




**不動産: 情報, インデックス
そしてベンチマーク**

ルパート・ナバロ
IPD会長

Investment Property Databank Ltd
February 2nd 2005 Tokyo




© Copyright IPD 2004

はじめに 


- イギリスと20年前と現在: 不動産における投資市場の出現
- 不動産の所有・経営についての国際的な傾向
- インデックスとベンチマークの役割 – 市場の理解・投資プラン・投資誘引のために

© Copyright IPD 2004

1980年代のイギリス 


- 不動産は既にひとつの資産クラスとして認められていた
- 主要な不動産の保有者は、年金基金・保険会社
- 1970年代に起こったインフレ下で、不動産は注目された
- 長期契約が安定収益をもたらした

© Copyright IPD 2004

イギリスの1980年代の不動産市場は... 


- 国内市場のみ、国際的な市場ではなかった
- オフィス中心
- ロンドン都心集中
- エクイティ中心....デットの利用がない
- 建物・物的管理が中心で、ファンド運用ではない
- そして....機関投資家が主体

© Copyright IPD 2004

しかし、状況は大きく変わった 

- 投資市場はより大きくなった
- 賃貸不動産の全てのタイプが扱われている
- 国際市場: 初期はヨーロッパ全土、徐々に世界中へ
- 大規模なファンド・マネジャーにより統治される
- デット・エクイティ両方の広範囲な商品を扱う

© Copyright IPD 2004

なぜ変わったか: ヨーロッパ 

- 90年代初頭の不動産危機に、政府が開かれた、流動性のある市場のメリットに気づく
- 伝統的な不動産運用方法の否定
- 不動産のファンドマネジャーにとって新しい機会 - 株式市場の技術の適用による
- 新しいリサーチが不動産のより良い理解へと導く
- 国際的な投資家及びリテール投資家からの不動産市場に対する強い需要

© Copyright IPD 2004

そしてアメリカの影響

IPD

- ウォール街は、90年代初頭のリート普及時に、不動産投資を学んだ
- フランスやイタリアの不動産市場において、アメリカの投資家が大きな利益を得た
- アメリカの年金基金は、国内外でオポチュニティ・ファンドへ資金を提供
- 投資銀行は新しいデット技術を普及した

