

不動産私募ファンドに関する実態調査 2017年7月 ～調査結果～

2017年9月21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24回目となり、50社の不動産運用会社から回答を得た。

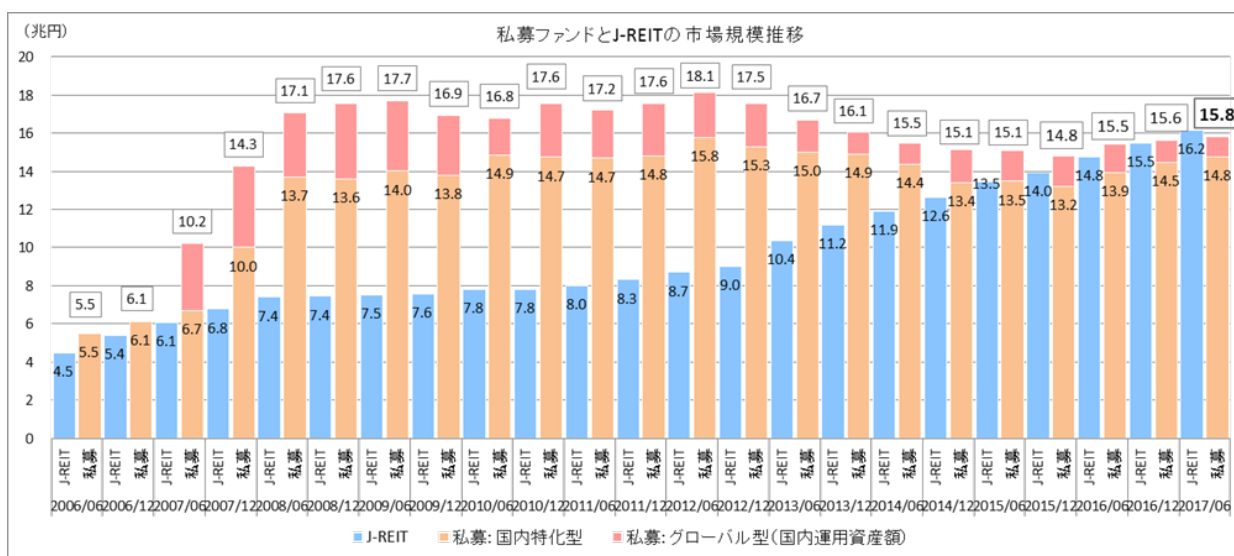
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:107社
- 回答社数:50社(回収率:46.7%)
- 調査時期:2017年7月～8月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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、2017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15.8兆円と推計した。この数値は、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(2016年12月末時点)の運用資産額(15.6兆円)から約2,200億円(1.4%)増加し、国内不動産私募ファンドの市場規模は、微増ながら拡大基調が継続している。

(※)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 15.8 兆円と推計>

- ・2017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15.8兆円と推計した(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(2016年12月末時点)から約2,200億円増加し、国内不動産私募ファンドの市場規模は、微増ながら拡大基調が継続している。
- ・運用資産額が増加したとする運用会社数が減少したとする運用会社数を上回り、全体として前回推計結果から約1.4%の増加となった。ただし、私募REITを中心に国内不動産を対象とするファンドの資産規模が拡大している一方で、グローバルファンドにおける資産規模が微減した。
- ・エクイティ投資家の投資意欲に関しては良好な状態が継続しているものと考えられるが、デット資金の調達環境については少しずつ変調している可能性がある。
- ・今後、有力と考えられる物件の調達先に関して質問を行ったところ、「J-REIT、不動産私募ファンド以外の第三者」という回答が最多であり、次いで「スポンサー、グループ会社等」という結果となった。運用会社の多くが事業会社等の第三者からの物件拠出を探索しつつも、供給物件の枯渇に伴いスポンサーやグループ会社等とのパイプラインに頼らざるを得ない状況がうかがえる。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

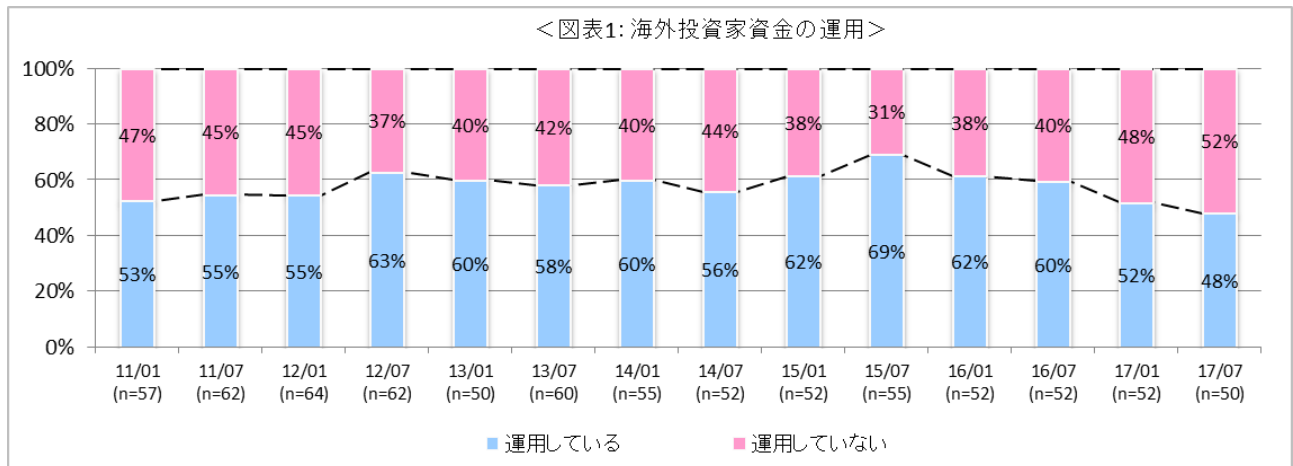
〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2017年7月 ～アンケート調査結果の概要～

