

不動産私募ファンドに関する実態調査 2018年1月 ～調査結果～

2018年3月15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25回目となり、52社の不動産運用会社から回答を得た。

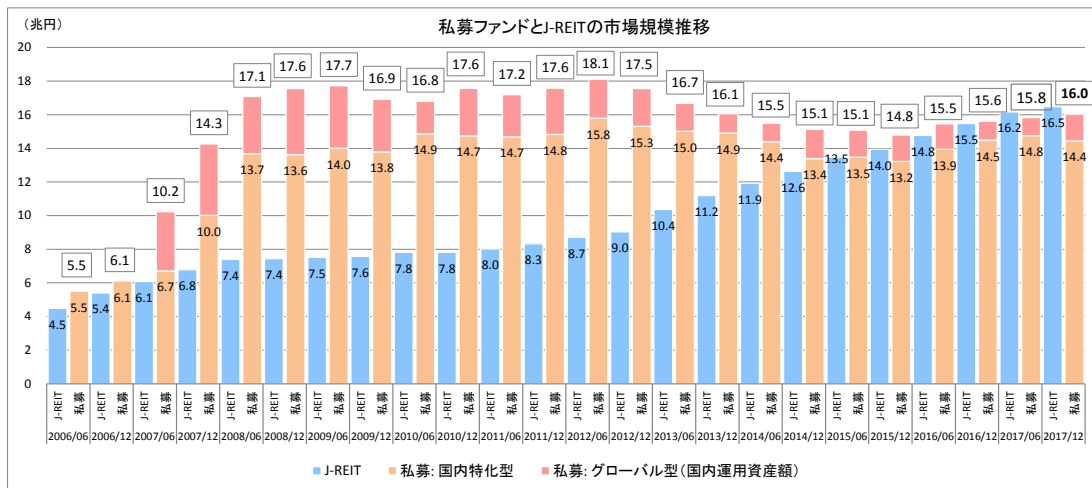
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:107社
- 回答社数:52社(回収率:48.6%)
- 調査時期:2018年1月～2月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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16.0兆円と推計した。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(2017年6月末時点)の運用資産額(15.8兆円)から約2,100億円(1.3%)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 16.0 兆円と推計>

- ・2017年12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16.0兆円と推計した(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(2017年6月末時点)から約2,100億円増加し、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。
- ・運用資産額が減少したとする運用会社数を増加したとする運用会社数が上回り、全体として前回推計結果から約1.3%の増加となった。私募REITの資産規模が拡大している一方で、国内不動産私募ファンドにおける資産規模の縮小傾向が見られた。
- ・デット資金調達環境は良好な状態が継続しており、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と考えられる運用会社が多いものとみられる。一方で、更なるデット資金の調達環境の緩和、エクイティ投資家の投資意欲の増大は見込みづらい状況といえる。
- ・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関する調査では、16社が既に運用を開始していると回答した。また、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数社あり、オープンエンド型私募ファンドの組成に一巡感が見られるものの、今後若干増える可能性がある。今後のオープンエンド型私募ファンド市場の発展に必要な内容についての調査では、「トラックレコードの蓄積」との回答数が最多となった。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

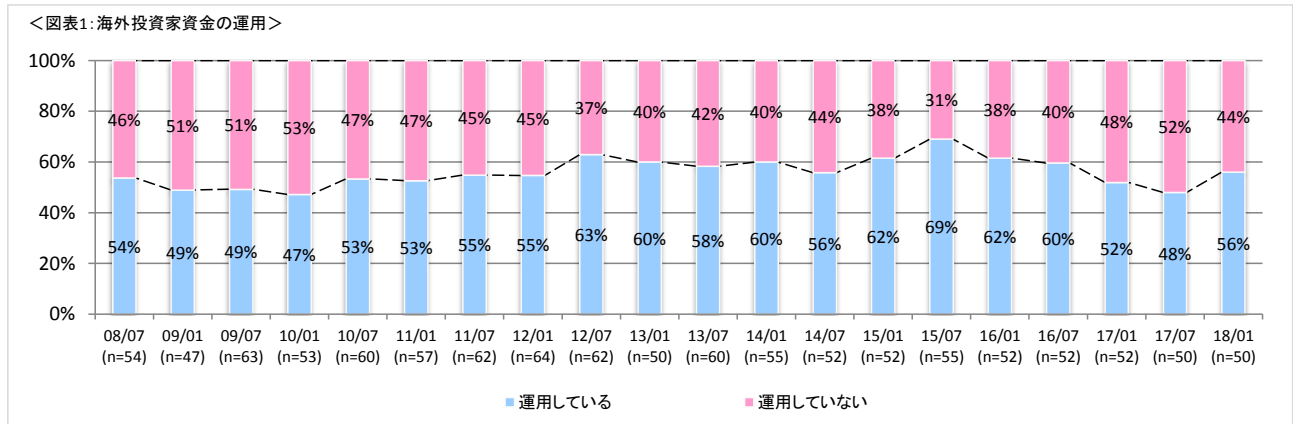
＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2018年1月 ～アンケート調査結果の概要～

