

グローバル不動産私募ファンド市場の動向

～グローバルに拡大する投資需要と供給のギャップ～

2015年9月10日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 研究員 三武真知子

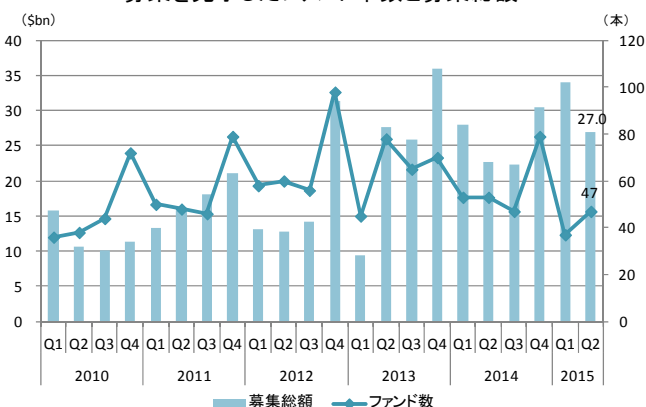
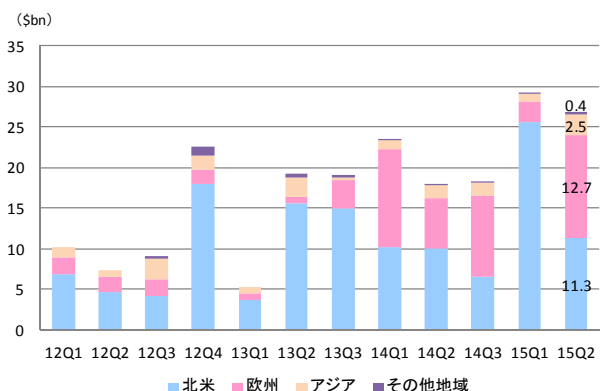
総合不動産サービス大手の JLL グループのレポートによれば、2015 年第 2 四半期の世界の商業用不動産投資額(直接投資)は、前年同期比 9%増の 1,770 億ドルとなり、13 四半期連続で 1,000 億ドルを突破したとのことである。不動産間接投資の主要スキームの一つである私募ファンド市場においても、2015 年第 2 四半期末時点ではグローバルに活況が継続しており、一部の指標では金融危機前の 2007 年と同レベルに達しているとの声も聞かれるようになっている。世界のクローズドエンドファンド市場、主要なオープンエンドファンド市場、そして日本の不動産私募ファンド市場のそれぞれの指標からは、潤沢な投資資金の流入により市場が概ね拡大傾向にあることが分かる。一方、旺盛な投資需要に対しグローバル不動産私募ファンド市場全般で投資適格物件が不足しており、需給のギャップが拡大している状況といえる。

1. 世界のクローズドエンドファンド市場の現状

①資金調達状況

Prequin 社が四半期ごとに公表している、世界のクローズドエンド私募ファンドの資金調達状況を見ると、四半期ごとの募集を完了したファンドの募集(コミットメント)総額は、2013Q2 以降每期 200 億ドルを超える水準で推移しており、2013Q1～2015Q2 までの募集総額の合計は 2,630 億ドルにのぼる(図表 1)。

募集を完了したファンドの募集総額の主要投資対象地域別の内訳では、2013 年までは北米の割合が 6 割超を占める傾向にあったが、2014 年以降は欧州の割合が増加している(図表 2)。

図表 1: 世界のクローズドエンド型私募ファンド
募集を完了したファンド本数と募集総額図表 2: 世界のクローズドエンド型私募ファンド
募集を完了したファンド 主要投資対象地域別内訳

※2013Q4、2014Q4 の数値は公表されていない

※上記数値は公表時点の数値。図表 1 の募集総額のデータのみ最新データ公表時に過去の数値が修正されるため、合計値が合致しない。

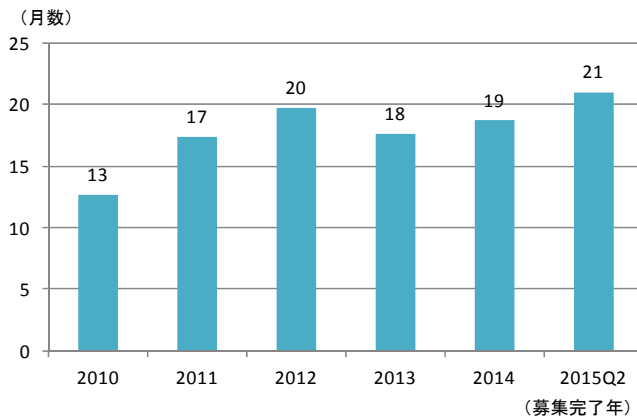
出所)Prequin 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

