

米国不動産投資トレンドに変化の兆し

2017年3月27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 副主任研究員 三武 真知子

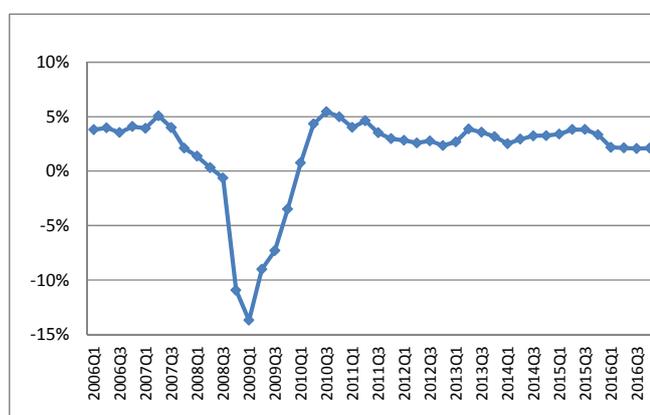
米国機関投資家にとって主要な投資商品の一つである米国不動産コアオープンエンドファンド。近年好調なリターンを生み出し、順調に資産規模を拡大させてきたこの市場に異変が起きている。2016年以降リターンの低迷が続き、市場への資金純流出入でも2016年第4四半期は3年半ぶりの純流出となったのである。一方、米国を始めとするグローバルの機関投資家の不動産へのアロケーションは過去数年増加傾向にあり、2017年1月公表の INREV/ANREV/PREA の共同調査でも増加傾向の継続が予想される結果が出ている。成熟市場である米国コアオープンエンドファンド市場からの資金流出は今後も継続し、トレンドの変化が確実なものとなるのか。市場の各プレーヤーはどのように動き対処していくのか。米国不動産投資市場の動向が注目される。

＜コアオープンエンドファンドのリターンは2009年以降の低水準に＞

米国不動産投資受託者協会 (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries: NCREIF) が公表している不動産コアオープンエンドファンドインデックス (NFI-ODCE) によると、2016Q4 のトータルリターン (フィー控除前、以下同様) は 2.11%、2016 年の年率トータルリターンは 8.77% となった。リーマンショック後の 2009 年以降の低い水準である。

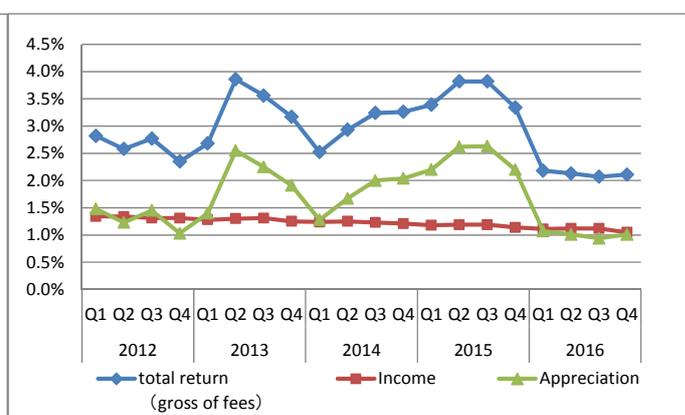
2013 年～2015 年にかけて、NFI-ODCE の年率トータルリターンは 12%～15% 台で推移しており、特に 2015 年は年率 15%、四半期ベースで 3% 台後半と、コア投資戦略でありながらも良好なリターンを出していた。インカムリターンとキャピタルリターンの内訳でみると、インカムリターンは 2012 年以降非常に緩やかな下落傾向にある一方、Appreciation (キャピタルリターン) が 2014Q2 以降上昇し、とりわけ 2015 年は四半期毎に 2.0～2.6% のペースで上昇していた。しかしながら、2016Q1 以降 Appreciation が 1% 程度に鈍化したことで、2016 年の年率トータルリターンは 7 年ぶりの低水準となったのである。