© Copyright IPD 2004

ヨーロッパ・北アメリカの不動産市場の現在

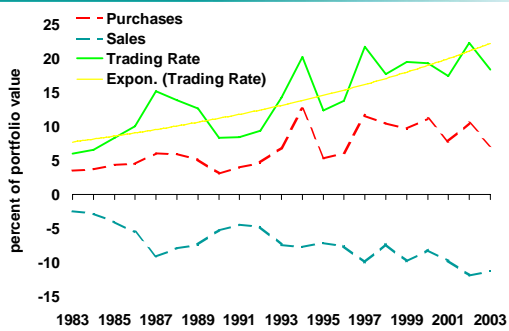
IPD

- 高い流動性
- より国際的に
- 専門的な運用による利益
- 新しい投資商品開発を伴う市場の拡大
- 透明性は成功の必要条件

© Copyright IPD 2004

不動産はより流動的に イギリスの取引活動

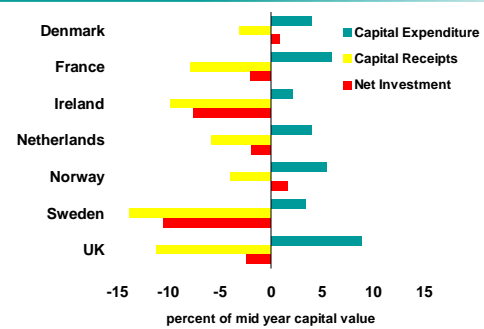
IPD



© Copyright IPD 2004

2003年のポートフォリオ内の活動 - IPDデータバンク

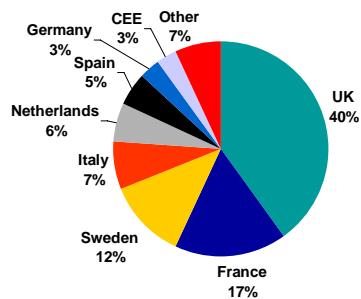
IPD



© Copyright IPD 2004

そしてより国際的に 2003年のヨーロッパにおける不動産取得

IPD



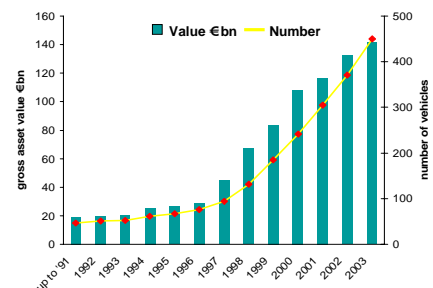
Source: JLL

Total €38.4 billion

© Copyright IPD 2004

ヨーロッパの非上場不動産商品

IPD



Source: PVD. Excludes German Open Ended and Specialfonds

© Copyright IPD 2004

透明性が高まったヨーロッパ市場が意味するものは

IPD

- ヨーロッパにまたがる組織の成長
- 開示情報の標準化
- 不動産評価における新しい規程
- 規定の上場条件を満たしたリートの拡大
- より良いサーチと市場情報

© Copyright IPD 2004

投資家のための不動産インデックス ヨーロッパ・北アメリカ

IPD

	発行	情報源...	利用
直接不動産市場 インデックス	IPD, NCREIF	Stabilised investments	Market Index /Analysis
ポートフォリオ ベ ンチマーク	IPD	All assets + active mgmt	Portfolio Analysis
プライベート不動 産ファンド インデ ックス	HSBC/APUT (IPD), INREV (IPD), Mercers	NAV fund bottom line returns	Unlisted fund/market transparency
上場企業株価イ ンデックス	FT, Wall St J. EPRA/GPR, NAREIT...	Share price returns	Listed fund/market transparency

© Copyright IPD 2004

IPD データバンクの成長

IPD

Country	Index Starts in:	Total return 2002, %pa	Total return 2003, %pa	No. of properties	Total Capital Value €bn	Est % of Market ¹
Canada	1984	8.9	8.2	1,672	28.7	50%
Denmark	2000	9.6	7.4	1,414	9.1	39%
France	1986	8.6	8.0	4,743	56.8	62%
Germany ²	1996	4.2	2.5	2,368	37.7	18%
Ireland	1984	2.3	12.7	329	3.7	79%
KTI Finland ³	1998	6.0	5.8	2,333	15.1	58%
Netherlands	1995	8.8	7.1	6,243	38.5	59%
Norway	2000	6.8	7.8	452	7.0	35%
Portugal	2000	13.5	9.5	399	5.0	39%
Spain	2001	8.3	7.9	346	8.0	33%
South Africa	1995	9.7	15.1	2,152	7.8	60%
Sweden	1984	2.4	0.9	1,692	21.4	38%
Switzerland	2002	5.7	5.2	2,215	17.3	27%
UK	1971	9.7	10.7	10,811	148.9	45%

¹ total asset value of institutional, listed and unlisted vehicles
² includes non-December valued properties not included in Index
³ through 'compliance' agreement with KTI (Finnish Institute of Real Estate Economics)

© Copyright IPD 2004

日本は孤島ではない！

IPD

- 投資市場は急速に拡大している
- 保険会社、年金基金が再びポートフォリオに不動産を組み入れようとしている
- 不動産はポートフォリオで金融資産として扱われることが増えている
- 上場不動産セクターの創設と拡大....JREITs
- 日本市場への国際的な強い関心
 - » 短期間での大きな変化....
 - » より良い市場情報が早急に求められる.....