(※)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

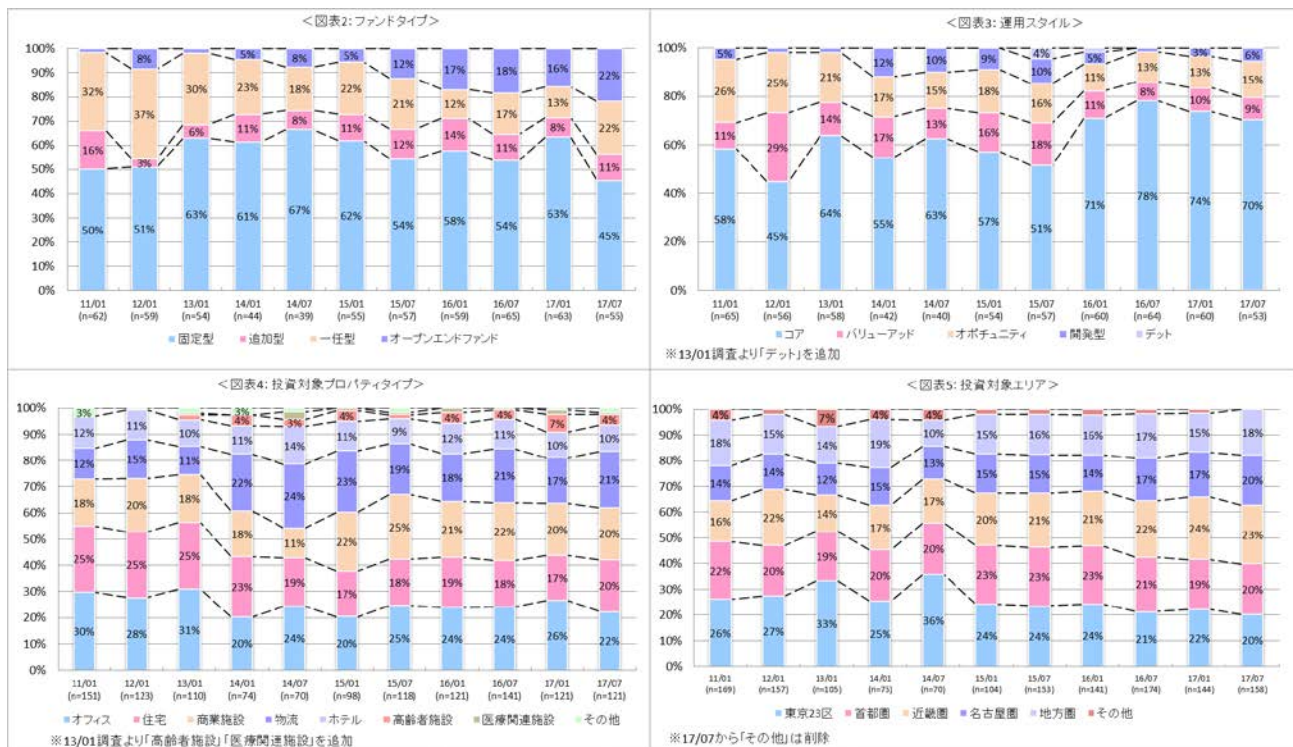
現在運用する不動産私募ファンドにおいて、海外投資家からの資金を運用しているか否かについては、「運用している」との回答が48%となった。「運用している」との回答は2015年7月調査以降、低下基調にある。海外投資家の中には、国内不動産の価格高騰に警戒感を持っている投資家も存在するものと考えられる(図表1)。



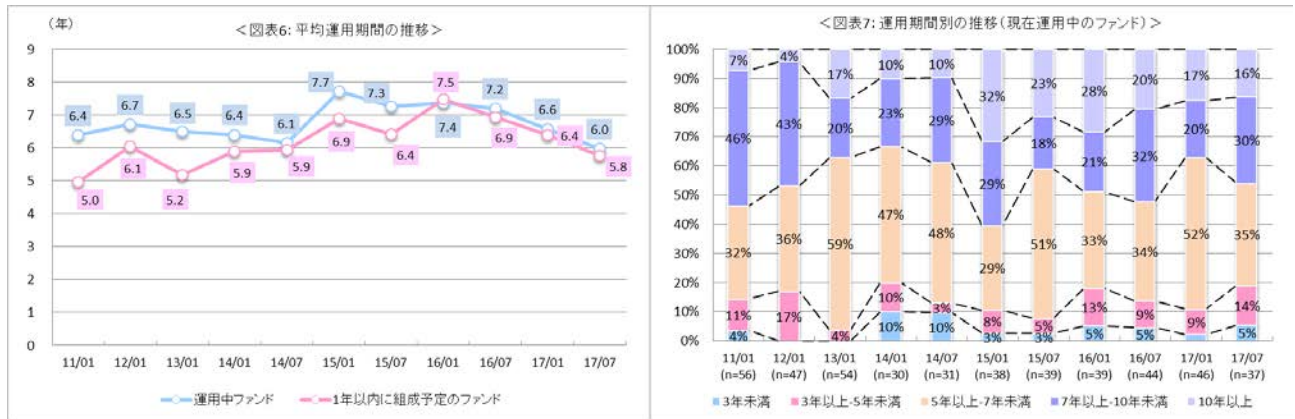
②現在運用中のファンドの概要(現在運用中で、アンケートにおいてデータ記載可能なファンドの集計結果)

現在運用中のファンド内容について回答を集計したところ、「固定型」の回答が45%と減少し、「追加型」、「一任型」の回答はともに上昇した(図表2)。ここ数年堅調に割合を伸ばしてきた「オープンエンド型」は、運用銘柄数が20を超え、一定の存在感がみられるものの、増加基調は緩やかになっている。運用スタイルについては、「コア」の回答割合が高位で安定している状況には変化がない(図表3)。

投資対象プロパティタイプでは、「オフィス」の回答割合が低下してきた結果、各プロパティタイプ間における割合の差が縮小している。その背景として、オフィスの取得が難しい状況が継続していることがうかがえる(図表4)。投資対象エリアでは、前回調査結果から「東京23区」が減少する一方、「名古屋圏」および「地方圏」の割合が上昇しており、緩やかながら主要地方都市エリアへの投資が拡大している可能性がある(図表5)。



平均運用期間に関する調査では、現在運用中のファンドが6.0年、1年以内に組成予定のファンドが5.8年となった(図表6)。現在運用中のファンドの運用期間の内訳を見ると、「5年以上7年未満」の回答割合が35%で最多となった。ファンドの運用期間については5年未満が若干増加しているものの、日銀による長短金利操作付き量的・質的金融緩和の継続等を背景として、中長期ファンドが主流となっている状況が継続している(図表7)。なお、運用期間に関する調査の集計においては、運用期限が無期限のオープンエンドファンド(私募 REIT)は含まれていない。

