

【第106回 定期講演会 講演録】

日時：平成17年2月2日

場所：東海大学校友会館

不動産投資におけるインデックス活用の実際

～ファンド運用とベンチマーク～

INVESTMENT PROPERTY DATABANK

会長 ルパート・ナバロ

■はじめに

これから、特にイギリスを中心として過去20年の間に起こりました不動産投資市場の変革についてお話したいと思います。

不動産というのは、ここ20年の間に、より株あるいは債券といった投資資産に近づいてきました。特にこの数年の間に、不動産投資は非常に強いパフォーマンスを見せておりまして、こういった動きが、アメリカあるいはヨーロッパ、そして日本でもこれからより顕著になっていくだろうということで、そういう点についてお話したいと思っております。

それから、不動産の投資市場に関しまして、どのような情報が利用できるのか、あるいはどのような活用の仕方があるのかということをお話したいと思っております。

本日、お手元にお配りしておりますスライドはかなり枚数が多くなっておりますけれども、時間も限られておりますので、その中で重要なところに絞り込みましてお話を進めます。それ以外のものは、また後ほどお読みいただければと思います。

それから、本日の資料はいろいろな情報源から作成しておりますので、特にご関心のある場合には、こういったレポートなどがあるのかということをご案内いたしますのでまたお申し出ください。

■1980年代のイギリス

私が最初にイギリスの不動産業界、不動産市場にかかわりましたのが1980年ごろでございますけれども、これはエコノミストとして仕事を始めました。当時、イギ

リスの中心は、年金ファンドの運用、あるいは保険会社の資産の運用でありまして、1970年ごろからその傾向は顕著になっております。特に1974年、オイルショック後、イギリスの不動産市場がクラッシュした後に、政府が年金に対して不動産を買うことを進めていたということがございます。特に不動産、当時はインフレ率が非常に高い時代でございましたので、特にインフレヘッジはできる投資として、そのアロケーション（資産配分）を増やしていったということになります。

それから、1960年代に確立されました、これは非常に有名ですけれども、イギリスの賃貸契約期間の長いリース契約—当時は大体25年ぐらい契約が主流でございましたけれども—、こういったものが特に投資家にとっては投資対象としての不動産の位置を高めることになった。逆に言えば、そこにテナントとして入る方にとってはマネージメントが難しい不動産であったということになります。

ここに書いてありますとおり（P. 143）、1980年代の初めのころといいますのは、マーケットの主流が機関投資家、先ほど申し上げました年金ファンド、あるいは保険会社が主流で、これも国内の投資家にほとんど限られていたということでございます。

また、その国内の投資家が海外で投資することもほとんどありませんでしたし、海外からイギリスに投資をするということも大変限られておりました。投資対象としても、オフィスにほとんど限定されておりました。大体60%ぐらいがオフィスに集中されており、その中でも、ロンドンのいわゆるシティー地域、あるいはウエストエンドにそのほとんどの投資がなされていたということになります。それは機関投資家が非常に多くのオフィスブロック、オフィスのビルディングを買って、非常に

いい条件で貸された、賃貸された投資によって守られていたということになります。

もう一つは、特徴的なのは、デットを使った投資というのが当時はほとんど行われていません。機関投資家ですから、自分たちのアカウントで、自分たちの投資資金でもって運用していたということです。

まとめますと、70年代、80年代を通じて、非常にわかりやすい、単純なマーケットで、大手の機関投資家がマーケットをまず主流として投資の主体であったと。それから、こういったIPDの情報が徐々に、こういった機関投資家のアセット・アロケーションの中で価値を持ってきたということになります。

■しかし、状況は大きく変わった

1980年代前半ぐらいまでのマーケットは非常に安定したマーケットだったわけですが、その後の20年というのは非常に大きな変化を遂げた20年でございました。まず、マーケットが非常に大きくなってきた。これは、例えば1985年でありますと、不動産の全体の資産規模、これが350億ポンドぐらいの規模でございました。これが今では大体1,500億ポンドになっております。大体5倍ぐらいになっております。それから、新しいオーナー、あるいは新しい投資家が非常にふえております。例えば、いわゆるリテールインベスター（個人の方からお金を集めてきてそれを投資する）、あるいは国際的な投資家が非常にその役割をしてきております。

投資家が持っております、投資対象の不動産というのも、従来のオフィス中心から非常にいろいろなセクターに広がっております。例えば、今、リテール、つまり店舗の商業用の施設の不動産がIPDのデータバンクですと50%以上のウェートを占めております。そのほかにも、例えば広い意味でのビジネスパークだとかレジュー施設、ホテル、あるいは配送施設・倉庫といったものが広く投資対象となっております。

