

不動産私募ファンドに関する実態調査 2013年1月

～調査結果～

2013年3月4日

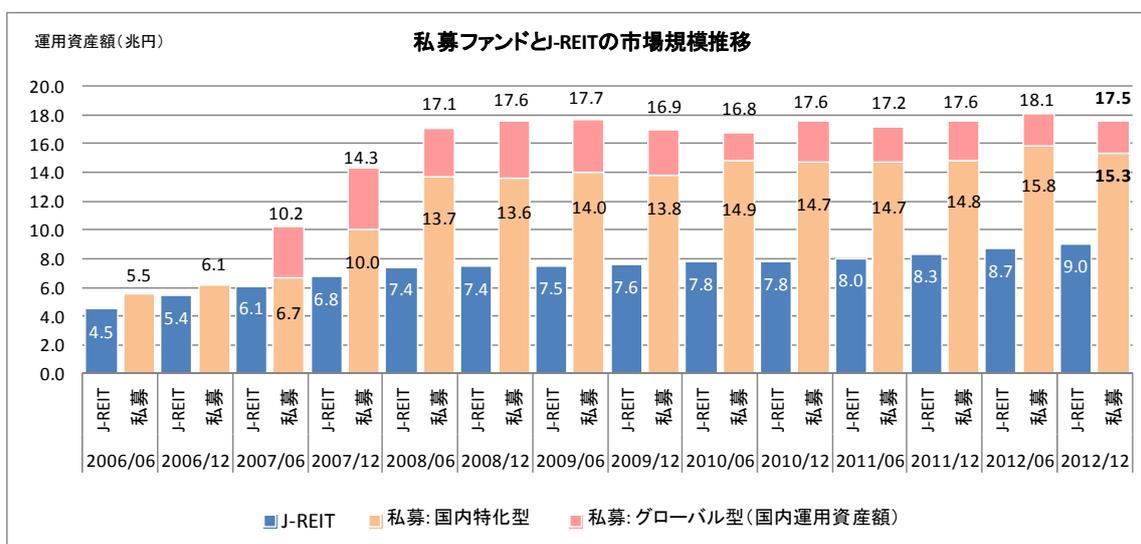
株式会社三井住友トラスト基礎研究所

- 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15回目となり、54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:120社
 - 回答会社数:54社(回収率:45.0%)
 - 調査時期:2013年1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12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17.5兆円と推計した。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2012年6月末時点の運用資産額は18.1兆円であり、半年で約5,600億円(3.1%)減少した。なお、この数値はより詳細なデータの入手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17.5兆円＞

- 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12月末時点の市場規模を、運用資産額ベースで約17.5兆円と推計した(グローバルファンド(※)による国内運用資産額を含む)。2012年6月末時点では約18.1兆円であり、半年で約5,600億円(3.1%)減少した。
- 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、引き続きデット調達環境は良好であり、投資用不動産の取引が徐々に回復しつつあることを背景に、外資系運用会社を中心として新規ファンドの組成・運用資産の拡大が見られた。一方で、既存ファンドの保有物件の一部売却(上場REIT設立に伴う私募ファンドからの売却を含む)など運用資産を減少させる運用会社も多く見られ、結果として私募ファンドの運用資産残高は全体では減少となった。

(※)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。



出所:三井住友トラスト基礎研究所

＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2013年1月 ～アンケート調査結果の概要～＞

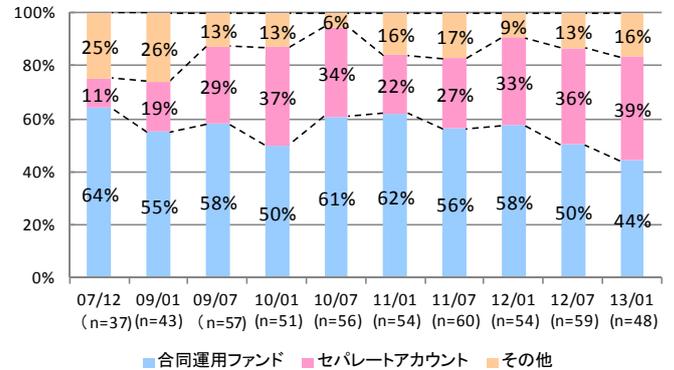
※グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

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3兆8,086億円(44%)、セパレートアカウントが3兆3,807億円(39%)となった。合同運用ファンドの占める割合が低下する傾向が継続している。

＜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＞

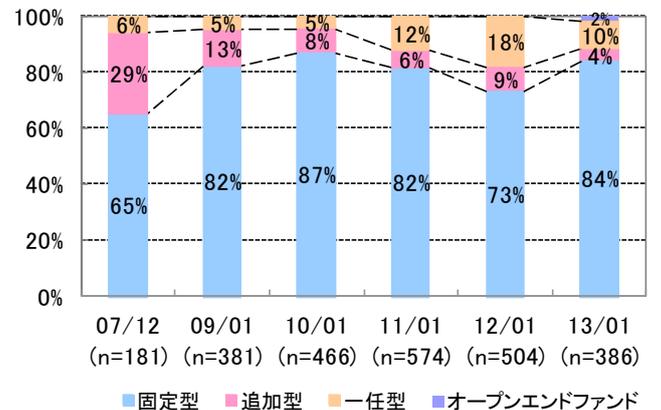


②現在運用中のファンドの概要

a. ファンドタイプ

回答いただいた運用会社が現在運用している不動産私募ファンド数は合計で484本であり、タイプ別(ファンド数ベース、タイプが判明した386本の内訳)では固定型が84%、追加型4%、一任型10%、また今回調査より追加されたオープンエンド型が2%となった。投資家が運用開始時点から物件が確定している固定型を選好する傾向が依然として強い傾向にある。

＜図表 2: ファンドタイプ別内訳＞



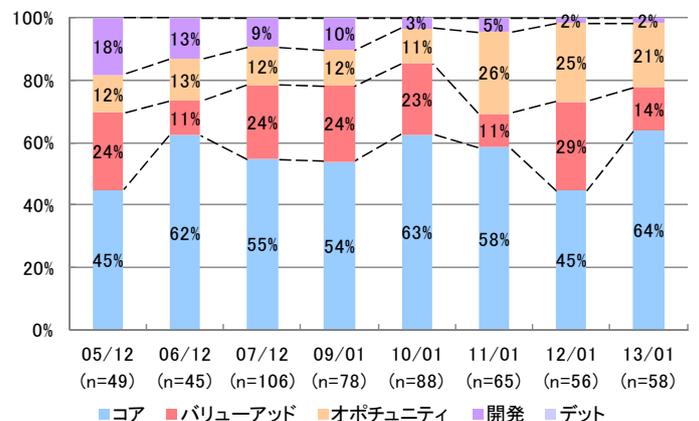
※2013年1月調査より、ファンドタイプに「オープンエンドファンド」を追加

*b～gは、「現在運用中の記載可能なファンド」について運用中ファンドと表記しています。なお、当該データには一部国外不動産も対象とするファンドも含まれています。

b. 運用スタイル

運用中ファンドの運用スタイル別割合は、インカム収入を重視したコア型がファンド数ベースで64%となり、2012年1月調査の45%から増加した。一方で、2012年1月調査で29%であったバリューアッド型が14%へ減少した。オポチュニティ型は21%で割合に大きな変化はなかった。

