

# 不動産ファンド投資における ゲートキーパーとは

## 目次

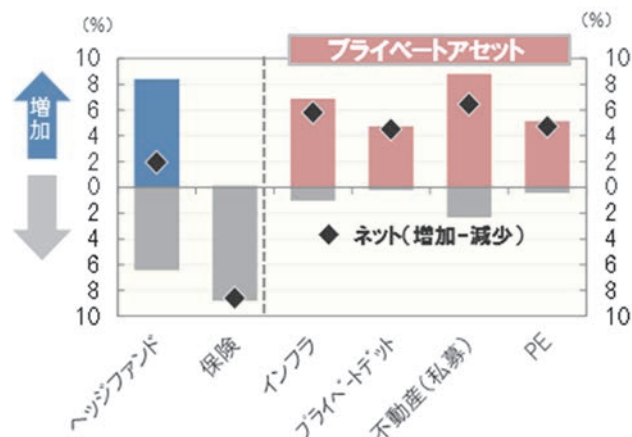
- I. はじめに
- II. 不動産ゲートキーパーの役割
- III. 不動産ゲートキーパーとしての投資プロセス
- IV. コロナ環境を踏まえた不動産ファンド投資戦略(事例紹介)
- V. 終わりに

運用商品開発部 不動産運用課 シニアプロダクトマネージャー 中村 剛雄  
 プロダクトマネージャー 西村 元英

## I. はじめに

近年、企業年金運用を中心に、オルタナティブ投資が増加している。下図は、2020年8月に弊社が年金基金向けに実施した年金運用アンケートの結果であり、今後1年間における「企業年金」のオルタナティブ投資の戦略配分の方向性(増加・減少の件数比率)を示している。先進国の高齢化、経済成長の鈍化、それに対応した金融緩和により、長期金利の低下トレンドは継続しており、それに伴い伝統資産投資による期待リターンも低下傾向にある。そのような低金利・運用難の環境下、収益改善を狙いとしたオルタナティブ投資を拡大する動きが継続している。

図表1：足元の企業年金運用におけるオルタナティブ投資ニーズの高まり



出所：三菱UFJ信託銀行作成

オルタナティブ投資が浸透し、商品数も飛躍的に増えてきている昨今、情報開示、取引流動性が不足しがちなプライベートアセット投資において、どの商品にどのようなリターン特性や不確定要素があるのかを投資家ひとりひとりが検証し、比較検討のうえ投資を決定していくことは投資家に対し過大な負担を強いるものである。

投資家がすでに投資しているファンドの運用者を經由するだけでは、運用者に都合のいい情報に限定されてしまう可能性もあり、分析には不十分といえる。また、投資済ファンドと競合する他のファンドの情報にアクセスすることで、分析の精度を上げることもできるが、投資家が入手可能な情報だけでは限界がある。そのため、専門的見地から継続的に分析し続けることが難しく、このような分析は専門家でないとはほぼ不可能であるといえる。このような背景から、投資家に対し、プライベートアセット投資を行う際の情報を整理・分析する専門家として「ゲートキーパー」を活用する意義が増している。

本稿では、プライベートアセット投資のうち、不動産ファンド投資に焦点を当て、ゲートキーパーの役割を解説するとともに、不動産ゲートキーパーが何に基づき投資スタンスを決定しているか、そのプロセスについて述べる。

また足元、新型コロナウイルスの流行が収まりをみせない中、コロナ禍前後で不動産運用会社の投資スタンスや将来見通しにどのような変化があったかをまとめ、それを踏まえて、with コロナ時代の不動産ファンド投資戦略についてゲートキーパーとしてどのように考えているかについても、後段にて言及したい。

## II. 不動産ゲートキーパーの役割

### 1. ゲートキーパーの定義・役割

「ゲートキーパー」を端的に定義すれば、「主に機関投資家向けにヘッジファンドやプライベートアセットファンド投資などのアドバイスを行うことや、投資家より一任を受けて運用する専門業者」であるといえるが、ゲートキーパー (Gatekeeper) という専門用語は、本来「門番」を意味する一般的な言葉である。

なぜこの一般用語が運用の世界において専門用語として定着したのかといえば、投資家を「家主」に見立て、その門番として投資の専門家を据え、市中に溢れるあらゆる情報を、専門家が吟味し、分析・評価・判断を加え、投資家(家主)にとって必要かつ有益な情報を選別して、「門を通す」機能を期待しているからである。

年金投資家などにとって、不動産ファンドがまだ物珍しく、市中にあるファンド情報も限定的であった時代には、投資家自身が自らじっくりと吟味することもでき、「門番」を配す必要もなかったといえるが、オルタナティブ投資の必要性が高まり、投資対象の情報が増えてくるにつれ、「門番」に取捨選択を任せるニーズが高まっていくのも必然的といえるであろう。

