

欧州不動産投資市場で存在感を高めるドイツ

2019年4月8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

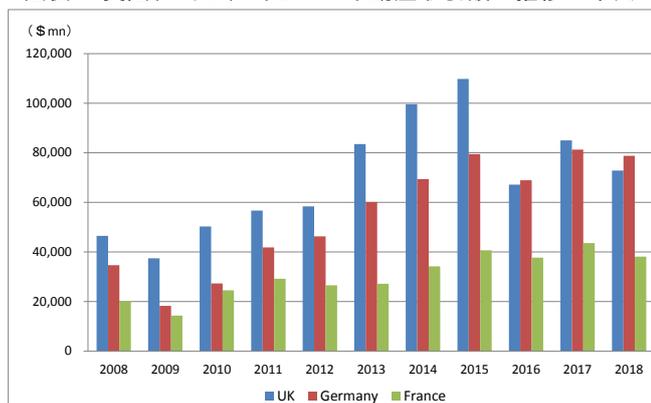
グローバル不動産投資戦略の構築にあたり、欠かすことのできない欧州。その中でも投資先として不動の人気を誇っていた英国が BREXIT を巡り混迷を深める中、近年人気を高めているのがドイツである。ドイツの不動産投資市場は、古くから個人向けオープンエンドファンド商品が普及しているため投資家層が幅広く、市場規模や透明性の観点でも評価の高い市場であるが、欧州全体では長らく英国に次ぐ 2 番手の位置にとどまっていたといえる。しかし、BREXIT を巡り英国が迷走を続ける中で、2016 年、2018 年と年間不動産取引額が英国を上回り、不動産私募ファンド市場においても、英国では投資資金の流出が流入を上回る純流出となっている一方、ドイツにおいては資金流入が強まり、市場規模の拡大も続いている。米中貿易摩擦や BREXIT を巡る混乱を契機としたグローバルな景気減速はドイツ経済にもブレーキをかけており、好調な不動産市場への波及も懸念されるが、欧州不動産投資市場の牽引役となり、存在感を高めているドイツ市場の動向を今後も注視していきたい。

<不動産取引額でドイツが欧州トップに>

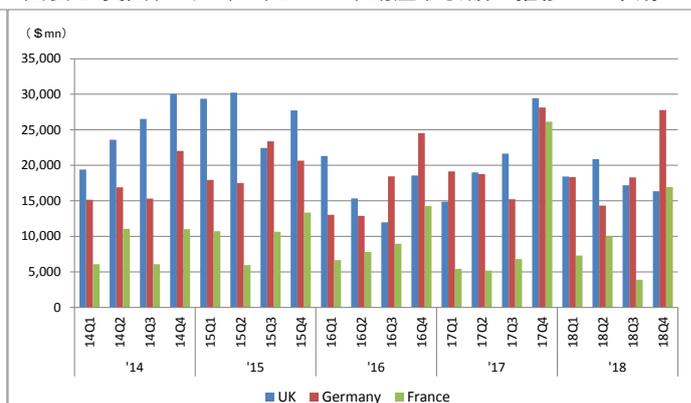
欧州の主要不動産投資市場としては、英国、ドイツ、フランスが挙げられる。RCA のデータをもとに 3 カ国の不動産取引額(※1,000 万\$以上の売買取引が対象)の推移を見ると、グローバル全体で不動産市況が好調であった 2013 年～2015 年の 3 年間は、英国の年間取引額はドイツ、フランスを大きく引き離していた(図表 1)。しかし、国民投票で英国の EU 離脱が決定した 2016 年は取引額が激減、2017 年はポンド安、価格調整等の影響で一旦増加したものの、2018 年は再び減少した。一方、ドイツの不動産取引額は 2010 年以降 2015 年まで一貫して増加、2016 年は前年を下回ったものの、2017 年、2018 年は過去最高水準で推移している。2018 年の取引額は約 790 億ドルと英国を上回った。

2014 年以降の四半期毎の取引額の推移を見ると、各国とも毎年第 4 四半期は取引額が増加する傾向があり、とりわけ 2017Q4 は 3 カ国とも取引額は過去最高水準となった(図表 2)。しかし、2018Q4 の英国の取引額は約 160 億ドルと低水準で、同四半期のフランスをも下回った。一方、2018Q4 のドイツの取引額は約 280 億ドルと、四半期ベースで過去最高水準となっている。