＜図表 3: 運用スタイル別内訳＞

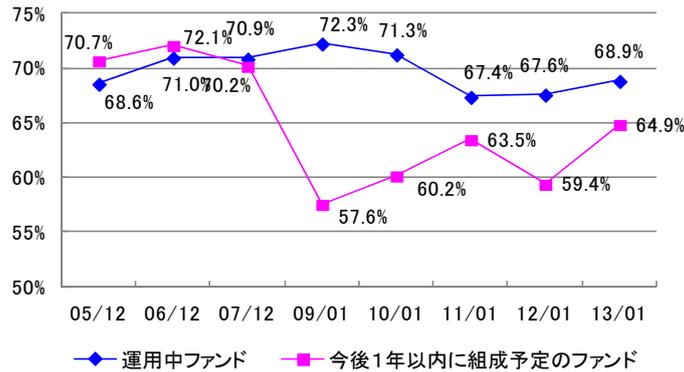


※固定型、追加型、一任型、オープンエンドファンド、コア、バリューアッド、オポチュニティ、開発については13頁の「用語の定義」をご参照ください。

c. LTV水準

運用中ファンドの平均LTVは68.9%と、2012年1月調査の67.6%より若干上昇した。今後1年以内に組成予定のファンドの平均LTVは64.9%と、2012年1月調査の59.4%よりも上昇したものの、運用中ファンドの平均LTVよりも低い状況が継続している。今後1年以内に組成予定のファンドの内訳としては、70%~80%超の高水準のLTVを予定しているファンドも多数見られる一方で、フルエクイティでの投資を予定しているファンドも見られるなど、2012年1月調査と比較して組成予定ファンドのLTV水準には多様性が伺える。

<図表 4: 平均 LTV の推移>

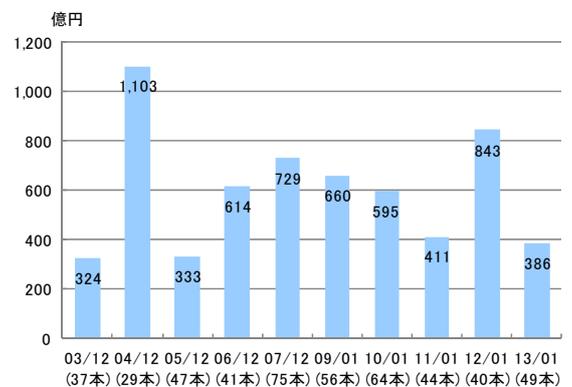


d. 目標運用資産規模

運用中ファンドの平均目標運用資産額は、2013年1月調査では386億円となり、2012年1月調査の843億円から大きく減少した。目標運用資産額が数十億円程度の小規模なファンドが多数見られたことが平均目標運用資産額の押し下げ要因となった。

なお、本項目は回答サンプルによって大きく変動することに留意されたい。

<図表 5: 平均目標運用資産額の推移>

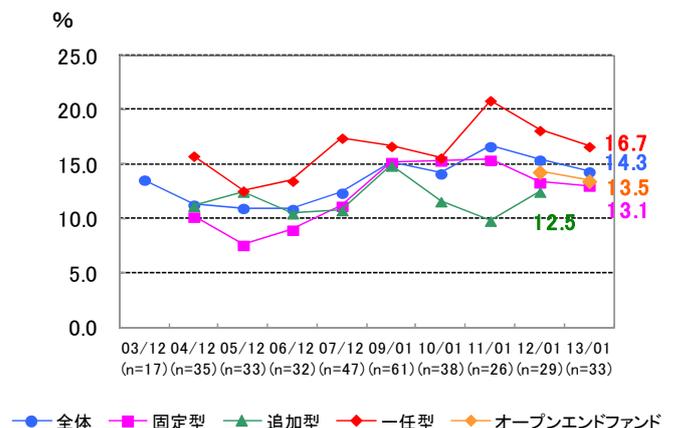


e. 目標IRR水準

運用中ファンドの目標IRRの平均は、14.3%となり2012年1月調査の15.4%からやや低下した。ファンドタイプ別で見ると、いずれのタイプでも目標IRRは低下した。

なお、本項目については回答数が少ないことに留意されたい。

<図表 6: 平均目標 IRR の推移>

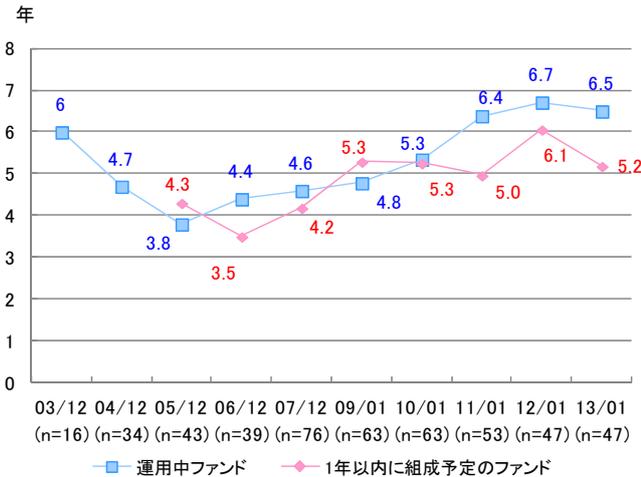


f. 運用期間

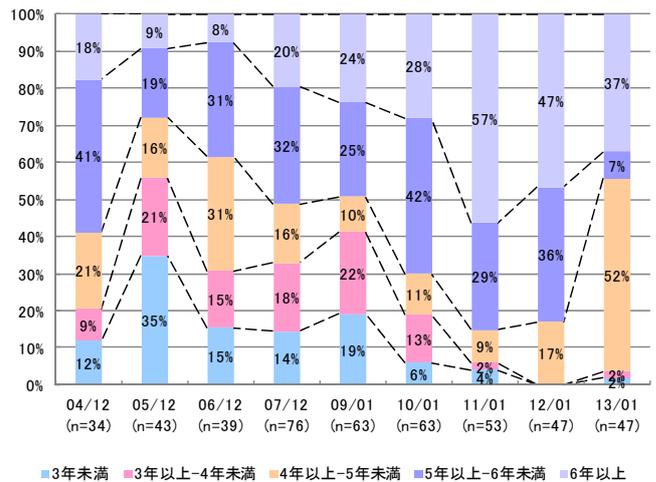
運用中ファンドの平均運用期間は2005年12月調査の3.8年を底に長期化傾向が続いていたが、2013年1月調査では6.5年と若干短くなった。これまでの長期化傾向はリファイナンスにより運用を継続していたことが主因と考えられる。

