

コアファンドからの資金流出が続く米国不動産ファンド市場

2020年12月25日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

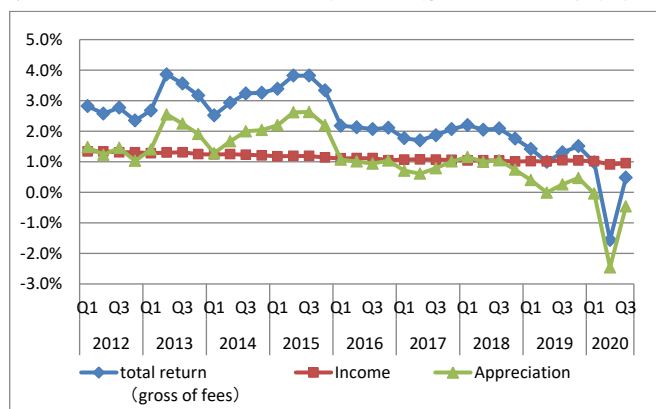
私募投資顧問部 副主任研究員 三武 真知子

米国不動産コアオープンエンドファンドがパフォーマンス低迷と資金流出の継続という難局に直面している。NCREIF が公表しているインデックス(NFI-ODCE)によれば、2020Q2 のトータルリターンは-1.56%となり、金融危機後初めてのマイナス圏に沈んだ。パフォーマンス低迷に伴い、投資資金のフローでも、2016 年以降流出資金が流入資金を上回る純流出が断続的に見られている。一方、バリューアッド型とオポチュニスティック型が大半を占めるグローバルクロードエンドファンド市場でも、今年に入り多くのファンドが資金調達に苦慮しているが、これはコロナ禍による市況悪化の影響が大きい。そうした中で、米国の機関投資家の動向を個別に追うと、リスク選好型のファンドやデットファンドへの投資事例が目立ち、特にリスク選好型ファンドへの選好は、グローバル投資家のアンケート調査でも確認された。また、新たな物件タイプのファンドにも人気が集まっている。多様で先進的な投資商品を揃える市場と、市況に応じた機動的な投資行動をとる機関投資家の存在により、グローバルな不動産ファンド市場を常にリードする米国の市場動向を今後も注視していきたい。

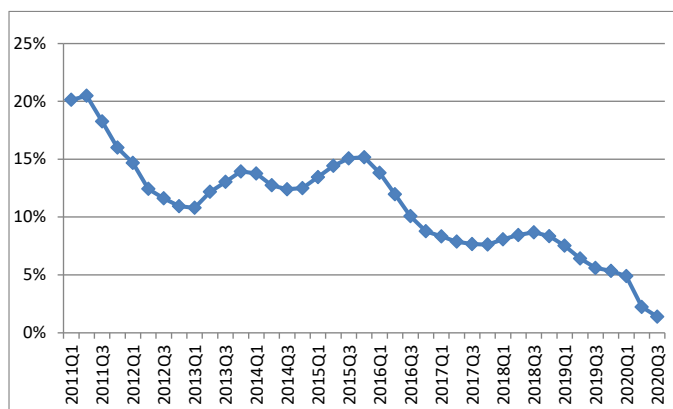
＜コアオープンエンドファンドのリターンは金融危機後初めてマイナス圏に＞

米国不動産投資受託者協会(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries :NCREIF)が公表している不動産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、2020Q2 のトータルリターンは-1.56%(四半期ベース、フィー控除前)となり、金融危機後初めてマイナス圏に沈んだ。直近の 2020Q3 は 0.48%(同)とプラスに転じたが(図表1)、年率換算では2011年以降最も低い水準となった(図表2)。インカムリターンとキャピタルリターンの内訳(四半期ベース)でみると、インカムリターンについては2012年以降緩やかに下落しており、2020年Q2,Q3は1%を下回る水準となっているものの、安定的に推移している。一方、Appreciation(キャピタルリターン)の変動は大きく、2015年は2.5%前後であったが、2016年以降1%前後の水準に下落した。2020年に入ってからからはマイナスとなり、とりわけQ2のマイナス幅は拡大、インカムリターンと合計したトータルリターンも既述のとおりマイナス圏となった。キャピタルリターンのマイナスは、資産価値の評価額が下落したことを意味しており、2020Q2はODCE構成銘柄の保有不動産評価額が3%程度下落したことがわかる。