(※)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

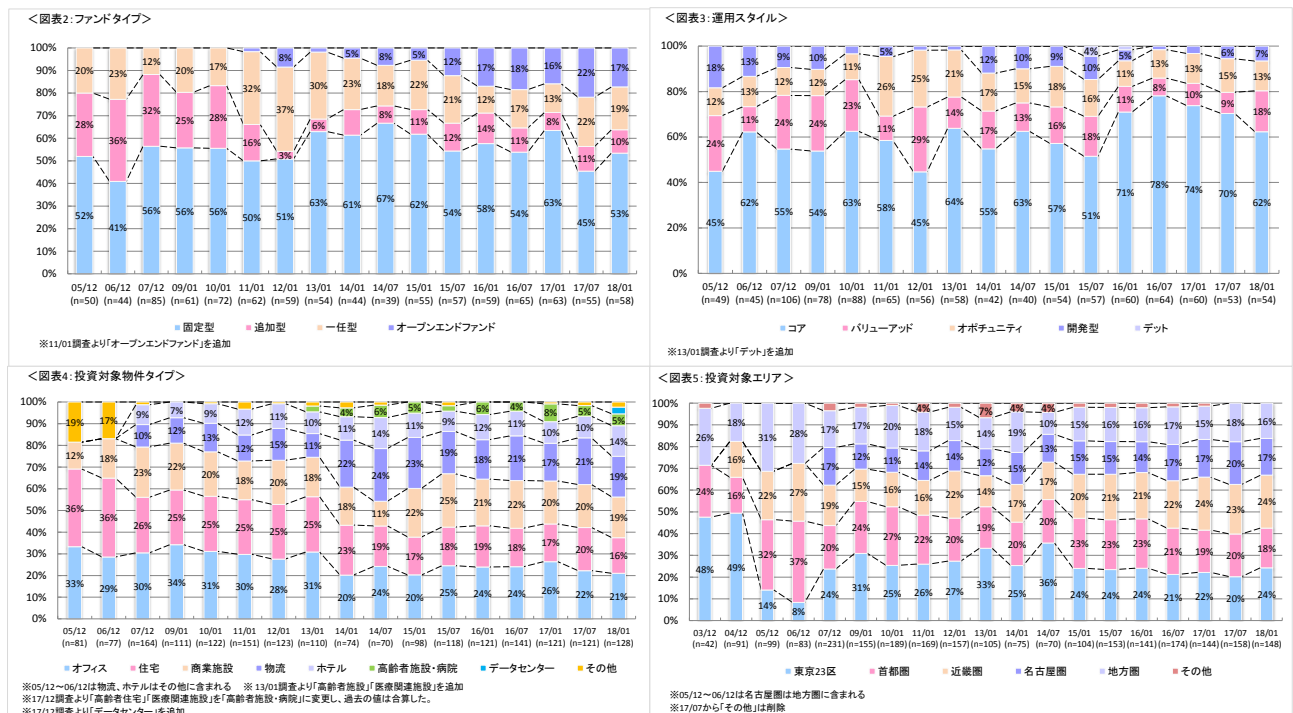
現在運用する不動産私募ファンドにおいて、海外投資家からの資金を運用しているか否かについては、「運用している」との回答が56%となった。今回調査では「運用している」との回答割合が前回調査よりも増加しているが、2016年1月調査以降の低下基調が継続といえる水準にとどまっている。海外投資家における国内不動産の価格高騰等に対する警戒感が一因として考えられる(図表1)。一方で、2017年度下期に海外資金が流入している可能性もある。



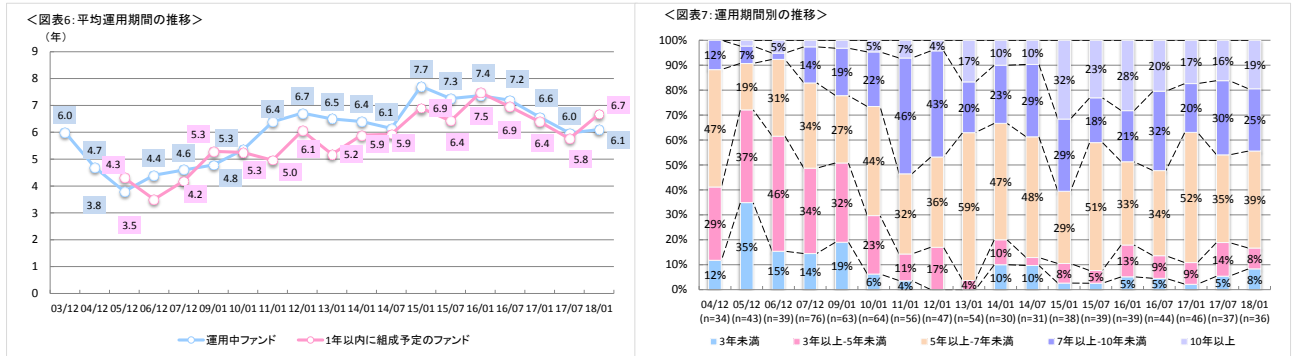
②現在運用中のファンドの概要(現在運用中で、アンケートにおいてデータ記載可能なファンドの集計結果)

現在運用中のファンド内容について回答を集計したところ、ファンドタイプにおける「固定型」や運用スタイルにおける「コア」の回答割合が高位で安定している状況に変化しない(図表2、図表3)。ただし、「コア」の回答割合は3期連続で減少しており、「バリューアッドファンド」等の組成が増加している可能性がある。

投資対象物件タイプに関する調査では、「住宅」が前回調査(20%)から4%ポイント減少した一方、「ホテル」は前回調査(10%)から4%ポイント増加し14%となった。「ホテル」の投資対象プロパティタイプとしての存在感が高まっているといえる。投資対象エリアに関する調査では、2015年1月調査以降、各エリアの投資割合は概ね同水準で推移しており、エリア分散投資が定着してきていることがうかがえる(図表4、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6.1年、1年以内に組成予定のファンドが6.7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39%で最多となった。また、「7年以上-10年未満」が25%、「10年以上」が19%となり、5年以上の長期ファンドの回答割合は合計で83%となった。(図表7)。日銀による量的・質的金融緩和が継続される見通しであることなどを背景に、今後も運用期間が5年以上のファンドが大勢を占める傾向が継続するものと思われる。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。

