

拡大を続けるドイツ不動産ファンド市場

2023年3月22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

要約・概要

ドイツの不動産オープンエンドファンド市場が順調に拡大している。他国の主要市場と比較すると、市場規模は米国に次いで2位であり、英国と日本を大きく引き離している。一方、資金純流出入の観点では、近年純流出の状態が継続している米国・英国市場とは対照的に、機関投資家向けの不動産スペシャルファンド市場、一般投資家向けの不動産リテールファンド市場ともに、純流入の状態が継続している。パフォーマンスの観点でも、ボラティリティの大きい米国市場・英国市場と比較して、低位ではあるが安定的に推移している。

ドイツ市場において、投資資金の純流入と市場規模の拡大が継続している要因の一つに、金融危機後の法改正がある。金融危機時の教訓から投資家保護を主眼とした法改正が行われたことにより、リテールファンドの流動性は大幅に制限されることになったが、市場での個人投資家資金と機関投資家資金の分離、棲み分けが進み、リテールファンド市場、スペシャルファンド市場ともに市場規模の拡大が継続している。2020年以降の新型コロナウイルス感染症拡大時にも新法による規制は有効に働き、市場からの資金流出を防ぎつつ市場規模の更なる拡大に寄与した。

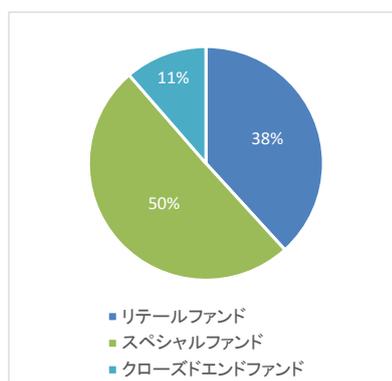
インフレと金利上昇局面において不動産市場への逆風が強まる中、ドイツ不動産ファンド市場において資金の純流入と規模拡大が継続していくか、今後の行方が注目される。

＜ドイツの不動産スペシャルファンド市場は10年で4.6倍に拡大＞

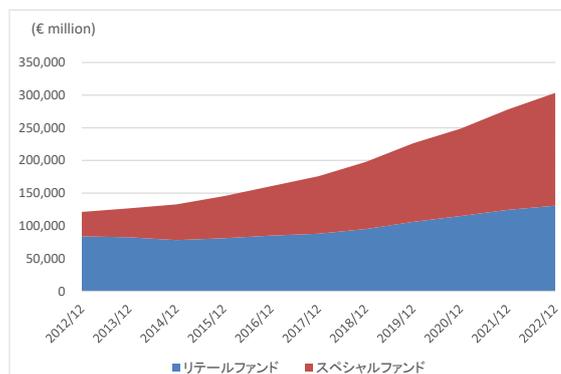
ドイツのファンド（投資信託）市場はオープンエンドファンド市場とクローズドエンドファンド市場に大別され、オープンエンドファンドは更に、機関投資家を対象としたスペシャルファンド市場、一般公開され個人投資家が投資可能なリテールファンド市場に分類される。各市場における不動産特化型ファンドの市場規模（純資産額ベース）は、2022年12月末時点で、スペシャルファンド市場が1,725億ユーロ、リテールファンド市場が1,310億ユーロ、クローズドエンドファンド市場が388億ユーロであり、機関投資家向けのスペシャルファンド市場が最大の市場となっている。

ドイツの不動産オープンエンドファンド市場は他国と比較しても長い歴史を有しているが、とりわけ近年は市場拡大のペースが加速している。Bundesbankのレポート(※)によれば、スペシャルファンドとリテールファンドを合計した純資産額は2010年以降で倍増し、GDP比8%を占めているとのことであり、近年その重要性がますます高まっている。図表2で示しているように、スペシャルファンド、リテールファンドともに純資産額は増加しており、とりわけスペシャルファンドの増加幅は大きく、2022年末時点の市場規模は2012年末比で4.6倍となっている。

