

## 不動産私募ファンドに関する実態調査 2012年7月

～調査結果～

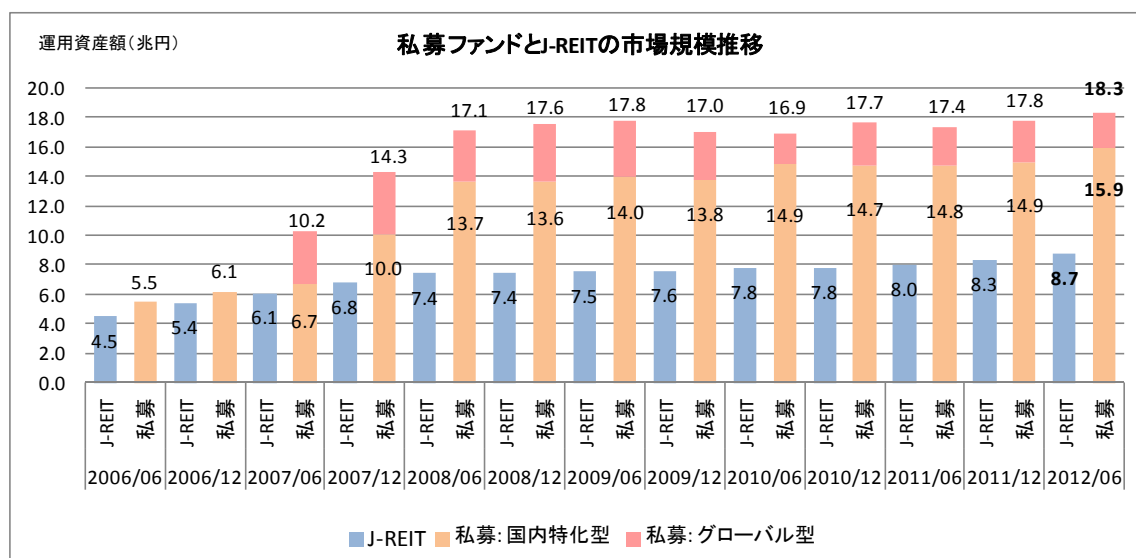
2012年8月27日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

- 株式会社三井住友トラスト基礎研究所では、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14回目となり、66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:135社
  - 回答会社数:66社(回収率:48.9%)
  - 調査時期:2012年7月
  - 調査方法:郵送および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およびヒアリング・公表情報をもとに当社では、2012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18.3兆円と推計した。この数値には、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を含めている。前回調査における2011年12月末時点の運用資産額は17.8兆円であり、半年で約5,400億円(3.0%)増加した。なお、この数値は入手データの増加にともない過去にさかのぼり再集計している。

## ＜不動産私募ファンドの市場規模はグローバルファンドを含めて18.3兆円＞

- 当社では、2003年より不動産運用会社へのアンケートおよびヒアリング・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2012年6月末時点のグローバルファンド(※)を含む市場規模を、運用資産額ベースで約18.3兆円と推計した。2011年12月末時点では約17.8兆円であり、半年で約5,400億円(3.0%)増加した。
- 保有物件の売却およびファンドの償還により運用資産を減少させる運用会社も見られた一方、デット調達環境は良好であることやエクイティ投資家の投資意欲が高まりつつあることに加えて、投資用不動産の取引が徐々に回復しつつあり、半年前よりもファンド組成が行いやすい状況になったことで物件取得を進め運用資産を拡大している運用会社も見られた。結果として運用資産残高は全体では増加となった。内訳では、国内特化型ファンドにおける運用資産の増加幅がグローバルファンドを上回った。



出所:三井住友トラスト基礎研究所

(※)グローバルファンド…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 2012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。

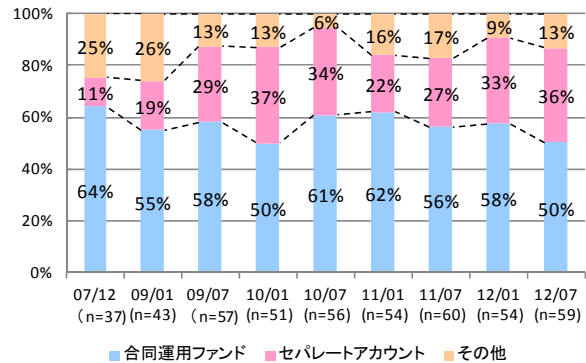
1. 不動産投資運用ビジネスの現在の状況について

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の運用資産残高について、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」に分類して質問した。合同運用ファンドは回答企業の合計残高ベースで5兆2,280億円(50%)、セパレートアカウントが3兆7,531億円(36%)となった。合同運用ファンドの占める割合が2012年1月調査(58%)から低下した。

＜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＞



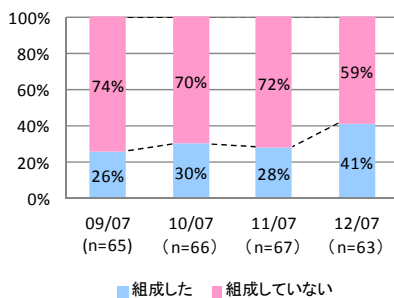
② 2012年1～6月のファンド組成状況

～組成の有無、ファンドの種類～

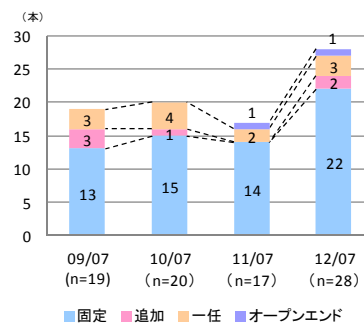
2012年1-6月期にファンドを組成したと回答した運用会社は回答企業63社のうち26社(41%)であり、2011年7月調査(19社(28%))から増加している。資金調達環境の改善等ファンドを組成しやすい環境が整ってきたことや投資家の不動産エクイティ投資意欲が一定程度高まってきたことが増加要因と考えられる。新規組成ファンドの本数も合計49本で、2011年7月調査の31本から増加した。

