

## 苦境の中でも変化し続ける米国コアファンド市場

2024年3月26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 主任研究員 三武 真知子

米国不動産コアファンド市場は、10年超にわたり市場規模を順調に拡大させてきたが、2022年後半以降苦しい局面を迎えている。

同市場の代表的なインデックスであるNFI-ODCE構成銘柄の総資産額は、2022年Q3をピークに5四半期連続で減少。トータルリターンが大幅に低下し、2023年末時点でもボトムが見えていない。アセットタイプ別に見ると、オフィスの低迷が顕著だが、住宅、物流・産業施設も2022Q4以降はトータルリターンがマイナスで推移しており、ホテルを除く主要アセットタイプで厳しい状況が続く。

コア市場から2012年以降で最大の資金流出が起こっている理由としては、リターンの低迷に加えて、いわゆる分母効果が挙げられる。2022年以降の急激な金利上昇により株式・債券が著しく下落し、相対的に価格下落幅が小さかった不動産資産の配分割合がターゲットを上回り、不動産投資商品の中では比較的流動性が高いオープンエンドファンドから資金が引き上げられた。

しかしながら、北米投資家の不動産全体のアロケーションはあまり変化していない。コア市場からの資金流出が続く一方で、2023年以降は、ノンコアのリスク選好型ファンド、とりわけバリューアッドファンドに資金を振り向ける傾向が強まっており、更にノンコアの中でも、一部の大規模ファンドに資金が集中し、ファンド間での優勝劣敗が進行している。一方、苦境に立たされているコアファンド市場でも、苦境を乗り越えるための模索は続いている。見通しが厳しいオフィスから、投資家の選好が強い物流、住宅へのシフトを進め、パンデミックを経てコアファンド市場の筆頭アセットタイプはオフィスから物流・産業施設に取って代わった。また、データセンター、セルフストレージなどのニッチなセクターも増加している。米国では年内利下げ開始の公算が高まる状況にあり、投資家サイドでは、中断していたコア投資を再開する意向の年金基金も複数見られる。歴史の長い米国市場において、苦しい局面でも時勢に応じ戦略を機動的に修正していく各プレイヤーの動向が注目される。

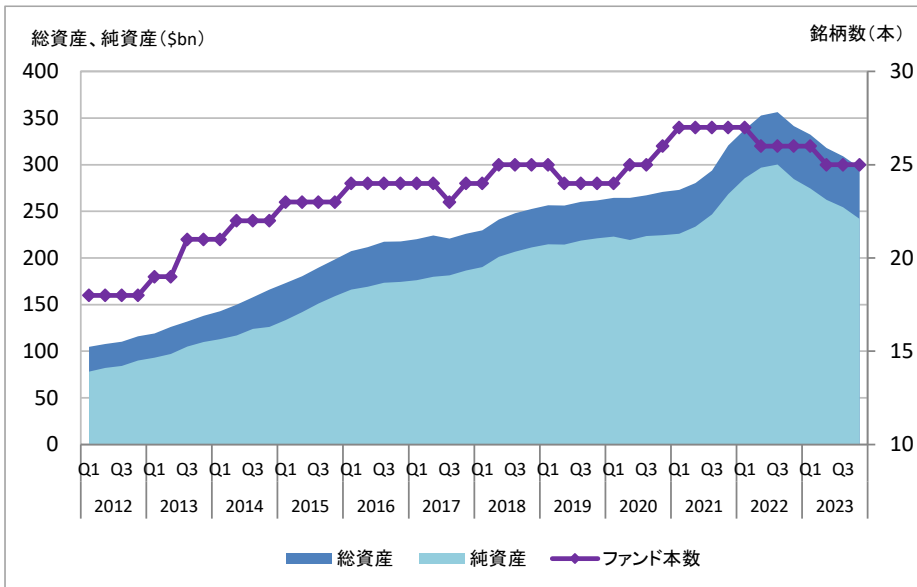
## &lt;10年超にわたり拡大していた米国不動産コアファンド市場で資金の純流出が継続し、資産規模が縮小&gt;

