

グローバル非上場不動産ファンド市場の動向

～クローズドエンドファンド、オープンエンドファンド市場の資金フローの観点から～

2018年5月28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

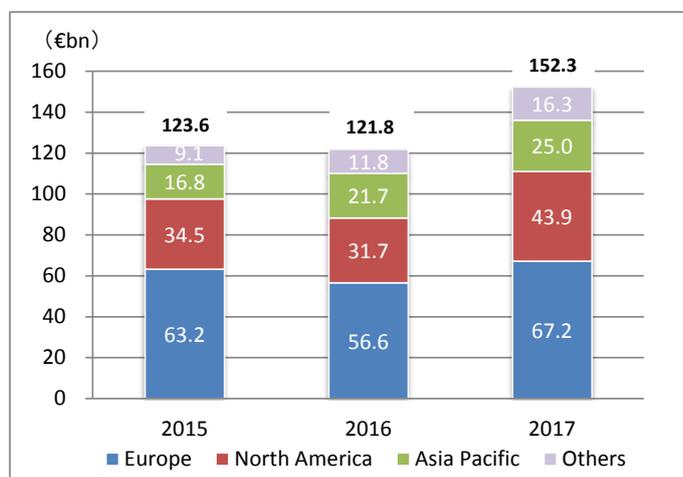
先進国を中心にグローバル不動産市況は堅調さを保っている。ピークアウトが近いのではないかと懸念がくすぶる中でも、投資家のグローバル不動産への投資意欲は引き続き旺盛であり、非上場不動産市場ではエクイティ投資家の資金流入が再び加速している。INREV・ANREV・NCREIFが共同で行っているエクイティ資金調達状況に関する調査によれば、2017年の非上場不動産市場全体での資金調達総額は、前年比25%増の1,523億ユーロにのぼり過去最大となった。また、非上場不動産市場で主要な投資対象であるクローズドエンドファンド市場では、資金調達を完了したファンド数が減少傾向にある一方で、著名なファンドマネージャーが組成した大型ファンドには潤沢な資金が流入している。もう一つの主要な投資対象であるオープンエンドファンド市場では、エクイティ資金のフローは各主要市場で異なるが、市場規模では各市場で拡大が継続している。アウトバウンド投資を模索する日本の投資家を含めた世界中の投資家にとって、クローズドエンド、オープンエンド商品はともに引き続き主要な投資対象となることが予想され、今後もそれぞれの市場の個別の指標や、両市場の関連性を含めた全体動向を注視していく必要があると考える。

<非上場不動産市場の資金調達額は過去最高レベルに>

INREVがANREV、NCREIFと共同で行っている調査「Capital Raising Survey 2018」によれば、2017年のグローバル非上場不動産市場全体での資金調達総額は1,523億ユーロにのぼり、調査開始以来最大となったとのことである。過去の調査では、2015年は1,236億ユーロ、2016年は1,218億ユーロであり、2017年は前年比+25%の大幅な増加となった。(なお、当該調査に協力したマネージャー数は前年比+8%)

調達資金のエリア別の内訳では、欧州が672億ユーロ(44.1%)で最大であり、米国(439億ユーロ、28.8%)を大きく上回った。2015年以降3年連続で、欧州が非上場不動産市場で最大の投資先となっている(図表1)。

図表1: 非上場不動産市場 エリア別の資金調達額



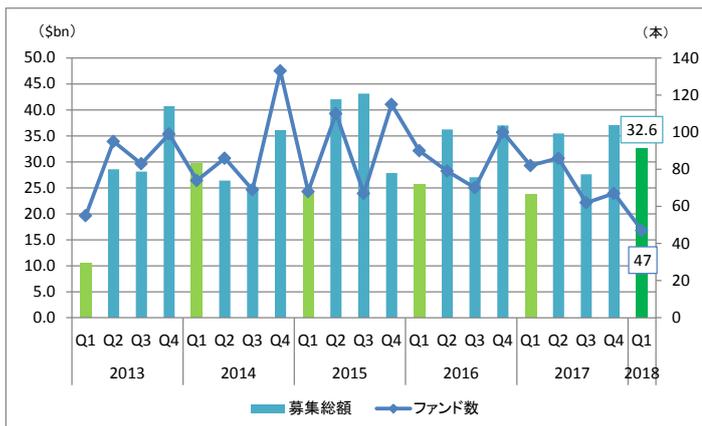
出所)INREV 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