運用期間別に見ると、「6年以上」の回答が減少する傾向が続いており、「5年以上－6年未満」の回答が大きく減少し、「4年以上－5年未満」の回答が大きく増加している。

<図表 7: 平均運用期間の推移>



<図表 8: 運用期間別の推移>



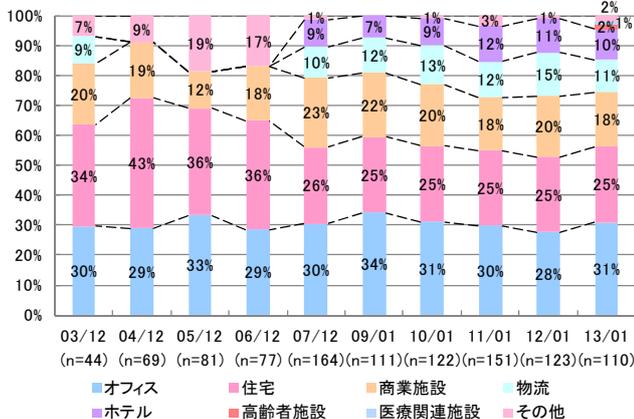
g. 運用対象物件タイプ・エリア

※ 本項目は、1ファンドごとの対象物件タイプ・エリアを複数回答可能な方式で質問し、全回答数に占める割合を集計したものです。

運用中ファンドの運用対象物件タイプは、2013年1月調査では、「オフィス」の回答割合がやや上昇し、「住宅」の回答割合は横ばい、「商業施設」、「物流」の回答割合がやや低下したものの、物件タイプごとの割合におおむね変化はないと言える。また、今回調査より追加した「高齢者施設」「医療関連施設」はそれぞれ2%、1%であった。

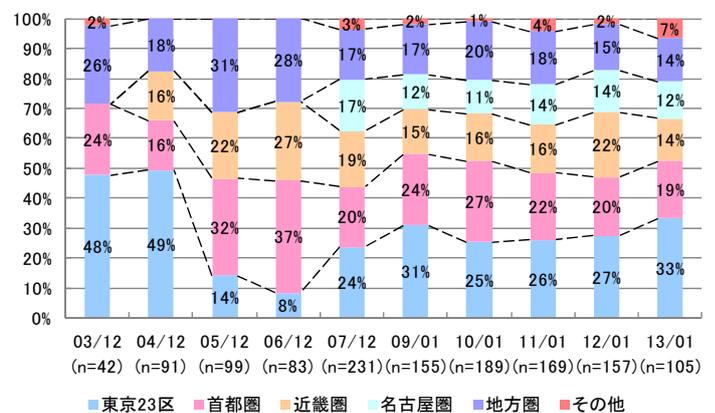
運用対象エリアの回答割合は、「東京23区」が33%で最も高く、次いで、「首都圏」、「近畿圏」となった。2012年1月調査から「東京23区」の割合が上昇し、「首都圏」が微減、「近畿圏」、「名古屋圏」が減少となった。東京都心部における賃貸市場・取引市場の本格的な回復への期待から、同地域における投資比率が高まっているものと考えられる。

<図表 9: 運用対象物件タイプの推移>



※ 04/12～06/12は「物流」「ホテル」は「その他」に含まれる
 ※ 13/01調査より「高齢者施設」「医療関連施設」を追加

<図表 10: 運用対象エリアの推移>

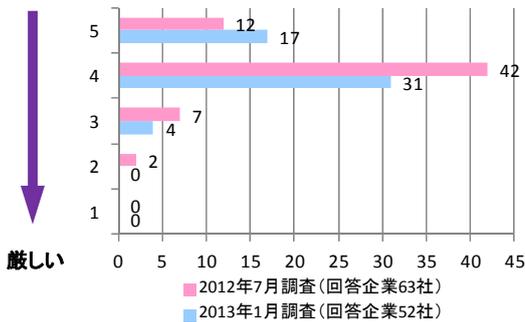


※ 03/12は「近畿圏」「名古屋圏」は「地方圏」に、04/12～06/12は「名古屋圏」は「地方圏」に含まれる
 ※ 09/01以前は「近畿圏」を「大阪圏」としていた。(構成している県は変わらず)

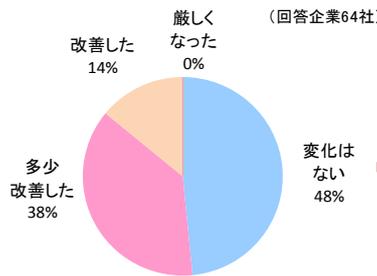
③デット資金調達状況

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31件(回答割合60%)と最多であり、次いで「5」が17件(回答割合33%)となるなど、デット資金調達状況が緩和的であることが伺える。2012年下半期(7~12月)を2012年上半期(1~6月)と比較すると、「厳しくなった」、「やや厳しくなった」の割合は0%、「変化はない」の割合は45%、「やや改善した」および「改善した」の割合が55%と、資金調達状況は引き続き改善傾向にあることを示している。なお、「やや改善した」、「改善した」と回答した55%に対し、具体的な改善点を挙げていただいたところ、上位3回答が「基準金利からのスプレッドの縮小」が29%、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」が20%、「LTVの上昇」が18%となった。

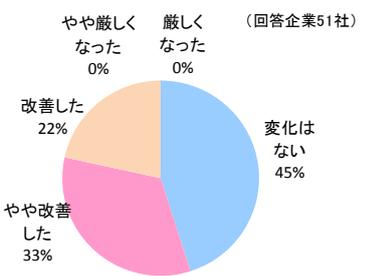
〈図表 11: デットの資金調達状況〉



【2012年7月調査】



【2013年1月調査】

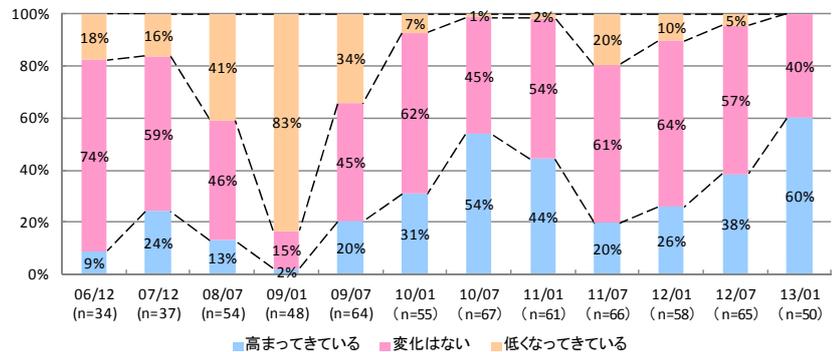


④エクイティ資金調達状況

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、「高まってきている」の割合が2012年7月調査の38%から60%へ大幅に上昇し、「変化なし」が40%、「低くなってきている」が0%と、エクイティ投資家の投資意欲の高まりが鮮明に読み取れる結果となった。