また、投資の対象の地域ですけれども、先ほどロンドンが60%以上の集中度合いを見せていたとお話ししましたが、今では大体20%以下のウェートになっています。

■なぜ変わったか：ヨーロッパ

さらに、マーケットは非常に国際化したということを

ご説明いたしますと、これは90年代前半、ロンドンの不動産市場は大きく崩れましたけれども、こういった投資家の分散がきいていたということがございまして、ほかのヨーロッパ諸国に比べますとネガティブなインパクトというのは限られていました。例えば1980年代の中ごろですと、400のファンドが300のファンド・マネジャーに運営されておりました。ですから1つのファンド・マネジャーの運用するファンドが非常に限られていたんですけれども、今では大体20ぐらいの、大きなファンド・マネジャー20社が全体のIPDのデータバンクの75%以上のシェアを、それだけのポートフォリオを占めております。こういったところからこれらのファンド・マネジャーが出てきたかといいますと、例えば株式投資あるいはボンドの投資をやっていた会社が、ヘンダーソンだとかシュローダースだとか、あるいはメリルリンチといった、そういった金融機関が不動産のファンドを組んできたということが1つのソースになっています。

それから、機関投資家の中で、例えばイギリスで一番大きな生命保険会社の1つでありますプルデンシャルでございまして、今、プルデンシャルは大体200億ポンドぐらいの資産を運用していますが、自分たちの親会社であるプルデンシャル生命保険に対してだけではなくて、サードパーティーの、第三者のお金の運用もプルデンシャルが行うようになった。あるいはほかのアクサであるかと、スタンダードライフという、ほかの機関も同じような形態をとっております。

それから、もう一つは上場されています不動産会社ですけれども、ここも会社はそれぞれ築いてきました資産運用のノウハウをもちまして、ファンド運用のビジネスにかかわってきたということになります。

こういったファンドの運用の仕方というのは、もともと、株の運用、あるいはボンドの運用のモデルをベースにしておりますけれども、その運用の仕方だけではなくて、例えばその運用成果のモニタリング、これは非常に細かいレポートを作成しまして、投資家に対してきちんとした、大体四半期ベースの報告を行っています。それによって、そのファンド運用の成果も連動して決まってくるということになりますけれども、そういった、ある意味でマーケットの付随的なサービスもそこで非常にきめ細かくなってきたということがございます。

それから、年金基金が、直接の不動産投資だけではなくて、いろいろなタイプの不動産のファンドに投資をするようになった、それによって、こういった金融機関の、金融商品の仕組みとか、トレンドが、不動産の世界に持ち込まれた結果、いろいろな規制だとか、あるいは

マーケットの透明性、情報開示に関しても同じように不動産の世界でも拡大してきたというのがこの20年の変化でございます。

■そしてアメリカの影響

それから、マーケット全体の変化につきましては先ほど申し上げましたけれども、もう一つ特徴的なことは、先ほどのことも関連しますけれども、アメリカの影響が非常に大きかった。これはアメリカの、特に投資銀行が、今、不動産投資の方法をかなり変えた、あるいは革新したということがございます。特に1990年代の中ごろ、ヨーロッパ、特にフランス、イタリアで顕著だったんですけども、不動産マーケットが崩れたときに、こういった投資銀行が大量に不良債権に関する資産を買いつけて、非常に大きな利益を上げた。そして、その利益でもって、さらに年金基金から得られる資金を導入してきて、いわゆるオポチュニスティック・ファンドの設立を可能にした。あるいは、そういった投資銀行はロンドンに来た際にも、新しい金融手法、特にデットサイドの方ですけども、いろいろな商品開発をすることによって、いわゆる不動産投資の商品の選択の幅を非常に拡大したという時期でございました。ヨーロッパでこういった投資銀行の活動が1990年代半ばから本格化されて、今はその1つの重要なパートになっております。そういった同じ動きが1990年代の後半、アジアに関して、今、起こりつつあるという流れになっております。

■ヨーロッパ・北アメリカの不動産市場の現在

アメリカあるいはイギリスで起こりましたこういった傾向は、この過去10年ぐらいに非常に勢いで広がっております。ヨーロッパではより不動産の流動性が高まっております。それから、国際的な投資が非常にふえております。あるいは、いわゆるプロフェッショナルなアプローチが不動産のファンドにも持ち込まれておりまして、いわゆる所有と運用が分離された形で進んでおります。マーケットの透明性がそれにつれてまた高まっています。こういったことの1つ1つについて、これから少しお話ししたいと思います。