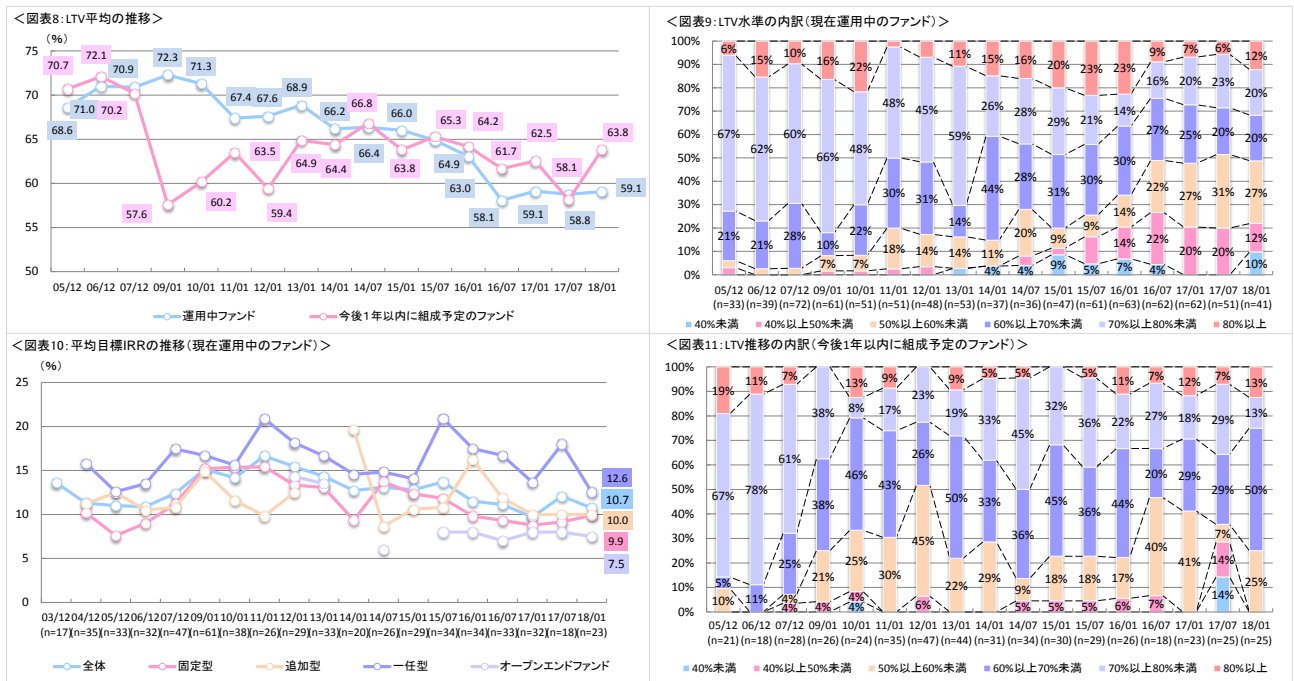


平均LTVは、現在運用中のファンドが59.1%、今後1年以内に組成予定のファンドが63.8%となり、足元で反転しているが、60%前後での推移が続いている(図表8)。LTVが80%との回答も散見されるなか、長期安定的な運用を行う私募 REIT の銘柄増加がLTV水準の押し下げ要因となっている。

LTV水準の内訳を見ると、現在運用中のファンドでは、「40%未満」および「80%以上」の回答割合が前回調査から増加した一方で、「40%以上 50%未満」および「70%以上 80%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。

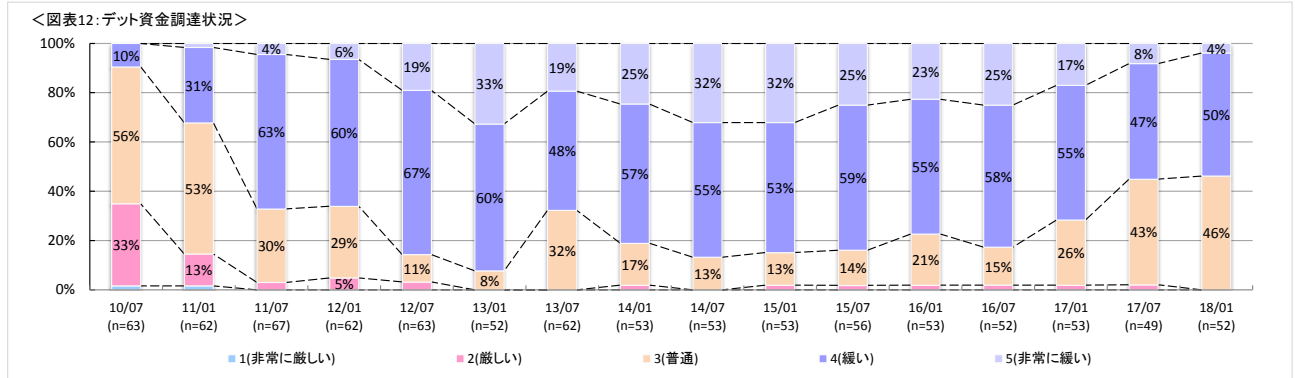
1年以内に組成予定のファンドでは、「40%未満」、「40%以上 50%未満」および「70%以上 80%未満」の回答割合が低下している一方、「50%以上 60%未満」、「60%以上 70%未満」および「80%以上」の回答割合が増加した(図表11)。

現在運用中のファンドの平均目標IRRは、「固定型」を除く全てのファンドタイプで前回調査よりも低下しており、全体では10.7%となった(図表10)。目標IRRの全体平均の推移を見ると、2011年1月調査をピークに緩やかな低下傾向にある。不動産価格の上昇により投資家の利回りの目線が低下していることを反映しているものと考えられる。



### 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)」との回答割合が前回調査からやや低下し、「3(普通)」および「4(緩い)」とする回答割合がやや増加した(図表 12)。デットの資金調達環境は良好な状態が継続しているといえるが、今後、何が契機となってかかる状況が変化するかという点に対して関心が高まっているものと思料する。

