

米国・欧州のコアファンド市場の現状 ～コロナ禍で市場構造の変化が明確に～

2022年10月12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

2021年の米国と欧州のコアオープンエンドファンド市場は記録的なパフォーマンスに沸いた一年となった。NCREIFとMSCIが公表しているファンドインデックスデータによれば、米国・欧州市場ともにトータルリターンが過去最高水準となり、コアファンドとしては非常に高いパフォーマンスを記録した。好調なパフォーマンスを牽引したセクターは、米国市場では物流・産業施設と賃貸住宅、欧州市場では物流・産業施設であり、これらのセクターのキャピタルリターン的大幅な上昇が過去最高水準のパフォーマンスに大きく寄与した。セクター別の時価総額をコロナ禍前の2019年12月時点と2022年6月時点で比較すると、両市場とも2022年6月時点では物流・産業施設の時価総額が最大となっており、賃貸住宅の割合も増加した一方、オフィスと商業施設の割合が縮小しており、コロナ禍で生まれあるいは加速した新たな社会潮流により、米国と欧州のコアファンド市場のセクター別の構造は大きく変化した。また、近年はコアファンドインデックスには含まれないコア・プラスファンド[※]も台頭してきており、コア・プラスも含んだ広義でのコアファンド市場は多様化してきている。

好調だった2021年から一転し、2022年以降は米国・欧州市場ともにトータルリターンは低下に転じており、旺盛だった投資家の不動産投資需要も減退しつつある。今後も各国で金利上昇と金融引き締めが継続し、投資家心理の更なる悪化も懸念される中、コアオープンエンドファンドの特性を活かして市場参加者がどのようにこの局面を乗り越え、今後両市場がどう変化していくのかが注目される。

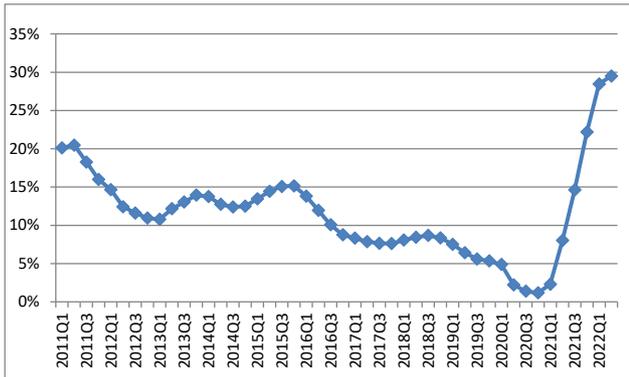
※コア資産をメインにしなが、バリューアッドや開発、Bクラス物件などにも一定の枠を設定し、レバレッジもコア戦略より高めにする事で、リスク・リターンレベルをコア戦略よりもやや高めるファンドタイプ

＜過去最高のパフォーマンスを記録した米国コアファンド市場＞

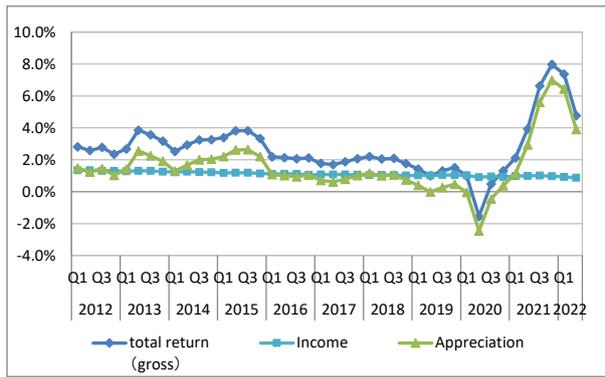
コロナ禍2年目となった2021年は、米国のコアファンド市場の歴史の中でも記録に残る1年となった。米国不動産投資受託者協会(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries: NCREIF)が公表しているコアオープンエンドファンドインデックス(NFI-ODCE)によると、2021年通年のトータルリターン(グロス)は22.2%と、過去最高のパフォーマンスとなった。直近の2022Q2時点では年ベースで30%弱の水準にまで上昇している(図表1)。

