

# 今がオープンエンド型 不動産に再参入する タイミングなのか？

米国プライベート不動産市場の洞察



Is now the time to re-enter open-end real estate?

## はじめに

不動産（実体のある財産および資産）は、企業にとっても消費者にとっても、世界経済の重要な基盤となるものです。投資家にとっての不動産が有する希少性は、価格がインフレに左右されないことから、インフレ・ヘッジとなることです。さらに、不動産は持分所有者にインカム収益をもたらすだけでなく、資産価値の上昇によるキャピタルゲインをもたらします。不動産は、近年においてパフォーマンスが悪化していますが、今後6～12ヶ月は、投資ポートフォリオをさらに多様化させながら、良好なパフォーマンスをもたらす不動産投資機会を投資家に提供する極めて重要な時期となると、マーサーは考えています。

本稿では、不動産が直面する最近の課題、不動産

に対する楽観論、そして今こそ不動産セクター、特にオープンエンド型不動産に投資すべき時であると考えられる理由について説明します。

オープンエンド型不動産ファンドは、主にコアまたはコア・プラス戦略で構成される無期限型のファンドです。これらの戦略は、低リスクで安定したインカム収益を生み出す不動産に焦点を当てると同時に、キャピタルゲインが期待されます。さらに、オープンエンド型ファンドは一定の流動性があるため、投資家はファンドの存続期間を通じて、ファンドへの入出金が可能となります。本稿では、特にオープンエンド型プライベート不動産エクイティ市場に焦点を当てます。

## 不動産が直面する最近の課題

不動産セクターにおける最近の主要な課題として、金利上昇、バリュエーションの低下、そして、オフィス投資における突出した逆風が挙げられます。

### オフィス投資への逆風

オフィスセクターは逆風に直面しています。稼働率の低下が不動産のキャッシュフローを圧迫し、オフィスセクター全般でリファイナンスが課題となっています。不動産の各種指標やニュースから、オフィスセクターの苦境が伝えられていますが、投資家は、すべてのオフィスが悪いわけではなく、特定の分野においては今後安定的で強力なファンダメンタルズが期待できることを念頭に置くべきです。オフィスは最近における評価減が特に問題視されていますが、これは主に新たなハイブリッド・ワーク環境によるもので、COVID-19によるロックダウン後、雇

用主はオフィススペースおよびリースの必要性について再検討することになりました。しかしながら、物理的なオフィススペースは依然として米国企業において重要な役割を果たしており、雇用主は従業員をオフィスに呼び戻すために、より質の高いオフィススペースの確保を重視しています。そのため、築年数の経過した伝統的なオフィスビルと、より新しくアメニティ化されたビルとの間に、大きな二極化が生じています（質への逃避）。質の高いオフィスビルは、テナントからのリーシング需要も強く、今後の投資候補として有望なファンダメンタルズを見せています。とはいえ、投資家はオフィスセクターへのアンダーウェイトを維持すべきであると考えます。マーサーの確信度の高い運用会社は、オフィス・ポートフォリオを積極的に縮小し、全体的なエクスポージャーを削減する一方で、より新しく質の高いオフィスへの小規模な資金配分を維持しています。

Is now the time to re-enter open-end real estate?

