

ゆうちょ銀行の不動産投資の現状と今後の展望について

2023年6月



ゆうちょ銀行

免責事項

本資料は、株式会社ゆうちょ銀行（以下「当行」といいます。）及びその連結子会社（以下「当行グループ」といいます。）の企業情報等の提供のために作成されたものであり、国内外を問わず、当行の発行する株式その他の有価証券への勧誘を構成するものではありません。

本資料には、見通し、計画、目標などの将来に関する記述がなされています。これらの記述は、本資料の作成時点において当行が入手している情報に基づき、その時点における予測等を基礎としてなされたものです。また、これらの記述は、一定の前提（仮定）の下になされています。これらの記述又は前提（仮定）は、客観的に不正確であったり、又は将来実現しない可能性があります。

このような事態の原因となりうる不確実性やリスクとしては、リスク管理方針及び手続の有効性に係るリスク、市場リスク、市場流動性リスク、資金流動性リスク、信用リスク、オペレーショナル・リスク等（システム、レピュテーション、災害、法令違反等）、気候変動を始めとするサステナビリティ課題に係るリスク、事業戦略・経営計画に係るリスク、業務範囲の拡大等に係るリスク、事業環境等に係るリスク、当行と日本郵政株式会社及び日本郵便株式会社との関係に係るリスク、国内外の金融政策に係るリスク、その他様々なものが挙げられますが、これらに限られません。当行グループの業績及び財政状態等に影響を及ぼす可能性がある場合、当行が認識している重要な事実については、有価証券報告書及び最新の四半期報告書をご参照ください。

なお、本資料における記述は本資料の日付（又はそこに別途明記された日付）時点のものであり、当行はそれらの情報を最新のものに随時更新するという義務も方針も有しておりません。従って、将来の見通しと実際の結果は必ずしも一致するものではありません。

また、本資料に記載されている当行グループ及び日本郵政グループ以外の企業等に関する情報は、公開情報等から引用したものであり、かかる情報の正確性・適切性等について当行は何らの検証も行っておらず、また、これを保証するものではありません。また、本資料の内容は、事前の通知なく変更されることがあります。

注 本資料においては、特に注記の無い限り、単位未満を切り捨てて表示しています。これにより、合計が合わない場合があります。

不動産投資の概要

ゆうちょ銀行の不動産投資部は、様々な金融商品を通じて、国内外の商業用不動産への長期分散投資を実施。

不動産投資の目的

- ✓ 運用の高度化／収益の多様化、分散効果、インフレヘッジ効果
- ✓ 安定した賃料収入と都市の成長に伴う価値の上昇

組織体制

担当部署	市場部門不動産投資部
部署責任者	常務執行役員部長 矢口 一成
人員	18名（2023/4/1現在）※1
経験年数	不動産関連経験年数は合計206年 不動産投資部在籍年数は平均4.9年
主な保有資格	MBA、CFA、CMA、不動産鑑定士、 不動産証券化マスター、宅地建物取引士