2020Q2はコロナ危機により四半期ベースのトータルリターンがマイナス圏に沈み、2020年通年でもわずか1.2%と2011年以降で最も低い水準となったが、2020Q3以降6四半期連続で上昇し、2021Q4は四半期ベースで8.0%に達した。ただし、2022年以降低下に転じ、2022Q2は5%を下回る水準となっている。リターンの内訳を見ると、インカムリターンは2012年以降非常に緩やかではあるが低下傾向が継続している一方、キャピタルリターン(Appreciation)は変動が大きくなっており、2021年のODCEインデックスの記録的な上昇もキャピタルリターンの上昇によるものであることが分かる(図表2)。ここまで急激に資産評価額が上昇した要因は何か。NFI-ODCEのリリースでは、セクターごとのデータは公表されていないため、NCREIFが公表している、個別物件の収益に基づいて算出されるプロパティインデックス(NPI)から、セクターごとのパフォーマンスを確認する。

図表 1 :NFI-ODCE トータルリターン(グロス・年ベース)



図表 2 :NFI-ODCE リターンの内訳(グロス・四半期ベース)



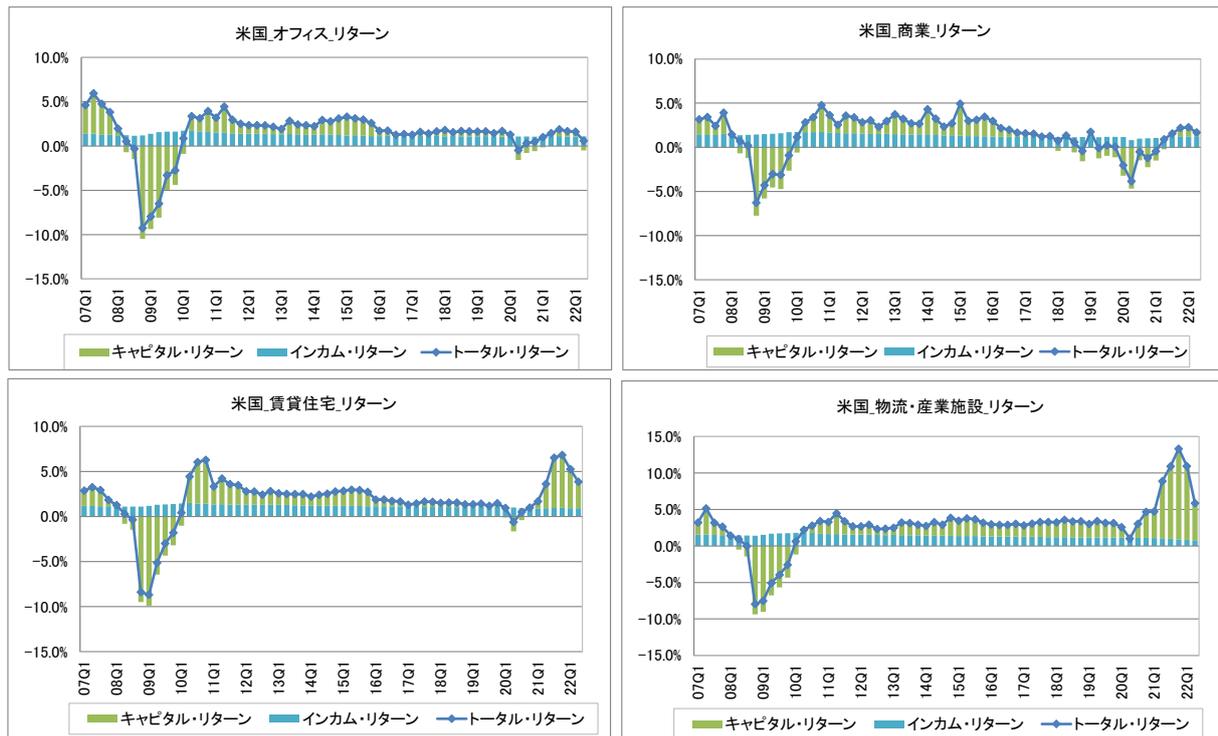
出所)いずれも NCREIF 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<プロパティ・インデックスで見るセクターごとのパフォーマンス>

