

不動産私募ファンドに関する実態調査 2015年7月 ～調査結果～

2015年9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20回目となり、58社の不動産運用会社から回答を得た。

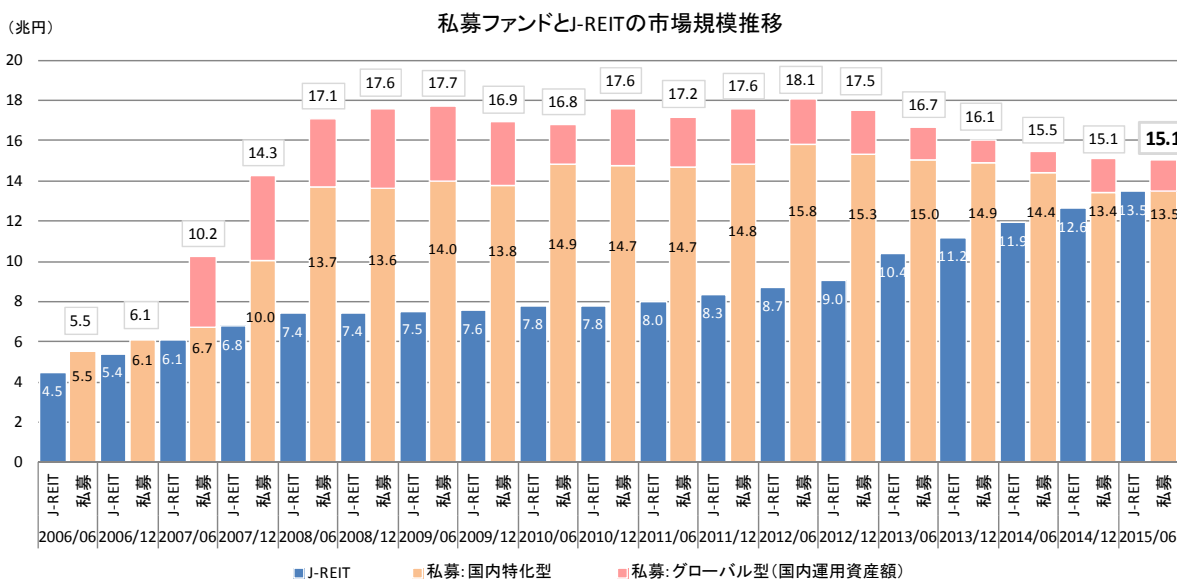
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:106社
- 回答社数:58社(回収率:54.7%)
- 調査時期:2015年7月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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、2015年6月末時点での不動産私募ファンドの市場規模(運用資産額ベース)を15.1兆円と推計した。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(2014年12月末時点)での運用資産額(15.1兆円)から505億円(0.3%)減少したものの、ほぼ横ばいの推移となった。

(※) グローバルファンド…日本以外の国も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の市場規模は、グローバルファンドを含めて15.1兆円＞

- ・2015年6月末時点での不動産私募ファンドの市場規模を、運用資産額ベースで約15.1兆円と推計した(グローバルファンド(※)による国内運用資産額を含む)。前回調査(2014年12月末時点)から505億円(0.3%)減少したものの、ほぼ横ばいの推移となった。
- ・運用資産額が増加した運用会社数が減少した運用会社数を上回ったが、ファンドの運用終了等により減額幅が大きい運用会社も複数あり、全体としてはほぼ横ばいでの推移となった。国内特化型私募ファンド、グローバルファンドそれぞれの総額も前回調査とほぼ変わらなかった。
- ・順調に資産規模が拡大しているJ-REITとは対照的に、私募ファンドの市場規模は、2012年12月末時点での調査以降、保有物件の売却を進めたことを主因として減少傾向にあった。今回調査では前回調査とほぼ変わらず横ばいの推移となり、市場の縮小傾向に歯止めがかかった可能性がある。不動産取引市場では物件取得が困難な状況が継続しているが、今後1年以内のファンド組成を計画している運用会社も多く、物件取得に関しては大半の運用会社が積極的な姿勢を示している。今後私募ファンド市場が再び拡大基調に入り、健全に成長していくことが期待される。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

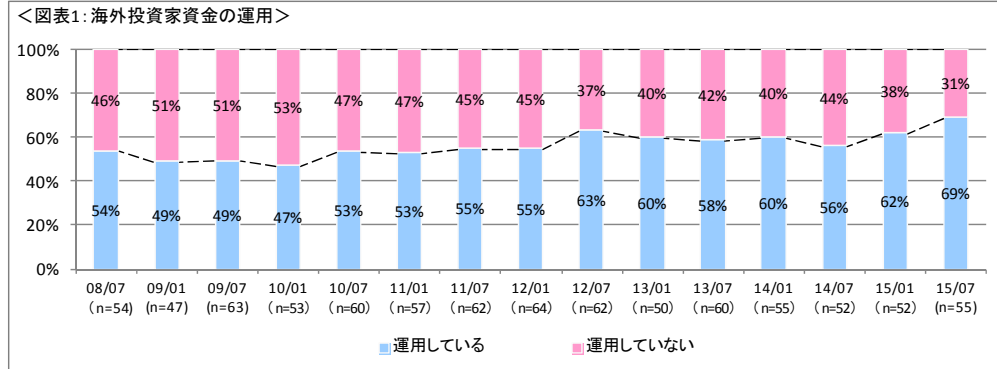
＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2015年7月 ～アンケート調査結果の概要～