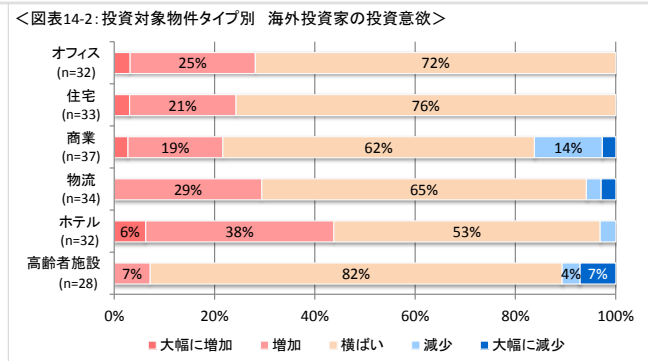
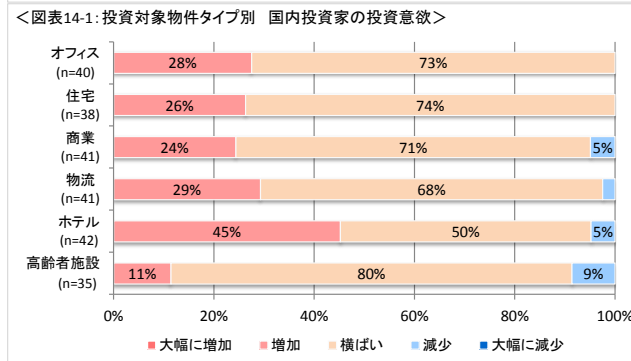
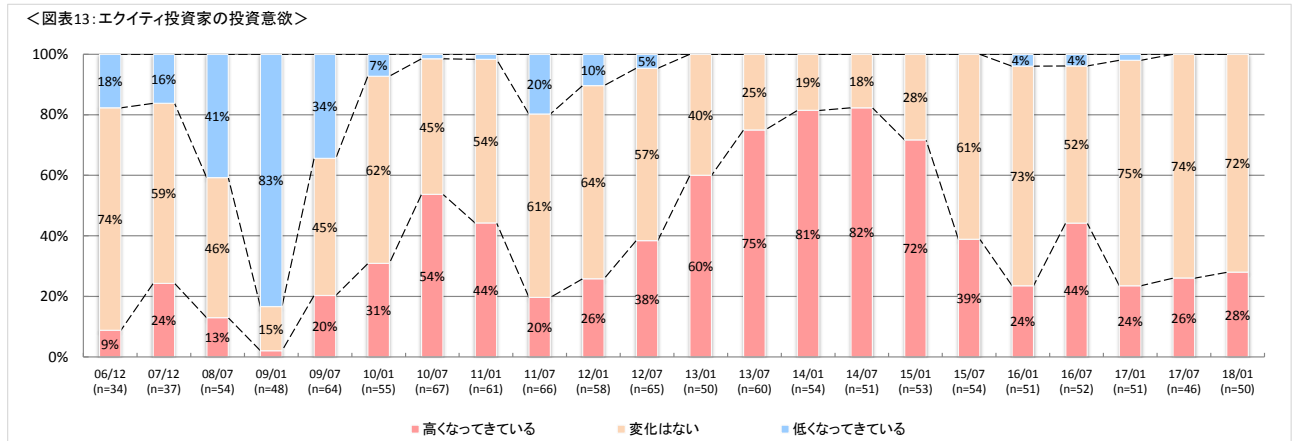


### ④ エクイティ資金調達状況

#### 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、依然として「変化はない」とする回答割合が大部分を占め、「高くなってきている」とする回答割合も僅かに増加した。一方で、前回調査、今回調査共に「低くなってきている」との回答はなく、投資家の投資意欲は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みられる(図表 13)。

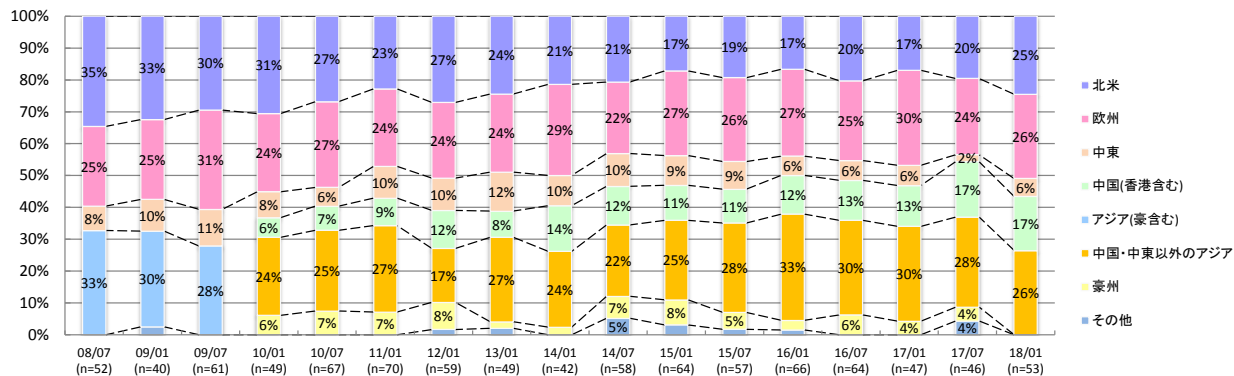
エクイティ投資家が選好すると思われる投資対象物件タイプについては、国内投資家、海外投資家いずれにおいても「横ばい」との回答割合が過半を占めている。ただし、「ホテル」に対しては、国内・海外投資家ともに「大幅に増加」および「増加」とする回答の合計割合が半数近くを占めており(図表 14-1、図表 14-2)、引き続き国内外の投資家の関心が高いことがうかがえる。



**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、「欧州」および「中国・中東以外のアジア」が26%で最多となった。前回調査と比べて「北米」、「欧州」および「中東」の回答割合が増加している(図表 15)。