※1 兼務者1名含む。

投資している金融商品の分類※2

	エクイティ性	デット性
私募/相対取引	私募ファンド、 私募リート	ノンリコース ローン
公募/上場	上場リート	CMBS

※2 2016年に国内私募リート及び私募ファンドから投資を開始し、以降段階的に投資対象商品を増加。

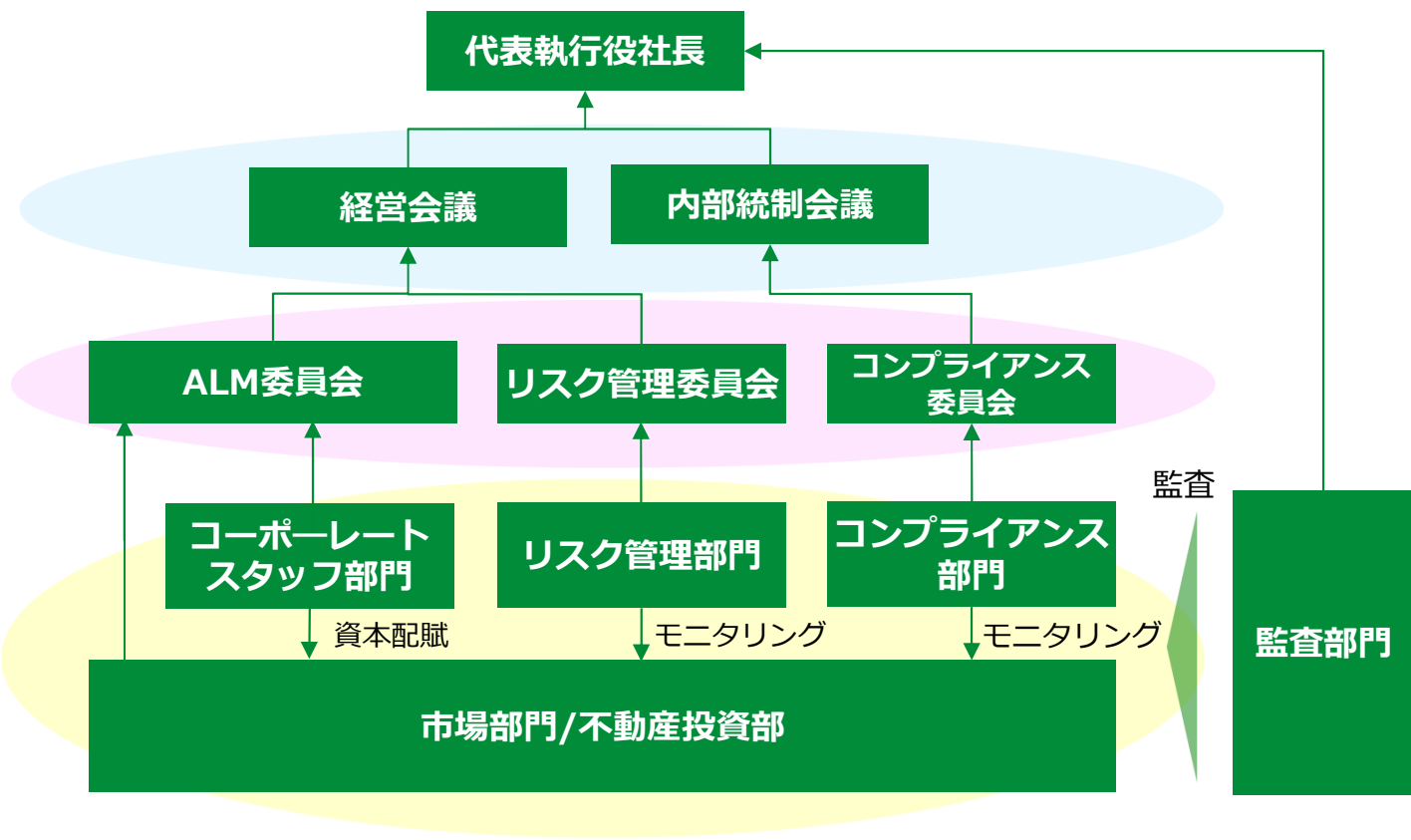
- ✓ 株式や社債に類似する金融商品であっても、中身が不動産であるものは不動産市場の動向を反映するため、不動産投資に期待される効果（分散効果、インフレヘッジ等）を得ることが可能。
- ✓ 不動産に関する専門性と経験を有する部員により、それぞれの商品を構成する不動産を分析・評価しながら投資を進捗。

ガバナンス態勢

リスク管理部門・コンプライアンス部門等による牽制態勢を十分に確保しつつ、投資の実施状況を管理。

運用態勢

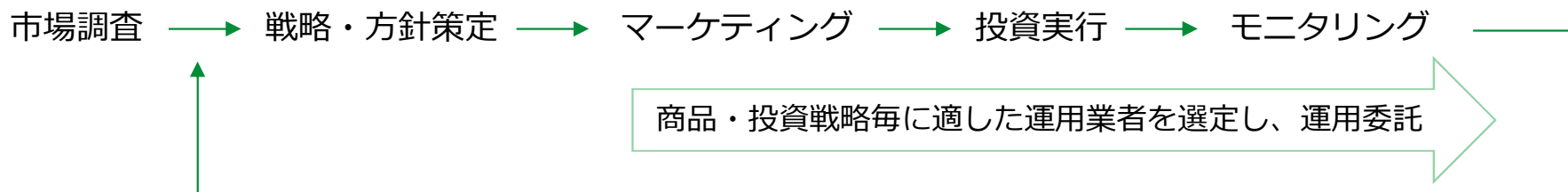
不動産投資部の人員体制



投資のプロセス

市場調査（リサーチ）を丁寧に行い、アロケーションを含む投資戦略・方針を策定するトップダウンアプローチを重視。マーケティング、投資実行及びモニタリングは、商品・投資戦略毎に選定した投資対象地域に拠点を有する運用業者に委託。保有資産につき運用委託先より定期的／随時に報告を受領し、戦略・方針策定に活用（ボトムアップアプローチの併用）。

投資のプロセス



- ✓ 当行の運用規模を活かし、投資戦略毎に一つまたは複数の運用業者に当行専用の運用勘定（セパレートアカウント）を開設。委託先は当行の戦略に沿って高品質な投資実務を遂行。
- ✓ 当行の運用委託先の拠点は世界の主要都市をカバーしており、世界の各市場の動きをタイムリーに把握・報告すると共に、効率的に投資を実行。

当行の投資哲学を投資資産に共通するテーマとし、収益の安定性を図るべく分散の効いたポートフォリオを構築。

都市の成長

成長する都市において人や資本を惹きつける磁力のある物件に対し、ローカルかつグローバルなパートナーと共に長期投資を実施。

（都市の成長）

世界的に進行する「都市化」のトレンドを捉え、都市に集まる多様な人々に安全かつ快適な仕事、生活、遊びの場を提供する物件への投資。

（パートナー）

世界的な知見、相場観及びグローバルスタンダードな運用力を持つパートナーと投資対象都市にて経験とネットワークを有するローカルなパートナーの活用。

社会の構造変化

景気循環の影響をミニマイズし、社会構造の変化から生じる長期トレンドを長期投資のスタイルで追求することでポートフォリオの安定成長を図る。以下の3つの長期トレンドに着目し、大きくポートフォリオに組み入れ。