© Copyright IPD 2004

日本に必要な情報は他国と同じ

IPD

- 金融・年金業界は、安定的で長期の運用資産が必要
- 不動産が投資資産としてどのような特徴を持った資産であるかの理解が必要
- プロのファンドマネージャーが必要とする財務分析
- 国際的な投資家にとっては、各国を比較できるデータが必要
- 活力の劣る都市・地域には、プロジェクトファイナンスが必要

© Copyright IPD 2004

金融・年金業界は、安定的で長期の運用資産(不動産)を必要としている

IPD

- 保険会社・年金基金は元来の不動産所有者
- 低いコストでの資金供給
- 多くの西欧諸国では、年金基金の不動産配分は10%; ハーミーズやブルデンシャル生命(UK)は15%以上
- オポチュニスティック・ファンドは「回答」ではない！短期に、高いリターンを要求する！

© Copyright IPD 2004

投資資産としての不動産の理解

IPD

- 不動産サイクルを牽引するものは何か？
- どの程度評価は正確か？
- 賃貸条件の変更(解約・契約締結など)が起こった場合、何が生じるのか？
- ビルの老朽化のコストは何か？

© Copyright IPD 2004

不動産サイクルを牽引するものは？

IPD

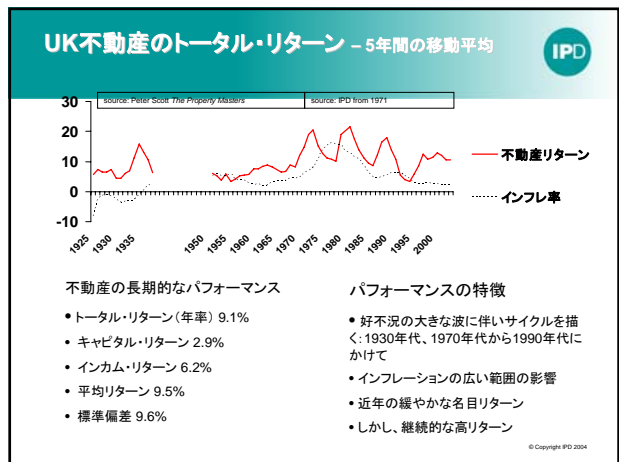
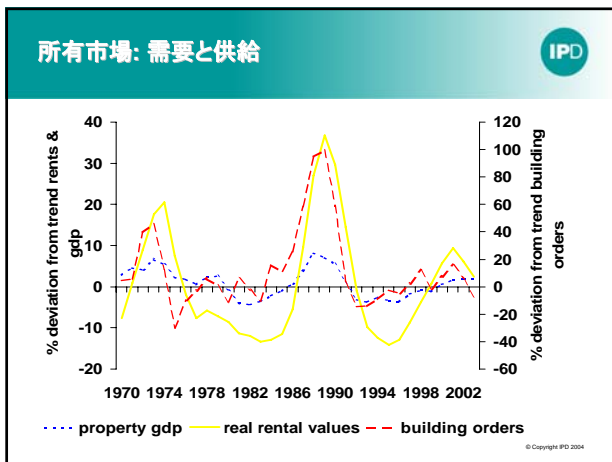
経済が回復し始める。
空きのあるビルは徐々に賃貸される。
賃料・価格が安定化する。

経済が成長。
賃料が上昇し始める。
銀行資金が利用可能。
開発業者が賃貸前に建設。

経済が衰退期に入る。
新規開発物件が空室のままとなる。
賃料・価格が下落はじめる。
開発業者が倒産する。

賃料・価格が急速に上昇。
初めのスキームが大きな利益を生む。
新規開発業者が市場に参入。
積極的な開発がはじまる。

© Copyright IPD 2004



国際的なリターン 1986-2003

IPD

	UK	Ireland	France	Sweden	Neths	USA	Canada	Australia
Property Total Return:								
Annualised	9.8	14.7	6.4	8.8	9.4	6.4	7.1	8.6
Standard Deviation	9.8	12.1	8.5	15.7	3.8	5.8	7.6	9.8
Serial Correlation	0.44	0.55	0.84	0.70	0.46	0.78	0.76	0.70
Correlation between Annual Total Return and:								
GDP Growth	0.80	0.63	0.64	0.71	0.48	0.67	0.55	0.66
Inflation Rate	-0.38	-0.10	0.41	-0.12	0.16	-0.43	0.17	0.42
Change in Bond Yield	0.10	0.13	0.25	-0.03	-0.19	0.12	0.03	0.35