(※) 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

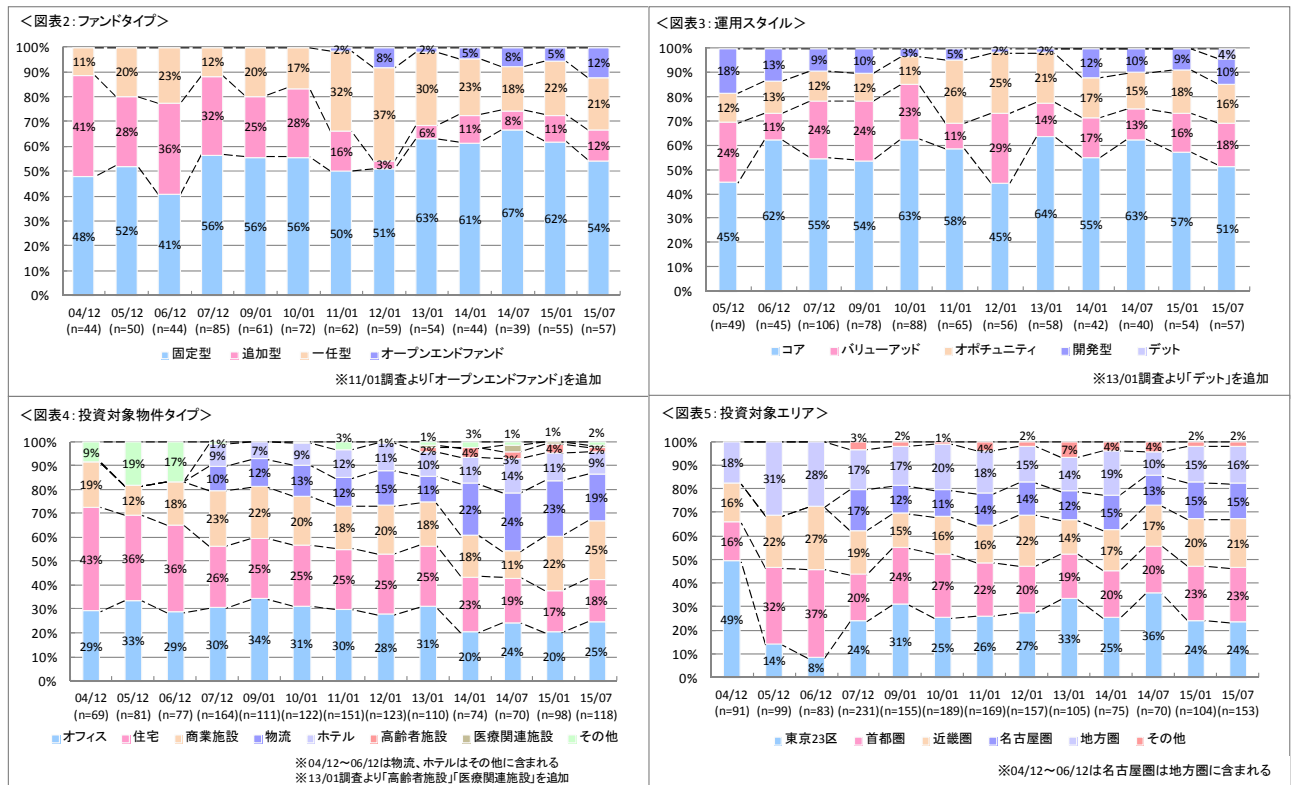
① 海外投資家資金の運用

運用する不動産私募ファンドにおいて、海外投資家の資金の運用を行っているかどうかについての質問では、「運用している」と回答した割合が69%にのぼった(図表1)。「運用している」との回答割合は、2008年7月調査以降で最多となり、海外投資家の関心が高まっている状況がうかがえる。

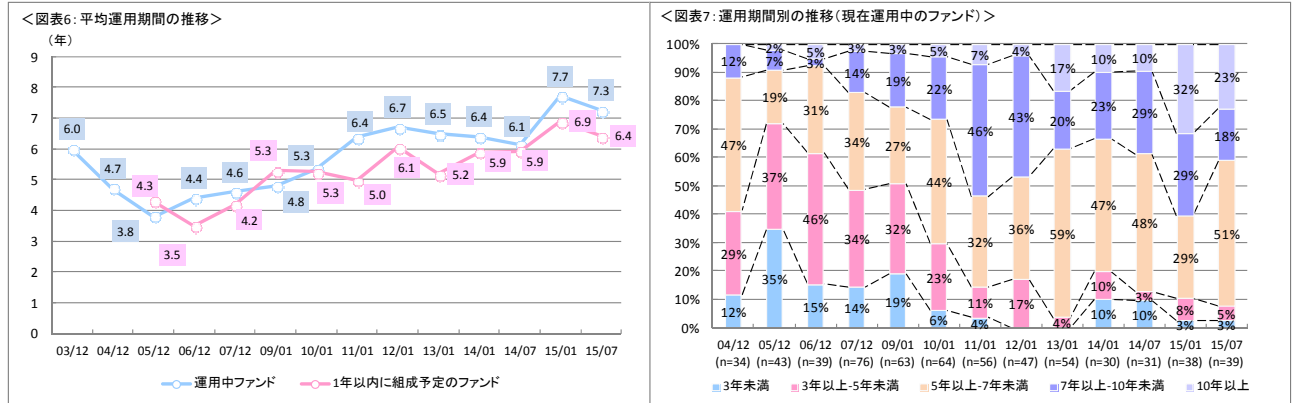


② 現在運用中のファンドの概要(現在運用中で、アンケートにおいてデータ記載可能なファンドの集計結果)

現在運用中のファンド内容についての回答を集計したところ、ファンドタイプにおける「固定型」および運用スタイルにおける「コア」の回答割合が過半を占める状況が継続しているが(図表2、図表3)、ファンドタイプでは「オープンエンドファンド」の回答割合が過去調査の中で最多の12%となった。投資対象物件タイプでは、「オフィス」と「商業施設」の回答割合が前回調査からやや増加した一方、「物流施設」の回答割合がやや減少した(図表4)。投資対象エリアのそれぞれの回答割合は前回調査とほぼ変わらず、「東京23区」が最多となったものの、「首都圏」、「近畿圏」と僅差であった(図表5)。「固定型」、「コア」の安定運用志向型ファンドに対する投資家のニーズは引き続き高いが、物件取得が困難な状況が継続する中で、物件タイプやエリアを分散する傾向が定着してきていることがうかがえる。