その機能を、不動産ファンド投資における「門番」である不動産ゲートキーパーに求められる具体的な役割に落とし込むと、①マクロ経済環境変化による不動産市況への影響を精査し、市況に対する情報を分析し、②ゲートキーパーとしての投資ビュー(見通し)を策定する。③投資家に対して基本となるモデルポートフォリオを提示し、適切な投資ファンドの選定を行うだけでなく、保有ファンドの継続的な分析により必要に応じてリバランスを提案する。以上のプロセスを継続的に行っていくことこそが、不動産ゲートキーパーの役割であるといえる。

なお、投資家にとって、専門家であるゲートキーパーを活用することで、選別された必要かつ有益な投資情報にアクセスできることになるが、ゲートキーパーの中には、そういった投資家を複数集め、自らファンズ・オブ・ファンズを運用するスタイルに発展させている例もある。本稿では、ファンズ・オブ・ファンズ運用者ではなく、投資家一社に対して、カスタムメイドで門番の機能を担うゲートキーパーの意思決定プロセスについて触れてゆく。

## 2. 不動産ゲートキーパーが取り扱うファンド

ゲートキーパーの意思決定プロセスに触れる前に、検討対象となる不動産ファンドにつき、ゲートキーパーの分析・評価対象となるかどうかについて以下に説明する。

### (1) 上場不動産投資商品

上場不動産投資商品に対しては、ゲートキーパーを配す必要性は低いといえる。理由として、上場株式などのパブリックアセットは、透明性の高い市場価格が存在するため、定量的なリスク分析が行いやすい点が挙げられる。

不動産を投資対象とする不動産投資法人(REIT)も証券取引所に上場しているものがある。日本の証券取引所に上場しているものであればJ-REITと総称されているが、これらは、証券取引所を通じた売買市場(セカンダリー・マーケット)が整備されており、投資証券の売り手と買い手が市場に存在する。証券の本源的価値に加え、投資家の思惑を加味した価格帯にて売買が成立されるため、上場株式同様にパブリックアセットとして分類できる。上場REIT投資をオルタナティブ投資ではなく上場株式投資と同列に分類している投資家も多い。

上場REIT投資は証券や価格に対する情報が多く、投資家もそれらの情報に容易にアクセスすることができるため、情報劣位になることなく、投資意思決定することができる。

一方、ゲートキーパーの立場からすれば、上場REITは直接的な分析・評価対象とはならないものの、REITの株価や投資家の動向、分配の見通しや、REITが投資対象としている不動産現物の取得・売却情報など、不動産投資マーケットを知る重要なツールとなるため、上場REIT市場についても常時アンテナを張っている。

## (2) 私募不動産投資商品

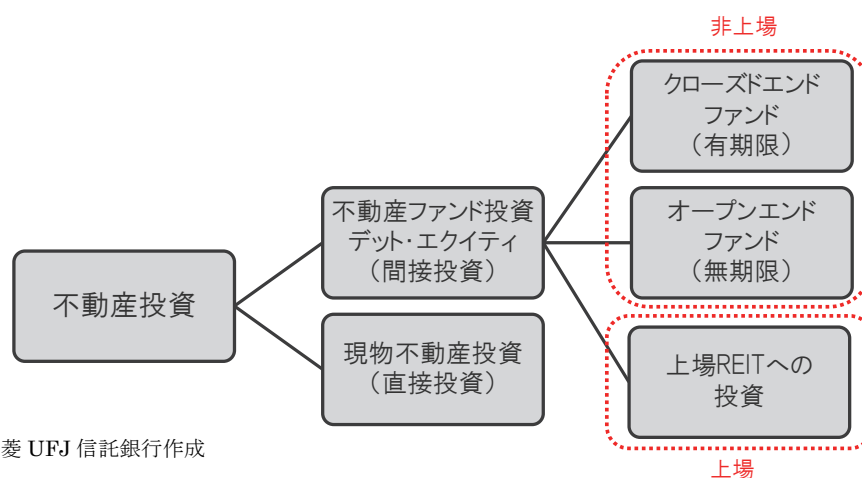
一方で、上場していない REIT(いわゆる私募 REIT)を含む私募の不動産ファンドは、上場 REIT に比べると、売り手と買い手が常時存在するセカンダリー・マーケットが非常に限られたものとなる。

投資対象の不動産自体の流動性が低く、価値評価も不動産鑑定業者による鑑定評価を基準に、ファンドの本源的価値として、年に数回のファンド価値(NAV、Net Asset Value ともいう)評価がなされることが一般的である。

そのため、上場 REIT を含むパブリックアセットに比べて、投資価値評価やその根拠となる情報の入手ルートが限られる点に違いがあり、それらの内容が投資家にとって適正な水準にあるか等、より専門的な見地でのリスク分析が必要となるため、ゲートキーパーの存在意義がある。

