

Pan-European 不動産オープンエンドファンド市場の拡大は続くか

2017年11月6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

Pan-European 不動産オープンエンドファンド、つまり欧州全域の不動産を投資対象とするオープンエンドファンド市場が急拡大している。Pan-European オープンエンドファンドは、2006年に複数の運用会社が組成、運用を開始し、市場が創設されたのもこの時期といえるが、それ以降は新規のファンド組成本数も少なく、ファンド数、規模の両面で市場の拡大がなかなか進まなかった。しかしながら、2016年以降新規ファンドの組成が相次いでおり、2017年もグローバルに活躍する複数の運用会社が Pan-European オープンエンドファンド市場に参入している。現状では、約半世紀の歴史を有する米国、ドイツ、英国などの主要オープンエンドファンド市場と比較するとまだまだ小規模な市場ではあるが、今後もファンド数、資産規模の両面で市場拡大が継続していき、米国・ドイツ・英国に並ぶ一大市場となっていくのか、Pan-European オープンエンドファンド市場の今後の動向が注目される。

＜拡大が進まなかった Pan-European オープンエンドファンド市場＞

欧州全域の不動産を投資対象とする Pan-European オープンエンドファンドとして、最初に組成され、かつ現在も運用されているファンドは、おそらく1973年に組成された Rockspring のファンドとみられる。他の主要オープンエンドファンド市場で最初のファンドが組成された年は、米国が1970年、ドイツが1966年、英国が1967年であり、Pan-European 市場はこれらの市場と導入時点であまり差はなかったものの、その後他ファンドが追随して市場が拡大していった他国市場とは異なり、Pan-European オープンエンドファンドの組成の動きはほとんど見られなかった。1990年代を中心に欧州ではクローズドエンド型ファンドが主流であったことや、欧州不動産を対象とするオープンエンド型の不動産投資商品として、ドイツオープンエンドファンドが一般投資家、機関投資家双方に普及していたことなどがその背景にはあったものと考えられる。

＜2016年に入り市場拡大が一気に加速＞

最初のファンドの組成から30年超が経過した2006年、LaSalle Investment Management、M&G Real Estate など4社が Pan-European ファンドを組成した。一般的には市場の創設もこの年と捉えられているようである。その後金融危機を経て Invesco、CBRE などが市場に参入、この2社の Pan-European オープンエンドファンドは現在20億€超の大型ファンドとなっているとみられる。

図表1：2016年以降に組成された Pan-European オープンエンドファンド

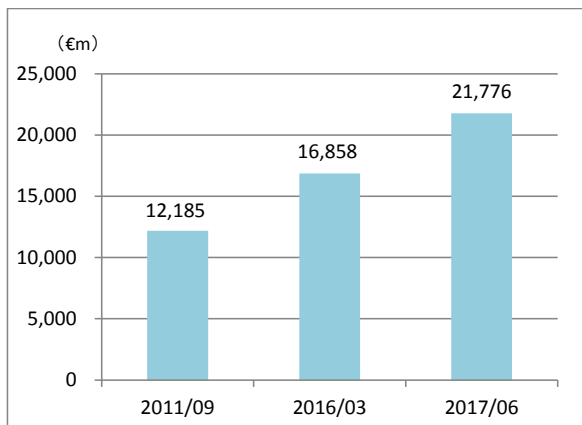
組成年	運用会社名	ファンド名
2016	AXA IM-RA	AXA CoRE Europe
2016	Barings Real Estate Advisers	Barings European Core Property Fund
2016	TH Real Estate	European Cities Fund
2017	Internos Global Investors	Internos Core European Balanced fund
2017	Blackstone	Blackstone Property Partners Europe
2017	Deutsche AM	不明
2017	Prologis	Prologis European Logistics Fund (旧Prologis European Properties Fund IIとPrologis Targeted Europe Logistics Fundを統合し名称変更)