- ① デジタル化：eコマースの成長を支える物流施設、デジタル社会の基盤となるデータセンター。
- ② 環境保全：環境性能の高い高品質な物件（省エネルギーかつGHG排出量の削減が図れる建物へのテナント需要も長期的な成長が期待可能）。
- ③ 人口動態の変化：人口の地域間移動、高齢化、世帯規模の縮小等により生じる、既存のストックでは満たせない居住需要等に対応した住宅。

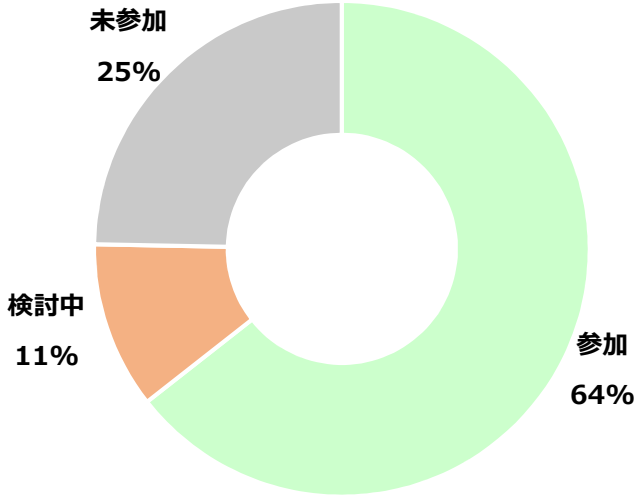
ESG方針

E・S・Gのいずれの要素も重要であるものの、不動産投資においては特に環境関連の確認事項が多い。不動産会社やファンドのESGへの取組みを測るベンチマーク評価を提供するGRESBの投資家メンバーに加盟。当行が投資している不動産ファンドの2022年度GRESB年次評価への参加率は64.4%（時価総額加重平均）。

不動産投資のESGインテグレーション

- ✓ 投資戦略において環境性能の高い物件への投資選好を含むことで、環境性能の高い物件や環境へのこだわりのある運用者へ多くアクセス。
- ✓ また反社会的勢力の排除やギャンブル関連施設への投資禁止等ESGの観点からのネガティブスクリーニングを実施。
- ✓ 物件の環境認証の有無やGHG排出量を利用可能なデータに基づき分析。
- ✓ エクイティ投資対象の運用者にはGRESBへの参加を推奨。
- ✓ 投資実行後、当行ポートフォリオをGRESBやグリーンビル認証、委託先運用業者のESG格付け等を用いてモニタリング。

当行のエクイティポートフォリオのGRESBへの関与



足許までの状況

高品質な商業用不動産を裏付とする金融商品（エクイティ・デット）に対する長期分散投資を通じて、足許の残高は約3.6兆円まで進捗（うちエクイティの含み益0.2兆円）。