出所)Prequin 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

なお、2015Q1 に北米の割合が 9 割弱を占めている要因として、2015 年 3 月に募集を完了した、北米を主要投資対象地域としている Blackstone の巨大ファンド、Blackstone Real Estate Partners(BREP)Ⅷが挙げられる。当該ファンドは、これまで複数の大型ファンドを組成してきた同社の中でも最大となる 145 億ドルという巨額のコミットメント(出資確約)を、募集開始から 4 ヶ月以内という短期間で獲得した。このほか、2015 年 4 月に募集を完了した Lone Star Real Estate Fund IV (LSREFIV)も、約 59 億ドルを 4 ヶ月程度で調達するなど、短期間で巨額のコミットメント額を集めるケースが複数見られるようになっている。

一方、クローズドエンド私募ファンド市場全般の募集開始から募集完了までの平均期間の推移を見ると、2010 年以降長期化傾向にあり、2015Q2 は 21 ヶ月となっている(図表 3)。BREPⅧや LSREFIV の約 4 ヶ月という資金調達期間は、市場全体の平均調達期間と比較して大幅に短く、実績のある著名な運用会社の最新ファンドに投資家資金が集中している状況が読み取れる。

図表 3: 世界のクローズドエンド型私募ファンド
募集開始から完了までの平均期間(月数)



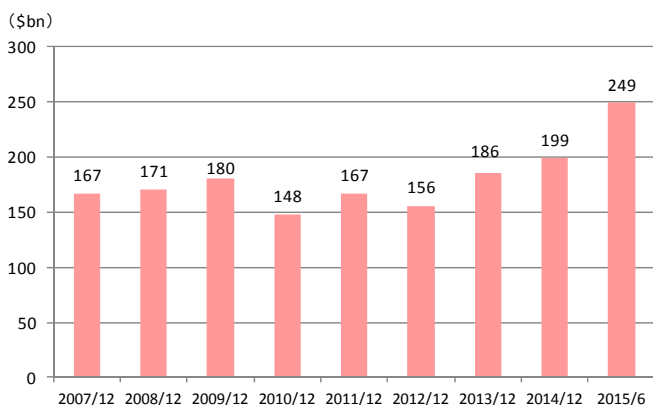
出所)Preqin 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

②投資実行状況 ～Dry Powder の増加～

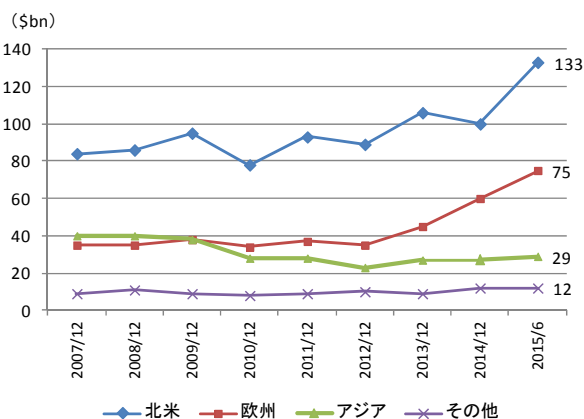
上記のように、潤沢な投資資金がクローズドエンドファンド市場全般に流入している一方、投資の実行がそれに追いつかない状況が鮮明となってきている。Preqin 社のデータでは、クローズドエンドファンドが募集の際に調達した金額のうち、まだ実際に投資実行されていない Dry Powder と呼ばれる投資未実行資金の残高が、2015 年 6 月時点で 2,490 億ドルに達した(図表 4)。2014 年 12 月時点から 500 億ドルの投資未実行資金が増加した要因としては、既述の BREPⅧを始めとする複数の大規模ファンドの募集完了の影響が大きいものと考えられる。