オフィス、商業、賃貸住宅、物流・産業施設の四半期ごとのトータルリターンは、金融危機時の 2008Q4 は主要 4 セクター全てで△6%～△10%程度下落、その後もマイナスリターンの状態が 1 年超続いた。それだけ金融危機によるダメージは大きかったということである。一方、今回のコロナ危機では、E コマースの進展によりコロナ危機以前から厳しい状況に陥っていた商業で、2020Q1 以降 5 四半期連続でトータルリターンがマイナスとなったものの、マイナス幅は最大で△4%弱にとどまった。オフィスと賃貸住宅ではトータルリターンがマイナス圏となったのは 2020Q2 のみであった。物流・産業施設では 2020 年以降もプラスのリターンを維持しており、とりわけ 2021 年半ば以降のキャピタルリターンの上昇幅は著しく、2021Q4 の四半期ベースでのキャピタルリターンは 12.4%を記録、トータルリターンは 13%を超えた。賃貸住宅についても、2021 年後半はトータルリターンが 6%超となり、物流・産業施設ほどではないものの、好調な不動産市場を牽引したセクターとなった(図表 3)。

NPI は不動産のパフォーマンスインデックスであり、レバレッジ等も含めたファンドレベルのパフォーマンスを測定する NFI-ODCE の推移と完全に一致する訳ではないが、2021 年以降の NFI-ODCE 構成銘柄の急激なパフォーマンスの上昇は、物流・産業施設と賃貸住宅の資産評価額の上昇に起因するとみて間違いのないだろう。

図表 3 :NPI 主要 4 セクターのリターンの推移(四半期ベース)



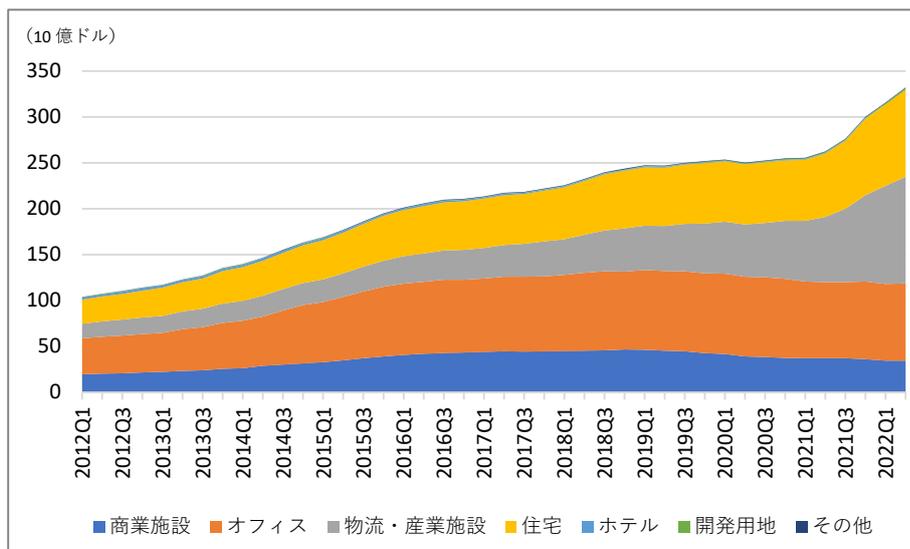
出所)いずれも NCREIF 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜米国コアファンドのセクター別割合の変化＞

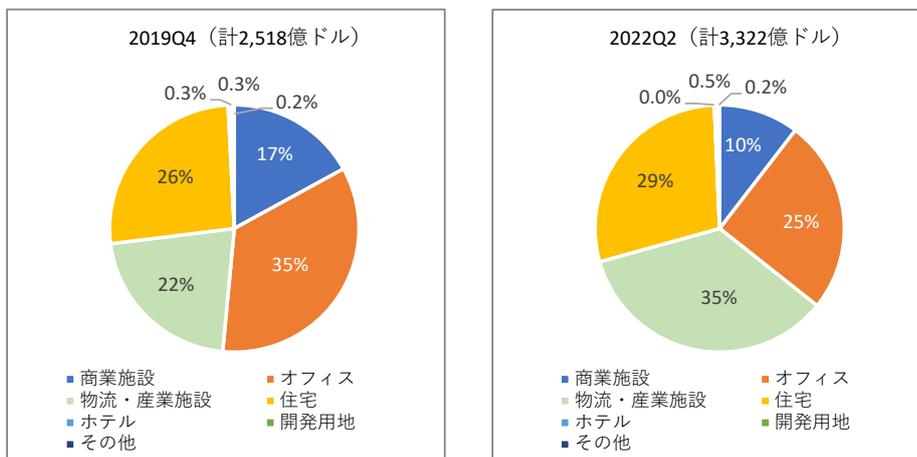
米国のコアオープンエンドファンドのインデックスとしては、既述の NCREIF が公表する NFI-ODCE のほか、MSCI が四半期ベースで公表している「MSCI/PREA U.S. ACOE Quarterly Property Fund Index」がある。両インデックスとも米国のコア戦略・分散投資型のオープンエンドファンドを対象としており、構成銘柄の 70%超が共通の銘柄であり、過去のパフォーマンス推移も概ね近い動きとなっている。当該 ACOE インデックス構成銘柄の Capital Value(時価総額)の推移を表したのが図表 4 である。ACOE インデックス構成銘柄の時価総額は 2012Q1 時点の 1,039 億ドルから、2022Q2 時点で 3,322 億ドルに増加した。過去 10 年、オフィスを筆頭に各セクターとも順調に拡大しているが、とりわけ 2021 年以降の物流・産業施設の増加幅が著しいことが分かる。