図表1：ドイツの不動産ファンド市場の内訳



図表2：ドイツの不動産ファンド市場規模（純資産額ベース）



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

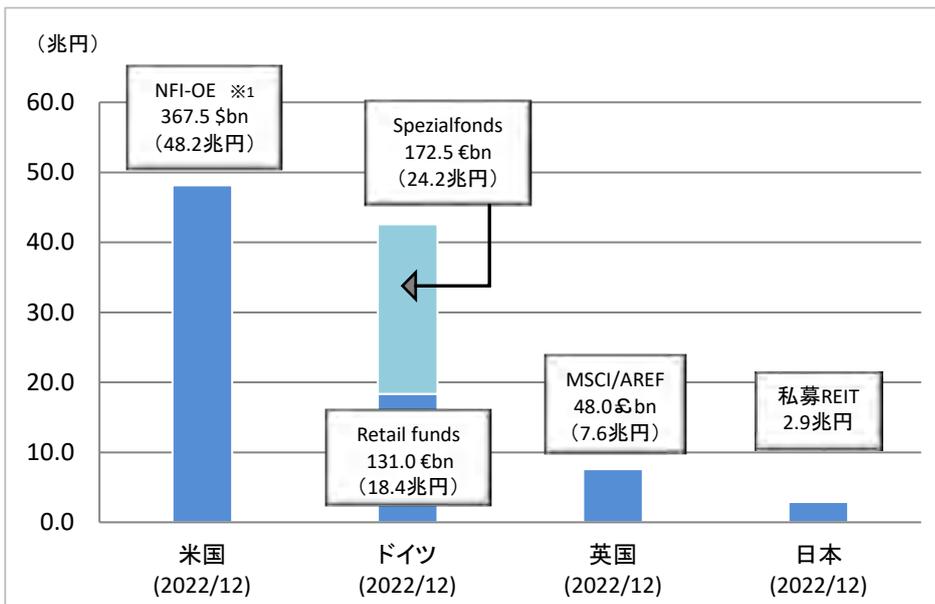
＜主要な不動産オープンエンドファンド市場との比較①－市場規模＞

以下では、不動産オープンエンドファンド市場について、複数の観点からドイツと主要各国を比較することで、ドイツ市場の現況を確認する。

まず、主要各国の市場規模(純資産ベース・2022年末時点の為替レートで円換算)については、米国が約48兆円で最大であり、次いでドイツがスペシャルファンドとリテールファンドの合計で約43兆円となっており、数兆円に留まる英国や日本を大きく引き離している。なお、米国・英国・日本市場については、ファンドの投資対象の全てあるいはそのほとんどが自国の不動産である一方、ドイツの不動産オープンエンドファンドは、ドイツ国内の不動産が大半を占めるものの、欧州各国を投資対象地域に含むファンドや、米国や日本など他地域の不動産を投資対象とするグローバルファンドが複数あり、2022年12月末時点でファンド全体(スペシャルファンドとリテールファンドの合計)の不動産資産の2割超が他国の不動産となっている。この点は他国と異なるドイツの不動産オープンエンドファンドの特徴の一つである。

市場規模データは、ドイツについては Bundesbank(ドイツ中央銀行)、米国については NCREIF が公表する不動産オープンエンドファンドインデックス(NFI-OE)、英国については MSCI が公表する MSCI/AREF UK Quarterly Property Fund Index、日本については不動産証券化協会(ARES)が公表する「私募リート・クォーター」のデータを使用している。ドイツは中央銀行が公表する数値であるが、米国、英国についてはこれらのインデックスの構成銘柄ではないオープンエンドファンドの数値は含まれておらず、また日本については私募 REIT 以外のオープンエンドファンドの数値は含まれていないため、実際の市場規模は下表の数値よりも幾分大きい点には留意が必要である。

図表3：不動産オープンエンドファンドの主要市場の市場規模比較(純資産ベース)



※1 NFI-OE はコアだけでなく、様々なリスク/リターン特性の不動産オープンエンドファンドがユニバースファンドとなっており、NFI-ODCE(コアの分散型オープンエンドファンドを対象とし、物件タイプや地域の分散、レバレッジ等の厳格な基準を満たしたファンドがユニバースファンドとなる) 銘柄を含む。2022年12月末時点のNFI-ODCEのNAVは264.7億ドル(34.7兆円)

※2 全て純資産ベース(NAV)であり、日本については出資総額の数値を記載。

※3 2022年12月末時点の為替レートで円換算。

出所)米国:NCREIF、ドイツ:Bundesbank、英国:MSCI、日本:ARESのデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