主要投資対象地域別の内訳では、BREPⅧの主要投資対象地域である北米が 2014 年 12 月時点から大幅に増加しているが、欧州も 2012 年 12 月時点の残高からはほぼ倍増している(図表 5)。投資戦略別の内訳では、BREPⅧの投資戦略であるオポチュニスティックが 2014 年 12 月時点から大幅に増加しているほか、バリューアッド、デットの投資戦略のファンドを含め、様々な投資戦略のファンドで全般的に投資未実行残高が増加していることが分かる(図表 6)。これらのデータからは、潤沢な投資資金に対し投資物件が不足している状況が、北米・欧州というグローバル不動産投資の主要市場で起きていることが分かる。なお、Preqin 社のデータでは、アジアを主要投資対象エリアとしたファンドの投資未実行残高は 2010 年以降やや減少し最近はやや横ばいの推移をしているが、これには Preqin 社が捕捉しているデータ数等の影響もあるものと考えられる。

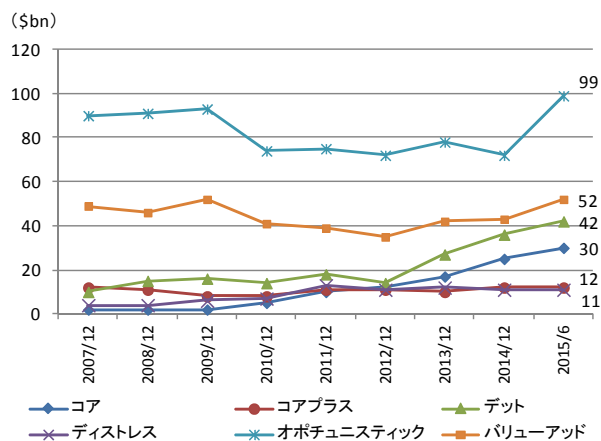
図表 4: 世界のクローズドエンド型私募ファンド
投資未実行残高の推移



図表 5: 世界のクローズドエンド型私募ファンド
投資未実行残高の推移 (主要投資対象地域別)



図表 6: 世界のクローズドエンド型私募ファンド
投資未実行残高の推移 (投資戦略別)



出所)Preqin 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2. 主要な不動産オープンエンドファンド市場の現状

運用期限の定めがあるクローズドエンドファンドに対し、運用期限が無期限のオープンエンドファンドの中で、市場規模が大きい国が米国とドイツである。なお、米国の不動産オープンエンドファンドは私募の商品であるのに対し、ドイツでは公募と私募の二種類の商品が存在する。米国とドイツのそれぞれの市場の現状について、市場規模の推移の観点から見ていく。

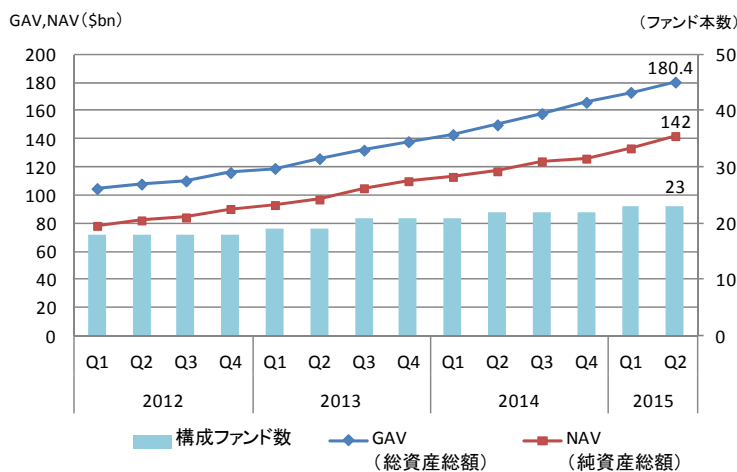
①米国

40年以上の歴史を持つ米国のオープンエンドファンド市場においては、米国不動産投資受託者協会 (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries, :NCREIF) が 2006 年に公表を開始した、コア戦略を採用する分散型のオープンエンドファンドをユニバース(母集団)としたパフォーマンス・インデックス (NCREIF Fund Index - Open End Diversified Core Equity :NFI-ODCE) が普及している。NCREIF が公表している NFI-ODCE の構成ファンドの資産総額の推移をみると、2012Q1 以降ユニバースファンドの本数も段階的に増加しているが、資産規模は GAV(総資産総額)、NAV(純資産総額)とも一貫して増加している。2015Q2 の GAV は 1,804 億ドルとなり、2012Q1 から約 1.7 倍の規模に拡大した(図表 7)。なお、NFI-ODCE はそもそもコアファンドのみを対象としており(米国ではバリューアッド型のオープンエンドファンドも複数運用されている)、ユニバースへの参加は任意で、かつ NCREIF が設定する基準を満たす必要があるため、米国オープン