〈図表 12: エクイティ投資家の投資意欲〉

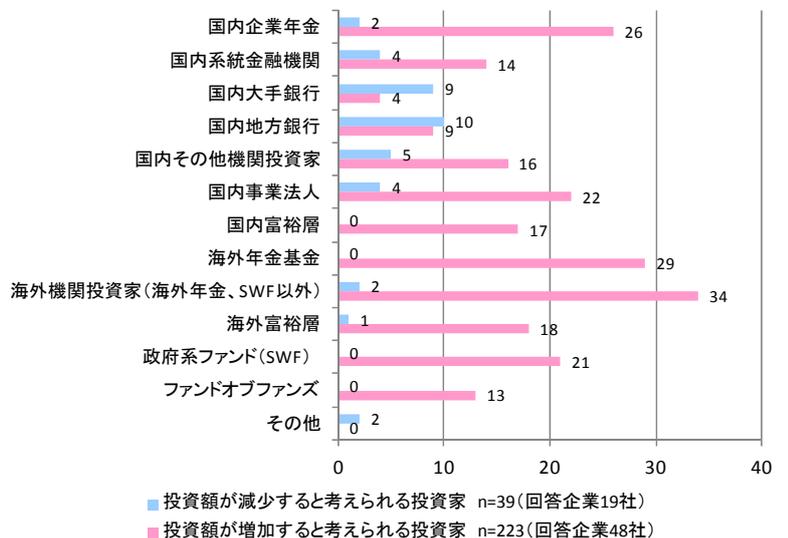


b. 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層

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(海外年金、SWF以外)」が34件で引き続き最多となり、「海外年金基金」が29件、「国内企業年金」が26件と続いた。

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、「国内地方銀行」が10件、「国内大手銀行」が9件となった。BIS規制を主因として、国内銀行による投資額が減少することが予想される一方で、国内/海外問わず、年金、機関投資家(銀行を除く)、個人富裕層による投資は今後増加するとの見方が多い。

〈図表 13: 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層〉

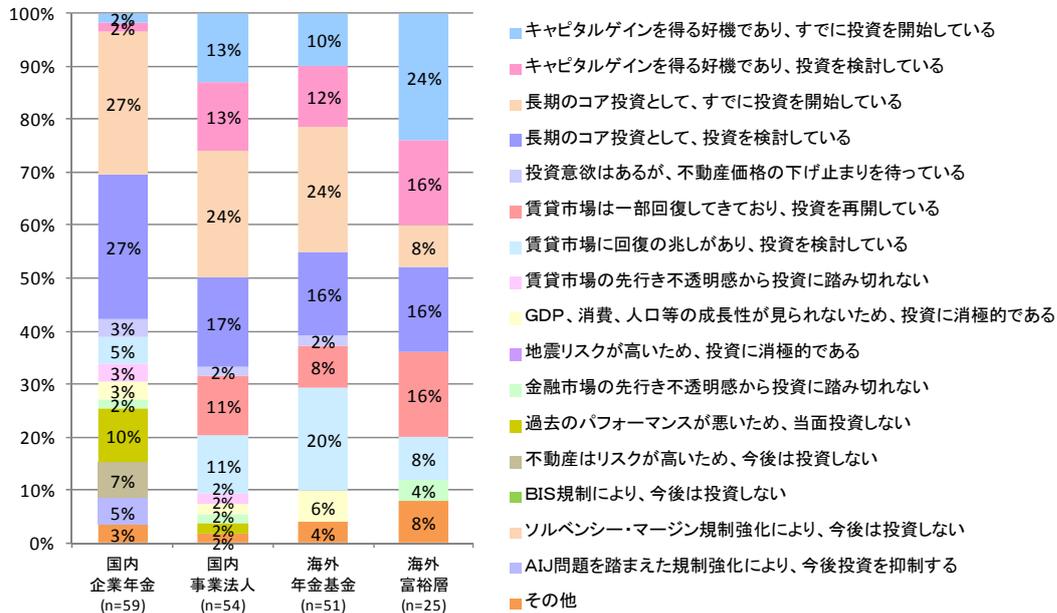


c. エクイティ投資家の投資姿勢

運用会社に対して各エクイティ投資家の投資姿勢を尋ねたところ、国内企業年金、国内事業法人、海外年金基金について見ると、長期のコア投資を目的とする投資姿勢との回答が相対的に多い。また、国内事業法人、海外年金基金、海外富裕層では、キャピタルゲインを得る好機であるとの投資姿勢の回答が引き続き一定程度見られる。また、賃貸市場に関する回答もあわせて見ると、国内事業法人、海外年金基金、海外富裕層ではいずれもポジティブな投資姿勢を示す回答が9割近くを占める結果になった。

一方で、国内企業年金の投資姿勢については、「過去のパフォーマンスが悪いため、当面投資しない」が10%、「不動産はリスクが高いため、今後は投資しない」が7%など、ネガティブな投資姿勢が一部見られる。

<図表 14: エクイティ投資家の投資姿勢>

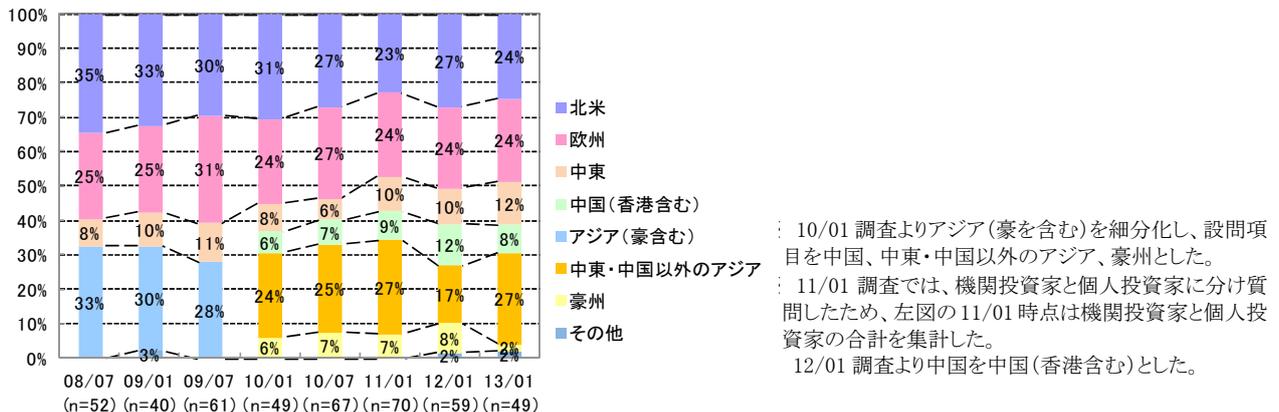


※各エクイティ投資家について選択肢3つまで回答可能として質問し、回答総数に占める各項目の割合を集計している。

d. 海外投資家の資金受託先

海外投資家の資金受託先は、回答数ベースで「中東・中国以外のアジア」が27%と最多であり、「北米」、「欧州」がそれぞれ24%となった。また、2012年1月調査で12%の回答があった「中国(香港含む)」は、今回調査では8%となった。