「Capital Raising Survey 2018」によれば、非上場不動産投資のヴィークルとして最も利用されたのは非上場不動産ファンドであり、全体の 55.1%を占めている。非上場不動産ファンドには、投資期間が無期限のオープンエンド型とあらかじめ投資期間が決められているクローズドエンド型の 2 タイプがあり、両者ともに不動産投資の主要なヴィークルとして利用されているが、上記調査ではこの内訳が一般には公表されていない。そこで本稿では、クローズドエンドファンドについては、欧米を中心に豊富な不動産私募ファンドデータを持つ Preqin、オープンエンドファンドについては、主要市場である米国、ドイツ、英国の各国の業界団体や中央銀行のデータをもとに、資金調達状況の推移から最近の市場動向を見ていくこととしたい。

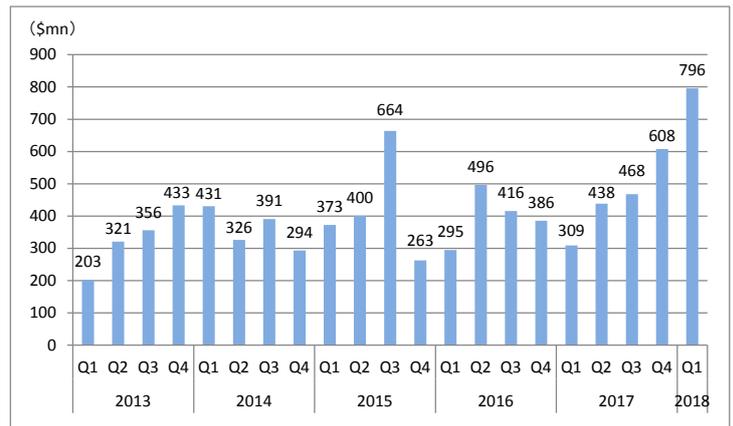
＜クローズドエンドファンドの平均資金調達額は過去最大規模に＞

Preqin が四半期毎に公表している「Preqin Quarterly Update: Real Estate」によれば、2018 年第 1 四半期に資金調達を完了したクローズドエンド私募ファンドの募集総額は 326 億ドルとなった(図表 2)。例年第 1 四半期は他の四半期に比べ調達額が少ない傾向にあるが、2013 年以降の第 1 四半期の中では最大規模であり、また 2013 年以降の各四半期ごとの平均を上回る水準である。一方、資金調達を完了したファンド数は 47 本にとどまり、結果として、2018 年第 1 四半期に資金調達を完了したファンドの平均調達額は 2013 年以降で最大規模となった(図表 3)。

図表 2: クローズドエンド私募ファンド
資金調達を完了したファンド本数と募集総額



図表 3: クローズドエンド私募ファンド
資金調達を完了したファンドの平均サイズ



出所)いずれも Preqin 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜大規模ファンドに資金が集中＞

2018 年第 1 四半期に資金調達を完了(ファイナルクローズ)したファンドのうち、調達額が最大のファンドは、Starwood Capital Group が組成した「Starwood Global Opportunity Fund XI」であり、76 億ドルのコミットメントを獲得した。次いで Blackstone Group の組成した「Blackstone Real Estate Partners Asia II」(70 億ドル)となり、この 2 ファンドで当該四半期の資金調達総額の約 45%を占めている。このほか 2 ファンドがファイナルクローズで 20 億ドル以上のコミットメントを獲得しており、上位 4 ファンドのうち、当初の目標額が不明である Goldman Sachs グループのファンドを除く 3 ファンドで調達額が目標額を大幅に上回った(図表 4)。実績のある著名なマネージャーの運用する大型ファンドに投資資金が集中している状況がうかがえる。

図表 4: 資金調達額上位 4 ファンド(2018 年第 1 四半期)

ファンド名	マネージャー	調達額(mn)	目標調達額(mn)	ファンドタイプ	投資対象エリア
Starwood Global Opportunity Fund XI	Starwood Capital Group	7,600 USD	6,000 USD	Opportunistic	US, Europe
Blackstone Real Estate Partners Asia II	Blackstone Group	7,000 USD	5,000 USD	Opportunistic	Asia, Australasia
Broad Street Real Estate Credit Partners III	Goldman Sachs Merchant Banking Division	4,200 USD	-	Debt	US, Europe
KKR Real Estate Partners Americas II	KKR	2,000 USD	1,500 USD	Opportunistic	US