図表 1 : NFI-ODCE トータルリターン (フィー控除前)



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

図表 2 : NFI-ODCE リターン内訳

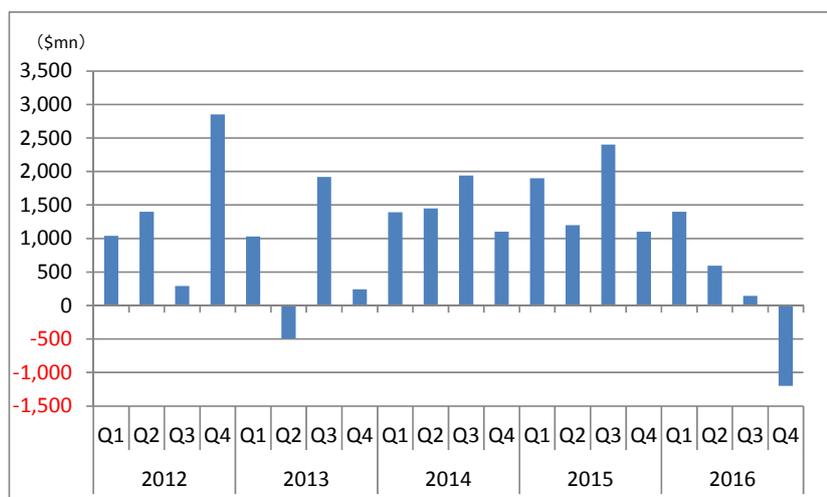


出所) NCREIF 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<投資資金は純流出に転じる>

市況の変化は市場への資金流出にも現れている。ODCE 構成銘柄ファンドへの資金流入は 2016 年通年で 8.8 億ドルにとどまり、トータルリターンと同様 2009 年以来の低い水準となった。2015 年通年の流入額(66 億ドル)から 57 億ドル超の大幅な減少である。資金流入と流出の内訳でみると、2015Q4 から払戻額が増加し始め、2016Q1～Q4 の各四半期の払戻額は、2014Q1～2015Q3 までの各四半期の水準のほぼ 2 倍となった。一方、2016Q1、Q2 は過去数年の中でも資金流入の規模が大きく、資金純流出入(Net flows)の観点ではプラスであった。しかしながら、2016Q3 は流入額と流出額がほぼ相殺する形で純流入額はわずか 1.4 億ドルに縮小、2016Q4 には 12 億ドルの純流出に転じた。

図表 3 : NFI-ODCE 資金純流出入(Net flows)



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

<資金が純流出に転じた背景>

米国コアオープンエンドファンドの多くは、定期的に(多くは四半期毎)募集を行う形式をとっており、これらのファンドに申し込み/解約通知を行う際には Queue(列)に並んでファンドに入退出する仕組みをとっている。Queue の規模は個々のファンドによって異なり、全くないこともあれば市況によって 1～2 年程度かかることもある。市況が非常に好調であった 2014 年～2015 年は、米国コアオープンエンドファンドの多くの銘柄で申し込みの Queue が長期化し、その中でも人気の高いファンドにおいては投資申し込みから実行までに 1 年半程度を要する状況となっていた。2016Q1、Q2 に ODCE ファンドへの資金流入と流出が共に増加したのは、この申し込みから実行までのタイムラグが 1 つの要因となったものと考えられる。つまり、2016Q1 以降のリターンの低下により解約請求が増加した一方、その解約請求分を 2015 年前半にかけ長期化した Queue に並んでいた投資家に割り当てたことで、新規流入も増加したのではないかと推察される。2 期連続でベンチマークリターンの低迷が明らかとなった 2016Q3 以降は、コアオープンエンドファンドからの資金引き揚げの動きが継続している一方、申し込みの Queue が縮小したことで解約請求を割り当てることができなくなり、2016Q4 に資金流出に転じたのではないかと考えられる。一部のファンドにおいては、おそらくは払戻にあてて手元資金を準備するために、例年よりも物件売却額を増やす動きもみられるようである。