新規組成ファンドのうち、「固定型」が22本となり、2011年7月調査の14本から増加した。運用スタイル別では、「コア」が2011年7月調査の8本から、2012年7月調査では18本まで大幅に増加している。ファンドの予定運用期間については、「5～7年」が6本、「7年以上」が7本となり、5年以上の長期運用ファンドの占める割合が高まっている。年金などの投資家のニーズを受けて、長期運用で安定的なリターンを目指すファンドの組成が増えていると推察される。

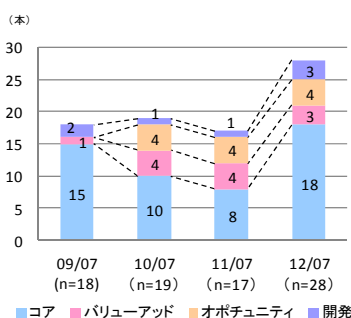
＜図表 2: 上半期の新規ファンド組成状況＞



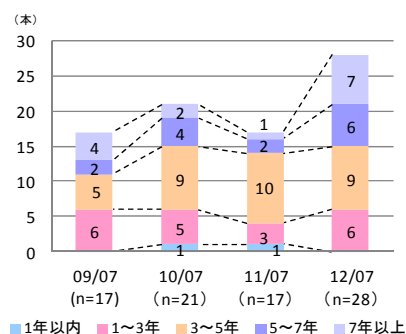
＜図表 3: 新規組成ファンドのファンドタイプ＞



＜図表 4: 新規組成ファンドの運用スタイル＞



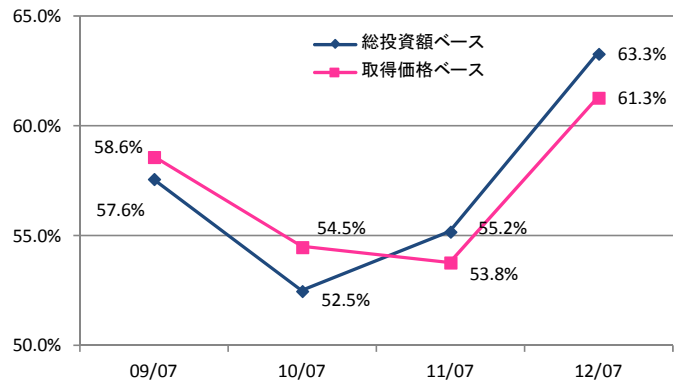
＜図表 5: 新規組成ファンドの予定運用期間＞



～LTV水準～

2012年上半年(1～6月)に組成したファンドのLTV水準については、総投資額ベースで平均63.3%、取得価額ベースで平均61.3%となり2011年7月調査からそれぞれ+8.1%、+7.5%上昇した。平均LTVが上昇した理由としては、後述の通りデット資金調達環境が良好なことを受け、LTV水準を70%前後に設定するファンドが増加したこと等があげられる。

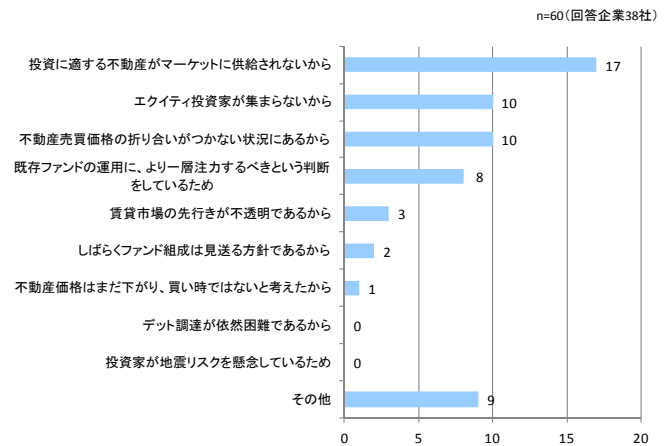
＜図表 6: 新規組成ファンドのLTV水準＞



～ファンドを組成しなかった理由～

2012年1-6月において、運用会社の約6割はファンドを組成していない。〈図表2〉。その理由については、「投資に適する不動産がマーケットに供給されないから」との回答が17件で最も多かった。次いで、「エクイティ投資家が集まらないから」(10件)、「不動産売買価格の折りがつかない状況にあるから」(10件)との回答が多かった。2011年7月調査においては「エクイティ投資家が集まらないから」(17件)との回答が最も多かった状況と比較すると、エクイティ資金の調達よりも、投資適格物件がマーケットに供給されていないことがファンド組成の阻害要因になっている現状がうかがえる。