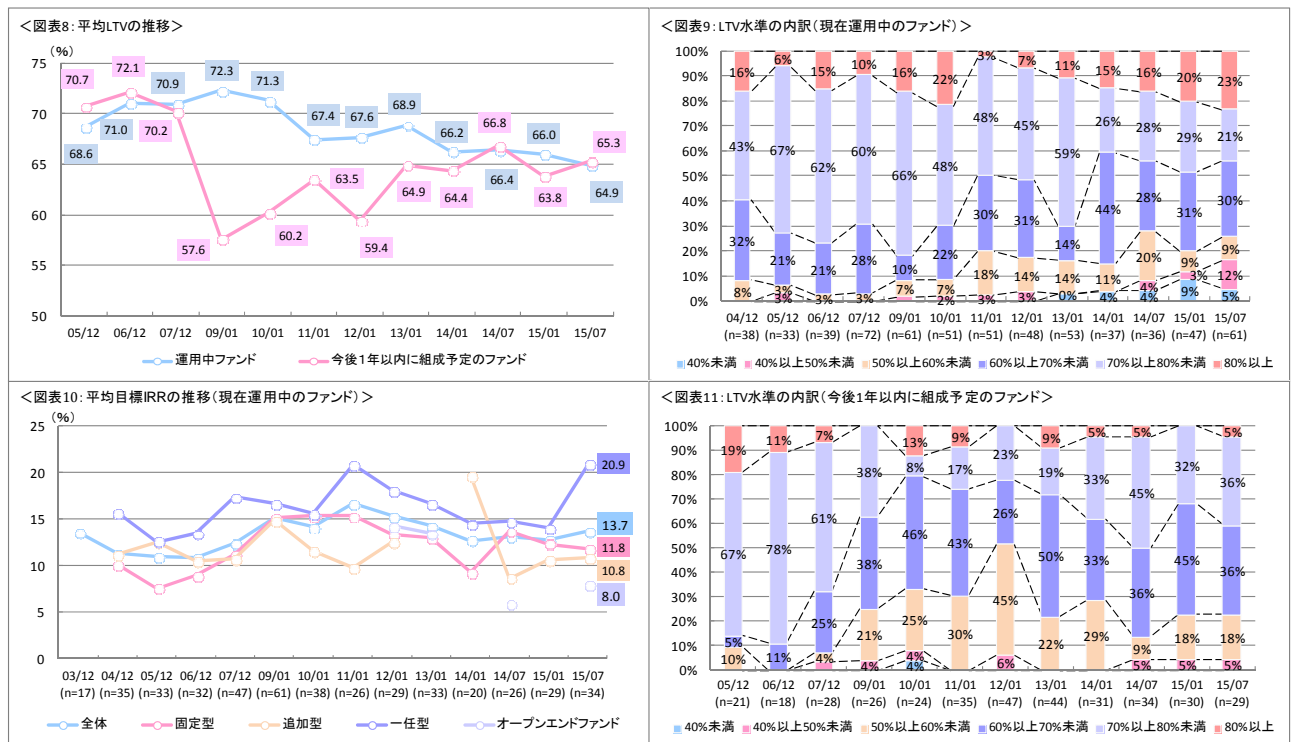
平均運用期間については、現在運用中のファンドは7.3年、1年以内に組成予定のファンドは6.4年となり、いずれも前回調査からは短くなった(図表6)。現在運用中のファンドにおいて運用期間別の内訳を見ると、「5年以上7年未満」の回答割合が前回調査の29%から51%へと大幅に増加し、「10年以上」は前回調査の32%から減少して23%となった。「5年未満」の回答は合計で8%に過ぎず、中期・長期ファンドが大勢を占めている(図表7)。



平均LTVの推移を見ると、現在運用中のファンドでは緩やかな低下傾向、1年以内に組成予定のファンドでは2009年1月調査以降概ね上昇傾向にあるが、今回調査では運用中ファンドが64.9%、組成予定ファンドが65.3%とほぼ同水準の数値となった(図表8)。

LTV水準の内訳を見ると、現在運用中のファンドでは、回答割合が最多となったのは「60%以上70%未満」であるが、「80%以上」のハイレバレッジファンドの割合が増加傾向にある(図表9)。一方、オープンエンドファンドの回答が多く含まれる「40%以上50%未満」の割合も増加しているため、全体の平均LTVとしては前回調査からやや低下している。また、1年以内に組成予定のファンドのLTV水準の内訳では、「80%以上」の回答割合は5%と少ない(図表11)。これらを総合的に勘案すると、好条件でのデット調達が可能環境が継続しているにも関わらず、2005年～2007年のようにハイレバレッジファンドが主流になるとは考えにくく、今後も、クローズドエンドファンドでは、60～70%程度のLTV水準で運用されるファンドが主流となる状況が継続するものと思われる。

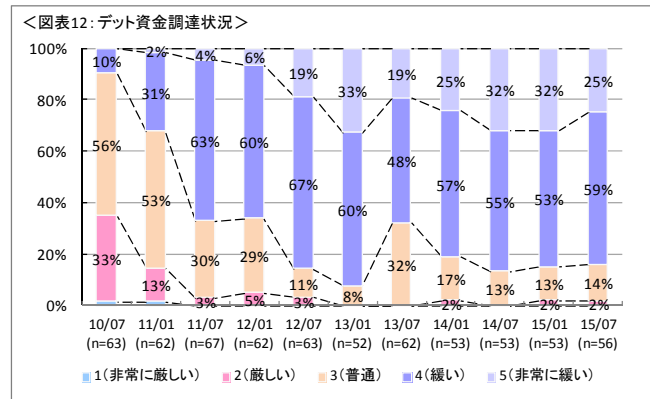
現在運用中のファンドの平均目標IRRは、全体の平均値は概ね横ばいであるが、一任型ファンドでは高いリターン獲得を志向するファンドも複数見られ、一任型の平均値は20.9%となった(図表10)。



※LTV基準については総資産額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を出している。

③ デット資金調達状況

デット資金の調達環境については、「5(非常に緩い)」の回答割合は前回調査よりもやや減少したものの、「4(緩い)」との合計が8割を超えた。過去調査での推移を見ると、金融危機後の2010年7月調査では33%が「厳しい」と回答していたが、その後2年間でデット調達環境が著しく改善していることが分かる。2012年7月調査以降は、2013年7月調査を除き、8割強の運用会社が「4」あるいは「5」と回答しており、良好なデット資金調達環境が継続していることが分かる(図表12)。