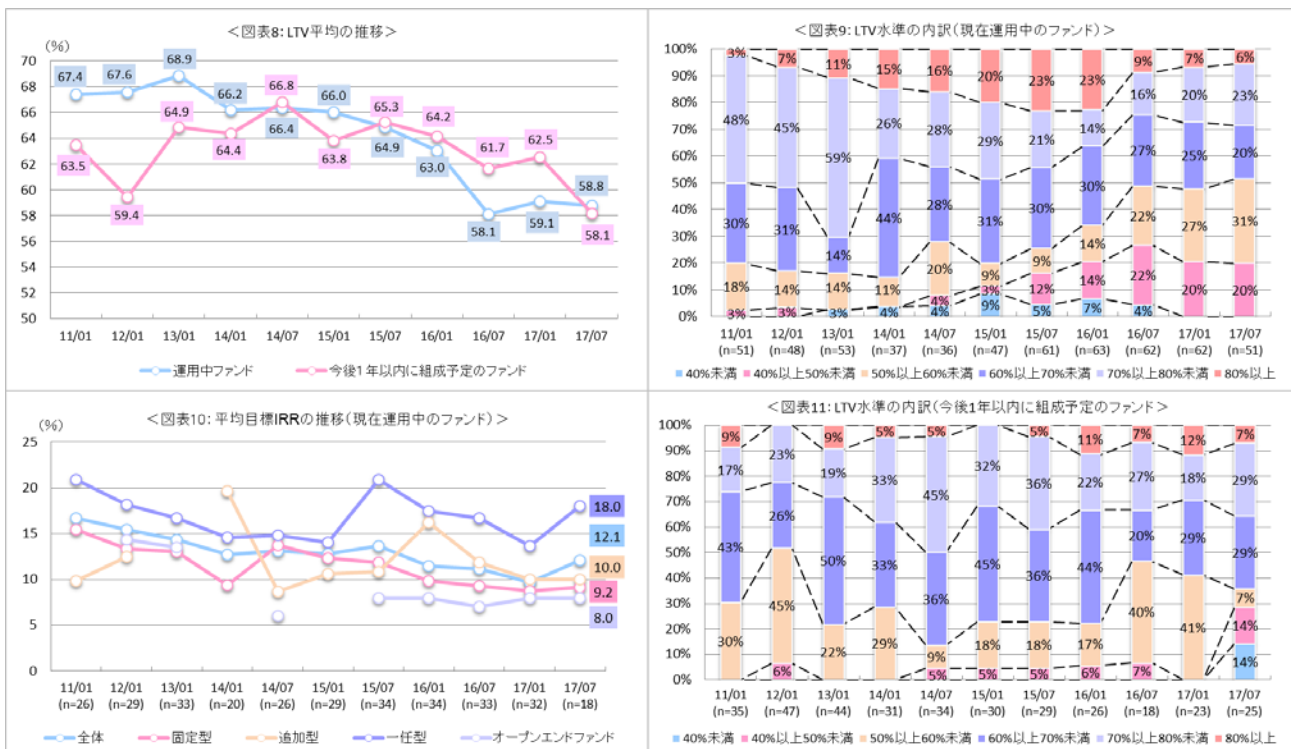


平均 LTV は、現在運用中のファンドが 58.8%、今後 1 年以内に組成予定のファンドが 58.1%となり、水準の低下基調は続いている(図表 8)。長期安定的な運用を行う私募 REIT の銘柄増加が、LTV 水準を低下させる要因のひとつと考えられる。

LTV 水準の内訳を見ると、現在運用中のファンドでは、「50%以上 60%未満」および「70%以上 80%未満」の回答割合が前回調査から増加した一方、「60%以上 70%未満」の回答割合が低下した(図表 9)。なお、本調査項目では私募 REIT の回答が含まれている。

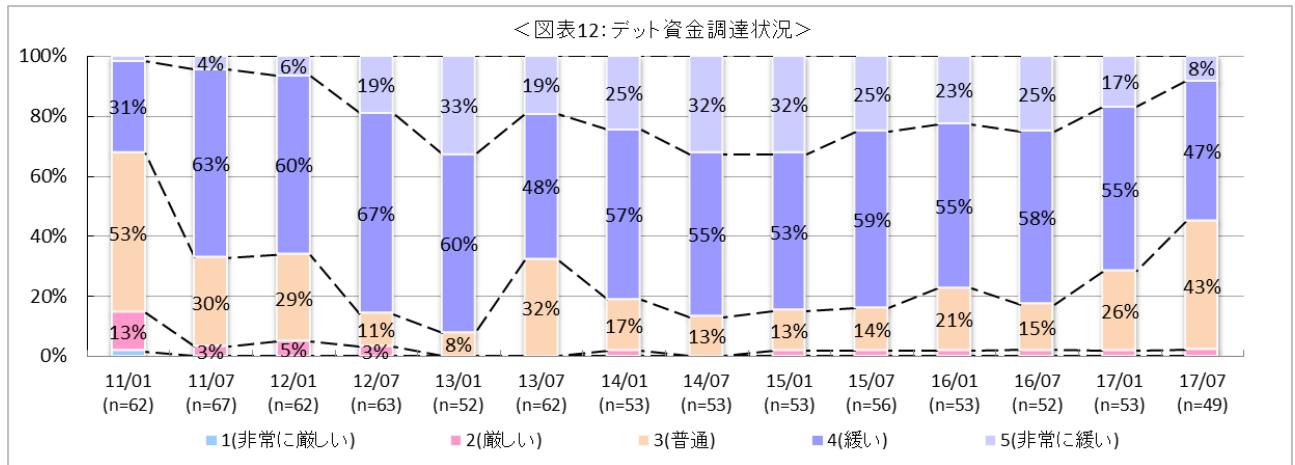
1 年以内に組成予定のファンドでは、「50%以上 60%未満」が急減する一方、50%未満の回答割合が急増し、特に 2011 年 1 月調査以降回答がなかった「40%未満」が 14%となった(図表 11)。

目標 IRR の全体平均の推移を見ると、今回調査では「一任型」の目標 IRR の上昇の影響を受けたものの、「固定型」、「追加型」の目標 IRR はほぼ横ばいであり、2011 年 1 月調査をピークに緩やかな低下傾向が続いているものと考えられる(図表 10)。平均 LTV も同様に低下傾向にあり、レバレッジを低く抑えたコアファンドへの志向が強まる中で、リターン目線も低下傾向にあることがうかがえる。



③デット資金調達状況

デット資金の調達環境に関しては、「5(非常に緩い)」および「4(緩い)」との回答割合が引き続き減少し、「3(普通)」とする回答割合が増加した(図表12)。デットの調達環境は少しずつ変調している可能性がある。