出所) 各社公表情報、IPE Real Asset をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2012年以降はファンド組成の動きが止まったが、2016年に入り、AXA IM-RA、Barings Real Estate Advisers、Cromwell Property Group、TH Real Estateの4社が新規参入したことにより、市場の拡大が一気に加速した。(なお、Cromwellのファンドは2017年8月、当初保有していた3物件を同社の運用する上場REITに組み込む予定と一部で報じられた)。今年に入ってから、2017年5月にInternos Global Investors、2017年10月にDeutsche AMのファンドがそれぞれ1.4億€、5.7億€のコミットメントを獲得して一次募集を終了した。また、2017年8月にBlackstoneが欧州対象のコアプラス型オープンエンドファンドの募集を開始したと報じられたほか、10月にはPrologisが2007年に運用を開始したPan-Europeanオープンエンドファンドと別ファンドを統合し、資産総額82億€の巨大ファンドとすることが報じられ、グローバルに活躍する運用会社が続々とPan-Europeanオープンエンドファンド市場に参入し、あるいは展開を拡大している。

Pan-Europeanオープンエンドファンド市場については、MSCIが四半期毎に公表している「IPD Pan-Europe Property Fund Index」が、市場規模やパフォーマンスを知るうえで有用である。当該インデックスの構成銘柄ファンドの資産総額をもとに、2011年9月、2016年3月、2017年6月の各時点での市場規模を比較した。2011年9月から2016年3月までの4年半では、銘柄数はやや減少(16→14)した一方、資産総額(Gross Asset Value)は約47億€増加した。それに対し、2016年3月から2017年6月までの1年3ヶ月の間では、インデックスに含まれる構成銘柄数は変化していない(14→14)が、資産総額が約50億€増加している。2016年以降に組成・運用開始したファンドのデータは、おそらくまだ当該データには反映されていないとみられるため、2016年3月以降の資産総額の増加はほぼ既存ファンドにおける資産総額の増加を示していると考えられ、既存ファンドにおいても、過去のペースを大きく上回るペースで資産総額が増加していることが伺える。

図表2 Pan-Europeanオープンエンドファンド市場 3時点での資産総額の比較



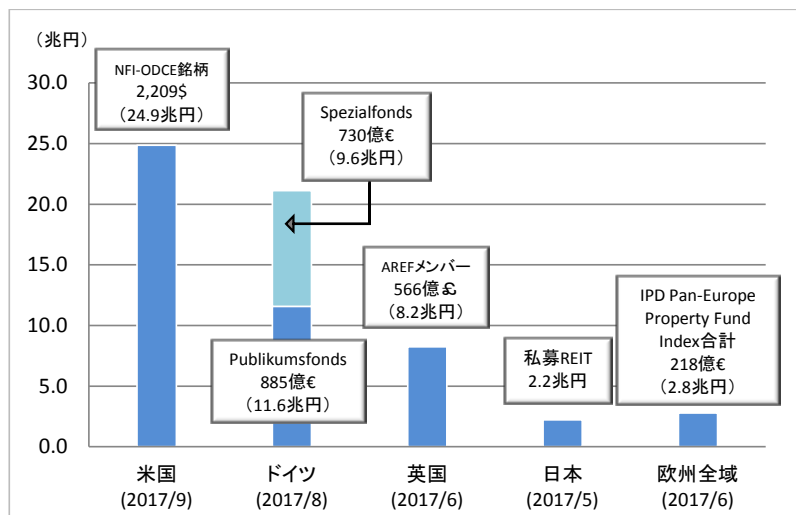
出所)MSCI「IPD Pan-Europe Property Fund Index」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<主要な不動産オープンエンドファンド市場との比較① 市場規模>