＜図表15: 海外投資家の資金受託先＞



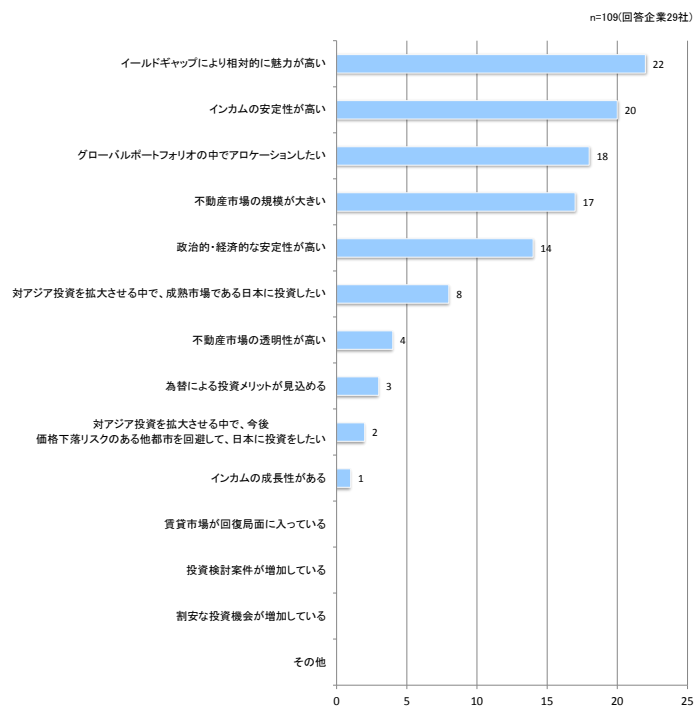
※10/01調査よりアジア(豪を含む)を細分化し、設問項目を中国、中東・中国以外のアジア、台湾とした。  
 ※12/01調査より中国を中国(香港含む)とする。

**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)**

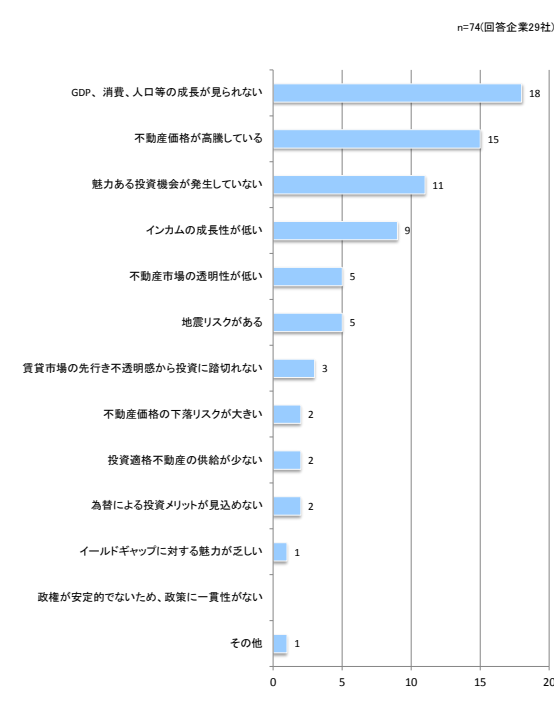
海外投資家が日本の不動産に投資を行う理由の上位には、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」、「インカム安定性が高い」、「グローバルなポートフォリオの中でアロケーションしたい」、「不動産市場の規模が大きい」および「政治的・経済的な安定性が高い」との回答が挙げられた(図表 16)。これらの項目は過去調査においても毎回上位に挙げられており、海外投資家資金が日本の不動産市場へと向かう要因として定着している。

一方、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」、「不動産価格が高騰している」との回答が上位に挙げられた。前回調査からの変化はなく、引き続き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)。

＜図表16: 海外投資家が日本の不動産に投資する理由(複数回答可)＞



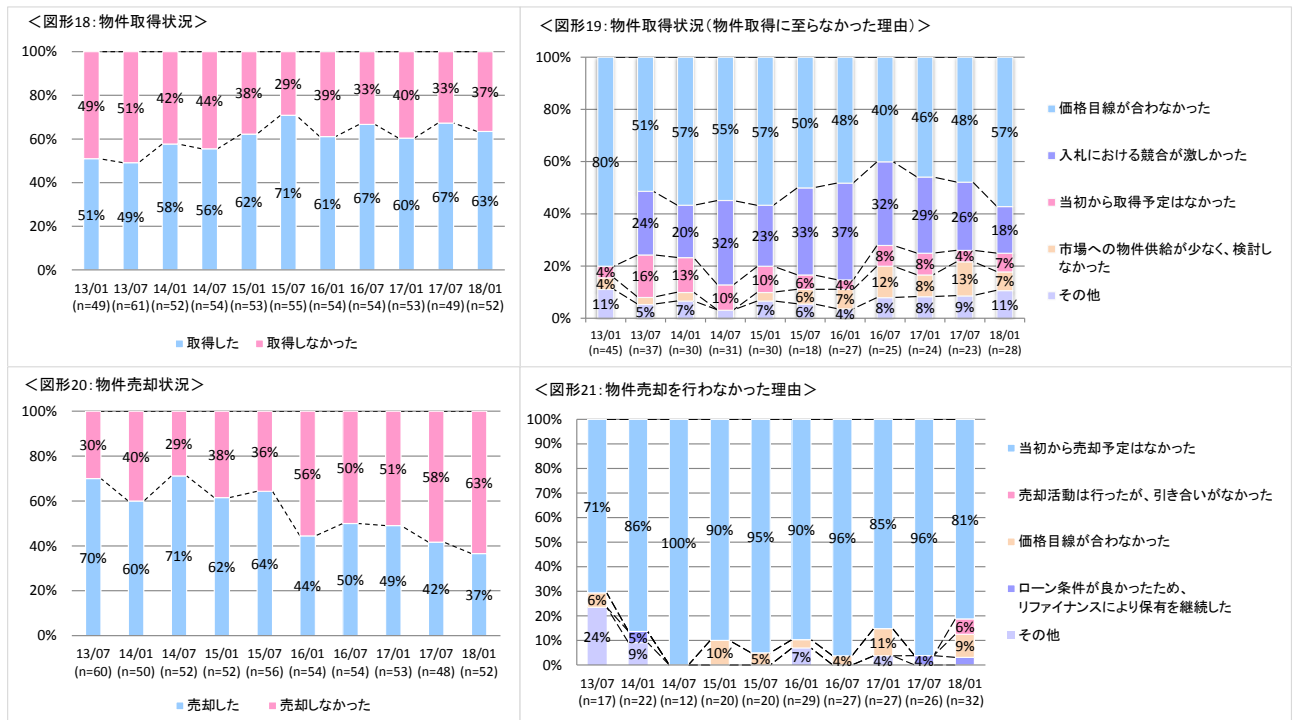
＜図表17: 海外投資家が日本の不動産に投資しない理由(複数回答可)＞



⑤物件取得/物件売却状況(2017年7月～12月)