## 金利上昇とバリュエーションの低下

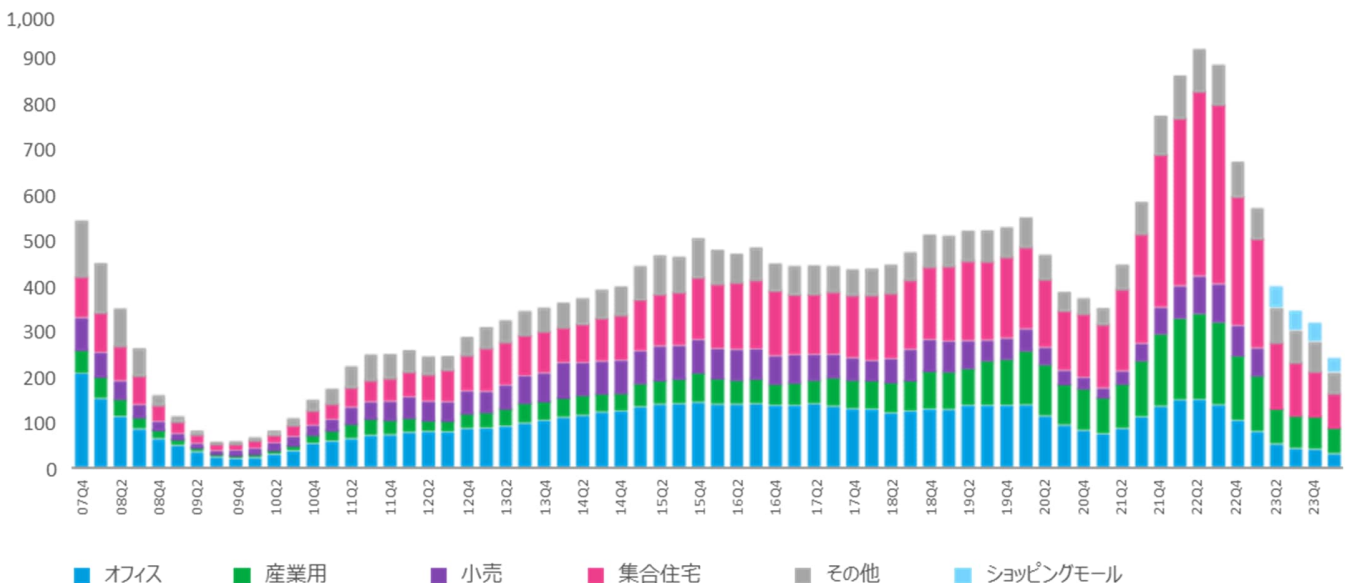
不動産のバリュエーションは、2022年3月にピークを迎えた後、2023年12月までの1年半で低下しました。Green Streetの商業用不動産価格指数<sup>1</sup>は、2022年3月のピークから21%下落しました。この下落は、金融政策、取引件数の減少、広範な経済要因など、複数の要因に起因しています。すべての不動産タイプで価格下落が発生していますが、オフィスの下落率が最大であり、2022年3月から37%下落しています。

過去2年間における積極的な金融引き締め政策が、価格下落の主な要因となっています。金利上昇は借入コストを上昇させ、取引市場の低迷をもたらしています。2023年第4四半期の取引件数は、前年同期比で約60%、前四半期比で約35%減少し、2023年の取引件数は長期平均を大幅に下回りました<sup>2</sup>。

取引件数の減少により、鑑定士は物件の真の市場価値を判断するための正確な比較対象物件を見つけることが難しくなっています。さらに、経済成長の鈍化、地政学面での不確実性、市場センチメントの変化などの経済的要因も、不動産価値に影響を与える可能性があります。これらの要因は、投資家の信頼感に影響を与え、不動産に対する需要の減少をもたらす可能性があります。

今後の利下げ期待は、過去2年間の積極的な金融引き締めにより、金利がピークに達した可能性が高いことを示唆しています。2024年末までの利下げ可能性に関するFRBのガイダンスとともに、不動産のプライシングに対する信頼感が高まるにつれて、バリュエーションは底打ちに近づきつつあり、2024年後半から2025年前半にかけてバリュエーションの谷から抜け出し始めると予想されます。さらに、今後6~12ヵ月間の政策金利の引き下げにより、借入コストは低下し、取引市場の活発化が予想されることが、全体的な不動産価格の下支えとなることが見込まれます。

## 米国：不動産年間投資額（10億米ドル）



Is now the time to re-enter open-end real estate?

