

SMTRI シリーズレポート【我が国のリアルアセットファンド市場の課題と展望】その 5 リアルアセットファンドの拡大に不可欠な「多様性」 —海外 REIT 市場からの示唆—

2025 年 10 月 14 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

海外市場調査部 部長 上席主任研究員 安田 明宏

我が国のリアルアセットファンドの課題を考えるうえで、「多様性」がキーワードのひとつとなるならば、海外のファンド市場から得られる示唆はあるだろうか。ここでは、情報が開示され、透明性も高い海外の REIT 市場を例に考えてみたい。対象は、多様なアセットタイプが投資対象として用意されている米国の REIT、国際色が強いシンガポールの REIT とする。

アセットタイプのセクター化が進み、投資対象に多様性が広がる米国の REIT

まず、米国の REIT について見てみたい。1960 年に創設された米国 REIT は、世界で最も歴史が長いだけでなく、最もセクターの多様化が進んでいる。伝統的アセット(オフィス、商業施設、賃貸住宅、物流・産業用施設)以外のオルタナティブアセットの組み入れも早くから見られた(本稿では、「オルタナティブ」は「伝統的」の対比として使用する)。例えば、1970 年にはホテル、1985 年にはヘルスケア施設、1986 年にはセルフストレージ、1993 年にはゴルフ場、1999 年にはシニア住宅、2001 年にはガソリンスタンド、2004 年にはデータセンターなどがそれぞれ REIT に組み入れられている。その後も、通信施設(通信基地局、光ファイバー網など)、カジノ、森林、屋外広告などにも組み入れ対象は広がり、多様化が進んでいる。

投資対象の多様化が進んだ背景を考えると、まず、オルタナティブアセットが独立セクター化しやすい点があげられるだろう。セクター化により、投資家の認知度が高まるだけでなく、リスク・リターン分析が可能となるインデックスの整備も並行的に進展する。このサイクルを繰り返してきた結果、米国の REIT に占める伝統的アセットの割合は低下している。米国の REIT のセクター構成比を見ると、伝統的アセットは 2000 年末時点では 85.3%あったが、2025 年 5 月末は 45.4%にまで低下しており、半分以上が伝統的アセット以外となっている。時間の経過とともに、一部の投資家が投資対象としたオルタナティブアセットは徐々に多くの投資家が投資するアセットとなり、すでにヘルスケア施設やセルフストレージなどは市場で一定の割合を占めている。

次に、REIT 制度改正があげられる。セクターの多様化に寄与した代表的なものをとりあげると、1992 年に UPREIT (Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust) 制度の導入で、株式化によるキャピタルゲイン課税の繰延が可能となり、不動産会社がオルタナティブな保有不動産を含め、REIT 化されていった(これ以降、内部運用型が主流に)。1999 年の RMA (The REIT Modernization Act of 1999) や 2007 年の RIDEA (REIT Investment Diversification and Empowerment Act of 2007) の施行で、REIT が TRS (Taxable REIT Subsidiary、課税対象子会社)を通じて賃貸収益に加え、運営収益(ホテル、ヘルスケアなどオペレーショナルアセットのサービス収入)を享受することができるようになった。IRS(歳入庁)も、REIT が保有するアセットが多様化する中、オルタナティブなものを不動産関連と柔軟に解釈してきたことも下支えとなってきた。

第三に、投資家層が厚く、様々なアセットタイプに対する投資需要が存在することが考えられる。米国の REIT 市場に組み込まれる前のオルタナティブアセットは、ひとつのビジネス(事業)としての位置づけであったが、ファンドの仕組みを活用し、REIT 化することで投資需要を吸収してきた。年金や保険などの巨大な資

金においても、運用先としてファンドが選好されており、直接保有に比べて流動性の高い REIT が投資対象となっている。

他にも、E コマースやクラウドサービス、最近では AI 関連の巨大プレイヤーの多くが米国発であり、オルタナティブなデータセンター、R&D 施設、通信施設といったデジタル系アセットの需要を牽引し、アセットの多様化に寄与してきたことや、世界最大の不動産市場であり、多くの投資機会を提供できる素地があること、なども背景として考えられる。米国の REIT 市場には、「市場成長を志向するモデル」を踏襲し、市場の拡大には伝統的アセットだけでは不十分で、常に新しいオルタナティブアセットが求められ、多様性が促進されるという根本的な特徴がある。