実現収益^{※1}についても、エクイティ・デット双方からのインカム収益を下支えに、投資の進捗と共に順調に増加。

※1 資金運用収益と金銭の信託運用損益の合計（管理会計ベース）。還付予定の税額控除分を含む。

リターン目標と実績

【目標】

- エクイティ
ネット^{※2}IRR：5-6%
- デット
同等の信用力の社債を上回る利回り

【実績（23/3末時点）】

- エクイティ
ネット^{※2}IRR：**11.1%**
- デット
+90bps程度（投資適格社債比）

※2 費用控除後、円ベース（為替ヘッジ後）

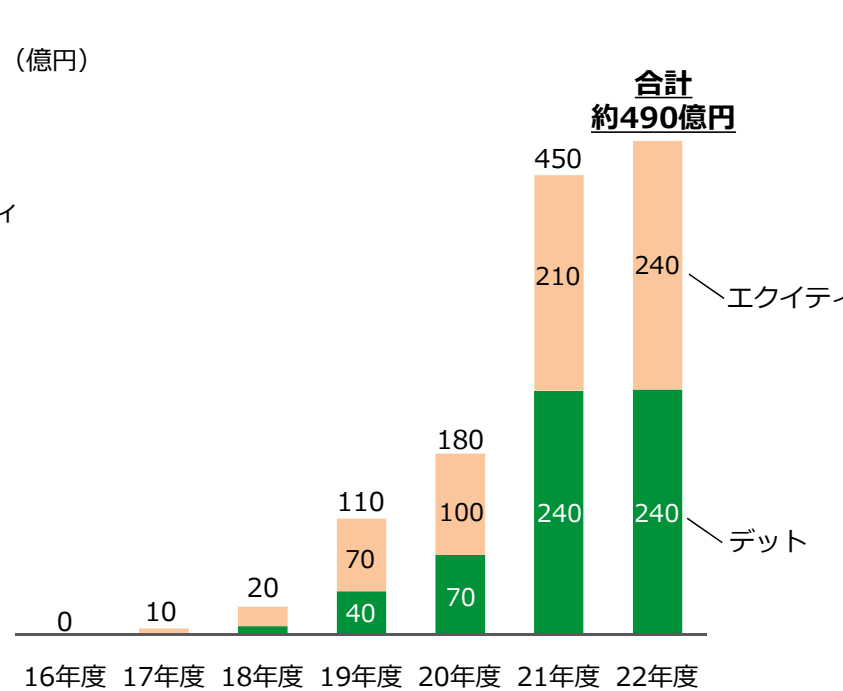
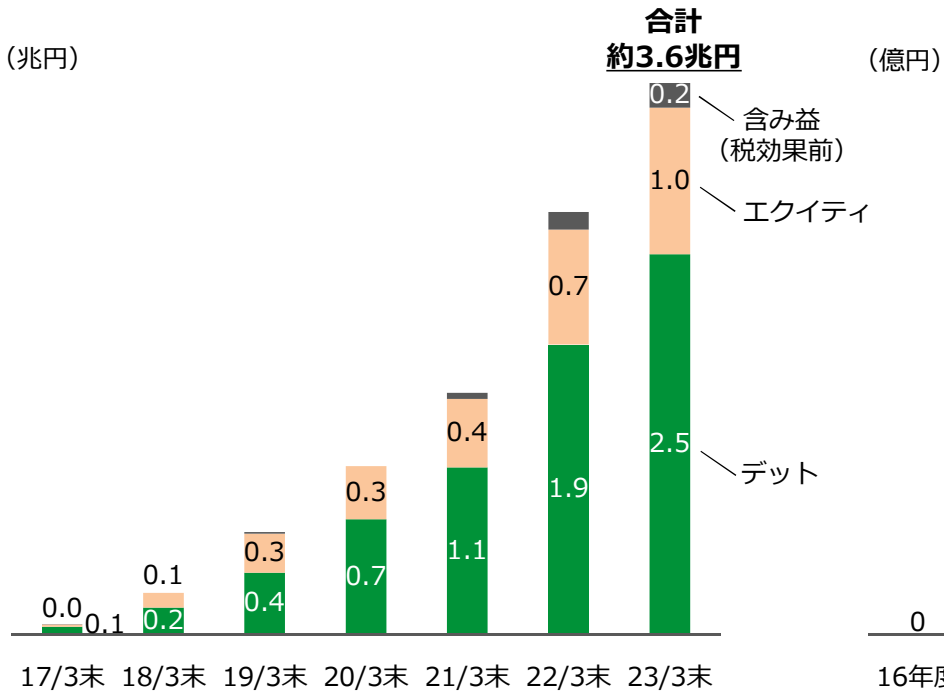
残高・実現収益の状況

<残高>

各決算で当行が把握する時価は、概ね**3か月前**の不動産ファンド、不動産NRL及びCMBSの時価（不動産は鑑定評価に基づき評価されており、上場企業の株価変動との対比では、評価額の変動は抑制的に動く傾向）

<実現収益^{※1}>

各決算で当行が認識する実現収益は、概ね**3か月前**までの実現収益



ポートフォリオの特徴

戦略、地域、用途、タイミング、投資先等を軸に計画的に分散を確保したポートフォリオを構築し、賃料収入を源泉としたインカム収益を追求。エクイティ投資では、中長期的な不動産価値の上昇を源泉としたキャピタル収益も狙う。

