

不動産私募ファンドに関する実態調査 2019年1月 ～調査結果～

2019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27回目となり、50社の不動産運用会社から回答を得た。

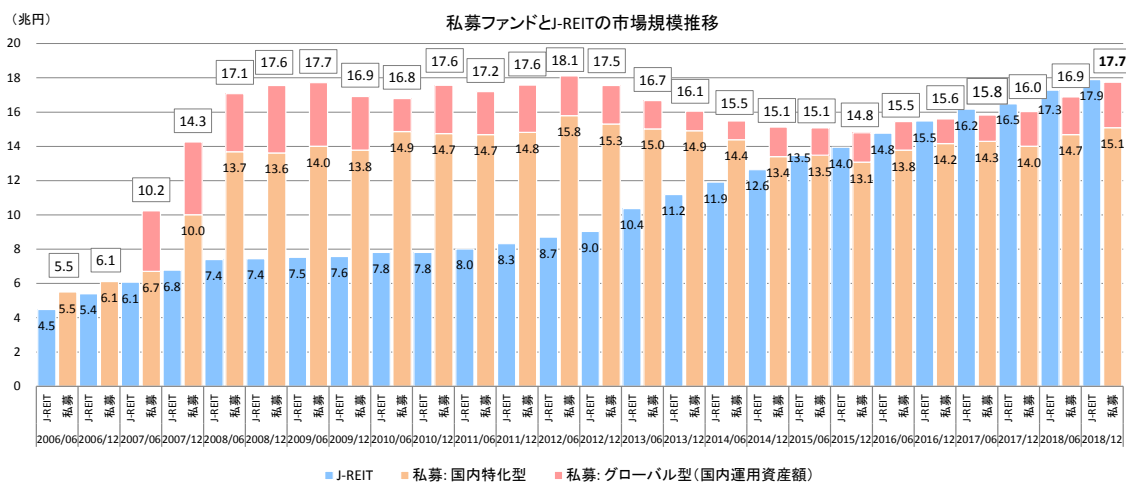
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:107社
- 回答社数:50社(回収率:46.7%)
- 調査時期:2019年1月～2月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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、2018年12月末時点の不動産私募ファンド(私募REIT含む)の市場規模(運用資産額ベース)を17.7兆円と推計した。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(2018年6月末時点)の運用資産額(16.9兆円)から約8,600億円(5.1%)増加し、近年緩やかに増加している国内不動産私募ファンドの市場規模の拡大が継続した。なお、この数値は新たな情報の入手にともない過去にさかのぼり再集計している。

(※)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17.7兆円と推計＞

- ・2018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17.7兆円と推計した(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(2018年6月末時点)から約8,600億円増加し、近年緩やかに増加している国内不動産私募ファンドの市場規模の拡大が継続した。
- ・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、中には1,000億円以上運用資産が増加した運用会社も複数見られ、全体として前回推計結果から約5.1%の増加となった。私募REITの外部成長による底上げに加えて、クローズドエンド型私募ファンドにおける資産規模拡大が不動産私募ファンド市場の拡大を大きく牽引した。
- ・総じて見れば、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。
- ・2018年下半期の物件の売買状況をみると、物件取得を行った運用会社が7割弱、物件売却を行った運用会社が5割弱となり、前回調査から取得・売却の割合がともに低下した。市場への物件供給が少ない状態が継続している中で、価格目線の乖離が拡大している。



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 2019年1月 ～アンケート調査結果の概要～

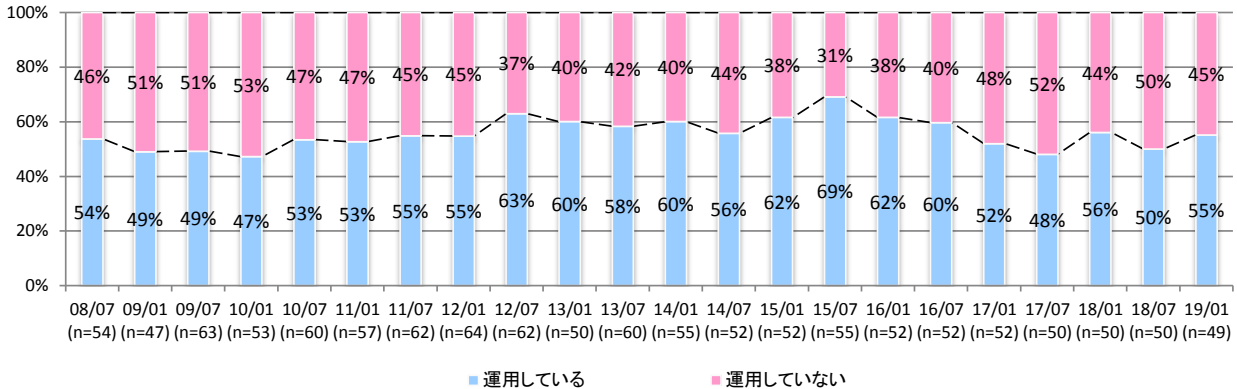
(※)グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

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」が55%、「運用していない」が45%となった(図表1)。「運用している」との回答割合は2015年-2016年の6割前後の水準からはやや低下したものの、近年は5割前後の運用会社が海外投資家資金を運用している。2016年以降海外投資家資金を運用する運用会社の割合が低下傾向を示した理由としては、海外投資家の国内不動産の価格高騰に対する警戒感等が考えられる。しかしながら、2018年以降の調査結果からは、低下傾向が一服し下げ止まっているともみられ、今後の推移が注目される。