まず、流動性の高まりということでご説明いたしますと、これはもちろん投資家にとっては不動産の投資が流動的であるということは非常に重要なこととなります。

例えばイギリスの場合ですと、いわゆるターンオーバー、その売却とそれから購入の全体のファンドに対する割合というものを仮にとった場合には、この15年間で大体10%から20%に増えました。ですから、1年間に資産価値ベースでおおよそ5分の1の物件が平均して、IPDのデータバンクの中で入れかえを見せている。それから、ヨーロッパのほかの国々でも、大体2割から25%ぐらいの流動性を持って動いているということがございます。

次に、国際的な国境を超えた投資の増加ということについてご説明いたします。

今、恐らく、ロンドンあるいはパリのオフィスマーケットの大体2割ぐらいは、それぞれの国の国内の投資家ではなくて、海外の投資家が、今、そのストックを所有しているだろうと言われております。

それから、ヨーロッパにおけます国境を超えた不動産の取引というのが、1年間で、今、4,000万ユーロを超えたと言われております。これは全部の取引の中の4割ぐらいの数字を占めているということになります。こういった国際的な投資の流動性の高まりと国際的な投資がふえたということに関して、例えばイギリスあるいはフランス、スウェーデンといった国は今、非常に大きな利益を得ています。例えば取引のイールドが、それだけ需要が高まっておりますので、低くなっている。あるいは、それに伴って需要の強さに応じて開発事業もより取り組みやすくなっている、あるいはいろいろな商品を開発することが可能になっているという利益を享受しております。

逆に、そういった流動性の低いところに関しましては、例えばイタリアだとか、今、発展中の東ヨーロッパのあたりは、よりリスクの高い市場というふうに見なされて、より高いリターンを求められている、そういう状況でございます。

今、ご紹介いたしました国際化ということに加えて、さらに非常に顕著な方向としまして、ファンド・マネジメントのプロフェッショナル化が進んだということがございます。これは一番端的に示しておりますが、ここのグラフ(P.144)に上げております非上場の不動産投資商品の増加ということになるかと思えます。プライベート・ファンドというふうに言ってもいいかと思えますけれども、このセクターは、我々の知り得る情報によりますと、大体1996年では200億ユーロぐらいの規模でございました。大体100ぐらいの商品がそのころはあったというふうに言われております。それが2004年の調査によりますと、その規模は1,500億ミリオンユーロ、ですから、大体7.5倍ぐらいの規模となっております。今、450ぐらいのファンドが商品として流通しているという

ふうに言われております。

このそれぞれの商品につきましても、今いろんな個別の特徴、例えばリスクの面についても持っております。既存の不動産の投資家あるいは所有者同士でジョイントベンチャーをやるような場合もございますし、あるいは非常に規模の小さい年金基金、あるいは個人の方がファンドを組成してファンドのスポンサーになって投資をしていくということも可能になっております。あるいはスペシャル・ファンドという形でショッピングセンターに特化したファンドをつくらたり、あるいはイマージング・マーケットとして、東ヨーロッパであるとか、南ヨーロッパを対象にしたファンドをつくり込むというようなことも、今、顕著に起こっております。

■透明性が高まったヨーロッパ市場が意味するものは

こういったマーケットの拡大、あるいはマーケットの多様化が要求していますこと、あるいは流動性の拡大が要求していますことは、より高いレベルでのマーケットの透明性ということになります。いろんな方法でマーケットの透明性を高めることができるのですけれども、例えばその1つの例としまして、ヨーロッパをカバーするような形で、この今の非上場のファンドをカバーする組織がございます。EPRAというのはヨーロッパの上場された不動産会社の業界組織でございます。それから、INREVというのも、これはヨーロッパをまたいだプライベート・ファンドの業界団体でございます。こういった団体がそれぞれ、両方ともアムステルダムに本拠地を置いているんですけれども、こういったレポートを標準化するにはどうしたらいいのかとか、あるいはその報告を投資家に対する情報開示をどうやってフォーマット化できるか、あるいはそのベスト・プラクティスというのはどういうものなのかというふうなことを議論しながら、例えばマネジメント・コスト（管理費用）のレポートの仕方について、共通のフォーマットをつくらせて、投資家に対して情報開示を進めていこうという動きがございます。それぞれについてインデックスも作成しております。あるいは、ここ数年の動きとしましては、アメリカの投資アナリスト協会が中心になってつくっておりますグローバル・インベストメント・パフォーマンス・スタンダード（GIPS）というふうに言われておりますけれども、このGIPSに準拠しているファンドとして、いろんな要件を満たす必要があるのですけれども、こういった動きが、ヨーロッパあるいはグローバルな展