図表1 : NFI-ODCE リターンの内訳(四半期ベース・フィー控除前)



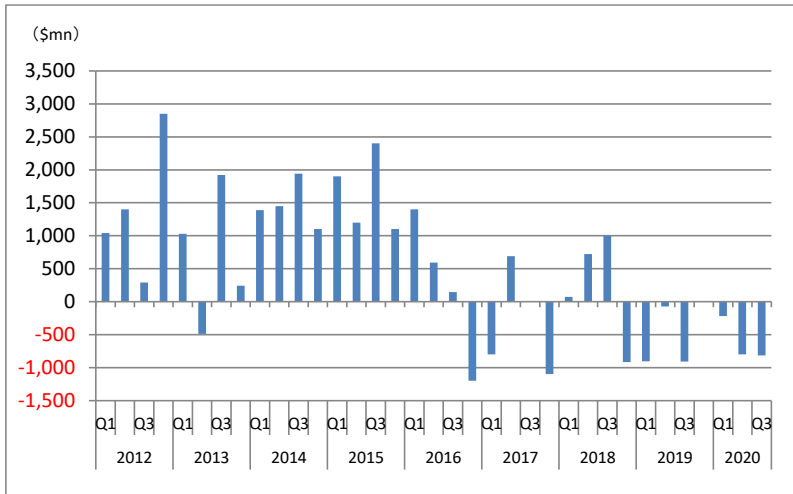
図表2 : NFI-ODCE トータルリターン(年率・フィー控除前)



＜資金が純流出となる状態が継続＞

NFI-ODCE 構成銘柄への投資資金の流れを見ると、市場が非常に好調であった2014年～2015年は、流入額から流出額を差し引いたネットで年間約60億ドル前後のプラスとなっていたが、2016年はインデックスで見たパフォーマンスが急激に落ち込む中でQ4にはマイナス(純流出)に転じ、2017年は年間でも約11億ドルのマイナスとなった。2018年は辛うじてプラスとなったものの、2019年はパフォーマンスが一段と落ち込む中で再び約19億ドルのマイナスとなり、2020年に入ってからコロナ禍で市況悪化が深刻となる中、資金の純流出が継続している(図表3)。

図表3 : NFI-ODCE Net flows(四半期ベース)



出所) NCREIF 公表資料をもとに
三井住友トラスト基礎研究所作成

米国コアオープンエンドファンドの多くは、定期的に(多くは四半期毎)募集を行う形式をとっており、これらのファンドに申し込み/償還請求を行う際には Queue(列)に並んでファンドに入退出する仕組みをとっている。Queueの規模は市況や個々のファンドにより異なるが、近年は償還のためのQueueが増加しているファンドが多い。とりわけEコマースの進展によりダメージを受けている商業セクターの比重が高い銘柄からの資金流出は著しく、その代表格となっているのが、総資産約230億ドル規模(2019年初頭時点)のUBS Trumbull Property Fundである。当該ファンドはここ数年パフォーマンスがベンチマークを大きく下回る状況が継続しており、投資家からの償還請求は徐々に増加、その規模はコロナ禍以前の2019年半ばで既に31億ドルとなっていた。その後コロナ禍での市況悪化も加わり償還請求は増加し続け、2020年3月末時点で83億ドル規模に膨らんだ。運用会社であるUBS Asset Managementは、膨大な償還請求に応じる資金を捻出するため、ファンドの保有資産のうち2019年に約20億ドル分を売却しており、2020年もそれと同等規模の売却を予定しているとのことである。

更に、Prologis Targeted US Logistics FundやMorgan Stanley Prime Property Fundなど、投資家から人気を集めている物流・産業施設セクターファンドやODCEインデックスを上回るパフォーマンスを出しているファンドに対しても、コロナ禍の影響が深刻となった2020Q1以降償還請求は増加した。これらのファンドに対しての償還請求は、上場市場での価格下落が他のアセットクラスのエクスポージャーを押し上げ、ターゲットアロケーションを維持するためにやむなく売却、といった市況の悪化に起因するものが多いようである。ただし、これらのファンドは償還請求と同等かもしくはそれ以上のエントリーQueueを有していたため、既述のUBSのファンドとは状況が異なる。IPE Real Assetsの記事によれば、今年8月、PrologisはPrologis Targeted US Logistics Fundの約5億ドルの解約請求のほとんどを、3月末時点で8.8億ドルあったエントリー待ちの資金で解消したとのことである。

