

## 不動産私募ファンドに関する実態調査 2013年7月

～調査結果～

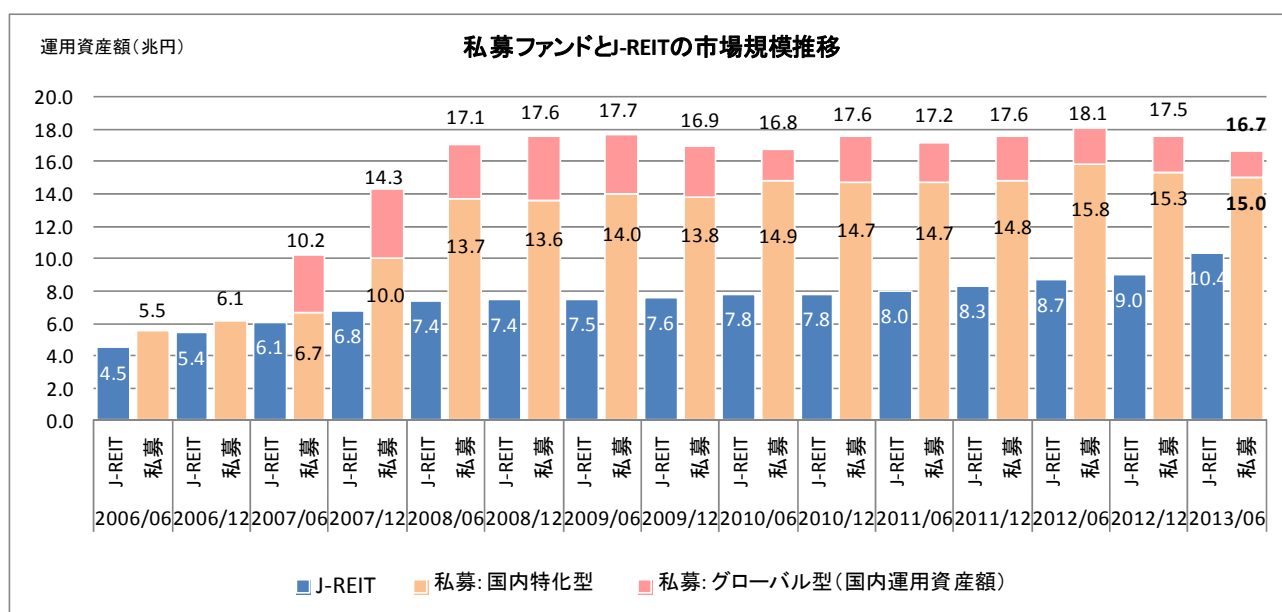
2013年8月28日

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16回目となり、63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:118社
  - 回答会社数:63社(回収率:53.4%)
  - 調査時期:2013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、2013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16.7兆円と推計した。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12月末時点の運用資産額は17.5兆円であり、半年で約8,800億円(5.0%)減少した。

## ＜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16.7兆円＞

- 不動産取引市場の好調を背景に売買取引が活発化し、既存ファンドの物件売却が各社で増加した結果、運用資産額を減少させた運用会社が多数あった。加えてグループ会社が運用するREITを新規上場させ私募ファンドから物件譲渡したケースも見られた。2013年1-6月において新規のファンド組成も行われたが、物件取得額は限られており、結果として私募ファンドの運用資産残高は減少した。
- しかしながら不動産エクイティ投資家の投資意欲は著しく高まっており、特に海外資金による日本不動産への投資が増えると多くの不動産運用会社が見ている。
- デット資金調達環境は引き続き良好であり、2013年1-6月に組成されたファンドの平均LTVは不動産取得額ベースで70%を超えている。



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 2013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。

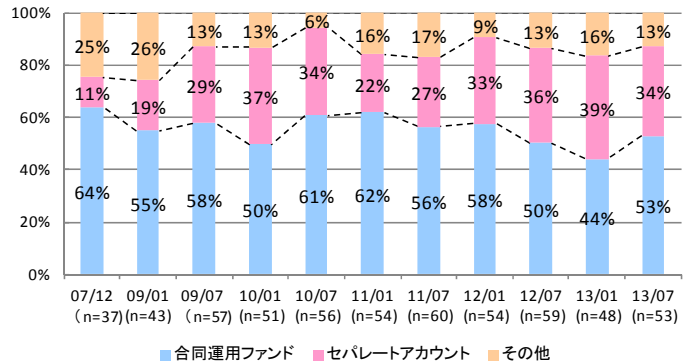
1. 不動産投資運用ビジネスにおける現在の状況

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4兆5,345億円(53%)、「セパレートアカウント」は2兆9,218億円(34%)となった。

＜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＞



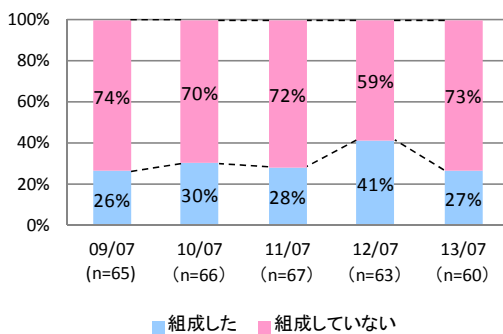
② 2013年1-6月のファンド組成状況

～組成の有無、ファンドの種類～

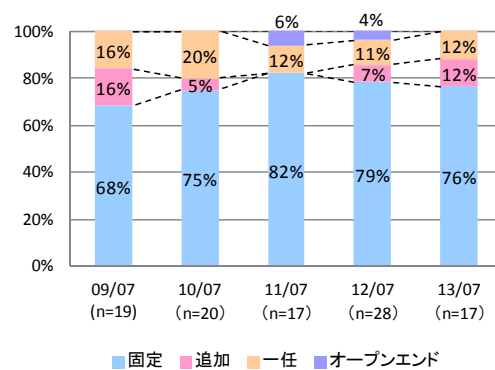
「2013年1-6月期にファンドを組成した」と回答した運用会社は、回答企業60社のうち16社(27%)となり、2012年7月調査の26社(41%)よりも減少した。

新規組成ファンドについて2012年7月調査と比較すると、「固定型」の割合はほぼ同水準、「オープンエンド」を組成したとの回答はなかった。運用スタイル別では、「コア」の割合はほぼ同水準、「オポチュニティ」の割合は14%から24%に拡大し、「開発型」を組成したとの回答はなかった。ファンドの予定運用期間は「7年以上」が25%から6%、「5～7年」が21%から6%と、大幅に減少した。長期運用のファンド組成は2012年1-6月期に多く行われたが、組成する運用会社が限定されており、2013年1-6期は組成が抑制されたと考えられる。