開としてマーケットの透明性を高める一つ的手段として行われております。

ヨーロッパあるいはアメリカでは、こういった不動産の情報の1つとしての不動産インデックスが、今、ごらんいただいておりますマトリックスの中で整理されております（P. 145）。上から言いますと、まず、非常に単純な、シンプルな形の、いわゆる直接の投資不動産に関するインデックス、これはヨーロッパであれば、弊社IPDを中心にしましてつくられておりますし、アメリカの代表的なマーケット・インデックスとしてはNCREIFという業界団体がつくったインデックスがございます。これは、一定期間保有されております投資物件に関してデータを積み上げたインデックスになっておりまして、これをボンドだとか株との比較のマーケットのインデックスとして使っていくということが一般的に行われております。

それから、2つ目の行にありますのは、ポートフォリオのベンチマークに使っておりますインデックス、指標になります。これは上のスタビライズ・インベストメントとあります、一定期間、投資期間を運用されている、保有されている物件に加えまして、その期中に売り買いされた物件、あるいは開発中の物件、すべてそのファンドの情報に基づきましてつくっております。これはファンドとファンドの比較について、特に有用なベンチマークを提供しているインデックスあるいは指標というふうになっております。

3つ目は、プライベート・ファンドに関するインデックスですけれども、これは今まで申し上げました不動産の物件の資産ベースのインデックスではなくて、ファンド単位のインデックスあるいはリターンを計算していく指標でございます。ネット・アセット・バリューをベースにしたものでございますけれども、例えばイギリスの方ではHSBCという会社と共同でIPDがインデックスを出させていただいております。

最後に上場されております不動産会社株のインデックスというのもございます。これは普通の、全体の株の指数の中の一部分、セクターの部分になります。インデックスは、例えばEPRAとかGPRという団体が、一定のつくり方で不動産会社株の指数をつくらっています。それぞれインデックスは違った目的、あるいは違った計算の仕方をしておるわけですけれども、投資家から見れば、こういった不動産あるいは不動産に関連した投資を、インデックスで比較しながらアセット・アロケーションを進めていくというふうに使われております。

昨年は約15カ国の国で、イタリアと日本は、今、コン

サルティブ・ベース（暫定版）として、インデックスを公表させていただきました。それ以外にも、アメリカでは大きなオープン・エンド・ファンドのデータをいただきまして、ベンチマーク・サービスだけを行っております。これは先ほどご紹介しましたNCREIFという機関の協力のもと進めております。

今までのところがヨーロッパのインデックスあるいは不動産マーケットとの、イギリスを中心としました、ここ20年ぐらいの動きのご説明でございます

■日本は孤島ではない！

今から申し上げますことは、皆様、違うと思われる点もあるかも知れませんが、日本でも同じように非常に大きな変化が、今、起こっているということを認識しております。まず、不動産の投資のマーケットが非常に拡大してきていると。特に今まで企業が持っていたコーポレートの不動産、あるいは銀行が抱えていたような不動産が、いわゆるプロの投資運用者の方に所有を移してきている。あるいは、ここ近年、直近の本当に限られた期間かと思えますけれども、保険会社あるいは年金基金からの不動産に対する関心が、ここ数年の中で初めて高まってきている。それから、不動産が、いわゆる金融資産の一つとしてポートフォリオ的な考え方の中に組み込まれ始めた。全部ではありませんけれども、そういった発想で扱われるようになってきている。つまりインカム・リターン、あるいはトータル・リターン、同じように注目しながら運用していくというふうなスタイルが出てきている。

最後にJリート、これはJリートのマーケットの急速な拡大によって、特にリテールの、個人の投資家の関心も、ここ数年来、初めて高まっておりますし、それから、海外からのリート・マーケットに対する関心も非常に強いものがあると思えます。こういった変化、こういった現象は、もちろん、今、日本でここ数年、あるいはここ直近、1年の間に起こってきていることですが、すべてヨーロッパあるいは北アメリカの方でも見られた現象であるということが結論として言えると思えます。

■日本に必要な情報は他国と同じ

こういった現象が起こってきていることに対して、今、

こういった不動産に関する情報が必要になっているかといえますと、これはほかの国と同種の情報が必要になってきているだろうと思われます。例えば金融あるいは年金業界では、安定的な、長期的な運用資産が必要であると。したがって、それに対して不動産が、こういった資産としての特徴を持っているのかということを理解するような情報あるいはレポーティングが必要になってくるだろう。あるいは、ファンド・マネジャーが不動産の運用する際に、いろいろな財務的な分析をするわけですが、そういった分析もこれからより一層精緻に細かく要求されるようになるでしょう。あるいは、国際的な投資家にとってみますと、日本一国だけに投資しているということではありませんから、国際的な比較をして、同じような指標で、同じような目線でそれぞれの国の比較ができるような、そういった情報も必要になるでしょう。あるいは、国全体に対して、できる限り、いろんなセクター、あるいはいろんなマーケット、都市の活性化が進んでいるところ、あるいは停滞しているところを含めて、非常に幅広いマーケットの情報が必要になってくるだろうと思われます。

