

不動産私募ファンドに関する実態調査 2020年1月 ～調査結果～

2020年3月18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29回目となり、43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: 109社
- 回答社数: 43社(回収率: 39.4%)
- 調査時期: 2020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

＜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 20.2 兆円と推計＞

- ・ 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、当社は、2019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20.2兆円と推計した。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(2019年6月末時点)の運用資産額(19.2兆円)から約0.9兆円(4.8%)増加し、20兆円を超え過去最高額を更新した。1.5兆円増加した前回調査に比べ増加ペースはやや鈍化したものの、国内不動産私募ファンドの市場規模の拡大が継続している。

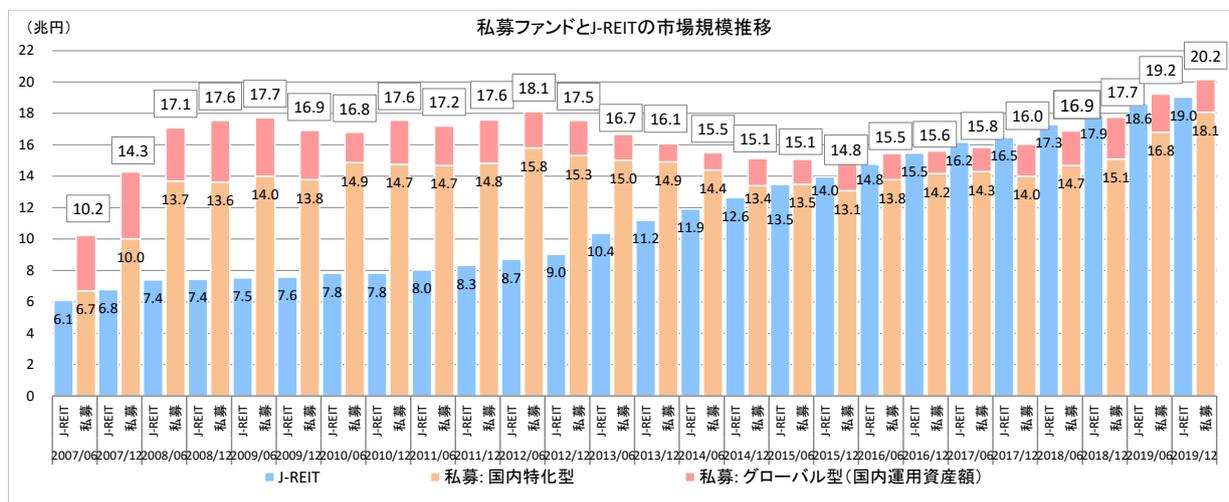
※グローバルファンド・・・日本以外の国も投資対象とするファンドとして当社が定義

- ・ ここ半年で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大きく上回った。ファンドの運用終了等を主因に運用資産額が大きく減った会社もみられる一方、国内運用会社を中心に運用資産額を大幅に増加させた運用会社が目立ち、全体として前回推計結果から約4.8%の増加となった。

＜投資家のホテル、商業施設に対する投資意欲が減退＞

- ・ 今回のアンケート結果で注目すべきは、投資家の投資意欲は高い状態にあると考える運用会社が大半と推察される一方、プロパティ別に見ると国内・海外投資家ともにホテル、商業施設に対する投資意欲が減退しているとの回答が増加した点である。ホテルは、前回調査までは投資意欲が増加しているとの回答が最も多いプロパティタイプだったが、インバウンド需要の減速や供給過剰感の広がりにより、慎重姿勢を見せる投資家が増加しているものと考えられる。商業施設については、消費税増税やeコマース市場の拡大等の影響により、投資家の投資意欲が減退していると考える運用会社が増加しているものとみられる。

※なお、当該調査を行ったのは2020年1月～2月初旬で、新型コロナウイルスの影響が拡大する前であり、この影響が調査結果に反映されるのは次回調査以降となる点につきご留意いただきたい。



