

NEWS RELEASE

不動産私募ファンドに関する実態調査 2011年7月

～調査結果～

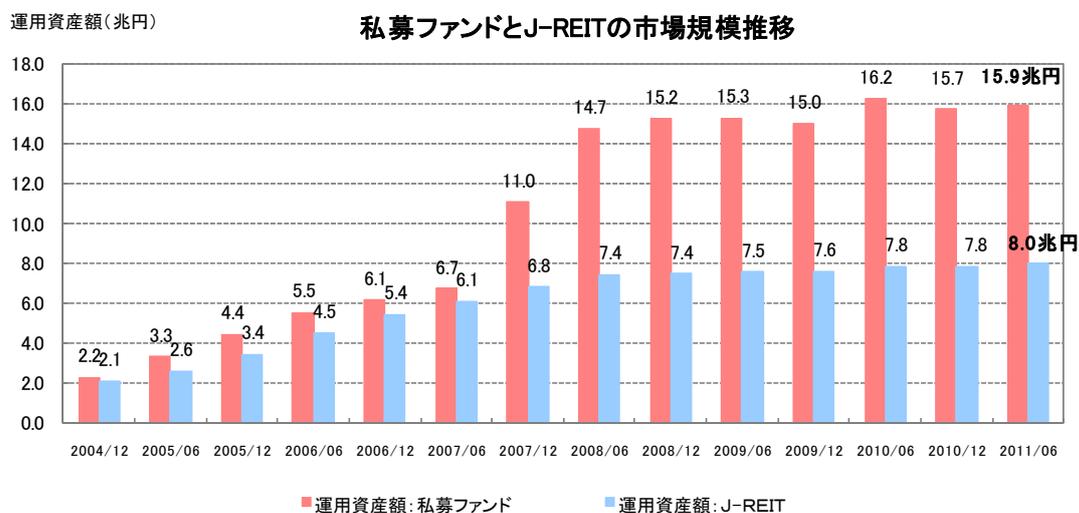
2011年8月26日

株式会社住信基礎研究所

- 株式会社住信基礎研究所では、2003年より不動産投資市場調査の一環として「不動産私募ファンドに関する実態調査」を行っている。本調査は、今回で12回目となり、69社の不動産運用会社から回答を得た。
 - 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
 - アンケート送付先数:140社
 - 回答会社数:69社(回収率:49.3%)
 - 調査時期:2011年7月
 - 調査方法:郵送及びEメールによる調査票の送付・回収
- 上記のアンケート結果及びヒアリング・公表情報をもとに当社では、2011年6月末時点の不動産私募ファンドの市場規模(運用資産額ベース)を約15.9兆円と推計した。前回調査における2010年12月末時点の運用資産額は約15.7兆円であり、半年間で約1,800億円(1.2%)増加した。

＜不動産私募ファンドの市場規模は15.9兆円、グローバルファンドを含むと17.6兆円＞

- 当社では、2003年より不動産運用会社へのアンケート、ヒアリング及び公表情報に基づいて、不動産私募ファンドの市場規模の把握に努めており、今般2011年6月末時点の市場規模を運用資産額ベースで約15.9兆円と推計した。前回調査における2010年12月末時点の運用資産額は約15.7兆円であり、半年間で約1,800億円(+1.2%)の増加となった。
- 今回の調査では、保有物件の売却を進め資産規模を減らす動きがあった一方で、デット資金調達環境が更に改善したことを背景に、物件取得を進め運用資産額を拡大している運用会社も見られ、全体としては微増となった。
- 東日本大震災の影響については、今後の不動産私募ファンド市場へ与える影響は限定的であるが、原発問題は海外投資家が日本不動産への投資を検討するにあたり障害となっているとの見方が大勢を占めた。
- なお、不動産私募ファンド市場規模(運用資産額ベース)15.9兆円は、国内不動産を対象とした国内特化型ファンドの運用資産額の合計であり、グローバルファンド(※)を含めていない。本調査により当社が把握しているグローバルファンドの国内不動産運用資産額も合計すると、市場規模は約17.6兆円となる。



出所:住信基礎研究所

(*)グローバルファンド:外資系運用会社が運用し、日本以外の国も主要投資対象とするファンドとして、当社が定義

＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2011年7月 ～アンケート調査結果の概要～

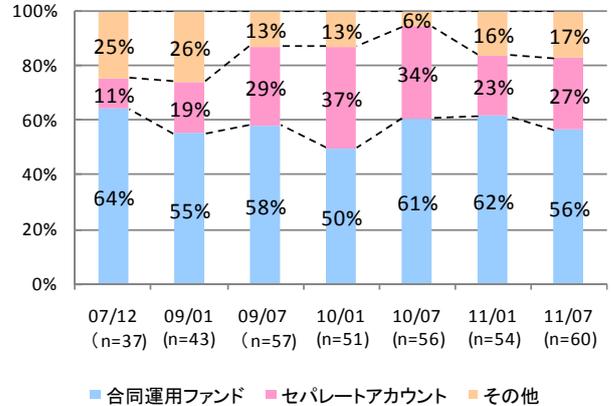
※グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

1. 不動産投資運用ビジネスの現在の状況について

① 運用資産残高における合同運用ファンドとセパレートアカウントの内訳

不動産私募ファンドを複数の投資家向けの「合同運用ファンド」と単一の投資家向けの「セパレートアカウント」に分類して、運用資産残高を調査した。回答企業の合計残高ベースで「合同運用ファンド」は56%、「セパレートアカウント」は27%となった。2011年1月調査からは合同運用ファンドの割合が減少し、セパレートアカウントが増加した。2010年7月調査以降活発化してきた合同運用ファンド組成の動きがやや鈍化している。

＜図表 1: 合同運用ファンドとセパレートアカウントの内訳＞



② 2011年1～6月のファンド組成状況

～組成の有無、ファンドの種類～

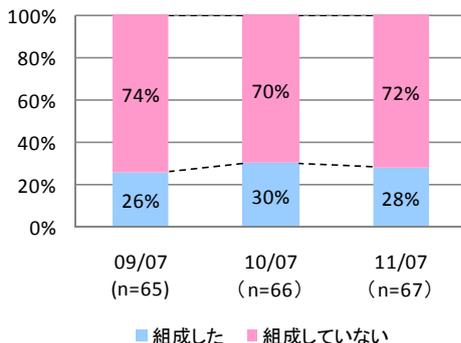
2011年1-6月期にファンドを組成したと回答した運用会社は回答企業67社のうち19社(28%)であった。約3割の運用会社が1-6月期に新規ファンドを組成している傾向が、2009年7月調査から継続している。資金調達環境や実物不動産市場の変動にかかわらず、一定の不動産エクイティ投資のニーズがあることがその一因と考えられる。