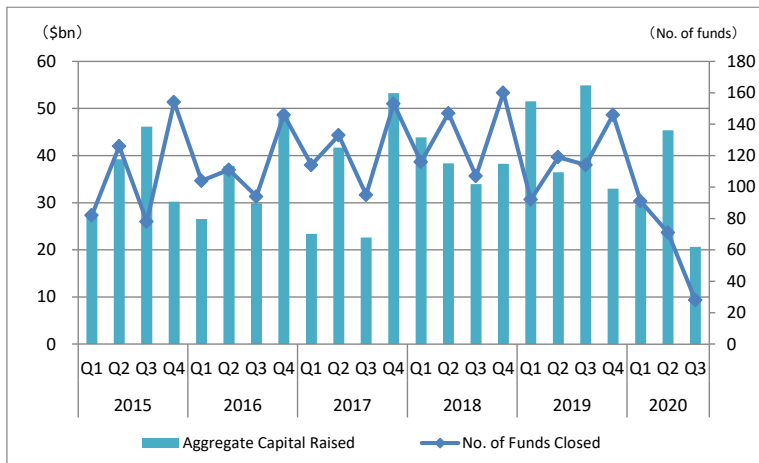
このように、コロナ禍以前から始まっていた投資家の米国コアファンドからの資金引き揚げの動きは、コロナ禍での市況悪化により加速している。

＜クローズドエンドファンド市場でも多くのファンドで資金調達が難航＞

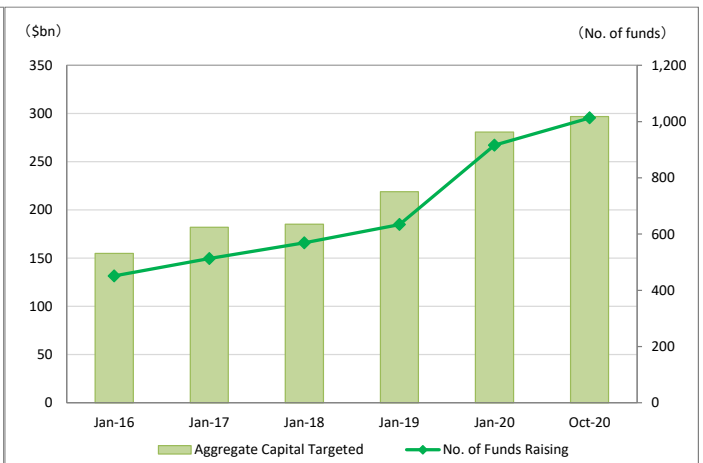
非上場の不動産私募ファンド市場のもう一つの重要市場であるクローズドエンドファンド市場に目を転じると、ここでも2020年に入り資金調達は難航している。Preqin が四半期毎に公表している「Preqin Quarterly Update: Real Estate」によれば、これは米国だけではなくグローバル全体でのクローズドエンドファンドについての集計であるが、2020年以降に募集を終了したファンドの数は大幅に減少しており、それらのファンドが獲得したコミットメント総額も2020Q3は2015年以降で最も低い水準となった(図表4)。これはシンプルにコロナ禍による市況悪化の影響が顕在化したものと見られており、先に見たコアオープンエンドファンド市場からの資金流出が、コロナ禍前からのパフォーマンス低迷に伴い観察された様相とは異なっている。なお、クローズドエンドファンドにも、コアを含む様々なタイプのファンドはあるが、Preqin のデータではバリューアッド型とオポチュニスティック型が大半を占めている。このような状況下でも、Blackstone は、2020年9月に同社4号デットファンド Blackstone Real Estate Debt Strategies IV に関して80億ドルのコミットメントを獲得して募集を終了した。当該ファンド1本で、2020Q3のグローバル全体での募集総額(約200億ドル)の4割を占めている。ただし、これは、Blackstone という著名運用会社が運用する、堅実なリターンを見込めるデットファンド、という要因が大きいと考えられる。

