

不動産インデックス普及における不動産投資家の役割 －海外の事例から－

2016年1月26日

投資調査第1部 上席主任研究員 西岡 敏郎

三井住友トラスト基礎研究所

1 不動産インデックス 再訪

2 不動産投資家の意見と投資市場

3 まとめ

不動産インデックスとは？

- 広義には、不動産の数値情報を指数化すれば、「不動産インデックス」と呼べる

- 始まりは、土地価格の調査
 - 『全国市街地価格指数』(日本不動産研究所)』

体系的に不動産の数値情報を収集し、データ化したのは、日本不動産研究所による『全国市街地価格指数』が最初であろう。同指数は、市街地の宅地価格の推移を示すもので、1936年9月から日本勧業銀行(当時)が調査を開始し、1959年3月以降は日本不動産研究所が継承して、年2回調査を行っている(現在、全国223都市(約2,000地点)が調査対象)
 - 『地価公示』(国土庁→国土交通省)

1960年頃から起こった地価高騰は、公共用地の取得費の増大、投機的な土地取引等により、国民経済や国民生活への重大な影響を及ぼした。そこで、合理的な土地価格の形成を可能とするために、1963年に「不動産の鑑定評価に関する法律」が制定されるなど、不動産鑑定評価制度の整備を進め、1969年に「地価公示法」を制定し、1970年から地価公示が始まった。

不動産投資インデックスの誕生と進化

■ 英米における不動産投資インデックス

- イギリスでは、1960年代後半、不動産コンサルティング会社であるJones Lang Wootton（現、Jones Lang LaSalle）が、自ら運用・管理する投資不動産のデータを用いて、「不動産投資インデックス」を作成。
- アメリカでは、1970年代、年金コンサルティング会社であるフランク・ラッセル社が、年金顧客用に不動産投資のパフォーマンスを示すインデックスを作成開始（FRCインデックス）。同社は、カナダとオーストラリアでも同様のデータ整備を始めた（その後は、それぞれの国で異なる発展を遂げた）。

■ IPDとNCREIF－現物不動産投資におけるデファクト・スタンダードインデックス－

- Investment Property Databank（イギリス）／MSCI
1985年にロンドンに設立。その後、ヨーロッパ、アジア・太平洋地域、アフリカにも拡大。現在は、MSCIグループのひとつ。詳細は、前回のMSCI鈴木氏の資料を参照。
- National Council of Real Estate Investment Fiduciaries（アメリカ）
1981年にNCREIFが設立され、1991年からJVとしてRussell-NCREIF不動産インデックスに改称、1995年よりラッセルが撤退し、NCREIFインデックスとなる。

リサーチ・インデックスとベンチマーク・インデックス

■ David Geltner教授(MIT)の研究とアイデア

- ゲルトナー教授は、不動産インデックスは、「リサーチ・インデックス」と「ベンチマーク・インデックス」に分けられると指摘した。前者は、不動産市場の動向を把握するために、データを分析し構築されたインデックスであり、後者は、不動産投資のパフォーマンスをファンド単位あるいはピア・グループの単位で比較するためのベンチマークとして使用するインデックスであると定義した。
- 大まかにいえば、各国で作られている価格指数は、「リサーチ・インデックス」の範疇に入り、IPDやNCREIFは、「ベンチマーク・インデックス」となる。ただし、NCREIFインデックスをベースに開発されたインデックスは、いわば「ハイブリッド型」となるが、「リサーチ・インデックス」と言えるだろう。

