

## 「年金資金の不動産投資市場へのインビテーション」

株式会社住信基礎研究所  
北村 邦夫

不動産投資市場からみて、巨額の資金量を有する年金資金の流入に対する期待は大きく、昨年から、年金資金による不動産投資の具体的な動きが本格化し始めている観がある。一方、年金サイドも制度改革により新たな運用方針の策定、必要なリターンを適切にリスク管理の下で実現していく体制づくりの時期にある。さらに、7月末に公表されたOECD（経済協力開発機構）の企業年金制度の規制・監督に関する勧告に示されているように、各国の高齢化に対応して公的年金と共に企業年金の適格な運用とその仕組み整備の重要性が世界的に改めて認識されている。

そこで、不動産投資市場の拡大と年金を取り巻く環境変化を背景として、年金資金と不動産が不動産投資市場を介してマッチングしていくフレームを概観し、今後の必要な取組みについて整理する。

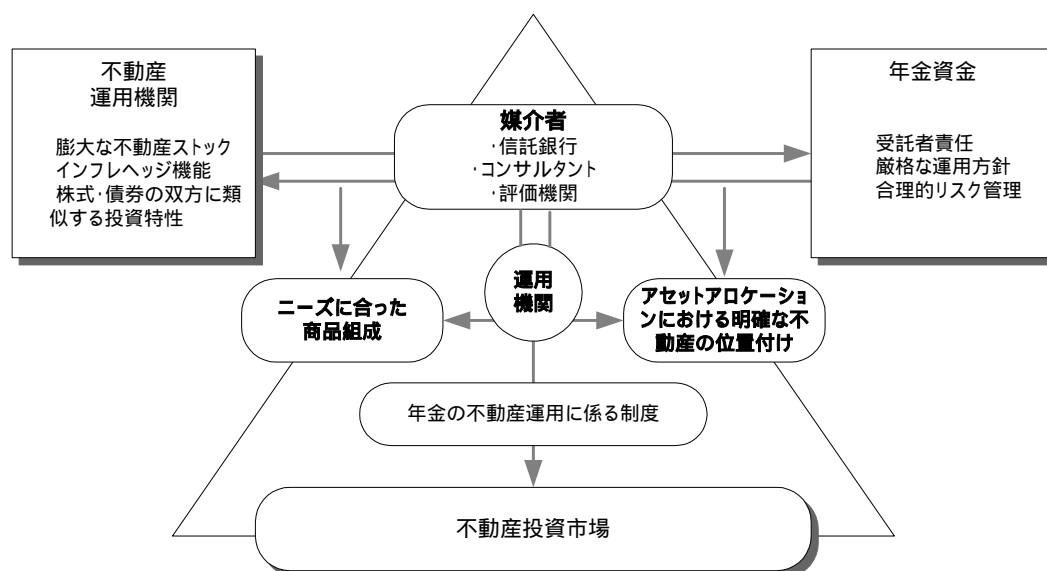
### 1 年金資金の不動産投資の現状

厚生年金基金連合会の資料によれば、厚生年金の資産配分における不動産のシェアは1990年の0.6%から低下を続け、1990年半ばから0.1%前後で推移してきた。2000年から2002年の3年間、株式等の伝統的資産での運用実績の悪化が続いたため、伝統的資産にかわる運用としてオルタナティブ投資が始まり、ヘッジファンド、プライベートエクイティと並んで不動産への関心が高まり始めている。先進的な複数の基金では数年前から不動産私募ファンドやJ-REITに既に投資を行っている。しかし、多くの年金では、不動産投資商品は年金の投資対象になり得るのか、アセットアロケーションにおいて不動産をどう位置付けるか、持込みが増加している不動産投資商品をどのように評価して投資判断を行っていくかについて、検討中あるいは試行段階にあるというのが実情であろう。

## 2 年金資金と不動産のマッチングのフレーム

現在、供給されている不動産投資商品は、パブリックな J-REIT が資産規模で約 1.8 兆円、私募ファンドが約 1.3 兆円と推計され、その他に個別不動産の ABS がある。年金サイドでは、市場規模が小さいこと、伝統的資産とのパフォーマンスの相関について評価が定着していないこと、資産運用会社の能力が未知数であることを主に懸念している。これらの懸念要因は、ある意味で今後の市場の成長を待つ他ないが、不動産サイドではシナリオを持っておくことが重要である。年金資金が不動産投資市場に安定的に資金配分していく構図を描くと、次図の通りと考えられ、基本的に2つのポイントがある。1つは、年金の基本運用方針の中で不動産がアセットクラスあるいはサブアセットクラスとして位置付けられること、つまり、期待利回りとそのために負担するリスク（リスクの中身と量）が明確にされることである。次に、各年金で異なるニーズに対応する不動産投資商品が適切に組成・供給されることである。