＜不動産へのアロケーションは増加傾向＞

米国年金不動産協会(The Pension Real Estate Association:PREA)が年1回行っている、会員を対象とした不動産投資に関する調査によると、2012年以降不動産へのアロケーション(実績値)は緩やかながら増加傾向にあり、2015年(2016年調査結果)は8.7%となった。

図表4:PREAメンバーの不動産へのアロケーション(実績値)

	2012	2013	2014	2015
実績アロケーション(平均値)	7.6%	7.6%	8.0%	8.7%

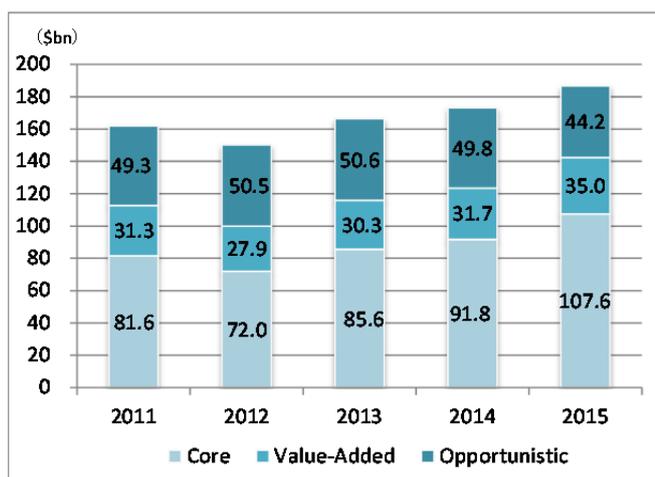
出所)PREA Investor Report をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

また、2014年と2015年とを比較したターゲットアロケーションの変化についての調査では、「変化なし」が76%を占める一方、「増加」(18.2%)が「減少」(6.1%)を上回った。2017年調査はまだ行われていないため、2016年のデータは得られていないが、PREAがINREV、ANREVと共同で行った不動産投資に関する調査(2017年1月公表)によると、不動産へのターゲットアロケーションは、グローバルの投資家全体の平均値で現在の10%から2017年に11.5%に、また、米国投資家の平均値で現在の11.3%から12.1%に増加するとの結果になり、不動産へのアロケーションは引き続き増加傾向となることが予想される。

＜今後の不動産投資資金の行方＞

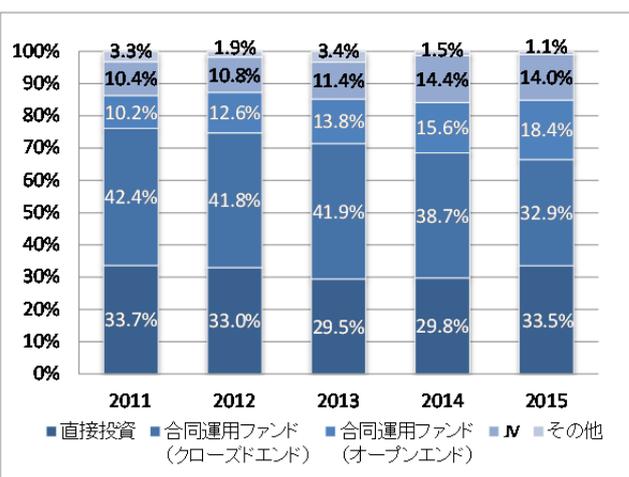
PREAの調査によると、会員の私募不動産投資の合計額は、2013年以降増加基調にあり、その中で「コア」戦略の回答割合も増加している。また、米国会員のみでの私募不動産投資の投資方法別の割合を見ると、オープンエンド型の合同運用ファンドの回答割合は2011年の10.2%から年々増加し、2015年は18.4%となった。これらの結果は既述のNFI-ODCE構成ファンドへの資金流入額の増加傾向およびコアオープンエンドファンド市場の拡大と整合しており、コア投資戦略が米国私募不動産投資市場の拡大を牽引していたことが分かる。