新規組成ファンドの本数は合計31本で、2010年7月調査の54本から大幅に減少した。新規組成ファンドのうち、「固定型」が82%を占め、2009年7月調査の68%から増加した一方、「追加型」の割合は16%から0%となった。運用スタイル別では、「コア」型が2009年7月調査の83%から、2011年7月調査では47%にまで大幅に減少し、「バリューアッド」「オポチュニティ」がそれぞれ24%となった。

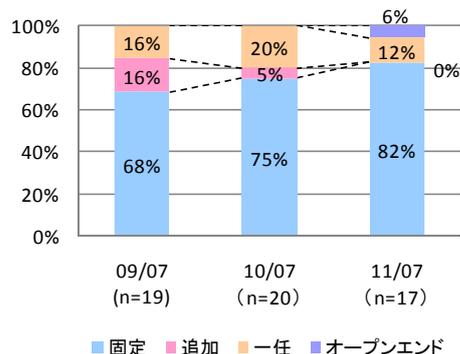
新規組成ファンドのファンドタイプ・運用スタイルについては、回答数が少ないため明確な傾向とまでは言えないものの、今回のアンケート結果では「固定型」の割合が高まった一方で「コア」型が減少しており、「固定型」かつ、「バリューアッド」あるいは「オポチュニティ」のファンドタイプが増加していることが分かった。この理由として、リファイナンスに至らなかった物件やローン期限を延長したものの延長期を迎えた物件などを対象とするファンドもあること、ある程度のリスクは許容する姿勢の投資家もいること、などが考えられる。その一方で、投資家は投資対象物件の選択には慎重になっており、投資対象物件があらかじめ判明している「固定型」ファンドの組成が増加しているものと推察される。

ファンドの予定運用期間については、「1～3年」が35% (2009年7月調査) から18% (2011年7月調査) と減少し、「3～5年」が29%から59%と増加した。2009年7月調査で36%を占めた「5年以上」は2011年7月調査では18%に減少しており、短期及び長期のファンドよりも、3～5年程度の中期運用ファンドの占める割合が高まっている。

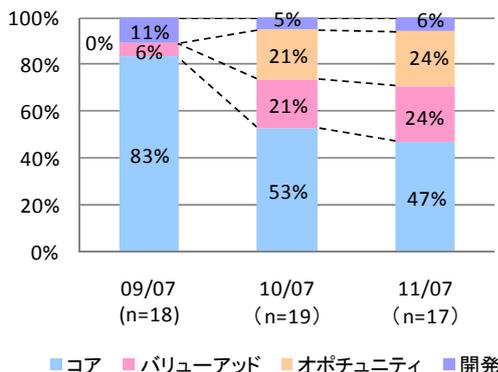
＜図表 2: 上半期の新規ファンド組成状況＞



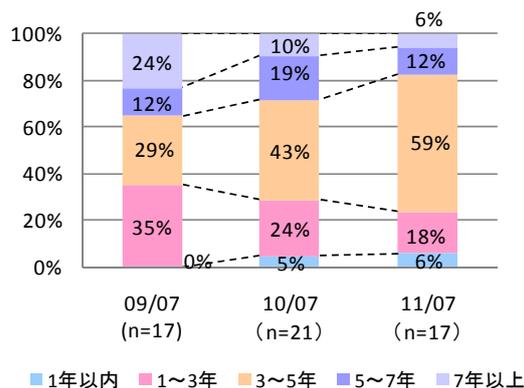
＜図表 3: 新規組成ファンドのファンドタイプ＞



〈図表 4: 新規組成ファンドの運用スタイル〉



〈図表 5: 新規組成ファンドの予定運用期間〉

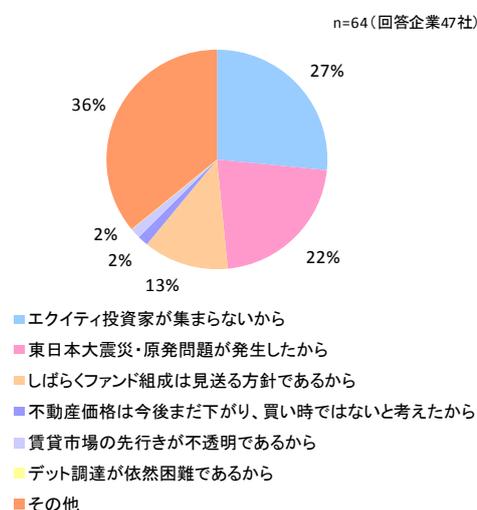


～ファンドを組成しなかった理由～

2011年1-6月において、運用会社の72%がファンドを組成していない。〈図表2〉。その理由については、「エクイティ投資家が集まらないから」が27%を占め、2010年7月調査の26%とほぼ同じ割合であった。次いで「東日本大震災・原発問題が発生したから」が22%となり、東日本大震災が新規ファンドの組成に影響していることが明らかとなった。

一方「しばらく組成を見送る方針であるから」は13%で、2010年7月調査の20%から低下した。また、「その他」が36%を占め、記述回答内容を見ると、投資家ニーズに沿う物件を確保できないことを含み、投資適格物件が少ない(9社)、今後の組成に向けた準備段階(6社)という回答が多く挙げられた。