エンドファンド全体の市場規模を示す数値ではないことに留意が必要である。しかしながら、米国オープンエンドファンドの主要ファンドの多くは当該インデックスのユニバースファンドに含まれているものとみられ、市場全体の数値が公表されていない米国の不動産オープンエンドファンド市場の規模を推計し、動向を把握するためには有用な数値と考えられる。

米国のオープンエンドファンドの多くは、定期的に(四半期ごとのファンドが多い)募集を行う形式をとっている。この常時募集型のファンドに投資申込みあるいは解約申し出を行う際は、Queue(列)に並んでファンドに入退出する仕組みをとり、この Queue の規模は、個々のファンドにより異なり、また市況により大きく変化する。最近ではコア型のオープンエンドファンドの多くの銘柄で Queue の長期化傾向が見られ、歴史ある大規模ファンドの中には、投資の申込みから実行に至るまで1年半程度を要するファンドもあるとのことであり、投資家の投資需要が高まっている一方で、投資物件が不足している状況がうかがえる。

図表 7: NFI-ODCE 構成ファンドのファンド本数と資産規模の推移



出所) NCREIF 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

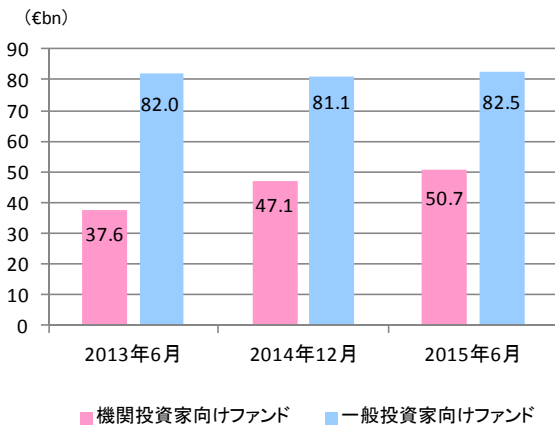
②ドイツ

ドイツの不動産オープンエンドファンドは、主に個人投資家向けの公募商品である一般投資家向けファンドと、私募の商品である機関投資家向けファンドの二種類がある。ドイツの不動産オープンエンドファンドは2008年の金融危機によって多大な影響を受け、取得と換金の自由度が高い一般投資家向けファンドの銘柄で償還停止、更には清算決定が相次ぐ非常事態となった。規制内容を強化し個人投資家保護の徹底を図った2011年の法改正により、オープンエンドファンドの商品特性が大きく変化した。この法改正により機関投資家と個人投資家の棲み分けが進んだ。未だ清算中のファンドは多数にのぼりその影響は継続しているものの、ドイツオープンエンドファンド市場は安定を取り戻している状況である(過去レポート※参照)。

ドイツ投資信託協会(BVI)の公表データから2013年6月、2014年12月、2015年6月の3時点の資産規模を見ると、一般投資家向けファンドでは、2014年12月時点では償還停止中ファンド、清算中ファンドで保有資産の売却が進んだことにより、一般投資家向けファンド全体の運用資産総額が2013年6月時点よりもやや減少したが、2015年6月時点では存続中ファンドの運用資産額増加が売却による資産額の減少を上回り、2013年6月時点を上回る資産総額となっている。一方、法改正後の2012年以降、機関投資家向けファンドへの投資資金流入額は増加し、2015年に入り資金流入のペースは更に加速している。機関投資家向けファンドの市場規模は2年間で約131億€増加し、2013年6月比で約1.4倍に拡大している(図表8)。

※2015年4月3日「ドイツ不動産オープンエンドファンドの現状 ～金融危機後のドイツの対応～」

図表 8:ドイツの不動産オープンエンドファンド
運用資産総額の推移(3時点の比較)



