

長期トラッキングレコードが示す 私募REITの投資意義

—期待に应运てきた実績と今後の展望—



対 談

創設から15年以上が経過した私募REIT市場は、長期トラッキングレコードに基づく実績検証が可能な段階を迎えています。

本対談では、ARES Japan Fund Index (AJFI) を活用した私募REITのパフォーマンスの分析結果をご紹介して私募REITの投資意義を確認するとともに、今後のインフレ・金利上昇局面におけるコア投資として私募REITが果たすべき役割や展望について議論いただきました。

日 時：2026年8月4日（金）

会 場：不動産証券化協会 会議室

岡田 雄介氏

三菱地所投資顧問 私募リート部 IR 室長 兼 次長

川上 涼一氏

三井住友信託銀行 オルタナティブ運用部 担当部長

1. 私募 REIT 市場創設と期待された役割

岡田 私募 REIT 市場創設から 15 年以上が経過しました。当初期待された商品性が実際に発揮されてきたのか、本日は長期トラッキングレコードをもとに振り返りたいと思います。この振り返りが、今後の投資判断に向けたポジティブな材料になればと考えています。

実績の評価に当たってはコア不動産インデックスである ARES Japan Fund Index (AJFI) が活用できます。私募 REIT という商品カテゴリーについて、長期的なトラッキングレコードや投資意義を確認することができると考えています。そのため、個別銘柄間の比較ではなく、私募 REIT 全体のパフォーマンスにフォーカスして評価していければと思っています。

川上 コロナ禍を乗り切った投資商品としてのパフォーマンスを振り返るということですね。またインフレ・金利上昇と、市況が変化している局面においてコア投資に求められるものや、私募 REIT 市場の今後についても触れたいと思っています。私募 REIT は、リーマンショックの反省を踏まえて商品設計された投資商品で、潤沢な投資需要を背景に拡大を続けてきましたが、2020 年代に入り、コロナ禍とその後のインフレ・金利上昇を経て、新たな市場局面を迎えつつあります。

岡田 では、私募 REIT の市場創設の経緯と期待された役割について振り返っていただけますでしょうか。

川上 私募 REIT 市場創設の背景には、2008 年のリーマンショックがあります。当時は株式市場や資本市場が大きく混乱し、多くの投資家が価格変動リスクの大きさを改めて認識しまし



川上 涼一氏

三井住友信託銀行 オルタナティブ運用部 担当部長

PROFILE

かわかみ りょういち

1999 年早稲田大学法学部卒。住宅メーカー、不動産鑑定会社を経て 2006 年中央三井信託銀行（現三井住友信託銀行）入行。以降一貫して REIT・不動産ファンドビジネスに従事。2018 年よりオルタナティブ運用部にて不動産投資に係るゲートキーパー業務を担当、不動産運用残高は約 1 兆 5,000 億円で、うち国内私募 REIT は約 6,000 億円（2026 年 7 月末時点、エクイティ時価ベース）。幅広いお客さまに向けた不動産投資商品の普及と、投資市場の健全な成長を目指したエンゲージメントに日々取り組んでいる。