世界金融危機後の回復期以降、10年超にわたり市場規模を順調に拡大させてきた米国コア不動産ファンド市場が転機を迎えている。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、ユニバース(母集団)ファンドの総資産額は、2012年初頭の約1,000億ドルから、2022Q3時点で約3,500億ドルと3.5倍の規模に拡大したが、2022Q3をピークに直近の2023Q4まで5四半期連続で縮小している(図表1)。資金の動きをNet flow(流入-流出)で見ても、2022Q4以降は10億ドル超の流出が5四半期連続で継続、2023年通年の純流出額は89億ドルにのぼり、純流出の規模は2012年以降で最大となった(図表2)。償還請求中(ファンドマネージャーに償還請求を出しているが、投資資金を回収できていない状態)の規模は更に大きく、JP Morgan Asset Managementが運用するJP Morgan Strategic Property Fundには2023年6月末時点で56億ドル、PGIM Real EstateのPRISAには2023年末時点で32億ドルの償還請求があると報道されており、歴史の長い大規模ファンドにも償還請求が殺到している。

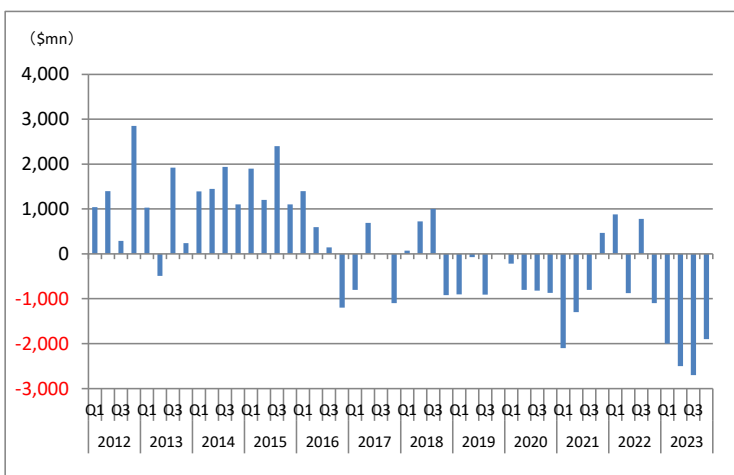
なお、少し前に遡ると、2020~2021年初頭にかけてもコア市場からの純流出が起きていた。これは言うまでもなく新型コロナウイルス感染症の拡大(以下、「パンデミック」)の影響によるものであるが、この間も、資産額ベースでは緩やかな増加が継続しており、今回のような市場規模縮小には至っていない。その背景を探ると、2020Q1~Q4にかけて

LTV(借入比率)が緩やかに上昇していることが分かった(図表3)。後述するように、パンデミック発生直後の2020Q2はキャピタルリターン(Appreciation)が低下、すなわち資産評価額が下落したため、総資産額に対して借入の比率が上昇する、分母効果(デノミネーターエフェクト)も影響したとみられるが、この間、流出するエクイティ資金を補完するために一定程度借入を増やした銘柄も複数あったものと考えられる。結果として、コアファンド市場全体では資産額は増加基調が維持された。2021年以降は、コアファンド市場からの資金流出の減少により、LTVも過去の平均的な水準に低下したが、2022Q4以降再び上昇基調となり、2023Q4は25%超の水準にまで上昇している。今回の金利上昇局面では、分母効果がパンデミック下よりも大きくなっていることに加え、償還請求が膨大な額に膨らんだため保有物件を売却して資金を調達せざるを得ず、借入を増やしてもファンドの資産規模が縮小している銘柄が多くあるものと推察される。