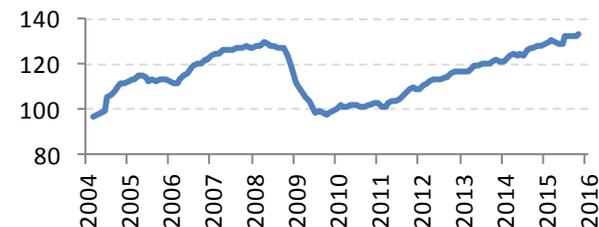
「不動産価格指数」と「不動産投資インデックス」の違い

■ 不動産価格指数(Property Price Index)とは

→ 不動産価格の通時的な変化を表す指数。

例：不動産価格は、2010年1月=100とすると、
2015年12月=130へ上昇した、など。

不動産価格指数の例



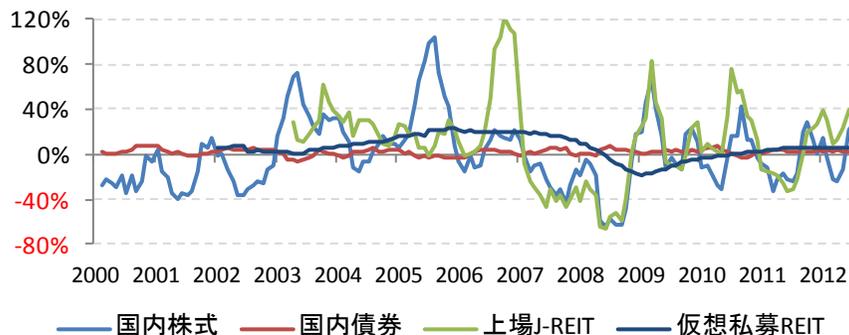
出所)三井住友トラスト基礎研究所

■ 不動産投資インデックス(Property Investment Return Index)とは

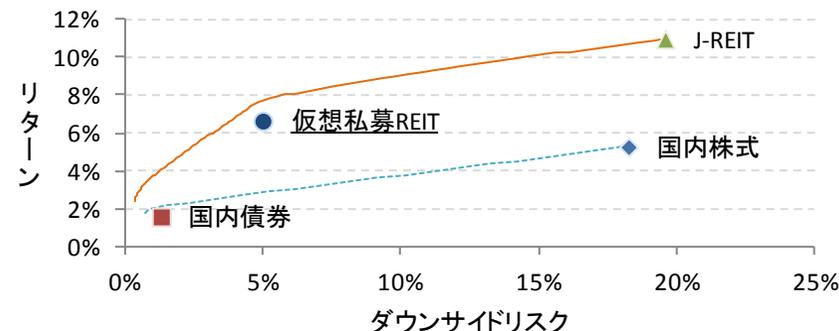
→ 不動産投資における収益率を測定するための指標。

例：ベンチマークとなる2015年の年間収益率は、インカム・リターン5%、キャピタル・リターン3%、
トータル・リターン8%であり、Aファンドの収益率(9%)は、ベンチマークを上回った、など。

分析例1. 各資産のトータルリターン推移



分析例2. 各資産のダウンサイドリスク・リターン分布



出所)国内株式は東証株価指数(配当込)、国内債券はNOMURA-BPI、J-REITは東証REIT指数(配当込)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成、その他は三井住友トラスト基礎研究所

不動産ファンドレベル・インデックス

- Global Financial Crisisの教訓ーレバレッジ等を考慮したリターン・インデックス
 - 2007年以降の金融危機にいたる過程で、不動産投資ファンドの中には、金融機関からの借入を最大に利用することにより(「レバレッジをかけて」)、資産価値の上昇がもたらすリターン(自己資金へのリターン)を最大化するスキームを組むところが多くなかった。
 - 金融危機により、資産価値は下落し、レバレッジ効果が負に働いた結果、ファンドのレベルでは大きなマイナスのリターンとなった。そのため、投資家が投資した多くの資金が毀損される結果となった。
 - ここから得られた教訓のひとつは、不動産投資のパフォーマンスの評価は、現物としての不動産投資のリターン(やリスク)を見るだけでは不十分であり、どれくらいの借入を行っているのか、ファンド運営のコストはどれくらいかかっているのか、ファンドが保有している現金等は、どのように運用されているのかを考慮した「ファンド・レベル」のパフォーマンスを見ておく必要がある、ということであった。
 - こうした投資家からの要求に応えるために、ファンド・レベルの不動産インデックスが、2000年代後半から開発されていくことになる。

1 不動産インデックス 再訪

2 不動産投資家の意見と投資市場

3 まとめ

「不動産投資家」の意見が集まる場

■ 不動産投資家？

- そもそも「不動産投資家」ということばがわかりにくい？
 - Asset OwnerとAsset Manager

■ 不動産投資家の意見が集まる場

□ PREA (US)

■ Pension Real Estate Association since 1979

Our Mission

PREA's mission is to serve its members engaged in institutional real estate investment through the sponsorship of objective forums for education, research initiatives, membership interaction and the exchange of information.