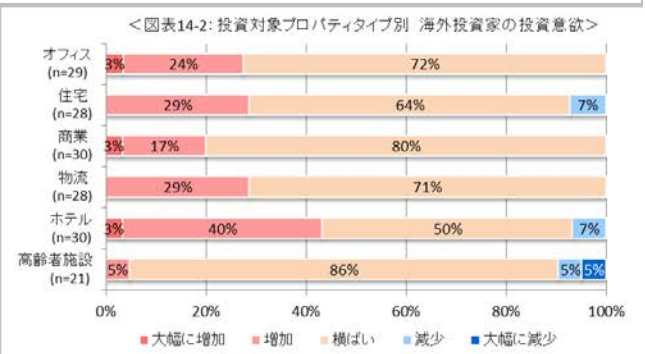
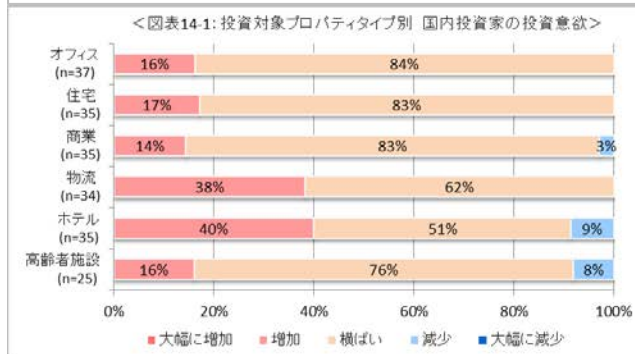
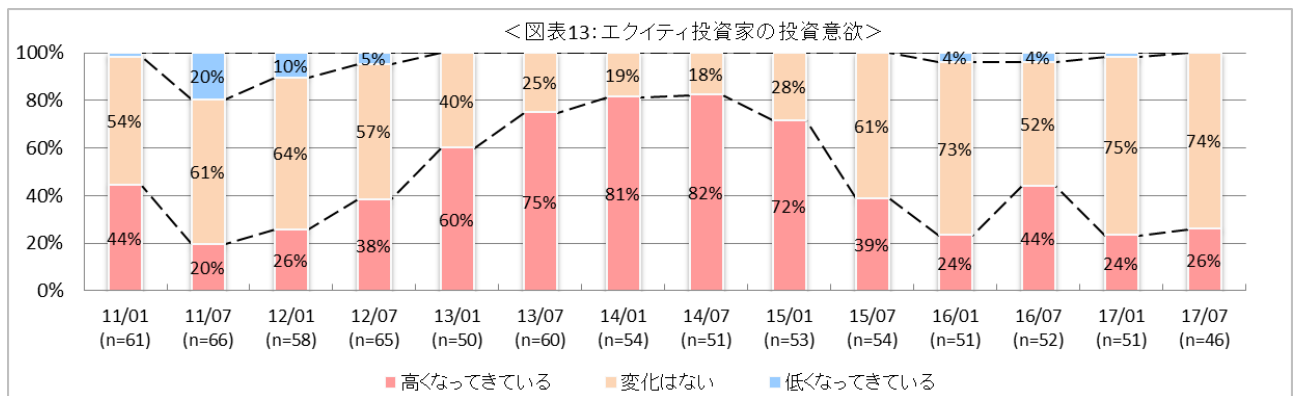
④エクイティ資金調達状況

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関する調査では、「高くなってきている」とする回答割合が微増したが、「変化はない」とする回答割合が大部分を占めており、エクイティ投資家の投資意欲は高い状態で継続している(図表13)。なお、前々回調査結果において、「高くなってきている」とする回答割合が急伸した背景には、日銀のマイナス金利導入施策が多分に影響していたものと考えられ、エクイティ投資家の投資意欲は日銀の低金利政策を背景に、引き続き良好である。

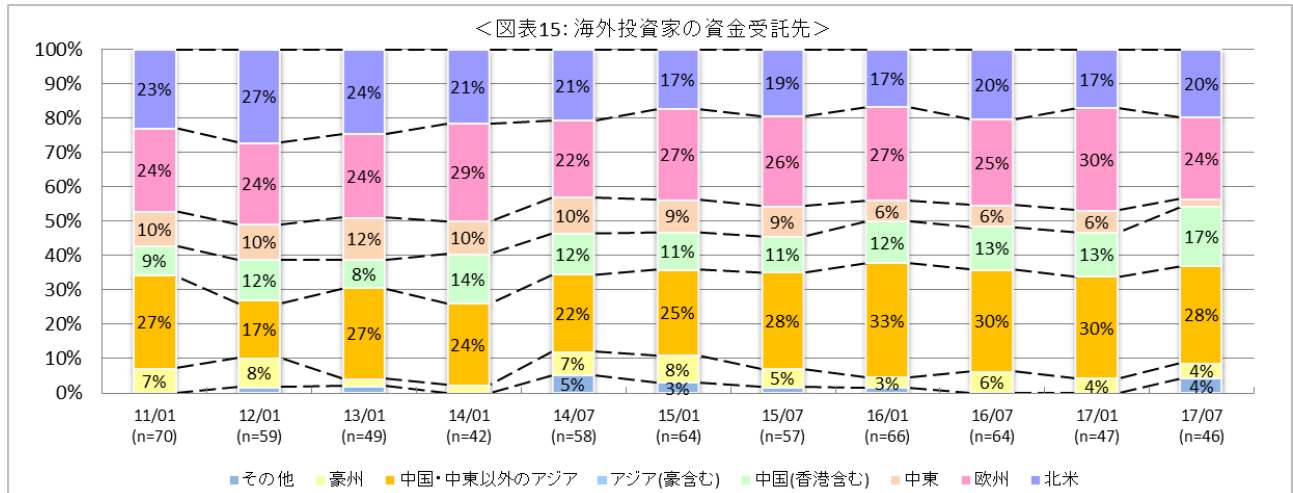
プロパティタイプ別にみたエクイティ投資家の投資意欲について、国内投資家、海外投資家それぞれに区分して質問を行ったところ、「大幅に減少」および「減少」との回答は僅かであった。国内投資家、海外投資家ともに「大幅に増加」および「増加」の回答が最も多かったのは前回調査結果同様「ホテル」であり、国内外の投資家の関心が高い状況がうかがえる。

国内外の投資家の関心低下が懸念されるプロパティタイプとしては、「高齢者施設」が挙げられる。「横ばい」との回答が大勢を占めるものの、海外投資家では「大幅に減少」との回答がみられた(図表14-1、図表14-2)。