一方、エクイティ資金を募集中のファンド数は2019年以降急増している。2020年10月時点で1,000を超えるファンドがエクイティ資金を募集中であり、これらのファンドの目標募集総額も2016年の約2倍の3,000億ドル規模にのぼっている(図表5)。現在も募集を継続しているファンドに対する投資家のコミットメント総額がどの程度であるかは当該データからは判明せず、募集中のファンドに一定程度資金が集まっている可能性はあるが、コロナ禍で様子見姿勢を強めた投資家が多く、大多数のクローズドエンドファンドは当初想定していたエクイティ資金の調達ができずに、募集を延長せざるを得ない状態となっているものとみられる。

図表4：クローズドエンド私募ファンド
募集を終了したファンド本数と募集総額



図表5：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



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

＜投資家の新規投資ファンドはノンコア戦略のファンドやデットファンドが中心＞

これまで、米国のコアオープンエンドファンド市場とグローバルなクローズドエンドファンド市場の現況を見てきたが、次に IPE Real Assets の情報をもとに直近 1 年程度の米国内の機関投資家の個別動向を追った。UBS、JP Morgan、Jamestown などのマネージャーの運用ファンドを中心に、米国コアオープンエンドファンドに対し償還請求を行ったという事例は数多くあり、中にはコアファンドから別のコアファンドへのリバランスを行うケースも複数確認できた。その一方で、米国機関投資家の動向として目立ったのは、オポチュニスティック型、バリューアッド型などのリスク選好型のノンコアファンドと、反対に堅実なリターンを獲得を目的としたデットファンドにコミットメントを行う事例であった(図表 6)。

図表 6 : 米国機関投資家の投資事例—新規投資ファンドとその戦略

投資家	新規投資ファンド	投資戦略
West Virginia Investment Management Board (WVIMB)	Harrison Street European Property Partners III fund	Opportunistic
	CBRE US Credit Partners debt fund	Debt
	Westbrook Real Estate Fund XI fund	Value-added
New York State Common Retirement Fund (NYSCRF)	Ares European Property Enhancement Partners III fund	Value-added
	Black Creek Industrial Fund	Core~Core plus
	Fairfield Create Core Multifamily Fund	Opportunistic
	Davis Investment Ventures Fund IV	Value-added
	Brasa Credit I debt fund	Debt
	PGIM Real Estate Capital VII debt	Debt
	Exeter Europe Industrial Core fund	Opportunistic
Orange County Employees' Retirement System (OCERS)	AEPEP III N Strategic Co-Invest fund	Value-added
	Waterton Residential Property Venture XIV fund	Value-added
Texas Permanent School Fund	Cerberus Institutional Real Estate Partners V	Opportunistic
	GreenOak Europe III	Opportunistic
	AG Europe Realty Fund III	Opportunistic
	BlackChamber Real Estate Opportunity data centre fund	Opportunistic
	PAG Loan Fund IV	Debt
Teachers' Retirement System of Oklahoma	Blackstone BioMed Life Science Real Estate	Core plus
	Starwood Distressed Opportunity Fund XII	Opportunistic
Tennessee Consolidated Retirement System(TCRS)	Blackstone BioMed Life Science Real Estate	Core plus
Minnesota State Board of Investment (SBI)	Oaktree Real Estate Debt Fund III	Debt
	Oaktree Real Estate Opportunity Fund VIII	Opportunistic
New Mexico State Investment Council	Blackstone BioMed Life Science Real Estate	Core plus