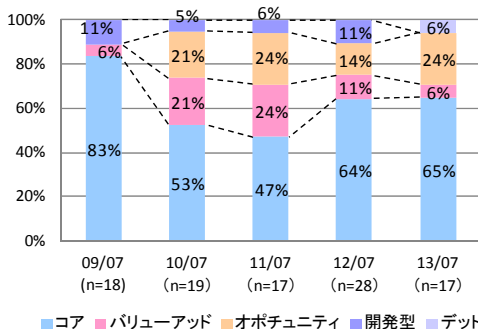
＜図表 2: 上半期の新規ファンド組成状況＞



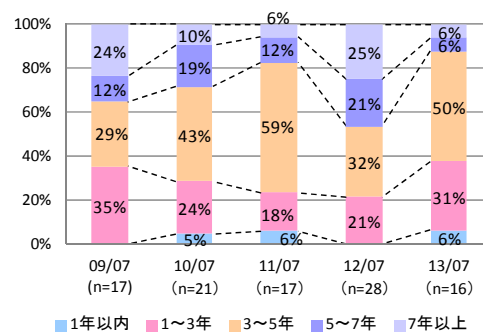
＜図表 3: 新規組成ファンドのファンドタイプ＞



＜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＞

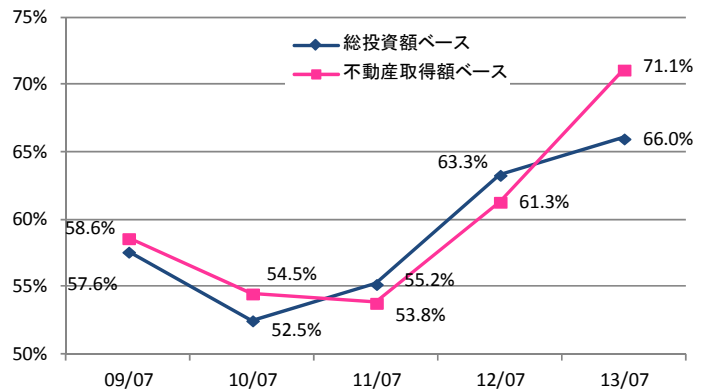


※固定型、追加型、一任型、オープンエンドファンド、コア、バリュアード、オポチュニティ、開発については13ページの「用語の定義」をご参照ください。

～LTV水準～

2013年上半期(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66.0%、不動産取得額ベースで平均71.1%となり、上昇基調が続いている。平均LTVが上昇した理由としては、デット資金調達環境が良好<図表8>なことを受け、LTV水準を高めめに設定するファンドが増加したこと等が挙げられる。

<図表 6:新規組成ファンドのLTV水準>

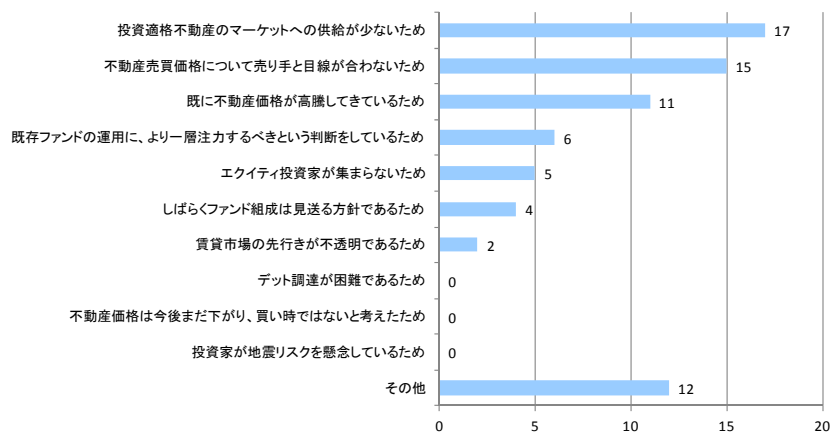


～ファンドを組成しなかった理由～

運用会社の7割強は2013年1-6月においてファンドを組成していない<図表2>。この理由として「投資適格不動産のマーケットへの供給が少ないため」(17件)、「不動産売買価格について売り手と目線が合わないため」(15件)との回答が上位となった。また、「既に不動産価格が高騰してきているため」(11件)が挙げられ、物件取得に割高感があるとする運用会社が回答者の1/4を占めた。

<図表 7:ファンドを組成しなかった理由>

(回答企業42社)

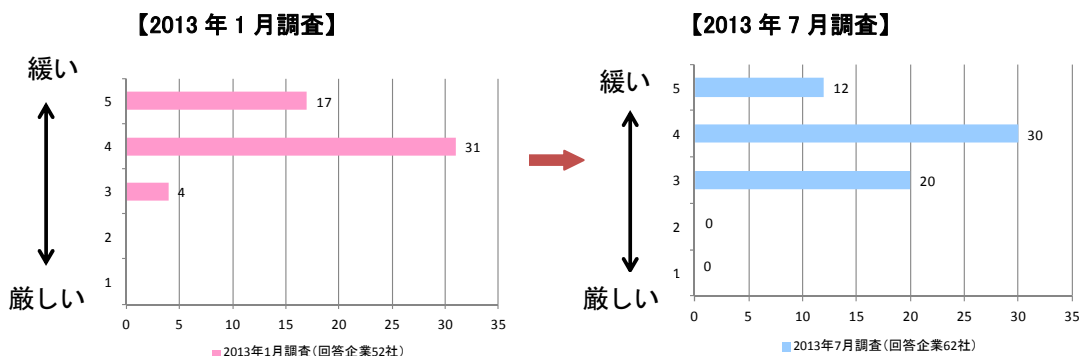


③ デット資金調達状況

現在のデットの資金調達状況について、「非常に厳しい」を「1」、「非常に緩い」を「5」としてその状況を数値で尋ねたところ、「4」の回答が30件と最も多く、次いで「3」が20件となった。2013年1月時点の調査と比較して、「3」と回答した運用会社は4社から20社に増加しており、「5」と回答した運用会社は17社から12社に減少した。「非常に厳しい」、「厳しい」と回答した運用会社はないことから、デット資金調達環境が悪化したのではなく、良好なデット資金調達環境が常態化していることが、「3」が増加した要因と考えられる。

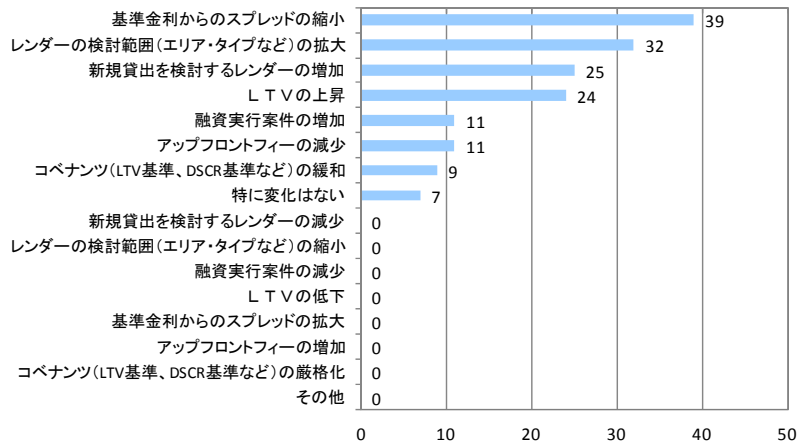
具体的な改善点を挙げて頂いたところ、「基準金利からのスプレッドの縮小」(39件)、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」(32件)、「新規貸出をするレンダーの増加」(25件)となった。2013年1月調査でも「基準金利からのスプレッドの縮小」が最多回答となっており、スプレッドの縮小傾向が更に進んでいる状況がうかがえる。