まず最初に、いわゆる機関投資家の中心となっております、例えば保険会社であるとか年金基金が要求しているデータあるいは情報というのは、ほかの資産と同じような、株だとか債券と同じような情報だろうと思えます。これはアセット・アロケーションの視点から不動産を位置づけるという必要性があるからです。逆にこういった情報が欠けていることにより不動産に対するリスクが高まると、リスク・プレミアムが上乘せされ、不動産投資が、ポートフォリオのコア・アセットとして組み込まれるというよりも、いわゆるオルタナティブの投資としての位置づけにとどまってしまうという危険性あるいは可能性がございます。例えば、今、ヨーロッパですと、ここにごございますHermes（ハーミーズ）、これはイギリスの代表的な年金のファンドでございます。あるいは先ほど申し上げましたブルデンシャルといったところは、不動産に対して15%以上の配分をしています（P. 145）。イギリスでは、今、4.5%が平均ですけれども、ヨーロッパ全体で見ますと、不動産に対するアロケーションというのは10%前後の高い数字になっております。こういった長期的な資金の需要、長期的な資金が不動産に入るためにはこういった情報が必要なのか。そのときに短期的なファンドが不動産投資に対する唯一の解決策ではなくて、より長い目で見た不動産に対する資金にこたえていく、そういった情報なり情報開示は必要だということが言えるんじゃないかと思えます。

■投資資産としての不動産の理解

今申しあげました不動産の情報、いろいろな情報があると思うんですけども、特に投資家にとって重要と思われるもの、例えば代表的なものを上げますと、この4つぐらいがあるんじゃないかと。それについてご説明いたします。

1つは、不動産のマーケットがどのようなサイクルを描いていくのか。サイクルがあるとすればどういったサイクルをもって変動していくのか。また、それはどういう理由でそのマーケットの変動が起こるのか。

2つ目は、不動産の評価、バリュエーションということですけども、当然、売り買いのときにプライシングをするわけです。あるいはファンドの運用中のモニタリングの中で評価を行うのですけれども、それがどの程度精度を持って行われているのか。それが2つ目の関心事項じゃないでしょうか。

3つ目が、賃貸契約が変わったときに、どういった現象が起こるのか、解約されるのか、延長されるのか、あるいは延長されるとしてどういった賃料の水準になるのかといったことも非常に大きな関心事になると思われます。

最後に、ビルの老朽化がパフォーマンスにどういった影響を与えるのかというようなことについて、これからちょっとお話ししたいと思います。

スライドを見ていただければおわかりかと思いますが、資料にかかわっていらっしゃる皆さんからすると非常に当たり前の話かもしれませんが、不動産の一つのサイクルというものがあるんじゃないかと思えます。その場合には不動産の市況が例えば悪くなりまして、そこで空室率がふえると。そういう状態を見まして賃料が下がっていく。そこから、これは経済のサイクルとも関係しますけれども、経済の状況がよくなるにつれて、そういった賃料の空室率が減り、あるいは賃料が下げどまりをして、また上がっていくと。さらに、そういった状況を見て不動産の開発がスタートし、当面は、最初はそういった需要に追いつかない、供給が追いつかない場面で賃料が上がるわけですけども、そのビルディングが完成したときに、その需要と供給のギャップが起こってマーケットが少しまた下方に向かうと、そういったことの波を経済状況と合わせながら不動産のマーケットは変わっていったらいいというところがあるかと思えます。

今、ごらんいただいておりますのは、ここ30年ぐらいのイギリスの不動産のオフィスの指標でございますけれども (P. 146)、黄色の線、これは賃料のサイクル、そ

れから、赤色の線がビルの着工状況です。それから、青色の線が経済指標の中で、不動産業の成長率がどれぐらいあったかという指標になっています。はっきりと大きな波、2つ、1970年代の最初のころと1980年代の最初のころにあるわけですけども、経済状況がよくなるにつれて賃料が上昇すると。それから、ビルディングの着工が増加し、その後でビルディングの賃料が大きく下落するというような波が、少しずつずれながら発生しているというふうに見えるかと思えます。こういった状況は、今ももちろん同じような要素がここにはあると思われま

す。これは、7つの国で不動産の平均的なリターンあるいはリスク、これは標準偏差でとったリスクですけども、これ並べまして、それぞれの、ほかの経済指標との相関をとったものでございます (P. 146)。平均リターンという意味でいいますと、例えばフランス、アメリカのように6.4%と、この中では低いリターンがある一方で、例えばアイルランドのように、平均で15%ぐらいのリターンを上げている国もあります。非常に差があります。もちろん標準偏差にもかなりの違いが見られます。