〈図表1:海外投資家資金の運用〉

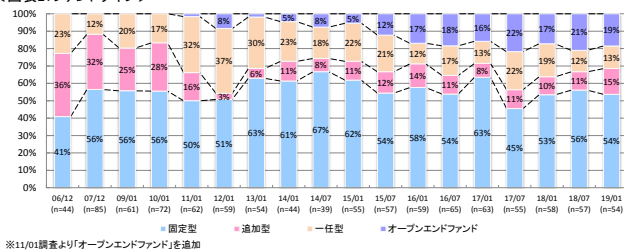


②現在運用中のファンドの概要(現在運用中で、アンケートにおいてデータ記載可能なファンドの集計結果)

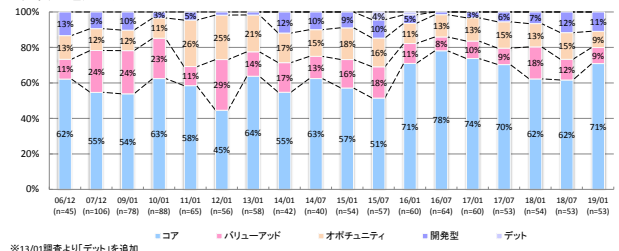
現在運用中のファンドの内容についての回答を集計したところ、ファンドタイプ別では「固定型」、運用スタイル別では「コア」の回答割合が過半を占めた(図表2、図表3)。ファンドタイプ別では「オープンエンドファンド」が約2割となり、「固定型」に次ぐシェアを占めている。運用スタイル別では「開発型」の割合が1割超を占めており、開発型ファンドの組成が継続している可能性がある。

投資対象物件タイプは、「オフィス」の回答割合が21%で最大となり、次いで「住宅」(19%)、「商業施設」・「物流」(各18%)、「ホテル」(14%)となった(図表4)。各物件タイプの回答割合は、前回調査から大きな変化は見られない。投資対象エリアは、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5)。

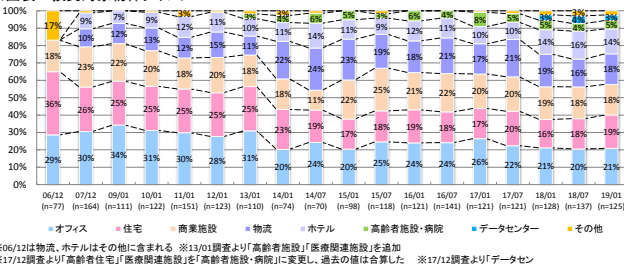
〈図表2:ファンドタイプ〉



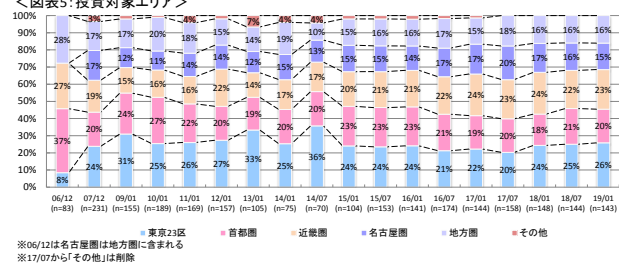
〈図表3:運用スタイル〉



〈図表4:投資対象物件タイプ〉



〈図表5:投資対象エリア〉

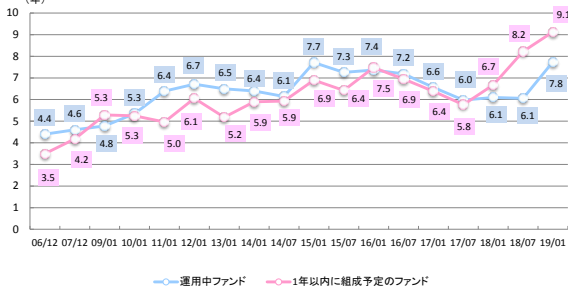


※06/12は物流、ホテルはその他に含まれる ※13/01調査より「高齢者施設」「医療関連施設」を追加 ※17/12調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し、過去の値は合算した ※17/12調査より「データセンター」

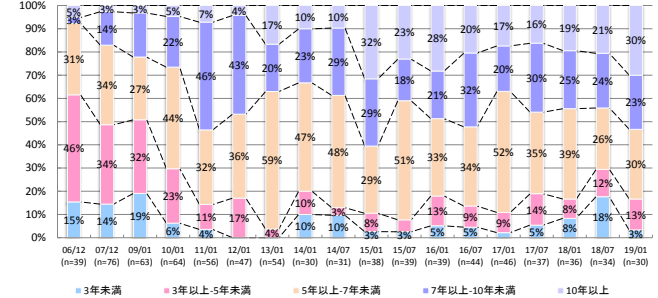
※06/12は名古屋圏は地方圏に含まれる ※13/01調査より「デット」を追加

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7.8年、1年以内に組成予定のファンドが9.1年となった(図表6)。現在運用中のファンドの運用期間をレンジ別に見ると、「5年以上-7年未満」・「10年以上」の回答割合が各30%で最大となった。また、「7年以上-10年未満」の回答割合が23%となり、7年以上の長期ファンドの回答割合が過半を占めた一方、「3年未満」の回答割合は前回調査の18%から、3%に低下した(図表7)。日銀による金融緩和は継続される見通しであり、物件の取得競争が激化してい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、1年以内に組成予定のファンドの平均運用期間は9.1年と長期化傾向にあるが、運用期間を30年とする回答が複数あった影響が大きく、全体傾向として組成予定ファンドの運用期間が大幅に長期化している訳ではない。また、運用期間の集計においては、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。