個々の国における年間リターン

- リターンとリスクに大きなばらつき
- 高い時系列の相関
- GDP成長率と高い相関
- インフレ率との相関はばらばら
- 債券イールドとの関連もばらばら

国際間の年間リターン比較

- リターンの差を説明するシンプルな要因はない
- GDP成長率とのリンクは無い(アイルランドを除いた場合)
- インフレ率、債券のイールド(名目、実質)とのリンクは小さい
- 長期的な供給、需要やプライシングよりも重要?

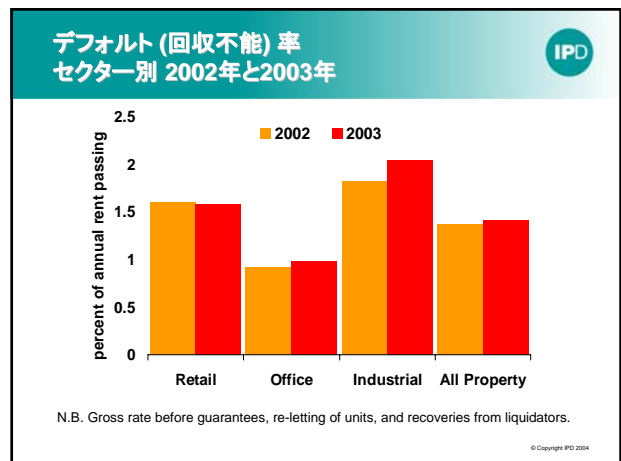