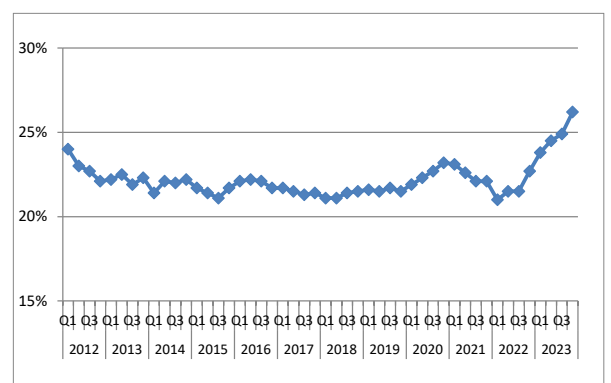
図表1 : NFI-ODCE 構成ファンドのファンド本数と資産規模



図表2 : NFI-ODCE 資金純流出入



図表3 : NFI-ODCE LTV の推移

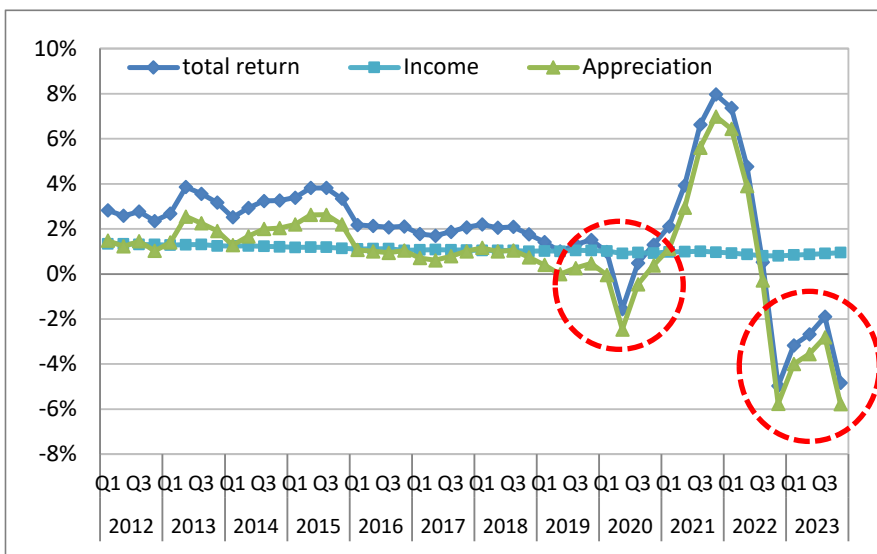


出所)いずれも NCREIF「NFI-ODCE」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

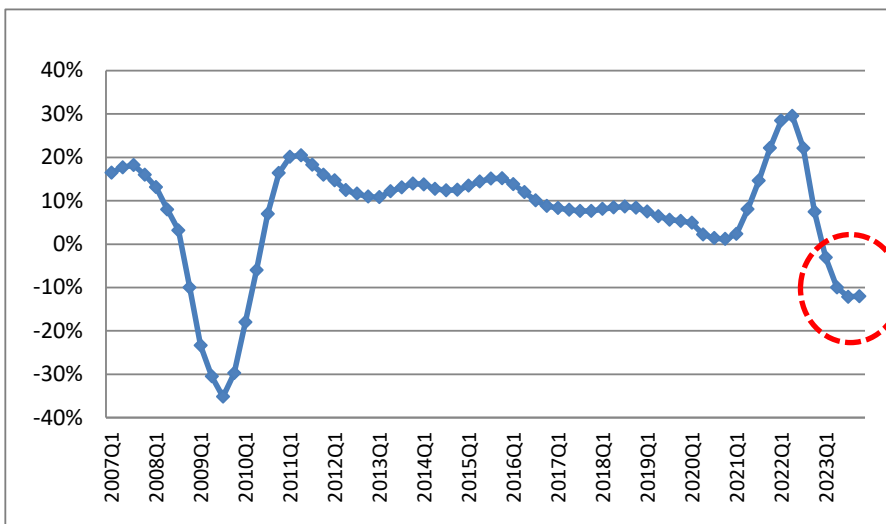
<トータルリターンも大幅に低下>

コアファンド市場からの資金流出の主因となっているのがリターンの低下である。近年のトータルリターン(グロス)の推移を四半期ベースで見ると、パンデミック直後の2020Q2にマイナス圏に落ち込んだが、その後V字回復し、2021年後半～2022年初頭にかけて、7%超、年率30%に迫る過去最高のパフォーマンスをたたき出していた。