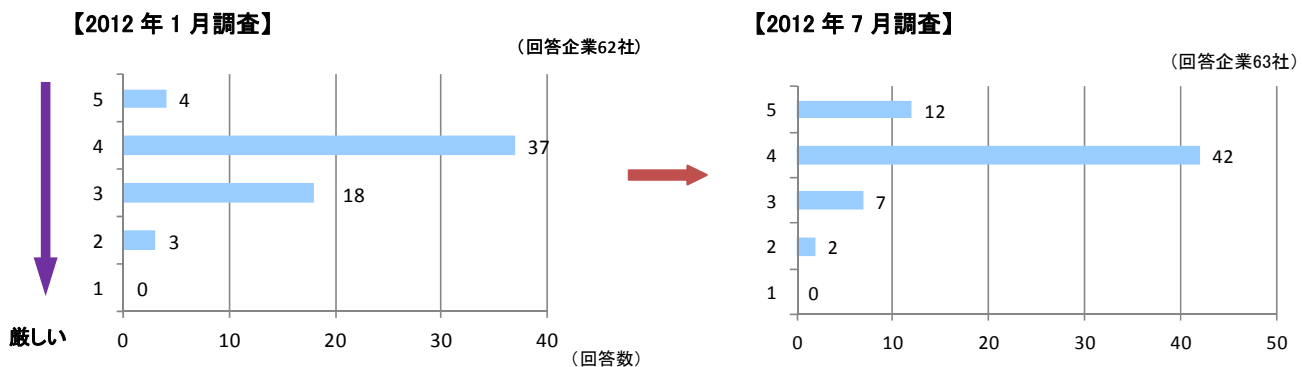
＜図表 7: ファンドを組成しなかった理由＞



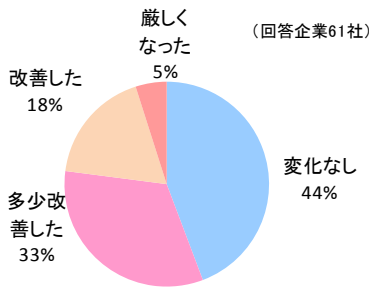
③デット資金調達状況

現在のデットの資金調達状況について、厳しいを「1」、緩いを「5」として数値で尋ねたところ、「4」の回答が42件と最も多く、次いで「5」が12件で多かった。2011年7月時点の調査(「4」が37件、「5」が4件)と比較しても、「4」および「5」の回答件数は増加している。2011年下半年(7～12月)と比較した2012年上半年(1～6月)の資金調達状況の変化については、「多少改善した」と「改善した」との回答割合の合計が52%にのぼり、「厳しくなった」との回答はなかったことから、デット資金調達状況は改善傾向が続いていると考えられる。具体的な改善点を挙げさせていただいたところ、「基準金利からのスプレッドの縮小」が30%、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」が24%、「新規貸出をするレンダーの増加」が20%となった。新規案件がまだ多くはない状況下において、レンダー間で競争が起きつつあり、低い貸出金利環境となっていることがうかがえる。

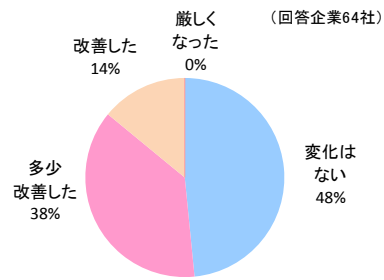
＜図表 8: デットの資金調達状況＞



【2012年1月調査】



【2012年7月調査】



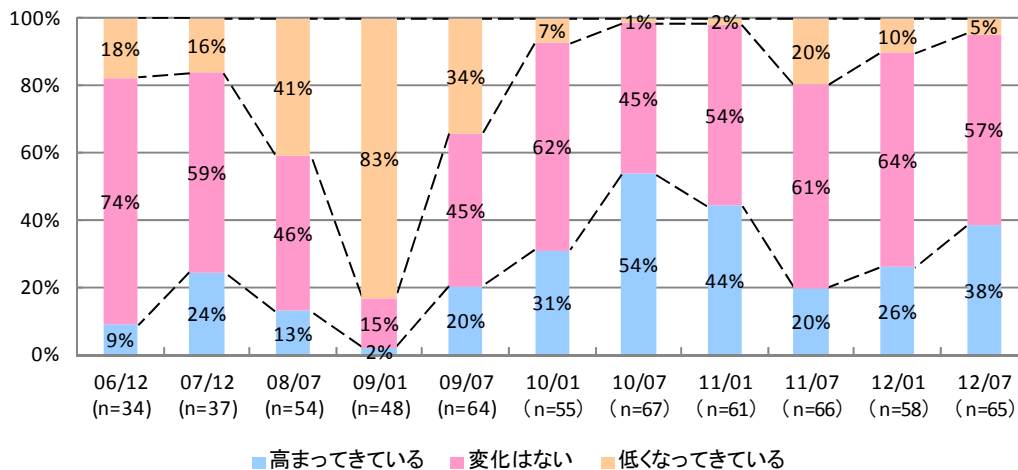
④エクイティ資金調達状況

a. 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」の回答が57%を占めたが、2012年1月調査と比較すると、「高まってきている」が26%から38%に上昇し、「低くなってきている」が10%から5%に低下した。

東日本大震災直後の2011年7月調査では震災・原発の影響もあり、リーマンショック後改善傾向が続いてきた投資意欲は低下に転じたが、今回の調査では2012年1月調査から引き続き改善傾向が続いている。

〈図表 9: エクイティ投資家の投資意欲〉

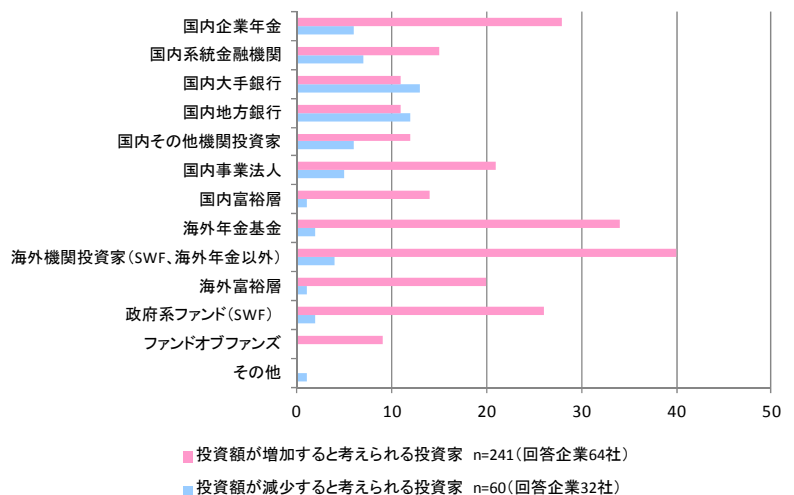


b. 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層

今後投資額が増加すると考えられる投資家層としては、「海外機関投資家」が40件で最多となり、「海外年金基金」(34件)、「国内企業年金」(28件)と続いた。これらの順位は2012年1月調査と変化がなかった。回答数全体を国内・海外別に集計すると、国内54%・海外46%と国内が上回っており、2012年1月調査において国内49%・海外51%であったことと比較すると、国内投資家に注目が集まりつつある。