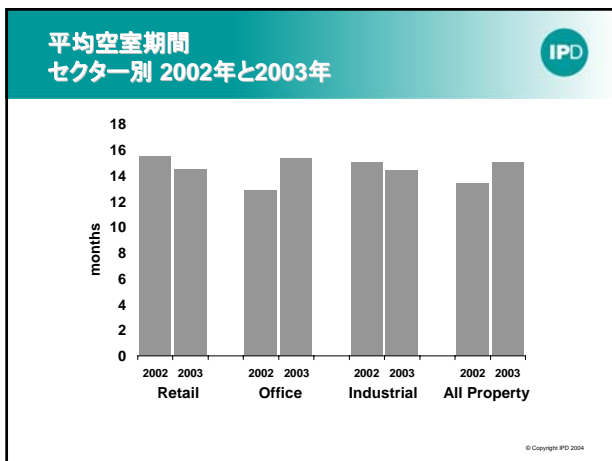
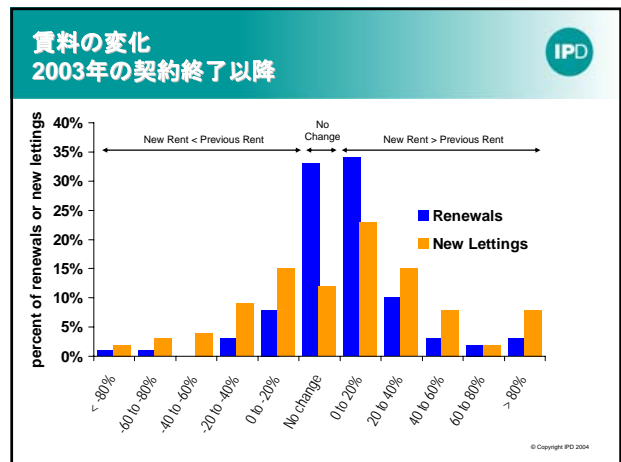
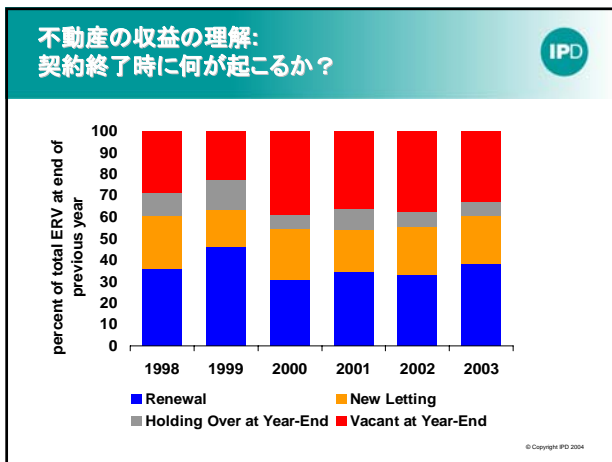
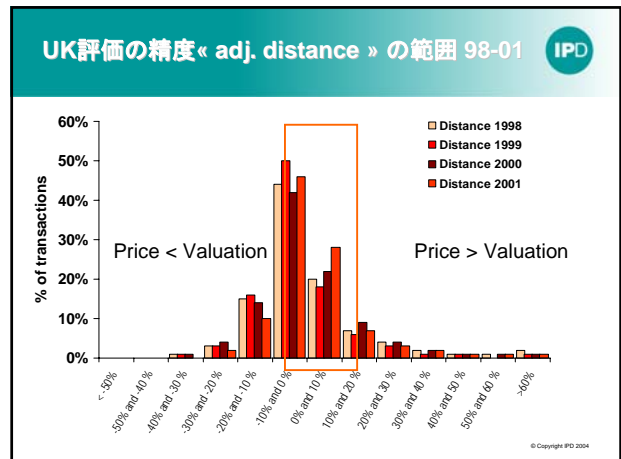
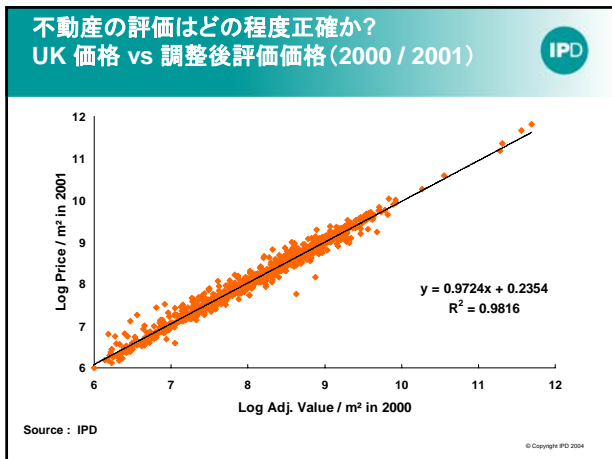
© Copyright IPD 2004