た。その後の低金利政策の中で、安定したミドルリスク・ミドルリターンの商品に対する投資家の期待が高まっていました。

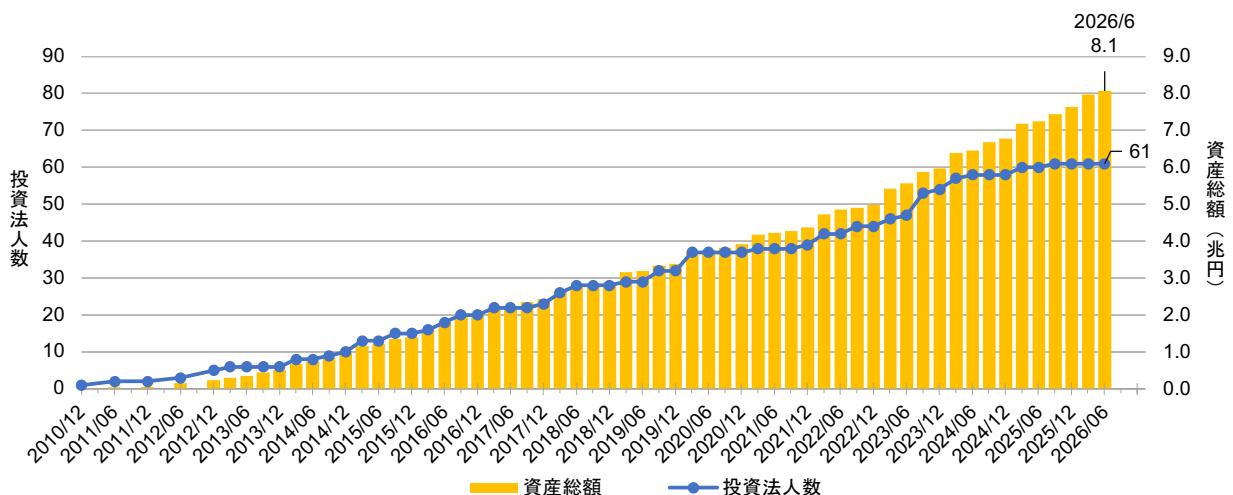
岡田 そうした環境の下で、長期安定的な運用ニーズに応える投資商品として組成されたのが私募REITでした。当時求められていたのは、安定した「インカムリターン」、資本市場の変動に左右されにくい「価格安定性」、そして「分散投資効果」でした。将来の給付や負債に対応するためには、一定の収益を安定的に確保できる投資対象が必要です。もちろん、非上場であるがゆえに流動性は限定的ですが、長期投資を前提とする機関投資家にとっては、より安定した運用成果を期待したいというニーズが強く、その制約は受け入れられていきました。優良な不動産を低レバレッジで運用し、中長期的な収益獲得を目指すコア不動産投資の受け皿として、私

募REITへの期待は非常に大きかったと思っています。

川上 機関投資家は、短期的な価格変動に左右されにくく安定的なインカムを得られる投資対象を求めています。そうした中で、私募REITは資本市場との相関性が低く、不動産が本来有する特性を備えたコア投資商品としての役割を期待されてきたのではないのでしょうか。

2010年に市場が創設されて以降、年金基金、中央や地方の機関投資家の旺盛な投資需要に応えながら市場規模を拡大してきました。また、足元では学校法人や事業会社からの積極的な投資意向もあります。このように、幅広い投資家層が私募REITに投資してきました。2026年6月時点で銘柄数は61銘柄、資産総額は約8兆円超まで成長しました(図表1)。

【図表 1】【私募 REIT】投資法人数と資産総額の推移



ARES「私募リート・クォーター」

2. 私募 REIT のパフォーマンス

①リターンの安定性

岡田 私募 REIT 市場は成長してきましたが、実際のパフォーマンスはどうだったのかを振り返りましょう。私募 REIT のトラッキングレコードを分析した上で、まず注目したいのはリターンの安定性です。私募 REIT のリスク（標準偏差）は設定期間（1、3、5、10 年）のいずれにおいても最低水準となりました（図表 2）。設定期間 10 年のパフォーマンスでは、標準偏差は 0.30% で、これは国債の 2.53% を下回っています。あくまで標準偏差の意味でのリスクであることは明確にしますが、証券分析上、無リスク資産として扱われることもある国債と比べてもリスクが低いという結果は、非常にインパクトがあります。

川上 この数値は、私募 REIT の商品性の特徴を端的に示していると思います。コロナ禍を含む全期間を通じてリターンだけでなく標準偏差が安定的に推移しているという点は、伝統資産にはない特徴です。

【図表 2】投資商品毎パフォーマンス
(年率リターン、標準偏差、シャープレシオ)