＜図表6：平均運用期間の推移＞

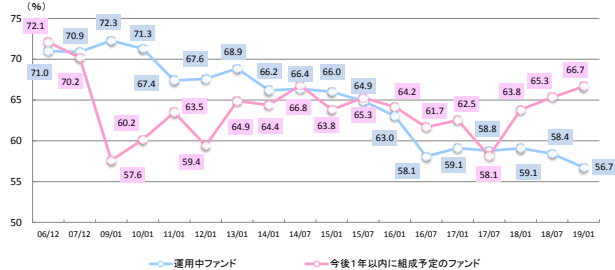


＜図表7：運用期間別の推移＞

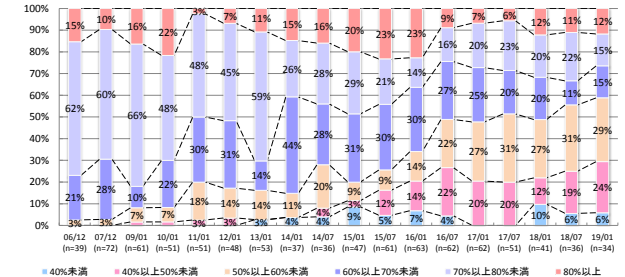


平均LTVは、現在運用中のファンドが56.7%、今後1年以内に組成予定のファンドが66.7%となった(図表8)。LTV水準の内訳を見ると、現在運用中のファンドでは、「50%以上60%未満」の回答割合が29%で最大となり、次いで「40%以上50%未満」(24%)となった。60%未満のファンドの合計割合は59%にのぼり、これまでの調査で最大となった(図表9)。運用中ファンドの平均LTV水準が低位で推移し、内訳をみても60%未満のファンドの割合の増加傾向が継続している要因としては、投資家の低リスク・低レバレッジファンド志向が依然として強く、それが運用ファンドにも反映されているためと考えられる。なお、本調査項目ではオープンエンドファンドの回答が含まれており、これらの回答数が増加している影響も大きい。1年以内に組成予定のファンドでは、「70%以上80%未満」の回答割合が42%、「60%以上70%未満」の回答割合が33%となり、60%以上とする回答が75%を占める結果となった(図表11)。平均LTVも運用中ファンドでは低位横ばい傾向が継続している一方で、今後1年以内に組成予定ファンドでは3期連続で上昇しており、今後も組成予定ファンドのレバレッジ水準が上昇傾向を続けていくのかについて注視する必要がある。現在運用中のファンドの平均目標IRRは、全体平均が10.1%となり、前回調査(11.8%)からやや低下した(図表10)。

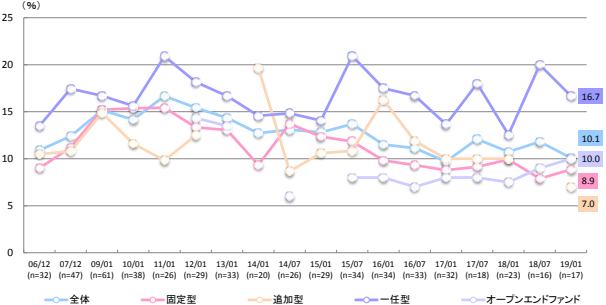
＜図表8：LTV平均の推移＞



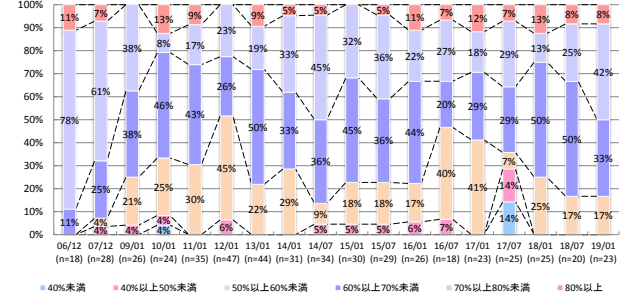
＜図表9：LTVの推移の内訳(現在運用中ファンド)＞



＜図表10：平均目標IRRの推移(現在運用中のファンド)＞



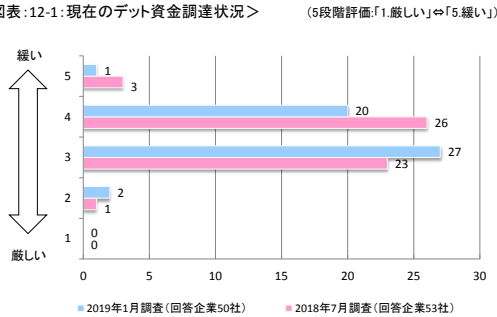
＜図表11：LTVの内訳(今後1年以内に組成予定のファンド)＞



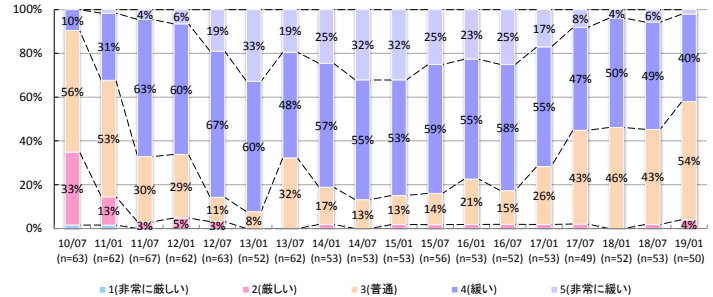
③ デット資金調達状況

デット資金の調達環境に関しては、「3(普通)」とする回答が最多となり、「4(緩い)」とする回答を上回った(図表12-1)。デット資金調達が比較的行いやすい状況で特に変化はないと感じている運用会社が多いものと推察される。一方、「3」の回答数が「4」の回答数を上回ったことに鑑みると、これまでの緩和的なデット資金調達環境がやや変化している可能性もある。