**b.海外投資家の資金受託先**

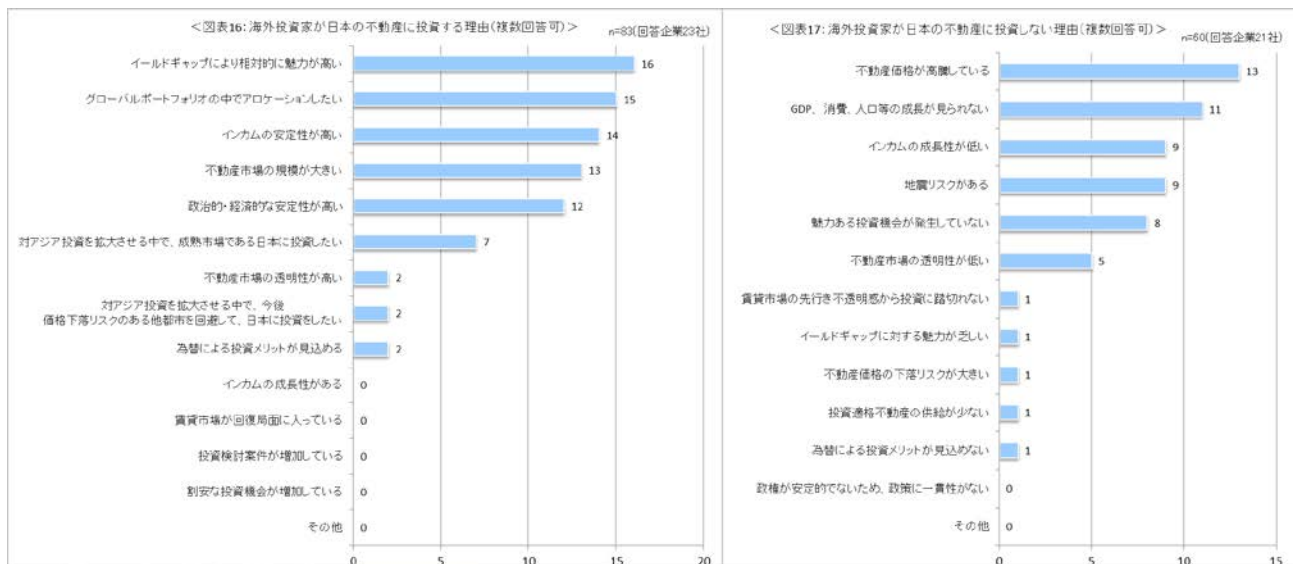
海外投資家の資金を運用する運用会社を対象に、その運用資金の受託先に関する調査を行ったところ、「中国・中東以外のアジア」が28%で最多となった。全体的に「中東」とする回答割合は減少傾向にある一方で、「中国(香港含む)」については、これまで概ね12%前後にて一定の割合を維持していたが、今回調査結果では17%という水準まで伸長した(図表15)。



**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」、「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」、「インカムの安定性が高い」、「不動産市場の規模が大きい」および「政治的・経済的な安定性が高い」との回答が並んだ(図表16)。これらの項目は過去の調査においても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。

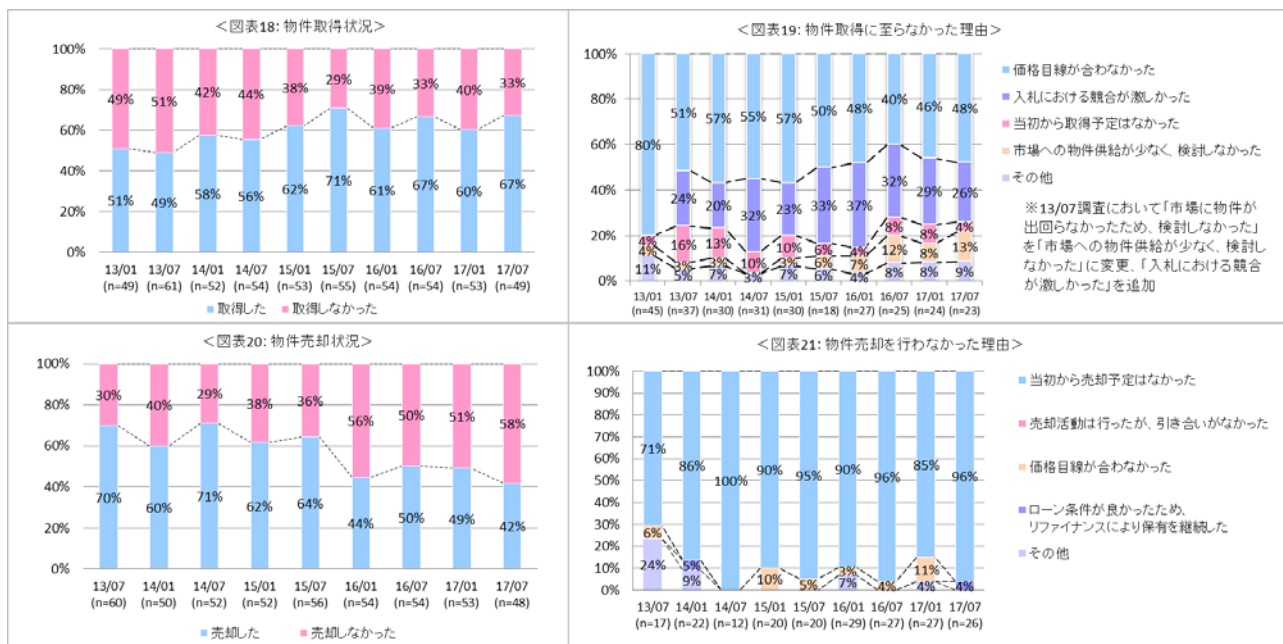
一方、海外投資家が日本の不動産に投資を行わない理由としては、「不動産価格が高騰している」、「GDP、消費、人口等の成長が見られない」との回答が上位に挙げられた。不動産価格高騰への懸念が高いことがうかがえる(図表17)。



⑤物件取得/物件売却状況(2017年1月~6月)

2017年1月~6月における物件取得の実績に関する調査では、「取得した」との回答割合が67%にのぼった(図表18)。取得に至らなかった理由に関しては、「価格目線が合わなかった」という回答が48%を占めた(図表19)。不動産価格の高騰により、価格目線に乖離のある状況が継続しているものとみられる。

2017年1月~6月における物件売却の実績に関する調査では、「売却した」との回答が42%となった(図表20)。物件売却を行わなかった理由としては、「当初から売却予定はなかった」が96%を占めており、「価格目線が合わなかった」との回答は見られなかった(図表21)。「物件取得に至らなかった理由(図表19)」での同項目の回答割合が48%であったことと比較すると、売り手優位の取引市場が継続しているということがわかる。