世界で主要な不動産オープンエンドファンド市場としては、既述のように米国、ドイツ、英国が挙げられ、これに日本とPan-European市場を加え市場規模を比較した。米国については、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)の構成銘柄ファンドの資産総額、ドイツについては、BVIが公表している一般投資家向けファンド(Offene Immobilien-Publikumsfonds)と、機関投資家に限定されたスペシャルファンド(Offene Immobilien-Spezialfonds)の合計値、英国についてはAREFのメンバーファンドのうちオープンエンドファンドの資産総額、Pan-Europeanオープンエンドファンドについては、既述のMSCIが公表している「IPD Pan-Europe Property Fund Index」の構成銘柄ファンドの資産総額を用いている。

米国市場はNFI-ODCE 構成銘柄の合計で約 25 兆円と大規模な市場であるが、構成銘柄に含まれていない銘柄やバリューアッド型のファンドも含めると実際の市場規模は更に大きくなる。一方、Pan-European 市場は 2.8 兆円規模と、日本を除く 3 カ国の市場と比べると規模はまだ小さい。しかしながら、既述のように「IPD Pan-Europe Property Fund Index」の構成銘柄には 2016 年以降に運用を開始したファンドはまだ含まれていないと考えられるため、実際の運用中ファンドの資産総額は上記数値より大きいとみられる。

図表 3 : 主要国のオープンエンドファンド市場規模の比較



※各時点の為替レートで円換算

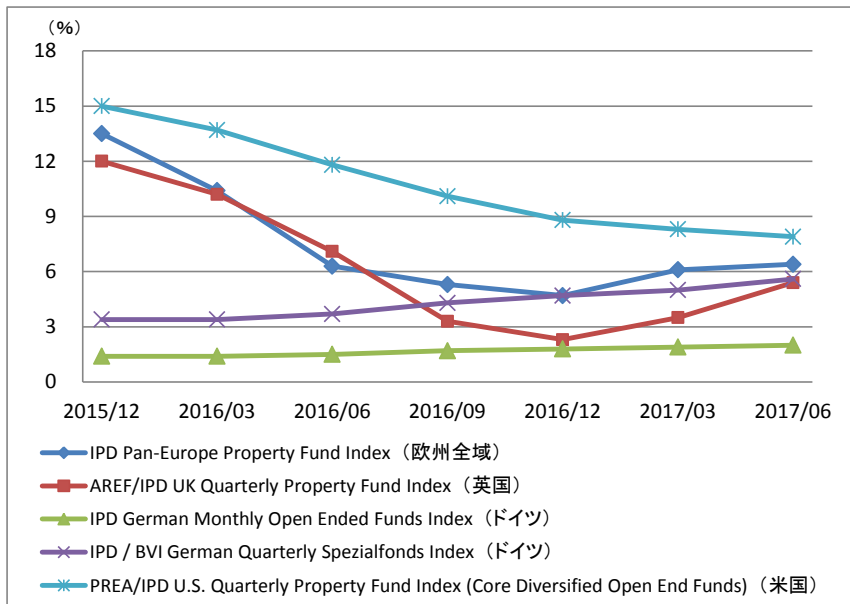
出所) NCREIF、BVI、AREF、MSCI、各社ホームページ、雑誌等の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

< 主要な不動産オープンエンドファンド市場との比較② パフォーマンス >

次に、日本を除く他の主要市場とパフォーマンスの比較を行った。MSCI は、米国、ドイツ、英国、Pan-European 市場のオープンエンドファンドインデックスを公表しており(米国は PREA と共同、英国は AREF と共同で公表しているインデックスであり、英国データには一部クローズドエンドファンドのデータが含まれている)、2015 年 12 月から 2017 年 6 月までのそれぞれのインデックスのトータルリターン(年率)の推移を示したのが図表 4 である。