<図表 15: 海外投資家の資金受託先>

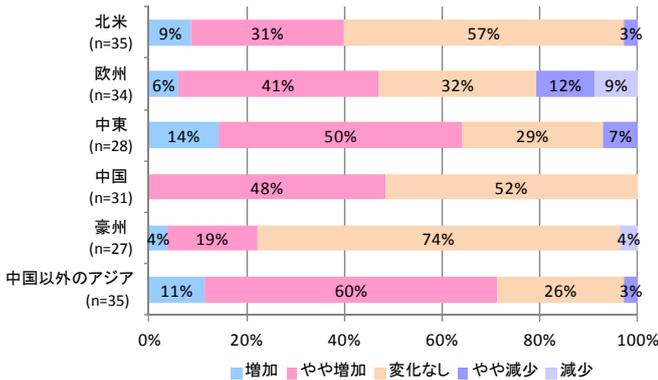


e. 海外投資家の日本への投資見通し

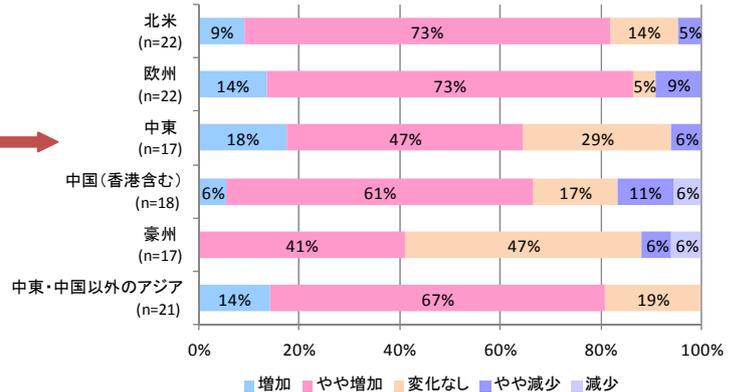
海外投資家の日本への投資見通しは、各地域とも2012年7月調査と比べて「増加」、「やや増加」の回答割合が増加した。とくに、北米・欧州の「やや増加」の回答割合の増加が顕著である。日本国内の貸貸市場および取引市場における本格的な回復への期待から、海外投資家による投資見通しが改善傾向にあるものと考えられる。

〈図表 16: 海外投資家の日本への投資見通し〉

【2012年7月調査】



【2013年1月調査】

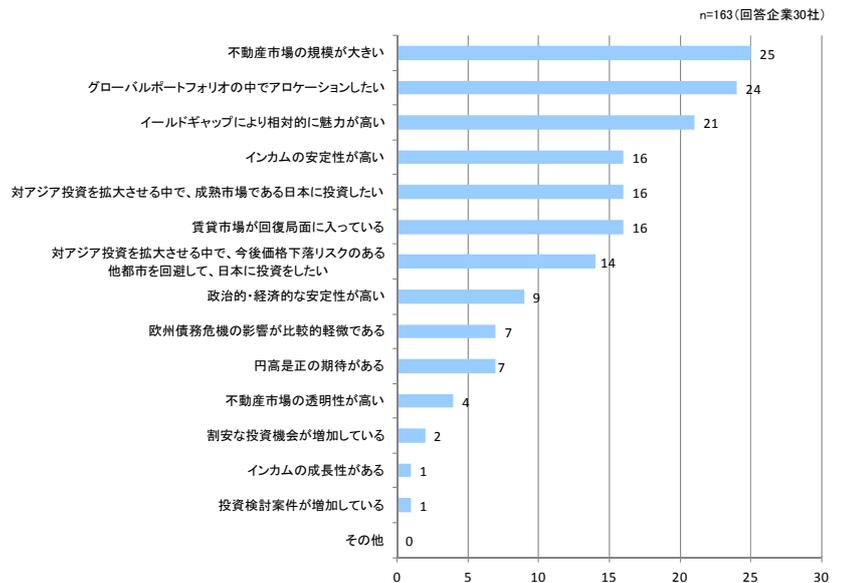


～海外投資家が日本へ投資する/投資しない理由～

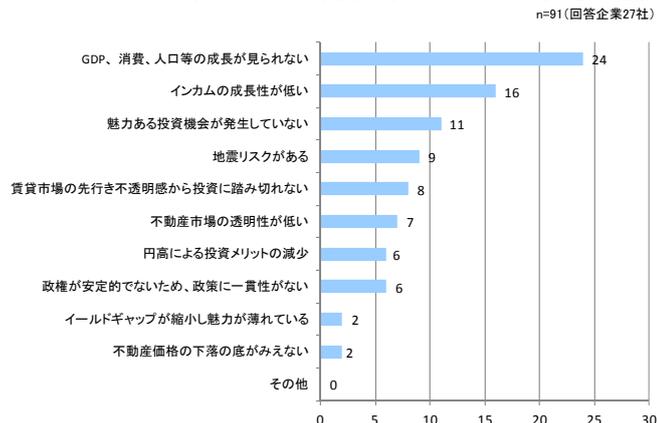
海外投資家が日本に投資する理由では、「不動産市場の規模が大きい」が25件、「グローバルポートフォリオの中でアロケーションしたい」が24件、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」が21件となり、上位3項目の構成は2012年1月調査と変わらなかった。その他、「インカムの安定性が高い」、「対アジア投資を拡大させる中で、成熟市場である日本に投資したい」、「貸貸市場が回復局面に入っている」といった回答がそれぞれ16件と、一定程度見られた。

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24件で最多となり、次いで「インカムの成長性が低い」が16件、「魅力ある投資機会が発生していない」が11件となった。

〈図表 17: 海外投資家が日本へ投資する理由〉



〈図表 18: 海外投資家が日本へ投資しない理由〉



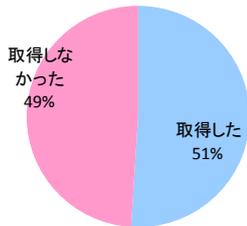
⑤物件取得/売却状況(2012年7~12月)

物件取得状況については、回答数ベースで「取得した」が51%であり、2012年7月調査の42%と比べて増加した。取得検討(収益性の検証等)を行った件数としては「11~30棟」が18件と最多であり、続いて「10棟以下」が14件となった。また、物件取得に至らなかった理由としては、「価格目線が合わなかった」が36件で最多となった。

2012年下半年期(7~12月)の物件売却状況(2012年上半年期(1~6月)との比較)については、「改善した」が8件、「やや改善した」が20件に対して、「厳しくなった」、「やや厳しくなった」が0件と物件売却状況には改善が見られる。

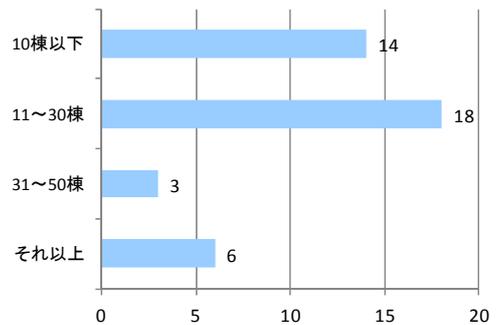
〈図表 19: 物件取得状況〉

(回答企業49社)