			私募 REIT	日本株	国債
10年	始	年率リターン	7.07%	14.39%	-1.29%
	至	標準偏差	0.30%	13.42%	2.53%
	2026年2月	シャープレシオ	23.96	1.07	-0.51
5年	始	年率リターン	6.46%	18.97%	-2.71%
	至	標準偏差	0.19%	11.48%	2.83%
	2026年2月	シャープレシオ	33.16	1.65	-0.96
3年	始	年率リターン	6.40%	28.57%	-3.26%
	至	標準偏差	0.23%	10.79%	3.26%
	2026年2月	シャープレシオ	27.69	2.65	-1.00
1年	始	年率リターン	6.86%	50.49%	-4.76%
	至	標準偏差	0.33%	9.73%	3.17%
	2026年2月	シャープレシオ	20.80	5.19	-1.50

相対優位
相対劣位

三菱地所投資顧問作成、日本株：TOPIX(配当込)、国債：野村BPI(以下同様)



岡田 雄介氏

三菱地所投資顧問 私募リート部 IR 室長 兼 次長

PROFILE

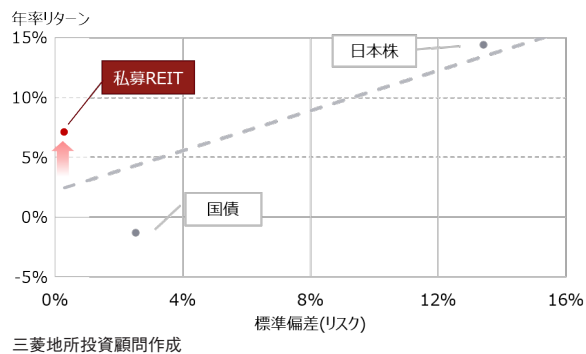
おかだ ゆうすけ

1997年神戸大学法学部卒。さくら銀行（現三井住友銀行）入行。2002年大和証券エスエムビーシー（現大和証券）出向、市場草創期からJREIT引受業務等に従事。2008年かんぽ生命保険出向、運用企画部新規運用企画担当課長。2010年三井住友銀行帰任、不動産ファイナンス営業部。同年SMBC日興証券出向、黎明期の私募 REIT 引受業務等に従事。2013年住商リアルティ・マネジメント、2022年三菱地所投資顧問入社、IR・ファンドマネジメント業務に従事。引受証券、レンダー、機関投資家、ファンドマネージャーとアングルを変えながら一貫して REIT・不動産ファンドビジネスに従事。

②効率性

岡田 次に効率性(リスク対比で得られるリターン)を見ると、私募REITはリスクに対して高いリターンが得られており、非常に効率性の高い投資対象だったと言えます。私募REITのシャープレシオ(10年23.96)は、株式(同1.07)を大きく上回っています。またリスク(標準偏差)とリターンを商品ごとに示したグラフ(図表3)を見ると、私募REITは標準偏差が極めて低く、グラフの近似線(破線)の上方向に位置しています。一方、株式はリターンの数値が相対的に高いのですが、リスクも相応に伴っています。また国債はリスクが低いですが、リターンがマイナスとなっています。

【図表3】投資商品毎パフォーマンス：10年グラフ
(年率リターン、標準偏差)



川上 ここで着目すべきは、私募REITのリスクの低さです。私募REITの元本価値は、不動産の鑑定評価を基準に時価評価されるため、コロナ禍においてもその安定性は伝統資産と比べて際立っていました。この点は、私募REITの当初の商品設計で意図する通りだったと思います。また、インカムリターンも安定的に推移してきました。オルタナティブ投資の中でも、不動産は実物資産であり、国民生活の基盤となる資産です。そのため、コロナ禍においても、オフィスや住宅などから得られる賃料収入を通

じて、実物資産としての強みが発揮されたのではないのでしょうか。

岡田 最近、金利上昇による債券の評価損を回避するため、満期まで保有することを前提に債券を持ち切る、といった対応事例があるとお客さまから伺いました。満期まで保有する場合、時価評価が会計上不要となるため、評価損益は発生しません。ただ国債であるため、リターンは限定的です。流動性を許容できるのであれば、私募REITに投資した方が効率的にリターンを得られるのではないのでしょうか。一方で、そうした対応は、一定程度債券を保有しないといけない事情があったり、パーゼルのリスクウエイトなど異なる切り口からのリスク定量化の中で負担となっている可能性があります。適切にきめ細かくリスク評価されることが期待されます。