<図表12-1:現在のデット資金調達状況>



<図表12-2:デット資金調達状況>



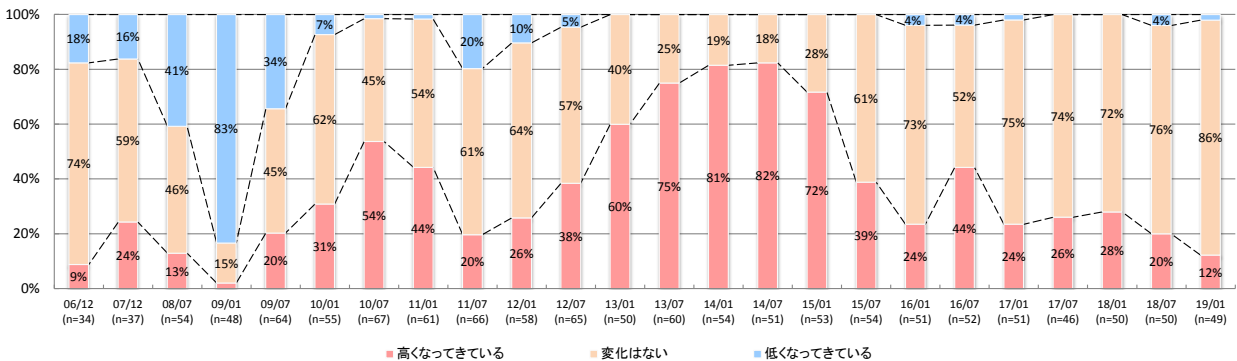
④ エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲

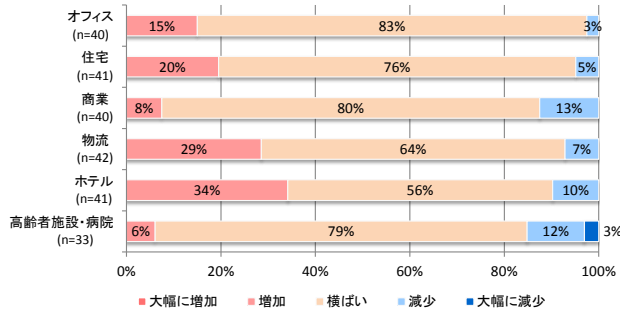
エクイティ投資家の投資意欲に関しては、「変化はない」との回答が大多数を占めた。また、「高くなってきている」は12%で前回調査から8%ポイント減少した(図表13)。投資意欲があっても投資実行が困難な状況が長期にわたり継続している中で、エクイティ投資家の投資意欲は特段変化がないと考える運用会社が多いものと推察される。

国内投資家、海外投資家それぞれの物件タイプ別の投資意欲については、国内・海外投資家ともに全ての物件タイプで「横ばい」とする回答が最多となった。なお、国内・海外投資家ともに「増加」の回答が最も多かったのは前回調査同様「ホテル」となり、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。また、「物流」についても、国内・海外投資家双方で「増加」の回答割合が前回調査よりも増加した。「大幅に減少」の回答があったのは、国内投資家では「高齢者施設・病院」、海外投資家では「商業」であった(図表14-1、図表14-2)。

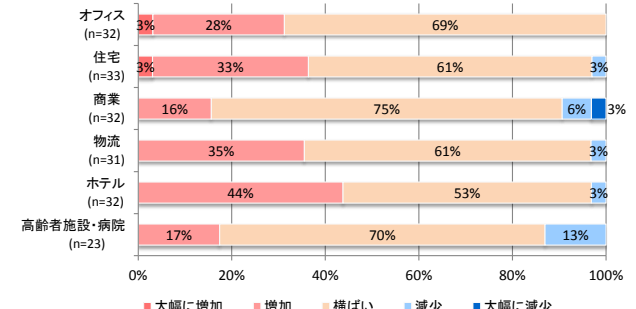
<図表13:エクイティ投資家の投資意欲>



<図表14-1:投資対象物件タイプ別 国内投資家の投資意欲>



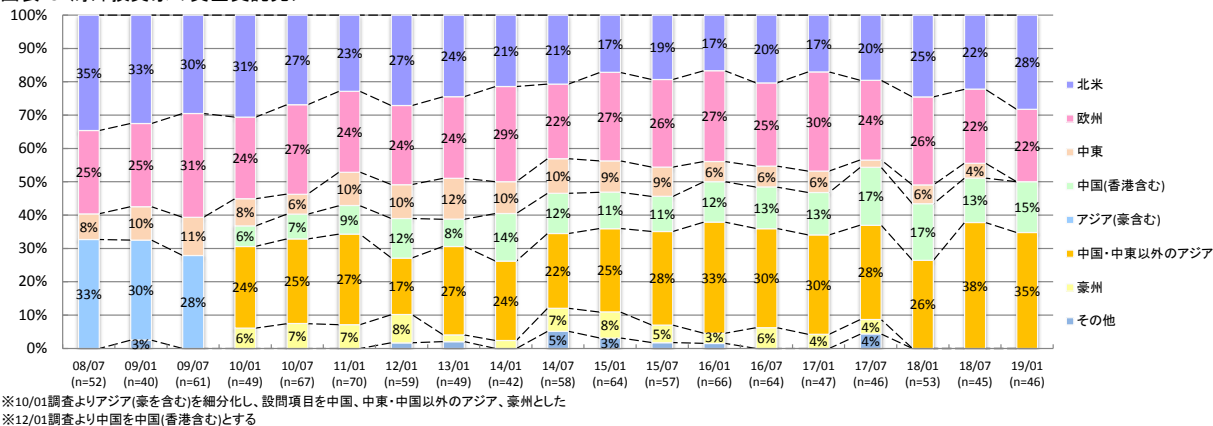
<図表14-2:投資対象物件タイプ別 海外投資家の投資意欲>



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、回答数ベースで「中国・中東以外のアジア」が35%で最多となり、次いで「北米」(28%)、「欧州」(22%)、「中国(香港含む)」(15%)となった。国内不動産にファンド形態で投資する海外投資家の中で、「中国・中東以外のアジア」の投資家の存在感が高まっていることがうかがえる(図表15)。