これはキャピタルリターン(Apreciation)が急上昇したためであるが、その後資産評価額がピークアウトしてからの下落スピードも非常に早かった。2022年3月以降の急激な利上げにより、トータルリターンも急降下し、2022Q4には四半期ベースでマイナス圏に突入、-5.0%まで低下した。2023年に入りマイナス幅は徐々に縮小していたが、2023Q4は再びマイナス幅が拡大しており、未だボトムが見えていない状況といえる(図表4)。年率で見ても、2023Q2以降はマイナス10%超の水準で推移しており、世界金融危機以来の非常に低い水準となっている(図表5)。

図表4 : NFI-ODCE リターンの内訳 (2012年以降、グロス・四半期ベース)



図表5 : NFI-ODCE トータルリターン (2007年以降、グロス・年率)



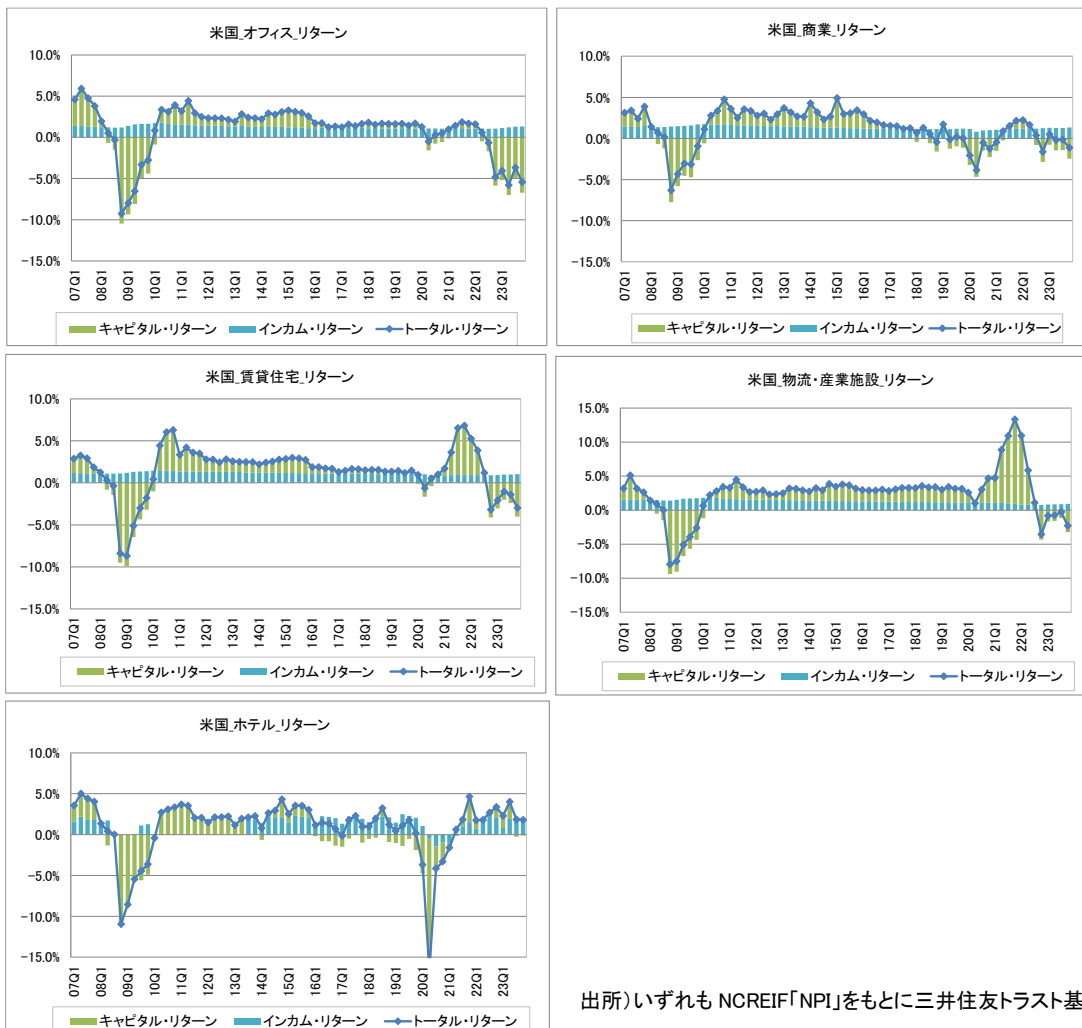
出所)いずれも NCREIF「NFI-ODCE」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