<図表 8:デットの資金調達状況 >



〈図表 9: デット資金調達状況の変化〉

(回答企業61社)



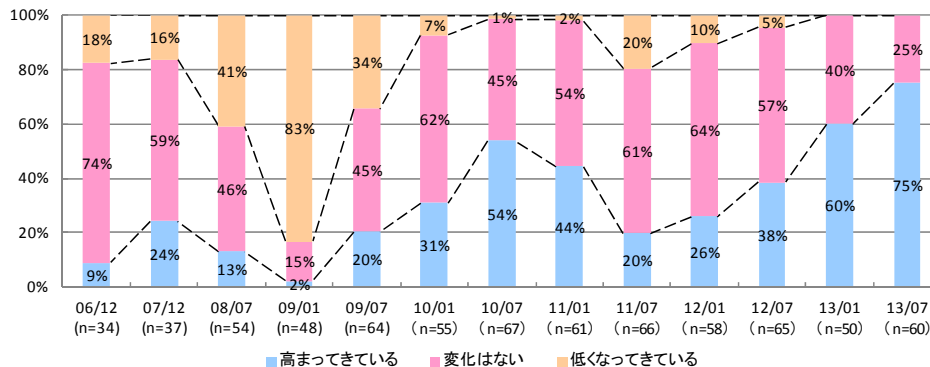
④ エクイティ資金調達状況

a. 不動産エクイティ投資家の投資意欲

不動産エクイティ投資家の投資意欲が「高まってきている」と回答した割合は75%となり、2011年7月調査(20%)から4期連続で増加した。一方、「低くなってきている」との回答はなく、「変化はない」との回答は25%に留まった。

不動産賃貸市場・取引市場の回復への期待から、内外年金基金や海外機関投資家を中心に不動産エクイティ投資家の投資意欲が更に高まっているものと推察される。

〈図表 10: 不動産エクイティ投資家の投資意欲〉

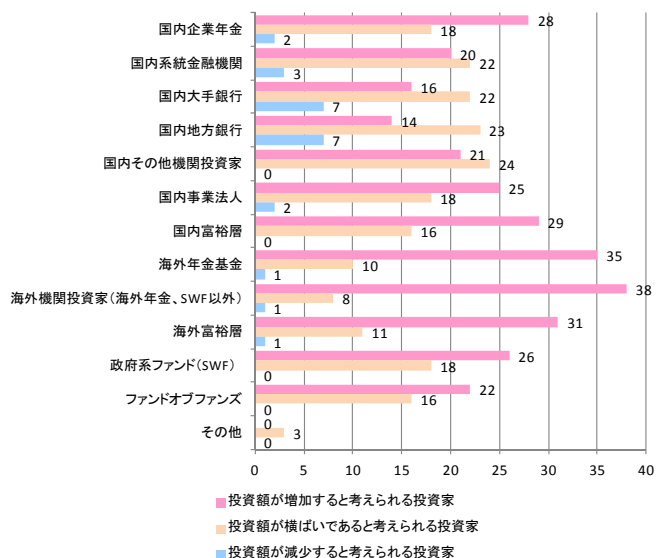


b. 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層

今後投資額が増加すると考えられる投資家層として最も回答が多かったのは「海外機関投資家(海外年金、SWF以外)」(38件)、次いで「海外年金基金」(35件)、「海外富裕層」(31件)と、海外投資家による投資額が増加するとの回答が目立った。

また、これまで「投資額が減少する」との見方が多かった「国内大手銀行」、「国内地方銀行」についても、「増加する」との回答が「減少する」を上回り、総じて2013年1月調査よりも投資額が増加するとした回答が増えた。

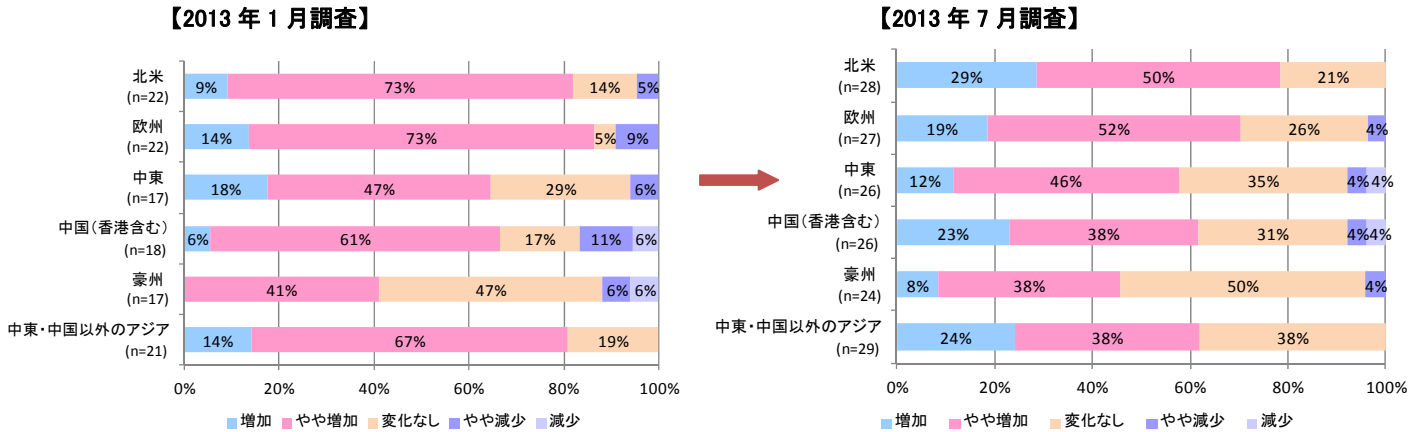
〈図表 11: 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層〉



c. 海外投資家の日本の不動産への投資見通し

海外投資家の日本の不動産への投資見通しは、2013年1月調査と比較して全体的に改善している。中東以外の全ての地域で「やや増加」が減少し、「増加」の回答割合が高まった。具体的には、「増加」との回答が、「北米」で9%から29%、「欧州」で14%から19%、「中国(香港含む)」で6%から23%、「豪州」で0%から8%、「中東・中国以外のアジア」で14%から24%に増加した。