他方で、例えば似ているところは、GDPが影響を非常に与えている。これはある意味で当たり前ですけども、非常に大きな影響を与えていることだとか、ほかの金融資産との相関が思いのほか低い、不動産に関しては低い。あるいはインフレ率との相関も、これは70年代にインフレ・ヘッジになるという認識はあったんですけども、ここ数年の数字を入れますと、インフレとの相関がどんどん薄れていっている状態になります。こういったことが、見てとれると思われます。

先ほどの不動産のサイクルに関しましては、いろんなほかの研究がございますので、また、もしご必要でしたらご紹介いたします。

■不動産の評価はどの程度正確か？

次に、重要なトピックスとして、不動産の評価の精度あるいは正確さというものについてお話ししたいと思います。

これは不動産が株式市場のように常に取引の情報が公開されていると、あるいはそれが積み上げてインデックスができるというものではなくて、不動産の評価に基づいてインデックスをつくっております。そうなりますと、不動産の評価の精度がどれぐらい高いものなのかということが問われてくると。ここにお目にかけておりますの

は (P. 147)、横軸がある年の取引の価格でその縦軸の方に……。2000年の終わりの評価価格と、縦軸がその次の年に売買された実際の取引価格というものをプロットしたものでございます。この不動産の評価に関しましてはいろんな議論があると思いますけれども、少なくともイギリスのデータを見る限りはかなりの精度の高いものが見られるだろうと。これはもちろん国によっていろいろ情報の精度あるいは評価については違いますので、こういった評価についての検証をIPDのインデックスをつくる際には1つ1つやっております。

こちらは評価の誤差がどれぐらいの幅になるのかということを手グラフでお示したものでございますけれども (P. 147)、98年から2001年までのデータを見ていただきますと、大きく実際の数字と離れているところは依然として残っているのですけれども、全体としてその誤差が真ん中の方に収れんしまして小さくなってきているということがわかるかと思えます。

日本に関しては、まだデータが余りここまで詳しくとれませんので検証できておりませんが、データの蓄積を見て、こういった検証も行っていきたいと思っております。

■不動産の収益の理解

不動産投資というのは、ご案内のとおり、その取引コストが非常にほかの投資と比べるとかかるものでございます。税金あるいはその仲介料等、コストがかかると。ということは、安定した収益を確保していくということは、裏を返せば非常に大事な要素になってくると思われまます。その1つの要素としまして、賃貸契約が終了した場合に、次にどういったことが起こるのかと。青色の部分は賃貸契約が更新されて、もちろん賃料の公開がありますけれども、賃料を改訂して、そのままテナントが新しく契約を更新したケース、それから、黄色の部分は、違うテナントがそれを借りたケース、あるいは一番上の部分は、結局、契約期間が済んだ後も空室のままだったと。3分の1ぐらいはそういうケースになっております。こういった情報が非常にインカムの部分、収益の部分でどれぐらい確実なものかということを見る上で非常に重要な情報になってきております。

2003年の例でいいますと、テナントが変わって新しく貸された場合にはその賃料は高くなっている、これはよかった場合のケースでございます。

逆に、空室あるいは契約が終了した時点で空室になっ

てしまったと、それから、新しいテナントを入れるためにはかなり時間がかかると。これは2002年と2003年の例でいいますと、平均すると15カ月ぐらい、賃貸契約が終了した場合に空室のままになっているというふうな集計もできます。

また、会社がデフォルトで賃料が回収不能になったような場合ですけれども、これは逆に、我々のデータベースで見る限りは、その影響は、全体として見れば、平均として見ればそれほど大きくない、これは2002年と2003年、それだけダメージは少ないという例でございます。

これらの数字は、もちろん、日本でも同じようなことをやるとしますと、当然違う数字になるかと思えます。同じ国でも年によって違いますけれども、ビルのオーナー、あるいは投資をされている方にとっては、こういったリースの状況が変わったときにどういったことが起こるのかということに関して、特に収益を見ていく上で、あるいは将来の収益がどうなっていくかということについて非常に重要な数字ではないかと思われまます。

テナントの条件、賃貸条件の変化に伴う収益の変動あるいは収益に何が起こるかという例は先ほどごらんいただきましたけれども、もう一つ、非常に大きなポイントとして、不動産、建物の物理的な、機能的ないろんな減価が年によって発生いたします。それがどういったインパクトを持ってくるのか、こういう調査も昨年行い、かなりのデータを使って行いました。もちろんどれぐらいの追加投資をすれば賃料水準が維持できるかといったこともありますし、セクターによって、あるいはビルディングの仕様によってどれぐらいの費用がかかるのか、将来、どれぐらいの出費が確保しなければいけないのかというようなことも、こういう情報の中でつくっていく1つのデータでございます。