次に、セクター構成の変化を確認する観点から、コロナ禍前の 2019Q4 と 2022Q2 時点と比較すると、2 年半で全セクターを合計した時価総額は 2,518 億ドルから 3,322 億ドルへ 32%増加した。そのうち、物流・産業施設の全体に占める割合は 22%から 35%に、時価総額でみると+114%と大幅に増加している。賃貸住宅の割合も 26%から 29%に、時価総額では+44%と増加している一方、商業施設は 17%から 10%に、時価総額で△19%減少し、オフィスも 35%から 25%に、時価総額で△3%減少している(図表 5)。コロナ禍でセクターごとの明暗ははっきりと別れ、米国コアファンド市場で最大の時価総額を占めるセクターはオフィスから物流・産業施設に代わり、市場構造の変化が明確となっている。

図表 4 :MSCI/PREA ACOE インデックス 時価総額の推移



図表 5 :MSCI/PREA ACOE インデックス 2 時点のセクター別内訳



出所)いずれも MSCI データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

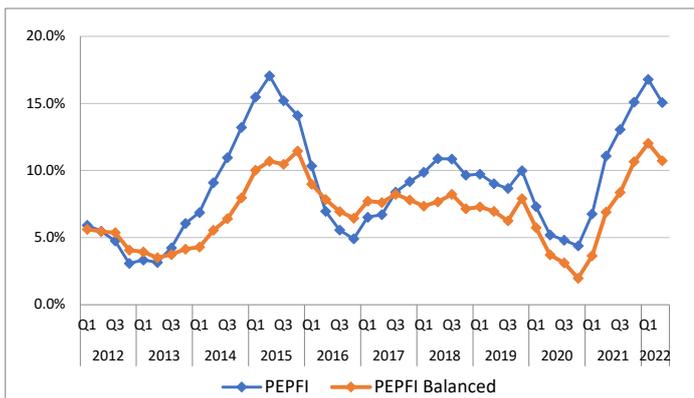
＜欧州コアファンドのパフォーマンスも過去最高水準に＞

MSCI は欧州全域を対象としたオープンエンドファンドのインデックス「MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index (PEPFI)」および PEPFI のサブインデックスとして「MSCI Pan-European Balanced PFI Funds Quarterly Property Index (PEPFI Balanced)」を公表している。PEPFI はインデックスへの組み入れ要件の一つとして、欧州の少なくとも 3 地域以上に投資実行することを定めているが、PEPFI Balanced シリーズには、更に各銘柄の不動産時価総額に対し単一のセクター、単一の地域の占める割合がそれぞれ 70%未満という要件がある。直近の 2022 年 6 月時点で PEPFI の構成銘柄である 16 ファンドのうち、14 ファンドが PEPFI Balanced に分類されている。欧州コアファンド市場については、PEPFI と PEPFI Balanced のデータをもとにパフォーマンスや時価総額の推移について見ていく。