米国・英国・Pan-European 市場ともに、2015 年 12 月時点のトータルリターンは 12% を超える高い水準であったが、2016 年以降は低下傾向が鮮明となった。特に英国市場は、BREXIT 決定後の市場の混乱により 2016 年 12 月時点のトータルリターンは 2.3% となり、2015 年 12 月時点から 1 年で約 10% ポイント低下した。Pan-European 市場も BREXIT 決定による英国市場の減速とポンド下落の影響を受けトータルリターンが低下したが、英国・Pan-European 市場共に 2017 年に入ってから 2 四半期連続で回復している。2017 年 9 月時点のデータは本稿作成時点で出そろっていないためグラフ上は記載していないが、既に公表されている英国市場は年率 8.6% まで水準を戻しており、Pan-European 市場もおそらくは回復傾向が継続する結果となるものと考えられる。なお、米国市場については、PREA/IPD の 2017 年 9 月時点のデータはまだ公表されていないが、先日公表された NFI-ODCE の 2017 年第 3 四半期のパフォーマンスデータによれば、2015 年第 4 四半期以降継続していた四半期毎のトータルリターンの低下傾向に歯止めがかかった一方、年率リターンでは低下傾向が継続している。

図表 4 主要国のオープンエンドファンド トータルリターン(年率)の推移



出所) MSCI 「IPD Pan-European Property Fund Index」、「AREF/IPD UK Quarterly Property Fund Index」、「IPD German Monthly Open Ended Funds Index」、「IPD / BVI German Quarterly Spezialfonds Index」、「PREA/IPD U.S. Quarterly Property Fund Index」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜今後の Pan-European オープンエンドファンド市場＞

グローバル不動産市場を俯瞰してみると、米国では、主要都市の多くでオフィス、住宅、商業施設の賃料、空室率の改善傾向が鈍化、横ばいの推移になっており、ピークアウトの懸念が強まっている。更に、米国コア不動産市場においては、追加の利上げも予想される中で低迷しているリターンの大幅な改善は見通せず、厳しい局面に入っているといえる。アジアにおいても、日本を含め不動産市場が過熱もしくは停滞している都市が多く、今後の上昇が見込める主要都市は少ない。一方、欧州市場では、一部で過熱感もみられるが、全般として金融危機後の回復が遅れたこともあり、まだ上昇余地があると予想される主要都市が複数ある。英国についても、EU 離脱を巡る不確実性は継続しており、短期的なダウンサイドは避けられないが、今後も英国のグローバル市場における主要投資対象国としての地位が大きく後退することはないものと考えられる。このように、グローバル不動産市場において相対的に欧州不動産の魅力が高まっており、これが昨年以降の Pan-European オープンエンドファンド市場の急拡大の要因の一つとなっているものと考えられる。

Pan-European オープンエンドファンド市場は、ほぼ国内不動産に特化した米国、英国オープンエンドファンド市場とは異なり、通貨や法制、税制が投資対象国毎に異なることで、ストラクチャーも複雑になりコストも増加するといったマイナス面もある。一方で、市場サイクルが異なる局面にある国および都市を組み入れることができるため、一つのファンド内でリスク分散が可能であるというメリットは大きい。更に、投資対象地域が欧州全域であり、その広域な投資対象範囲を鑑みると、米国以上の規模となる潜在的な可能性を秘めた市場ともいえる。

米国、ドイツ、英国の不動産オープンエンドファンド市場は約半世紀の歴史を有しており、これらの市場と比較すると、Pan-European オープンエンドファンドは市場が創設されてから 10 年超と、その歴史はまだ浅い。更に、銘柄数の増加により、市場が順調に拡大し始めたといえるのは昨年以降であり、これら新規参入銘柄が、実際どの程度資産規模を積み上げているかは現時点ではまだ不明である。今後も、新規銘柄の参入と既存ファンドの資産規模拡大の両輪により、市場の拡大が継続していくか、そして、Pan-European オープンエンドファンド市場が米国・ドイツ・英国に並ぶ一大市場となっていくのか、今後の動向が注目される。

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

<https://www.smtri.jp/contact/form-private/index.php>

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。