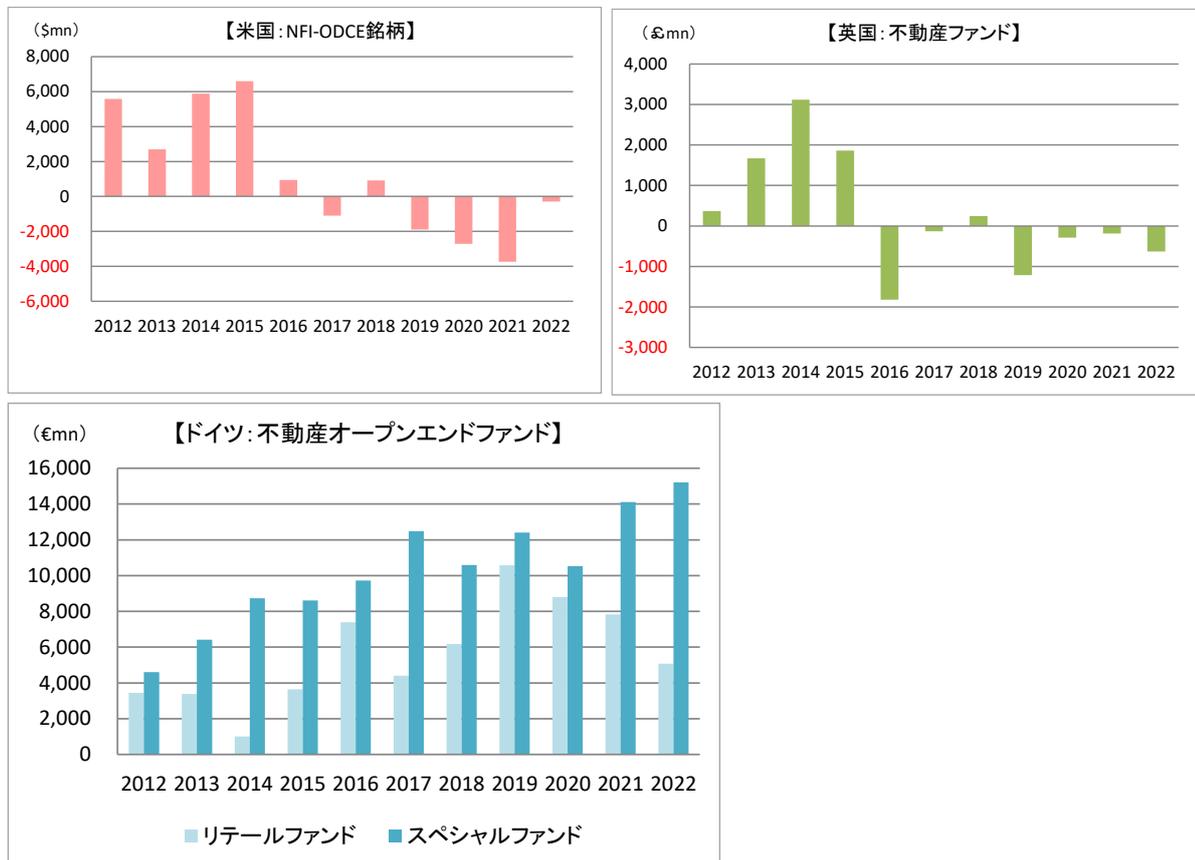
＜主要な不動産オープンエンドファンド市場との比較②－資金純流出入＞

次に、欧米の各不動産ファンド市場を資金フロー（資金純流出入額）の観点で比較する。米国の動向を、市場の過半を占めるコア不動産オープンエンドファンド市場（NFI-ODCE 構成銘柄）で見ると、パフォーマンスが好調であった2014年～2015年は年間60億ドル前後の純流入となったが、2016年は純流入額が大幅に減少し、2019年以降4年連続で純流出となっている。英国市場でも、2013年～2015年は年間15億ポンド超の純流入であったが、2016年は同年6月のBREXIT決定後の混乱により18億ポンド超の大幅な純流出となった。2016年以降、通年でプラスとなったのは2018年のみであり、直近4年は純流出の状態が継続している。

一方、ドイツではスペシャルファンド、リテールファンド市場ともに2012年以降一度も純流出となっていない。スペシャルファンド市場では2012年以降概ね純流入額は増加傾向にあり、特に2021年、2022年は純流入額が一段と増加した。リテールファンド市場では、法制度が改正された翌年の2014年は小幅な純流入にとどまったが、それ以外の年は年間40億ユーロ前後、とりわけ2019年は通年で100億ユーロ超の大幅な純流入となった。その後流入額は減少傾向にあるものの、2022年も40億ユーロ超の水準となっている。

主要な不動産オープンエンドファンド市場の中で、ドイツ市場への資金流入額は際立って多いことが分かる。

図表4：米国・英国・ドイツの不動産ファンドの資金純流出入額（通年）



出所) 米国－NCREIF(NFI-ODCE)、英国－Investment Association、ドイツ－Bundesbank データ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③－パフォーマンス＞