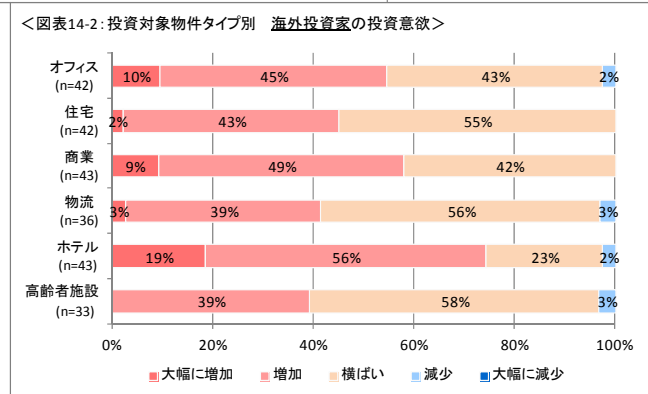
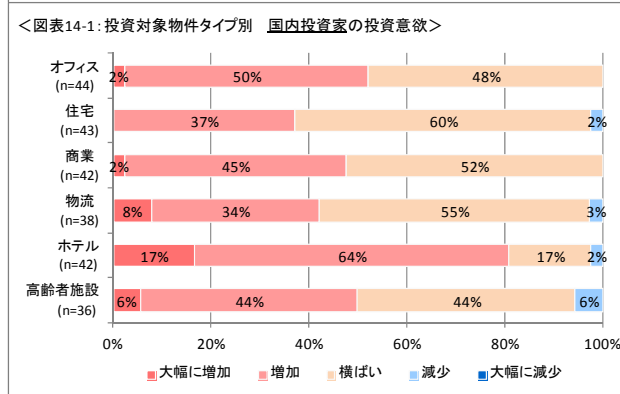
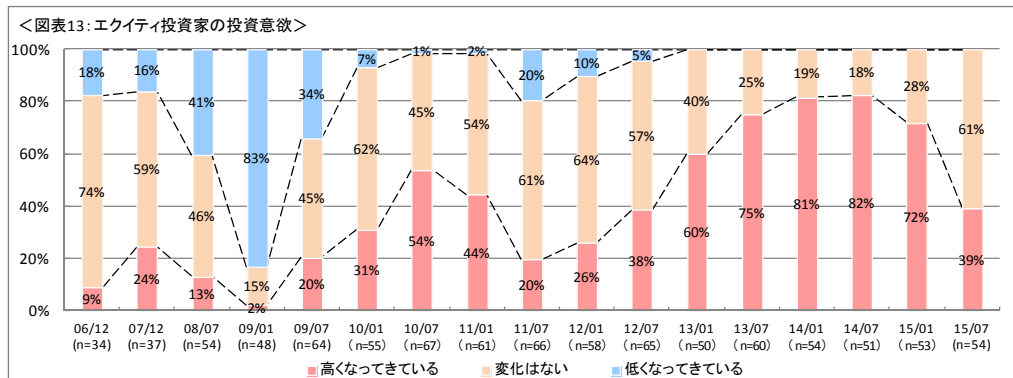


④ エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲

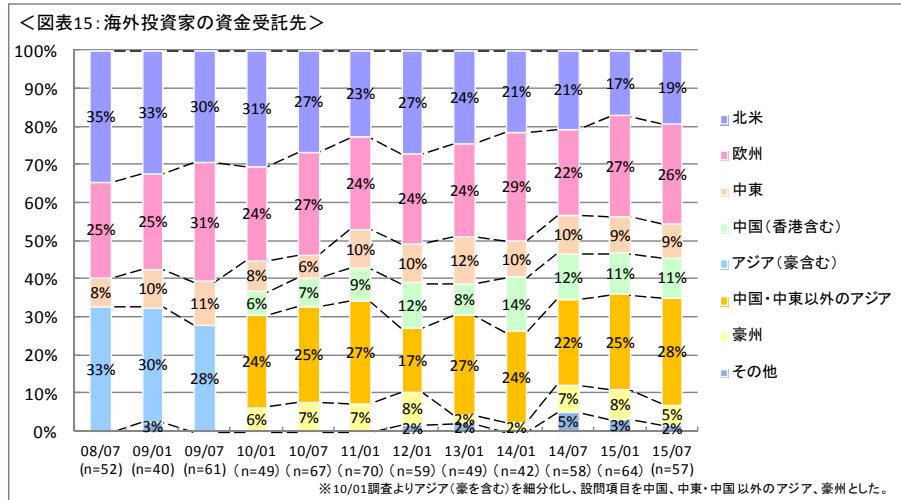
エクイティ投資家の投資意欲については、「低くなってきている」との回答はなく、「変化はない」の回答が前回調査の28%から61%となり大幅に増加した(図表13)。しかしながら、「変化はない」と回答した運用会社においても、投資家の投資意欲は高い状態で継続していると考えている運用会社が多いものと推察される。

エクイティ投資家が選好すると思われる投資対象物件タイプに関して、国内投資家、海外投資家ともに「大幅に増加」と「増加」のそれぞれの回答割合が最も多かったのは「ホテル」となり、両者の回答合計は、国内投資家が81%、海外投資家が75%となった。外国人観光客の増加や2020年のオリンピック開催を背景に、国内外の投資家のホテルへの投資意欲が更に高まっていることがうかがえる(図表14-1、図表14-2)。なお、前回調査において、国内投資家で「大幅に増加」と「増加」の回答割合の合計が70%となった「高齢者施設」は、今回調査では両者の回答割合の合計は50%へと減少した。国内投資家、海外投資家ともに、ホテル以外の投資対象物件タイプでは、前回調査と比べて「横ばい」の回答割合が増加しているが、既述のとおり、これは投資意欲の減退を示すものではなく、高い状態で継続していると考えられる運用会社が多いものと考えられる。