2017年7月～12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63%にのぼった(図表18)。物件取得に至らなかった理由では、「価格目線が合わなかった」および「入札における競合が激しかった」とする回答割合の合計が75%を占めた(図表19)。物件の取得環境は厳しい状況が続いているものと推察される。

2017年7月～12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37%となり、2013年7月調査以降で最も低い水準となった(図表20)。物件売却を行わなかった理由の大多数が「当初から売却予定はなかった」であったが、前回調査では回答がなかった「価格目線が合わなかった」、「売却活動は行ったが、引き合いがなかった」を挙げる運用会社も見られた(図表21)。

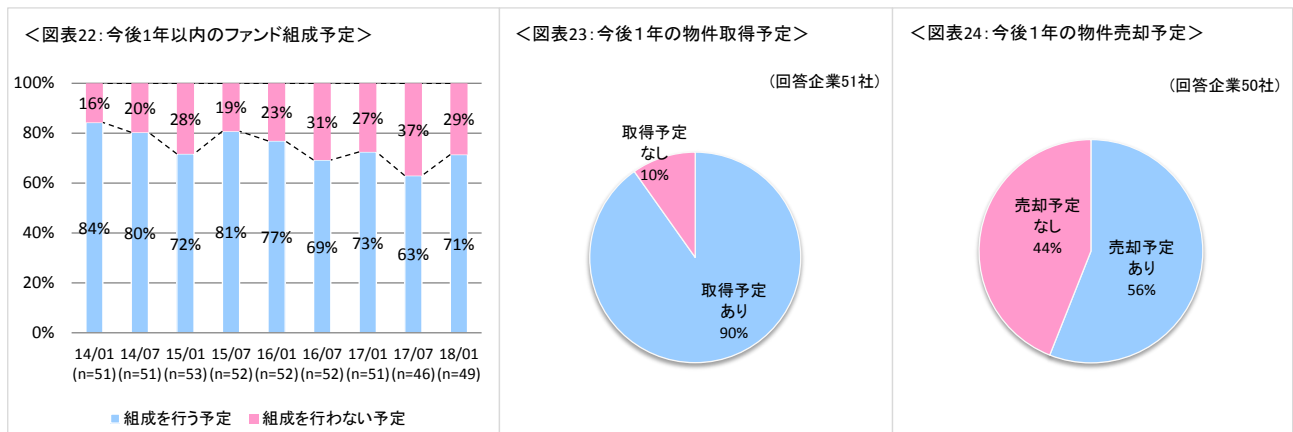


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取り組みについて

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、71%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、前回調査にてやや減少したが今回調査で反転している。

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90%にのぼったが(図表23)、「売却予定あり」との回答割合は56%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続くと考えられ、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。

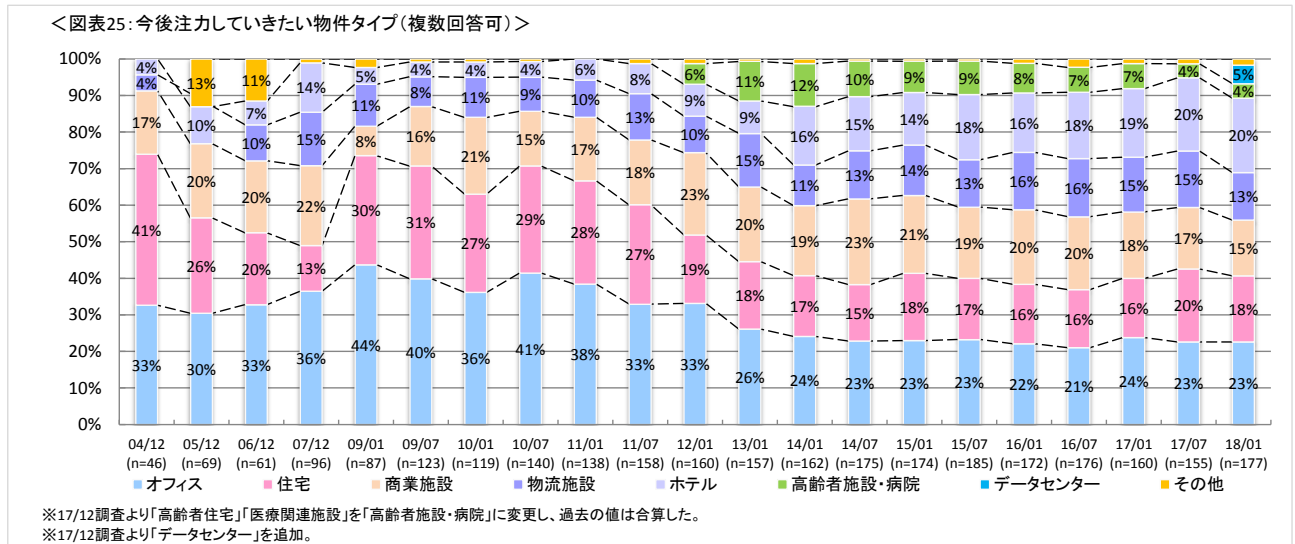


②今後の不動産運用における取り組み

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関する調査では、「オフィス」、「住宅」、「ホテル」の回答割合が相対的に多い結果となった(図表 25)。