川上 債券代替として不動産投資を位置づける投資家も一定程度存在しますが、不動産ならではの特性としてインフレヘッジが可能であることは、債券との大きな違いの一つだと思います。

③相関係数

岡田 続けて、オルタナティブ資産としての分散投資効果について見ていきたいと思います。私募REITは株式に対して高い分散投資効果を発揮しています。株式との相関係数は無相関(10年▲0.07)を示し、国債と同水準(同▲0.06)となっています(図表4)。コロナ禍期でも、相関係数は0.11と非常に低く、無相関レベルでした。

川上 投資家にとって重要なのは、単体のリターンだけではなく、ポートフォリオ全体で見たときに、ほかの資産と異なる動きを示し、ポートフォリオの安定性に寄与できるかがポイントです。私募REITは、不動産本来の

【図表4】相関係数(10年、コロナ禍期)

10年		相関係数	日本株	JREIT	国債	私募REIT
始	2016年3月	日本株	1.00			
至	2026年2月	JREIT	0.44	1.00		
期 間	120ヶ月	国債	-0.06	0.17	1.00	
		私募REIT	-0.07	0.05	0.03	1.00

コロナ禍		相関係数	日本株	JREIT	国債	私募REIT
始	2019年9月	日本株	1.00			
至	2022年8月	JREIT	0.66	1.00		
期 間	36ヶ月	国債	-0.07	0.26	1.00	
		私募REIT	0.11	0.10	-0.18	1.00

逆 相 関	< -0.2
無 相 関	-0.2~0.2
正 相 関	0.2~

三菱地所投資顧問作成

価値や安定したインカムを基礎としているため、株式市場の短期的な変動とは異なる動きを示しやすい特徴があります。そこにポートフォリオ全体への貢献という分散投資上の価値があります。

岡田 株式や債券と組み合わせることで、ポートフォリオ全体の安定性を高める効果が期待できますね。近年、オルタナティブ投資の比率を引き上げる投資家も増えています。その背景には、伝統的な株式・債券だけでは十分な分散効果を得にくくなっているという問題意識があります。株式と債券が同時に調整する可能性もあり、従来型の分散投資だけではポートフォリオの安定性を確保しにくい場面があります。

その点、私募REITは国内資産でありながら、株式市場との連動性が低く、既存ポートフォリオを補完する役割を果たしてきました。もちろん換金性には一定の制約がありますが、長期投資を前提とする投資家にとっては、安定性や分散効果を得られる点に価値があると考えられます。

④危機耐性

岡田 金融危機時における耐性を確認するた

め、コロナ禍期のパフォーマンスを各商品動向とあわせて比較しましょう(図表5)。私募REITはリーマンショック後に組成されたため、リーマンショックを経験していません。つまり、コロナ禍期は私募REIT市場にとって初めて経験する本格的なストレス局面でした。結果、標準偏差は0.26%と、過去10年平均(0.30%)を下回っています。コロナ禍期でも、年率リターンは平常時並み、極めて高いシャープレシオとなっており、過去10年と同様に高い安定性と効率性を示しました。

【図表5】投資商品毎パフォーマンス：コロナ禍期、10年(年率リターン、標準偏差、シャープレシオ)

			私募REIT	日本株	国債
10年		年率リターン	7.07%	14.39%	-1.29%
始	2016年3月	標準偏差	0.30%	13.42%	2.53%
至	2026年2月	シャープレシオ	23.96	1.07	-0.51

		私募REIT	日本株	国債
コロナ禍	年率リターン	6.86%	11.70%	-1.98%
始	2019年9月	標準偏差	0.26%	14.71%
至	2022年8月	シャープレシオ	26.41	0.79
				-1.06