b. 海外投資家の資金受託先

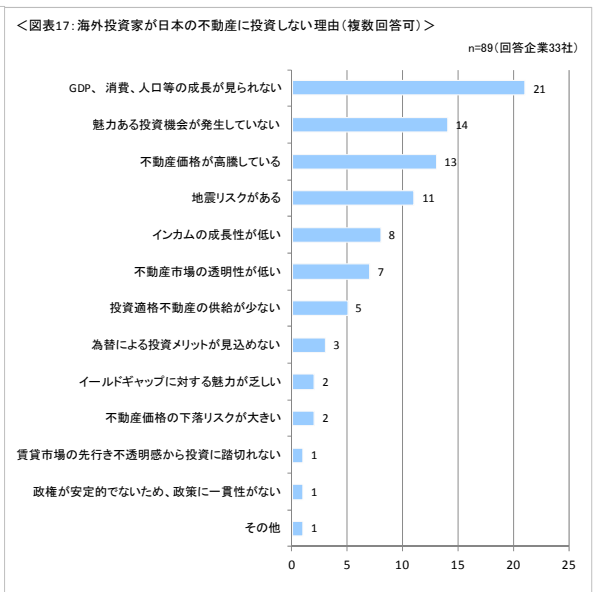
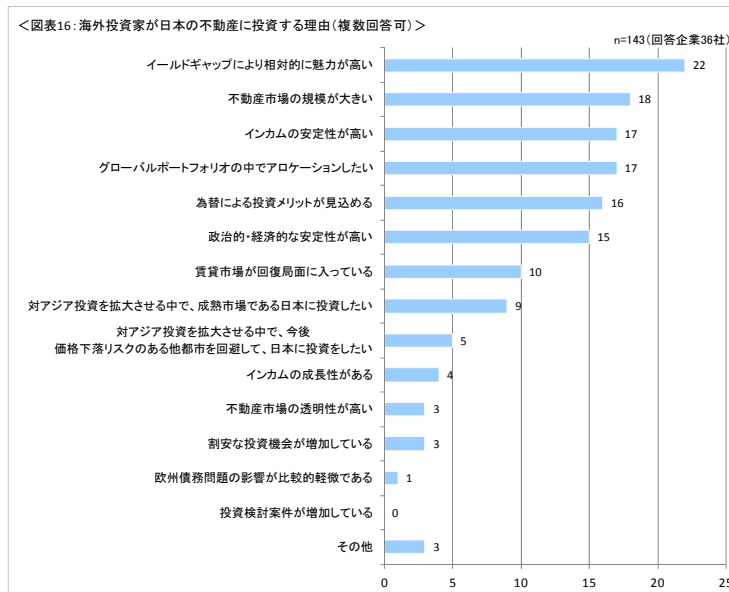
海外投資家の資金を運用している運用会社のみを対象として、その運用資金の受託先に関する調査を行ったところ、今回調査では「中国・中東以外のアジア」が28%で最多となった。次いで多かったのは「欧州」であり、2014年1月調査以降「欧州」が「北米」を上回る傾向が継続している(図表15)。



c. 海外投資家による日本への投資実行/不実行の理由(複数回答可)

海外投資家が日本の不動産に投資を行う理由の上位には、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」、「不動産市場の規模が大きい」、「インカムの安定性が高い」、「グローバルなポートフォリオの中でアロケーションしたい」との回答が挙げられた(図表16)。これらの回答項目は過去調査でも毎回上位に挙げられており、海外投資家資金が日本の不動産市場へと向かう要因として定着している。一方、今回調査では「為替による投資メリットが見込める」の回答が、回答数、回答割合とも前回調査から増加した(10件、7%→16件、11%)。円安の継続が日本の不動産市場への投資資金流入を後押ししていることがうかがえる。

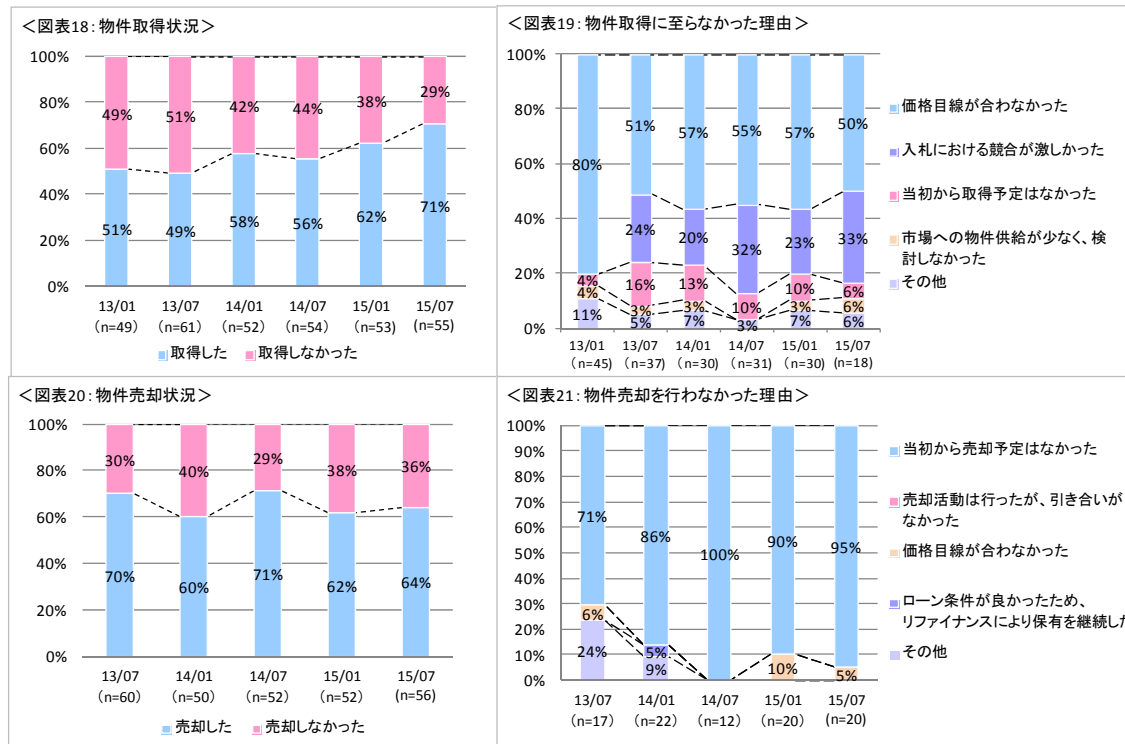
海外投資家が日本の不動産に投資を行わない理由としては、「GDP、消費、人口等の成長が見られない」、「魅力ある投資機会が発生していない」に次いで、「不動産価格が高騰している」との回答も上位に挙げられた(図表17)。