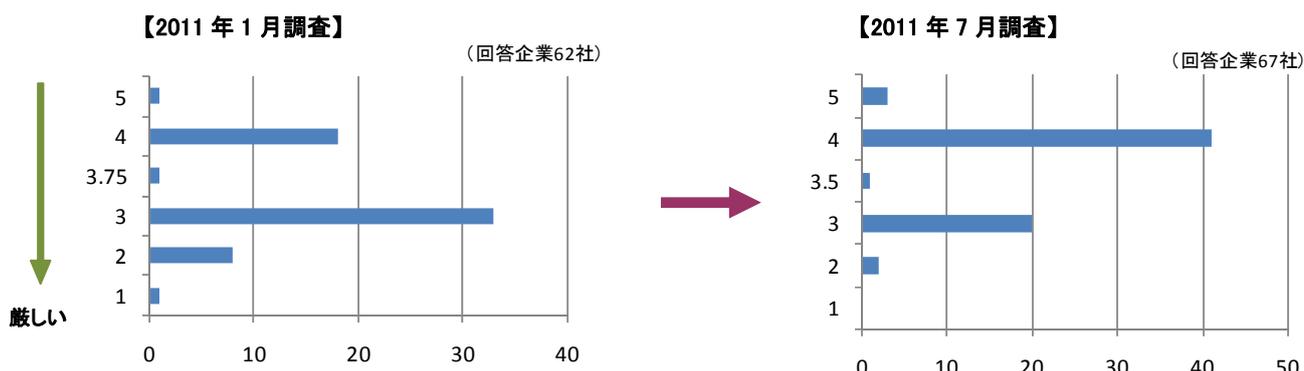
〈図表 6: ファンドを組成しなかった理由〉



③ デット資金調達状況

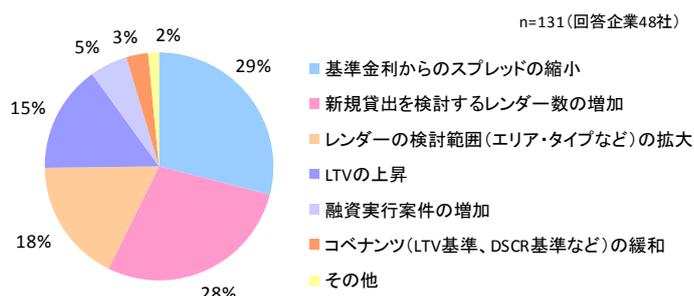
デットの資金調達状況について、厳しいを「1」、緩いを「5」として数値で回答を得た。2011年1月調査においては、中間値の「3」の回答が53%であったのに対し、2011年7月調査では「4」の回答が61%を占めた。リーマンショック以降急速に悪化したデット資金調達状況は、2010年1月調査で改善に転じて以降、2011年7月調査にいたるまで更に改善している。レンダーの姿勢を「4」「5」と判断した理由としては、レンダーの貸出姿勢の積極化や条件緩和、案件によって貸出競争も生じていることなどが挙げられた。

〈図表 7: デットの資金調達状況〉



なお、2010年7-12月と比較して、デット資金調達環境がどう変化したかという質問項目に対し、30%は「変化がない」と回答、「多少改善した」、「改善した」が合計70%であった。その70%に対し具体的な改善点を挙げてもらったところ、「基準金利からのスプレッドの縮小」が29%を占め、次いで、「新規貸出を検討するレンダー数の増加」が28%、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」が18%となった。「LTVの上昇」も15%を占め、デット調達資金環境が顕著に緩和している状況が伺える。

〈図表 8: デット資金調達の改善点〉

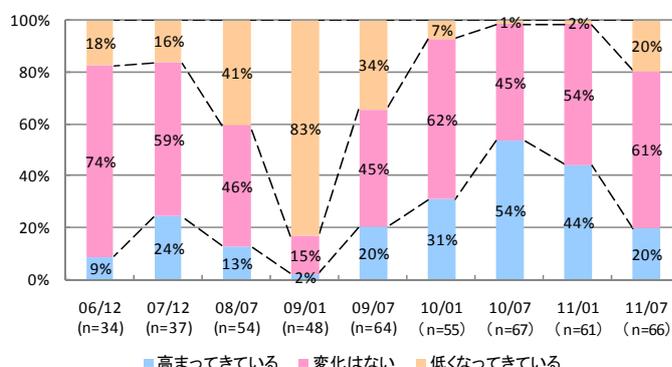


④ エクイティ資金調達状況

～エクイティ投資家の投資意欲～

エクイティ投資家の投資意欲は「変化なし」との回答が61%を占めた。しかし、「高まってきている」が2011年1月調査の44%から20%に減少し、2010年7月・2011年1月調査ではわずか1%・2%であった「低くなってきている」が20%に増加した。改善傾向が続いていたエクイティ投資家の投資意欲が低下に転じていることが明らかになった。東日本大震災や原発問題の影響があるものと考えられる。

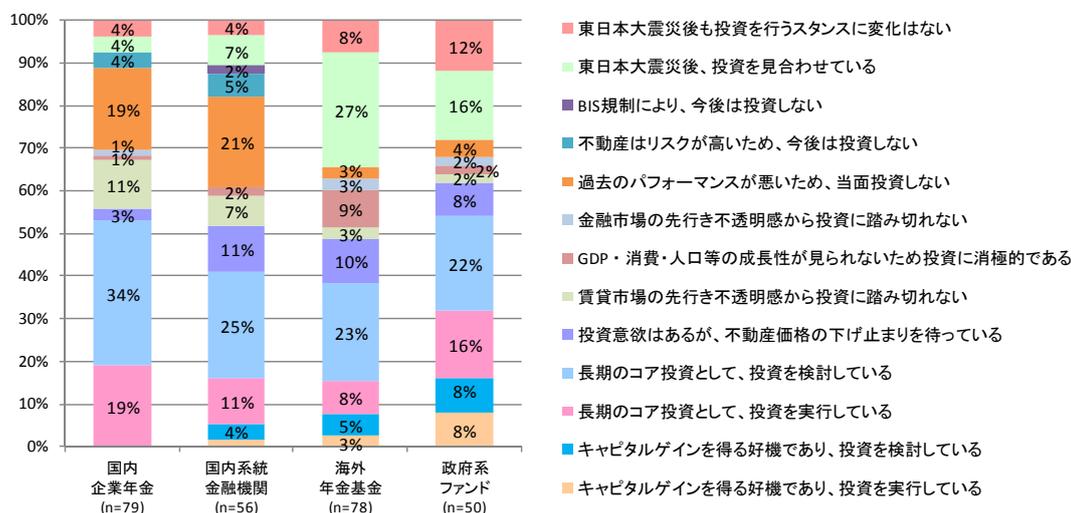
〈図表 9: エクイティ投資家の投資意欲〉



～エクイティ投資家の投資姿勢(投資家カテゴリー別)～

国内投資家のうち国内企業年金と国内系統金融機関は「長期のコア投資として投資を検討している」が34%、25%となった一方、「過去のパフォーマンスが悪いため当面投資しない」も19%、21%となった。これは実際に過去の不動産価格の上昇局面で投資を開始し損失を被った投資家と、これから投資に取り組もうとしている投資家とが混在するためと考えられる。海外投資家のうち、海外年金基金と政府系ファンドについては、「長期のコア投資として投資を検討している」が23%、22%となり、前向きな姿勢との捉え方がある一方で、国内投資家では回答数が少なかった「東日本大震災後、投資を見合わせている」が27%、16%にのぼった。