# オープンエンド型不動産の状況

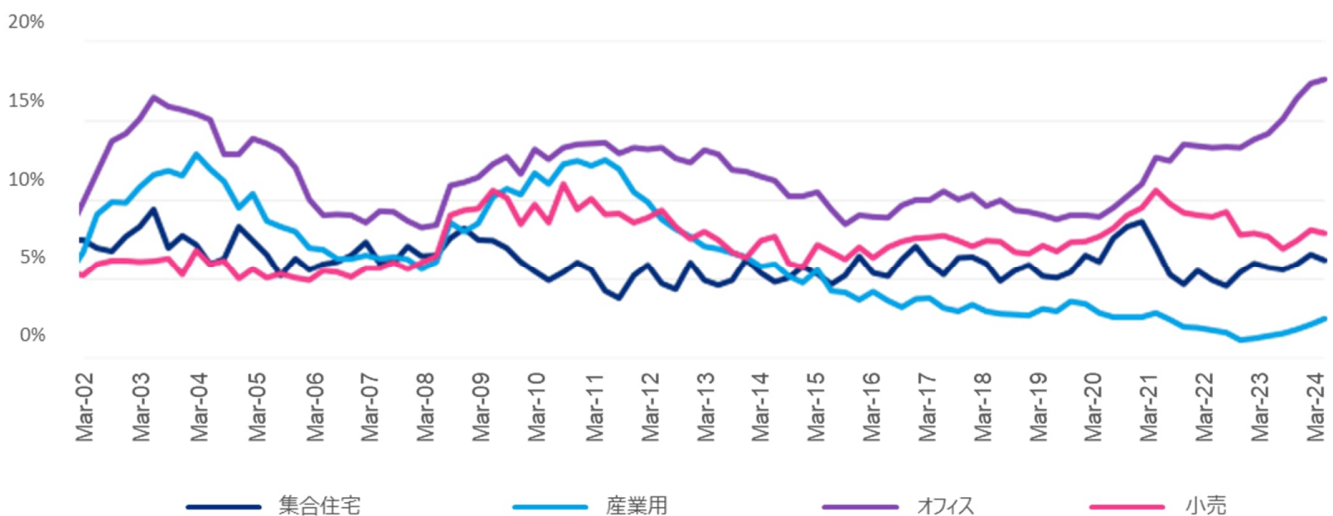
## 需要促進要因

オフィスを除き、不動産セクターのファンダメンタルズは依然として健全です。空室率は長期平均と同水準にあり、引き続き底堅く安定した需要があることを示しています。

小売業は、以前は地方のショッピングモールの衰退により否定的な報道が多かったものの、ここ数年は屋内型ショッピングモールを除き、特に生活必需型小売業を中心に投資が復活しています。食料品小売業は依然として好調で、多くのポートフォリオに安定した収益を提供し続けています。小売業は一般的に、景気変動の影響を受けやすいセクターですが、生活必需品やバリュー志向の小売テナントが入居するショッピングセンターは、魅力的なインカム収益と総合的なパフォーマンスを提供することが期待されます。

伝統的なオフィスやショッピングセンターのファンダメンタルズが弱含みであることを踏まえ、マーサーの確信度が高い運用会社は、産業用不動産（物流）や集合住宅へのオーバーウエイトを積極的に進めています。産業用不動産に対する需要は依然として非常に旺盛であり、空室率は同セクターにおける過去最低水準に達しています。イー・コマースの成長が引き続き産業用不動産への需要を牽引しており、産業用不動産の堅調なファンダメンタルズを後押ししています。さらに、全国的な住宅不足に加え、住宅購入コストが上昇を続ける中、集合住宅への需要は引き続き旺盛で、賃料の継続的な上昇を可能にしています。