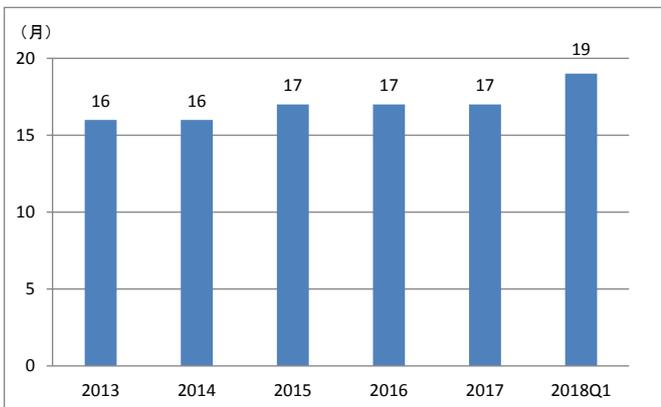
出所) Preqin, IPE Real Assets 等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜ファンド間の競合は激しく＞

大規模ファンドの資金調達状況が好調である一方、ファンド間の競合は激しくなっている。クローズドエンドファンドがエクイティ資金の募集を開始してから完了するまでの平均期間は、2013年以降あまり変動していなかったが、2018年第1四半期は19ヶ月となり、2015～2017年の平均期間よりも2ヶ月間長くなった(図表5)。

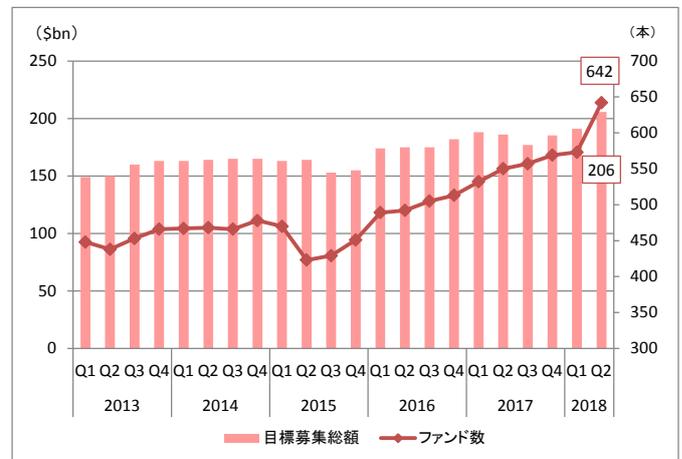
また、現在エクイティ資金を募集中のファンドの総数は、2018年第2四半期の期初時点で642本にのぼり、これらのファンドの目標募集総額は2,060億ドルと2,000億ドルを突破した(図表6)。2016年以降、資金調達を完了したファンドの数は減少基調となっている一方(図表2参照)、募集中のファンド数は一貫して増加しており、とりわけ今期は前期から増加幅が拡大している。これらのデータからは、エクイティ資金を巡るファンド間の競合が激しくなっている様子が伺える。

図表5: クローズドエンド私募ファンド
募集開始から完了までの平均期間



出所)いずれも Preqin 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6: クローズドエンド私募ファンド
募集中のファンド本数と目標募集総額



＜クローズドエンドファンド、オープンエンドファンド市場の特徴＞

非上場不動産ファンド市場の形態としては、既述のとおり、投資期間があらかじめ決まっているクローズドエンドファンドのほかに、投資期間が無期限のオープンエンドファンドがある。オープンエンドファンドの法制度やストラクチャーは各国でそれぞれ異なるが、オープンエンドファンドに共通する最大のメリットの一つは、ファンドへの資金の出入り(出資と解約)の時期をそれぞれの投資家が選択できることといえる。(ただし、実際はファンドへの入退出の時期は、運用会社の裁量により左右される)

運用スタイルにも違いがある。オープンエンドファンド市場は、その大部分はコア型の商品であり、米国、ドイツ(個人向け)、英国の主要市場ではレバレッジが0～20%程度の商品が多く、非常に低いレバレッジで安定運用をしている点で共通している。一方、クローズドエンドファンド市場は、コア、コアプラス型商品もあるもののそのシェアは低く、オポチュニスティック型とバリューアッド型が中心となっている。なお、この点は、クローズドエンドファンドでもコア型の商品が多い日本の不動産ファンド市場とは大きく異なる特徴である。このように、グローバル市場全般においては、オープンエンドファンド市場はコア商品が中心、クローズドエンドファンド市場はバリューアッド、オポチュニスティック商品が中心となっている。