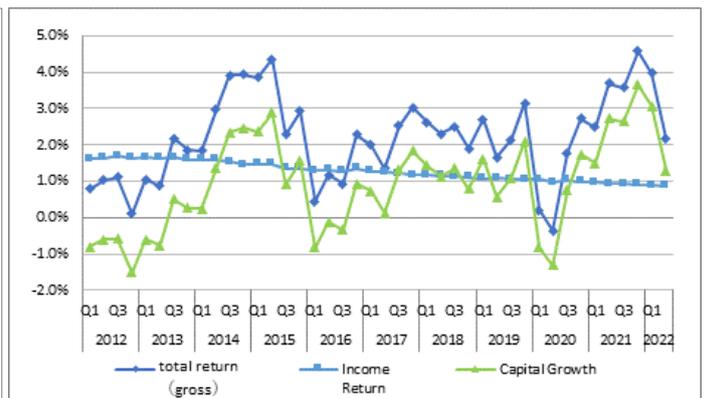
まず、PEPFI および PEPFI Balanced それぞれのトータルリターン(グロス・年ベース)の推移を見ると、スペシャリストファンド(特定のセクター、もしくは特定の地域の割合が 70%以上を占めるファンド)を含む PEPFI の方がリターンの変動が大きいことが分かる(図表 6)。金融危機後の世界的な景気回復局面の終盤にあたる 2014 年後半から 2015 年にかけて、PEPFI は年ベースで 15%超の水準にまで上昇した一方、PEPFI Balanced は 10%超にとどまった。また、2016 年 6 月の BREXIT 決定による英国市場の混乱時には、PEPFI ではリターンが急激に悪化した。コロナ禍では両インデックスのリターンはともに減速したが、2021 年以降の回復局面では PEPFI の方が上昇幅は大きくなっている。

次に PEPFI インデックスのリターンを四半期ベースで見ると、トータルリターンがマイナスとなったのは 2020Q2 のみであり、2020Q3 以降は上昇基調に転じた(図表 7)。年ベースでは 2022Q1 時点で 16%超となり、2015 年の景気回復局面に迫る高いパフォーマンスとなった(図表 6)。2022Q2 時点での年間リターンが 30%弱という驚異的な数値となった米国 ODCE と比較すると見劣りするものの、コアファンドのインデックスのリターンとしては非常に高い水準であり、2021 年は欧州コアファンドの市場参加者にとっても、過去最高水準のパフォーマンスに沸いた 1 年となった。ただし、2022 年に入り、四半期ベースでは 2 期連続でリターンは低下、年ベースでも低下に転じており、コロナ禍からの回復局面は 2021 年 12 月期がピークであったとみられる。

図表 6 : PEPFI、PEPFI Balanced
トータルリターン(グロス・年ベース)



図表 7 : PEPFI リターンの内訳(グロス・四半期ベース)



出所)いずれも MSCI データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

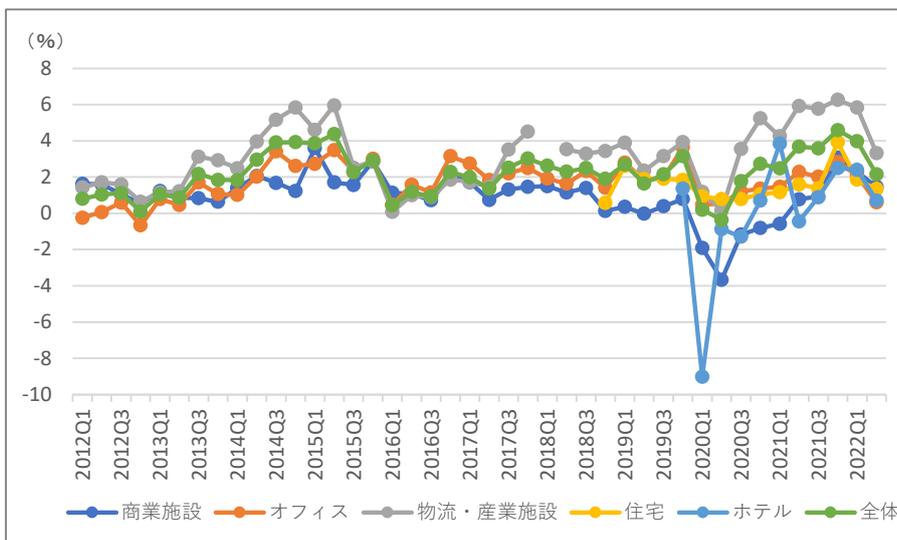
＜欧州コアファンドのセクター別のパフォーマンス推移＞

PEPFI インデックスのセクター別のトータルリターン(グロス・四半期ベース)の推移を示したグラフが図表 8 である。2014 年～2015 年にかけて全体のリターンが大幅に上昇した局面で、市場を牽引したのは物流・産業施設であることが分かる。2016 年～2017 年はセクター間のリターンの差はほとんどなかったが、2018 年以降は物流・産業施設のリターンが向上した一方で商業施設のリターンは低迷した。COVID-19 感染拡大の影響により、2020 年に入り全てのセクタ