今の数字で見ますと、店舗に、いわゆる商業施設に関しては割と減価による影響が、このデータベースでは少ないんですけれども、逆にシティーのオフィスにつきましては非常にその減価が大きかったということが言えます。あるいは、新しいセグメント、新しくつくられたようなセグメントに関しては、これもビルの設備あるいは規模に対する要求が変化することによって、その影響も大きくなるというふうに見られています。日本でいいますと、特にリートのこれからの運営の中では、こういった要素が非常に重要になってくるのではないのでしょうか。

■不動産ポートフォリオにおける減価と老朽化

今までお話ししましたことは、不動産のマーケット、不動産市場をどういうふうによりよく理解するか、あるいはマーケットの発展のために情報がどうやって使われるかということをお話ししたんですけれども、もう一つは、投資家あるいはファンド・マネジャーが、どういった分析、あるいはどういった情報によって、そのポートフォリオの運用に役に立てることができるのかということについて少しお話ししたいと思います。

不動産のファンド・マネジャーが要求しております、あるいはどういうふうな目的で使えるかということについてお書きしていますけれども、例えば先ほど来申し上げています、資産のアセット・アロケーションの中でのリスクリターンの分析、あるいはベンチマークとしての活用、あるいは国内、セクター、都市間の比較、あるいは最近スタートしましたデリバティブの運用というものに使われます。

リスクとリターンの分析という基本的な分析に関しましては、こういったデータの蓄積によって長期間の資産間の比較が可能になると。リターンの比較、あるいはボラティリティのリスクの比較ということが可能になります。

それから、先ほど見ていただきましたデータに基づきまして、不動産と、その他の資産との相関がどうなっているかということをお示しすることができますと思います。長期的に見ますと、不動産というのは、株あるいはボンドとの相関関係が低いと。ですから、これらの資産が好調のときに不動産が低調というか、それほど高いリターンを上げていないと。逆に、不動産がいいときにはほかの方が下がる傾向にあるということが長いデータの中で見てとることができる。こういったものをベースにしまして、アセット・アロケーションを考えていくということになります。

■ベンチマークの利用

ベンチマークの利用ということで箇条書きさせていただいておりますけれども、まず目標となるリターンの設定、それから、ポートフォリオの運用に際して、そういったリターンがどういう原因によって、どういう背景で、どういう原因によってそれが起こってきたかというの理解ですね。それから、長期的にそのファンドの運用の変化を見た場合に、何かそのファンドの特徴が、平均

的なマーケットに対してどういった特徴を持っているのかということもベンチマークの役割です。あるいは、マーケットのファンドの運用に対して、マネジャーがどの程度運用の中で貢献をしたのか、あるいはリスクをコントロールしてきたのかということがこういったベンチマークの使い道としてございます。もちろん、ベンチマーク、リターンを設定した場合には、そのリターンに対してどういった報酬を決めるなり、あるいはボーナスが出るなりということにもかかわってきております。

ポートフォリオのファンドの分析はトップダウンとボトムダウン、両方ともやり方があると思うんですけれども、不動産の投資のタイプ別に直接不動産の投資、あるいは間接不動産、その他の投資を、すべてファンドの中で、ファンドのリターンとして積み上げていく方法があります。

それから、逆に、どういった配当が、そういった商品から行われてきたのか、あるいはファイナンスとして、資金として、それがどういうふうに分けられるのかというようなトップダウンの分析も行われます。

我々のいろんな分析書を開発してきた中で、例えばこの寄与度分析というのがございます。寄与度分析によって、ファンドのパフォーマンスがどういう要因によっていたのか、あるいはその投資目的、それぞれ、そもそものファンドの組成された目的に合致したものなのか、あるいは戦略と合っているのか、スタイルと合っているのかということの検証になります。あるいは、ファンドのパフォーマンスがよかった場合に、それはマネジャーのスキルによるものなのか、あるいは単純に運がよかったのか、そういったことの検証にも使うことができます。

IPDのインデックスにつきましては、先ほど来申し上げていますように、ヨーロッパのいろんな市場で作成をしております。もちろんこのインデックスに基づいて投資家はこういったところでマーケットが変わってきているのかということをごいってグラフを見ながら検証していきます (P. 149)。

日本の数字に関しましては、先ほど申しましたとおり、まだサンプル数もちょっと限られておりますので、暫定的なものでございますけれども、国際的な投資家はこういった数字を見て日本への投資をどうしようかということの一つの判断材料に使っていきます。

今、ごらんいただいておりますように、それぞれのフランス、ドイツ、これらの国で比べた場合に、インカム・リターンがそれぞれの国でどういうふうになっているのか。日本の場合、大体6%ぐらいになっておりますけれども、ほかの国と比べて、ドイツよりも若干高かったり、