現時点では、私募商品を通じて、政治経済の安定性が高い先進国の高稼働物件に集中的に投資。

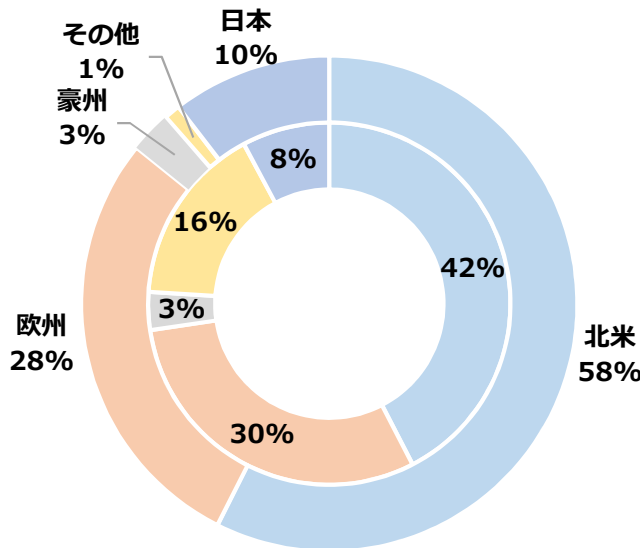
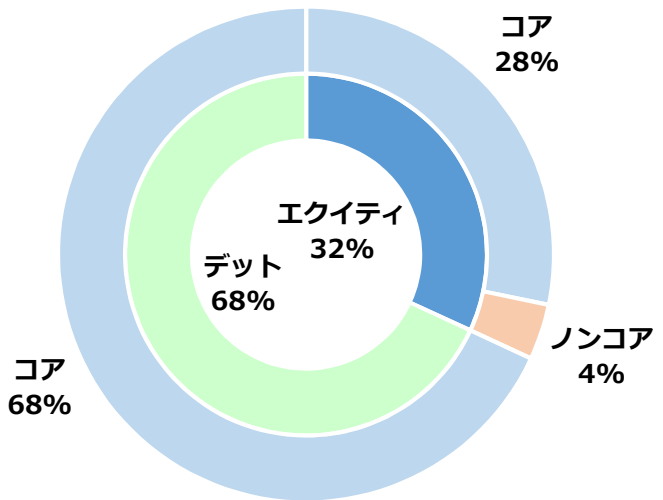
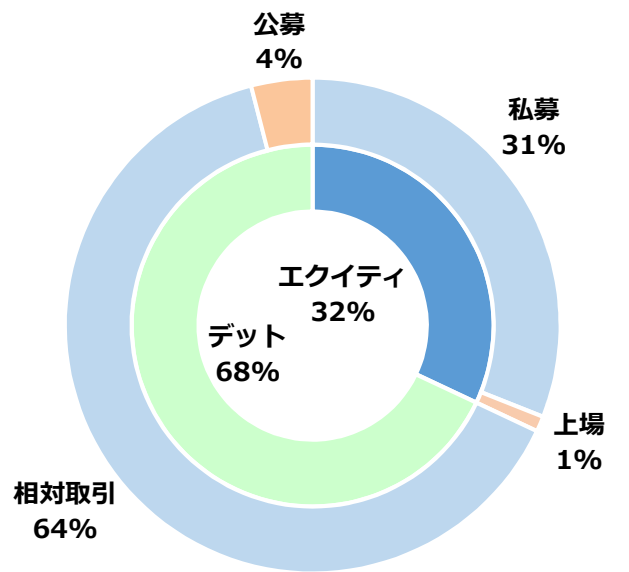
戦略分散 (時価ベース、23/3末)

地域分散 (時価ベース、23/3末)

商品分類

戦略

エリア



【コア】
高稼働物件の賃料収入の安定かつ成長を狙う戦略

【ノンコア】
不動産への付加価値付けを通じた収益改善等によりコアを超過するリターンを狙う戦略

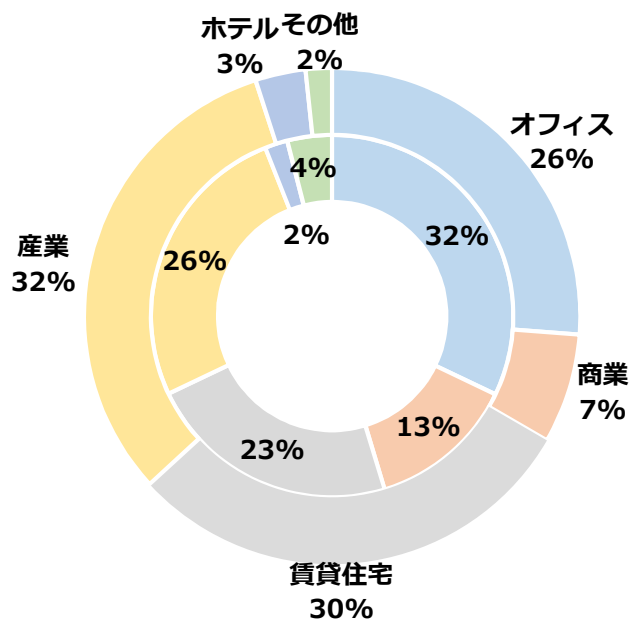
【凡例】
円の内側：市場規模 (22/12末、MSCI※推定)
円の外側：当行のポートフォリオの状況 (23/3末)

※ Reproduced by permission of MSCI Inc. ©2023. All rights reserved

ポートフォリオの特徴

用途別では、eコマース向けの物流施設を含む産業及び賃貸住宅への配分を厚くする一方、オフィスへの配分を抑制。コミット額は、新型コロナウイルスにより調整された価格の回復を捉えるべく、21年度に増加。

用途分散 (時価ベース、23/3末)