図1 年金資金が不動産に資産配分する基本フレーム



### 3 年金の不動産投資へのコンサルティング

資産規模の大きな年金を除けば、一般的に年金の管理者の中に不動産投資の専門家がいることは稀である。従って、不動産投資の特性とリスクについて十分な検討を行ってアセットアロケーションの中で位置付ける判断を行うには、外部の機関を活用することになる。信託銀行や年金コンサルタントの役割が重要であるが、年金は1990年代半ばから不動産投資をしていなかったため、信託銀行以外では年金に対して不動産投資の的確なコンサルティングを行える機関は少数であり、現状では年金のコンサルティングニーズを十分に満たせていないという課題がある。また、バブル崩壊後の不動産実物市場、不動産証券市場のパフォーマンスも安定した定量分析結果を得るには期間が不十分という課題もある。しかし、現時点までの分析から、一定の前提条件の基で不動産投資のリターンとリスクの見込みを設定することは可能であり、投資後のパフォーマンスを前提条件との乖離をモニタリングして、パフォーマンスの要因を分析することで、適切なリバランスや資産配分方針の修正を行うことは可能と考えられる。従って、年金に対して、投資運用方針における不動産投資の有効性、リスク管理法や課題についての適切なコンサルティングを、エージェンシー問題をクリアできる立場（基金の利益と相反しない立場）で行っていくことが必要である。

### 4 ニーズに合った商品の供給

昨年からはファンド運用会社等による年金向けのファンド組成が活発化している。一般的に、年金サイドで、対象資産のプロパティタイプや立地エリア等についての具体的な基準や要望を持っていることは稀である。むしろ、資産運用戦略（出口も含めて）、商品特性（利回り水準、リスク）、利益相反回避の対策などについての明確な方針と、それを裏付ける材料（実績、第三者の意見書など）を年金に説明する際の言語としていくことが有効である。例えば、同じ水準のリターンの投資商品でも、要求利回りを満たすために負担する主なりリスクが、レバレッジによる金利変動リスクなのか、長期で1棟借りするキーテナントのクレジットリスクなのか、不動産マーケットリスクなのかによって、投資商品に対する年金の判断は異なるものとなろう。金利変動リスクや企業のクレジットリスクは債券でとっているため、純粋な不動産マーケットリスクに限定された商品が良いと判断することもあれば、逆に債券の代替として安定した利回りを求める基金であれば、信用力の高いキーテナントの長期賃借物件を集めたファンドが受け入れられやすいこともあろう。つまり、年金サイドでの不動産に対する投資方針とリスク管理方針によってニーズは異なり、それらの基本ニーズにかなう適切な商品組成を行っていくことが、両者のマッチングを進め、年金

からの信頼を積み上げていくことにつながる。J-REITと不動産私募ファンドの商品特性を整理すると次ページ図2の通りとなる。不動産サイドは、オルタナティブ投資の中でヘッジファンドが日本の年金から評価を獲得したプロセスに学ぶものがあると思われる。

図2 年金からみた主な商品性の比較

	投資 タイミング	流動性 リバランス	ベンチマーク	評価・ モニタリング	商品選定の自由度		
					リスク量	リスク要因	
J-REIT	任意	高い (価格ボラティリティ高い)	市場イン デックス あり	入手可能 情報多い 期中の パフォーマンス 確定可能	上場銘柄 の組合せ に限定	相対的に 低い (市場次第)	選択不可 (市場需給 + 不動産 市場)
不動産私募 ファンド	限定される	制約 大きい	ベンチマーク 設定容易 でない	特定機関 に依存 期中の パフォーマンス 未確定	オーダーメ イドにより 自由度高い	多様な 選択・設定 が可能	リスク 要因の 選択可能

## 5 さいごに

年金資金といっても、資産配分方針やリスク管理方針によって、投資商品の選定ニーズには多様性があると考えられる。また、年金の社会的重要性の故に、受託者責任、合理性を持った厳格な運用体制（リスク管理も含めて）、透明性（加入者、企業株主に対して）等が求められる長期運用資金という特性を有している。その資金量は公的年金も含めれば巨額であり、不動産投資市場に大きなインパクトを与える資産運用の新たな変革期である。従って、関係プレイヤーが冷静さと誠実さを持って、着実に長期にわたり年金資金から不動産が1つのアセットクラスとして評価・信頼されるよう取り組んでいく必要がある。

月刊プロパティマネジメント 2004年9月号(総合ユニコム株式会社・発行)掲載

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-investment/investment.html>