図表 1: 英国、ドイツ、フランスの不動産取引額の推移—年次—



図表 2: 英国、ドイツ、フランスの不動産取引額の推移—四半期—



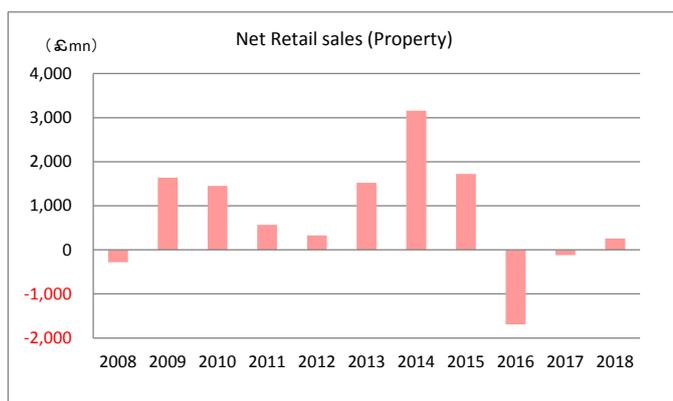
出所)いずれも RCA データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※売買取引額の対象は 1,000 万米ドル以上の取引

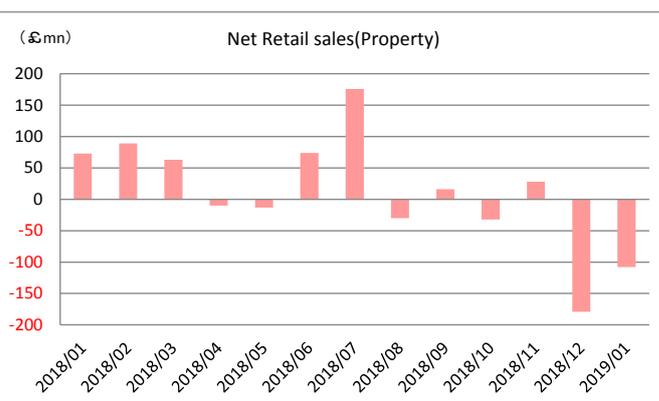
＜英国不動産ファンド市場では投資資金が純流出に転じる＞

英国投資協会(The Investment Association)のデータから、英国の不動産ファンドへの資金フローの推移を見ると、グローバルに景気が好調で不動産取引も活発であった2014年の資金流入額(Net Retail Sales)は年間30億ポンド超にのぼったが、BREXITが決定した2016年は約17億ポンドの純流出に転じた(図表3)。その後、BREXIT決定後に懸念された英国経済の急減速やグローバルな危機には至らなかったこともあり、2017年の純流出は約1億ポンドに縮小、2018年は月次で見ると純流入となる月が多かったが、2018年12月は1.8億ポンドの純流出となった(図表4)。EU離脱期限が約3ヶ月後に迫る中で「合意なき離脱」が現実味を帯び始め、投資家心理が悪化したことが影響しているものとみられる。2019年1月も引き続き1億ポンド超の純流出となっている。

図表3:英国不動産ファンド
資金純流出入(Net sales) 一年次一



図表4:英国不動産ファンド
資金純流出入(Net sales) 一月次一



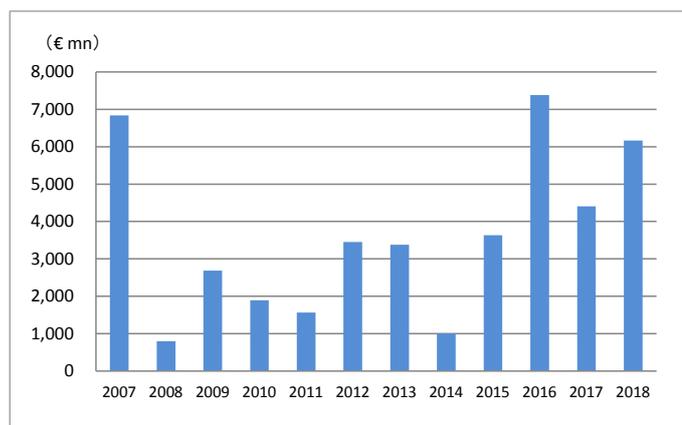
出所)いずれも The Investment Association データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜資金流入が継続、順調に拡大を続けるドイツ不動産私募ファンド市場＞