実際、投資家がゲートキーパーを求めるケースは、上場ではなく私募の不動産ファンド投資を行う場合がほとんどであり、以降、私募不動産ファンドを念頭に、ゲートキーパーの投資ビュー構築プロセスをみていく。

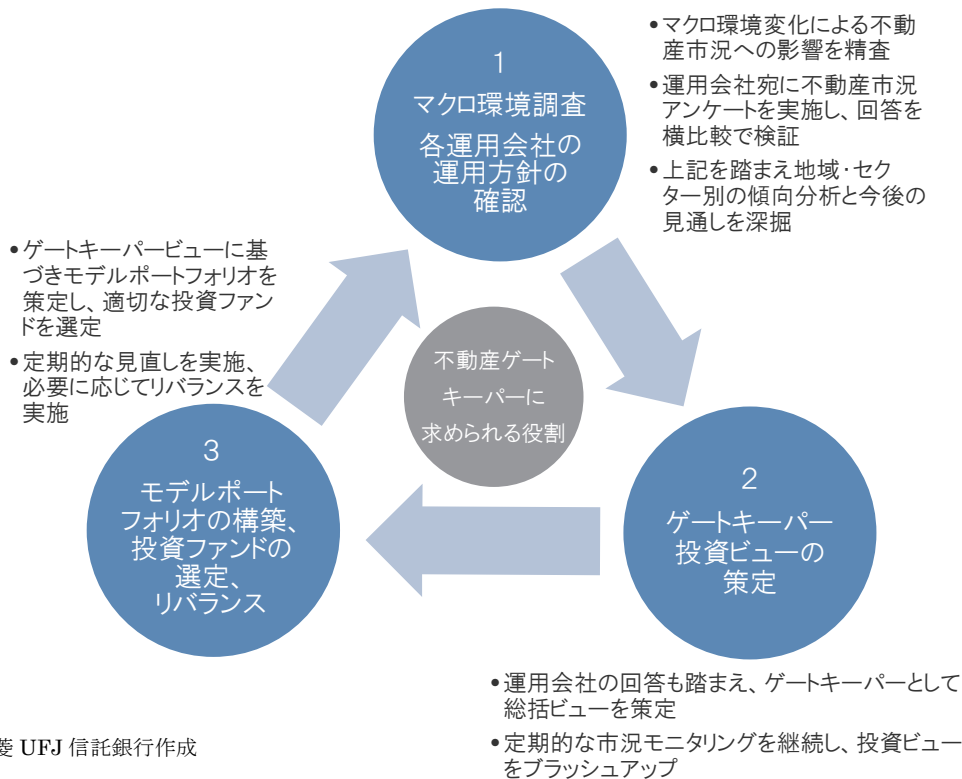
図表 2 : 不動産ファンド投資の分類



## Ⅲ. 不動産ゲートキーパーの投資プロセス

年金投資家を始めとする長期的な安定収益を期待する投資家に対して、不動産ゲートキーパーがどのように投資ビューを構築し、それに沿った適切なポートフォリオを構築していくかのプロセスを以下に述べる。

図表3：不動産ゲートキーパーの投資ビュー構築プロセス



## 1. マクロ環境調査および運用会社の運用方針確認

第一に、ゲートキーパー自身が持つマクロ環境の変化やハウスビューに基づくトップダウンの視点から、国内外の不動産ファンド投資において優先検討すべき投資対象セクターや地域の優劣を見極める。マクロ経済動向は不動産の賃料と稼働率に大きな影響を与え、不動産市況の潮流を変え、サイクルを発生させる。このサイクルの中で適切な投資判断を行うために、並行して投資対象ファンド(含む対象候補)の運用会社の運用方針についても確認を行う。