## ＜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＞

次に、アセットタイプ別のパフォーマンスを、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)から確認する(図表 6)。

主要アセットタイプの 2022 年以降のパフォーマンスを確認すると(金融危機後及びパンデミック直後のパフォーマンスの推移については 2022 年 10 月執筆のレポート<sup>1</sup>を参照)、主要アセットタイプの中で最も落ち込みが大きいのはオフィスであり、2022Q4 以降毎四半期キャピタルリターンが-5%超となっている。つまり、資産評価額が毎四半期 5%超のペースで下落している。パンデミック以降のリモートワーク/ハイブリッドワークの定着やオフィスニーズの変化等により、REIS のデータによれば空室率は全米平均で 20%近い水準にまで悪化しており、今後もオフィスセクターの先行きは厳しく、価格下落のボトムは見えていない。物流・産業施設と賃貸住宅は、2021 年以降の不動産価格の上昇により非常に高いリターンで不動産市場を牽引したが、2022 年以降の金利上昇局面でキャピタルリターンが低下に転じ、2022Q4 以降トータルリターンもマイナス圏での推移が継続している。一方、商業は、E コマースの進展によりパンデミック以前から厳しい状況に陥っていたこともあり、今回の調整局面では小幅な下落にとどまっている。なお、ホテルはパンデミックにより一時的に大打撃を受けたが、2021Q2 年以降トータルリターンがプラス圏で推移する唯一のアセットタイプであり、インカムリターンが好調でトータルリターンを下支えしている。ただし、NPI のユニバース全体に対してホテルの占める割合は 0.4% にすぎないため、全体のパフォーマンスに与える影響は小さい。ホテルを除く主要アセット全般でトータルリターンはマイナス圏で推移しており、厳しい状況が継続している。

図表 6 : 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「NPI」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

1 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～ レポート・コラム【株式会社三井住友トラスト基礎研究所】

### ＜厳しい市況でも北米投資家は不動産へのアロケーションを維持＞

前述の通り、2024年以降も不動産価格下落の底が未だ見えず、コア市場のみならず不動産市場全体が調整局面の真っ只中にあるといえるが、その中でも投資家の不動産全体へのアロケーションはあまり変化していない。ANREV、INREV、PREAが共同で実施、毎年1月に公表している「Investment Intentions Survey」によれば、北米投資家の不動産アロケーションは、既に不動産市況が下降局面に入っていた2023年1月調査においては、ターゲットアロケーション12.7%に対し、実際のアロケーションは12.0%であり、市況が更に悪化していた2024年1月調査においても、ターゲットアロケーション12.7%に対し、実際のアロケーションが12.4%であった。ターゲットアロケーションは前年と変わらず、実際のアロケーションは僅かだが高まっている。

