います。

6. 年金による不動産投資の未来と課題

徳島氏 最後のトピックとして、年金運用における不動産投資の今後の見通しと拡大していくための課題について、ご意見を伺えたらと思います。まずは、岡さんからお願いします。

岡氏 今後の不動産投資の計画について申し上げますと、地共連では中期投資計画に基づき、時間分散に配慮して着実に積み上げていく方針です。海外不動産については、特に欧州地域では積み上げが進みませんでしたのでSMA (Separately Managed Account) を活用し、地域や投資先の分散を図っていく考えです。ただ、計画はさまざまな前提を置いて策定しているため、計画期間中における基本方針の改正や市場動向の変化等を踏まえ、必要に応じ見直しを進めるつもりです。

個別の課題をいくつか挙げますと、地共連としては、各ファンドのモニタリングについて、これまで定性評価を中心に行ってきましたが、連合会がオルタナティブ投資を開始してから8年目で、初期に投資を実行したファンドについては一定のトラックレコードが積み上がってきています。リターンをどのようなベンチマークで評価するかという問題はありますが、オープンエンドファンドという利点が不動産投資にはありますので評価方法をさらに検討してファンド間の相対比較も含めた評価を行う必要があるのかなと思っています。

この他の課題で思いつくものを三点ほど申し上げ

げますと、一点目は、不動産のインデックスにはARESやODCEのインデックスがあり、オルタナティブ資産の中では相対的に整っていると認識していますが、そうしたインデックスが、評価ベンチマークとして確立すると非常にやりやすくなると思っています。二点目は国内不動産の分配金の再投資です。一般的に海外のファンドは分配金の再投資が可能ですが、日本は分配金を受け取らなければならないファンドが多い。ファンドのキャッシュイールドの目標は安定的なインカムを稼いでいるかという観点で重要ですが、実際に分配金を受け取ることは運用上効率的でなく、キャッシュマネジメント上の負荷にもなっています。三点目として、国内不動産の対象セクターの拡大です。国内の投資対象は、伝統的なオフィス、賃貸住宅、商業施設、物流施設が主な対象だと感じていますが、海外では、さらにオルタナティブなセクター(個人向け倉庫、ライフサイエンス施設、戸建て賃貸、シニア向け住宅)への投資が始まっているので、当然、運用会社のみならずさまざまなリスクを精査した上で、対象が広がるとより投資機会が増えるのかなと思います。

徳島氏 ありがとうございます。次に、栗林さんいかがでしょうか。

栗林氏 まず未来については、岡さんとやや重複する部分もありますが、セクターの多様化や証券化に適した優良物件の供給が今後も期待されます。弊社はデベロッパー系の不動産ファンド運用会社として、スポンサーとともに今後も優良な物件を不動産投資市場に供給していきたいと考えています。もう一つはバラエティに富んだポートフォリオの可能性が考えられます。弊社の私募リートは、立ち上げ当時はここまで銘柄数が増えることは想定していませんでしたので、弊社がある意味投資家に成り代わって国内不動産(コアアセット)の縮図のようなポートフォリオの構築を目指してきました。ですが、今は銘柄数も増え、それぞれの特徴や強みを活かした私募リートが次々と立ち上がっています。弊社としても、基本的な方針は変えない範囲で、他社と

の差別化を図るという意味で、弊社らしい私募リートの運用やポートフォリオを目指しています。投資家サイドとしてはトラックレコード等の課題はあると思いますが、こうしたバラエティに富んだ商品を組み合わせてポートフォリオを組める時代になったと思います。

次に課題ですが、運用会社側としては、これまで経験してこなかった新たなフェーズ、具体的にはインフレや金利上昇にどう対処しながら成長していくかがこれから問われてくると認識しています。基本的には投資家との対話も踏まえながら答えを探る動きになると思います。またSTOなどブロックチェーンを活用したマーケットプレーヤーも登場してくる中、物件取得競争も厳しい状況が続いています。スポンサーパイプラインを中心とした外部成長を図りつつ長期的な視点での資産入替えも含めた、ポートフォリオの質的改善をどう進めていくかは今後重要になってくると考えます。