＜図表15:海外投資家の資金受託先＞

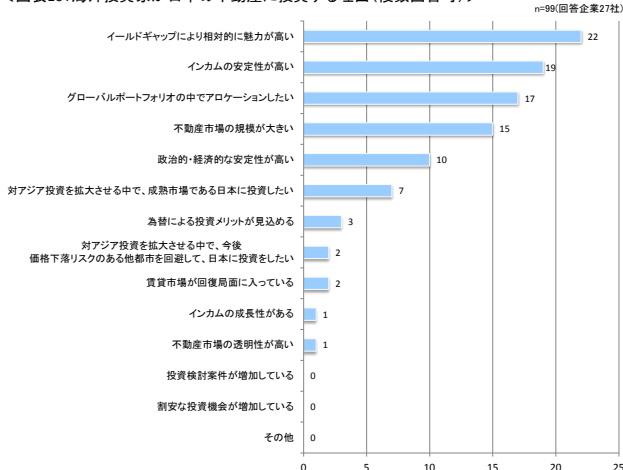


c.海外投資家による日本への投資実行/不実行の理由(複数回答可)

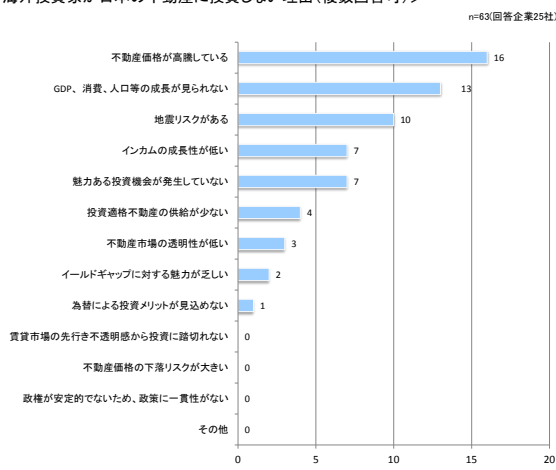
海外投資家が日本の不動産に投資を行う理由の上位には、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」、「インカムの安定性が高い」、「グローバルポートフォリオの中でアロケーションしたい」、「不動産市場の規模が大きい」、および「政治的・経済的な安定性が高い」との回答が挙げられた(図表16)。これらの項目は過去調査においても毎回上位に挙げられており、これらの要因が日本のインバウンド投資を支えていることが分かる。

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。「不動産価格が高騰している」とする回答割合は25%を占め、これまでの調査で最大となった。不動産投資市場の過熱感への懸念が海外投資家の間でも高まっているとみられる運用会社が多いことが分かる(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)＞



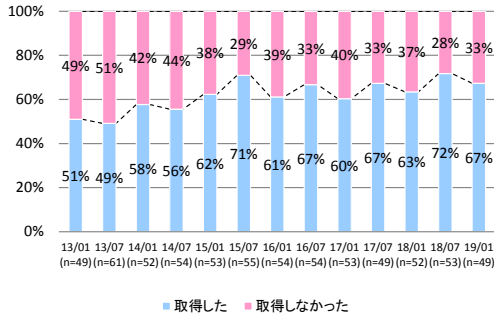
⑤物件取得/物件売却状況(2018年7月～12月)

2018年7月～12月の物件取得状況については、「取得した」との回答割合が67%にのぼり、2016年1月調査以降、回答会社のうち6割以上が物件取得を行っている状況が継続している(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」との回答割合が65%となり、調査開始以来最大となった。「入札における競合が激しかった」の回答割合は2017年以降減少傾向にあったが、今回調査では24%となり再び増加した。

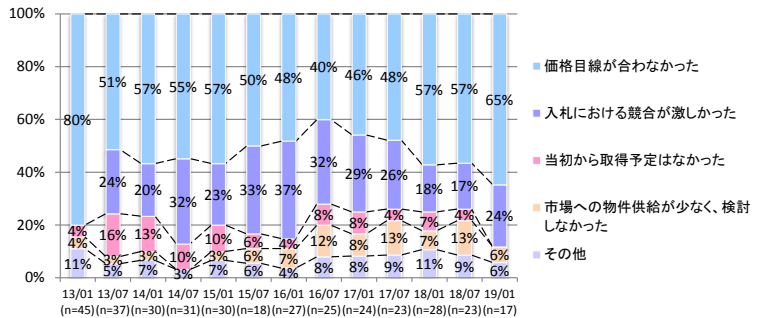
物件を取得しなかった運用会社のうち約90%が、価格目線の乖離と取得競合を理由として挙げており(図表19)、不動産価格の高騰を背景に物件取得が困難な状況が継続していることがうかがえる。

2018年7月～12月の物件売却状況については、「売却した」との回答が45%となり半数を下回った(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89%を占めた(図表21)。運用期間の長期化により物件売却の機会自体が減少しており、また、オープンエンドファンドで保有する物件が増加している中で、私募ファンド運用会社が売却主体となるケースは今後も減少していくことが予想される。