⑤ 物件取得/物件売却状況(2015年1月～6月)

2015年1月～6月における物件取得実績の調査では、71%の運用会社が物件を取得したと回答した。「取得した」との回答割合は、2014年1月調査以降増加傾向にある(図表18)。物件取得に至らなかった運用会社にその理由を尋ねたところ、「価格目線が合わなかった」と「入札における競争が激しかった」の合計が83%を占めており(図表19)、物件取得が困難な状況が続いていることがうかがえる。

2015年1月～6月における物件の売却実績の調査では、64%の運用会社が物件を売却したと回答した(図表20)。物件売却を行わなかった運用会社の大半が、その理由として「当初から売却予定はなかった」を挙げており、「価格目線が合わなかった」はわずか5%であった(図表21)。売手優位のマーケット状況が続いているものとみられる。

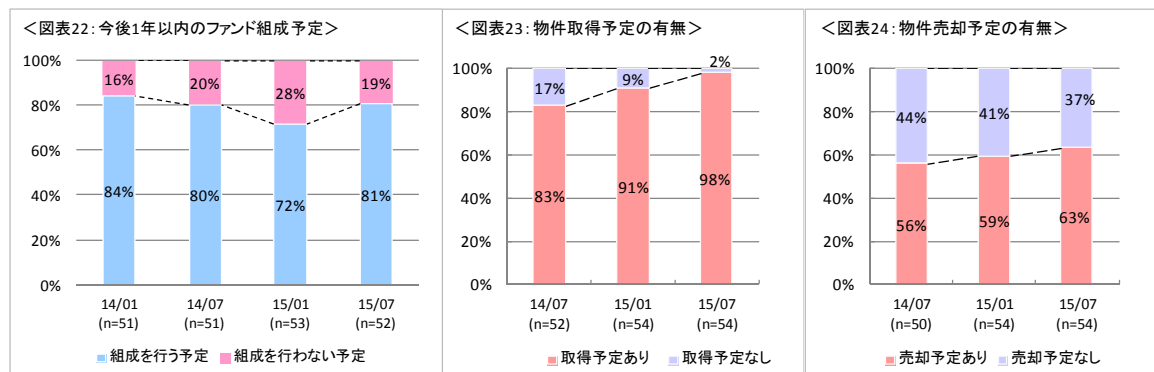


2. 不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取り組みについて

① 今後1年以内のファンド組成および物件売買の予定

今後1年以内のファンド組成についての調査では、81%が組成を行う予定と回答した。2014年1月調査以降、概ね8割程度の運用会社がファンドの組成を行う予定と回答している(図表22)。

今後1年以内の物件取得については、2014年7月調査以降、取得予定ありとの回答割合が増加しており、今回調査では98%にのぼった(図表23)。一方、物件売却を予定している会社の割合は63%となった(図表24)。市場全体で投資適格物件の供給が少ない環境下において、物件取得については大半の運用会社が積極的な姿勢を示していることから、今後もしばらくは売手優位の状況が続くものと考えられる。



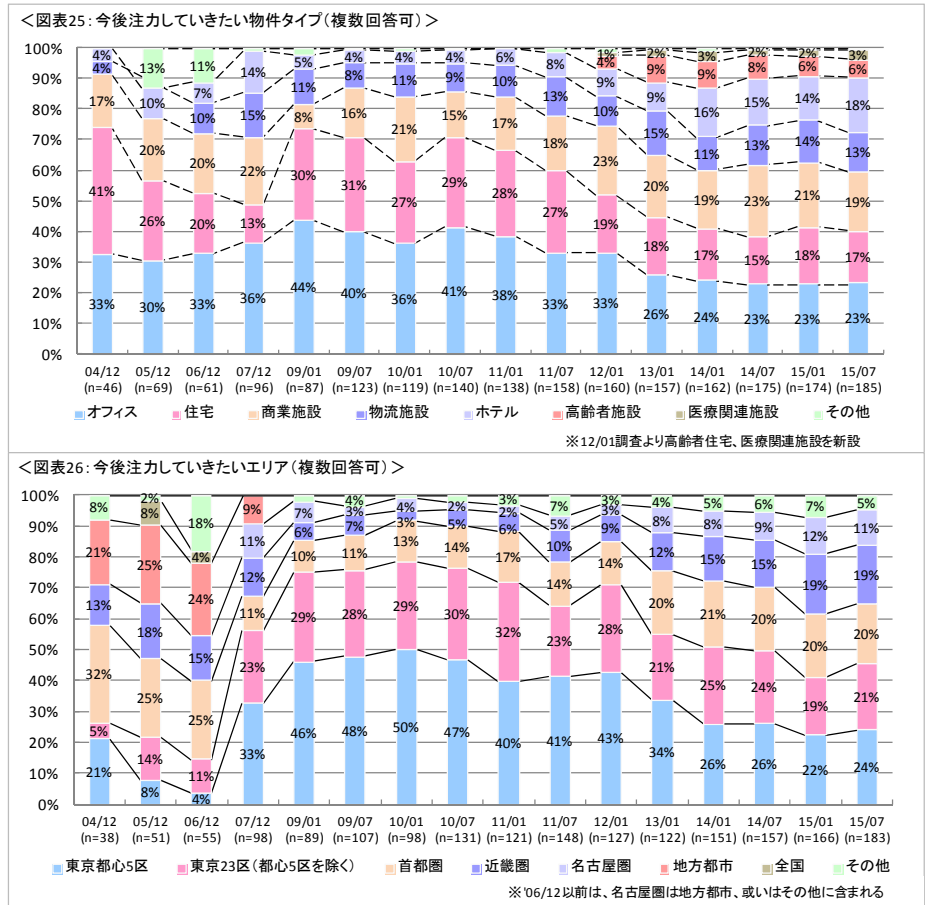
② 今後の不動産運用における取り組み

a. 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)