最後に年金側の課題を弊社が申し上げるのは非常に厚かましい話ですが、あえて申し上げるとすれば、機動的な投資判断になってくるとかなと思っています。不動産の売買の世界では物件情報の鮮度が命で、価格もさることながら、スピード感をもって早い意思決定をできるほど物件を買えるチャンスは広がってきます。超長期での投資を前提とする年金の方にはあまり馴染まない発想かもしれませんが、より機動的な対応が可能となる仕組みがあれば、より良い投資機会へアクセスできる可能性は高まると思います。ここまで私は現在担当している私募リートを中心に年金の不動産投資について述べてきましたが、例えば、ブラインドプール型の私募ファンドなどを活用することで年金による不動産投資のすそ野がさらに拡大していくことも期待したいと思っています。

不動産は流動性やマーケットなどさまざまなリスクはありますが、一方で分散効果やインフレヘッジ効果も期待できます。専門性を持った運用のプロが適切に管理すれば今後も年金資金の運用パフォー

マンスに貢献できる商品だと考えています。ぜひ私たちのような不動産運用のプロに大切な年金資金を託して頂きたいと思います。本日はありがとうございました。

徳島氏 ありがとうございます。やはり機動的な投資判断は重要だと思います。債券は少し違うかもしれませんが、上場の株式であれば基本的にいつでも買えるかもしれない。一方で不動産は買えるタイミングが限定的です。そう考えると、年金側に機動的な投資判断を求めたいというのも一理あると思います。では最後に、小倉さんより年金の不動産投資の未来について幅広い観点からご意見を頂けたらと思います。

小倉氏 私募リートの場合、時折、機動的な投資判断を求められることがあります。よくあるのは信託銀行から「増資の話がありますが応募するなら2週間で決めてください」、というパターンです。企業年金は年に2回ほど資産運用委員会が開催され、そこで意思決定をするので、臨時の委員会を開く必要があります。資産規模の大きい企業年金であれば運用執行理事にある程度の裁量があり、機動的に意思決定できる場合もありますが。

企業年金の課題の一つですが、リーマンショック後に不動産投資を開始した、特に私募リートしか経験のない企業年金では、不動産は本来シクリカルなものであることの認識が必要だと思います。国内私募リートは安定的なリターンを創出してきましたが、それは非常に稀有な例でフィックスドインカムではないことを改めて認識する必要があります。今後、長期金利が上昇して10年国債が2%程度になれば、さすがに評価損の計上も今後はあるかもしれませんが、一方で、私募リートの保有する都心5区を中心としたS/Aクラスのオフィスビルや立地の良い先進的物流施設は長期的には安定的なリターンが創出できると考えています。そのような物件は一時的な下落はあっても長期的には価値が棄損しない資産だと

思っていますので、価格が下落しても慌てず保有を継続するのがよいと思いますし、長期運用の年金に適した資産だと考えています。

国内の私募リートは過去安定的なリターンを計上し年金運用に多大の貢献をして頂き、これは評価したいです。外部環境だけではなくファンドマネージャーの努力も大きいと感じています。今後も保守的な運用と配当を維持することに努めることで年金の主要なリターン源泉であり続けることを期待しています。

また、投資家としてはポートフォリオの平均築年数は気になる点であり、若干リターンは下がっても物件の入れ替えは粛々と進めてほしいです。

先ほども出ましたが、ESGの観点からは不動産は今以上に年金が投資しやすい資産クラスになっていくと思っています。日本でもグリーンビルの普及やグリーンプレミアムが拡大すればさらに不動産を通じたESG投資が行いやすくなると思います。不動産でダークグリーン(SFDR9条)のファンドが将来的に出現することを期待しています。

徳島氏 ありがとうございます。本日お話をいただいた公的年金と企業年金の他に、昨今拡大するかもしれないと期待されているのがDCによる不動産投資です。DBと同様に証券化した商品に投資するといった形になると思いますが、まずは、加入者が選択可能な商品リストに加えてもらい、その上で、加入者の方々に商品内容について理解してもらい、と越えるべき高い山がまだ二つくらいあるように思います。それでも海外のDCのポートフォリオを見ても、不動産は長期投資対象として魅力ある資産だと思いますので、今後DCを含めた年金資金が徐々に不動産に向かうことは間違いないのではないかと考えます。

みなさま本日はお忙しい中ご登壇頂き、誠にありがとうございました。