

## 落ち着きを取り戻しつつある英国不動産ファンド市場

2016年10月26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

英資産運用会社 Standard Life Investments が、取引の一時停止措置をとっていた同社運用ファンドの取引を10月17日に再開した。同社は、英国のEU離脱決定後、運用する公募型不動産オープンエンドファンドに投資家からの償還請求が殺到したことにより、7月4日に取引の一時停止を発表していた。この発表以降、他の大手運用会社の運用ファンドにおいても償還停止の発表が相次いだことで、BREXITショックとして日本においても大きく報道されたのは記憶に新しい。しかしながら、その後3ヶ月半余で取引停止措置をとった7社中6社が取引再開を発表、一時は大幅に悪化したファンドのパフォーマンスも改善傾向を見せており、英国不動産ファンド市場はBREXIT決定直後の混乱から落ち着きを取り戻しつつある。

### <英国不動産オープンエンドファンド市場について>

英国の不動産オープンエンドファンドの歴史は米国やドイツの市場と同様に古く、50年弱の歴史を持つ。英 The Association of Real Estate Funds (AREF)のメンバーファンドの運用資産額の合計は、2016年6月時点で約676億ポンド(NAV:約636億ポンド)。そのうちオープンエンドファンドが83%を占めており、英国不動産オープンエンドファンド市場規模は、私募型、公募型の合計で約560億ポンド(約7.7兆円)と推計される。不動産オープンエンドファンド市場として、歴史が古く、規模が大きい国としては米国とドイツが挙げられるが、英国はその2カ国に続く主要市場といえる。

図表1: 主要国のオープンエンドファンド市場比較一覧

	英国	米国	ドイツ		日本
			Publikumsfonds	Spezialfonds	
私募/公募	公募・私募	私募	公募	私募	私募
運用開始時期	1967年	1970年	1966年	1990年 ※1	2010年11月
主要投資対象国	主に英国 (欧州)	米国	ドイツ、欧州 グローバル	ドイツ、欧州	日本
市場規模(推計値含む) ※2	55.9£bn (約7.7兆円)	211.7\$bn (約21.8兆円)	87.3€bn (約10.0兆円)	58.6€bn (約6.7兆円)	1.8兆円
時点	2016年6月	2016年6月	2016年6月	2016年6月	2016年8月

※1 投資会社法の改正により、スペシャルファンドの定義付が法律的に為された年とする

※2 各時点月末の為替レートで円換算

出所)AREF、NCREIF、BVI、finanzen、各投資法人等の公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<7社中6社のファンドで取引再開を発表>

今回の英国不動産オープンエンドファンド市場の混乱は、2016年6月23日の国民投票によりEU離脱が決定した後、Standard Life Investmentsが英国の保有不動産の評価を5%引き下げたことで、同社のファンドに個人投資家からの償還請求が殺到したことが発端となっている。

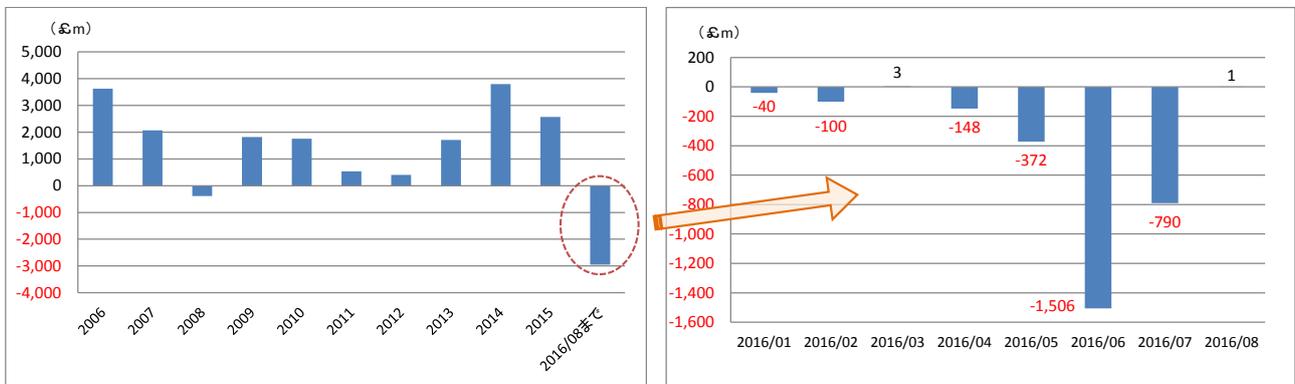
英国の公募型不動産オープンエンドファンドは、日々生じる投資家からの償還請求に応じるため、現金や上場商品を保有しファンドに手元流動性をもたせているが、償還請求が集中し流動性資産でまかなえなくなった場合には保有資産を売却してそれに応じる必要がある。しかし、市況が悪化している中で償還対応資金を捻出するために不動産を投げ売りすると、既存投資家の利益が大きく損なわれることから、そのような場合には一時的な取引停止措置をとることが可能な商品設計となっている。