＜主要オープンエンドファンド市場の資金調達状況＞

オープンエンドファンド市場の歴史が非常に古い米国、ドイツ、英国の各市場では、各国の業界団体、中央銀行が資金の流入（流入額から流出額を差し引いた額：Net flow）の状況を公表しており、それらのデータをもとに近年の資金フローの推移を示したものが図表7である。（グラフの最大値は各グラフ共通としているが、単位は各国通貨を使用している）

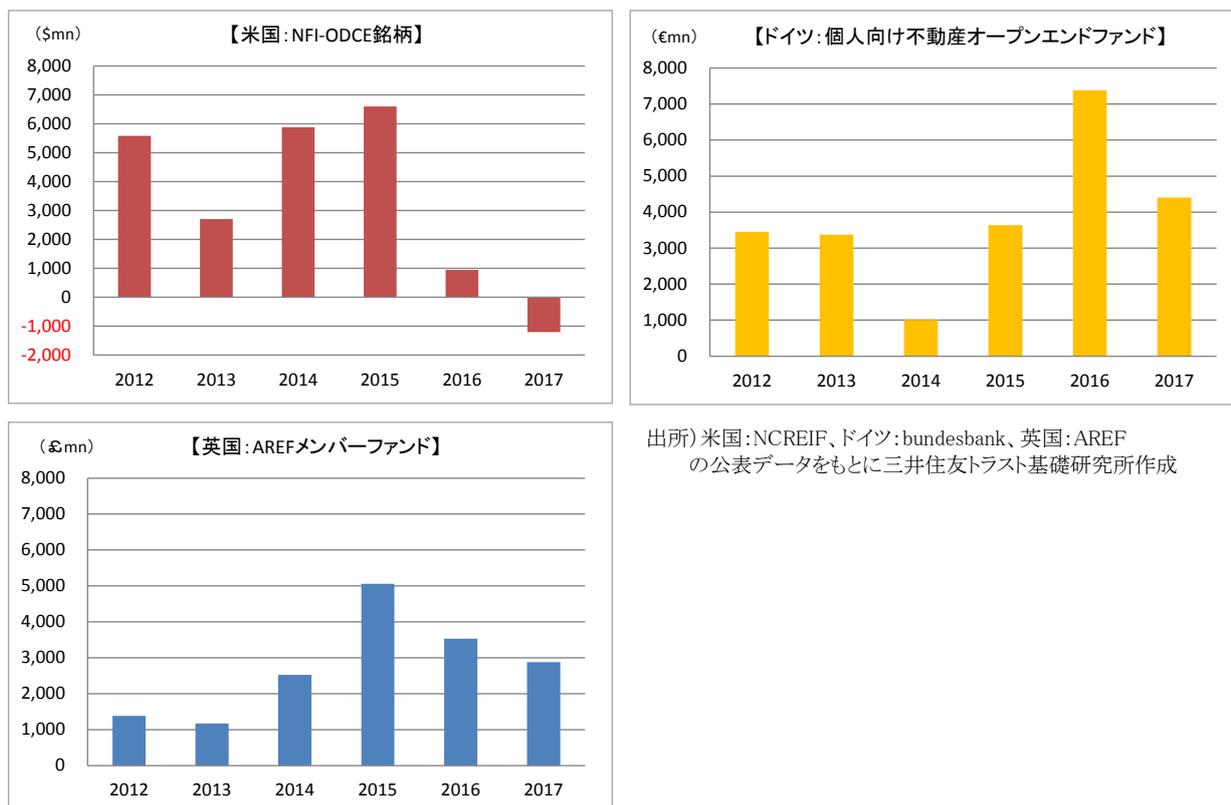
NCREIFのデータによると、米国不動産コアオープンエンドファンド市場（NFI-ODCE 構成銘柄）のNet flowは、2014年、2015年はそれぞれ59億ドル、66億ドルの純流入であったが、2016年以降は一定の資金流入があった一方でファンドからの流出額が増加し、2017年は12億ドルの純流出となった。なお、2018年第1四半期も依然として高水準の流出が継続しているが、流出額とほぼ同水準で、かつ過去の四半期毎の平均よりも多い資金が流入しており、Net flowではわずかにプラスとなっている。