<図表 12: 海外投資家の日本の不動産への投資見通し>

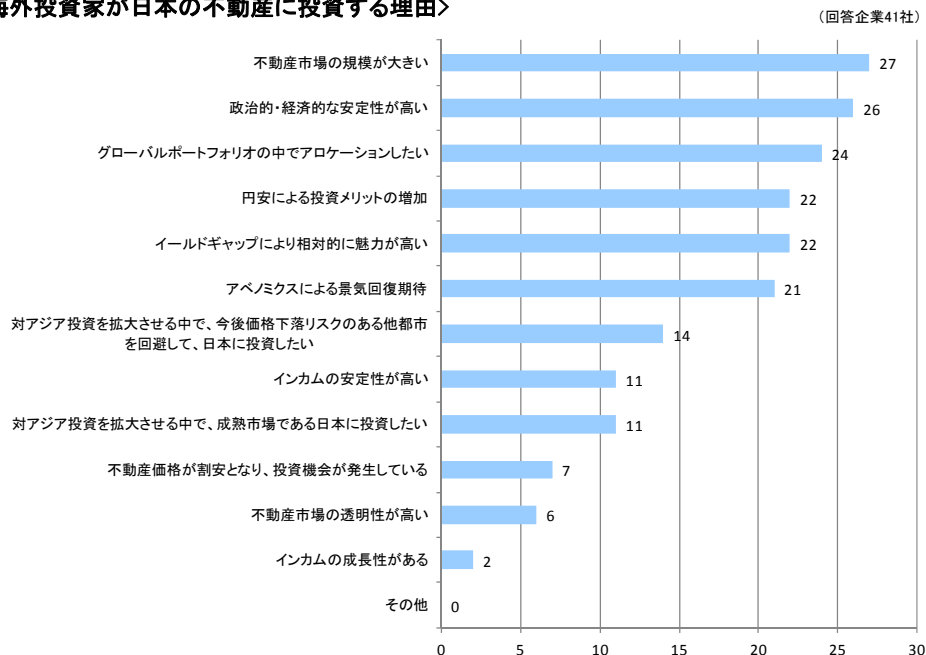


～海外投資家が日本の不動産に投資する/投資しない理由～

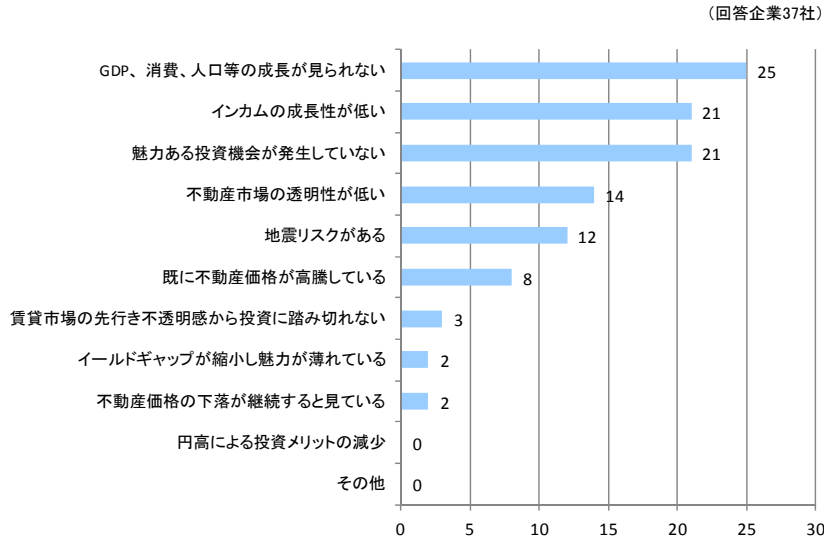
海外投資家が日本の不動産に投資する理由では、「不動産市場の規模が大きい」(27件)、「政治的・経済的な安定性が高い」(26件)、「グローバルポートフォリオの中でアロケーションしたい」(24件)が多く挙げられた。また、今回新設した「アベノミクスによる景気回復期待」は21件となり、自民党政権下における経済および不動産市場の回復が期待されている。

一方、海外投資家が日本の不動産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」(25件)、「インカムの成長性が低い」(21件)、「魅力ある投資機会が発生していない」(21件)が多く挙げられた。経済の低成長や投資機会の少なさが懸念されており、成長性を重視する海外投資家の日本の不動産への投資意欲は限定的であると考えられる。

<図表 13: 海外投資家が日本の不動産に投資する理由>



〈図表 14: 海外投資家が日本の不動産に投資しない理由〉



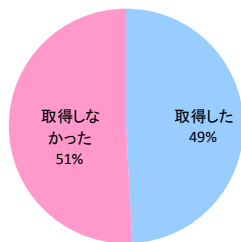
⑤ 物件取得/売却状況 (2013年1~6月)

物件取得状況については、回答数ベースで「取得した」が49%であり、2013年1月調査の51%と比べて微減となった。取得検討(収益性の検証等)を行った件数は「31~50棟」(7件)、「51棟以上」(11件)と、2013年1月調査より回答割合が増加しており、物件取得意欲の強さとともに市場に出回る取得候補物件数が増加していることが推察される。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」(19件)、「入札における競合が激しかった」(9件)となった。

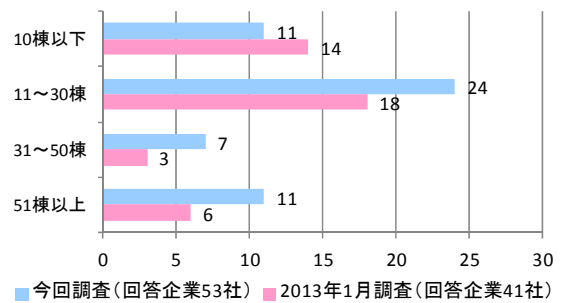
2012年下半年期(7~12月)と比較した2013年上半年期(1~6月)の物件売却状況については、「改善した」(29件)、「やや改善した」(18件)に対して、「厳しくなった」(0件)、「やや厳しくなった」(0件)と物件売却状況には改善が見られる。

〈図表 15: 物件取得状況〉

(回答企業61社)

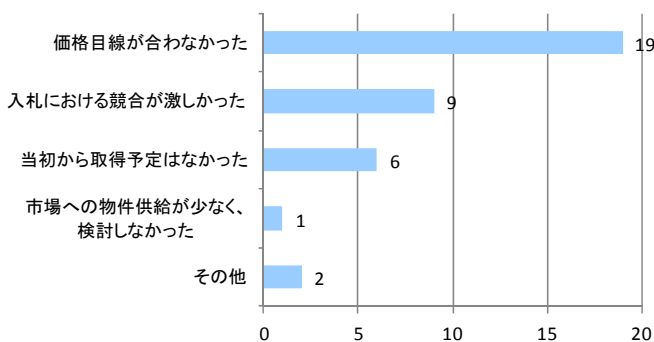


〈図表 16: 取得検討を行った件数〉



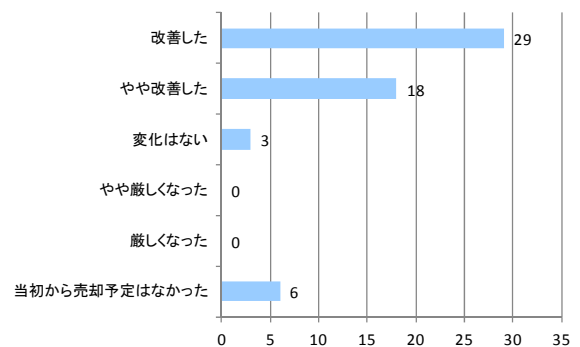
〈図表 17: 物件取得に至らなかった理由〉

(回答企業29社)



〈図表 18: 物件売却状況〉

(回答企業56社)