三菱地所投資顧問作成

川上 一方で、コロナ禍期の株式はリスク幅が拡大し(標準偏差14.7%)、年率リターン(11.7%)を上回っています。これは、私募REITの元本価値の安定性を示す結果だと思います。海外のコアファンドでは、コロナ禍に元本価値も大きく下落し、それに伴って投資家からの払戻請求が非常に大きく膨らみました。一方、私募REITでは、コロナ禍における払戻請求は限定的で、流動性の観点でも優位性が際立ちました。元本価値が安定していたからこそ、機関投資家も冷静に投資判断を行うことができたと思います。海外のコアファンドには一部に個人投資家も入っており、解約が集中するなど流動性の面で問題が生じましたが、国内の私募REITではそうした問題はほとんど見られませんでした。

岡田 また、セカンダリーの市場規模は順調

に拡大しており、一定の流動性があると考えています。商品パフォーマンスを通じてその安定性を理解してもらい、安心して売買できる商品だという認知度を高めていく取組みが必要だと考えています。

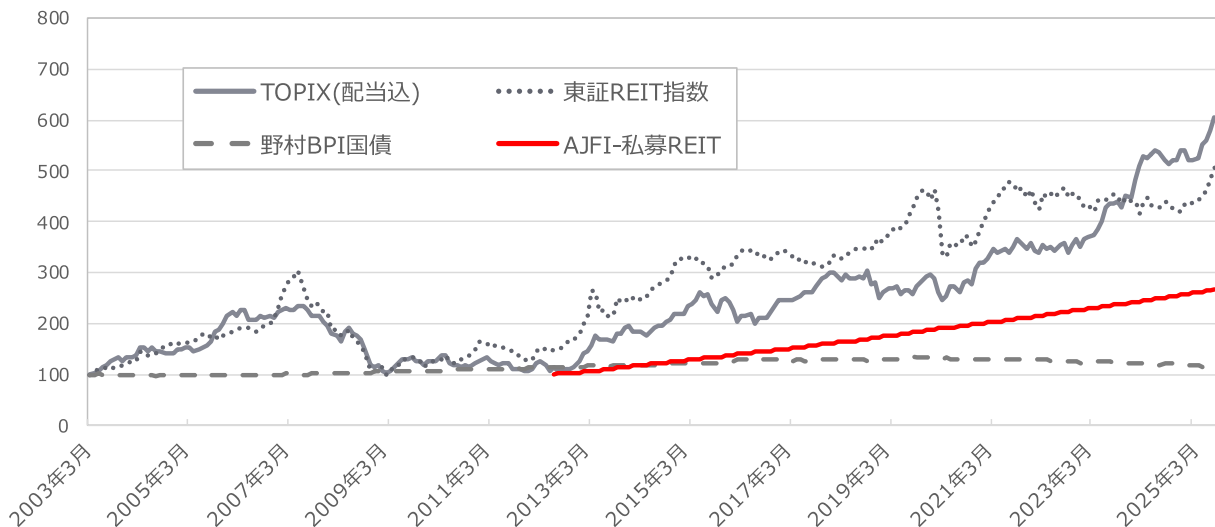
長期投資の観点から各商品にどの程度のダウンサイドがあったか、東証REIT指数が設けられた2003年（私募REITは2013年以降）から直近を比較します（図表6）。私募REITでは「ドローダウンの該当なし」という結果でした。一方、上場商品の下落幅は大きく、株式は最大56.23%下落、期間も92ヶ月となっています。組成時において下落がまったくないことまで期待されていたわけではありませんが、期待された商品性は発揮したと言えるでしょう。

川上 私募REITの元本価値の安定性は鑑定

評価に依拠しますが、コロナ禍においては国内と海外の鑑定評価の考え方の違いが際立った局面だったと感じます。海外のオープンエンドの鑑定評価では、ファンダメンタルズの変化を早い段階で鑑定評価に織り込むため、リーマンショックの際も海外はいち早く下げたと感じましたが、国内の鑑定評価に大きな動きはなかったと思います。これは逆もしかりで、コロナ後のインフレ時の上昇幅は、海外では非常に劇的でしたが、国内では落ち着いていたという印象でした。コロナ禍を通じて、不動産が投げ売りされていた体感はなく、取引価格も大きく下がることはありませんでした。業界全体が冷静に対応していたと感じています。