一方、今後投資額が減少すると考えられる投資家層としては、「国内大手銀行」13件、「国内地方銀行」が12件となった。

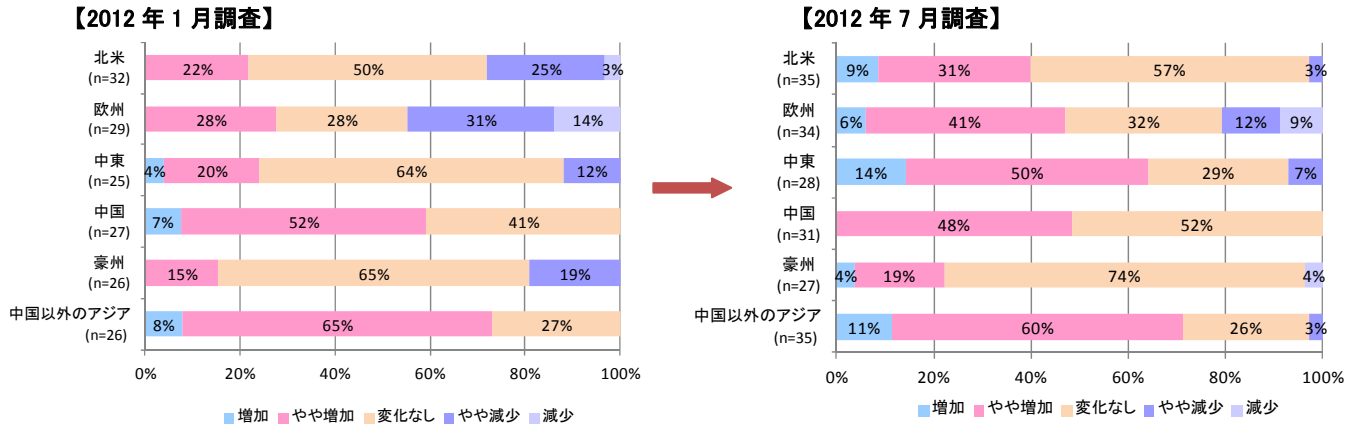
〈図表 10: 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層〉



e. 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、各地域とも2012年1月調査から増加傾向にある。中東では、「増加」、「やや増加」との回答割合が2012年1月調査の24%から64%に大きく増加し、北米でも2012年1月調査の22%から40%に増加している。また、2012年1月調査で「やや減少」「減少」の合計割合が45%だった欧州においても、「増加」と「やや増加」の回答割合の合計が47%となっており、欧州債務問題によるエクイティ投資意欲の鈍化が懸念された2012年1月調査当時から投資資金の回復傾向が顕著となっている。

〈図表 11: 海外投資家の日本への投資見通し〉



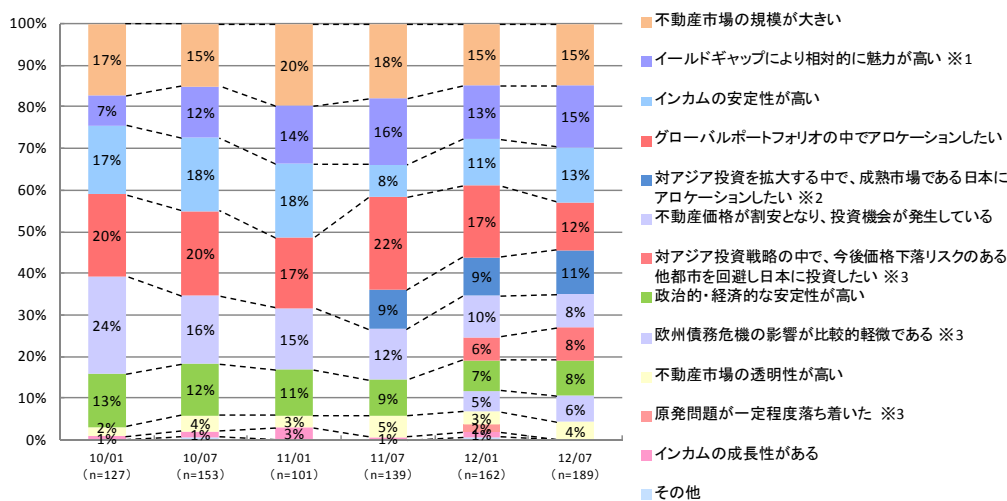
～海外投資家が日本へ投資する/投資しない理由～

海外投資家が日本に投資する理由では、「不動産市場の規模が大きい」と「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」との回答が最も多く、次いで「インカムの安定性が高い」との回答が多かった。2012年1月調査において最も多かった「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」との回答割合はやや減少した。

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」が最も多く、次いで「インカムの成長性が低い」との回答が多かった。

不動産市場の市場規模が大きく、インカムの安定性が高いという点を評価する投資家がいる一方で、国としての成長性およびインカムの成長性が大きくは望めないことから投資を行わない投資家もいると運用会社はみていることがうかがえる。

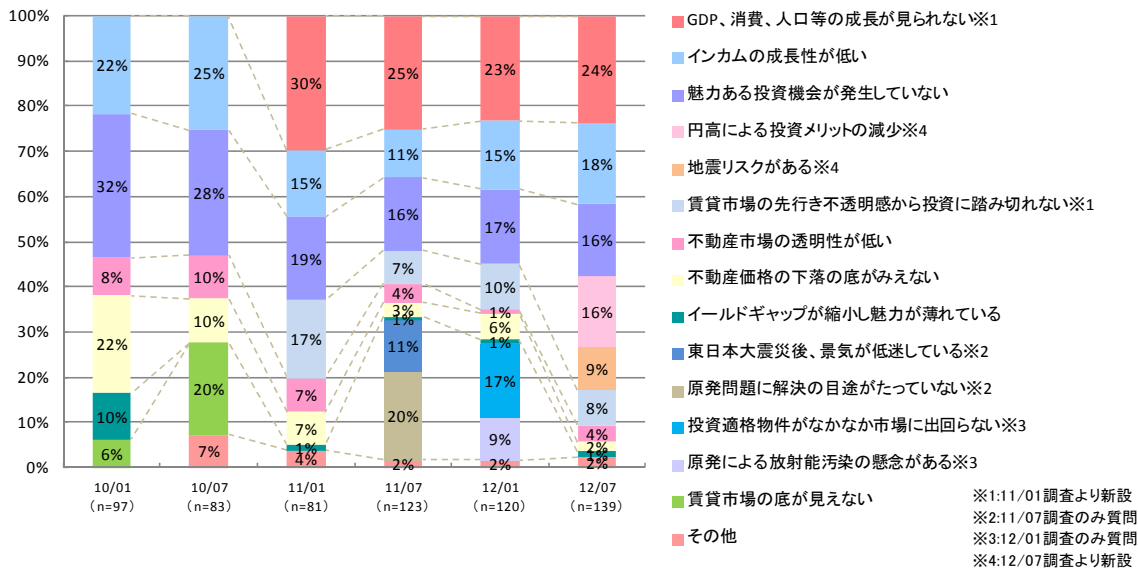
〈図表 12: 海外投資家が日本へ投資する理由〉



※1:10/01調査においては「低金利によるイールドギャップ」であったが、10/07調査より「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」に設問内容変更  
 ※2:11/07調査より新設  
 ※3:12/01調査より新設