不動産リターンを左右するもの

IPD

- 主として、実質の経済が不動産サイクルを動かす
 - 60年間にわたる実質年率リターンとGDP成長率の相関係数は0.6
 - 経済成長と賃料の強い関係によっている
- 不動産のリターンはインフレ率とは相関が低い
 - 名目年率リターンは現在のインフレ率と相関がほとんど無い
 - 実質の不動産リターンはインフレ率と負の相関(-0.40)
- 不動産と金融市場との結びつきはそれほど強くない
 - 株や債券のリターンとの相関は低い(詳細は後述)
 - 債券のリターンやイールドの変化と低い相関

© Copyright IPD 2004



ビル老朽化のコストとは？ セクター別の資産減価, 10年間

IPD

	Number of Properties	Sample Capital Growth % per year	CBRE Capital Growth % per year	Capital Depreciation % per year	Capital Exp. as % of C. Value % per year
Shops	837	4.2	5.2	0.9	0.5
Office	538	2.8	5.5	2.6	0.9
Industrial	325	3.6	5.6	1.9	0.4
All Property¹	1,752	3.8	5.5	1.6	0.7

1. Excludes shopping centres. Sample composition is different from IPD Universe

© Copyright IPD 2004

不動産ポートフォリオにおける減価と老朽化

IPD

- 分散されたポートフォリオの過去10年の平均減価率は、年約2.0%である。資本的支出の年0.7%程度の平均である。
- 店舗は減価による影響が最も小さい。シティのオフィスとその他UKのオフィスが最も大きな影響があった。
- 新しいセグメントにおける新しい不動産は、ビル設備や規模の要求が変化するにつれて、急速に減価が発生する。
- 減価要因のある部分は(全てではない)は、資本的支出を行うことで回復している。
- リートの配当規制は、減価に対抗するために十分な資本的支出を備えなければならない。

© Copyright IPD 2004

プロのファンドマネージャーが必要とする財務分析

IPD

ファンドマネージャーが必要とする分析

IPD

- 資産配分 – 株や債券と同様のリスク・リターン分析
- 正確で、信頼できるベンチマーク
- 広範囲に渡る比較 – 不動産リターン...国内, セクター, 都市レベル
- デリバティブのために

© Copyright IPD 2004

© Copyright IPD 2004

不動産とその他の資産の比較...

IPD

	UK		Overseas Equities	Treasury Bill
	Property	Equities		
	Annualised returns, % per year			
1970-2003	11.7	13.3	11.1	9.3
1970-1980	14.9	12.8	9.2	10.3
1980-1990	11.8	18.5	14.0	12.0
1993-2003	11.1	6.2	7.6	5.8
1998-2003	10.7	-0.5	5.1	5.0
2000-2003	9.1	-6.4	5.9	4.5
	Volatility – standard deviation in annual returns, %			
1971-2003	9.8	31.7	14.7	3.5
1971-1980	11.8	53.8	20.2	3.5
1981-1990	10.7	13.9	14.0	2.2
1991-2003	7.1	16.9	10.9	2.1

Source: IPD and WM
© Copyright IPD 2004

不動産とその他の資産 – 相関

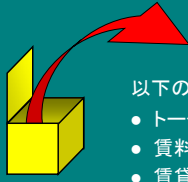
IPD

	UK		Overseas Equities	Treasury Bill
	Property	Equities		
	Cross correlation in annual returns – 1970 to 2003			
Property	1.00	0.20	0.06	-0.21
Equities		1.00	0.63	0.10
Gilts			1.00	0.13
T. Bills				1.00
	Cross correlation in annual returns – 1993 to 2003			
Property	1.00	0.29	-0.20	0.16
Equities		1.00	0.22	0.38
Gilts			1.00	0.58
O. Equities				1.00
T. Bills				1.00

Source: IPD and WM
© Copyright IPD 2004

マネージャーと投資家はベンチマークが必要...

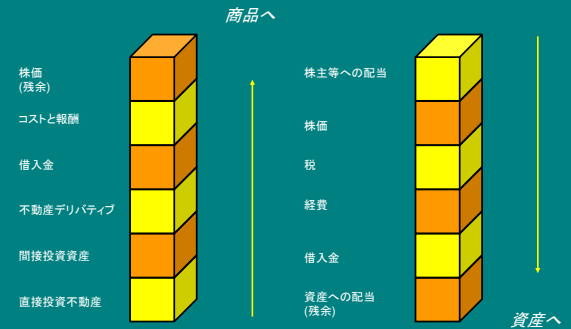
直接投資不動産



以下の分析：

- トータル・リターンの内訳
- 賃料と利回り
- 賃貸終了までの期間
- 回収不能な管理コスト
- テナント契約の強度
- 空室

ボトムアップ・トップダウンの方法のメリット

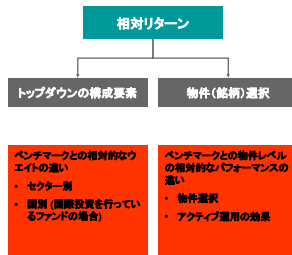


パフォーマンスの寄与度分析

IPD

- 投資プロセスに組み込まれたひとつのパート
- ファンドのパフォーマンスはどうだったか、そしていかにして生じたか？
- パフォーマンスの出所が、投資目的、戦略、スタイルと合致しているか？
- パフォーマンスが期待を上回った場合、それは予想ができたか否か？
- 良好なパフォーマンスは、マネージャーの腕によるのか、単なる幸運か？
- 重要性は増している
 - マネージャーにとって
 - 投資家にとって
 - (投資家への)コンサルタントにとって