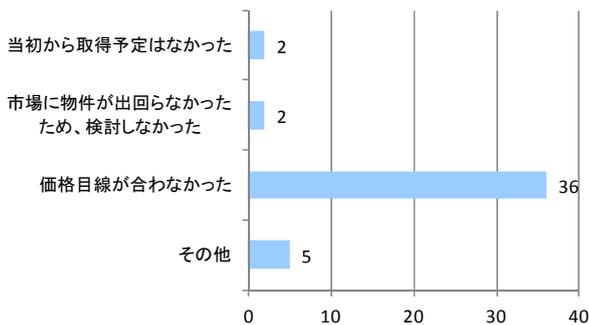
〈図表 20: 取得検討を行った件数〉

(回答企業41社)



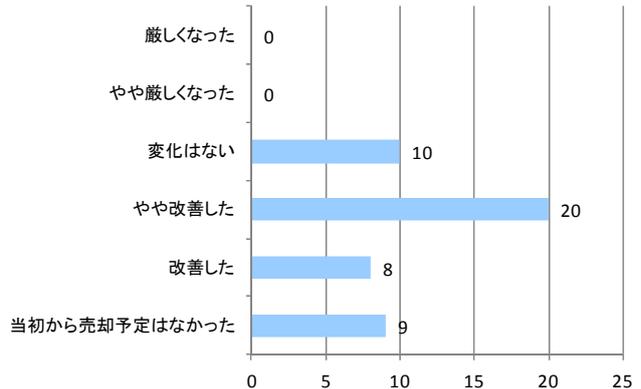
〈図表 21: 物件取得に至らなかった理由〉

n=45(回答企業43社)



〈図表 22: 物件売却状況〉

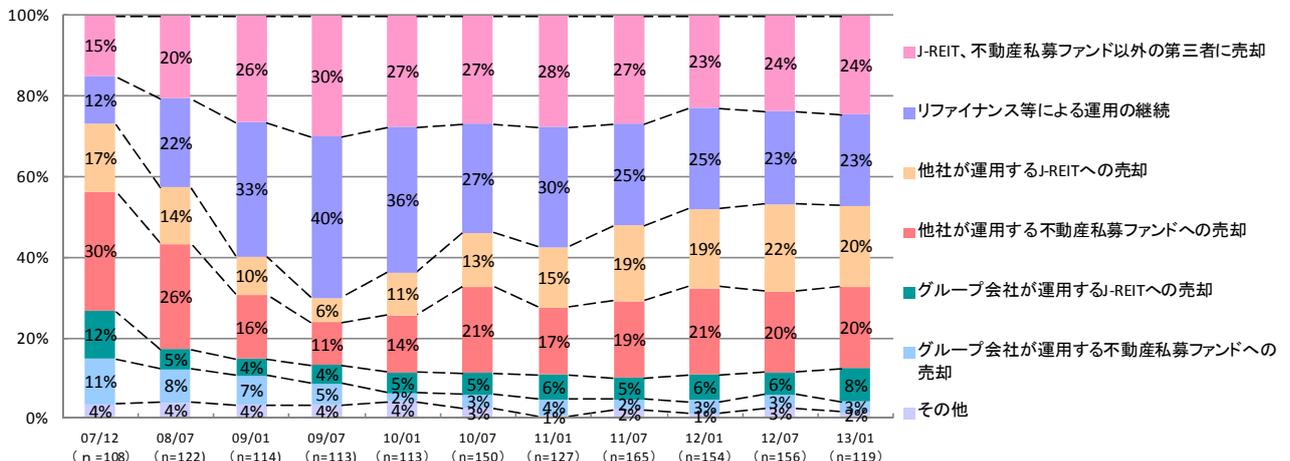
(回答企業47社)



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、前回調査から大きな変化はなく、「J-REIT、不動産私募ファンド以外の第三者に売却」が24%で最多、その他「リファイナンス等による運用の継続」が23%、「他社が運用するJ-REITへの売却」、「他社が運用する不動産私募ファンドへの売却」がそれぞれ20%となった。

〈図表 23: 今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法〉



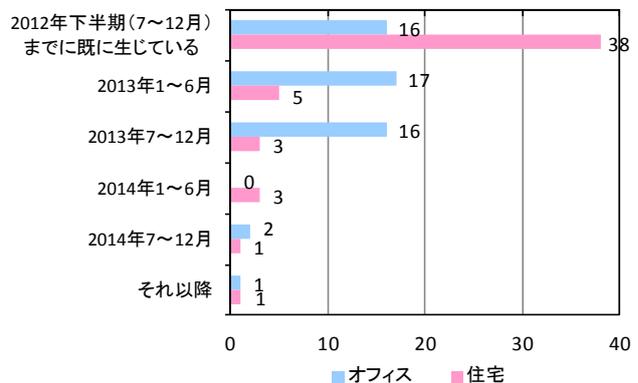
2. 不動産投資運用ビジネスを取り巻く環境と今後の展望

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「2012年下半年(7~12月)までに既に生じている」が16件に対し、「2013年1~6月」が17件、「2013年7~12月」が16件と、2013年内とする回答が多かった。

一方、住宅は「2012年下半年(7~12月)までに既に生じている」が38件で最多となり、多くの運用会社が既に賃料は下げ止まっていると見ている。

<図表 24: 賃料の下げ止まり時期>

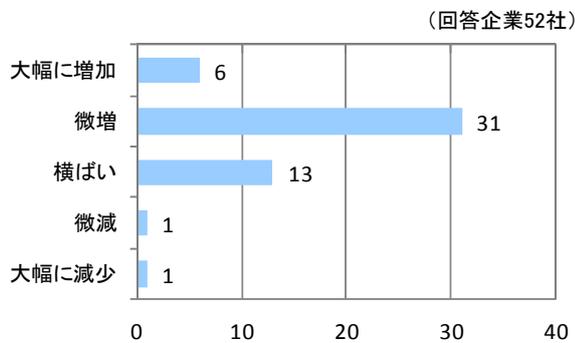


②2012年下半年(7~12月)の取引状況と今後の見通し

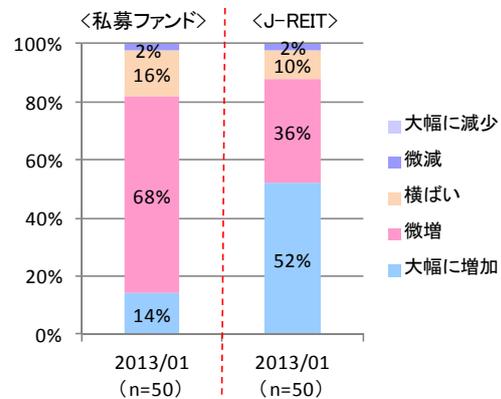
2012年下半年(7~12月)の不動産取引状況は、2012年上半年(1~6月)と比較してどう変化したかについては、「微増」が31件で最多となり、「大幅に増加」が6件など、取引状況が改善傾向にあることを示している。