■ 2015-2016 Board Members

- Charles Carpenter, State of Wisconsin Investment Board
- Dan Cummings, Harvard Management Company Inc.
- Mike DiRe, California State Teachers' Retirement System
- Kevin Faxon, JP Morgan Asset Management
- David Gilbert, Clarion Partners
- Joseph Gyourko, University of Pennsylvania, Zell/Lurie Real Estate Center at Wharton
- Deborah Harmon, Artemis Real Estate Partners
- Steve Hason, APG Asset Management US Inc.
- John Kukral, Northwood Investors LLC
- Matthew Lustig, Lazard Real Estate Partners LLC
- Roy March, Eastdil Secured
- Jodie McLean, EDENS
- Yvonne Nelson, Office of the New York City Comptroller
- John Powers, Credit Suisse Group AG
- Phillip Riordan, GE Pension Trust
- Jamie Shen, Callan Associates, Inc.
- Robert White, Jr., Real Capital Analytics

「不動産投資家」の意見が集まる場

PREA | IPD US Property Fund Index

The PREA | IPD U.S. Property Fund Index allows PREA members access to a large array of data allowing for detailed analysis of the performance of open-end property funds and their underlying investments. While headline numbers are publicly released each quarter, PREA members have the ability to drill-down beneath these headline numbers and look through the returns from the overall fund level down to the performance of the direct unleveraged real estate held by the funds. The effects on returns of various aspects of fund structure are broken out so far as to provide a complete picture of the sources of fund returns. Please forward any comments or question to Greg MacKinnon greg@prea.org.

[Open-End Funds — 3Q2015 Results](#)

[Core, Diversified Open-End Funds — 3Q2015 Results](#)

[Historical Returns, All Open-End Funds: 1Q2008 to 3Q2015](#)

[Historical Returns, Core Diversified Open-End Funds: 1Q2008 to 3Q2015](#)

Global Data

As well as data on the PREA | IPD U.S. Property Fund Index, PREA members have access to an array of data on international property markets from MSCI's global real estate operations. PREA's investor-members have access to enhanced global data resources. Global data is accessible via the links below.



As part of its mission to support research and education in the institutional real estate industry PREA co-publishes, with MSCI, the PREA | IPD U.S. Property Fund Index. The Index tracks the performance of open-end real estate funds on a quarterly basis, including core and value-add strategies as well as diversified and specialized funds.

Further Information

[Index Rules](#)

[Investment Property Databank \(IPD\)](#)

出所) PREA ホームページ

「不動産投資家」の意見が集まる場

□ IPF (UK)

■ Investment Property Forum since 1988

Our Mission

To enhance the understanding and efficiency of property as an investment, including public, private, debt, equity and synthetic exposure, for our members and other interested parties, including government, by:
undertaking research and special projects and ensuring effective communication of this work;
• providing education; and
• providing a forum for fellowship, discussion and
• debate amongst our members and the wider investment community.

Operational Board

Chris Ireland - JLL (Chair)
Ciaran Carvalho - Nabarro (Vice Chair)
Pam Craddock - Investment Property Forum (Research Director)
Sue Forster - Investment Property Forum (Chief Executive)
Philip Ingman - Ingman Capital Partners (Honorary Treasurer)
Miles Keeping - Hillbreak
Julia Martin - JLL
Kitty Patmore - DRC Capital
Gary Sherwin - Land Securities Group
Juliet Thomas - BLP
Michael Tremayne - Meadow Partners

Strategic Advisory Group

•Chris Ireland - JLL (Chair)
•Ciaran Carvalho - Nabarro (Vice Chair)
• Gordon Aitchison - Legal & General Group
• David Atkins - Hammerson
• David Brown - Deloitte
• Jenny Buck - Tesco Pension Investment
• Chris Carter Keall - Oxford Properties
• Paul Clark - Property Market Analysis
• Toby Courtauld - Great Portland Estates
• Pam Craddock - Investment Property Forum (Research Director)
• Sue Forster - Investment Property Forum (Chief Executive)
• Susan Geddes - Santander
• Philip Ingman - Ingman Capital Partners (Honorary Treasurer)
• Noel Manns - Europa Capital Partners
• Rob Martin - Legal & General Group
• Guy Morrell - HSBC Global Asset Management (UK)
• Imogen Moss - Allen & Overy
• Philip Nell - Hermes Real Estate Investment Management
• Franco Sidoli - CBRE Ltd
•Max Sinclair - Wells Fargo Bank International
• Vicky Skinner - M3 Capital Partners
• Sarah Slater
• Andrew Smith - Hearthstone Investments PLC
• Jonathan Thompson - Argent
• Jean-Marc Vandevivere
• Charles Carpenter, State of Wisconsin Investment Board
• Dan Cummings, Harvard Management Company Inc.
• Mike DiRe, California State Teachers' Retirement System
• Kevin Faxon, JP Morgan Asset Management
• David Gilbert, Clarion Partners
• Joseph Gyourko, University of Pennsylvania, Zell/Lurie Real Estate Center at Wharton
• Deborah Harmon, Artemis Real Estate Partners
• Steve Hason, APG Asset Management US Inc.
• John Kukral, Northwood Investors LLC

2. 不動産投資家の意見と投資市場

IPF Research Programme

3年間で約2億円の研究費が20社程度の会社からの寄付される。成果は、IPFメンバーには無料配布、一般には1年後に公開される。

右は、リサーチの例

The below reports are the output from the IPF Research Programmes from 2003 onwards. Full reports less than a year old are only available for IPF members to download. All reports older than 12 months are freely available. Please contact Pam Craddock (pcraddock@ipf.org.uk) if you would like to quote/use any part of a report.