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

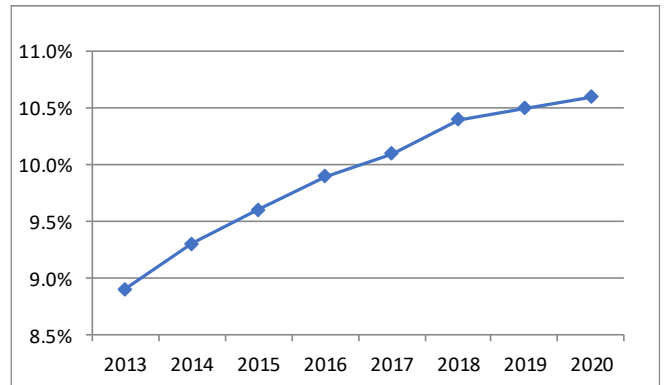
＜投資対象プロパティタイプでは新たな潮流が見られるように＞

海外のクローズドエンドファンドは投資対象プロパティタイプを限定しない総合型のファンドが非常に多いが、ここ最近では集合住宅や物流・産業施設、データセンターなど特定のプロパティタイプを対象としたファンドが次々と組成されており、これらのファンドに投資実行を行う事例も散見された。このほか、米国内外の投資家からの注目度が非常に高く、勢いのあるセクターとしてライフサイエンスオフィスが挙げられる。ライフサイエンスオフィスはラボオフィスとも表現され、laboratory(研究室)とオフィススペース双方の機能を一つの建物内に備えた物件を指す。当該プロパティタイプを対象としたファンドの代表例が、Blackstone BioMed Life Science Real Estate である。同ファンドは、2015 年に Blackstone が 8 号ファンド(BREPⅧ)の資金で買収した BioMed Realty Trust のポートフォリオを移管し、2020 年 10 月に組成したコアプラスファンドである。同ファンドには BREPⅧの投資家の多くが資金を移管、更に追加出資を行い、10 月末時点で 75 億ドルを調達した。現時点ではライフサイエンスオフィスに特化したファンドは当該ファンド以外にはあまり見られず、総合型ファンドの投資対象に含めるケースが多いが、これらのライフサイエンスオフィスを含む総合型ファンドへの投資事例も複数みられる。ライフサイエンス分野の研究の重要度がコロナ禍で一層高まり、それと共にこれらの研究機関が入居するハイスペックなライフサイエンスオフィスのニーズも今後高まっていくことが予想され、投資対象としてもこのセクターに注目する投資家が増加しているものと推察される。

＜不動産へのアロケーションは微増傾向＞

Cornell University と Hodes Weill が 2020 年 6 月～10 月にかけて行った、アメリカ大陸、欧州、アジアの機関投資家向けの不動産投資に関する調査によれば、2013 年以降不動産へのターゲットアロケーションは増加傾向にあり、2020 年も 10.6%と前年の 10.5%から微増した(図表 7)。世界各国で新型コロナウイルスの感染拡大が深刻化してからも、機関投資家の不動産へのターゲットアロケーションは全体として減少しておらず、引き続き重要なアセットクラスとして認識していることを示している。なお、当該調査は 29 개국、212 の機関投資家から回答を得ており、そのうち回答者数ベースで約 3 分の 2 がアメリカ大陸の機関投資家である。また、2021 年のターゲットアロケーションについては、66%が変更しないと回答したが、増加させるが 29%、減少させるが 5%となった。当該結果からは、今後も全投資家平均の不動産へのターゲットアロケーションは増加傾向となることが予想される。

図表 7 : 不動産へのターゲットアロケーション(全投資家)

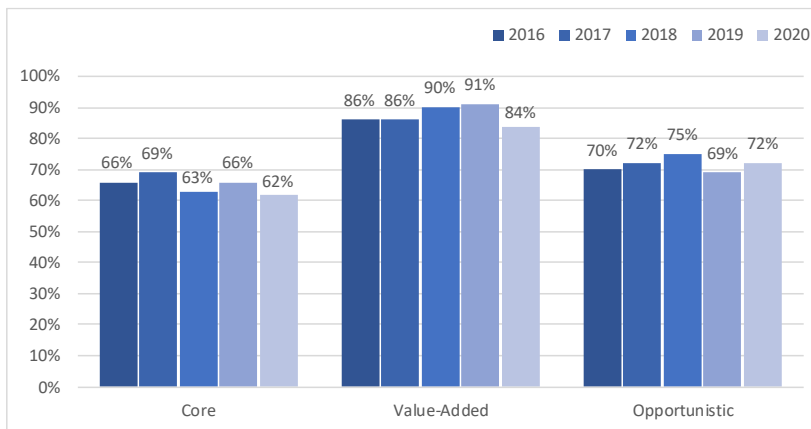


出所) Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates “2020 Institutional Real Estate Allocations Monitor”をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