<図表 13: 海外投資家が日本へ投資しない理由>

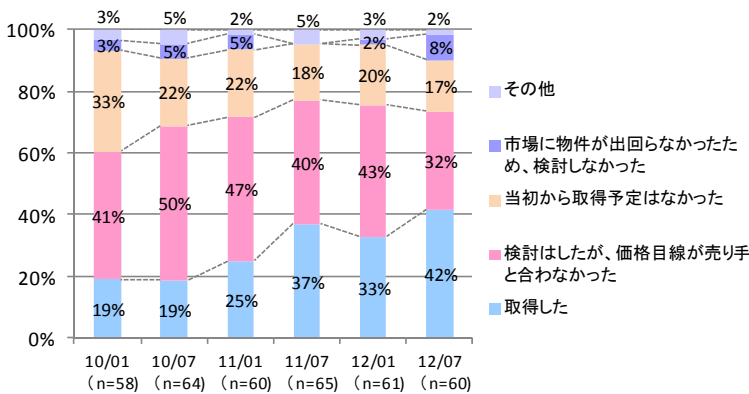


⑤物件取得/売却状況

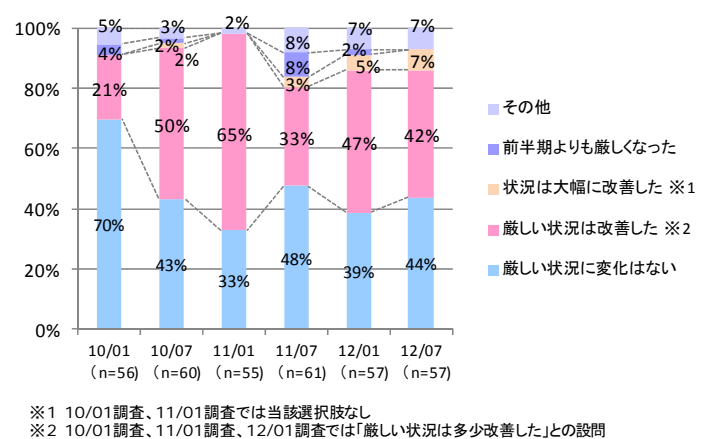
物件取得状況については、「取得した」との回答が最も多く、「検討はしたが、価格目線が売り手と合わなかった」(43%)との回答が最多となった半年前の2012年1月調査から取得状況が改善していることがうかがえる。

物件売却状況については、「厳しい状況に変化はない」(44%)との回答が最も多かった。一方で「厳しい状況は改善した」(42%)、「状況は大幅に改善した」(7%)との回答割合の合計は49%となり、約半数の回答企業は売却状況について改善に向かっているという認識を持っていることがうかがえる。

<図表 14: 物件取得状況>



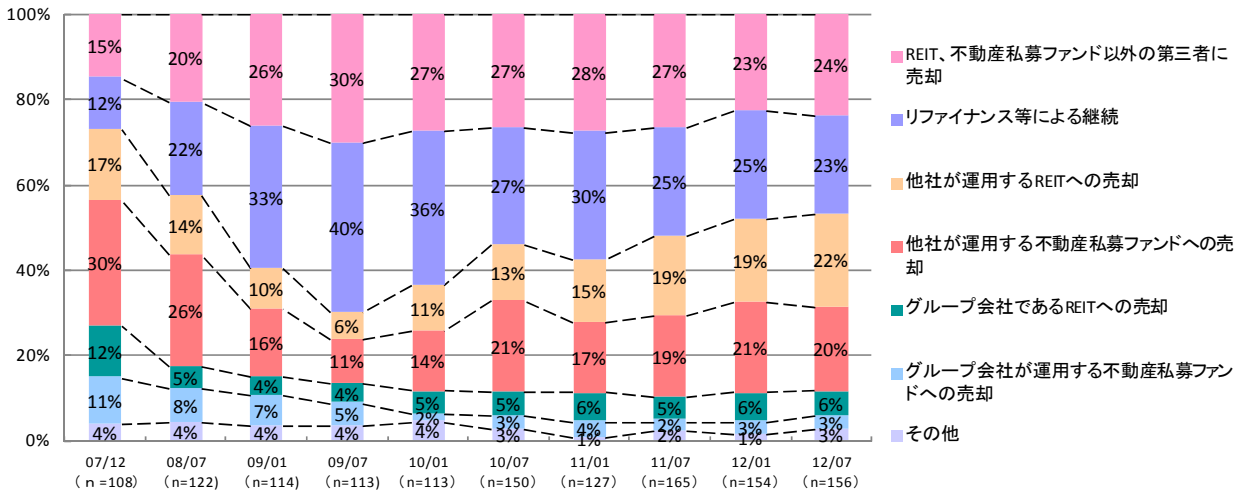
<図表 15: 物件売却状況>



⑥出口戦略

今後1年間のファンドの出口として可能性が高い方法は「REIT、私募ファンド以外の第三者に売却」(24%)となった。次いで、「リファイナンス等による継続」(23%)との回答が多かったが2011年1月調査以降、割合は減少傾向にある。また、「他社が運用するREITへの売却」との回答は2009年7月調査の6%から増加傾向にあり、今回の調査では22%となった。後述の通り、REITや私募ファンドの取得意欲が回復傾向にあるため、ファンドの出口戦略が、リファイナンスによる継続や実需目的で購入する一般事業法人への売却から、他社が運用するREITおよび私募ファンドへの売却に徐々にシフトしてきているものと考えられる。