### (1) マクロ環境調査

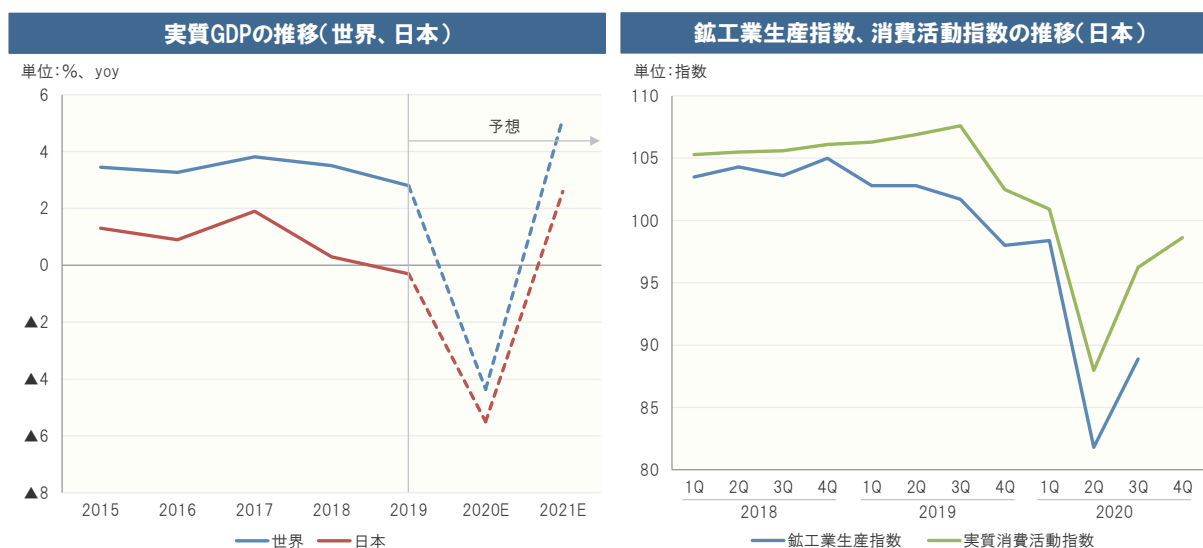
マクロ環境調査では、地域別の景況感、投資対象セクターを取り巻く環境と今後の見通しに着目する。一般的には、経済動向は不動産の賃料水準及び価格動向やテナントのリーシング活動、ひいては不動産ファンドからのリターン水準を左右する重要なファクターである。不動産の賃料水準や価格は経済動向に応じて見直されるため、経済動向の変化に遅行するケースが多い。またグローバル化やテクノロジーの進化、それに伴う人々の生活様式や志向、社会環境の変化は、不動産投資の構造変化にも直結しており、セクター間の優劣や差異を産む要因であると考えられている。

足元の日本国内のマクロ環境推移を例にとると、2020年4月以降の緊急事態宣言発令や

外出自粛要請等に伴う、国内消費活動の低迷が GDP 押し下げの最大要因となっており、鉱工業生産指数も低迷した。

IMFは2020年10月、世界の2020年実質GDP予想を6月比0.8pt上方修正し▲4.4%としたが、グローバルに感染再拡大リスクも高まっており、先行き予断を許さない状況が続いている。このような環境下、経済回復についてはグローバル共通で慎重な見通しであり、一時的な感染収束と景気対策の効果は限定的で回復力は弱く、本格的な景気回復は2021年度以降を見込む。

図表4：マクロ環境主要指標



(左図出所) IMF「World Economic Outlook」、内閣府「四半期別 GDP 速報」、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング「2020 2021 年度短期経済見通し(2020 年 12 月)」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

(右図出所) 経済産業省「鉱工業生産指数」、日本銀行「消費活動指数」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

注：鉱工業生産指数は 2015 年基準、実質消費活動指数は 2011 年基準。いずれも季節調整済値を採用

## (2) 不動産市況

次に、上記のマクロ経済環境認識をもとに、経済動向が不動産賃貸・不動産売買市況についてどのような影響を与えるかに焦点を絞っていく。

ここでは、日本国内の不動産市況の捉え方を例として掲げる。

### ① 足元の状況

国内不動産市場はマクロ経済の悪化を反映し、緩やかに悪化傾向にある。不動産市場全体では、2020 年 4 月に発令された緊急事態宣言下、すべての取引主体にわたって不動産取引金額が大幅に減少した。宣言解除後は経済活動再開に伴い回復の兆しは見たものの、2021 年に入り緊急事態宣言が再度発令されたため再び悪化することが予想される。アセット別にみると、オフィスビルではテナント業績の悪化による解約やリモートワークの普及による構造的な変化が主因となり空室率が上昇傾向にある。また商業施設及びホテルについては、変動賃料減少や固定賃料の減免等により投資不動産としての価値が下落傾向