パフォーマンスの寄与度分析(概念図)



© Copyright IPD 2004

ベンチマークの利用は....

IPD

- 目標となるリターンの設定
- ポートフォリオ内でリターンの内訳の解明
- ポートフォリオの成果における一定傾向に関する理解
- 相対的なパフォーマンスに対する市場・マネージャーの貢献を示す
- リスクのコントロール
- 報酬の設定

© Copyright IPD 2004

国際的な投資家の要望：日本市場への参入

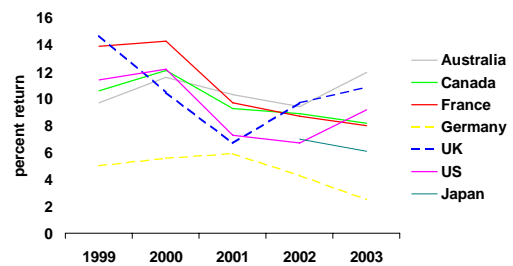
IPD

- 日本における大部分の国際的な投資家は現在まで投機的な投資家である
- 不動産投資への需要は至るところで大きく、投資資金も潤沢に動いている
- グローバルな投資グループの参入により市場が再編される - ラ・サール, アクサ, ドイツ銀行, ヘンダーソンなど...のグローバル・ファンド運用者
- 日本の商品への潜在的な需要....
- 市場の不透明さにより妨げられている....

© Copyright IPD 2004

他国とのリターンの比較...

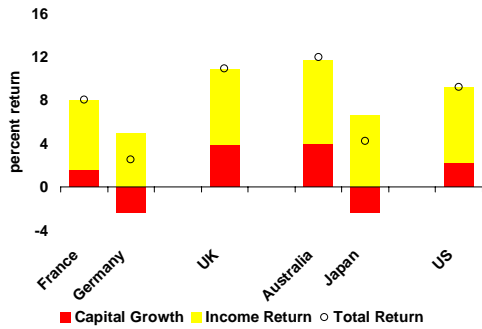
IPD



© Copyright IPD 2004

トータル・リターン 2003

IPD



© Copyright IPD 2004

不動産デリバティブ生成まで長期

IPD

1990代 - IPDインデックスを基にしたインデックス・デリバティブが4つ設定された。

-London FOX	1991
-Property Index Forwards (PIFs)	1994..
-Real Estate Index Markets (REIMs)	1998..
-Property Index Certificates (PICs)	1999..

..現在は、250百万ポンドの'virtual property'の売り買いがある。

© Copyright IPD 2004

不動産デリバティブの主要な利用

..ポール・マクナマラ氏が示す根拠

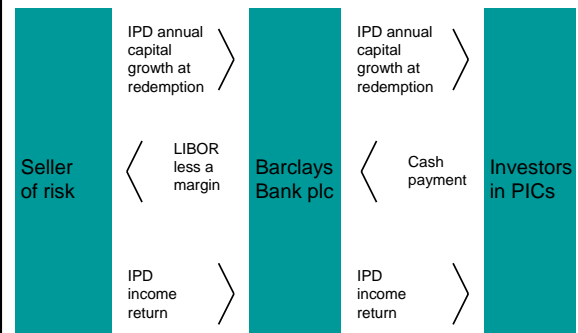
IPD

- 資産クラスもしくはセクターとして認知
 - 即時に変化させる ('all property' もしくは 'segment')
 - 総合的に取得
- リスク分散
 - 小規模な投資家
 - 大規模な投資家
- マーケットの動向をヘッジする
- 株から良い価値を引き出す
 - 現在の資産を保護する
 - 'α 戦略'
- 戦略的な配分と '市場の選択'のレベルを上げる

© Copyright IPD 2004

Property Index Certificates - 実際にとどのように取引されるのか

IPD



© Copyright IPD 2004

都市・地域への不動産資金...