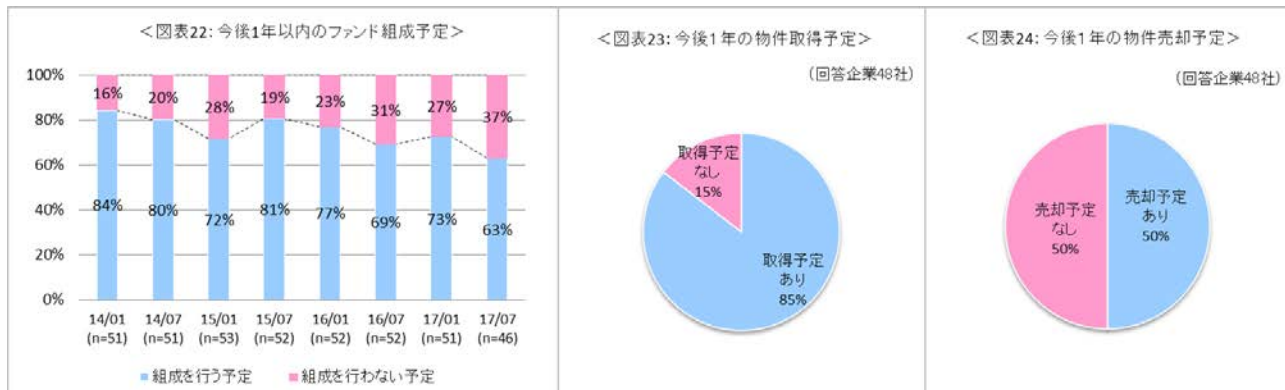


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取り組みについて

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関する調査では、63%が「組成を行う予定」と回答した(図表22)。「組成を行う予定」との回答割合は、2017年1月調査で一時反転したものの、減少基調が続いている。

今後1年以内の物件売買については、「取得予定あり」との回答割合が85%にのぼったが(図表23)、「売却予定あり」との回答割合は50%であった(図表24)。ほとんどの運用会社が物件取得に意欲を見せている一方で、市場全体における投資適格物件の供給量は少ない環境が継続すると考えられ、取引件数が縮小するなかで不動産価格が更に高騰することも考えられる。

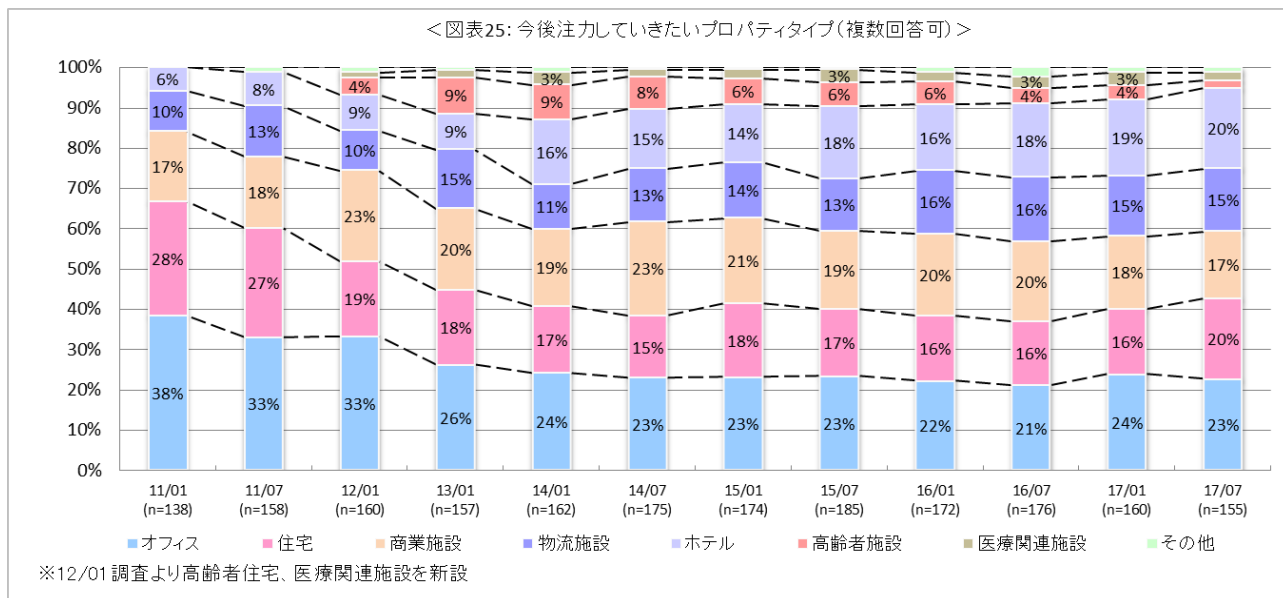


②今後の不動産運用における取り組み

a. 今後注力していきたいプロパティタイプ(複数回答可)

今後注力していきたいプロパティタイプについて質問を行ったところ、「オフィス」「住宅」「商業施設」「物流施設」「ホテル」に大きな乖離はなく、注力していきたいプロパティタイプの多様化がみられる。(図表 25)。

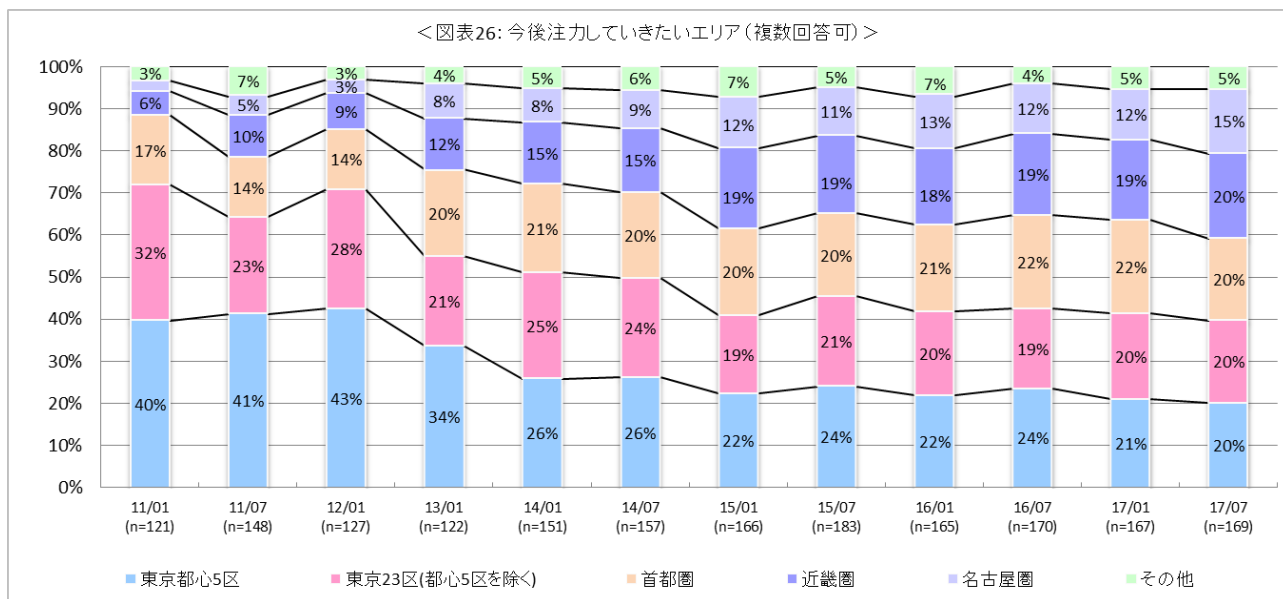
今後注力していきたいプロパティタイプでは、前回調査結果に続き「ホテル」の回答比率が「商業施設」の回答比率を超えている。当面は訪日外国人の増加が意識され、注力していきたいプロパティタイプとして「ホテル」の支持が継続する可能性がある。