にある。

## ②J-REIT の NAV 倍率からみた今後の不動産市況の見通し

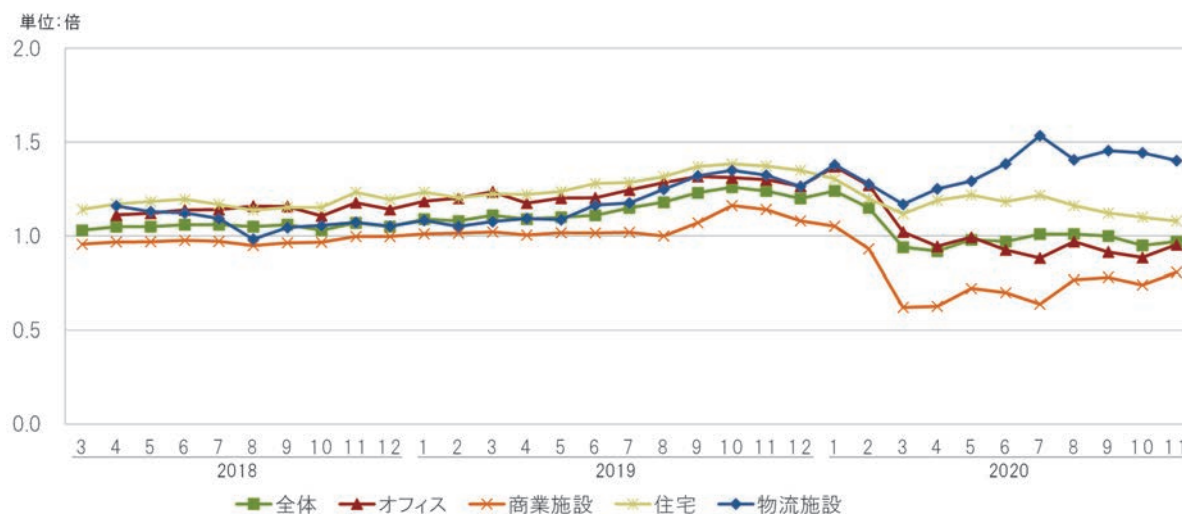
不動産ファンドのエクイティ価値(Net Asset Value。以下「NAV」という)は、保有する不動産を定期的に時価評価し、負債を控除して求めることができ、保有する不動産を売却した場合に投資家が回収できる金額をベースに算定された清算価値である。

上場 J-REIT の市場価格は市場参加者によってエクイティが取引市場で日々取引されることを通じて価格形成されるため、不動産価格の将来見通しを織り込んで形成されており、現時点における不動産価格をもとに算定された NAV より先行している。J-REIT の市場価格を J-REIT の NAV で除したものを NAV 倍率といい、NAV の数値が 1 と比べて大きい小さいかにより、市場参加者が不動産市場の将来をどのように考えているか把握することができる。

“NAV 倍率 > 1” ということは、多くの市場参加者は不動産価格が将来上昇することを織り込んでいる状態である。

逆に、“NAV 倍率 < 1” ということは、不動産価格の将来値下がり織り込んでいる状態である。

図表 5 : J-REIT の NAV 倍率の推移



(出所)日本取引所開示情報、一般社団法人不動産証券化協会「ARES マンスリーデータハンドブック」、  
投資法人開示資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

注：(1)アセットクラス別の P/NAV 倍率は特化型 REIT を弊社基準で選択し算出  
(2)投資法人のバランスシートの期中変動は考慮していない

上図は、J-REIT の NAV 倍率をオフィス、商業施設、住宅、物流施設、ホテルに分類し、算術平均した数値の過去 3 年間の推移である。

新型コロナウイルス感染拡大の深刻化を受けて各用途とも 3 月中旬に大きく低下したものの、足元の状況は各用途で異なっている。用途毎の NAV 倍率は、11 月時点では、物流施設、住宅、オフィス、商業施設、ホテルの順となっており、市場参加者が各用途につ

いてどのような見通しを持っているかを把握することができる。

物流施設がNAV倍率で1倍を超えるのは、巣ごもり需要等の影響で物流賃貸市況は引き続き安定が見込まれることを受けたものであろう。

住宅は、もともとテナント分散の度合いが他の用途よりも高く、インカム収益が安定していることや、移動が制限されている現在の環境下において生活拠点は必須であり、解約して他に動くという可能性が少ないことから、所得水準を維持することができれば、残りの三用途よりも安定的に推移することが見込まれる。

オフィスは、これまで非常に好調な賃貸市況であったが、足元ではテナント企業の業績の不透明感から、今後の企業業績如何では、賃料減額や解約の動きが顕在化してくる可能性があり、オフィス賃貸市場の動向は注視する必要がある。

ホテルや商業施設は、人の移動が制限されている現在の環境下、既に様々な媒体で報道されているように大きな影響を受けており、テナントの営業活動が従前の水準まで回復しないと、テナントが現行賃料の支払いを継続することが難しくなり、賃料下落を起点とした不動産価格下落が生じる可能性がある。

### (3) 運用会社のセクター、エリア別のスタンス確認

以上の見立てに加え、ゲートキーパーとしてすでに取り扱っている不動産ファンドを運用する運用会社および今後取扱予定の運用会社を対象に、個別にヒアリングを実施する。これにより、一般的な統計データをもとにする分析だけでなく、運用各社のスタンスの全体的な傾向を掴むとともに、運用各社のスタンスの違いなどをゲートキーパーとして把握することができるため、ゲートキーパーとしての差別化が図れる価値の源泉として捉えている。