〈図表 10: エクイティ投資家の投資姿勢〉

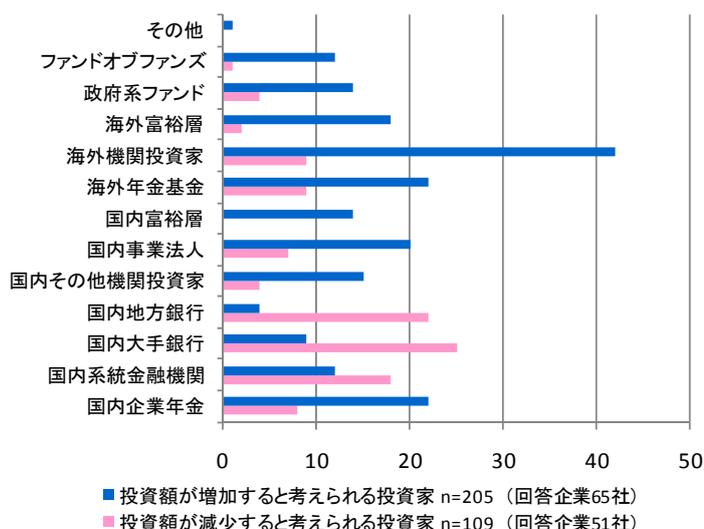


～投資額が増加/減少するエクイティ投資家層～

今後投資額が増加すると考えられる投資家層として最も回答が多かったのは「海外機関投資家」(42件)、次いで「国内企業年金」「海外年金基金」(各22件)、「国内事業法人」(20件)となった。一方、今後投資額が減少すると考えられる投資家層は「国内大手銀行」(25件)、「国内地方銀行」(22件)であった。

増加/減少ともに2011年1月調査とほぼ同様の見方となった。BIS規制を主因として国内銀行による投資が減少することが予想される中で、海外投資家全般と国内企業年金・国内事業法人への期待が大きいことが伺える。

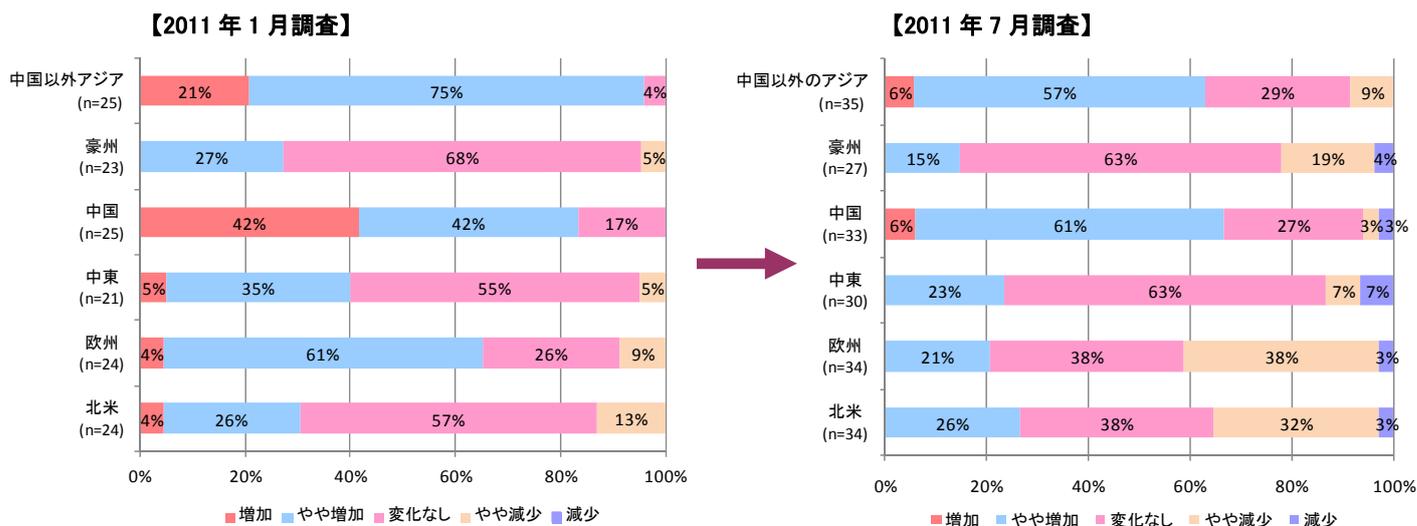
＜図表 11: 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層＞



～海外投資家の日本への投資見通し～

海外投資家の日本への投資見通しは、2011年7月調査では、2011年1月調査から弱含みに変化している。欧州・北米については、「やや減少」が2011年1月調査の10%前後から2011年7月調査では35%前後まで高まり、欧米からの投資は減少するとの見方が強まっている。また、豪州については「やや増加」が27%から15%に減少した一方、「やや減少・減少」の合計が5%から23%に増加した。中国以外のアジアについても2011年1月調査では「増加・やや増加」合計で96%であったが、2011年7月調査では63%に減少した。中国については「増加」が減少する一方「やや増加」は増加し、依然として資金の流入期待はあるものの、増加幅は縮小するという認識に変化している。中東については大きな変化はなかった。