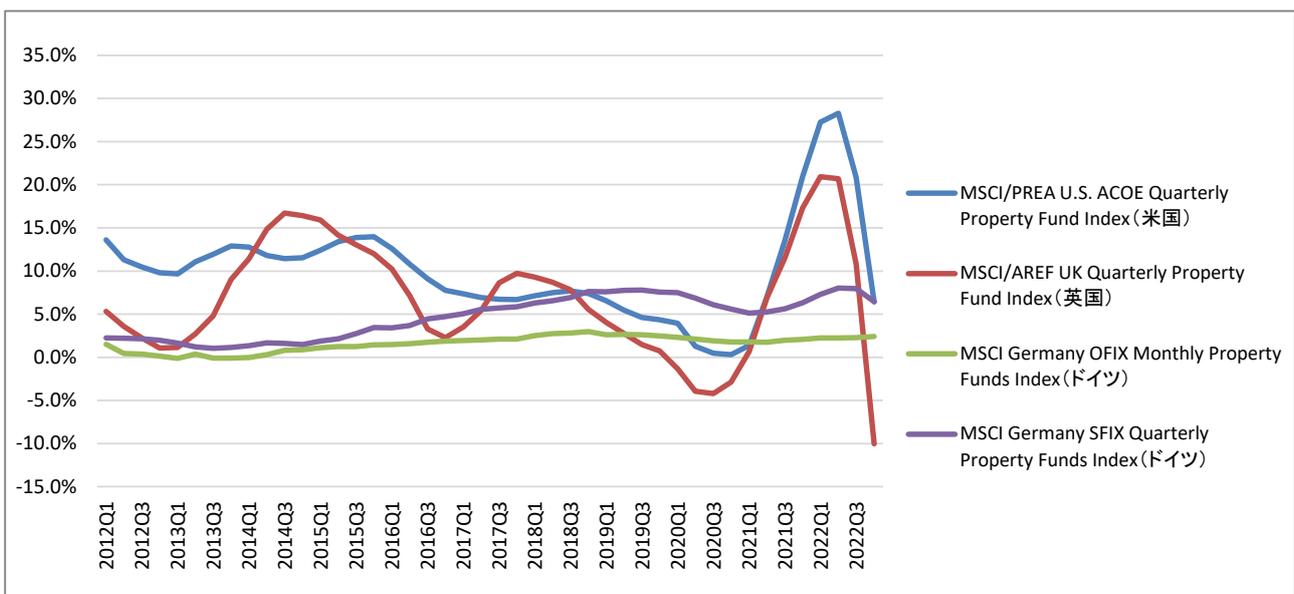
続いて、各市場のパフォーマンスについて、主要市場の不動産ファンドのパフォーマンスインデックスを公表している MSCI のデータを基に見ていく。なお、英国市場データには一部クローズドエンドファンドのデータが含まれているが、インデックス構成銘柄の大半はオープンエンドファンドである。

米国・英国市場ともに、2014 年、2015 年のトータルリターン(年率)は 10%を超える水準であったが、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米国市場よりも低下幅が大きくなった。その後再び回復するも、両市場ともに 2019 年以降再び低下傾向となり、新型コロナウイルス感染拡大によりパフォーマンスは更に低下した。2021 年以降は両市場ともに急激に回復したが、2022Q3、Q4 をピークに低下に転じ、その低下幅は非常に大きくなっている。

ドイツ市場については、リテールファンドを対象とした MSCI Germany OFIX Monthly Property Funds Index、スペシャルファンドを対象とした MSCI Germany SFIX Quarterly Property Funds Index から、各市場のパフォーマンスの推移を確認する。リテールファンド市場は、2008 年のリーマンショックに端を発した世界金融危機により多大な影響を受け、年率のトータルリターンがマイナスとなった時期も一定期間続いたが、マイナス幅は非常に小さかった。その後、トータルリターンは徐々に回復し、2017 年以降は概ね年率 2%前後で低位ながら安定的な推移をしている。スペシャルファンド市場は、2014 年以降市場規模が拡大すると共にリターン水準も上昇傾向にあり、2017 年以降は年率 5%超の水準で推移している。米国・英国市場と同様、2020Q2 以降は新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けたとみられ、直近の金利上昇局面においても再び減速しているが、その変動幅は小さい。ボラティリティの大きい米国・英国市場に比べて、ドイツは両市場ともにこれまで安定的な推移をしていることが分かる。