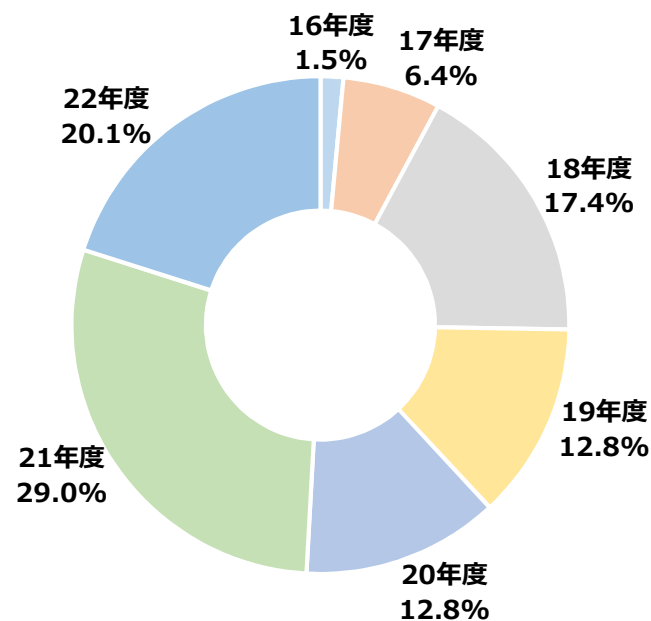


【凡例】

円の内側：市場規模 (22/12末、MSCI※推定)
 円の外側：当行のポートフォリオの状況 (23/3末)

※ Reproduced by permission of MSCI Inc. ©2023.
 All rights reserved

タイミング分散 (コミットメントベース)



投資先分散 (23/3末)

ファンド数

169件

ローン数

287件

物件数

約14,000物件

投資事例

産業



Prologis Palmer Lakes (マイアミ)



Goodman Business Park (印西市)

賃貸住宅



Dolphin Square (ロンドン)



河田町ガーデン (新宿区)

オフィス



21 Moorfields (ロンドン)



虎ノ門ヒルズ (港区)

商業施設



China Town Point (シンガポール)

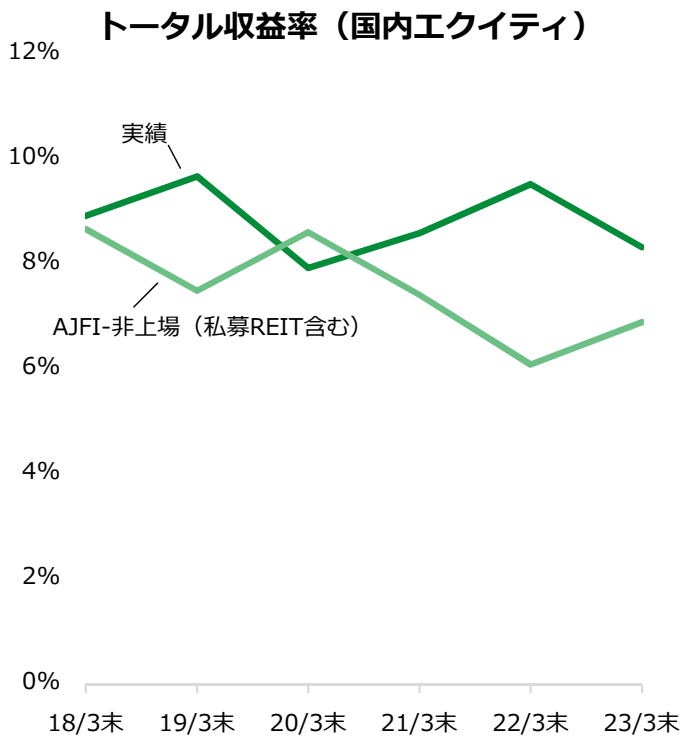


フルルガーデン八千代 (八千代市)
(投資EXIT済)