ーでトータルリターンは低下したが、中でも商業施設とホテルのマイナス幅は大きく、商業施設ではトータルリターンがマイナスとなった期間は1年超に及んだ。一方、物流・産業施設については、最も低下した2020Q2もトータルリターンはプラスを維持し、2021年半ば以降、四半期ベースで6%前後、年ベースでは20%超の非常に高い水準で推移している。ただし、米国市場とは異なり、トータルリターンの上昇が際立っているのは物流・産業施設のみであり、賃貸住宅のリターンはオフィスと概ね同水準で推移している。

なお、インカムリターンについては、図表7で示したとおり、PEPFI全体では2012年以降緩やかな下落基調が継続しており、物流・産業施設のインカムリターンも非常に緩やかではあるが下落基調にあることが確認できている。つまり、2021年通年でのPEPFIインデックスのパフォーマンスの上昇は、物流・産業施設のキャピタルリターンの上昇(資産評価額の上昇)に起因していたことがわかる。しかしながら、直近の2022Q2時点は牽引役であった物流・産業施設のトータルリターンも低下しており、全体のリターン低下に繋がっている。

図表8：PEPFI セクター別 トータルリターン(グロス・四半期ベース)



出所) MSCI データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<欧州コアファンドのセクター別割合の変化>

続いて、PEPFIインデックス構成銘柄のCapital Value(時価総額)の推移をセクターごとに見てみる。

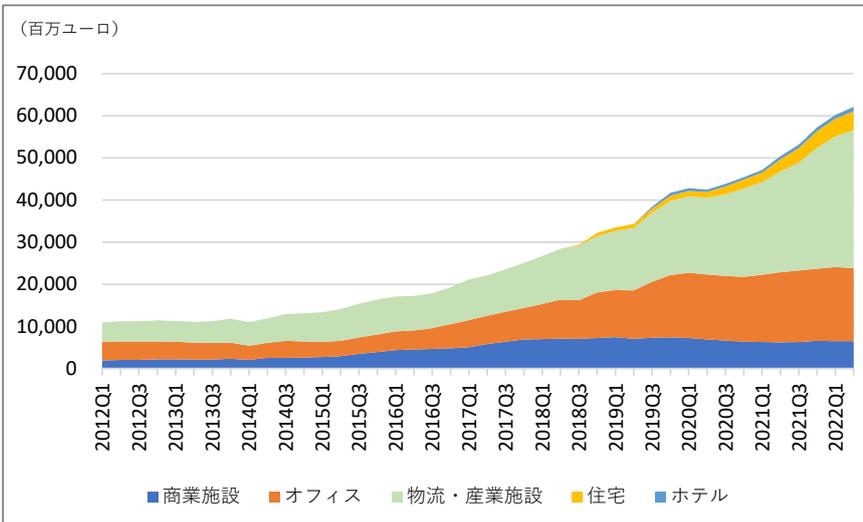
Pan-European コアファンド市場については、LaSalle Investment Management、M&G Real Estate など4社がPan-European ファンドを組成した2006年を市場創設元年とする見方が多いようであるが、その後のグローバルな金融危機もあり、市場拡大には時間を要した。図表9を見ても分かるように、インデックス構成銘柄の時価総額は2012年以降しばらく横ばいで推移していたが、2016年頃以降にようやく増加基調となり足下でも増加している。

PEPFIインデックスの構成銘柄数(ファンド数)は2012Q1時点で16ファンドであり、その後多少増減したものの2022Q2時点でも16ファンドと変化がない一方、時価総額は、2012Q1時点の約110億ユーロから2022Q1時点で約621億ユーロに拡大している。インデックス構成銘柄は多少変動している可能性はあるものの、既存銘柄の積極的な外部成長により、インデックス全体の規模が大幅に拡大しているということである。なお、2016年、2017年は欧州を投資対象としたオープンエンドファンドを組成する動きが相次ぎ、近年も欧州オープンエンドファンドは複数組成されているものの、これらのファンドのほとんどはPEPFIには含まれていないため、実際の欧州コアファンド市場の規模は図表9で示すより更に大きい。