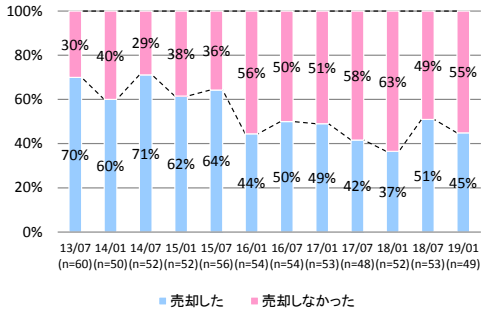
<図表18:物件取得状況>



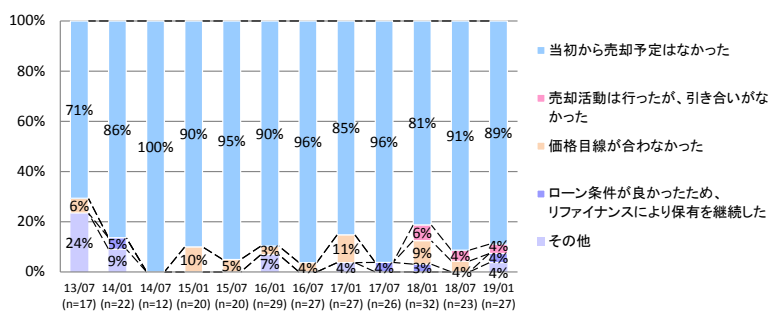
<図表19:物件取得状況(物件取得に至らなかった理由)>



<図表20:物件売却状況>



<図表21:物件売却を行わなかった理由>



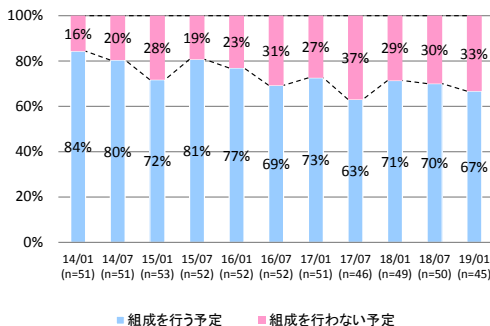
2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取り組みについて

①今後1年以内のファンド組成および物件売買の予定

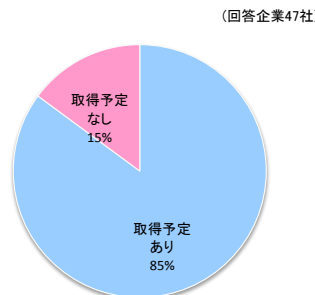
今後1年以内のファンド組成については、67%が「組成を行う予定」と回答した(図表22)。前回調査に引き続き7割程度の運用会社がファンドの組成を予定している。

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85%、「売却予定あり」との回答割合は57%であった(図表23、図表24)。大多数の運用会社が物件取得に意欲を見せているが、市場全体で投資適格物件の供給量が少ない状況は今後も継続すると考えられる。

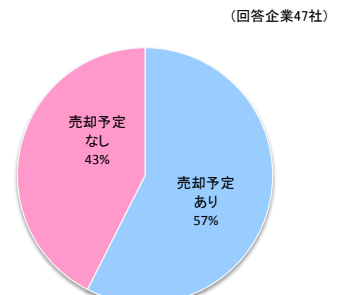
<図表22:今後1年以内のファンド組成予定>



<図表23:今後1年の物件取得予定>



<図表24:今後1年の物件売却予定>



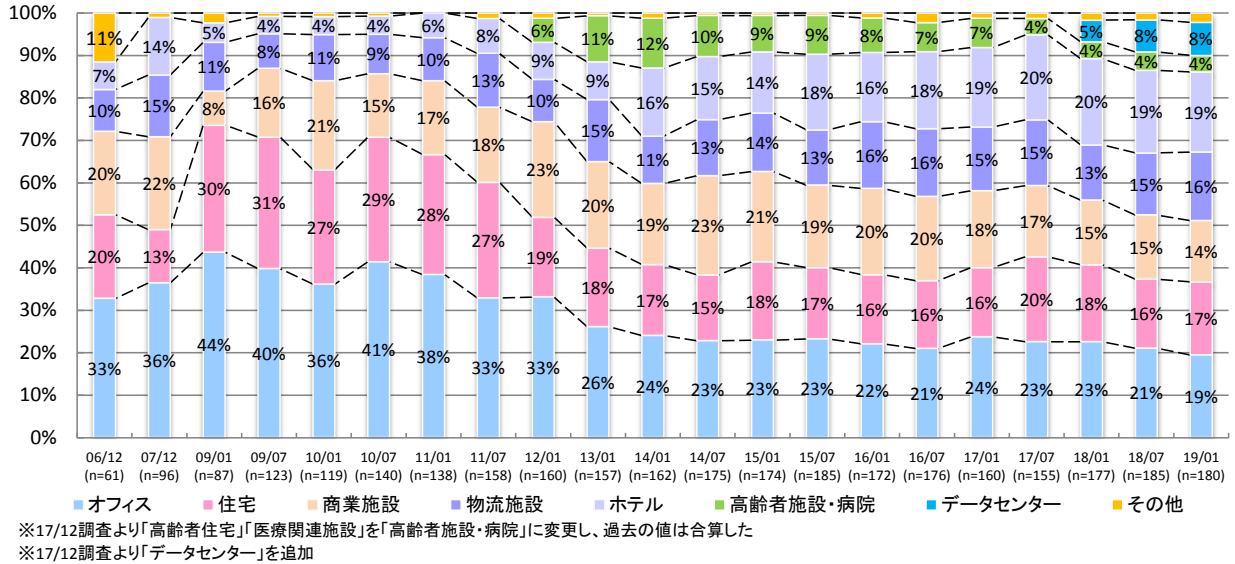
②今後の不動産運用における取り組み

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」、「ホテル」が約20%、「住宅」、「商業施設」、「物流施設」が15%前後となった(図表25)。2017年1月調査以降「ホテル」の回答割合は20%前後で推移しており、運用会社が注力する意向を示す物件タイプとして、「オフィス」とほぼ同等の注力度となっている。