出所)BVI 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

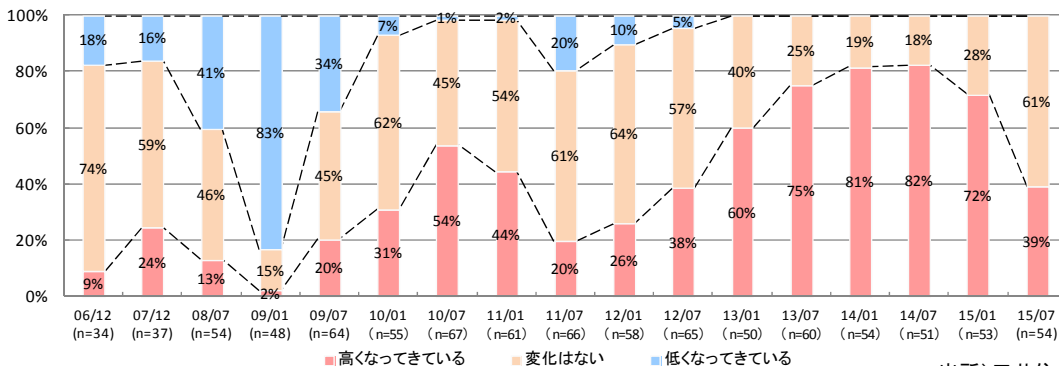
3. 日本の不動産私募ファンド市場の現状

当社が年2回行っている、不動産私募ファンドの運用会社向けアンケート調査等を基にした日本の不動産私募ファンド(私募 REITを含む)市場規模の推計値は、2015年6月末時点で約15.1兆円となった。国内不動産の運用資産残高は、金融危機以降に塩漬けとなっていた保有物件の売却が市況の回復とともに進んだことを主因として、2013年以降は減少傾向が続いていたが、今回調査では前回調査から横ばいの推移となり市場の縮小傾向に歯止めがかかった可能性がある。

運用会社が現在運用中のファンドをファンドタイプ別に分類した調査結果をみると、近年の調査では「固定型」が過半数を占めている。ファンド組成時には物件が確定していない中で出資の確約のみを行い、運用会社が物件取得を決めたタイミングで出資する「一任型」のファンドは、欧米では主流となっている一方で日本ではその割合は小さいが、外資系運用会社が組成・運用するファンドでは一任型ファンドも多い。

運用会社の視点からエクイティ投資家の投資意欲をどうみるか尋ねた質問に対しては、「低くなってきている」との回答はなく、「変化はない」の回答が2期連続で増加している(図表9)。しかしながら、「変化はない」と回答した運用会社においても、投資家の投資意欲は高い状態で継続していると考えている運用会社が多いものと推察される。

図表 9:エクイティ投資家の投資意欲

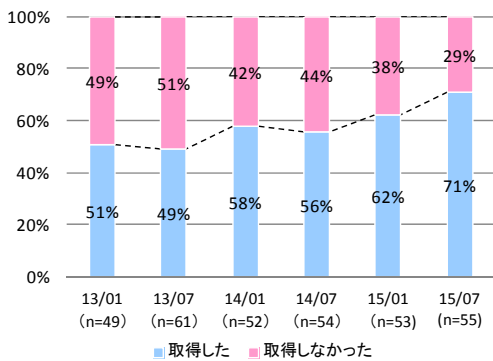


出所)三井住友トラスト基礎研究所

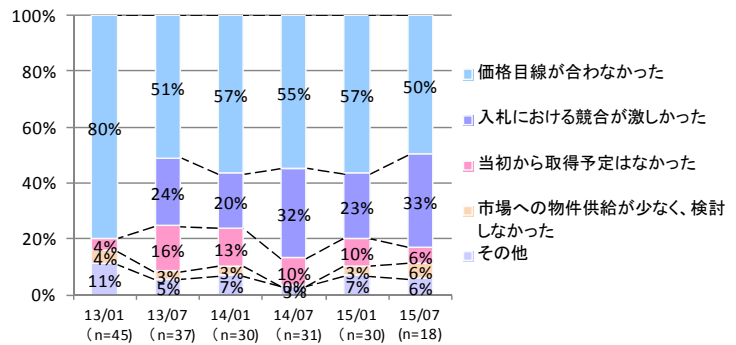
2015年1月～6月における物件取得実績の調査では、71%の運用会社が物件を取得したと回答しており、その割合は増加傾向にある(図表10)。一方、物件取得に至らなかった運用会社にその理由を尋ねた調査では、「価格目線が合わなかった」と「入札における競合が激しかった」の合計が過去調査を含めいずれも8割前後にのぼり、物件の取得環境が厳しい状況がここ数年継続していることがうかがえる(図表11)。現在運用中のファンドの投資対象物件タイプ別の集計結果をみると、2014年1月調査以降、主要投資対象物件タイプである「オフィス」と「住宅」の回答割合が縮小しており(図表12)、投資対象エリア別の集計では、近年の調査では「東京23区」、「首都圏」、「近畿圏」の回答割合が拮抗している(図表13)。これらの調査結果からは、物件取得が困難な状況が継続する中、運用会社は投資対象となる物件タイプやエリアなどを拡大し物件を取得している状況がうかがえる。また、今後1年以内の物件取得予定の有無については、2015年7月調査では「取得予定あり」が98%にのぼっていることから(図表14)、今後もしばらくは投資適格物件の取得が困難な状況が継続することが予想される。