IPD

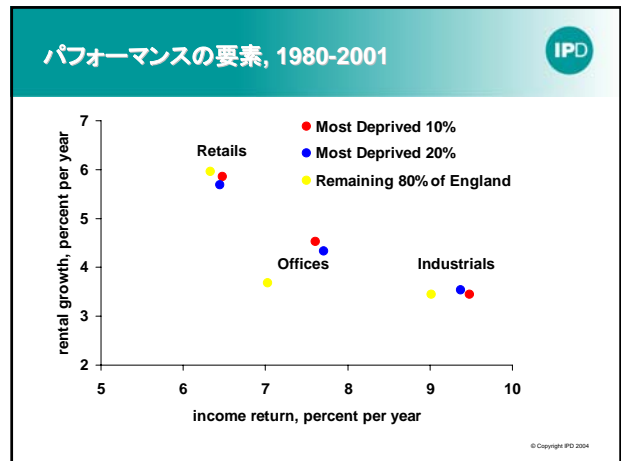
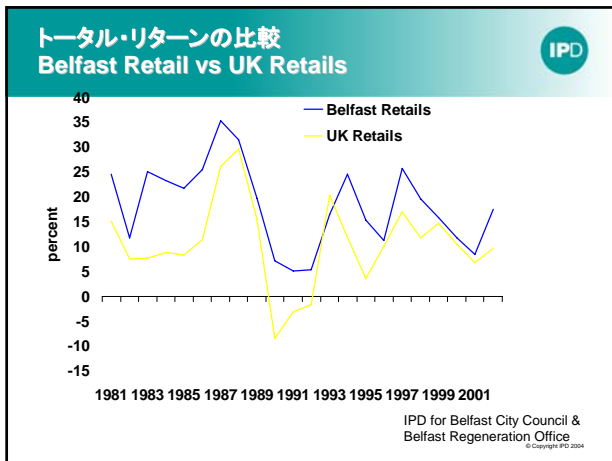
© Copyright IPD 2004

都市・地域へのプロジェクトファイナンス

IPD

- 投資家は知っているものに集中する
- 不動産の投資市場は、投資資金を市場のさまざまな部分へもたらし、プロジェクトファイナンスは拡大している。
- 価格の透明性は、取引コストを下げる

© Copyright IPD 2004



投資と活力の劣るエリア.....

IPD

- 困窮地域の不動産のパフォーマンスは、他の地域と比較しても遜色は無い。
- 困窮地域では、インカム・リターンが相対的に高く、賃料の変動率も他の地域にほぼ追いついている。
- 困窮地域におけるリターンは、ボラティリティが低い。
- 機関投資家のポートフォリオにおける比重の低下は、他の地域への純投資が増加したことによるものであり、投資が減少したためではない。
- 困窮地域における不動産市場が、他の地域と比較して、流動性が低いという証拠はない。

© Copyright IPD 2004

なぜ不動産統計が成熟市場にとって重要なのか

IPD

- 信頼されるインデックス
- 市場の知識とリサーチ
- ベンチマーク

© Copyright IPD 2004

Thank you for your time

Investment Property Databank Ltd
7/8 Greenland Place
London NW1 0AP

Switch: ++44 20 7482 5149
Tel: ++44 20 7267 0208
Fax: ++44 20 7267 0208
rupert.nabarro@ipdindex.co.uk
www.ipdindex.co.uk

IPDジャパン
Tel: 03-5766-9260
Fax: 03-5766-9261
toshiro.nishioka@ipdindex.co.jp
www.ipdindex.co.jp

© Copyright IPD 2004