2013年上半年(1~6月)の主体別の投資取引の見通しについては、私募ファンドでは「微増」が68%、「大幅に増加」が14%であり、J-REITでは「微増」が36%、「大幅に増加」が52%と、J-REITによる投資取引が先行して活発化し、私募ファンドによる投資取引も2013年以降増加していくとの見方が引き続き多い結果となった。

<図表 25: 取引状況の変化>



<図表 26: 2013年の私募ファンド・J-REITによる取引見通し>



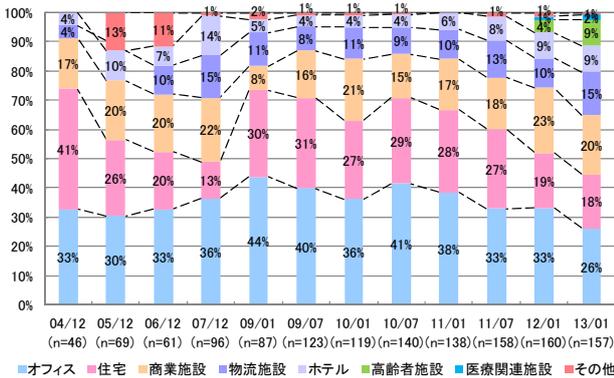
③今後の不動産運用における取り組み

~今後注力していきたい物件タイプ/エリア~

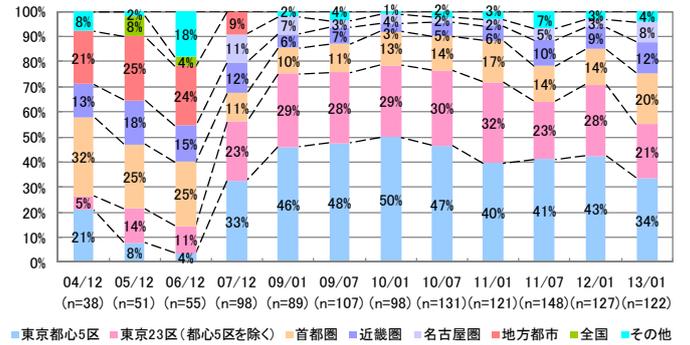
※ 本項目は複数回答可能な方式で質問し、全回答数に占める割合を集計したものです。

今後注力していきたい物件タイプの回答割合は、「オフィス」が33%→26% (53件→41件)へと減少した一方で、「物流」が10%→15% (16件→23件)、「高齢者住宅」が4%→9% (7件→14件)と増加を示した。また、今後注力していきたいエリアの回答割合は、「都心5区」が43%→34%、「東京23区(都心5区を除く)」が28%→21%へとそれぞれ減少した一方で、「首都圏」が14%→20%、「近畿圏」が9%→12%、「名古屋圏」が3%→8%へとそれぞれ増加した。取引市場の底入れ・回復に伴い今後は都心部のオフィス等を中心に取得競争が徐々に激しくなるとの観測から、より高い利回りの物件タイプ・エリアへと投資対象をシフトしていくものと推察される。

〈図表 27: 今後注力していきたい物件タイプ〉



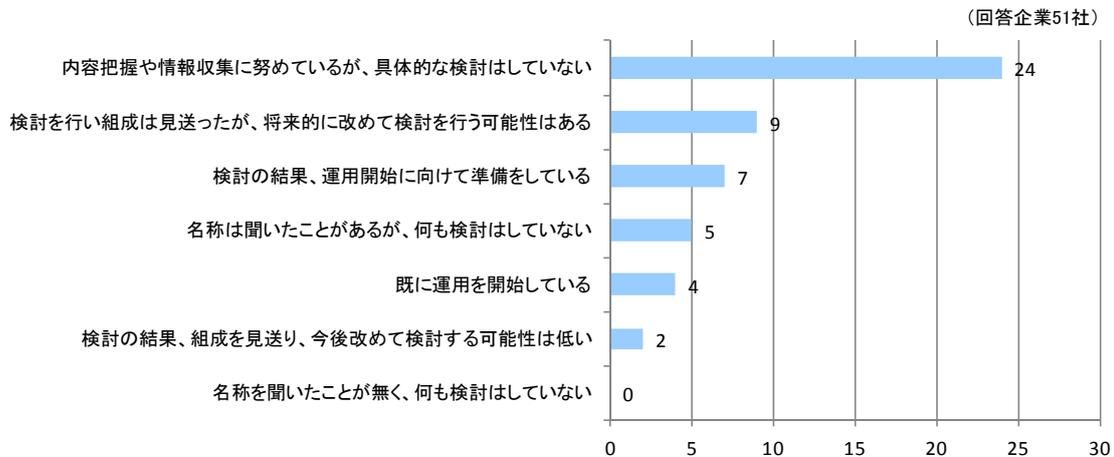
〈図表 28: 今後注力していきたいエリア〉



④オープンエンドファンドの取り組み状況

オープンエンドファンドの取り組みについては、「具体的な検討はしていない」が24件など、取り組みを行っていない運用会社が過半を占めるものの、「既に運用を開始している」が4件、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」が7件となり、実際に組成あるいは運用を開始するケースも増え始めているなど、運用会社各社の関心が高まってきている。

〈図表 29: オープンエンドファンドの取り組み状況〉

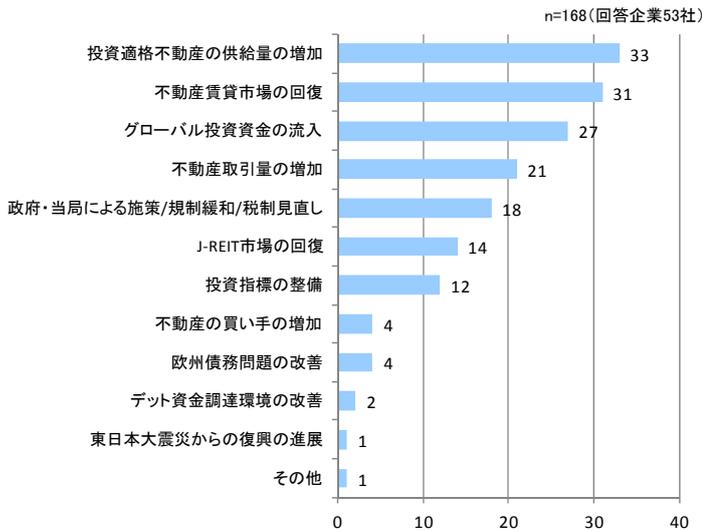


⑤必要な施策・変化

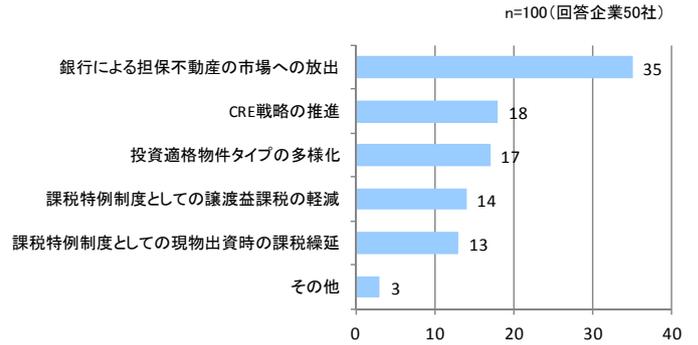
不動産私募ファンドを取り巻く状況が改善するためには、どのような施策・変化が必要かについては、「投資適格不動産の供給量の増加」との回答が33件で最多となり、次いで「不動産賃貸市場の回復」が31件、「グローバル投資資金の流入」が27件と続いた。