不動産全体へのアロケーションがあまり変化していない中で、米国コアファンド市場から2012年以降最大の流出が起こっている理由の一つとして挙げられるのが、分母効果である。2022年以降の欧米各国の急激な金利上昇により、株式・債券の価格が著しく下落した中で、相対的に価格下落幅が小さかった不動産資産の総資産に対する配分割合が高まり、ターゲットアロケーションを上回る状態になってしまった。上記の「Investment Intentions Survey」で、2024年調査での米国投資家の実際のアロケーションが2023年調査よりも高まっているのはこの分母効果によるところが大きいと考えられる。一方、多くの米国年金基金はターゲットアロケーションにプラスマイナス5%といったレンジを設定しており、レンジ内であれば直ちに解消に動く必要はないものの、一部の投資家はターゲットアロケーション維持のために不動産商品の中で比較的流動性が高いオープンエンドファンドから資金を引き揚げる選択に至った。更に前述のようにコアファンドのリターン低下が顕著となると、より高いリターンを獲得できる商品に乗り換えるためにコアファンドへの償還請求が増加した。それが実際に純流出となって具現化したのが2022Q4であり、それ以降大幅な純流出が継続しているものと推察される。

### ＜ノンコアファンドへの選好強まり、ファンド間での優勝劣敗が進行＞

投資家の不動産へのアロケーションが維持されている状況で、コア市場から流出した資金の行き先として考えられるのは、バリューアッド、オポチュニスティック等のリスク選好型の投資戦略や不動産デットファンドである。

ここで、Preqinのデータから、バリューアッド、オポチュニスティック、デット戦略が中心となっているクローズドエンドファンド市場の状況を確認すると、2023年は年初からQ3までの9ヶ月間にクローズ(エクイティ資金の募集を終了)したファンド数は306本(2022年通年の約45%)、資金調達総額は1,077億ドル(2022年通年の資金調達総額の56%)にとどまった。一方、エクイティ資金を募集中のファンド数は、2023年初頭の1777本からQ3末時点で2,258本へと27%増加している。資金を募集中のファンド数は増加している中で、クローズしたファンド数が大きく減少しており、金利上昇局面で多くのファンドマネージャーが資金調達に苦慮している状況がうかがえる。

このようなノンコアファンドにとっても厳しい環境下で、一部の大規模銘柄に投資家資金が集中している実態が明らかとなっている。IPE Real Assetの記事をもとに2023年以降の米国投資家動向を確認したところ、ノンコアファンド、とりわけバリューアッドファンドへのコミットメントが目立った。ファンド供給側から見ても、2023年以降に10億ドル超のコミットメントを獲得して募集を終了したファンドの過半をバリューアッドファンドが占めており、本数はバリューアッドに比べると少ないものの、オポチュニスティック戦略やデット戦略でも大規模ファンドでの募集終了事例が複数見られた(図表7)。例えば、Blackstoneの10号ファンド、BREP Xは目標額25億ドルに対し30.4億ドル、スウェーデン本拠のEQTが組成したEQT Exeter Industrial Value Fund VIは目標額40億ドルに対し49億ドルのコミットメントを獲得した。2024年に入ってから、Rockpointがオポチュニスティック型の同社7号ファンドにおいて51億ドルという巨額の資金を調達している。10億ドル超を調達したファンドは、このように目標額を大きく上回って成功裏に募集を終了した、バリューアッドやオポチュニスティック戦略を採用したファンドが多い。不動産市場が下降局面に入っ



たときに、投資家資金がコアファンド市場からリスク選好型のノンコアファンド市場に流れ、その中でも経験豊富な大手マネージャーの大規模銘柄に資金が集中する動きは、過去のサイクルでも度々見られ、直近ではパンデミック直後にも同様の現象が起きた。今回の調整局面においても、ファンド間での優勝劣敗が際立っている。

図表 7 : 2023 年以降に募集を完了したファンド(10 億ドル超)