ドイツについては、Bundesbankのデータによれば、個人向け不動産オープンエンドファンドへの純流入額は2016年に過去最高レベルとなり、2017年は前年比では大幅に減少したが44億ユーロの純流入となった。なお、ドイツにはこのほか機関投資家向けの不動産オープンエンドファンド市場もある。金融危機後の混乱の後、2013年の法改正を経て、両市場の棲み分けが明確になり市場が整備され、機関投資家向けオープンエンドファンドの市場規模は、特に法改正以後急速に拡大している。当該データは個人向け市場のみの流入額であるため、機関投資家向け市場を含めたドイツオープンエンドファンド市場全体への流入額は更に大きい。

英国については、AREFのデータ（一部クローズドエンドファンドのデータも含まれるが大部分はオープンエンドファンド）から、資金流入のピークは2015年であり、その後BREXIT決定の影響もあり2年連続で流入規模は縮小しているものの純流出にはなっておらず、2017年も29億ポンドの純流入となっていることが分かる。

これらの主要なオープンエンドファンド3市場の資金流入の推移をみると、各国それぞれの事情により、流入のピークや直近の状況は異なっていることが分かる。なお、これらはあくまで資金フローの推移であり、資産ベースでみる市場規模は、米国を含め各市場で拡大が継続している。

図表7: 米国、ドイツ、英国のオープンエンドファンド市場での資金純流出入の推移



＜米国市場における二つの市場の関連性＞

これまで、クローズドエンドファンド市場とオープンエンドファンド市場それぞれの近況を資金フローの観点から見てきた。米国年金基金を中心に、不動産に一定の投資枠を設定している大規模な機関投資家の多くは、市況や基金の状況に応じて、投資手法の変更や運用スタイル毎のアロケーションの調整を行っているが、その中でも、非上場不動産ファンドというカテゴリーの中でアロケーションの調整を行うケースはしばしばみられる。そのため、両市場の動向は別個に独立したものではなく、特に米国不動産市場において一定の関連性を見いだすことができる。

米国では、金融危機後の回復が早く他の先進国に先駆けて好況局面に入ったため、サイクルの最終盤(ピーク)の局面に入っている不動産市況の反転への懸念が徐々に高まる中で、2015年12月から政策金利の引き上げが始まった。2016年以降は、それまで好調であったコアオープンエンドファンドのリターンが低下傾向を示すようになり、同時に市場からの流出資金が増加し始めた。ここ数年複数の米国年金基金が、ポートフォリオのリバランスの際に、リターンが低迷しているコア商品へのアロケーションを減らし、ノンコア(バリューアッド、オポチュニスティック)のアロケーションを増やす意向を発表している。このように、より大きなリスクをとっても一定のリターンを確保するために、コアオープンエンドファンドへの投資資金をバリューアッド型やオポチュニスティック型のクローズドエンドファンドへ振り替えた投資家が多かったものと考えられる。一方で、彼らは運用スタイルに起因するリスクテイクは図りつつも、マネージャーに起因するリスクを少しでも低減するため、著名で実績のあるマネージャーの運用する大型クローズドエンドファンドを選択し、これらのファンドに資金が集中しているのではないかと推察される。

なお、投資家が機関投資家に限られる米国と異なり、既述の通りドイツでは個人向けのオープンエンドファンド市場があり、英国のオープンエンドファンド市場にも個人投資家が含まれる。オープンエンドファンドとクローズドエンドファンド間の資金の振り替えは、通常個人投資家は行うことができない。一部機関投資家の間ではポートフォリオのリバランスの際に行われているものとみられるが、米国機関投資家に比べ情報が少ないこともあり、事例としては確認できていない。

＜今後の非上場不動産ファンド投資＞

非上場不動産ファンドを通じた投資は、セパレートアカウントやジョイントベンチャーなどの形態と比較すると、比較的小規模な資金で投資を開始することができる。そのため、アウトバウンド投資を模索する日本の投資家も含めた世界中の投資家にとって使用しやすいヴィークルと考えられ、これらを通じた不動産投資は引き続き一定のシェアを維持、もしくは増加していくものと予想される。今後も、クローズドエンド、オープンエンドそれぞれの市場におけるエリアや国別の様々な指標、そして各市場の関連性を含めた全体動向を注視していきたい。

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

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