岡田 金利上昇の中でも鑑定評価額は緩やかに上昇を続け、キャップレートはまだ反転

【図表6】各商品の価格推移、最大ドローダウン（2003年3月～2026年2月）



三菱地所投資顧問作成、2003年3月を100とした各指数月末終値ベースの累積リターン推移（AJFI-私募REITのみインデックス集計を開始した2012年6月を100とした月次の累積リターン推移）

	私募REIT	日本株	JREIT	国債
年率リターン (total)	7.67%	9.36%	7.61%	0.51%
標準偏差	0.47%	16.31%	16.84%	2.33%
シャープレシオ	16.43	0.57	0.45	0.22
最大ドローダウン	該当なし	-56.23%	-67.56%	-12.44%
ドローダウン期間	-	92ヶ月	89ヶ月	66ヶ月

三菱地所投資顧問作成

するまでには至っていません。今後、鑑定評価においてキャップレートが引き上げられるのか、という点が最近話題となっています。リーマンショック以降、キャップレートの上昇局面を経験していないため、鑑定評価を時価とする私募 REIT が、キャップレート上昇による影響をどう吸収していくのかは、一つのテーマになると思われます。金利が上昇し、投資家の期待利回りが高まる中で、キャップレートも上昇するのが自然な姿だと思います。その一方で、賃料上昇によって NOI を延ばすことができれば、資産価値への下押し圧力がある程度吸収することができます。そうしたインフレヘッジの効果を實現できるよう、我々も NOI の増加などに努めています。

3. 金利上昇局面における 私募 REIT の役割

岡田 足元では、インフレ・金利上昇という環境変化が生じていますが、円貨ベースでのリターンの安定性、効率性、分散効果に対する基本的な期待は変わっていないように感じます。過去のトラッキングレコードを振り返ると、私募 REIT が果たしてきた役割は十分に評価できるもので、今後も本質的な商品特性への期待感は続いていくと考えています。

川上 機関投資家のスタンスは、引き続きコア投資が中心だと思います。ただ、ほかの投資戦略と比べてコア投資は絶対的なリターンが低いいため、現在の金利上昇の局面においても魅力のある商品なのかという点は、多くの投資家で議論されています。金利が上昇する中、従来と同じような運用でパフォーマンスが変わらなければ、相対的に魅力は低下するという意見もあ