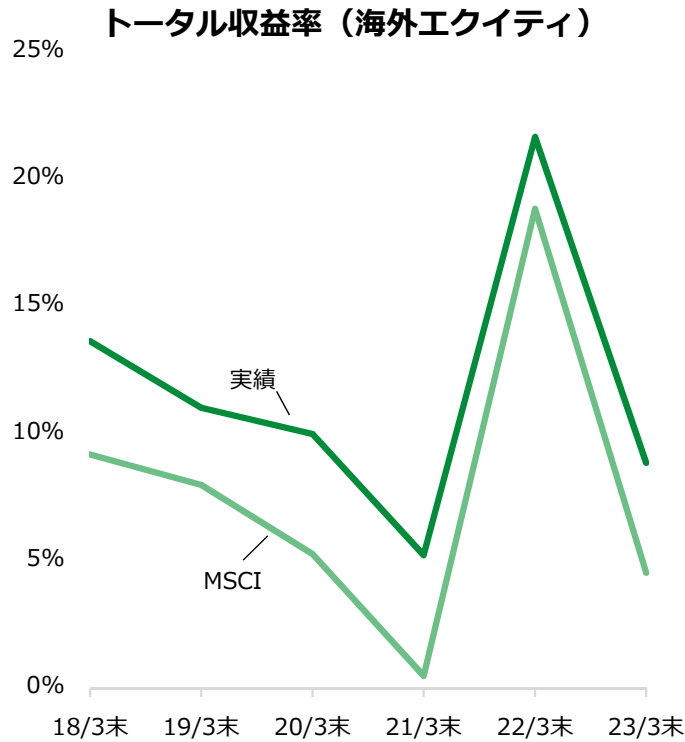
収益率

エクイティのトータル収益率はインデックスを超過。
 デットの投資適格社債対比スプレッドは一定の水準を維持。

エクイティ

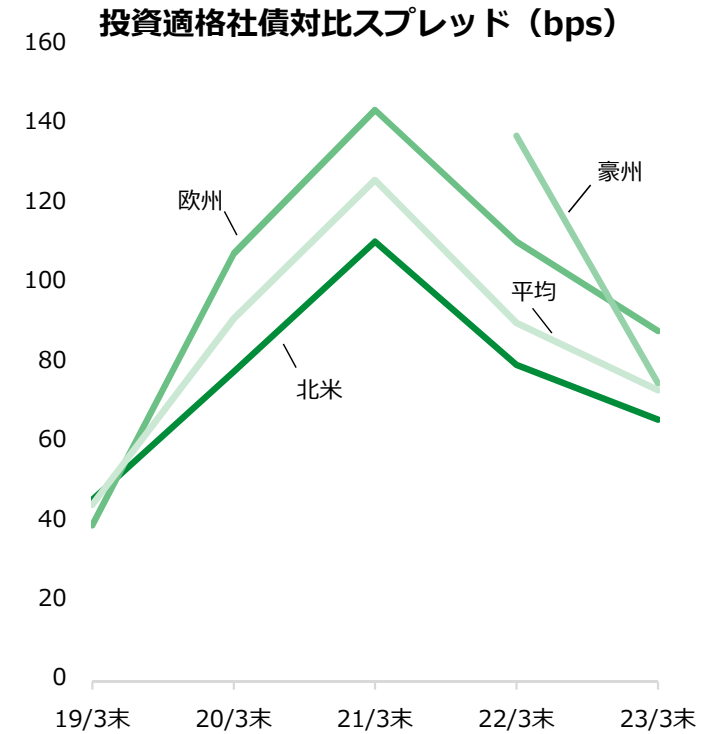


(出所) ARES※のデータに基づき作成
 ※ AJFIは2022年9月以降の数値は速報値であり、今後変更される可能性があります。



(出所) MSCI※のデータに基づき作成
 ※ Reproduced by permission of MSCI Inc. ©2023. All rights reserved

デット



リスク

収益化に当たり、下記のようなリスクが存在。

各種リスク

不動産市場リスク

- ✓ 不動産賃貸市場の変化によるテナントの退去、賃料の下落
- ✓ 不動産取引市場の変化による期待利回りの上昇（物件価格の下落）

為替・金利・信用リスク

- ✓ 為替、金利、クレジットスプレッドの変動

運用会社リスク

- ✓ 運用委託先の運用能力低下
- ✓ ミスコンダクトリスク

自然災害・地政学リスク

- ✓ 地震や火災、気候変動、地域紛争やテロ等による物件の破損

足許の不動産市場の状況等

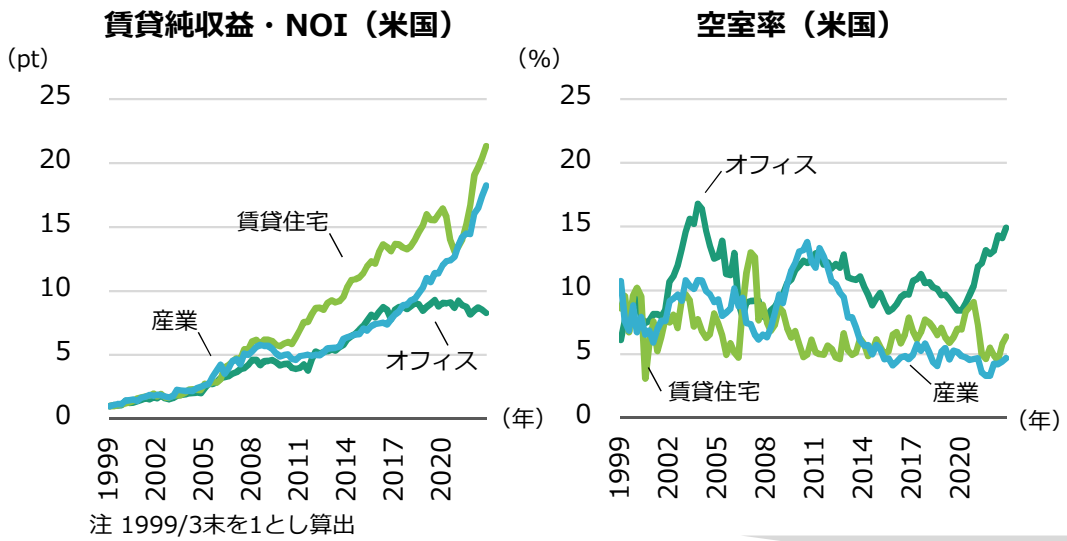
賃貸市場の需給が引締まっている物流、住宅の賃料が上昇（NOI※¹も上昇）した一方、オフィスは在宅勤務の長期化や景気悪化の影響で、特に大都市において空室率が上昇。高品質なオフィスにテナント・投資家の需要が集中する傾向（二極化）。