今後注力していきたい物件タイプについては、「オフィス」、「商業施設」に次いで「ホテル」の回答割合が多い結果となった(図表 25)。国内外の投資家のホテルへの投資意欲の高まりを受けて、ホテルに注力する意向を持つ運用会社が増加しているものと推察される。

b. 今後注力していきたいエリア(複数回答可)

今後注力していきたいエリアについては、「東京都心5区」および「東京23区(都市5区を除く)」の回答割合合計が、前回調査よりもやや増加した。「近畿圏」の回答割合も前回調査同様19%となり、「首都圏(20%)」とほぼ同等の割合を占めている(図表 26)。東京都心部を中心に優良物件の取得が困難な状況が継続していることにより、投資対象エリアの分散が進み、特に近年の調査では近畿圏、名古屋圏は重点エリアとして定着してきていることがうかがえる。

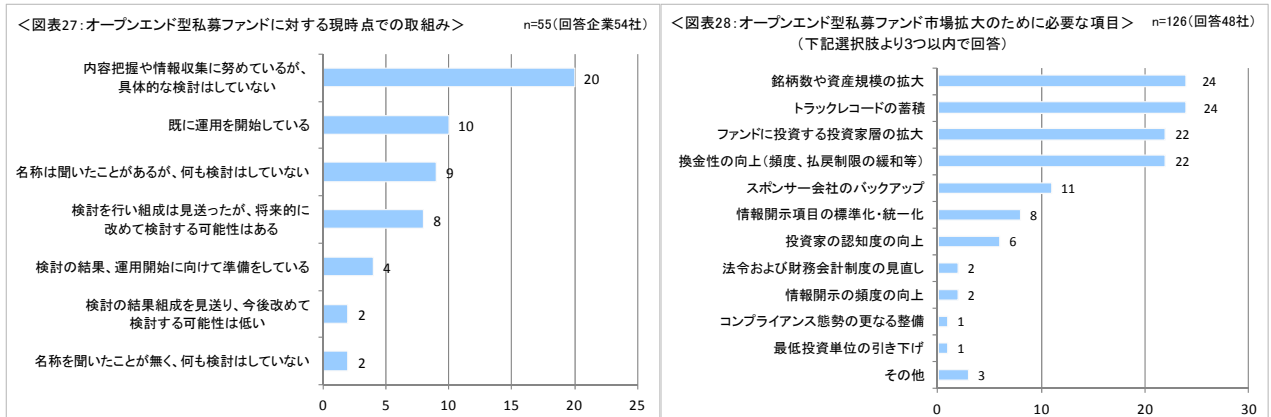


3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

① オープンエンド型私募ファンド(いわゆる私募 REIT)への取り組み状況

オープンエンド型私募ファンド(いわゆる私募 REIT)への取り組み状況については、「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」という回答が 20 件で最多となった。一方、「既に運用を開始している(10 件)」のほか、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」との回答が 4 件あり、今後もエクイティ投資家の旺盛な投資意欲を背景に、私募 REIT の新規組成により銘柄数が増加することが予想される(図表 27)。

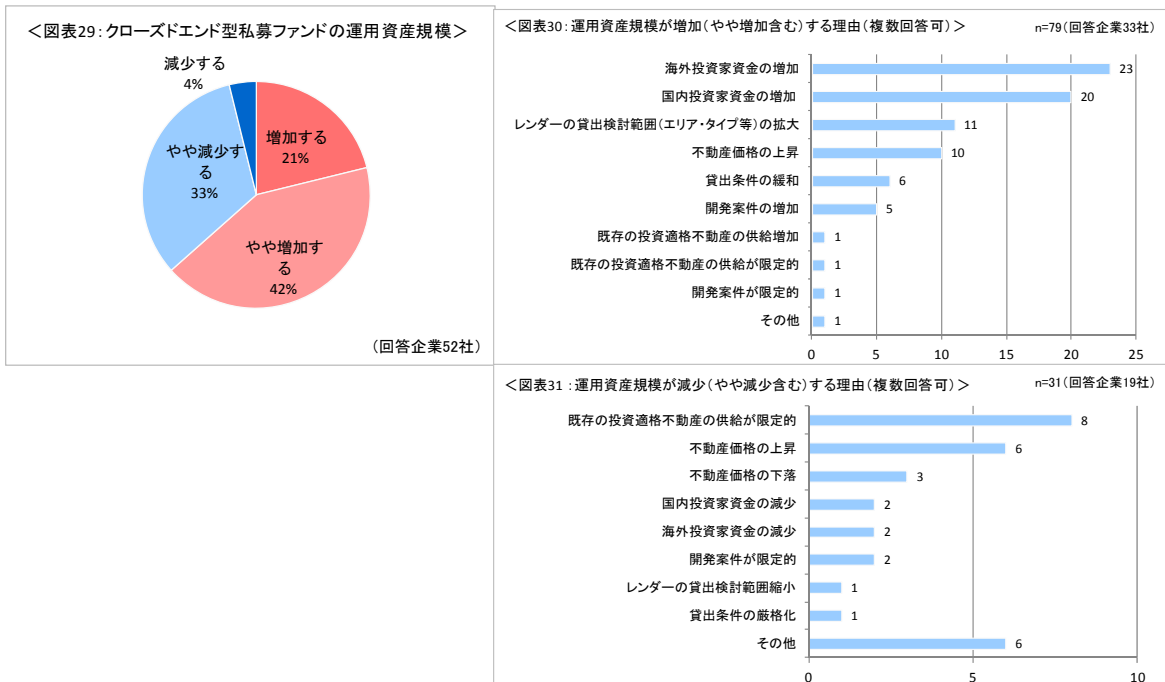
今後のオープンエンド型私募ファンド市場の発展のために必要な項目については、「銘柄数や資産規模の拡大」および「トラックレコードの蓄積」が各 24 件で最多となり、次いで「ファンドに投資する投資家層の拡大」、「換金性の向上(頻度、払戻制限の緩和等)」が各 22 件となった(図表 28)。市場の発展のためには、規模やトラックレコードの積み上げのほか、換金性を高める必要があると考えている運用会社が多いことが分かった。