多様な投資需要を取り込み、国際色が強いシンガポールの REIT

もうひとつ、多様性の面で先進的といえるのがシンガポールの REIT である。米国の REIT が「セクターの多様化」であるなら、シンガポールの REIT は「国・地域の多様化」である。世界の多くの REIT は、自国・地域にあるアセットを組み入れる場合が多いが、シンガポールの REIT は、国土の狭さから投資適格なアセットのボリュームに限りがあるため、世界各地のアセットを保有している（上場全 39 銘柄のうち、シンガポール国内アセットのみを組み入れているのは 4 銘柄のみ）。海外アセットのみを組み入れる REIT も多い（全銘柄のうち 16 銘柄）。香港の REIT や欧州の REIT も自国・地域外のアセットを組み入れているものの、香港は中国大陆、欧州は欧州域内と範囲は狭く、グローバルに投資対象が広がっている点はシンガポールの REIT の最大の特徴といってよい。シンガポールの REIT は、政府系の不動産デベロッパー（CapitaLand、Mapletree、Keppel など）がスポンサーになっているが、海外での不動産開発にも積極的なため、パイプラインを通じたアセットの組み入れも容易である（将来的な出口を想定し、REIT の投資戦略や成長ストーリーに沿った開発を行う）。特にアジア新興国の不動産は、オポチュニスティックな投資対象として位置づけられることも多いため、スポンサー自らが投資適格な不動産を開発、安定収益を生むアセットとして保有している。

シンガポールの REIT で国・地域の多様性が進んだ背景としては、国内市場のボリュームが小さいということ以外に、周辺国・地域の投資需要を取り込むための制度が整備されてきたこともあげられよう。歴史的には東西貿易の要衝で、アジアの主要市場へのアクセスに優れた地理的環境にあるシンガポールは、内需不足をカバーすべく国家をあげて金融に力を入れてきた。安定した政治体制下で外資を積極的に誘致し、国際的な金融人材が集まる国際金融センターとして成長を遂げた。他国・地域との租税条約を通じた二重課税回避を最小化する制度が充実していること、世界的に見ても法人税率は低水準であること、キャピタルゲインが非課税であることなども、投資需要を引きつけている。国際金融センターとしての地位を基盤に、シンガポールの REIT は、国内外の投資家がグローバルな不動産市場へアクセスできる手段として評価されている。多様な投資家が集まるからこそ、多様なアセットクラス（国内・国外、伝統的・オルタナティブなど）への投資需要が生まれ、投資対象が拡大することで、投資家が更に集まるという循環があり、米国と同様、シンガポールも多様性が特徴となっている。

セクター化と投資家層の拡大がリアルアセットファンドの多様化に寄与

米国の「アセットの多様化」とシンガポールの「国・地域の多様化」に共通するのは、投資家のニーズに応えながら成長、規模を拡大させる特性と、市場の動きを的確に捉えた柔軟度の高い制度である。翻って、米国とシンガポールの特性は、我が国のリアルアセットファンドの改善・拡大への示唆となるだろう。

日本のリアルアセット市場は世界でも有数の規模である。この中で、伝統的アセットは成熟し、グローバルな投資市場において安定収益を生む投資対象として認知されている。しかし、伝統的アセット以外のオルタナティブアセットでは投資が進んでいるとはいえない。逆の言い方をすると、投資対象が伝統的アセットに偏

重し、それ以外が成長していないため、市場が硬直化している。オルタナティブアセットへの投資を活発化するためには、米国流のセクター化による投資機会の創出や、柔軟性に優れた制度設計は参考になるだろう。ファンドの仕組みを活用しながら、リスク・リターン特性を共通認識として広げることができれば、投資家が集まりやすくなる。投資機会を増やすことにつながるため、国内のみならず、投資戦略が多様な海外投資家からの投資需要の吸収にも期待ができる。投資家層を厚くする意味では、米国のように、投資資金の受け皿としてファンドを活用することが求められよう。過去、日本と米国は何度も比較されてきたわけだが、多様性の観点で「古くて新しい課題」として再考するに値するだろう。

シンガポールからの示唆はあるだろうか。国外アセットへの投資で市場を拡大する方法も考えられるが、日本とシンガポールの市場規模は異なるため、単純な比較は難しい。しかし、シンガポールの REIT が国外アセットの組み入れに積極的であることは、日本の地方やオルタナティブアセットへの投資拡大のアナロジーになり得る。アジアのエマージング市場にあるアセットを組み込むシンガポールの REIT も多く、リアルアセットファンドの組成におけるストーリー設定(成長市場の発掘、投資対象国・地域へのコミットメント力など)は参考になるだろう。また、シンガポールが国際金融センターである点も、リアルアセットの投資家層を厚くする意味で重要である。かつて東京は、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターであったが、現在は、シンガポールや香港に大きく水をあけられてしまっている。税制面での優遇、英語の多用、柔軟な金融政策、金融取引規模などで国際的な評価を高めることができれば、海外投資家の流入も含め、投資家の多様化が進展する。投資家が多様化すれば、投資需要の幅が出て、伝統的アセットに偏重する日本のリアルアセットにも広がりが出るだろう。

【お問い合わせ】海外市場調査部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/113/>

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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認され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。