あるいは、オーストラリア、アメリカと比べるとほぼ同じ程度のリターンが上げられている。あるいは、逆に、キャピタル・リターンの部分が2003年ですぐマイナスになっておりまして、こういったところが全体のトータル・リターンの差になって出てきているということがわかるかと思えます。

■不動産デリバティブの主要な利用

最後は、不動産のデリバティブに関するお話を少しさせていただきます。

1990年代から、ここにございます幾つかの不動産の金融派生商品、投資に対する派生商品に関する組成が試みられました。これは1つには非常にマーケット自体がよく確立されてわかりやすくなってきたということで、初めてこういった商品の組成が可能になってきたかと思われれます。

先日、日経金融の方にも少し記事を書いていただいたのですが、不動産のデリバティブ商品について、特にここ1年ぐらい、機関投資家の中でニーズが高まっています。そうなりますと不動産の投資商品というのが、今、金融商品が得ているベネフィットと同じような便益を得ることができるでしょう。ここに書いてあります、例えば流動性が高まるとか、あるいはセクターレベルでのスイッチ、投資の移動が非常に容易になると、あるいはリスク分散がより簡単になる等々のいろんなメリットがあると。これはマクナマラ・ケースというふうにありますけれども、ブルデンシャルのインベンストメント部門のトップにいらっしゃるマクナマラさんが、特にこういったデリバティブの開発を進めてきたということで、マクナマラ・ケースというふうに言われています。

こちらは先ほどご紹介しております商品の中の1つ、ピックスといわれている商品の概念図でございます。

最後に、金融デリバティブのお話からかなりテーマとしては違うトピックスになるのですが、不動産のこういった情報のお話について補足させていただきます。

以前、国交省の竹歳局長と非常におもしろい議論をさせていただきました。といいますのは、特に地域の、後ほど困窮地域という言葉が出てきますけれども、1970年代前半のイギリスで産業の構造の変換が起こった。そのときに、そういった地域にどういうふう不動産のファイナンス、都市の再生を行っていくかということに関して、特に不動産の情報が足りない、欠如しているということがイギリスにおいて大きなトピックになりました。

それはそのインデックスをつくっていく一つのきっかけになったわけですが、今の日本の都市再生あるいは産業構造の変化から来る地域の活性化ということにもこういった情報が役に立つんだということをご説明したいと思えます。

■都市・地域へのプロジェクトファイナンス

これはほかの投資でも同じかと思えますけれども、官民を問わず、資金を投入するということに関しては、よりそのマーケットについて、よりその投資対象に対して知識を持っているものについて投資をしていくということが、これは基本のお話かと思えます。その中で、情報、統計数字というものがこういったマーケットの理解を促進して、そこへの資金需要を高めていく、資金の流入を高めていくということはおわかりかと思えます。それについて、2つ、例を挙げてご説明をしたいと思えます。

いわゆる北アイルランド紛争が続いていた地域でございます、北アイルランドでございますけれども、ここにあります数字はベルファーストの商業施設のリターンと、それから、イギリス全体のリテールに関するリターンをグラフにしたものでございます (P. 150)。ごらんいただいていますように、ベルファーストから得られるリターンというのは結果的に高いと。20年間の統計の中で19年は平均のリターンを上回っております。

今の、先ほどの例はベルファーストの例でございますけれども、これを例えばイギリスの中で困窮地域というところが指定されておりますけれども、その10%、困窮度の高い10%、あるいは困窮度の高い20%、あるいはそれ以外の80%というものを別々にプロットした場合に、ごらんいただいていますように、リターンのレベル、あるいはそのイールドのレベル、ほとんど遜色がないと、変わりがないと。あるいは、逆に言えば、それは困窮地域と言われているところが高くなっている場合もございます。こういったことは数字でわかるようになるということでございます。

いろんな解釈ができるかと思えますけれども、投資をする場合に、傾向としまして、その都市あるいは地域の見え方、見てくれというのでしょうか、そういったものにとらわれる可能性が非常に多くなると。実際には、よくマーケットを見てみれば、より高いリターンがかなり継続的に得られる結果も出てくるということがこういった数字からわかるかと思えます。

非常に長時間英語でのスピーチを聞いていただきましてどうもありがとうございます。

今、申し上げましたように、IPDの日本での活動、あるいはこれからアジアでの活動も含めて計画をして、また実行もしております。野村不動産、あるいは明治安田生命や第一生命さんを含めてご協力をいただいておりますけれども、ぜひ皆様にこういった情報の有用性をご理解いただきまして、ご協力をいただければと思います。長時間、どうもありがとうございました。