The following research has been funded and published through the IPF Research Programme 2011-2015.

- [Individual Property Risk](#) (July 2015)
- [Liquidity Pricing of Illiquid Assets](#) (February 2015)
- [Estimating Liquidity in Real Estate Markets - Literature Review](#) (February 2015)
- [Prospects for Institutional Investment in Social Housing](#) (February 2015)
- [Time to Transact: Measurement and Drivers](#) (September 2014)
- [The Size and Structure of the UK Property Market 2013: A Decade of Change](#) (March 2014)
- [Returning to the Core: Rediscovering a Role for Real Estate in Defined Contribution Pension Schemes](#) (October 2013)
- [Modelling Causes of Rental Depreciation for UK Office and Industrial Properties](#) (June 2013)
- [The Role of Commercial Property in the UK Economy](#) (March 2013)
- [The Future of Property Forecasting](#) (November 2012)
- [Reassessing the Accuracy of UK Commercial Property Forecasts](#) (November 2012)
- [Costing Energy Efficiency Improvements in Existing Commercial Buildings](#) (October 2012)

Research funded and published through the IPF Research Programme 2006-2009:

- Real Estate's Role in the Mixed Asset Portfolio: A Re-examination:
 - [Real Estate Returns and Financial Assets in Extreme Markets](#) (May 2012)
 - [Time Varying Influences on Real Estate Returns](#) (April 2012)
 - [Private Commercial Real Estate Returns and the Valuation Process](#) (April 2012)
 - [Real Estate Returns and Other Asset Classes: A Review of Literature](#) (April 2012)

出所) IPF ホームページ

「不動産投資家」への意見の伝え方

□ INREV

- European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles since 2003

Global Real Estate Fund Index (GREFI)

The GREFI is an index showing the performance of non-listed real estate funds on a global scale and is created by ANREV, INREV and NCREIF.

The GREFI is updated on a quarterly basis and is published 12 weeks following the quarter end.

The aims of the GREFI are to improve transparency of real estate as an asset class and to help our members make better informed investment decisions. As an industry, it is vital that we work towards being able to make robust global and intra-regional comparisons.

This initiative represents the integration of three member-driven non-profit organisations to meet the data collection and information needs of their expanding global activities, and to serve as the basis for further collaboration in the future.

- [Download latest GREFI quarterly release](#)

「不動産投資家」への意見の伝え方

□ ANREV

- Asian Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles since 2007

Our publications centre provides members with a fully searchable database of all publications released by ANREV, as well as other publications relevant to the industry. These include research and professional standards reports and snapshots, public affairs briefings and presentations from key events. Some publications are available to everyone, while others are for members-only.

If you have any questions relating to the publications section, please email us at info@anrev.org

Title	Category	Release date
ANREV Quarterly Index Q3 2015	Index	Dec 2015
Global Index Q3 2015 update release, December 2015	Index	Dec 2015
ANREV Quarterly Index Q2 2015	Index	Sep 2015
Global Index Q2 2015 update release, September 2015	Index	Sep 2015
Global Index Q1 2015 update release, June 2015	Index	Jun 2015
ANREV Quarterly Index Q1 2015	Index	Jun 2015
Risk adjusted performance and diversification benefits of Asia Pacific non-listed funds	Index	May 2015
ANREV Annual Index 2014	Index	Apr 2015
Global Index Q4 2014 update release, March 2015	Index	Mar 2015
ANREV Quarterly Index Q4 2014	Index	Mar 2015

まとめ

- 不動産インデックスは、誰が、何のために必要としているのか？
- 不動産投資のパフォーマンスを測定し、検証するためのベンチマークがなぜ日本では普及してこなかったのか？そして、これからそれは変わるのか？

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。

【レポート・図表等の転載について】

<http://www.smtri.jp/file/pdf/contact/reprint.pdf>

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門4-3-13 ヒューリック神谷町ビル3階

TEL: 03-6430-1300(代) FAX: 03-6430-1301

<http://www.smtri.jp>