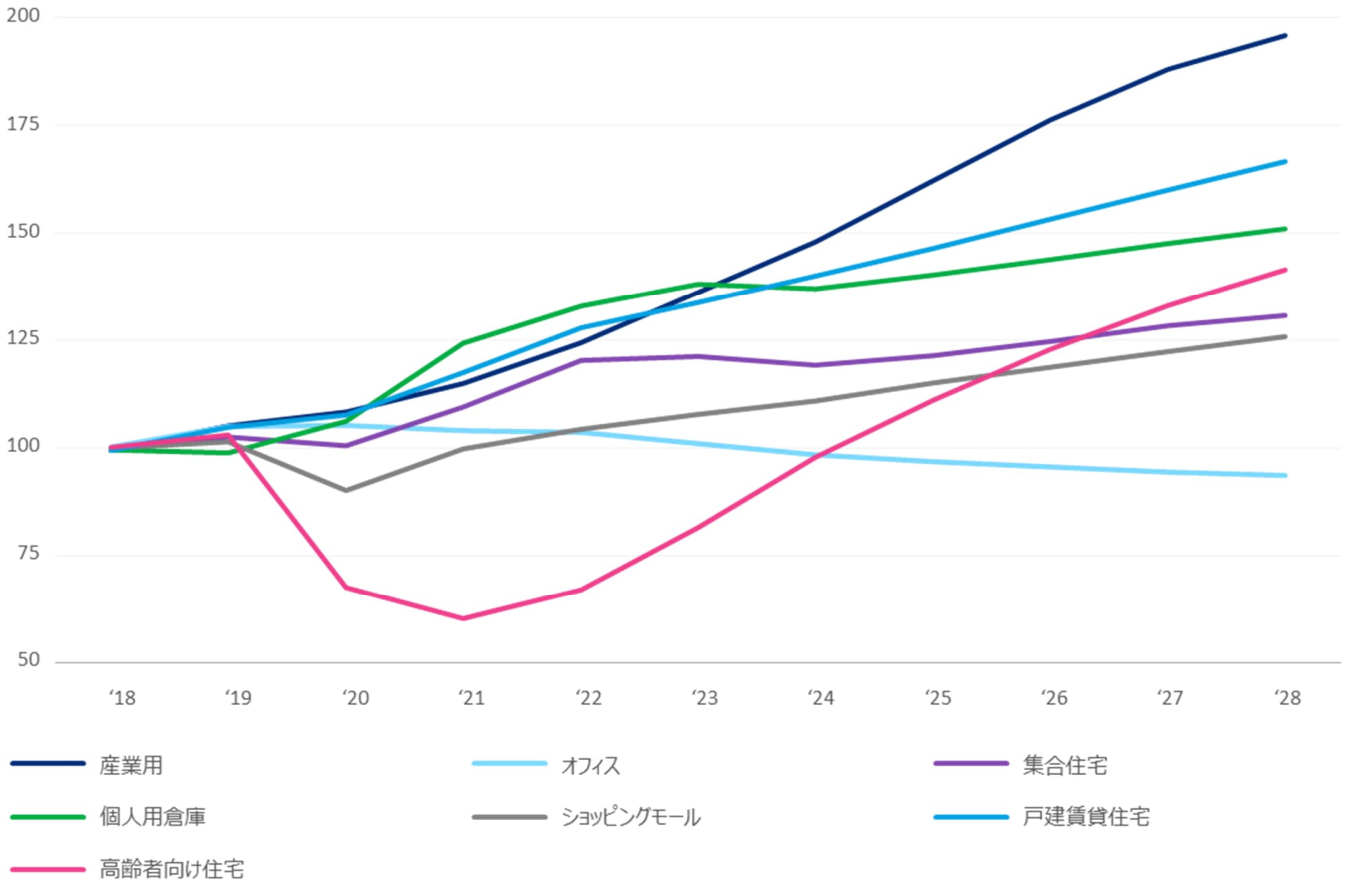
## セクター別 NCREIF NFI-ODCE 空室率



出所：NCREIF NFI-ODCE（2024年3月末時点）

Is now the time to re-enter open-end real estate?

## 予想 NOI 成長率



出所：Green Street（2023年12月末時点）

全体的な純収益（NOI）の伸びは、オフィスを除くすべての物件タイプで上昇トレンドを予測しています。このような NOI の継続的な成長は、不動産の将来的なリターンをさらに高めることが予想されます<sup>3</sup>。これは、足元の割安感が強まっている価格水準と相まって、今後より高いインカム収益を提供する可能性があります。

テクノロジーおよび人口動態におけるトレンドは、不動産の本質的価値に影響を与え続けており、その結果、

不動産業界は機関投資家の資金を積極的に活用しています。マーサーの確信度の高い運用会社は、「新たな不動産セクター」での投資機会を積極的に発掘し、リスクを抑えながら強力なリターンの実現を目指しています。次世代物流施設、個人用倉庫、ライフ・サイエンス・研究施設、新たなタイプの住宅（戸建賃貸住宅、プレハブ工法の住宅など）などが、引き続き着目されることが見込まれます。

Is now the time to re-enter open-end real estate?