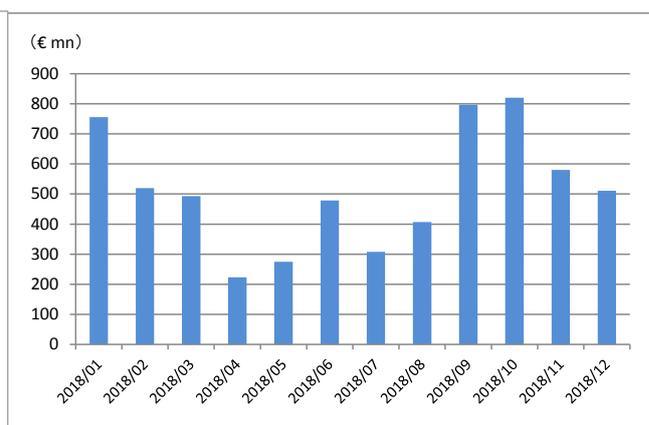
ドイツの不動産ファンド市場はオープンエンドファンドが主流であり、公募型の一般投資家向けファンドと私募型の機関投資家限定ファンド(スペシャルファンド)に分類される。一般投資家向けファンドは50年超の歴史を有し、非上場商品でありながら流動性が高く、古くからドイツ国民にとって身近な金融商品の一つとして親しまれてきた。しかしながらこの市場には実際には機関投資家資金も多く含まれており、金融危機時には一部の機関投資家から大量の償還請求を受け、償還停止、さらには清算に追い込まれた銘柄が複数にのぼり、市場は大混乱に陥った。一方、国内に豊富な販売網を有していた大規模銘柄には金融危機後も資金流入が継続し、市場全体で見ると、リーマンショックが起きた2008年も資金純流出入はネットでプラスを維持した(図表5)。とりわけ2016年以降は資金流入ペースが加速しており、2018年1年間の月次の資金フローを見ても、ネットでマイナスになった月はなく、純流入の状態が継続している(図表6)。

なお、スペシャルファンド市場は、一般投資家向けファンド市場と比べると、歴史も浅く小規模な市場であったが、金融危機後、ドイツ当局が個人投資家保護を主眼に規制内容を強化する法改正を行ったことで、一般投資家資金と機関投資家資金の棲み分けが進み、ファンド数、資産規模ともに増加、拡大している。MSCI Real Estateが集計・公表しているスペシャルファンドのインデックス「MSCI Germany SFIX Quarterly Property Funds Index」によれば、インデックスのユニバースファンドは2014年12月末時点で約160ファンド、Net Asset Value (NAV)は400億ユーロ弱であったが、2018年12月末時点では約200ファンド、NAVは610億ユーロ超に拡大している。資金フローについては当該データでは判明しないものの、一般投資家向けファンド市場と同様もしくはそれ以上のペースで、投資資金の流入が継続しているものとみられる。

図表 5:ドイツ・一般投資家向け不動産オープンエンドファンド
資金純流出入 一年次



図表 6:ドイツ・一般投資家向け不動産オープンエンドファンド
資金純流出入 一月次



出所)いずれも DEUTSCHE BUNDESBANK データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

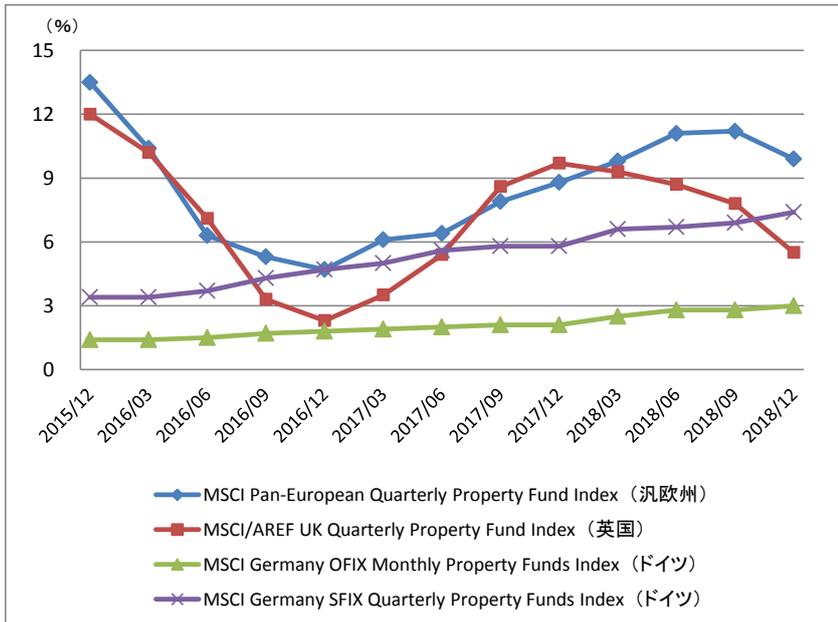
<パフォーマンスも明暗分かれる>

両国のファンド市場への資金流入の動きと同様、明暗がはっきり分かれているのがパフォーマンスである。MSCI Real Estate が集計・公表している英国市場、ドイツ市場、汎欧州市場それぞれの不動産ファンド市場のパフォーマンスインデックスをもとに、2015年12月末以降の3年間のパフォーマンス推移(いずれも年率の数値)を示したのが図表7である。