＜図表 12: 海外投資家の日本への投資見通し＞

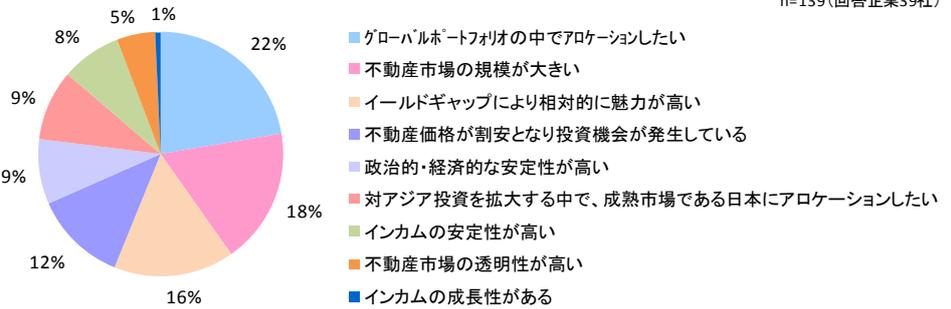


～海外投資家が日本へ投資する/投資しない理由～

海外投資家が日本に投資する理由では、「グローバルポートフォリオの中でアロケーションしたい」が22%を占め、次いで「不動産市場の規模が大きい」が18%、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」が16%となった。上位2項目は2011年1月調査と同様であった。

＜図表 13: 海外投資家が日本へ投資する理由＞

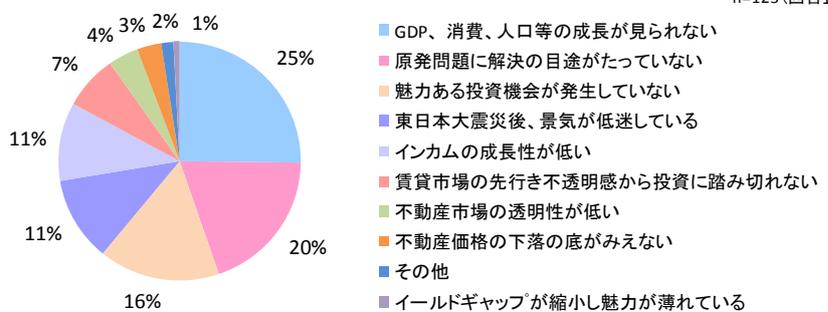
n=139 (回答企業39社)



一方、海外投資家が日本に投資しない理由では、「GDP、消費、人口等の成長が見られない」が25%で最多となった。また、「原発問題に解決の目途が立っていない」が20%を占めた。現時点において海外投資家による日本不動産投資に、原発問題が障害となっていると考える運用会社が多いことが分かった。

＜図表 14: 海外投資家が日本へ投資しない理由＞

n=123 (回答企業38社)



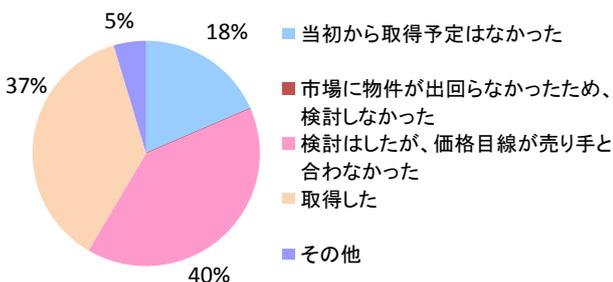
⑤ 物件取得/売却状況

物件取得状況については、「検討はしたが、価格目線が売り手と合わなかった」との回答が40%で最多となったが、2011年1月調査の46%よりやや減少した。一方、「取得した」は37%となり、2011年1月調査の25%から増加した。依然として取引が成立しづらい状況が継続しているものの、価格目線の乖離がやや縮小し、取引成立件数が増加したものと推察される。ただ、J-REIT市場においては震災後に一時的に取引が急減していることから、私募ファンドによる取得にも震災の影響は及んでいると考えられ、「取得した」との回答については震災前の取引が多く含まれる可能性がある。

物件売却状況については、「厳しい状況に変化なし」48%、「厳しい状況は改善した」33%、「更に厳しくなった」8%となった。「変化なし」が「改善した」を上回り、物件売却状況は更に改善はしていないと認識している運用会社が多いことが伺える。

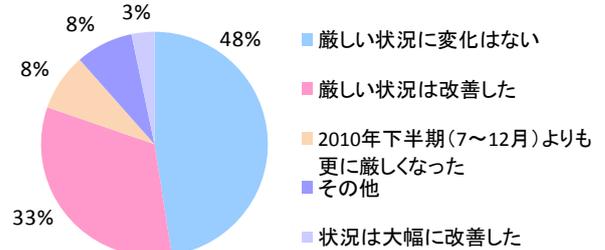
＜図表 15: 物件取得状況＞

(回答企業65社)



＜図表 16: 物件売却状況＞

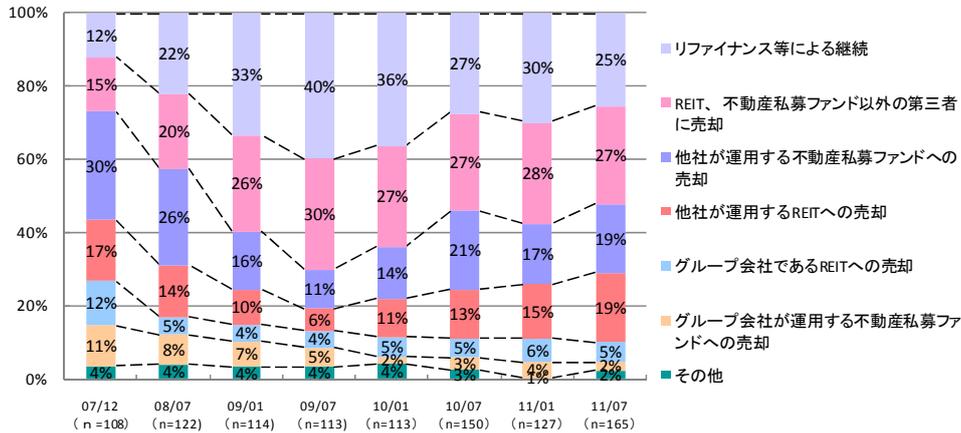
(回答企業61社)



⑥ 出口戦略

今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法としては、「REIT、不動産私募ファンド以外の第三者に売却」が27%で最多となった。「リファイナンスによる継続」は25%で、2011年1月調査の30%から低下した。一方で、「他社私募ファンドに売却」、「他社REITに売却」が2010年1月調査からやや増加し、共に19%となった。一般事業法人への売却、他社REIT・私募ファンドへの売却など、リファイナンス以外の出口の選択肢が広がってきていることが分かる。