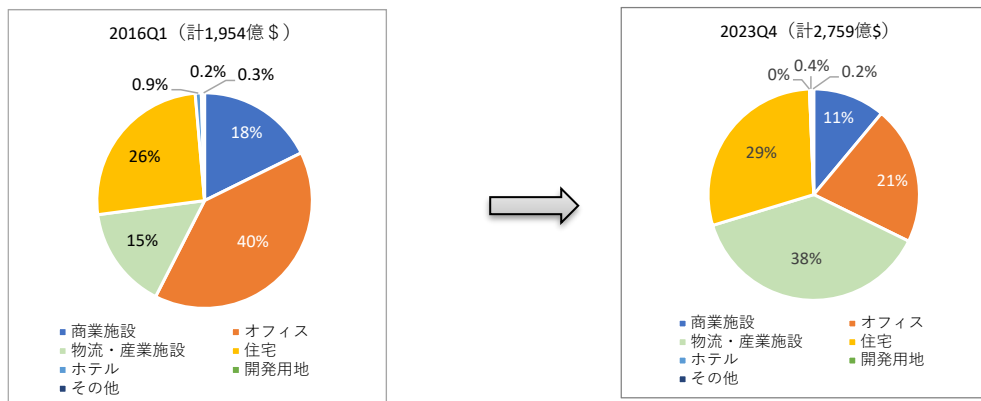
クローズ時期	運用会社	ファンド名	運用戦略	目標調達額	調達額	対象エリア	アセットタイプ
2023年3月	Artemis Real Estate Partners	Artemis Real Estate Partners Fund IV	value-add	15億\$	19億\$	米国	住宅・物流・産業施設、ヘルスケア、セルフレージ、ホテル、商業
2023年4月	Blackstone	BREP X	opportunistic	25億\$	30.4億\$	米国、カナダ中心(グローバル)	物流・産業施設、住宅、ホテル、ラボオフィス、データセンター
2023年5月	Invesco Real Estate	Invesco Real Estate US Fund VI	value-add	15億\$	15億\$	米国	物流・産業施設、住宅、ライフサイエンス
2023年6月	Bell Partners	Value-Add Fund VIII	value-add	10億\$	13億\$	米国	集合住宅
2023年7月	EQT	EQT Exeter Industrial Value Fund VI	value-add	40億\$	49億\$	米国	物流・産業施設
2023年9月	Madison International Realty	Madison International Realty Liquidity Fund VIII	core	-	17億\$	米国、英国、欧州	集合住宅、物流・産業施設、冷蔵倉庫、戸建て賃貸、ライフサイエンス、データセンター
2023年10月	Pacific Investment Management Company	PIMCO Commercial Real Estate Debt Fund II	debt	20億\$	30億\$	米国	集合住宅、物流・産業施設、ライフサイエンス、ホテル、オフィス
2023年10月	TA Realty	TA Realty Value Add Fund XIII	value-add	15億\$	17.7億\$	北米	物流・産業施設と住宅中心、食料品専門店、オフィスビル
2023年11月	Blackstone Strategic Partners	Strategic Partners Real Estate VIII	secondaries	-	26億\$	北米	-
2023年12月	Noble Investment	Noble Hospitality Fund V	value-add	10億\$	10億\$	米国	ホテル
2024年1月	KSL Capital Partners	KSL Capital Partners Credit Opportunities Fund IV	debt	10億\$	12.6億\$	米国	ホテル、レストラン、レジャー施設
2024年1月	Rockpoint	Rockpoint Real Estate Fund VII	opportunistic	30~40億\$	51億\$	米国	物流・産業施設、集合住宅、戸建て賃貸、ホスピタリティ、オフィス

出所) IPE Real Assets、各社公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

＜市況に応じてポートフォリオ構成を変化させてきた米国コアファンド市場＞

昨年来、投資家資金のリスク選好型ファンドへのシフトが起きていることは前述の通りであるが、コアファンド市場のマネージャーも、苦境を乗り越えるために模索を続けている。MSCI が四半期毎に公表している「MSCI/PREA U.S. ACOE Quarterly Property Fund Index」をもとに、米国コアオープンエンドファンド市場の 2016Q1 時点と直近の 2023Q4 時点のセクター別の構成を比較する(NFI-ODCE と MSCI ACOE は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、構成銘柄の約 7 割が共通)。顕著な変化として挙げられるのが、物流・産業施設の全体に占める割合が 15% から 38% に大幅に増加した一方、オフィスの割合は 40% から 21% と約半分に低下したことである。また、賃貸住宅の割合は 26% から 29% に増加し、商業施設は 18% から 11% に減少した(図表 8)。パンデミック下において、実需とともに投資対象としても飛躍的に人気が高まった物流・産業施設がコアファンド市場の筆頭アセットタイプとなり、2023 年以降も物流・産業施設の割合は増加している。一方、社会構造の変化により実態も今後の見通しも厳しいオフィスの割合は大きく減少し、コアファンド市場全体のポートフォリオ構成は 7 年間で大きく変化していることが分かる。