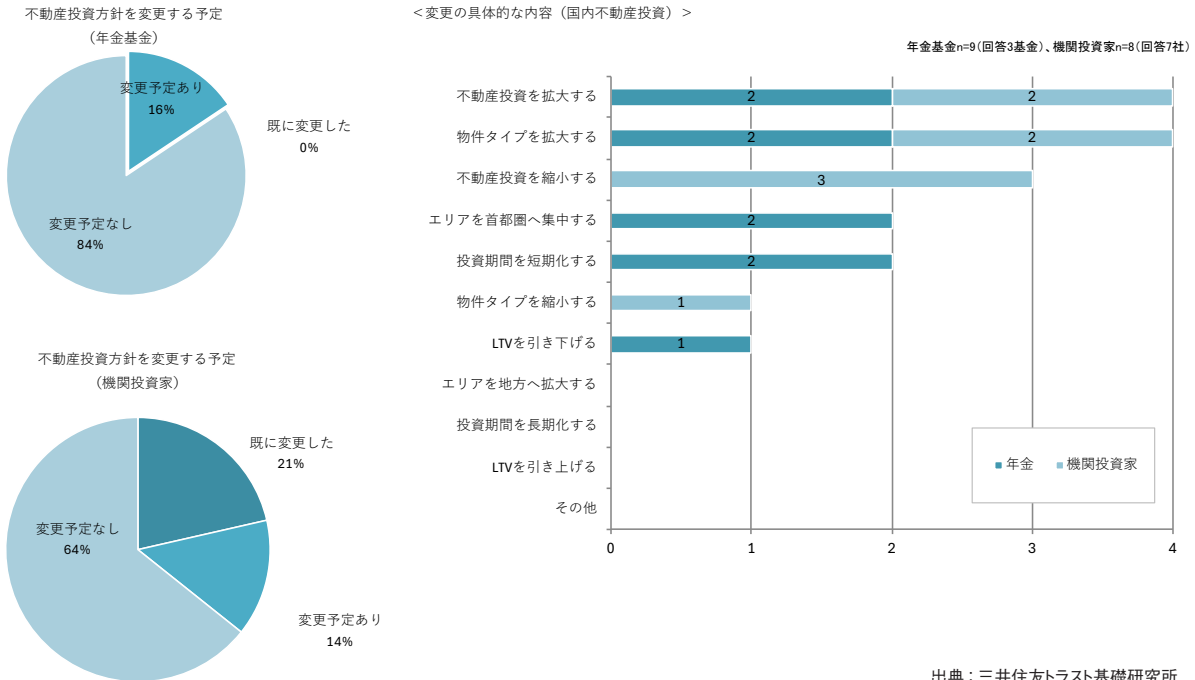
ります。今、私募 REIT に期待されているのは、不動産投資が本来有するインフレヘッジ特性にほかなりません。債券とは異なり、インフレ環境下では、賃貸収入の上昇に伴って資産価値の上昇も期待されます。私募 REIT の運用において、こうした特性を實現することが重要であり、多くの機関投資家がトータルリターンを重視するようになった背景もここにあります。

弊社のグループ会社である三井住友トラスト基礎研究所が実施した最新の調査にも、これに関する結果が示されています(図表7)。この調査では、国内外の政治動向や日銀の金融政策などに起因する金利の先行き不透明感を踏まえ、今後の国内不動産方針についてアンケートを行っています。2025 年以降の方針については「変更予定なし」が大半でしたが、一方で、「既に変更した」「変更予定あり」という回答も見られました。その具体的な内容は「不動産投資を拡大する」「物件タイプを拡大する」が上位を占めています。こうした回答は、金利上昇のマイナス影響以上に、物価上昇に伴う賃料上昇への期待が高まっていることから、引き続き不動産投資に積極的な姿勢を示しているものと考えられます。

この点、弊社のデュー・デリジェンスにおいては、独自の付加価値として金利上昇やインフレの見通しを織り込んだ将来の推計リターンを算定し、お客さまに参考情報としてご提供しています。インフレヘッジ特性の實現が期待できる私募 REIT については、現在の環境下でもコア不動産投資を継続する意義があると考えており、お客さまにも積極的に提案していきたいと考えています。

岡田 これまでは超低金利環境のもとで、安定的なインカムを獲得できる私募 REIT への期待が高かったと思います。一方で、足元では債

【図表7】不動産投資に関する調査2025年(抜粋)



券利回りも上昇し、投資家のリターン目線も変化しています。アセットマネジャーとしては、内部成長などをコアとした戦略を講じながら、期待に応じていく必要があると考えています。ほかの投資商品と比較して投資家が納得できる水準の超過収益やトータルリターンを示していく必要があると考えています。

AM各社は、入替や売却によるキャピタルリターンの顕在化や、財務コスト増を抑制するための柔軟な財務戦略といった策を講じています。ただし、ここで留意したいのは、こうした施策が長期にわたって持続可能なものかという点です。なぜなら、長期的な時間軸で投資している投資家を対象としている商品であるからです。例えば、物件売却益を継続的に分配金の大きな割合として用いる場合、その原資が将来も安定的に確保できるのかを慎重に見極める必要があります。責任あるファンドマネジメントとしては、短期的な成果と長期的な持続性は両立させ