図表5:PREA会員の私募不動産投資額(投資戦略別)



出所)PREA Investor Report をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表6:PREA米国会員の私募不動産投資内訳(投資方法別)



出所)PREA Investor Report をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

不動産へのアロケーションは今後も増加することが予想される一方で、古くから米国機関投資家にとって主要な投資商品の一つであった不動産コアオープンエンドファンドからは投資資金が流出しているとなると、それらの資金はどこへ向かうのであろうか。

現状はその傾向を明確に裏付けられる、いわば答えとなるようなデータがまだ出ていない段階であるが、資金の行き先の一つとして考えられるのが直接投資である。前ページ図表 6 においても、「直接投資」の回答割合は、2014 年の 29.8%から 2015 年は 33.5%に増加している。しかしながら、直接投資は運用会社に支払う取得報酬、管理報酬等のフィーを削減できる大きなメリットがある反面、まとまった資金とノウハウが必要であり、直接投資を行うことができるのは資産規模が大きく、かつ市場に精通した機関投資家に限られる。そのため、多くの投資家にとっては引き続き合同運用ファンドは主要な投資ルートとなると考えられ、合同運用ファンド(オープンエンドとクローズドエンド双方を含む)の割合が大幅に減少することはないであろう。

なお、既述の INREV/ANREV/PREA の共同調査によると、2017 年の欧州での不動産投資においては、リスク調整後のパフォーマンスの観点で最も選好されたのは「バリューアッド」(48.7%)であり、「コア」(40.8%)を上回った。北米投資の集計は公表されていないため不明であるが、欧州投資と同様に、リスク・リターンレベルを一段階あげたバリューアッド型を選好する投資家が増加している可能性もある。

<日本の不動産投資市場への示唆>

日本においては、当社が半年に一回行っている運用会社向けアンケート調査によれば、2016 年以降現在運用中のファンドのファンドタイプ別の集計で「コア」が 7 割超を占めており、コアファンドに対する投資家のニーズの強さを反映している。また、2010 年に導入された私募 REIT は、2016 年末時点で 20 銘柄、資産規模 2 兆円超の市場となり、導入から 6 年超が経過した現時点においては、投資家の間で不動産投資戦略の中核商品として位置づけられるようになってきている。そして、私募 REIT 市場においても一定のセカンダリ売買は発生しており、当然ながら銘柄間の差も生じているようであるが、市場全般で解約請求が増加する事態には至っていないものとみられる。一方、キャップレート水準は金融危機前の水準まで低下、不動産価格は高止まりの状態にあり、投資適格物件の供給不足や J-REIT との物件取得における競合もあるため、今後も順調に資産規模拡大と投資家が期待するリターン提供を継続していくことができるか不透明な部分もある。また、今後解約請求が集中した場合に運用会社はどうか、市場全体の状況がどうなるか、など現時点では推し量れない側面もある。

米国においては、FRB が 3 月利上げを決定、今後も数回の利上げが予想されており、金利上昇に賃料上昇が追いつかない場合には米国コア不動産ファンド市場にとって更なる逆風となる可能性がある。一方、米国の不動産コアオープンエンドファンド市場は、過去数十年の歴史の中で幾多の危機とサイクルを経て成長してきた成熟市場である。市況好調時よりは低下しても一定の安定したリターンを生み出し、かつ一定の流動性を備えた商品特性を理解している投資家も多く存在するものと考えられる。その中で、市場からの資金流出は今後も継続し、トレンドの変化が確実なものとなるのか。マネージャー、投資家など市場の各プレーヤーはどのように動き対処していくのか。今後の日本市場の行方を占う意味においても、米国不動産投資市場の動向に注目したい。

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

<https://www.smtri.jp/contact/form-private.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。