＜図表 17: 今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法＞

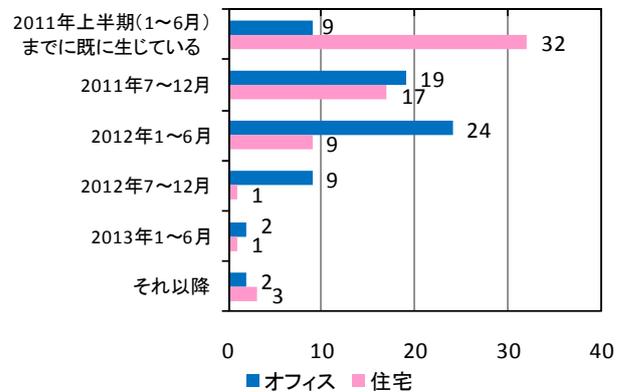


2. 不動産投資運用ビジネスを取り巻く環境と今後の展望

① 賃料の下げ止まり時期

賃料の下げ止まり時期については、オフィスは「2011年7～12月」(19件)、「2012年1～6月」(24件)と2011年7月からの1年間に回答が集中した。2011年1月調査では、「2011年1～6月」(11件)「2011年7～12月」(26件)であったことから、下げ止まり時期の見通しが半年ずれこんでいることが分かった。住宅は「2011年上半期までに既に生じている」が32件と回答の過半数を占め、次いで「2011年7～12月」の17件となり、大多数の運用会社は、既に下げ止まっているか2011年中には賃料が下げ止まると見ている。

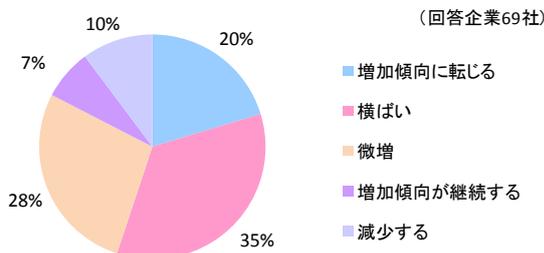
＜図表 18: 賃料の下げ止まり時期＞



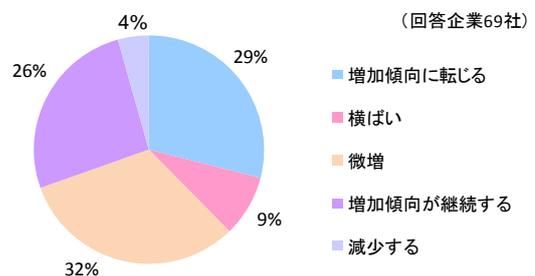
② 2011年の不動産取引の見通し

2011年の投資取引の見通しについては、私募ファンドによる取引は、「横ばい」が最多の35%で、次いで「微増」(28%)となった。J-REITによる取引は、「微増」(32%)、「増加傾向に転じる」(29%)、「増加傾向が継続する」(26%)であった。私募ファンドよりもJ-REITによる取引活発化が早期に起こるとの見方が多い。

＜図表 19: 私募ファンドによる投資取引の見通し＞



＜図表 20: J-REITによる投資取引の見通し＞

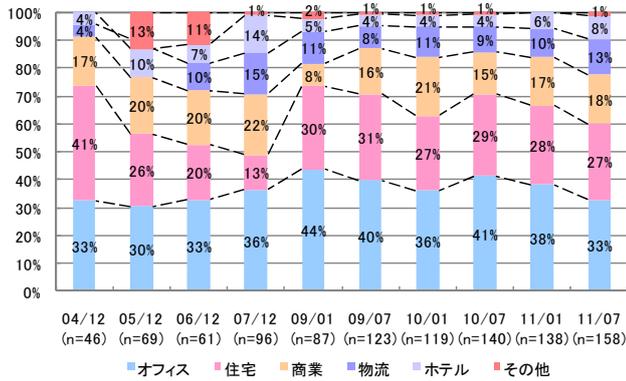


③ 今後の不動産運用における取組み

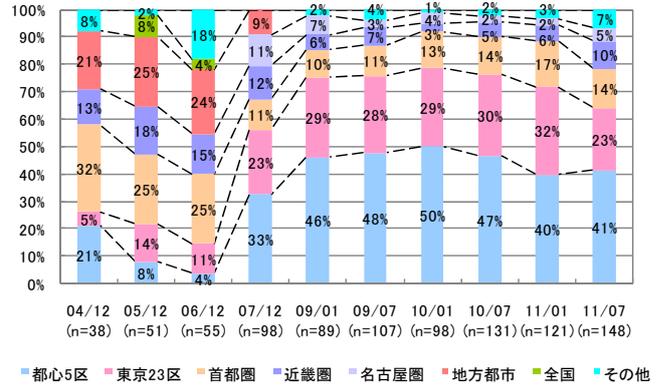
～今後注力していきたい物件タイプ/エリア～

今後注力していきたい物件タイプは、2011年1月調査と比較して「オフィス」が減少し、「物流」「ホテル」がやや増加した。買い手が多く取得競争が生じやすいオフィスの投資割合を減らしていく動きが一部にあるためと考えられるが、それでも33%と全体の1/3を占めている。エリアについては、「都心5区」の割合は2011年1月調査とほぼ変わらなかったものの、「東京23区」「首都圏」が減少し、「近畿圏」「名古屋圏」「その他(主に福岡県)」の割合が増加した。東京や首都圏の物件でもより良質な物件を選別するようになってきていること、取引が限定的である状況が続いており、地方を対象を広げる動きが出てきていること等が推察される。