## なぜ今が投資タイミングなのか？

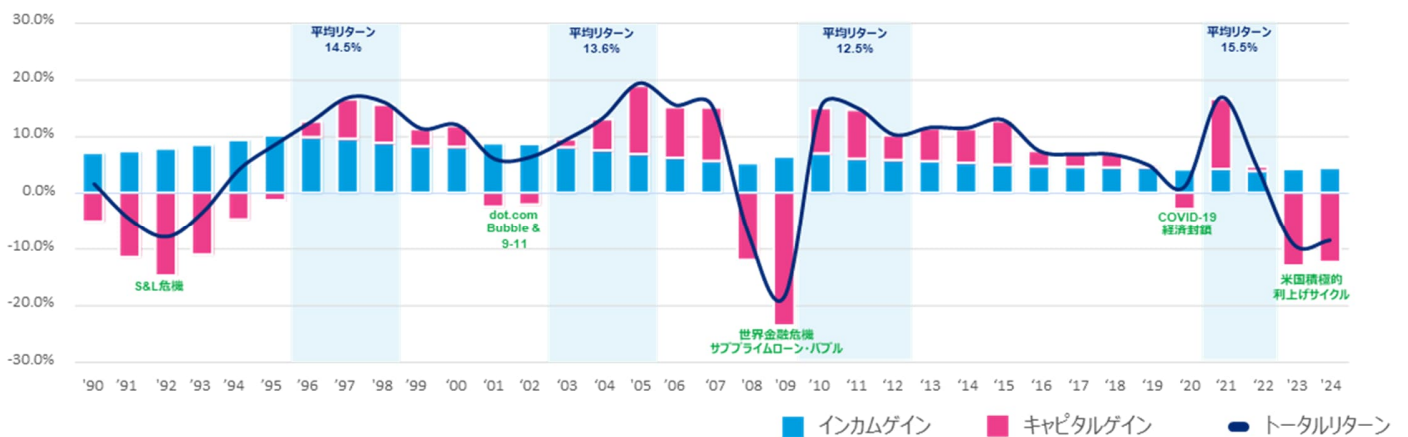
歴史的に、長期にわたりトータル・リターンのプラスが継続する期間が、不動産価格の調整によりリセットされるというサイクルが続いています。オープンエンド型コア不動産市場では、景気後退後の期間において、NCREIF ODCE ファンド<sup>4</sup>は 12.5%から 15.5%

(レバレッジなし)<sup>5</sup>と極めて高いリターンを生み出してきました。長期投資家は、底値をピンポイントで見極める必要はなく、底値付近前後であれば、エントリー・ポイントに関係なく確実に高いリターンの恩恵を受けられると考えられます。過去 3 回の不況（1990 年代

初頭の景気低迷、2000 年代前半のテックバブル崩壊、世界金融危機）では、NCREIF NFI-ODCE インデックスは、景気の真の底入れ期および前後 2 四半期に投資した場合、その後 5 年間で 11.3%から 14.0%のネットリターンを達成しています<sup>6</sup>。2024 年第 1 四半期のリターンは依然としてマイナスですが、前四半期比では改善が見られ始めており、パフォーマンスの反転を示唆しています。マーケット・タイミングのリスクをさらに軽減するために、投資家は数四半期にわたりコミットメントタイミングを分散させることも検討できます（ドルコスト平均法）。

1990年初頭の景気低迷		世界金融危機		テックバブル崩壊	
時点	将来5年リターン	時点	将来5年リターン	時点	将来5年リターン
1995 Q2	11.92%	2009 Q3	11.34%	2002 Q1	12.68%
1995 Q3	12.30%	2009 Q4	12.85%	2002 Q2	13.51%
景気の底1995 Q4	12.99%	景気の底2010 Q1	13.44%	景気の底2002 Q3	14.01%
1996 Q1	12.97%	2010 Q2	13.33%	2002 Q4	14.01%
1996 Q2	12.69%	2010 Q3	12.94%	2003 Q1	12.05%

## NCREIF ODCE-NPI ODCE ファンド年次リターン（レバレッジなし）



出所：NCREIF Property Index NPI-ODCE（2024 年 3 月末まで）。2024 年 4 月 25 日に公表された 2024 年 Q1 ODCE リターン（レバレッジなし）より。