<図表 16: 今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法>

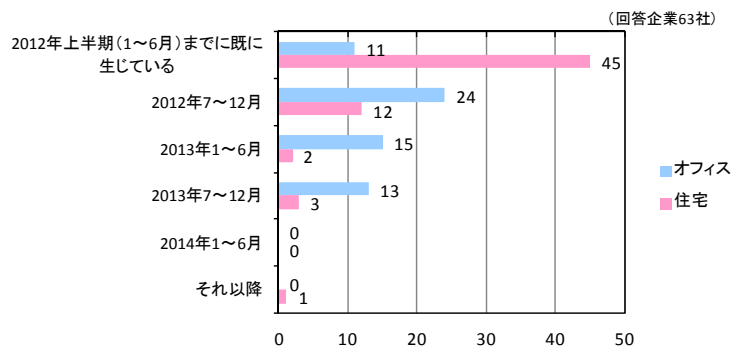


II. 投資用不動産マーケットの見通し

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「2012年7～12月」との回答が最も多かった。2012年1月調査においても「2012年7～12月」との回答が最も多く、オフィス賃貸市場は2012年内に底打ちを迎えるという見方に変化はないことがうかがえる。一方、住宅は「2012年上半期(1～6月)までに既に生じている」が45件で最多となり、多くの運用会社が既に住宅の賃料は下げ止まっていると見ている。

<図表 17: 賃料の下げ止まり時期>



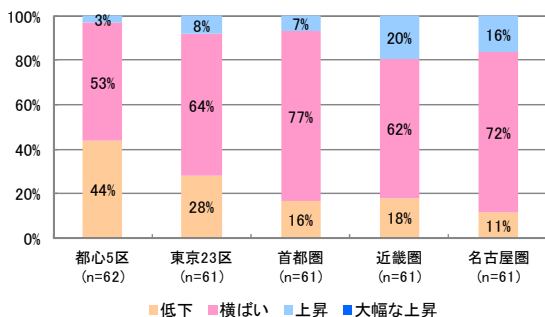
②キャップレートの見通し

オフィスキャップレートの見通しは、全体として「横ばい」との回答が最も多くを占めた。しかし「都心5区」、「東京23区」、「首都圏」では、「低下」の回答割合が「上昇」の回答割合を上回っており、一都三県においてはキャップレートが低下に転じているとみている運用会社も多い。

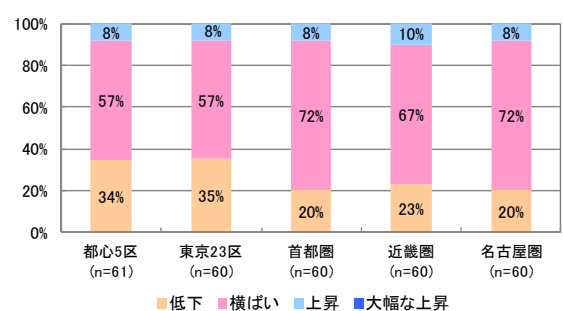
住宅キャップレートの見通しは、「横ばい」との回答が最も多くを占める結果となったものの、「低下」との回答割合が「上昇」と「大幅に上昇」との回答割合の合計を上回った。地方においても、住宅キャップレートの低下が進んでいると考える運用会社が多いことが分かった。

<図表 18: キャップレートの見通し>

【オフィス】



【住宅】

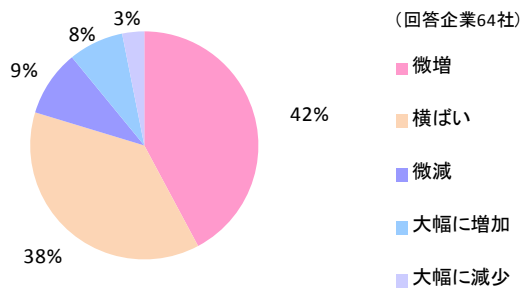


③2012年の取引状況と今後の見通し

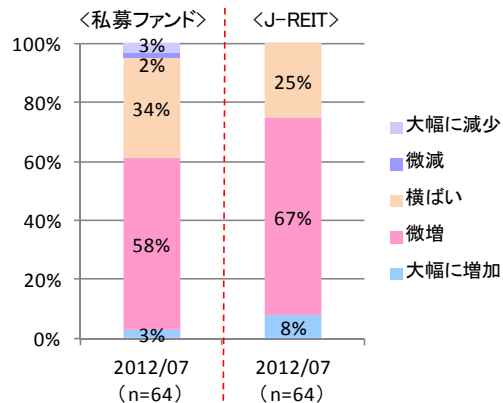
2012年上半年(1~6月)の不動産取引状況は、2011年下半年(7~12月)と比較してどう変化したかについては、「微増」が42%で最多となったものの、「微増」および「大幅に増加」を合計すると50%となり、運用会社の半数が、不動産取引の増加を実感していることがうかがえる。

2012年下半年(7~12月)の主体別投資取引の見通しについては、J-REITでは「微増」と「大幅に増加」の回答割合の合計が75%、私募ファンドでは「微増」と「大幅に増加」の回答割合の合計が61%となった。J-REITでは「微減」、「大幅に減少」との回答はなく、J-REITによる投資取引の拡大が先行し、私募ファンドによる投資取引も続いて増加していくとの見方が多い。

<図表 19: 取引状況の変化>



<図表 20: 2012年の私募ファンド・J-REITによる取引見通し>



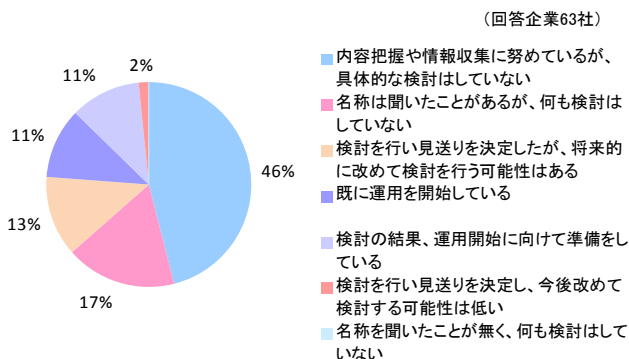
Ⅲ. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