＜図表 21: 今後注力していきたい物件タイプ＞



＜図表 22: 今後注力していきたいエリア＞

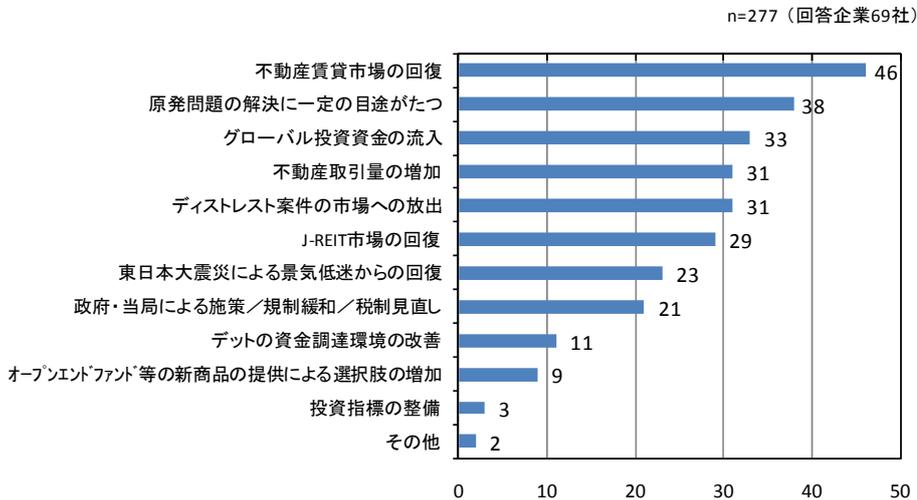


④ 必要な施策・変化

不動産私募ファンドを取り巻く状況が改善するためには、どのような施策・変化が必要かについては、2010年7月調査以降2011年7月調査まで「不動産賃貸市場の回復」が最多である。「グローバル投資資金の流入」も2010年7月調査以降多くの回答を集めているが、2011年7月調査では、「原発問題の解決に一定の目途が立つ」が2番目に多い回答となった。海外投資家からの投資を期待する運用会社は多く、その障害となっている原発問題を収束させることが求められていることが分かった。

なお、2010年1月調査で最多(46件)となった「デット資金調達環境の改善」は、2011年7月調査では11件にまで減少しており、デットの資金調達環境が障害とならないレベルまで改善しているとする運用会社が多いことを示している。

＜図表 23: どのような施策・変化が必要か＞

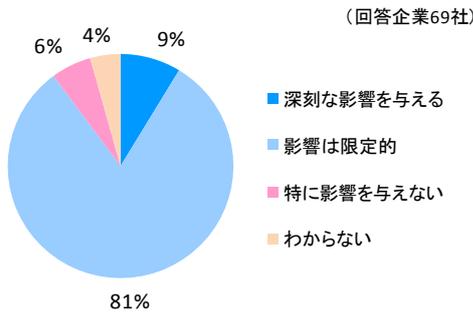


⑤ 東日本大震災の影響

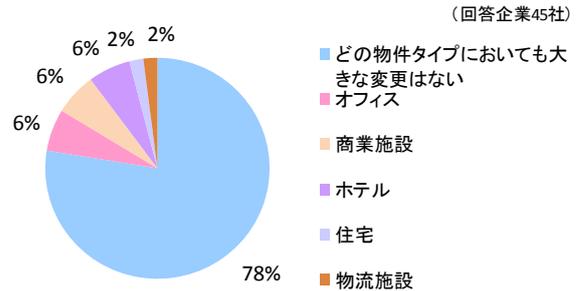
東日本大震災が今後の不動産私募ファンドビジネスに与える影響の程度については、「影響は限定的」とした運用会社が81%にのぼった。それを反映し、震災後に投資方針・投資判断基準の変更した物件タイプの有無を尋ねた質問に対しても、「どの物件タイプにおいても大きな変更はない」が78%を占めた。

「影響が限定的」「特に影響を与えない」と回答した理由では、「投資対象エリアにおける建物被害は軽微であった」が最多で、「経済のダメージは一時的」、「海外投資家は長期的には日本の不動産への投資意欲が高い」と続いた。しかしながら、少数ではあるが、日本の景気回復の停滞や海外投資家の日本を忌避する動きを懸念して、今後のビジネスに深刻な影響を与えると考える運用会社もあることが分かった。

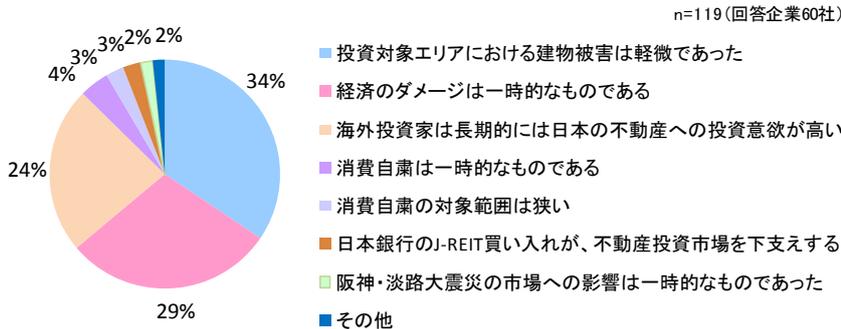
〈図表 24: 私募ファンドビジネスに与える影響の程度〉



〈図表 25: 投資方針・投資判断基準を変更した物件タイプ〉



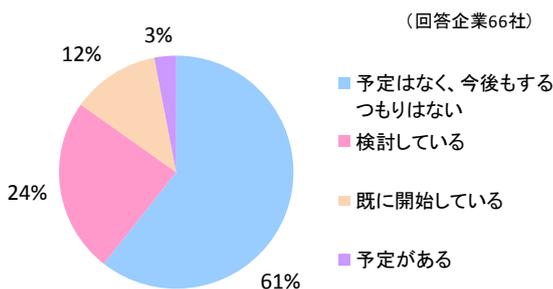
〈図表 26: 「影響が限定的」「特に影響を与えない」とした理由〉



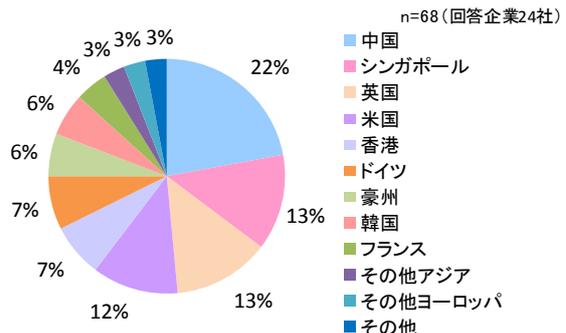
⑥ 海外の不動産を対象とした不動産運用ビジネス

海外の不動産を対象とした不動産運用ビジネスについては、61%が「予定はなく、今後もするつもりはない」と回答した。一方で、既に投資を実行している12%に加え、「検討している」が24%となり、今後海外展開する運用会社の増加が予想される。投資対象国は、「中国」が最多の22%で、「シンガポール」、「英国」「米国」と続いた。