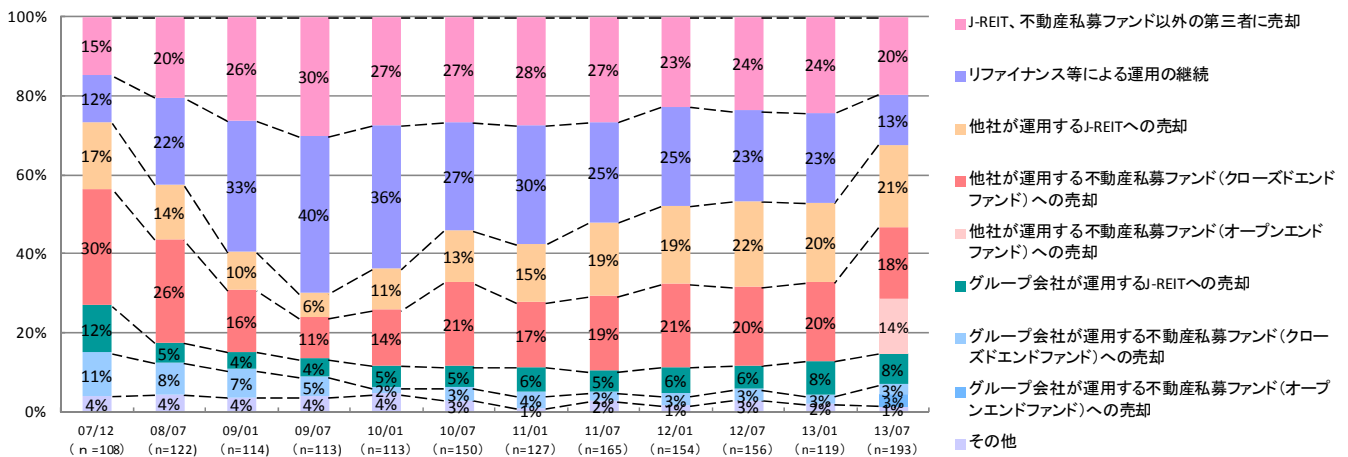


⑥ 出口戦略

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、「他社が運用するJ-REIT への売却」(21%)、「J-REIT、不動産私募ファンド以外の第三者に売却」(20%)、「他社が運用する不動産私募ファンド(クローズドエンドファンド)への売却」(18%)、「他社が運用する不動産私募ファンド(オープンエンドファンド)への売却」(14%)となった。一方で、「リファイナンス等による運用の継続」は13%となり、2013年1月調査の23%から大幅に減少した。

また、クローズドエンドとオープンエンドを今回調査から分けているが、オープンエンドファンドを売却先と捉える運用会社も一定程度確認された。物件売却状況は改善してきており、今後は既存の不動産私募ファンドにとって償還がしやすい状況にあると推察される。

〈図表 19: 今後1年間のファンドの出口として可能性の高い方法〉



※13/07調査より、不動産私募ファンドをクローズドエンドファンド、オープンエンドファンドに細分化した。

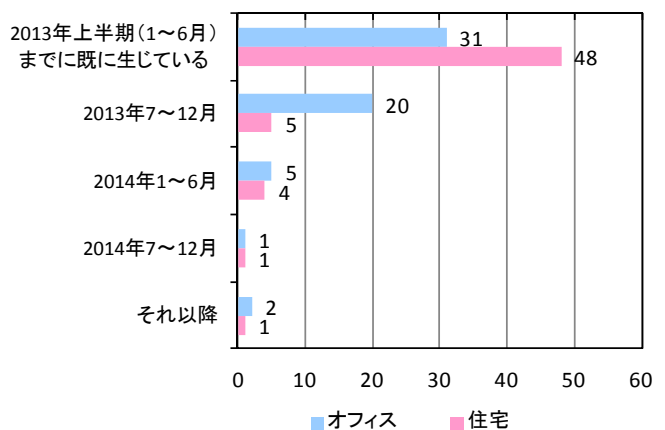
2. 投資用不動産マーケットの見通し

① 賃料の下げ止まり時期

オフィスビル賃料の下げ止まり時期については「2013年上半期(1~6月)までに既に生じている」(31社)という回答が最も多く、「2013年7~12月」(20社)と続いた。

住宅賃料の下げ止まり時期については「2013年上半期(1~6月)までに既に生じている」(48社)が最も多く、そのほかの回答は少数に留まった。

〈図表 20: 賃料の下げ止まり時期〉



② キャップレート(取引利回り)の見通し

〈オフィス〉

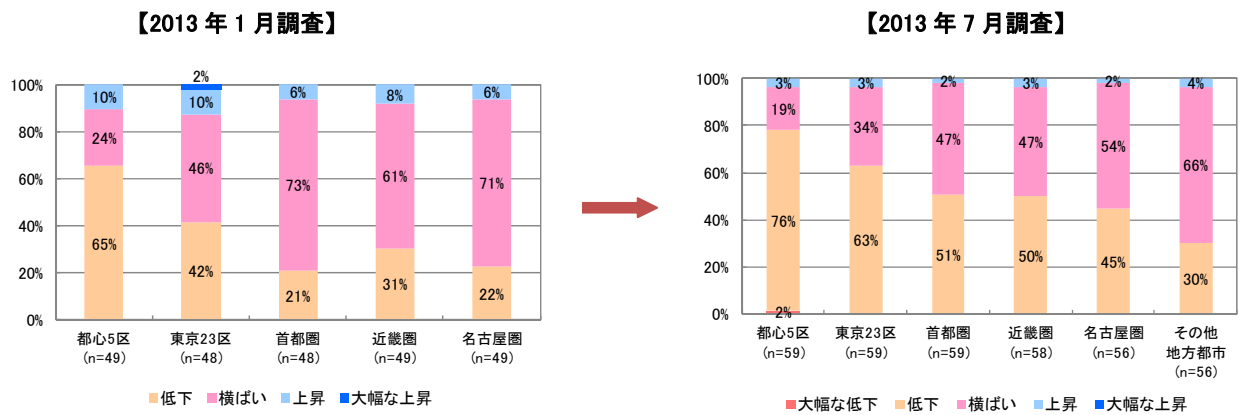
2013年1月調査(2012年7~12月)と比較して、キャップレートが「低下」という回答は、全ての都市圏において増加した。前回調査では、都心5区においてキャップレートが「低下」とする回答が多く挙げられたが、今回調査ではキャップレートが「低下」と回答した都市圏に拡大が見られた。