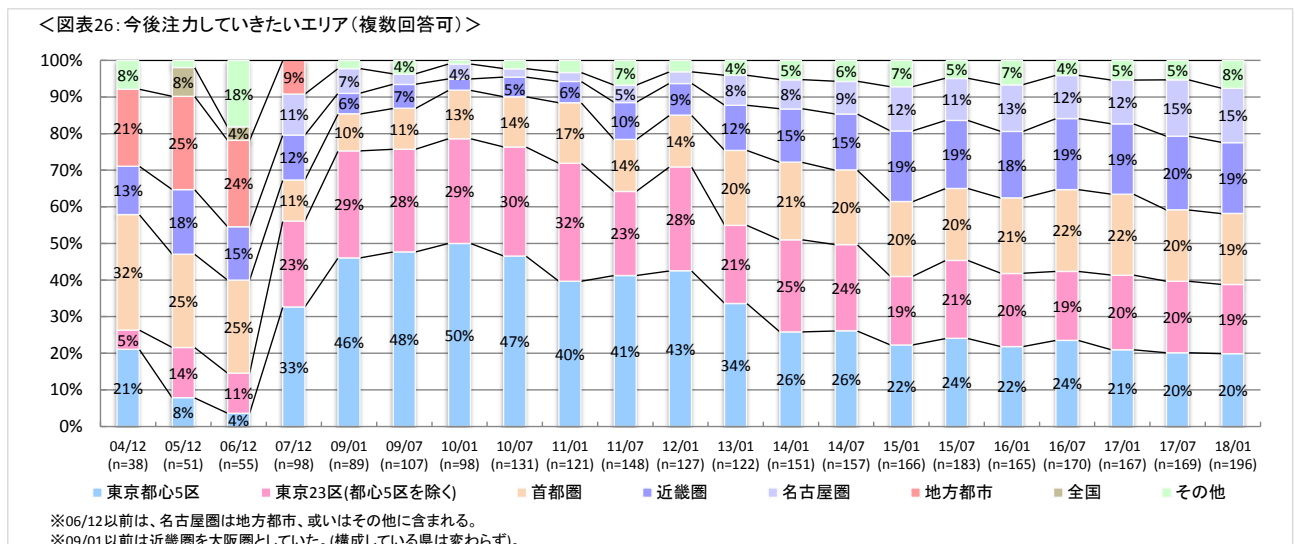
今回の調査から「データセンター」の選択肢を追加した。その結果、5%(9 件)の回答者が「データセンター」を投資対象として検討している状況が把握された。注力していきたいプロパティタイプの多様化がみられる。



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関する調査では、「東京都心5区」、「東京23区(都心5区を除く)」、「首都圏」、「近畿圏」が約 20%で並ぶ調査結果となった(図表 26)。

東京都心部における取得競争の過熱感を踏まえて、投資対象エリアを「近畿圏」、「名古屋圏」などを中心に一定割合分散する傾向が続いている。

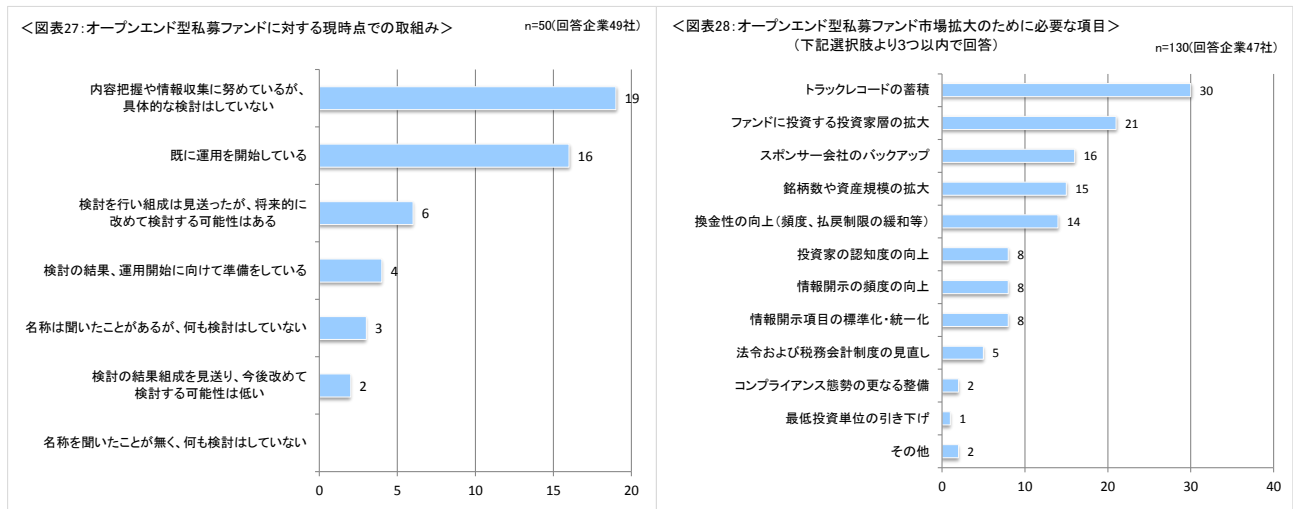


### 3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

#### 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)。「検討の結果、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 4 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。