2018年1月調査より選択肢として追加した「データセンター」も8%を維持しており、今後投資対象物件タイプとして定着していくか注目される。

<図表25: 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)>

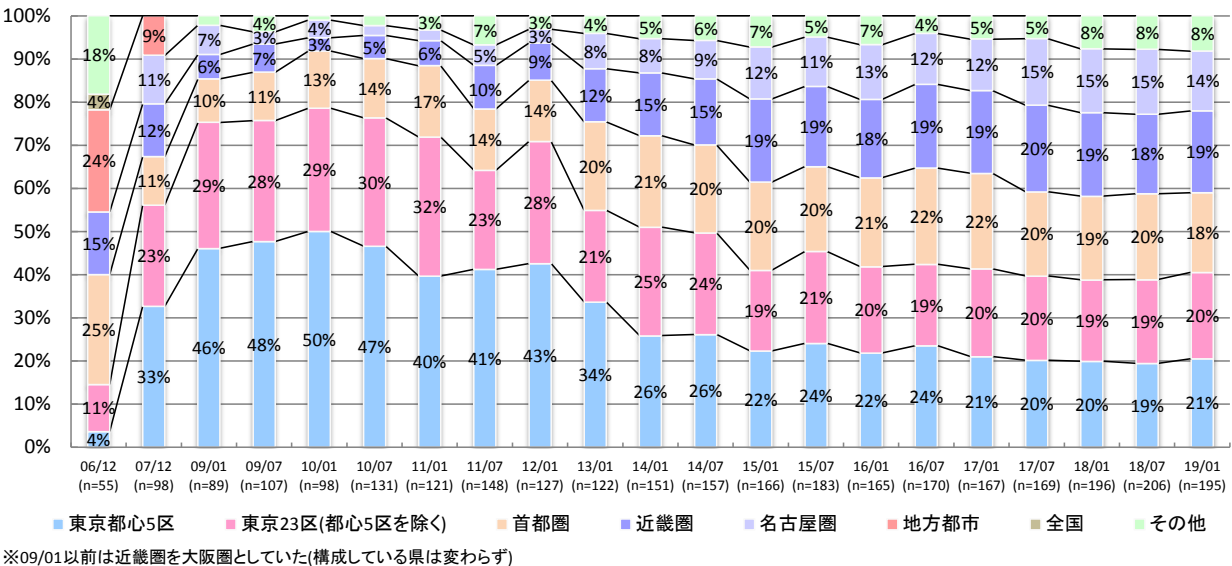


b. 今後注力していきたいエリア(複数回答可)

今後注力していきたいエリアについては、「都心5区」、「東京23区(都心5区を除く)」、「首都圏」、「近畿圏」が各20%前後で並ぶ結果となり、ここ最近の調査ではほとんど変化がない(図表26)。

物件取得が困難な状況が継続することが見込まれることから、今後も多くの運用会社が、東京だけでなく国内の主要エリアを対象に、幅広く物件取得を展開していくものと思われる。

<図表26: 今後注力していきたいエリア(複数回答可)>



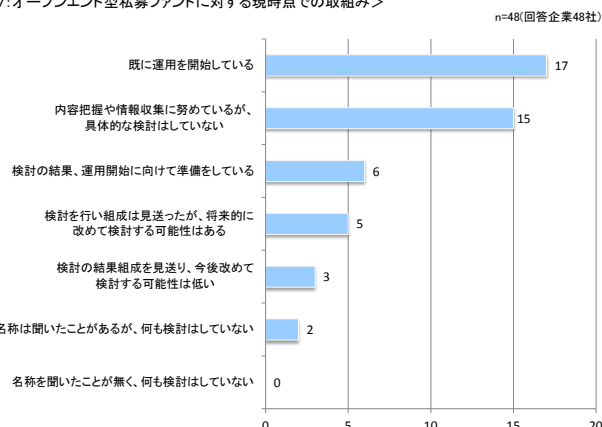
3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

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

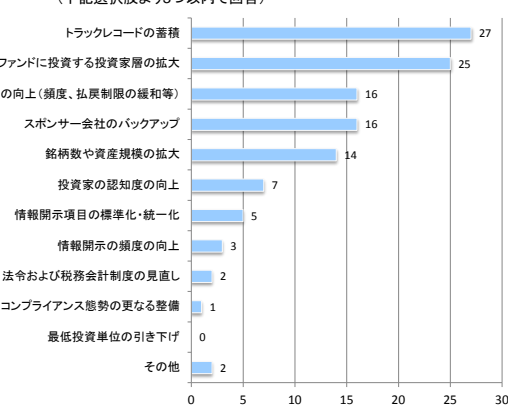
オープンエンド型私募ファンドへの取組状況については、「既に運用を開始している」が最も多い一方、「内容把握や情報収集に努めているが、具体的な検討はしていない」との回答が次いでおり、オープンエンド型私募ファンドの組成には一服感がみられる(図表 27)。ただし、運用開始に向けて準備をしていると回答した運用会社も数社あり、オープンエンド型私募ファンドは、今後も微増する可能性がある。

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」、「ファンドに投資する投資家層の拡大」という内容に回答が集中した。日本の不動産オープンエンドファンド市場がまだ経験していない不動産市況の下降局面での対応を含めたトラックレコードの蓄積と、そのような局面を乗り越えるためにも、投資家層の更なる拡大が必要であると捉えている運用会社が多いもの推察される(図表 28)。このほか、「換金性の向上」、「スポンサーのバックアップ」といった項目にも一定の回答があった。

<図表27:オープンエンド型私募ファンドに対する現時点での取組み>



<図表28:オープンエンド型私募ファンド市場拡大のために必要な項目>
(下記選択肢より3つ以内で回答)