〈図表 27: 海外不動産対象の投資運用ビジネスの意向〉



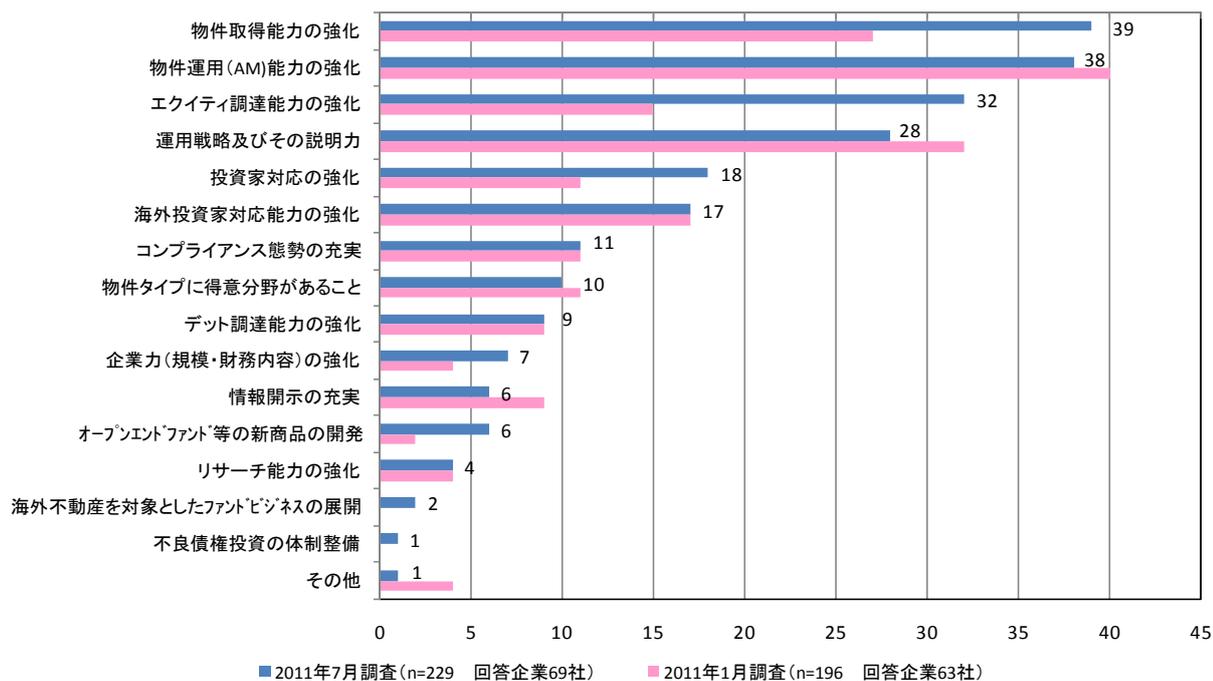
〈図表 28: 投資対象としている/する予定の国〉



⑤ 運用会社として存続・成長するための条件

運用会社として存続・成長するための条件として最も多かった回答は、「物件取得能力の強化」となり、2011年1月調査から順位を上げた。また、「エクイティ調達能力の強化」も2011年1月調査と比較し2倍以上の回答数を集めた。投資適格物件の取得、及びエクイティの調達がより難しくなっている状況を示している。なお、2010年7月調査、2011年1月調査で上位2項目となった「AM能力の強化」、「運用戦略及びその説明力」の回答も引き続き多かった。

〈図表 29: 運用会社として存続・成長するための条件〉



本調査における用語の定義は以下の通りとします。

- 不動産私募ファンド** : 不動産を投資対象として投資家の資金を運用する仕組み。本調査では、複数投資家向けの合同運用ファンドに加え、単一投資家向けの投資プログラム（セパレートアカウント）についても、不動産私募ファンドに分類する。なお、不動産特定共同事業法商品は含まない。
- 固定型** : ファンド組成前に取得物件が確定しているタイプをいう。
- 追加型** : ファンド組成前に一部の物件が確定しているものの、ファンド組成後に追加取得を行うタイプをいう。
- 一任型** : ファンド組成前に取得物件は確定しておらず、一定の取得方針や基準に基づき、マネジャーの裁量により物件取得が行われるタイプをいう。ブラインドプール型ともいう。
- クローズドエンドファンド** : 不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがあるファンドをいう。
- オープンエンドファンド** : 不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがなく永続的に運用を行うファンドをいう。一定期間毎に投資参入、解約・換金が可能な仕組み。その際の持分価格は評価額により算出される。
- 運用スタイル**
- コア** : 優良な物件に投資して、インカムゲインを重視した長期安定運用を行う。
- オポチュニティ** : 主として収益性の低い不動産を投資対象とし、問題点を改善し価値を高めた上で売却することでキャピタルゲインの獲得を目指す。投資対象の一部に開発型案件や企業投資を含むファンドも含める。
- バリューアッド** : コアとオポチュニティの中間的なタイプであり、インカムゲイン及びキャピタルゲイン双方の獲得を目指す。
- 開発型** : 開発利益の獲得に特化したファンド。
- 投資エリア**
- 首都圏** : 東京 23 区を除く東京都・埼玉県・千葉県・神奈川県
- 近畿圏** : 大阪府・京都府・兵庫県・奈良県・和歌山県・滋賀県
- 名古屋圏** : 岐阜県・愛知県・三重県
- LTV (Loan To Value)** : 資産価値に対する借入額の割合をいうが、実務上は資産価値として不動産取得額を用いる場合と総投資額を用いる場合がある。
- IRR (グロス)** : 当初出資額と投資期間中のキャッシュフローの現在価値を等しくさせる割引率をいい、投資に対する収益性を表す指標として用いられる。

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

TEL:03-6430-1331

https://www.stbri.co.jp/contact/form-private/private_investment.html

株式会社 住信基礎研究所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 神谷町セントラルプレイス 3F

<http://www.stbri.co.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。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。
3. この資料の一切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。