7月4日のStandard Life Investmentsの発表以降、2日間で大手を含む英国公募型不動産オープンエンドファンドの運用会社6社が追随し、一時は既述の英国オープンエンドファンド市場規模推計値の3割超にあたる計約180億ポンドの資産が凍結される事態となった。しかしながら、7社のうちAberdeen Fund Managersは償還停止から1週間で希薄化調整された価格での取引を再開し、Canada Life、Columbia Threadneedle Investmentsが2016年9月中に、そしてStandard Life Investmentsのほか、Henderson Global Investorsが2016年10月中旬に取引を再開した。また、M&G Investmentsも10月21日、同社の運用する英国最大規模の不動産ファンド「M&G Property Portfolio」の取引を11月4日に再開すると発表した。これにより、現在も取引再開が発表されていないのは、本稿執筆時点においてAviva Investorsのファンドのみとなり、英国不動産オープンエンドファンドの取引停止を巡る騒動は、概ね収束に向かっている状況といえる。

<資金流出に歯止め>

英国投資協会(The Investment Association)のデータから、英国の個人投資家資金の不動産ファンドへの純流入入を見ると、金融危機の影響により純流出となった2008年以降、2015年までは流入が流出を上回っており、特に2014年、2015年は純流入額が大きく市場規模も拡大した。しかしながら、2016年は1月から8月までの累計で約30億ポンドの純流出となっている。2016年以降の月次の推移をみると、1月から既に純流出となり、国民投票が行われた6月には約15億ポンド、7月は7.9億ポンドの純流出となったが、8月は流入額と流出額がほとんど相殺されたものとみられ、+100万ポンドとわずかではあるが純流入へと転じた。

図表2: 英国不動産ファンドへの資金純流出入(個人投資家)



出所)The Investment Association 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

### <金融危機時との比較>

英国と同様に公募型の不動産オープンエンドファンド商品を持つドイツにおいては、2008年以降の金融危機により、今回の英国でのケースと同じように投資家から大量の償還請求を受け、更にドイツ当局による個人投資家保護を目的とした規制強化の影響も大きく、一時は上位20銘柄中およそ半数の銘柄が取引停止措置をとる非常事態となった。その後法律で最長2年間と定められている停止期間を経て、多くのファンドは清算決定に追い込まれた。その後法改正を経て、2015年以降市場規模は拡大基調となり、パフォーマンスも改善しているが、ファンドの清算には時間を要するため現在も清算中のファンドは複数あり、金融危機の余波は残っている状況である。

英国においては、リーマンショック後の2008年11月、New Star Asset Managementが運用する不動産ファンドで取引停止措置がとられた。New Starはその後Henderson Global Investorsに買収され、Hendersonが引き継いだ当該ファンドの取引が再開したのは取引停止から14ヶ月後であった。このほかStandard Life Investmentsの運用ファンドを含む複数のファンドで取引停止措置がとられ、また、英国不動産価格はピークから40%以上値下がりしたとも言われている。

一方、今回は2016年7月4日のStandard Life Investmentsの取引停止の発表から3ヶ月半余という短期間で、7社中6社のファンドで取引再開が発表された。取引停止措置がとられたファンドのパフォーマンスも、国民投票前の水準にはまだ遠いが、ほとんどのファンドで底を打ち改善傾向を見せている。英国内の不動産取引量が大幅に減少していることもあり、英国不動産価格がどれくらい下落しているのかについて現時点で市場のコンセンサスは得られていない状況のようであるが、CBREによれば、7月は3.3%、8月は0.5%、9月は0.2%の下落となっており、金融危機時と比較して現時点での下落幅は小さく抑えられているといえる。

### <英国不動産ファンド市場の行方>

そもそも国内事情が異なり、法改正にも及んだ金融危機後のドイツ不動産オープンエンドファンド市場との単純比較は妥当ではないが、英国の金融危機時と比較しても、今回のBREXIT決定による不動産オープンエンドファンド市場の混乱は概ね短期間で収束に向かっている印象を受ける。しかしながら、本稿執筆時点においてAviva Investorsの運用ファンド(Aviva Investors Property Trust:2016年6月末時点の運用資産額は約16億ポンド)の取引再開の発表はなされておらず、取引停止期間が長期化する可能性もあるため、当該ファンドの動向については注視が必要である。

英国経済全体を見ると、現時点では、BREXIT決定直後に懸念された英国経済の急減速やグローバルな金融危機へと発展する事態には至っていない。7月に大幅に落ち込んだ一部の景気指標で9月は国民投票前の水準に戻したのもあり、足元では英国経済には堅調さがみられる。しかしながら、未だ始まっていないEU離脱交渉の行方は不透明なままであり、今後の交渉により英国不動産市場に再び大きな影響が出る可能性もある。とはいえ、EU離脱決定という難局をひとまずは乗り越えつつある英国不動産ファンド市場の今後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/private\\_fund.html](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。