また、投資適格不動産の市場への供給増加のために必要な条件については、「銀行による担保不動産の市場への放出」が35件と最も多く、次いで「CRE戦略の推進」が18件、「投資適格物件タイプの多様化」が17件となった。

〈図表 30: どのような施策・変化が必要か〉



〈図表 31: 投資適格不動産の供給増加に必要な条件〉

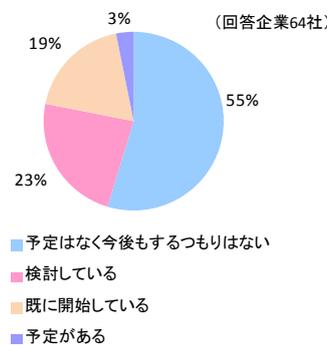


⑥海外不動産を対象とした不動産運用ビジネス

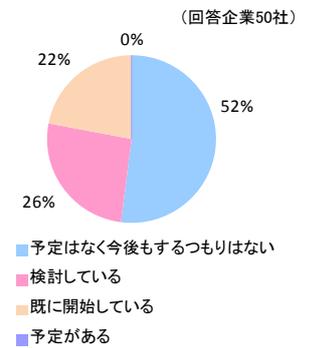
海外不動産を対象とした不動産運用ビジネスについては、「予定はなく、今後もしないつもりはない」が、2012年7月調査の55%から2013年1月調査では52%に減少した。一方「検討している」は23%から26%に、「既に開始している」は19%から22%に上昇した。半年間で海外不動産運用ビジネスへの展開を考える運用会社の割合がやや増加していることが明らかになった。

〈図表 32: 海外不動産対象の投資運用ビジネスの意向〉

【2012年7月調査】

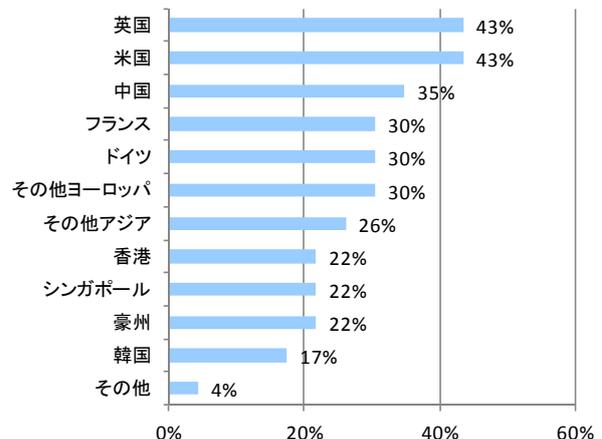


【2013年1月調査】



〈図表 33: 投資対象としている/する予定の国〉

(回答企業23社)

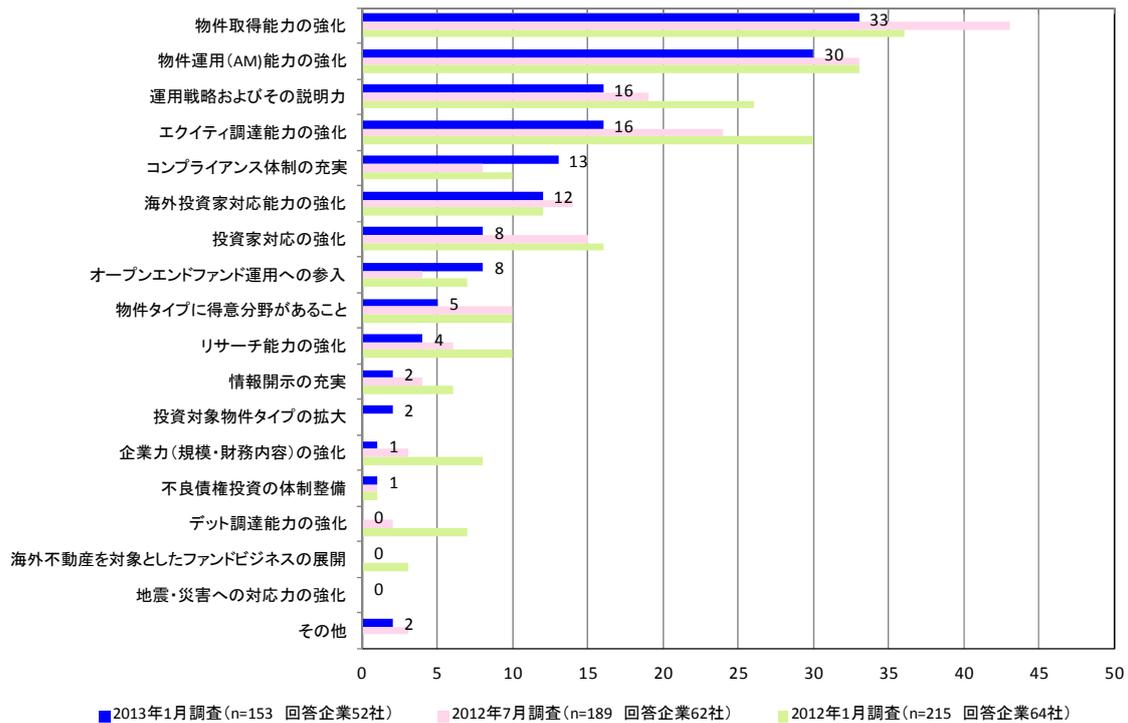


投資対象としている/今後する予定の国は、「英国」、「米国」がそれぞれ43%、「中国」が35%と続いた。2012年1月調査では「中国」が54.8%と最多であったのに対し、大きく減少した。2012年1月調査と比較すると、「中国」、「シンガポール」といったアジア圏から、欧米圏への投資の関心が高まっていることが読み取れる。

⑦ 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」、「運用戦略およびその説明力」、「エクイティ調達能力の強化」となった。投資家の投資意欲と取引状況のいずれにおいても、2013年1月調査では前回調査と比較してやや改善傾向にあることが示されたものの、依然として投資適格物件の取得が課題である状況が伺える。

〈図表 34: 運用会社として存続・成長するための条件〉



別紙 <用語の定義>

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。
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:03-6430-1330

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。