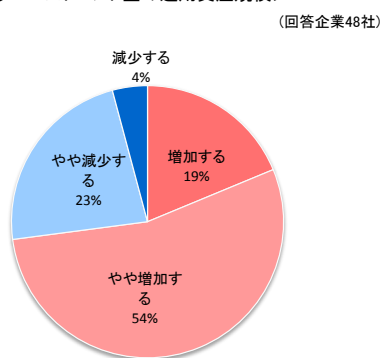


②クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模の見通し

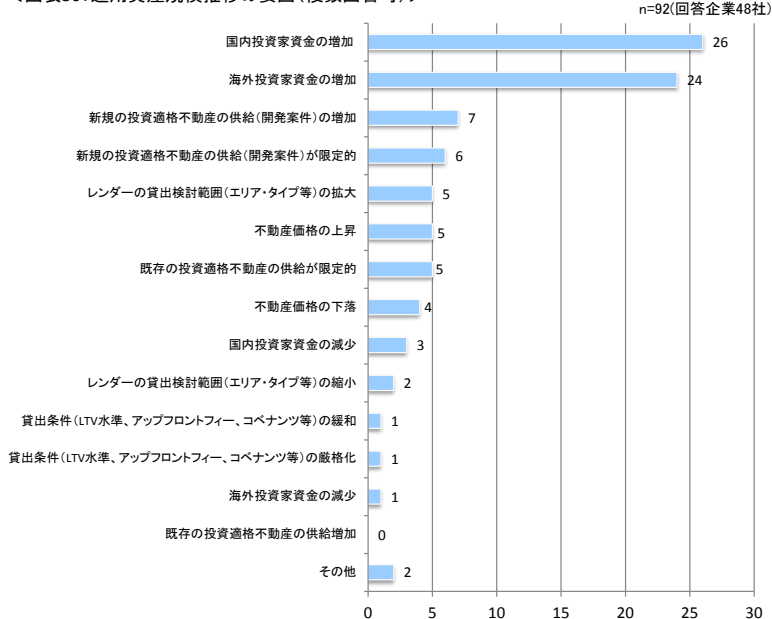
クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模の見通しに関する調査では、増加基調を予想する回答が全体の約7割を占めた。(図表 29)。

「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」、「海外投資家資金の増加」が多く挙げられた(図表 30)。日銀による金融緩和の継続により、今後も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、「新規の投資適格不動産の供給が限定的」、「不動産価格の上昇」等を要因に挙げており、売り手市場を反映した回答結果となっている。

<図表29:クローズドエンド型の運用資産規模>



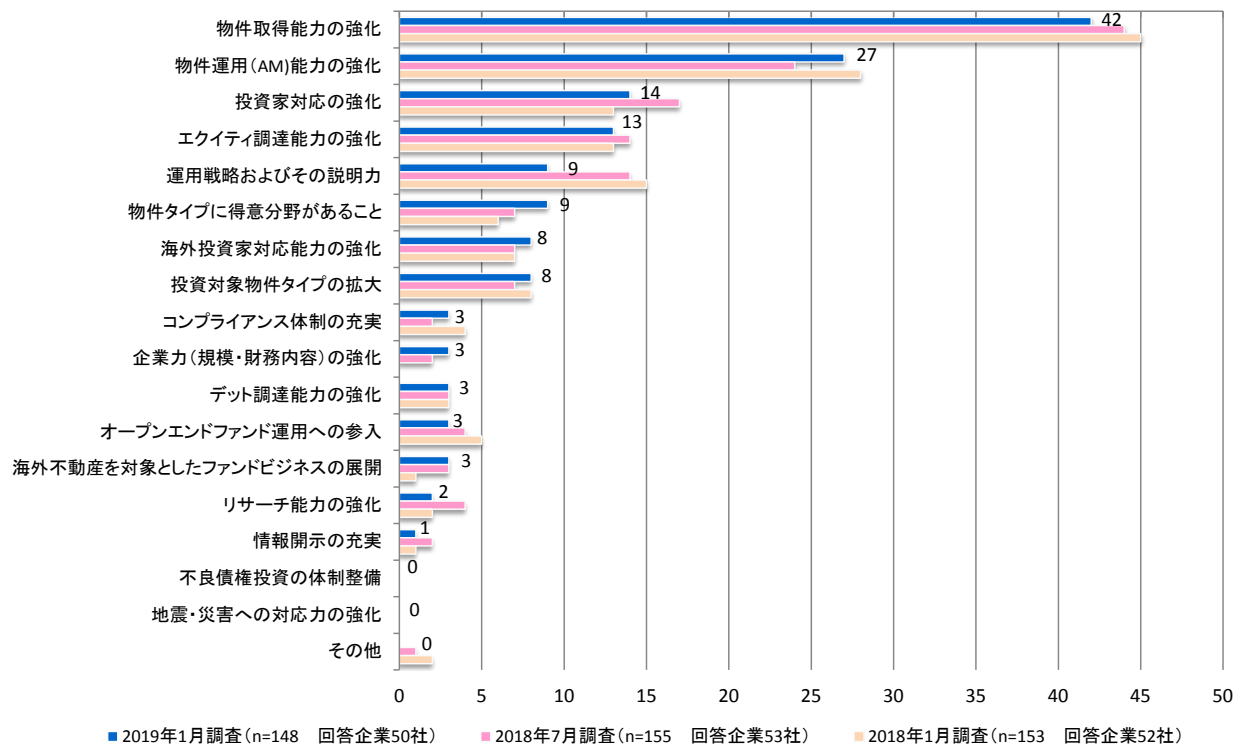
<図表30:運用資産規模推移の要因(複数回答可)>



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ついては、過去調査と同様に「物件取得能力の強化」が最多となり、次点の「物件運用(AM)能力の強化」を大きく上回った(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。多様なアセットに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。

<図表31:運用会社として存続・成長するための条件・戦略(下記選択肢より3つ以内で回答)>



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
- 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。