①オープンエンドファンドについて

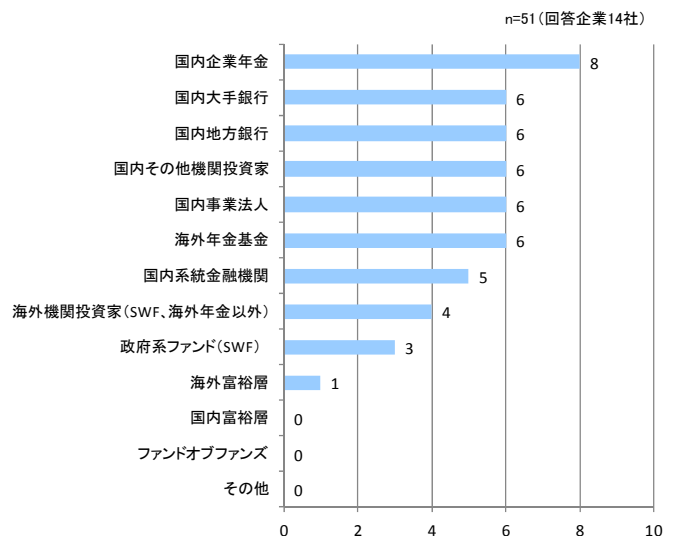
オープンエンドファンドの取り組みについては、「内容把握や情報収集に努めているが、具体的な検討はしていない」との回答が46%で最多となった。一方、「検討を行い見送りを決定したが、将来的に改めて検討を行う可能性がある」(13%)、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」(11%)、「既に運用を開始している」(11%)との回答合計が35%を占めており、一定数の運用会社がオープンエンドファンドに関心を寄せていることもうかがえる。

ターゲットと想定する投資家層としては、「国内企業年金」との回答が最も多かった。現状では、運用会社の多くが国内企業年金をはじめとする国内の機関投資家をターゲットとしていることがうかがえる。

<図表 21: オープンエンドファンドの取り組み状況>



<図表 22: ターゲットと想定する投資家層>



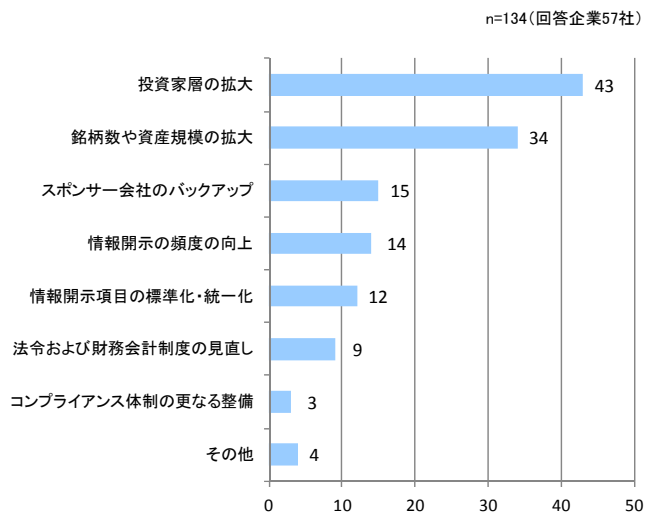


今後、オープンエンドファンド市場が拡大するために必要な項目として、「投資家層の拡大」(43社)との回答が最も多かった。現状では、企業年金等の国内の機関投資家を中心となっているものの、今後は幅広い投資家の資金を集められるかが市場拡大の条件と考えている運用会社が多いと考えられる。

一方、「情報開示の頻度の向上」および「情報開示項目の標準化・統一化」といった項目についても一定数の回答があり、情報開示が公募のJ-REITと同様に、オープンエンドファンド市場の拡大における重要な要素と考える運用会社も多いことがわかった。

また、「スポンサー会社のバックアップ」(15社)との回答も多く、物件取得および売却に関するパイプラインサポート契約などのバックアップ体制に注目する投資家や、スポンサー企業自体の信用力がファンドの資金調達に影響を及ぼすという見方をしている投資家がいると運用会社が考えていることがうかがえる。

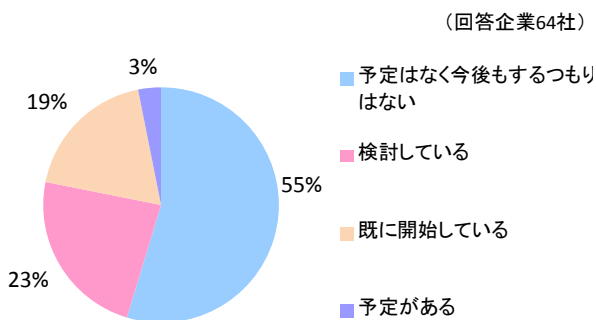
＜図表 23: オープンエンドファンド市場が拡大するために必要な項目＞



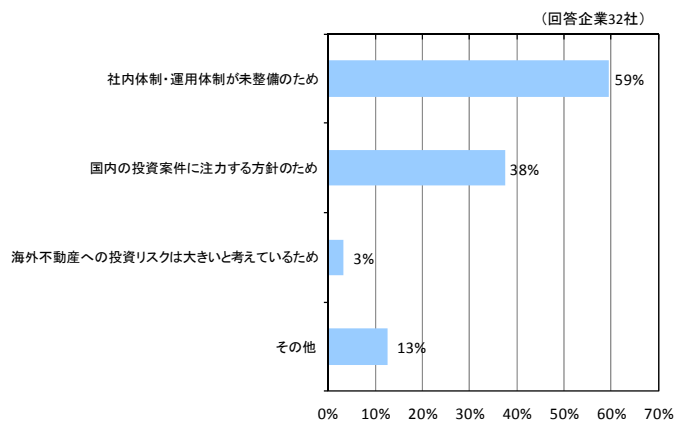
②海外不動産を対象とした不動産運用ビジネス

海外不動産を対象とした不動産運用ビジネスについては、「予定はなく、今後もするつもりはない」との回答が55%となり、2012年1月調査(42%)から増加した。海外不動産投資ビジネスを行わない理由としては「社内体制・運用体制が未整備のため」(59%)との回答に次いで「国内の投資案件に注力する方針のため」(38%)との回答が多かったことから、現状においては国内での投資ビジネスに注力する運用会社が多い傾向がうかがえる。