なお、このドイツファンドのパフォーマンスのボラティリティの低さは、ドイツの不動産投資リターンそのもののボラティリティの低さに起因していると考えられるが、本稿ではドイツファンドのパフォーマンスが安定的に推移している事実に着目し、不動産投資リターン分析等については別の機会に譲ることとしたい。

図表 5 : 米国・英国・ドイツの不動産ファンドのトータルリターン(年率)



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

<ドイツ不動産ファンド市場からの資金流出を防いだドイツの法改正>

ドイツの不動産ファンド市場において、投資資金の純流入が継続し、市場規模の拡大が継続している要因の一つとして、金融危機後にドイツが行った法改正が挙げられる。

法改正前の不動産リテールファンドは、不動産という流動性の低いアセットを投資対象とし、非上場商品でありながらも、投資口の取得と換金が日次で可能という高い流動性を有し、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。その後、ドイツでは投資家保護法が改正され、2013年7月に施行されたKAGB(German Capital Investment Code)により、これ以降設定された不動産リテールファンドは、購入後2年間のロックアップ期間の設定と資金引き出しの際の12ヶ月前までのファンド側への通知が義務化され、流動性が大幅に制限されることとなった。これらの制限はリテールファンドだけではなく、スペシャルファンドを含む不動産オープンエンドファンド全般に適用されるが、KAGB内にはこの制限を回避できる条件が規定されており、不動産スペシャルファンドはこの適用除外条項記載の条件を満たすことで流動性制限の適用を回避することができる。そのため、実際には多くのスペシャルファンドが2年間のロックアップ期間と12ヶ月前までの通知の義務化を回避しているようである。また、スペシャルファンドは、法律で認められた範囲内で投資家と個別に償還契約を結ぶこともできる。

KAGBの施行により、リテールファンド市場では個人投資家資金と機関投資家資金の分離が進んだ。リテールファンド市場への資金流入額は、新法施行の翌年である2014年は小幅な純流入に留まったが、純流出にはならなかった。また、機関投資家資金が向かったスペシャルファンド市場では、資金流入額はより一層増加し、市場規模も拡大している。Bundesbankの統計では、2012年末時点で361銘柄、374億ユーロであった不動産スペシャルファンド市場は、2022年末時点で660銘柄、1,725億ユーロと、既述の通り10年で4.6倍の市場規模に拡大している。

この新規制は、新型コロナウイルス感染症拡大時にも有効に働いた。Bundesbankのレポートによれば、2013年7月のKAGB施行後に設定された不動産リテールファンドは、それ以前に設定されたファンドよりも純流入額が大幅に増えたとのことである。これらの規制の適用を回避しているファンドが多い不動産スペシャルファンド市場においても、純流入額の増加が継続しているのは既述の通りである(図表4参照)。

<ドイツ不動産ファンド市場の行方>

1959年に最初のファンドが組成されて以降、60年超の歴史を有するドイツの不動産オープンエンドファンド市場では、金融危機時の教訓から法律の改正が断行され、不動産オープンエンドファンドはその商品特性自体が大きく変化した。金融危機から10年が経過した中で、再び世界中の社会・経済を混乱に陥れた新型コロナウイルス感染症拡大という危機の際にも、ドイツの不動産ファンド市場で投資家資金が純流出となる事態を防ぐことができたのは、この法律の改正に因る部分が大きいといえるだろう。また、制度面による規制だけではなく、投資家の心理面においても新法施行が影響しているのではないかと筆者は考えている。法改正の主眼が投資家保護の強化であったため、これにより投資家の不動産ファンド市場への信頼度が高まり、その後の資金流入額の増加に繋がった可能性がある。また、ドイツの投資家の間で、過去の教訓をもとに目先の短期的な損益にとらわれずに中長期の投資を行うという風潮が高まっている可能性もある。制度面、投資家意識等、複数の側面でドイツ不動産ファンド市場を支える基盤が強固になっているのかもしれない。

なお、英国不動産ファンド市場でも、2020年以降、英国金融行動監視機構(FCA)が新しいタイプのオープンエンドファンド(LTAF)の創設を進めており、この新制度には償還通知期間の導入や償還頻度の制限などが盛り込まれている。ドイツの成功事例が新制度創設に大きく影響しているであろうことは想像に難くない。

2022年以降の急激なインフレと金利上昇局面において、グローバルに不動産市場への逆風が強まっている中で、今後もドイツ市場は資金の純流入と規模拡大を継続させていくことができるか、成熟市場であるドイツの不動産オープンエンドファンド市場の行方を今後も注目していきたい。

【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://fofa.jp/smtri/a.p/116/>**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。