〈住宅〉

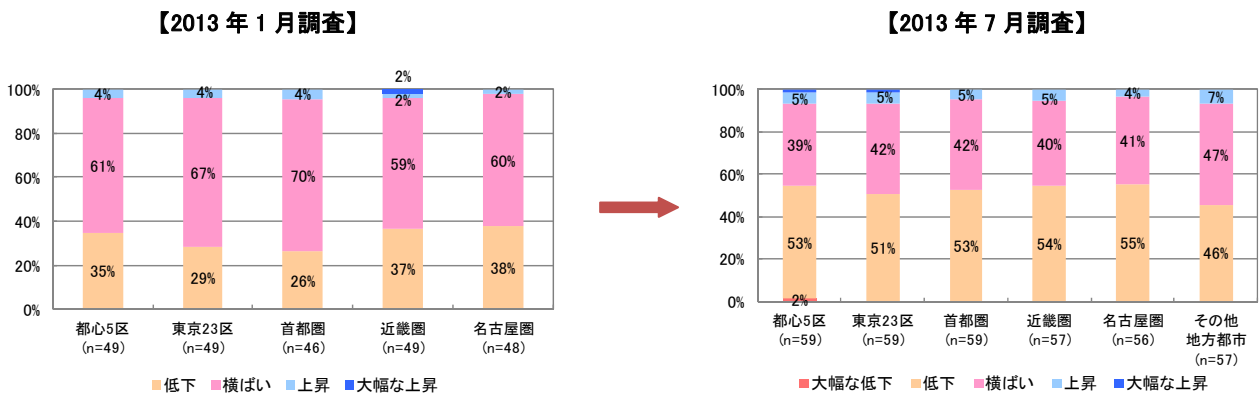
2013年1月調査(2012年7~12月)と比較して、キャップレートが「低下」という回答は、全ての都市圏において増加した。そのほかの都市圏についても、「低下」との回答割合が約半数を占める結果となった。

〈図表 21: キャップレート(取引利回り)の見通し〉

〈オフィス〉



〈住宅〉



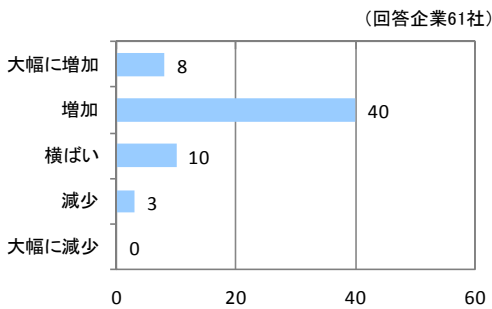
③ 2013年の取引状況と今後の見通し

2012年下半年(7~12月)と比較した2013年上半年(1~6月)の不動産取引状況は、「増加」(40件)、「大幅に増加」(8件)と、運用会社の多くが不動産取引の増加を実感している。

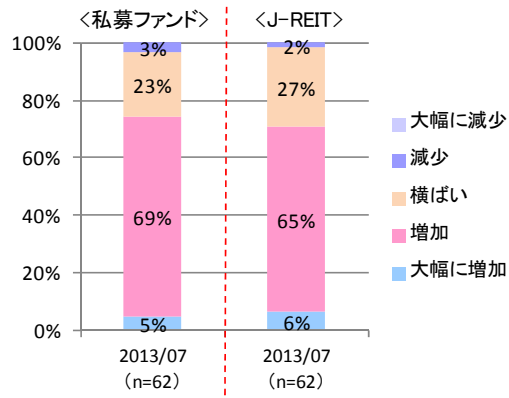
2013年下半年(7~12月)の主体別投資取引の見通しについては、J-REITでは「増加」(65%)と「大幅に増加」(6%)の回答割合の合計が71%、私募ファンドでは「増加」(69%)と「大幅に増加」(5%)の回答割合の合計が74%となった。J-REIT、私募ファンドともに「大幅に減少」との回答はなく、上場および非上場ファンドによる投資取引が引き続き増加するとの見方が多い。



〈図表 22: 取引状況の変化〉



〈図表 23: 2013年の私募ファンド・J-REITによる取引見通し〉



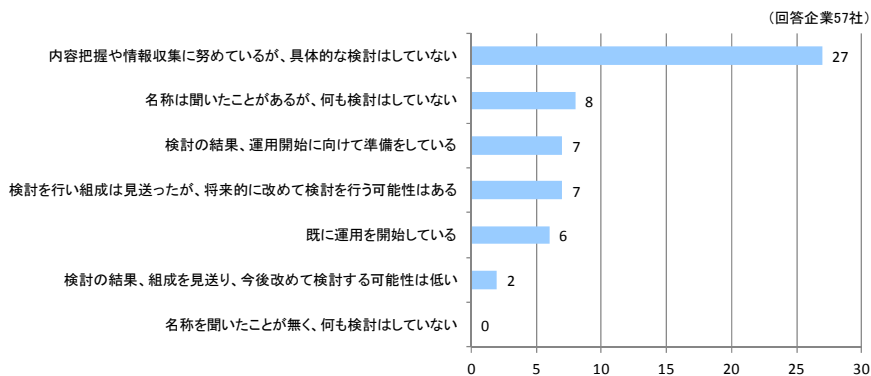
### 3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

#### ① オープンエンドファンドについて

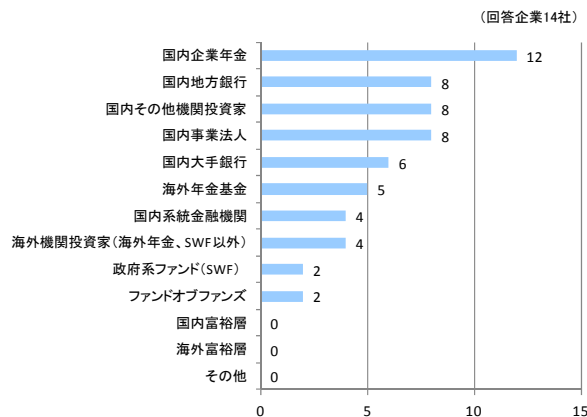
オープンエンドファンドの取り組みについては、「内容把握や情報収集に努めているが、具体的な検討はしていない」(27件)との回答が最多となった。「名称は聞いたことがあるが、何も検討はしていない」(8件)との回答が見られる一方で、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」(7件)、「検討を行い組成は見送ったが、将来的に改めて検討を行う可能性はある」(7件)、「既に運用を開始している」(6件)との回答が見られ、一定数の運用会社がオープンエンドファンドを具体的に検討・運用していることがわかる。

ターゲットと想定する投資家層としては、「国内企業年金」(12件)との回答が最多となった。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状況がうかがえる。

〈図表 24: オープンエンドファンドの取り組み状況〉



〈図表 25: ターゲットとなる投資家層〉

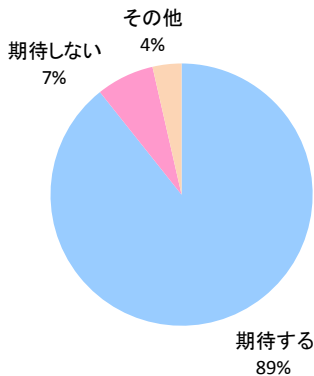


② 年金基金による不動産投資について

国内年金による不動産投資拡大への期待については「期待する」が89%を占めた。この理由として、年金基金は長期運用の資金であり、不動産投資に適性があると見られる一方で、現時点で不動産のアロケーションが低いことなどが挙げられた。期待する年金の属性としては「年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)」と「企業年金(厚生年金基金・確定給付企業年金基金)」がともに39件となった。