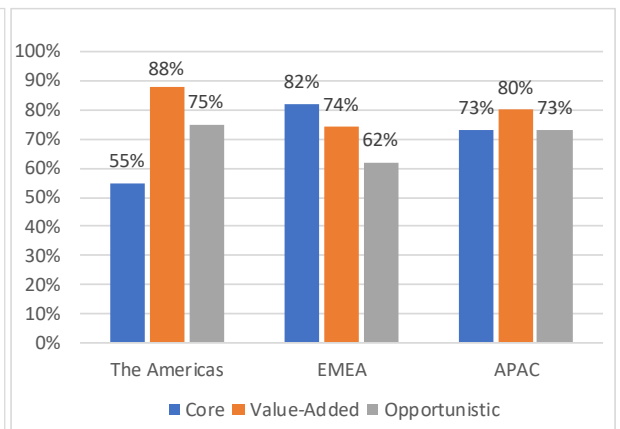
＜アメリカ大陸の機関投資家はリスク選好型ファンドの選好が高い傾向＞

リスクリターン別の選好については、前年調査と比べ、コア型、バリューアッド型がやや減少した一方、オポチュニスティック型はやや増加した(図表 8)。全投資家を対象とした当該調査項目の過去からの推移を見ると、投資家の選好に大きな変化はないといえるが、直近の、投資家の属する地域別の調査結果を見ると、各地域の投資家の選好に違いが見られる。EMEA(欧州、中東、アフリカ)の投資家はコア型が 82%と最も高く、オポチュニスティック型が 62%と低いのに対し、アメリカ大陸の機関投資家はコア型が 55%と低い一方、バリューアッド型が 88%、オポチュニスティック型が 75%と高くなっている(図表 9)。アメリカ大陸の機関投資家は、他の地域の機関投資家と比較して、リスク選好型ファンドに対する選好が強いことがうかがえ、前頁で紹介した個別の米国機関投資家の投資事例と呼応する結果といえよう。

図表 8 : 過去 5 年のリスクリターン別の選好の推移(全投資家)



図表 9 : リスクリターン別の選好(エリア別)



出所)いずれも Cornell University’s Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates “2020 Institutional Real Estate Allocations Monitor”をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜米国非上場不動産ファンド市場の今後＞

当然ながら機関投資家は、預かり資産の運用にあたり目標利回りを実現するため、エクイティとデット、上場商品と非上場商品、等様々な投資商品をミックスし、アセットアロケーションの変更や投資商品の入れ替えを行いながらポートフォリオを構築している。近年米国コアオープンエンドファンドから資金流出が継続しているのは、予定していたリターンを確保できないファンド、とりわけ市場インデックスを下回るパフォーマンスが継続するファンドに見切りをつけ、コロナ禍において投資機会を得るためにリスク選好型のノンコアファンドや成長が見込まれるプロパティタイプของファンドを選好し、あるいは反対に堅実なリターンを安定的に得るためにデットファンドに投資資金を振り向ける投資家が多く見られたということなのであろう。一方、バリューアッド型とオポチュニスティック型が大半を占めるクローズドエンドファンド市場での資金調達難は、コロナ禍での市況悪化による一時的な様子見の可能性が高いとみている。グローバルな機関投資家を対象とした、コロナ禍の真只中で行われた不動産投資に関する調査でも、不動産へのターゲットアロケーションは微増を維持し、2021年も増加傾向が見込まれ、コロナ禍でも不動産は引き続き重要なアセットクラスであることがうかがえる。

なお、近年は、CalPERSのように不動産単体のアロケーション枠を撤廃し、不動産、インフラ、森林などをまとめてリアルアセットとしてアロケーションを管理することで、不動産と他のリアルアセットとの間での投資資金の振替をより機動的に行うことができる体制をとるケースも増えつつある。投資家の新規投資先としては、既に紹介した不動産ファンドの他、インフラファンドへの投資事例も多く見られ、上場商品のエクスポージャーを増やすケースもあった。

機関投資家にとっては、投資先のエリア、商品タイプ、投資手法など、オルタナティブ投資の際の選択肢は金融危機後多様化している。とりわけ米国市場には不動産を筆頭にリアルアセットも含め先進的な投資商品が多く、世界で有数の多様性に富んだ市場である。また、投資機会を積極的に捉え、迅速な投資行動を図りうる体制を整備した米国機関投資家が数多く存在する。この投資ファンドの多様性と先進的な機関投資家の存在により、今回のような市況が大きく悪化した局面で多くの投資家が様子見や守りの姿勢を強める中でも、リスクを取りにいたり、新たな分野に資金を投じたりする動きが見られているのだと考える。グローバルな不動産ファンド市場を常にリードする米国の市場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。