## 2. ゲートキーパー投資ビューの策定

上述のプロセスで入手した情報を比較のうえ、不動産市況の足元の動向および今後の見通しについて分析を実施し、運用会社の運用方針も踏まえた、総合的なゲートキーパー投資ビューを策定する。運用会社の運用方針には各社の運用手法の巧拙や個別地域間の優位性によるバイアスが含まれるため、それらを排除し、整合性をとったうえでの分析が必要である。策定したビューについては、定期的にモニタリングし、必要に応じて見直しを行う。

具体的に、中長期的に安定的な収益獲得が期待できる地域、セクターの選定を行ってみたい。当社の基本シナリオでは、各国政府および中央銀行の支援の継続およびワクチンの実用化に伴い経済環境および不動産市況が段階的に回復することを前提としており、すべての地域、セクターにおいて価格の下落が発生することは想定していない。しかし、ワクチンの実用化に伴うパンデミックの抑制に時間を要する場合、テナントのニーズの変化に対応できないセクターについては、一定の影響を受けるとみている。

### (1) マクロ環境

パンデミックへの対応として各国政府や中央銀行は積極的に雇用・財政・金融政策を実行



しているものの、景気の本格回復には時間を要する見通しである。不動産価格に関しては、パンデミック前の好調な不動産市況が稼働率や賃料水準の調整における一定のクッションとなった。加えて、各国政府や中央銀行の支援策や不動産が有する経済状況が取引価格に反映するまでのタイムラグ(遅効性)により、影響が顕在化するまでに時間を要している。また不動産価格について一定の蓋然性が担保できる取引については、パンデミック前の経済条件での融資取引も再開されており、資本市場におけるリスクも織り込まれつつある。このような状況下、不動産価格は新型コロナウイルス影響による調整局面にあり、一部不透明感も残るものの、引き続き全般的に不動産価格は高値圏にあるとの認識に変わりはない。

## (2)不動産市況

2020年3月以降、ほぼすべてのエリア・セクターにおいて、テナントからの賃料回収遅延や、物件の想定保有期間における将来賃料の成長率・水準見通しを引下げる動きが発生したが、その後の回復度合いは地域、セクターにより異なっている。

### ① 地域別

グローバルで第2波感染拡大の終息の見通しは立っていないものの、第1波感染拡大時点に比べて想定されるリスクは一定程度織り込み済であることに加え、ワクチン接種が開始されている国、都市を中心に堅調な見通しを維持できるとみている。

### ② セクター別

物流施設はパンデミック前から技術革新、グローバル化に伴う持続的な構造変化の恩恵を受けていたが、パンデミックを通じてより拡大したEコマースの恩恵を受けている。パンデミック前の価格で取引された事例も散見され、価格高騰リスクに留意が必要なものの、交通利便性に優れた立地の物流施設に加え、データセンターや冷蔵倉庫の需要も増加している。

賃貸住宅は、失業率の上昇による入居者の家賃未払いや退去の発生が懸念されたものの、入居者保護政策の実施により、賃料回収率に大きな混乱は生じておらず、稼働率も維持されている。今後は新型コロナウイルスによる入居者の立地、保有形態に関する志向の変化について状況を注視する必要がある。

オフィスは、景気変動の影響を受けやすいセクターであり、パンデミック前は安定した雇用状況を背景に賃料水準、稼働率ともに堅調であったが、パンデミックによるリモートワークの推進やテナント企業業績の悪化に伴い見通しが不透明な局面にある。

商業施設はパンデミック前からEコマースの拡大による店舗売り上げの減少という構造的な問題に直面していたことに加え、パンデミックにより一部の生活必需品販売店舗を除き、来客数や営業時間の回復には時間を要する見通しであり、既に他の3セクター比、テナントからの賃料回収率が大きく低下している。

### ③ まとめ

これらを踏まえ、グローバルに新型コロナウイルスの影響を受けづらい物流施設、賃貸住宅への投資を中心とし、見通しに不透明感のあるオフィスはマーケット動向を見極めたうえでの厳選投資に留め、見通しが不芳な商業施設、ホテルへの投資は当面抑制が必要と考える。

## 3. ポートフォリオの構築、投資ファンドの選定、リバランス

最後に、選定した地域、不動産セクターに投資可能な不動産ファンドの個別性を見極めたうえで投資対象ファンドを選定し、ポートフォリオを構築するプロセスに移っていく。ここでは、主に運用会社、ファンドのトラックレコードを踏まえ、同一の地域、セクターでの投資におけるパフォーマンスの優劣をベースに、収益の水準と安定性、流動性の観点から実際に投資が可能なファンドの選択肢を絞っていく。非上場不動産ファンドは一般的に伝統資産に比べ投資進捗に時間を要するケースが多く、短期的なパフォーマンスは投資開始時の不動産市況によって左右される。そのため、投資時期については、不動産市況のサイクルを見極めると共に、一定期間に投資が集中しないよう、予め投資上限を定め、時間分散投資を意識することが肝要である。