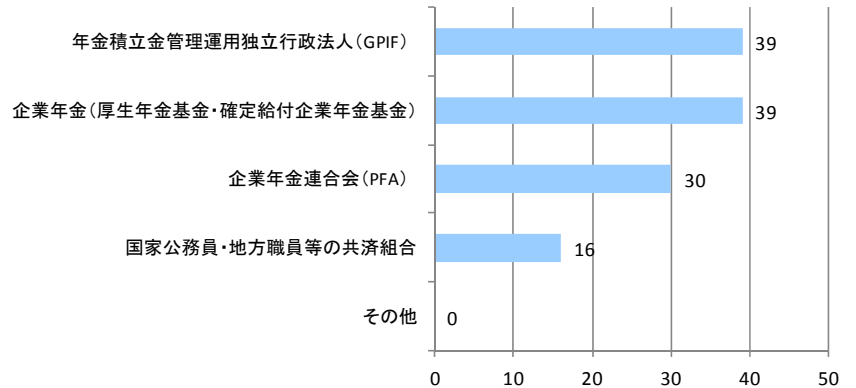
〈図表 26: 国内年金による不動産投資拡大への期待〉

(回答企業56社)



〈図表 27: 不動産投資拡大を期待する年金の属性〉

(回答企業51社)



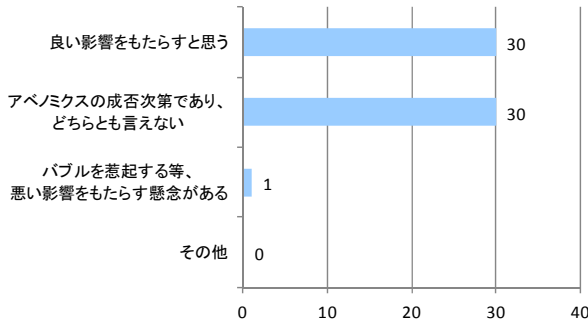
③ アベノミクスによる不動産市場への影響

アベノミクスが不動産市場にもたらす影響については「良い影響をもたらすと思う」、「アベノミクスの成否次第であり、どちらとも言えない」との回答がそれぞれ30社あった。アベノミクスの成否という意味で不透明感はあるものの、「バブルを惹起する等、悪い影響をもたらす懸念がある」との回答は1社に留まった。慎重な見方をする運用会社とアベノミクスに期待している運用会社が同数であり、見方が分かれる状況にある。

アベノミクスが継続することにより今後1年間で起こる変化(エクイティの資金調達環境)については、「不動産価格上昇への期待から投資資金が拡大する」(45件)、「株式市場、J-REIT市場が活況となり、不動産私募ファンド市場へも投資資金が流入する」(35件)、「円安が進行し、海外投資家の投資資金が拡大する」(23件)となった。

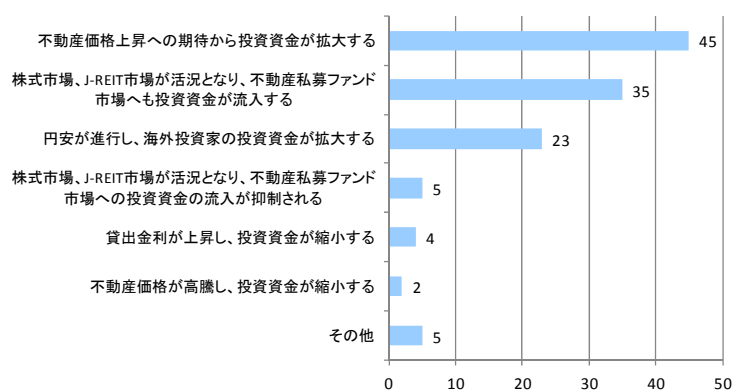
〈図表 28: アベノミクスがもたらす影響〉

(回答企業61社)



〈図表 29: アベノミクスが継続することにより今後1年間で起こる変化〉  
(エクイティ資金調達環境)

(回答企業61社)

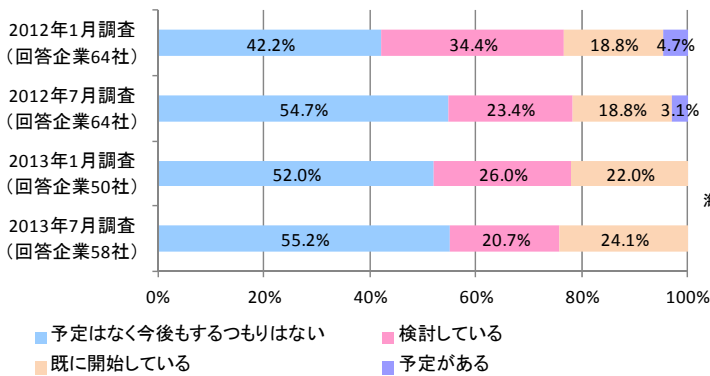


④ 海外不動産を対象とした投資運用ビジネス

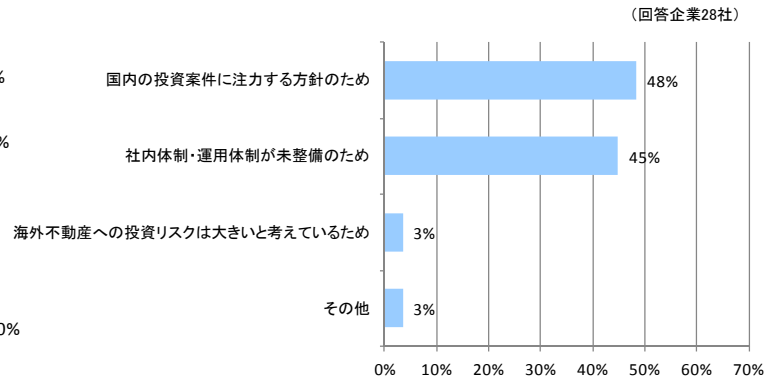
海外不動産を対象とした投資運用ビジネスは、「予定はなく今後もするつもりはない」との回答が半数を超える一方で、「既に開始している」との回答が2013年1月調査から増加し、約1/4(24.1%)を占めた。

海外不動産を対象とした投資運用ビジネスを行わない理由としては「国内の投資案件に注力する方針のため」(48%)との回答が多く、現状で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あるものの、海外不動産を投資対象とする運用会社も一定程度見られる。