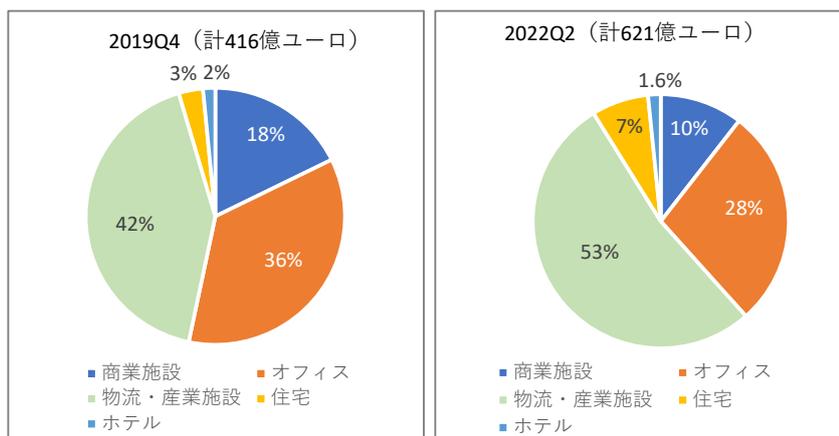
次に、米国と同様にコロナ前の2019Q4時点と2022Q2時点のPEPFIの時価総額をセクター別に比較すると、2019Q4時点で既に物流・産業施設の割合が42%と最大であったが、2022Q2では53%と過半を占めており、時価総額では+87%増加した。オフィスの割合は36%から28%に低下したが、時価総額では+17%と増加している。商業施設は18%から10%に低下し、時価総額も△12%減少した。賃貸住宅は3%から7%に、時価総額は+254%増加しているものの全体に占める割合はまだまだ小さい。なお、PEPFI Balancedの2022Q2時点のセクター別内訳(図表11)をみると、最大のセクターはオフィスであり、物流・産業施設の割合は29%にとどまる。PEPFIの構成銘柄ではあるがPEPFI Balancedには含まれていない、約220億ユーロ規模のスペシャリストファンド2銘柄は、共に物流施設特化型銘柄(一部オフィスを含む)であり、図表6で示したPEPFIとPEPFI Balancedとの間のパフォーマンスの差異は、物流特化型銘柄を含むか否かにより生じた差異である。

欧州コアファンド市場では米国市場以上に物流・産業施設の割合が高まっており、市場全体のパフォーマンスも物流・産業施設のパフォーマンスに大きく左右される市場構造となってきた。

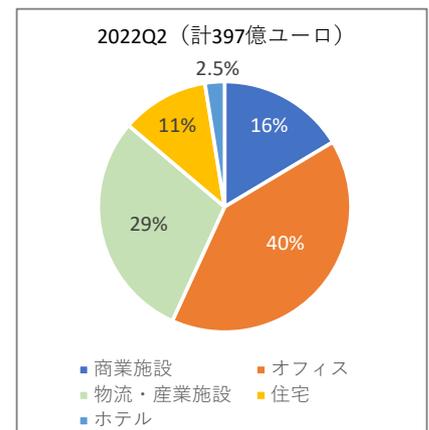
図表9 : PEPFI 時価総額の推移



図表10 : PEPFI 2 時点のセクター別内訳



図表11 : PEPFI Balanced セクター別内訳



出所)いずれも MSCI データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜米国と欧州のコアファンド市場に見られる新たな潮流＞

これまで米国・欧州のコアオープンエンドファンドのインデックスの各種データを基に、コアファンド市場の動向を見てきたが、近年、これらのコアファンドインデックスには含まれない、コア・プラスファンドも台頭している。

米本拠の不動産投資会社である Hines は、2021 年に米国、欧州それぞれを投資対象としたコア・プラス型のオープンエンドファンドを相次いで立ち上げ、IPE Real Assets によれば、米国対象の Hines US Property Partners (HUSPP) は 14 億ドル、欧州対象の Hines European Property Partners (HEPP) は 8 億ユーロのエクイティを調達した。これらのコア・プラスファンドは、従来のコア資産をメインの投資対象とするものの、バリューアッド型と開発にもそれぞれ 20% 程度の枠を設定し、レバレッジもコアファンドよりもやや高めに設定することで、リターン水準をやや高め 9~11% (ネット) にすることを目標としている。大都市だけでなく、同社独自のスコアリングシステムで高いスコアを獲得したサブマーケットでの優良案件を発掘する、という投資先選定手法も、多くの投資家からの支持を集めている理由の一つのようである。また、米国では、これまでオポチュニスティック戦略で知られていた Walton Street Capital が初めてコア・プラス型のオープンエンドファンドを組成し、8 億 7,500 万ドルを調達したほか、GID Investment Advisors が運用するコア/コア・プラスの混合戦略をとるオープンエンド型アパートメントファンドが、運用開始当初のポートフォリオから約 2 倍の総資産額 22 億ドル規模に到達するなど、コア・プラス型のオープンエンドファンドの組成や拡大のニューズが目立つ。欧州市場でも、既述の Hines のほか、プライベートエクイティ大手の KKR もコア・プラス不動産市場への参入準備を進めているとされる。