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質問を行ったところ、「東京都心5区」、「東京23区(都心5区を除く)」、「首都圏」、「近畿圏」が20%で並ぶ調査結果となった。(図表 26)。

東京を含む首都圏の回答割合が6割を占めるものの、「近畿圏」・「名古屋圏」が漸増しており、投資対象が地方圏へ拡大する状況がうかがえる。

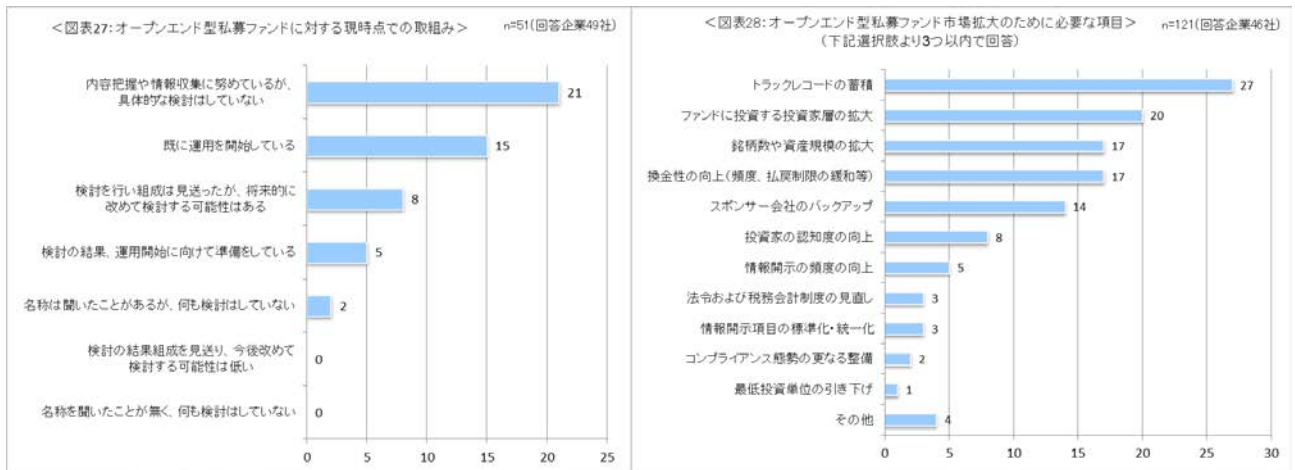


3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

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

私募 REIT への取組状況に関する調査では、「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」が最多の回答となっており、「既に運用を開始している」という回答がこれに次いでいる(図表 27)。運用開始に向けて準備をしていると回答した運用会社も 5 社あり、オープンエンド型私募ファンドは、今後若干ではあるが増える可能性がある。

今後、私募 REIT 市場の発展に必要な内容としては、「トラックレコードの蓄積」との回答が最多(27 件)となり、不動産市場が悪化した場合の対応を含めて、安定運営の継続が重視されているといえる(図表 28)。

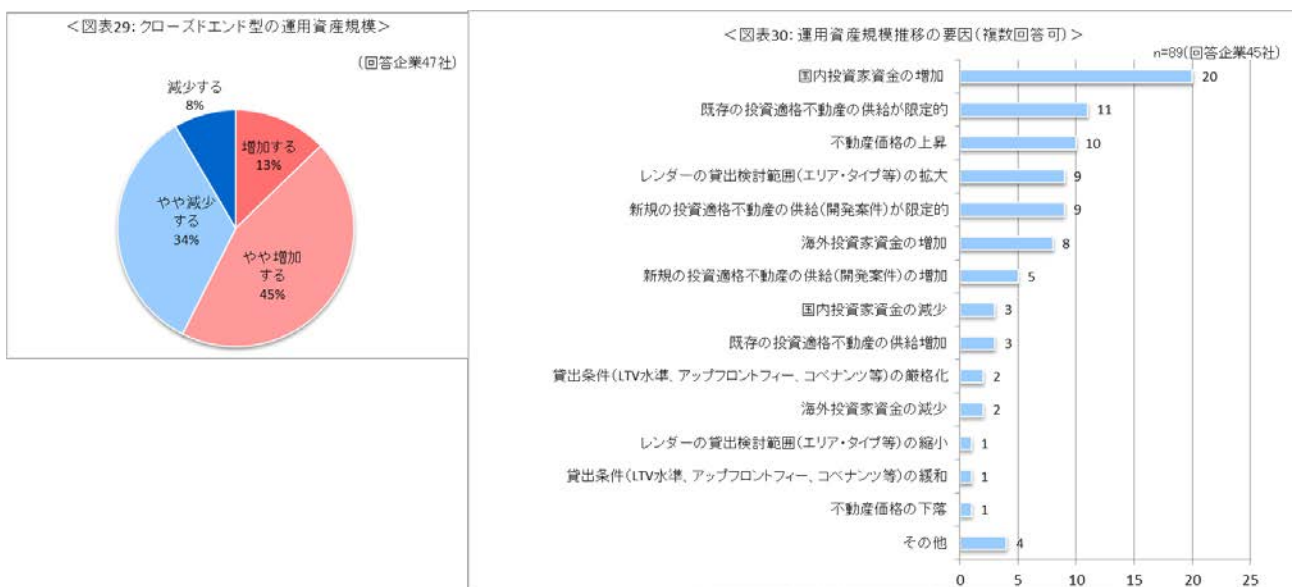


②クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模の見通し

クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模の見通しについて質問したところ、「増加する」との回答が「減少する」との回答を若干上回った(図表 29)。

増加する要因としては、「国内投資家資金の増加」との回答が多くを占めた(図表 30)。日銀による長短金利操作付き量的・質的金融緩和の継続により、不動産投資資金流入が続くとみる運用会社が多いと思料する。

減少する要因としては、「既存の投資適格不動産の供給が限定的」、「不動産価格の上昇」との回答が挙げられた。また、「その他の回答」には、「オープンエンド型私募ファンドの拡大」がクローズドエンド型私募ファンドの減少要因であるとの指摘があった。