ポートフォリオ構築後は、定期的な見直しを行い、必要に応じてリバランスを実施する。保有する不動産ファンドレベルにおいて、定期的なベンチマークとの比較やオンサイトデューデリジェンス等による分析を継続し、競合する戦略、ファンド間での優劣を検証することが重要である。また、非上場不動産ファンドは一般的に伝統資産に比べ流動性が低いケースが多く、リバランス時における投資対象案件のデューデリジェンス、売買取引には一定のコストを要するため、長期的な視点で投資を行うと同時に、出口戦略も策定しておく必要がある。

## IV. コロナ環境を踏まえた不動産ファンド投資戦略(事例紹介)

### 1. ゲートキーパービューを踏まえた投資戦略の提示

上述のプロセス2に該当するゲートキーパービューを踏まえた投資戦略、ポートフォリオの選好にあたっては、年金投資家をはじめとした長期的な安定収益を期待する投資家のポートフォリオにおいて大きな比率を占める、非上場不動産シングルファンドに焦点を当てて現時点の投資戦略について考えてみたい。

#### (1) 選好する投資戦略

「コア不動産へのエクイティ投資(コア戦略)」は、保有不動産の賃貸収益をベースとするインカム収入を主眼に不動産を長期保有するため、マクロ経済および不動産市況に連動する要素が強く、いわばベータ(市場の動きに連動したリターン)を取りにいく運用といえる。パンデミックにより各国中央銀行の利上げ政策の実施には時間を要する見込みであるが、依然不

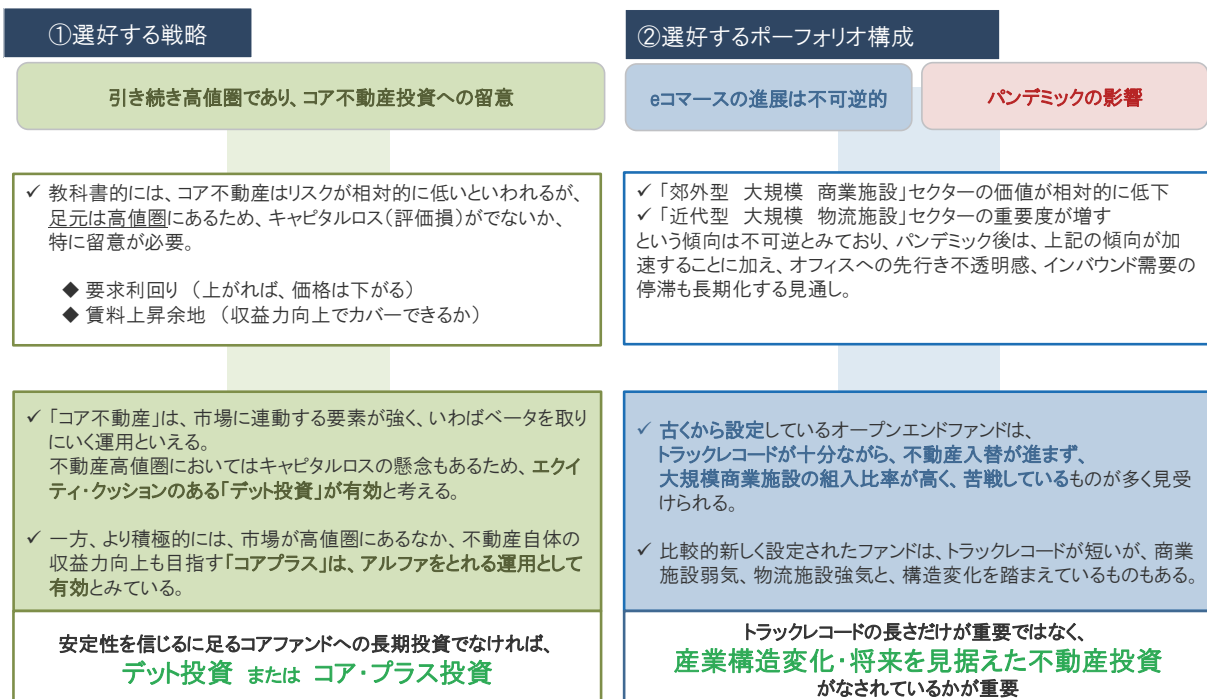
不動産価格は高値で推移しており、将来的な保有不動産の時価評価に伴う損失(キャピタルロス)の発生懸念もあるため、エクイティ・クッション(保有不動産の時価が減少した場合、まずエクイティ部分が棄損し、エクイティが全損するとデット部分が棄損する)のある「デット投資」が有効である。一方、より積極的には、市場が高値圏にあるなかでも、構造的にディフェンシブなセクターへの投資を中心とする前提で、不動産自体の収益力向上も目指し、将来的な保有不動産の時価評価に伴う利益(キャピタルゲイン)も目指すコアプラス不動産への「エクイティ投資(コアプラス戦略)」は、アルファ(マネージャーの運用手法により獲得したリターン)をとれる運用として有効とみている。