ほぼすべてのオープンエンド型不動産ファンドで解約待ちのキュー（解約待ちの投資家）が増加しており、大半のファンドでファンド純資産総額の15%を超えています（2023年12月31日時点）。COVID-19によるロックダウン後、株式市場のボラティリティおよび不動産価格の大幅な上昇が相まって、多くの投資家において不動産への過剰配分が発生し、解約によるリバランスが余儀なくされました（分母効果）。分母効果により、解約待ちのキューが発生している状況で、その後の不動産価値下落を回避するために多くの投資家が解約を行ったことで、引き続き解約待ちのキューは高止まりしています。しかしながら、世界金融危機の際に確認されたように、ひとたび不動産の鑑定評価額

が真の市場価値を反映するようになれば、長かった解約待ちのキューは、速やかに購入待ちのキューに移行し、購入待ちのキューは数四半期から数年となることが想定されます。一部のファンドでは投資家からのコミットメント（購入契約）受領により購入待ちのキューが発生しており、解約待ちのキューから購入待ちのキューへの移行が進行中であることを示唆しています。資金調達が可能であれば、今がオープンエンド型不動産ファンドに投資する絶好の機会であり、投資家は確実に購入待ちのキューの先頭に並ぶことで、間もなく到来する不動産への強力なエントリー・ポイントを活用することができると思います。

---

## 注釈

1. Green Street（2024年5月6日時点）
2. 出所：Green Street
3. 出所：Green Street（2023年12月31日時点）
4. NCREIF ODCEは、NCREIFが算出するオープンエンドのセクター分散型コアファンドから構成される指数。
5. NCREIF Property Index (NPI)。Open-end Diversified Core Equity (ODCE) fundsの年率平均リターン（レバレッジなし）。
6. NCREIF NFI-ODCE ネットリターンは、レバレッジ、ファンド費用、その他の所有権 / ファンド・ビークルの構成要素の影響が含まれている。

# Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer LLC and/ or its associated companies.

© 2024 Mercer LLC. All rights reserved.

This contains confidential and proprietary information of Mercer and is intended for the exclusive use of the parties to whom it was provided by Mercer. Its content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer's prior written permission.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>.

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

Information contained herein may have been obtained from a range of third party sources. While the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential, or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Not all services mentioned are available in all jurisdictions. Please contact your Mercer representative for more information.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Alternatives AG, Mercer Alternatives (Luxembourg) S.à r.l., Mercer Limited and Mercer Global Investments Europe Limited. Mercer Alternatives AG is registered with the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) to act as a supervised asset manager for collective investment schemes as well as a licensed distributor and representative for its own foreign collective investment schemes. Mercer Alternatives (Luxembourg) S.à r.l. is a management company authorised by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxembourg under Chapter 16 of the law of 17 December 2010 and is a licensed Asset Manager under the European Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD) and has filed the required notice under Multilateral Instrument 32-102 to rely on the international investment fund manager exemption. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Mercer Global Investments Europe Limited, trading as Mercer, is regulated by the Central Bank of Ireland.



## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：〒107-6216 東京都港区赤坂 9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 454 号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会・一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

### ご注意事項

- ・ マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- ・ 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、本資料で触れられている有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- ・ 投資にあたっては、契約締結前交付書面を必ずご確認ください。
- ・ 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- ・ 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- ・ 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- ・ 本資料は一般的な投資助言、あるいはお客様の状況を考慮した個別の投資助言を含むものではありません。お客様の状況を考慮することなく、また正式な投資助言を受領することなく投資判断をすることの無いようお願いいたします。
- ・ 本資料で使用されているシミュレーションによる運用実績等の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性や将来の運用成果を約束するものではありません。
- ・ 本資料に記載の情報には、信頼できる第三者から提供されたものを含みます。本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではなく、当該情報の齟齬、脱落、不正確さにより発生した損害（間接的損害、付随的損害等）については責任を負いません。
- ・ 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- ・ マーサー・レーティングとその意味の詳細な説明については、当社営業担当者にお問い合わせください。
- ・ マーサーの利益相反に関する開示については、当社営業担当者にお尋ねいただくか、又は [www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest) をご覧ください。
- ・ ご案内の投資ユニバースは、一定の時間軸における同様のアプローチにより運用する他の戦略との比較を行いやすくするために提供されているものです。従って、当該投資ユニバースは当該戦略を代表すること、お客様にとって最適であることまたお客様の採用が可能であることを保証するものではありません。
- ・ 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- ・ 当社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- ・ 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じた定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。