欧米では高インフレ下、金融引締めで金利が急騰し不動産価格は下落（Capレート※²は上昇）。物価に連動する賃料改定の仕組みやNOIの期待成長率等から、Capレートは金利上昇局面でも比較的安定的に推移しインフレ耐性の強さが示されている状況。

※1 NOIとは、Net Operating Incomeの略で、不動産の賃貸収入から賃貸費用を差し引いて求められる、賃貸純収益の略。
 ※2 Capレート（還元利回り）は、NOIを不動産価格で割った値であり、不動産利回りを示す。

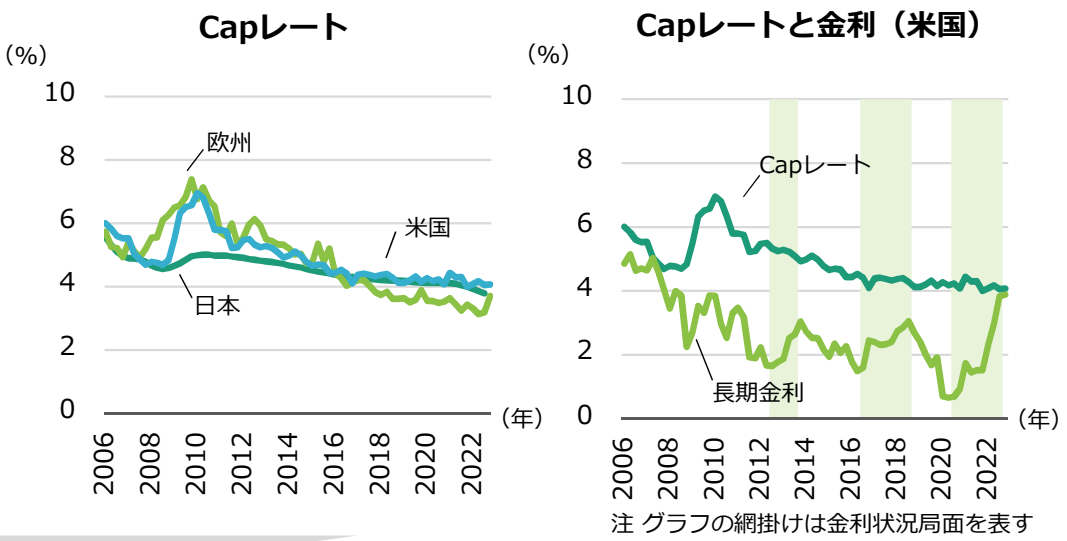
不動産の賃貸市場

(出所) MSCI※のデータに基づき作成
 ※ Reproduced by permission of MSCI Inc. ©2023. All rights reserved



不動産の取引市場

(出所) MSCI※のデータに基づき作成
 ※ Reproduced by permission of MSCI Inc. ©2023. All rights reserved



今後の運用方針・リスクアペタイト

- ✓ 中長期的な視点で、優良な投資機会への選別的な投資を継続
- ✓ 足許はローンへの投資割合を高める方向

(参考) 不動産ファンドの時価と不動産のインフレ耐性について

不動産ファンドに投資する金銭の信託の時価は、概ね3か月前の鑑定評価に基づく不動産ファンドの時価を取り込み算出。

「時価の算定に関する会計基準の適用指針」(21年改正)の適用を受け、不動産ファンドの残高については、一部の私募ファンドを除き、22年度から時価会計に変更。

時価

- ✓ 不動産ファンドは投資信託をファンドのビークルに採用することが多く、上記指針の改正を受け、多くが時価会計に変更。
- ✓ 投資先不動産ファンドの運用者は、原則四半期毎にファンド保有物件の第三者による不動産鑑定評価等を取得。当該鑑定価格を保有物件の時価として貸借対照表に取り込みファンドの純資産価値(NAV)を算出。第三者による鑑定の検証、運用者内のValuation委員会による検証、財務諸表の会計監査等NAVの適正性を担保する仕組み。
- ✓ 当行運用委託先は、投資先ファンドの財務諸表に記載されるファンドのNAVを1四半期後のセパレートアカウントの決算にて取り込むため、概ね3か月程度のズレが発生。

インフレ耐性

- ✓ 賃料を原資とするNOIはインフレ時に増加傾向。
 - インフレ時に賃料が上がりやすい住宅。
 - 賃料をインフレ率に連動して見直す条項が入る長期賃貸借契約。
 - 売上歩合賃料が設定される商業施設等。
- ✓ Capレートは、投資家の期待収益率 - NOIの期待成長率と整理し得る。
 - インフレに伴う金利上昇分をNOIの期待成長率上昇分がある程度相殺することで還元利回りの上昇幅が抑制される傾向。

直接還元法による不動産評価

$$P(\text{収益価格}) = \frac{NOI}{\text{Capレート}}$$