② クローズドエンド型私募ファンドについて

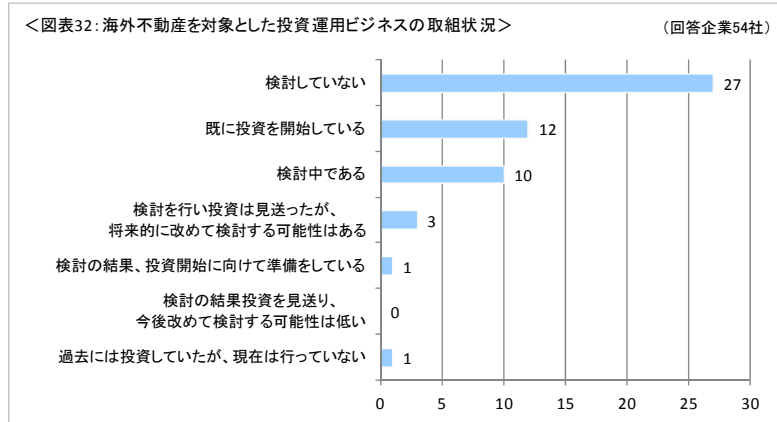
今後クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模がどのように推移するかという質問に対しては、「増加する」と「やや増加する」の回答の合計が 63%となり、「減少する」と「やや減少する」の合計を上回った(図表 29)。

「増加する」あるいは「やや増加する」と回答した要因としては、「海外投資家資金の増加」(23 件)、「国内投資家資金の増加」(20 件)との回答が多く挙げられ、国内外の投資資金の増加により、クローズドエンドファンド市場の規模も拡大するとみている運用会社が多いことが分かる(図表 30)。一方、「減少する」あるいは「やや減少する」と回答した要因としては、「既存の投資適格不動産の供給が限定的」(8 件)が最多回答となり(図表 31)、供給不足が市場規模の減少につながるとする運用会社も一定数みられる。なお、「不動産価格の上昇」は、増加/減少双方の要因として挙げられており、今後不動産価格が上昇した場合に、市場へ与える影響については見方が分かれている。



③ 海外不動産を対象とした投資運用ビジネスについて

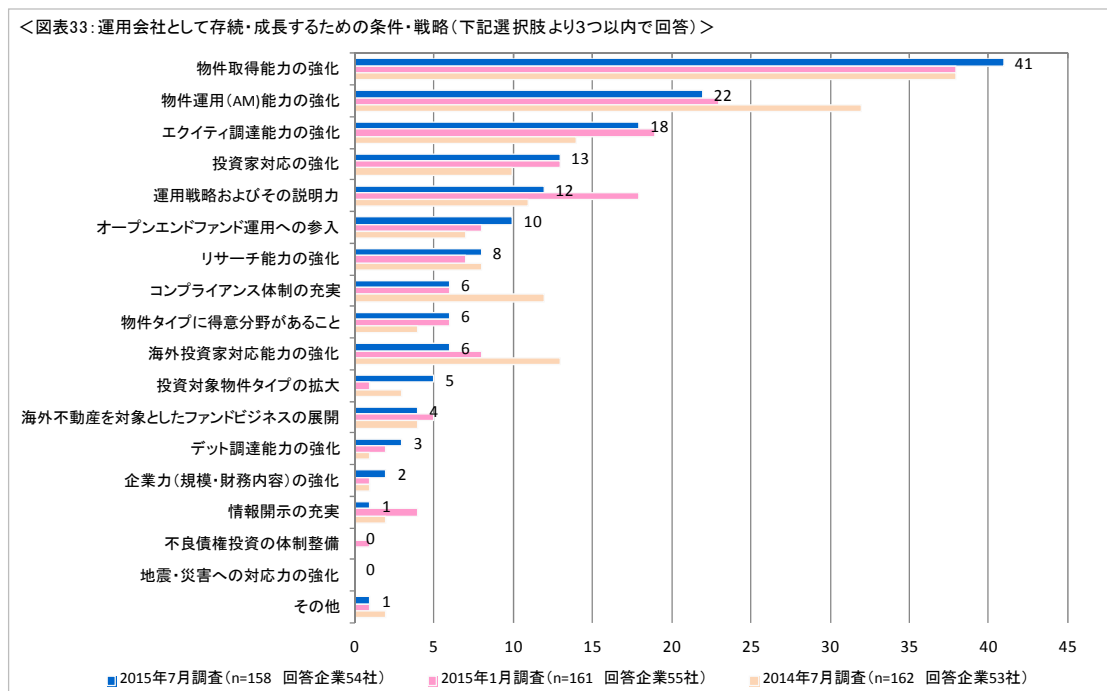
海外不動産を対象とした投資運用ビジネスの取り組み状況については、「検討していない」との回答が27件で最多となった。一方、「既に投資を開始している」(12件)に加え、「検討中である」との回答も10件あり、海外不動産投資を実施、あるいは検討している運用会社の合計が4割を占めている。



④ 運用会社として存続・成長するための条件(複数回答可)

運用会社として存続・成長するための条件については、「物件取得能力の強化」、「物件運用(AM)能力の強化」が直近3回の調査でいずれも上位に挙げられている。今回調査では、「物件取得能力の強化」の回答数(41件)が、「物件運用能力の強化」の回答数(22件)を大幅に上回った(図表33)。

物件の取得が困難な状況が継続するなかで、物件取得能力の強化が最重要と考える運用会社が増加していることがうかがえる。



別紙 <用語の定義>

本調査における用語の定義は以下のとおりとします。

- 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・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型ファンドは、私募REITの形態をとっている。
- 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** : 主に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うえ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。
- 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への投資をいう。エクイティ投資に比べて、一般的にローリスク・ローリターンである。
- 投資エリア**
- 東京都心5区** : 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
- 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: 03-6430-1329

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。