る必要があるのかと思います。

川上 この話については、「変わらないもの」と「変わっていくもの」で分けて考える必要があると思います。インカムを重視した安定的なコア投資であるという私募REITの基本的なコンセプトは変わりません。一方で、経済・社会環境が大きく変化する中で、同じ物件を保有し続けることが必ずしも最適な選択肢とは限りません。長期間運用する中でパフォーマンスが低下した物件や、環境の変化によって保有する意義が薄れた物件は入れ替え、より収益性の高い筋肉質なポートフォリオをつくっていく必要があります。その過程でキャピタルリターンが実現することは、短期的な収益追求ではなく、ポートフォリオの質を高めるための運用の結果であり、長期投資家にも受け入れていただけるものと考えています。



4. 今後の展望

岡田 最後に、私募REIT市場の今後の展望について、どのような考え方をお持ちでしょうか。

川上 私募REIT創設から15年が経過し、市場は成熟期に移行しつつあると感じます。銘柄数は上場REITを上回る60銘柄超まで拡大しており、投資家にとって選択肢が増えることはポジティブだと考えています。後発銘柄の中には、既存銘柄とは異なるスポンサー属性やポートフォリオの特徴を有するものも見られ、今後は「多様性」がキーワードになると考えています。

こうした背景を踏まえ、当社グループも2026年度中に京浜急行電鉄と協働で私募REITの組成を進めています。今後成長の期待できるエリアを中心とした独自の投資機会をお客さまに提供できればと考えています。

岡田 銘柄数の拡大に伴い、運用戦略も多様であってよいと感じています。私募REITは長

期的な投資資金の受け皿となる商品ですので、足元のインフレ環境に応じていく銘柄もあれば、安定性やディフェンシブ性を担う銘柄があってもよいと考えています。

川上 おっしゃる通りだと思います。私募REITの黎明期においては、目標リターン（分配金利回り4%）とLTV（概ね40%）の設定はどの銘柄も概ね横一線だったため差別化が難しく、単純に資産規模やトラックレコードの長さで評価されがちでした。しかし、ここに至り運用戦略の違いから銘柄間のパフォーマンスの乖離が広がっていると感じます。投資家にとっては、多様な特徴を持つ銘柄を組み合わせることで様々な市場環境の変化に対応可能なポートフォリオを構築でき、今後はお客さまの個別のニーズに合わせた銘柄の組合せも幅が広がっていくと考えています。

ARESによる投資インデックスの整備が進んだこともポイントです。銘柄数の増加に伴い、銘柄の相対評価の判断軸が課題となっていました。しかし、投資インデックスの整備や情報開

示が進んだことで、弊社においても銘柄間の相対評価が従来より精緻に行えるようになりました。

弊社は、ゲートキーパーとしてお客さまの声を運用会社届けるとともに、これからもエンゲージメントを通じて私募REIT市場のさらなる発展に貢献していきたいと考えています。

岡田 リターン目線の意識の高まりは感じています。ミドルバックセクションから投資ハードルレートの引上げを求められたり、投資判断の入り口では、「これはいける、これはいけない」「これ以上のリターンが必要だ」など、期待水準のリターンを厳格に捉える動きもあります。こうした中で、より高い水準のリターンを期待できる投資商品を探る動きは見られます。この際、高いリターンには相応のリスクが伴うという前提を忘れてはならないと思います。リター

ンはあくまで投資評価の一つの側面であり、リスクも含めて多角的に評価されるべきです。外債、超長期債やプライベートデットの損失報道に触れても、改めてその重要性を感じています。投資商品を選定する際、リスクリターンのレベル感だけでどちらが正しいというものではありません。商品を提供する側も、足元のリターン水準だけでなく、そのリターンがどのような源泉から生まれているのか、再現性があるのか、リスクの性質を分かりやすく説明し、投資家が自らのポートフォリオにおける役割を判断できるようにすることが大切だと思います。その上でポートフォリオの中でそれぞれの役割を位置づけることが大切です。責任あるファンドマネージャーとして、環境が変化する中での私募REITが将来的に役割を担えるよう貢献していきたいと考えています。