なお、日本の私募REITも銘柄数、市場規模共に順調に増加しているが、特に資産規模上位の人気の高い銘柄においては、新規の投資家はなかなか投資ができない状態となっているようである。

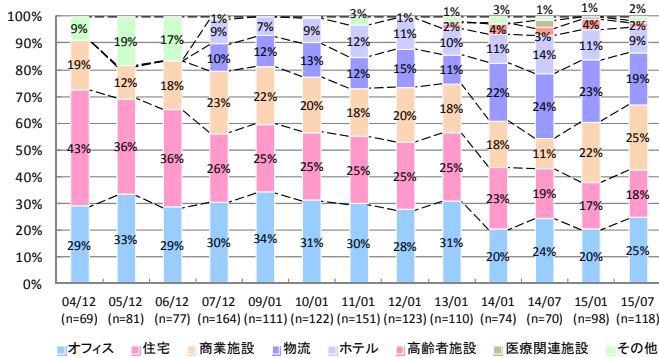
図表10: 物件取得状況



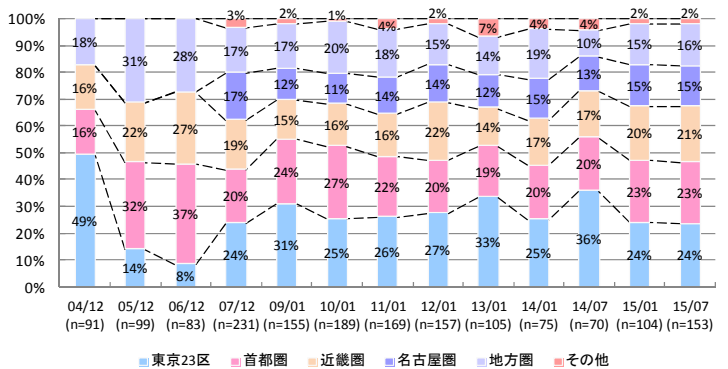
図表11: 物件取得に至らなかった理由



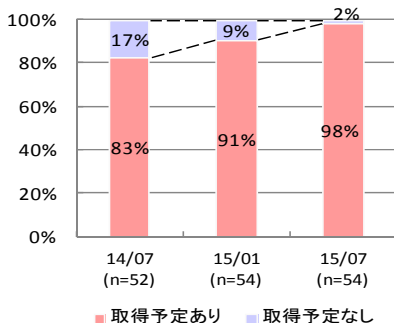
図表12: 投資対象物件タイプ(現在運用中のファンド)



図表13: 投資対象エリア(現在運用中のファンド)



図表14: 物件取得予定の有無



出所)三井住友トラスト基礎研究所

4.今後のグローバル不動産私募ファンド市場

これまでみてきたように、2015年第2四半期までの数々の指標からは、グローバル不動産私募ファンド市場は活況が継続しており、概ね拡大傾向にあることが分かる。一方、投資家の旺盛な投資意欲に基づく投資需要の高まりに対し、主要市場全般で投資適格物件が不足しており、両者のギャップが拡大している状況といえる。

需給ギャップの拡大によりマーケットが更に加熱する中で、適正価格を逸脱した取引が増加すると、市場がピークアウトし下降局面に突入した時のダメージは増幅する。グローバルにみると、現在の不動産市況がサイクルの中でどこに位置するのかはそれぞれの市場でやや異なるが、日本の不動産市場においてはピークアウトの時期が近くなっているのではないかとこの声も聞かれるようになっている。

直近では、中国経済の減速懸念を発端に各国で株価が下落し、实体经济への影響も出始めており、各国の不動産市場への波及も懸念される。市場サイクルの中で、近い将来訪れるであろう不動産市場の下降局面の期間や程度を極力小さくするためには、投資家、運用会社をはじめとした市場参加者には、様々な指標を基にした冷静な視点と適切な判断が求められるであろう。不動産市場の調整局面をそれぞれの市場が乗り越え、健全な成長が継続していくことを願いつつ、日本を含めたグローバルな不動産私募ファンド市場全体の今後の動向に注目していきたい。

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html

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。