このように、近年のコア・プラス型ファンドの大規模な資金調達事例や新規参入事例は、コア・プラス戦略のリスクとリターンのバランスが多くの投資家から支持されていることを示している。安定稼働をしているハイグレードの物件をポートフォリオの中心として安定的なインカムを獲得しながらも、バリューアッド型の物件や開発案件を組み入れ、あるいはサブマーケットや B クラスの物件にも対象範囲を広げ、レバレッジもやや高めてリスクレベルを上げつつ、リターンもコア戦略よりやや高め 10% 前後のリターンを目標とする、というコア・プラス戦略のリスク・リターンのバランスが、多くの投資家からの支持を集めている、ということであろう。2022Q2 以降はコアファンドでのリターン低下が明確となっており、今後はリターン確保のために投資家がコア型からコア・プラス型ファンドへ資金を移動させる動きが更に加速する可能性もある。

なお、コアファンド市場に関連する動きとして、米国本拠の IDR Investment Management が運用中の IDR Core Property Index Fund も規模を拡大させている。当該ファンドは NCREIF Open-end Diversified Core Equity (NFI-ODCE) に連動するインデックスファンドであり、2022 年上半期で 6.5 億ドル、機関投資家からこれまで 42 億ドルを調達している。カリフォルニア州教職員退職年金制度 (CalSTRS) が ODCE の個別銘柄への投資資金を引き揚げ、当該インデックスファンドに計 8.75 億ドルを投資するなど、コア資産への投資方法の一つとしてインデックス投資を採用する例もみられる。

＜今後の米国・欧州のコアファンド市場＞

E コマースの進展、リモートワークと出社を併用する勤務形態の定着など、コロナ禍で生まれ、あるいは加速した新たな社会潮流により、米国と欧州のコアファンド市場のセクター別の構造は大きく変化した。時価総額ベースで物流・産業施設が最大のセクターとなり、これが過去最高水準のパフォーマンスを牽引した。賃貸住宅の占める割合も増加した一方、オフィスと商業施設の割合は縮小した。こうした社会潮流は今後も一定程度継続することが見込まれる。

しかしながら、両市場ともに 2021Q4 をピークにトータルリターンは低下傾向に転じ、米国市場では NFI-ODCE の資金純流出入を見ても 2022Q2 は 3 四半期ぶりに純流出となっている。インフレとそれを押さえ込むための日本を除く世界各国での金融引き締めにより、旺盛だった投資家の不動産投資需要も減退しつつあり、今後更なる投資家心理の

悪化も懸念される。

今回のインフレと金利上昇が市場参加者にとって難しい局面であることは間違いないが、一本調子で低迷するような事態は想定していない。コアオープンエンドファンドは、幅広いアセットタイプに分散投資を行うことを基本方針に掲げる総合型ファンドが多く、投資方針の範囲内で機動的に戦略を見直しながら、ファンドに組み込むアセットを選定することができる。世界各国でのコロナ規制の緩和や撤廃を受け、With コロナ・After コロナ時代を見据え商業施設やホテルへの投資を再開させる動きも見られ、今後はコロナ禍で苦汁をなめたアセットタイプが再び市場全体を牽引する側となる可能性もある。また、近年はコアファンドインデックスには含まれないコア・プラスファンドも台頭してきており、コア・プラスも含んだ広義でのコアファンド市場は多様化してきている。コア戦略はレバレッジが低い故に金利上昇の影響も比較的受けにくいという特徴を持つため、金利上昇局面においても、分散投資や安定的なインカムゲインを重視する投資家にとって、引き続き重要な投資戦略となると考えられる。コアオープンエンドファンドの特性を活かして市場参加者がどのようにこの局面を乗り越えていくか、また、今後両市場がどう変化していくのか注目していきたい。

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部 担当:三武
TEL:080-7207-5132(直)

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

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-8574 東京都港区芝 3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル 11 階

<https://www.smtri.jp/>

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。