## (2) 選好するポートフォリオ

パンデミック前後の構造的な変化を受け、物流施設及び賃貸住宅が相対的に追い風を受けている一方、オフィス及び商業施設が逆風下にあることはこれまでに述べたが、既に運用を開始しているセクター分散型のシングルファンドの中には、構造変化を見据えた不動産投資がなされていないものもある。特に長期に亘り運用を行っているトラックレコードの長いファンドは、オフィス及び商業施設の組入比率が高いものの、売却による保有不動産の入替が進んでいないうえ、物流施設や賃貸住宅の取得で高値掴みを余儀なくされ、苦戦しているものも多く見受けられる。それに対し、比較的トラックレコードの短い新しいファンドは、構造変化を踏まえ、ディフェンシブなセクターを中心に投資を実施しているものが多い。

これらを踏まえ、ファンドへの投資検討を行う際は、足元のセクター構成に加え、将来的な外部成長戦略(新規に不動産を取得し、ファンド規模の拡大を図る戦略)とその蓋然性についても十分に吟味することが必要である。

図表6：選好する戦略及びポートフォリオ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

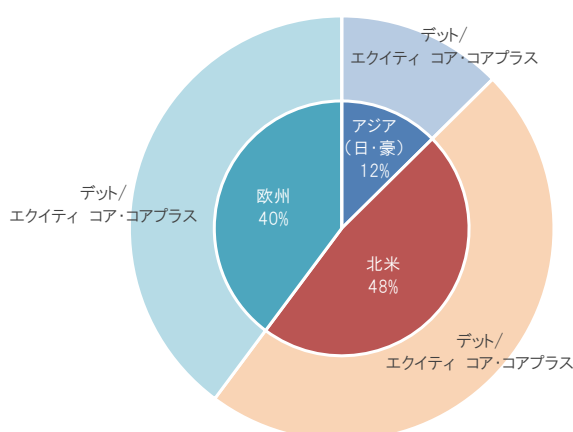
## 2. モデルポートフォリオの提示

先述の投資戦略を踏まえ、モデルポートフォリオの一例を挙げる。

まず、地域、セクターのアロケーションについては、リスク分散の観点から分散投資を重視する。なお、アジア地域においては、各国の不動産運用における法整備の状況や歴史リターン推移を踏まえ、北米・欧州と同水準の安定的な収益を継続的に創出可能な地域が日本、オーストラリア中心であるため、疑似的にアジア＝日本及びオーストラリアと定義する。

そのうえで、投資対象国の商業不動産の市場規模比率に応じて地域分散投資を行ったと仮定し、一般的な戦略分散の観点から、ディフェンシブセクターへの投資を中心とした「コア不動産へのエクイティ投資」に加え、「デット投資」および「コアプラス不動産へのエクイティ投資」も投資対象に組み込むことが肝要であると考ええる。

図表7：モデルポートフォリオ



出所：三菱UFJ信託銀行作成

## V. 終わりに

本稿では、年金投資家を始めとする長期的な安定収益を期待する投資家に対して、不動産ゲートキーパーの役割と、不動産ゲートキーパーがどのようにポートフォリオを構築し、提案していくかのプロセスについて述べた。パンデミックの影響により、不動産投資を取り巻く環境は日々変化しているが、そのような環境下でも、短期的な変化に惑わされず、長期的に持続する構造変化を見極め、適切な分散投資を行うことが肝要と考えている。無論、投資を開始した後も、環境変化に適合したポートフォリオが構築されているか、定期的にモニタリングし、適切なタイミングで再構築することが重要である。

パンデミック前の好調な不動産市況を追い風に不動産投資を開始した投資家にとっては、

パンデミックによる混乱が戦略的なポートフォリオ構築の必要性を痛感する機会となったと感じるであろう。依然、不確実な状況が続き予断を許さないものの、適切な分散投資を実施したポートフォリオが足元ではパフォーマンスの優位性を発揮しているケースも多く、今後もその重要性は増していくと考えられる。これから投資家が不動産投資を検討する局面において、本稿で述べたポートフォリオ構築のプロセスが、適切な投資判断の一助となれば幸いである。

(2021年1月26日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

---

#### 【参考文献】

- ・『私募不動産ファンドと J-REIT の価格特性(資産運用情報 2020 年 5 月号)』三菱 UFJ 信託銀行 [2020]
- ・『不動産投資の概要～私募ファンドについて～(資産運用情報 2015 年 1 月号)』三菱 UFJ 信託銀行 [2015]

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）