<図表 30: 海外不動産対象の投資運用ビジネスの意向>



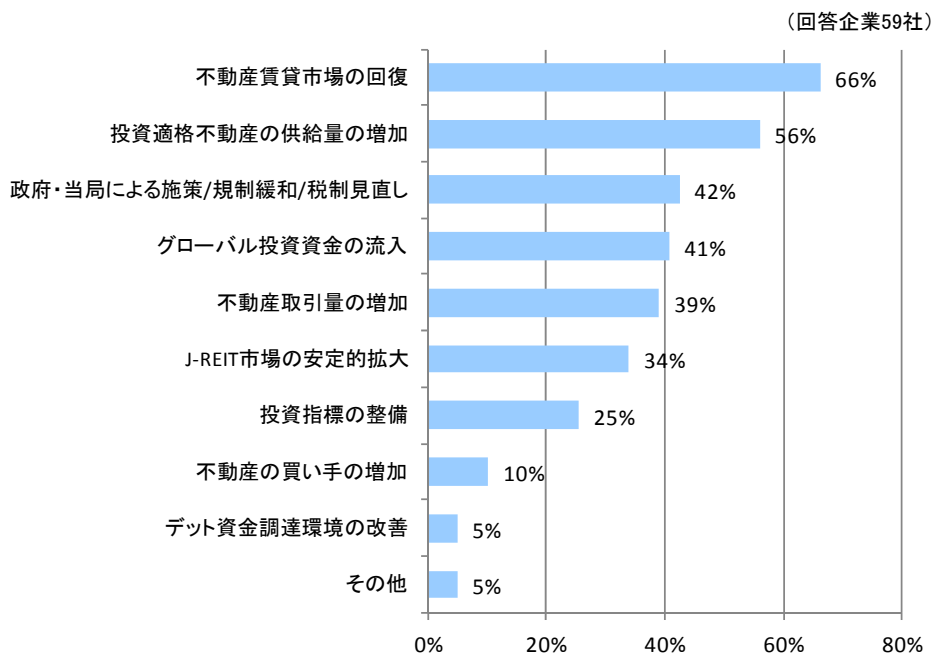
<図表 31: 海外不動産対象の投資運用ビジネスを行わない理由>



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・変化が必要であるかについては、「不動産賃貸市場の回復」(66%)が最多となり、キャッシュフローの成長性が重要であると考えている運用会社が多いことがうかがえる。このほか、「投資適格不動産の供給量の増加」(56%)、「政府・当局による施策/規制緩和/税制見直し」(42%)が多く指摘された。

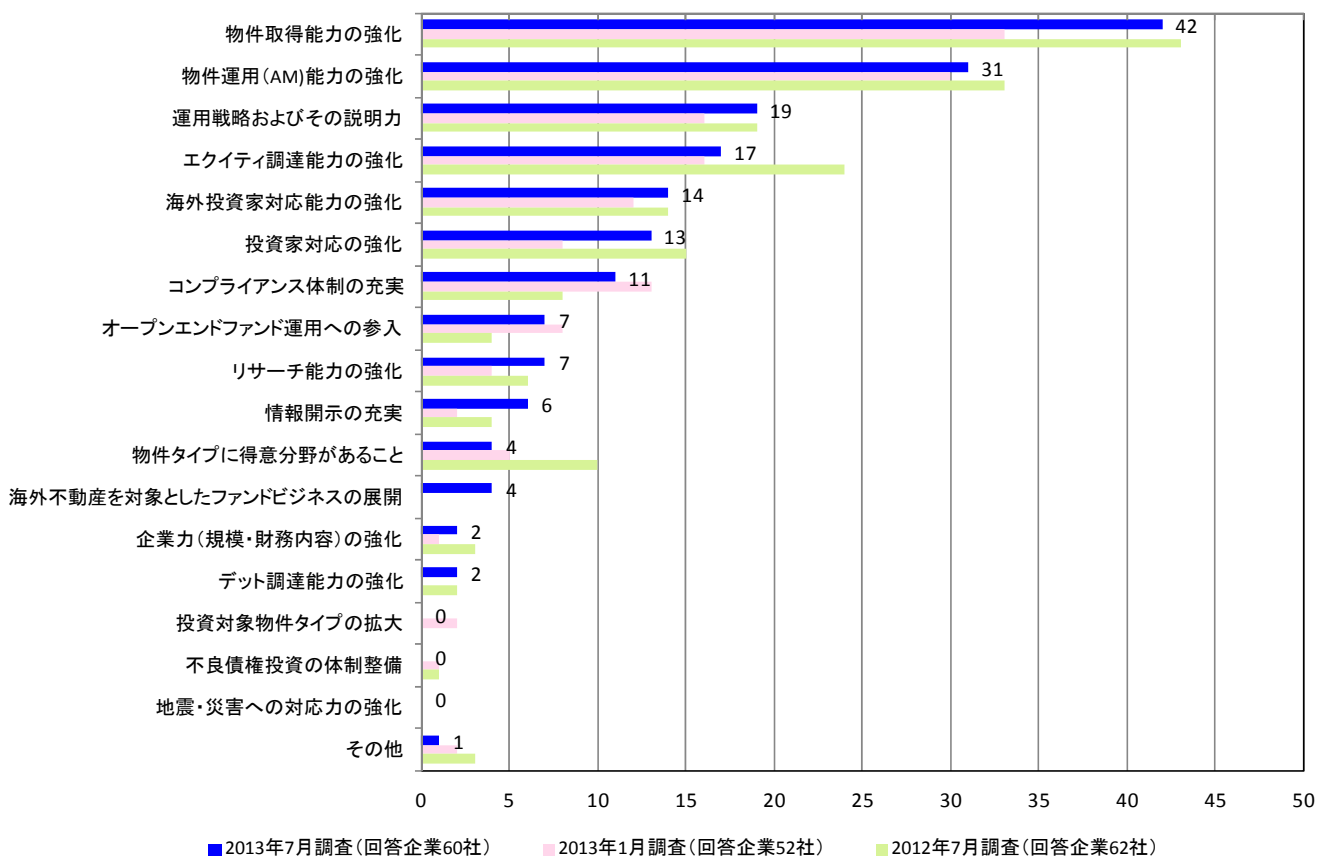
<図表 32: どのような施策・変化が必要か>



⑥ 運用会社として存続・成長するための条件・戦略

運用会社として存続・成長するための条件・戦略として最も多かった回答は「物件取得能力の強化」(42件)、次いで「物件運用(AM)能力の強化」(31件)であった。不動産エクイティ投資家の投資意欲が高まる一方で、不動産価格が上昇してきており、物件取得能力がより求められている状況がうかがえる。

<図表 33:運用会社として存続・成長するための条件・戦略>



## 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。

- 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。  
※AM受託のみとは、他社の組成したファンドにおいて、ファンドマネジメントを行わずアセットマネジメントのみを受託する場合をいう。
- 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、マネー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り、原則運用期間中の換金ができないファンドをいう。
- 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、運用期間中に解約・換金・追加投資が可能なファンドをいう。その際の持分価格は鑑定評価額を基に算出される。現在国内で運用されているオープンエンドファンドは私募REITの形態をとっている。
- エクイティコミットメント型** : 不動産私募ファンドのうち、出資契約において予め出資上限額を約し、ファンドの資金需要に応じて出資上限額の範囲内で一括または分割にて出資が行われるタイプをいう。キャピタルコール型ともいう。
- 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。
- バリュアード** : 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。
- デット** : 不動産あるいは不動産信託受益権の収益から元利払いがなされるローンに対する投資をいう。エクイティ投資に比べ、一般的にローリスク・ローリターンである。
- 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価格を用いる場合と総投資額を用いる場合がある。
- Cash on Cash 利回り** : 出資総額に対する単年度キャッシュフローの利回りをいう。
- 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.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 ヒューリック神谷町ビル 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。また、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。