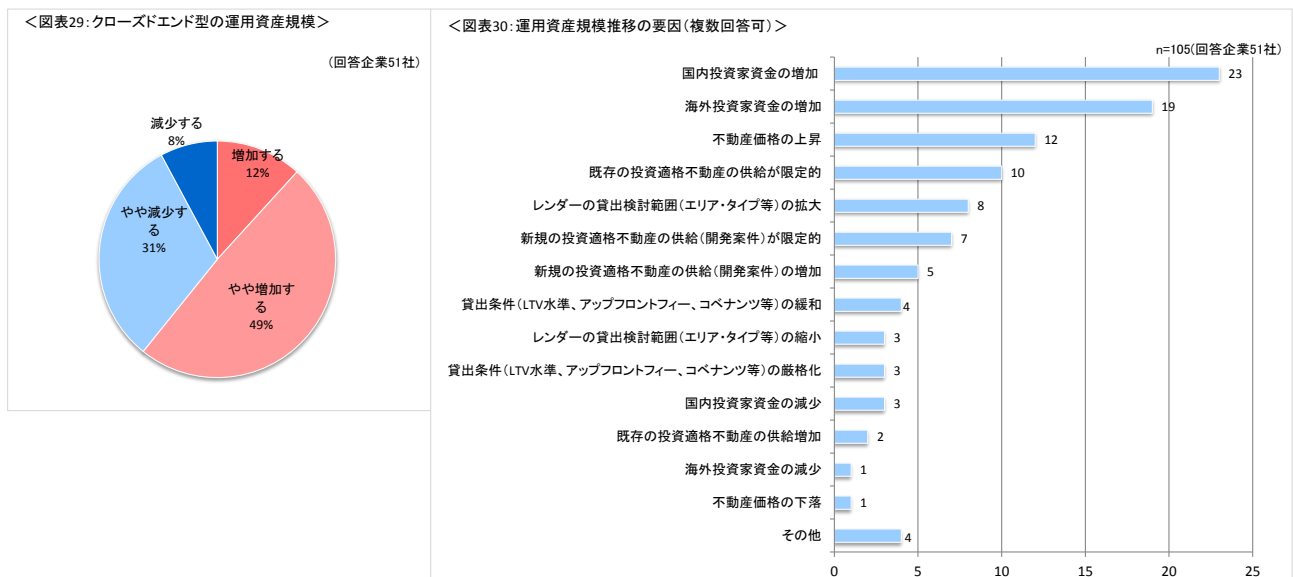
今後、オープンエンド型私募ファンド市場の発展に必要な内容としては、「トラックレコードの蓄積」との回答数が最多となり、不動産市況が悪化した場合の対応を含めて、安定運営の継続が注目されているといえる(図表 28)。最初のオープンエンド型私募ファンド設立からは約 8 年が経過し、現在は 20 以上の私募 REIT が運用されている。回答で求められた「トラックレコードの蓄積」については、ある程度充足しつつあるものと思料する。



#### 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関する調査では、増加基調が全体の約 6 割を占めた。(図表 29)。

「増加する」との回答の要因としては、「国内投資家資金の増加」が最多となった(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、不動産投資資金の流入が続くとみる運用会社が多いものと思料する。減少するとの回答の要因としては、「不動産価格の上昇」・「投資適格不動産の供給が限定的」が多くを占めた。また、「その他の回答」には、クローズドエンド型からオープンエンド型への移行を指摘する回答が複数見られた。

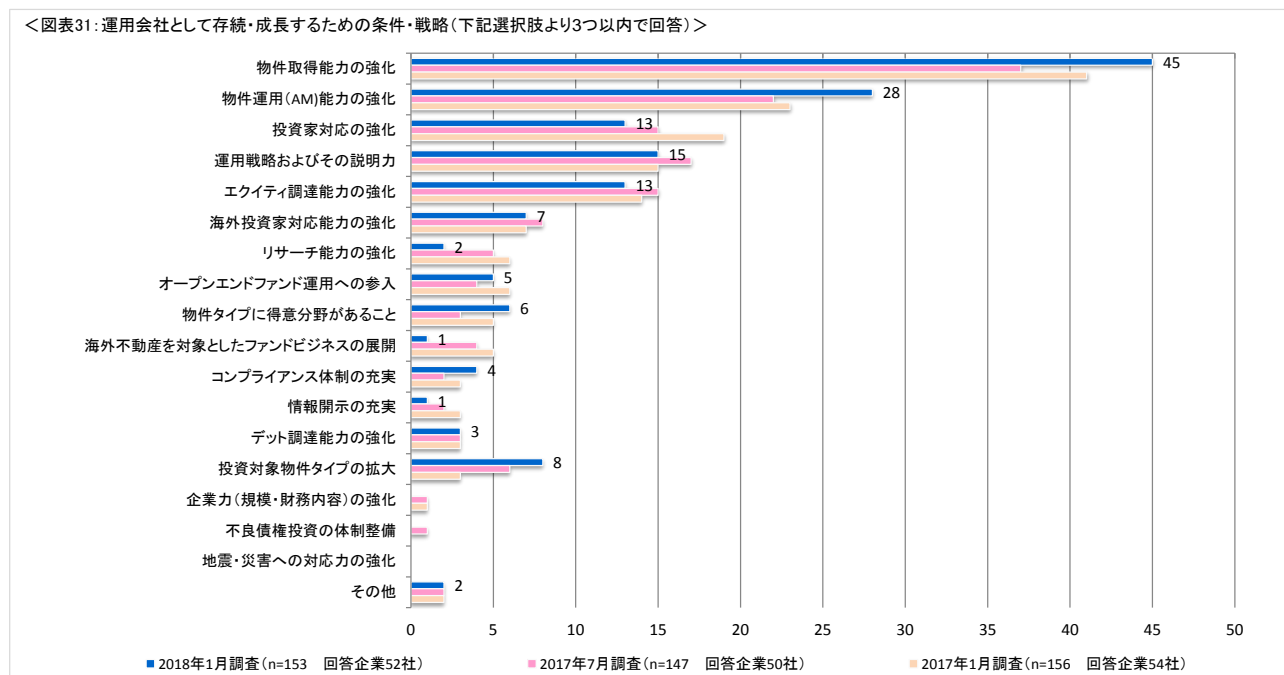




### ③運用会社として存続・成長するための条件(複数回答可)

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 31)。物件価格の高騰によって、物件取得が困難となっている環境下にある現在、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。

また、「投資対象物件タイプの拡大」との回答が8件あった。物流、ホテルなどのオペレーショナルアセットまで投資対象を広げることで投資機会を見出すことが求められている。



## 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。その際の実付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:03-6430-1349

<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 3階

<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。