図表 8 : MSCI/PREA ACOE インデックス 2 時点のセクター別内訳



出所) MSCI「MSCI/PREA U.S. ACOE Quarterly Property Fund Index」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

ここで、参考までに日本の私募 REIT のセクター別の構成割合を、ARES が公表する「私募リート・クォーター」で確認したい。米国市場と同時期の 2016Q1 と 2023Q4 とで比較すると、オフィスは 43%→38%で 5%ポイント減、物流施設は 16%→20%と 4%ポイント増となった。商業施設は 15%→15%で変わらず、賃貸住宅は 22%→20%とわずかに低下した一方、ホテルやその他がやや増加している。2016 年からの 7 年間で、日本の私募 REIT の資産総額は 3.7 倍、物件数は 4.3 倍と市場が急拡大する中、アセット別の割合ではオフィスがやや低下し、物流施設がやや増加しているが、日本の私募 REIT 市場の中核となっているのは依然としてオフィスである。2010 年に最初の私募 REIT が組成されて以降、日本経済、そして不動産ファンド市場は幸いにもリセッションを経験しておらず、また、パンデミック後もオフィス価格は下落していないため、セクター構成にもあまり変化は見られない。

米国コアファンド市場に話を戻すと、近年は、物流・産業施設、賃貸住宅、オフィス、商業施設の主要 4 セクターの他、データセンターやセルフストレージなどのニッチセクターや、戸建賃貸住宅や学生住宅などのサブセクターを含む銘柄が増加している。厳しい市況の中で、リターンが低迷する不動産を売却し、今後の価格上昇が見込める物件や、注目度が高まりつつあるニッチなセクターの物件をポートフォリオに組み込むことで、少しでもリターンを上昇させ、インデックスをアウトパフォームしようとするマネージャーの努力の一環であろう。機動的な資産の入替はオープンエンドファンドだからこそできる戦略でもある。分散・総合型の米国コアファンド市場は、変化し続けている市場ともいえる。

#### <コアファンド市場への資金回帰の動きも>

2023 年 7 月以降、米国の政策金利は据え置かれており、市場は利下げの時期を探る段階に移行している。米国年金基金の動向を見ると、Kansas PERS、Oklahoma Teachers' Retirement System、Arkansas Teacher Retirement System 等複数の年金基金で、2023 年はコアファンドへのコミットメントを控えていたものの、2024 年はそのアプローチを転換し、コアへの投資を再開する動きも見られるようになってきた。

北米投資家の多くは、コアだけではなく、バリューアッド、オポチュニスティック(ディストレス含む)、デット、更にインフラ等のリアルアセットを含め、様々なアプローチを組み合わせ、目標リターンを実現しようとしている。需要サイドでも、ターゲットアロケーション自体を変更し、あるいは不動産アロケーション内でのコア/ノンコアの比率を変更して、毎年機動的に戦略の見直しを行う等、市況に応じた迅速な投資行動をとれる態勢を整備した先進的な投資家が多いことは、米国不動産市場の強みとも言えるだろう。

前述のとおり、2023Q4 時点で主要アセットタイプのトータルリターンは再び悪化し、コアファンド市場からの資金流出にも歯止めがかかっておらず、今回の調整局面からの回復にはまだ時間がかかる可能性もある。しかしながら、米国では年内の利下げ開始の公算が高まっており、コアファンド市場への逆風も次第に弱まると予想される。最初のコアオープンエンドファンドが誕生してから 50 年超、幾多の調整期を乗り越えて米国不動産コアファンド市場は発展を続けてきた。苦しい局面でも時勢に応じ戦略を機動的に修正していく、柔軟でしなやかな各プレイヤーの動向に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。