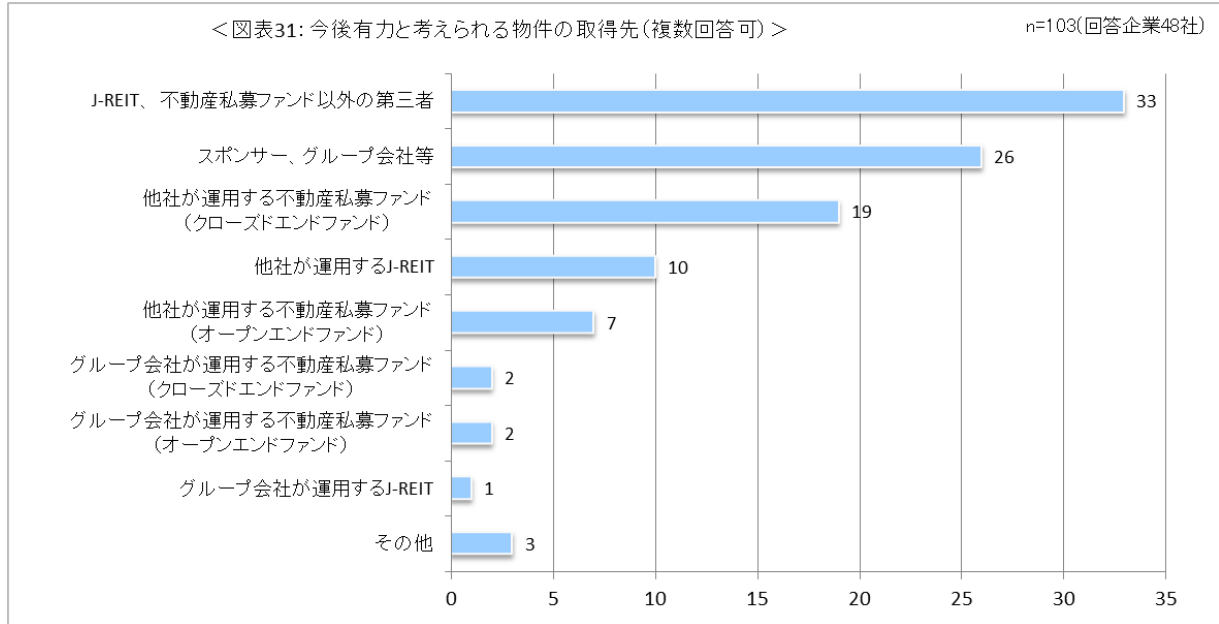




③今後、有力と考えられる物件の調達先

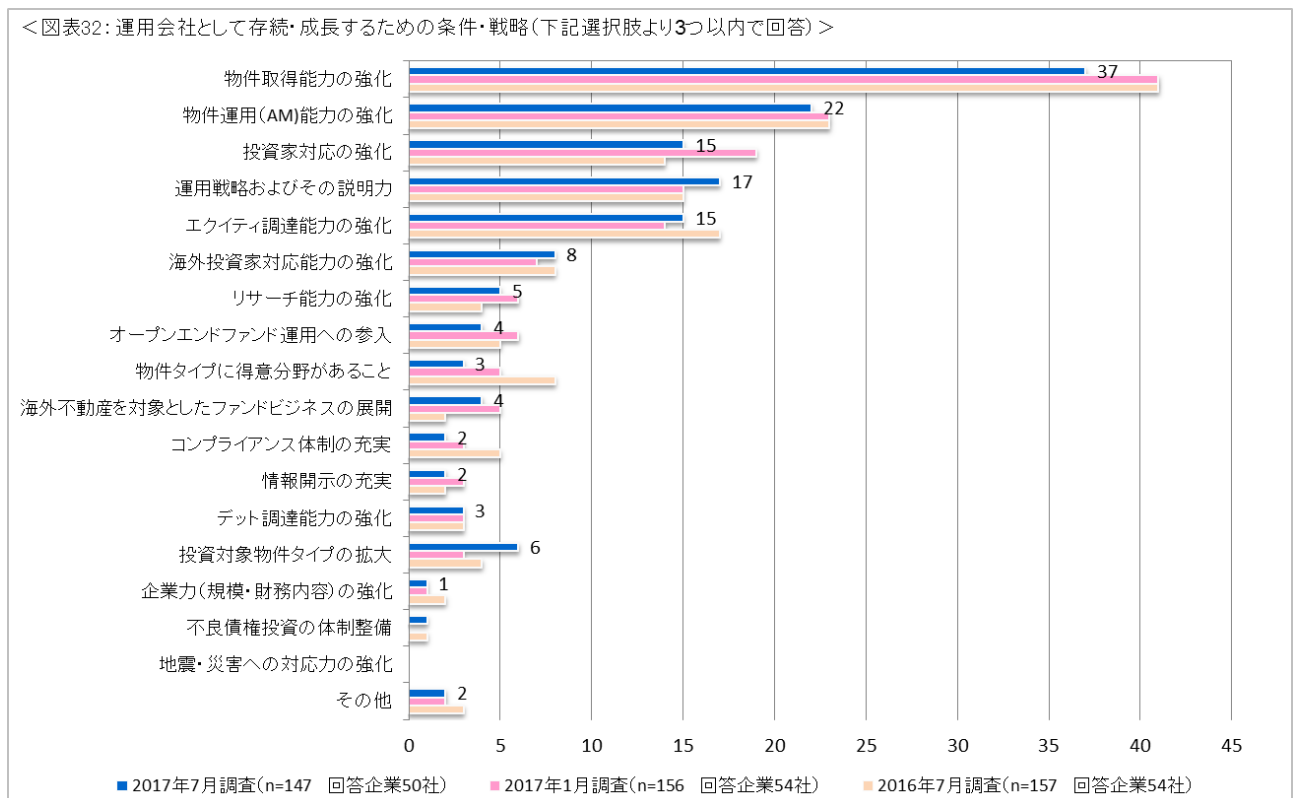
今後、有力と考えられる物件の調達先に関して質問を行ったところ、「J-REIT、不動産私募ファンド以外の第三者」という回答が最多であり、次いで「スポンサー、グループ会社等」という結果となった(図表 31)。

運用会社の多くが事業会社等の第三者からの物件拠出を探索しつつも、供給物件の枯渇に伴いスポンサーやグループ会社等とのパイプラインに頼らざるを得ない状況もうかがえる。



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関する調査では、「物件取得能力の強化」および「物件運用(AM)能力の強化」が上位に挙げられた。(図表 32)。物件価格の高騰により取得が困難な環境下において、保有物件の内部成長を実現する能力が運用会社に期待されている。



## 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
- 地方圏** : 上記以外
- 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割合をいい、自己資金の回収率を表す。
- 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/index.php>

**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

<https://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。