＜図表 24: 海外不動産対象の投資運用ビジネスの意向＞



＜図表 25: 海外不動産投資ビジネスを行わない理由＞

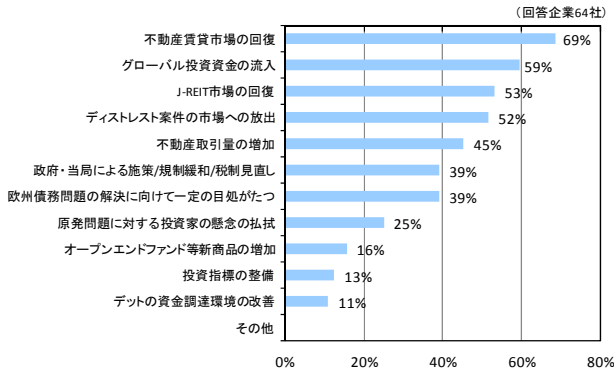


③必要な施策・変化

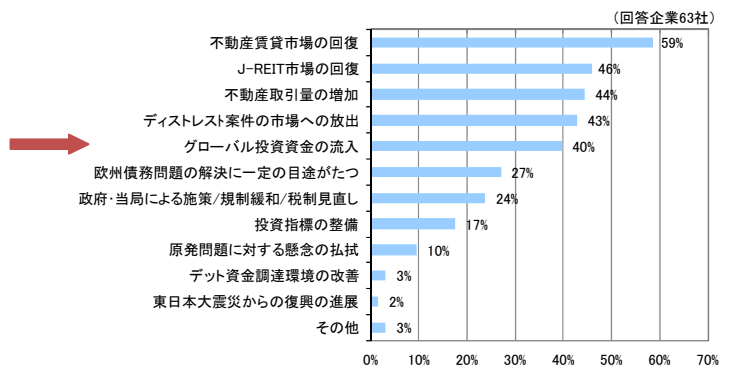
不動産私募ファンドを取り巻く状況が改善するためには、どのような施策・変化が必要かについては、「不動産賃貸市場の回復」との回答が最多となり、次いで「J-REIT市場の回復」、「不動産取引量の増加」と続いた。2012年1月調査で2番目に多い回答であった「グローバル投資資金の流入」との回答割合は、2012年1月調査の59%から40%に減少していることから、多くの運用会社が海外からの資金流入よりも国内不動産市場の回復が私募ファンド市場の状況改善には必要であると考えていることがうかがえる。

<図表 26: どのような施策・変化が必要か>

【2012年1月調査】



【2012年7月調査】



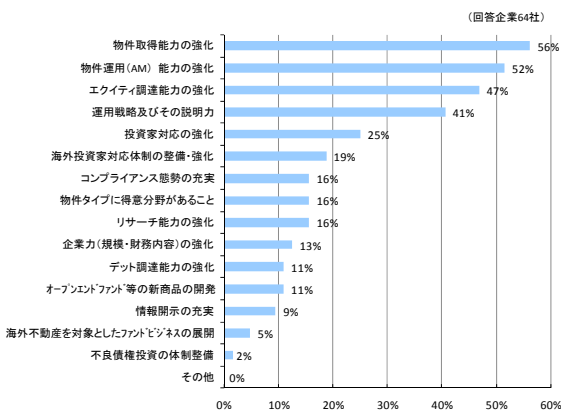
④ 運用会社として存続・成長するための条件

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」、次いで「AM能力の強化」、「エクイティ調達能力の強化」となった。回答数の上位6項目が2012年1月調査と同様となった。

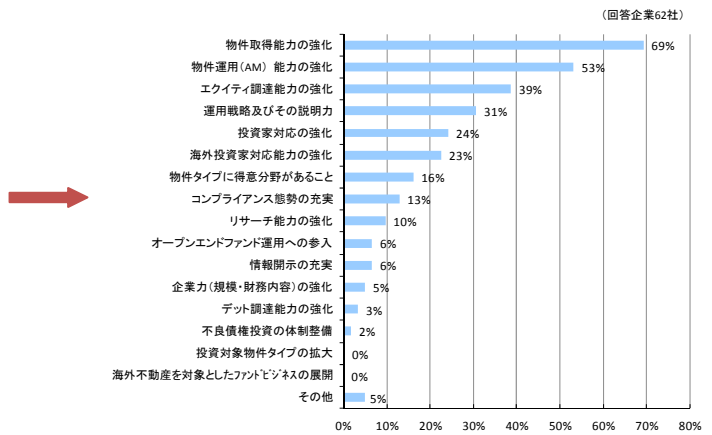
最も回答が多かった「物件取得能力の強化」を挙げた回答企業の割合は69%と2012年1月調査(56%)から増加している。投資家の投資意欲と取引状況のいずれにおいても、2012年7月調査では2012年1月調査と比較して改善傾向にあることが示されたことでファンド組成に向けて、物件取得能力を特に重要視していることがうかがえる。

<図表 27: 運用会社として存続・成長するための条件>

【2012年1月調査】



【2012年7月調査】



## 別紙 &lt;用語の定義&gt;

本調査における用語の定義は以下の通りとします。

<b>不動産私募ファンド</b>	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。
<b>運用スタイル</b>	
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、インカムゲインおよ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。
<b>投資エリア</b>	
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
<b>LTV (Loan To Value)</b>	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。
<b>IRR (グロス)</b>	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.smtri.jp/contact/form-private/private\\_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html)

**株式会社三井住友トラスト基礎研究所**

〒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.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。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。