英国市場のインデックス(MSCI/AREF UK Quarterly Property Fund Index)を見ると、2015年12月末時点のトータルリターンは年率約12%と好調であったが、EU離脱決定後の混乱により大幅に悪化、1年間で約10%ポイント低下した。その後の回復は早く、2017年末時点で9%超の水準に戻したものの、EU離脱期限まで残り1年を切った2018年3月以降は再び低下基調となり、直近2018年12月末時点では6%を下回っている。なお、欧州全般を投資対象とする汎欧州ファンドについては、「MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index」によれば、英国市場と同様に2016年に入り大幅に悪化した後、2017年3月～2018年6月まで回復基調が続いていたが、直近の2018年12月末時点では反転、悪化した。このパフォーマンス悪化が一時的なものか、今後も悪化傾向が続くのか、悪化の背景にある要因も含め、注視していく必要がある。

ドイツ市場については、一般投資家ファンドとスペシャルファンドそれぞれのパフォーマンスインデックスが作成されている。一般投資家向けファンドインデックス(MSCI Germany OFIX Monthly Property Funds Index)を見ると、2015年末時点においても清算中のファンドのパフォーマンスが全体を押し下げているため、トータルリターンは年率で1%台半ばの非常に低い水準であった。しかしその後、清算中ファンドの保有資産額が徐々に圧縮、その影響が弱まっていくにつれ市場全体のパフォーマンスも継続的に改善しており、2018年12月末時点では3%台に回復した。スペシャルファンドについては、既述の「MSCI Germany SFIX Quarterly Property Funds Index」によれば、2015年末時点では年率3%台半ばであったが、以後順調に改善しており、直近2018年12月末時点で7%超の水準となっている。このように、英国、汎欧州、ドイツの3市場のパフォーマンスを見比べると、ボラティリティが大きく、直近再び下降局面にある英国市場、そして英国の影響を排除できない汎欧州市場と比較して、ドイツの不動産ファンド市場のパフォーマンスが、絶対水準として高いとはいえないものの、安定的かつ堅調に推移している様子がうかがえる。

図表 7: 欧州オープンエンドファンド市場 トータルリターン(年率) 推移



出所) MSCI Real Estate データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<ドイツ不動産市場の今後>

本稿においては、不動産取引額、不動産ファンド市場への資金流入およびパフォーマンス、の三つの観点から、近年の英国市場とドイツ市場の推移を見てきた。最後にもう一つ、INREV が ANREV、NCREIF と共同で行っている調査「Investment Intentions Survey」から、「投資家からの人気」という観点での調査結果を紹介したい。2019年1月に INREV が公表した同調査によれば、欧州において選好される投資対象国の中でドイツが1位となり、昨年調査の3位から順位を上げた。一方の英国は、2017年、2018年調査の1位から今年は2位となり順位を落としている。

このように、不動産投資市場に関する様々なデータや調査結果からは、ドイツ市場が堅調に推移していること、英国市場が下降局面に入っていること、そして両国の欧州不動産投資市場でのポジションが変化しつつあることが伺える。とはいえ、不動産投資市場の規模や透明性、投資家の吸引力等の総合的な観点からは、もちろん BREXIT の行方次第ではあるが、グローバル不動産投資市場における英国市場の重要性が大きく後退するとは考えにくく、今後も重要な市場であり続けるものと考えられる。

なお、好調が続くドイツ市場も、ドイツ主要都市のオフィス空室率はかつてない水準まで低下、オフィス賃料や住宅価格は高騰し、市場の過熱感が強まっている。更に、米中貿易摩擦や BREXIT を巡る混乱を契機としてグローバルに景気減速が鮮明化する中、ドイツ経済にもブレーキがかかっている。ピークアウトが近いとみられる市況と経済の減速により、好調なドイツ不動産投資市場が変調をきたす可能性もあるが、欧州不動産投資市場の牽引役となり、存在感を高めているドイツ市場の動向を今後も注視していきたい。

【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。