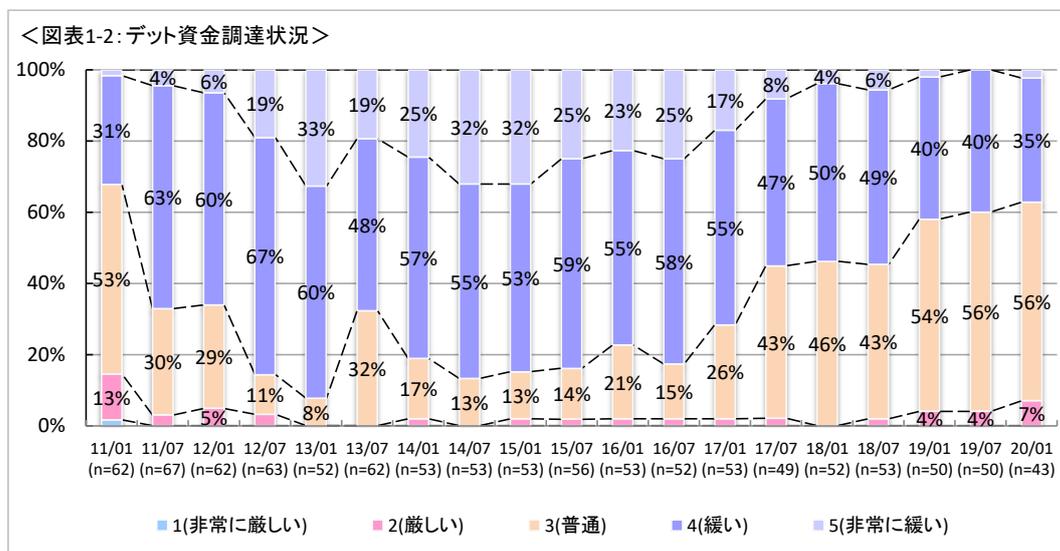
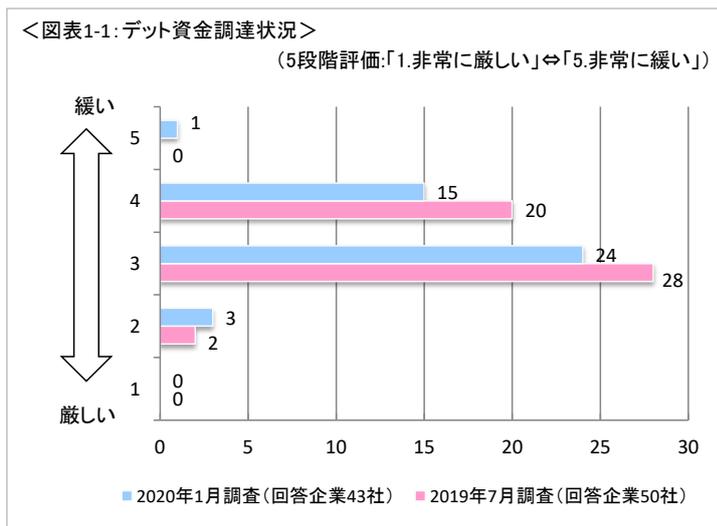
〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2020年1月 ～アンケート調査結果の概要～〉

(※)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デット資金調達状況 ～デット資金調達環境は良好な状況が継続

デット資金の調達状況に関しては、「3(普通)」の回答数が24件で最多となり、次いで「4(緩い)」が15件となった(図表1-1)。2019年1月調査以降、各項目の回答割合はあまり変化しておらず(図表1-2)、デット資金調達環境は良好な状況が継続していることがうかがえる。ただし、今回調査では「2(厳しい)」の回答が3件あり、今後の調査結果を注視していきたい。

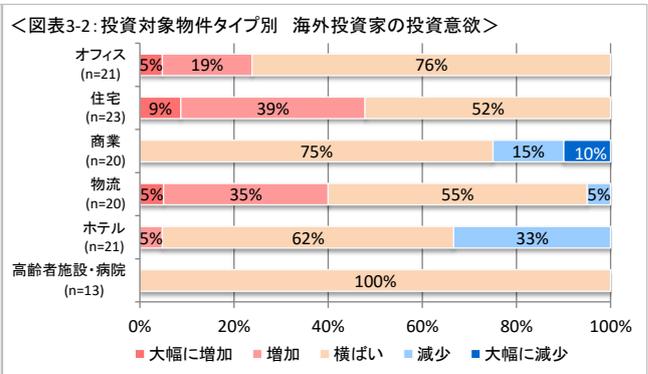
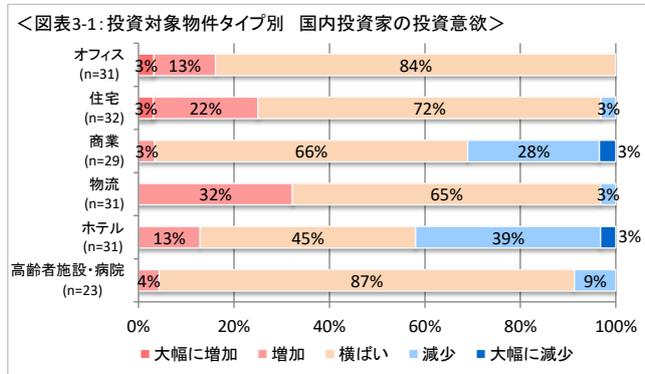
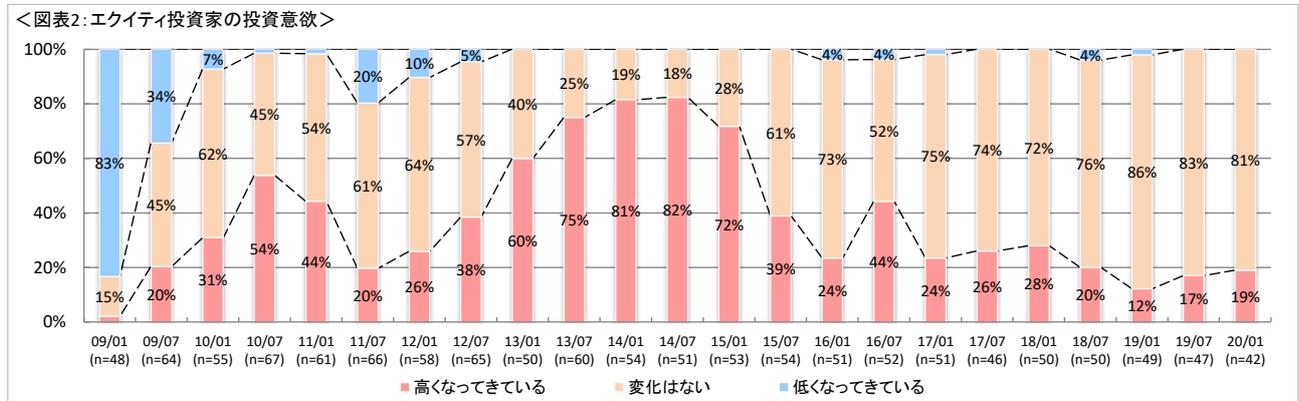


② エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲 ～「ホテル」、「商業」に対する投資意欲が減退

エクイティ投資家の投資意欲は「変化はない」が81%を占めた(図表2)。2014年頃をピークに、「高くなってきている」との回答が次第に減少し、「変化がない」との回答が増加していることから、ゼロ金利政策を背景とした投資家の運用難の状況が定着し、投資家の不動産投資意欲が依然として高止まっている様子がうかがえる。

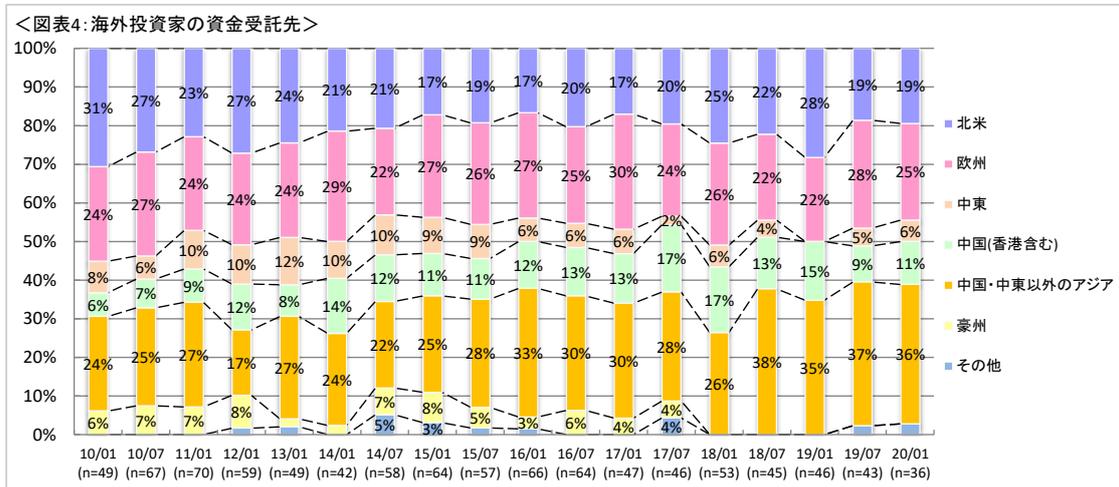
物件タイプ別にみたエクイティ投資家の投資意欲については、国内、海外投資家双方で、いずれの物件タイプにおいても「横ばい」の回答が最多となった(図表3-1、3-2)。ただし、前回調査まで国内投資家で「増加」の回答が最も多かった「ホテル」は、今回調査で「減少」と「大幅に減少」の回答が計42%にのぼり、「増加」(13%)を大きく上回った。「商業施設」についても、「減少」と「大幅に減少」の回答が計31%となっている。海外投資家では、「増加」および「大幅に増加」の回答が最も多かったのは「住宅」で計48%にのぼった。一方、国内投資家と同様に、「ホテル」と「商業」に対しては「減少」の回答が目立つ結果となった。ホテルについては、インバウンド需要の減速や供給過剰感の広がりにより、慎重姿勢を見せる投資家が増加しているものと推察される。商業施設については、消費税増税やeコマース市場の拡大等の影響により、投資家の投資意欲が減退していると考えられる運用会社が増加しているものと考えられる。



b. 海外投資家の属する地域(どのエリアの海外投資家から資金を受託しているか)

～「中国・中東以外のアジア」が最多

どのエリアの海外投資家から資金を受託しているかという質問に対し、回答数ベースで最多となったのは「中国・中東以外のアジア」の36%であり、次いで「欧州」の25%、「北米」の19%となった(図表4)。「中国・中東以外のアジア」の回答割合は、2018年7月調査以降4期連続で3分の1超を占めており、国内不動産へ投資する海外投資家として存在感を強めている。

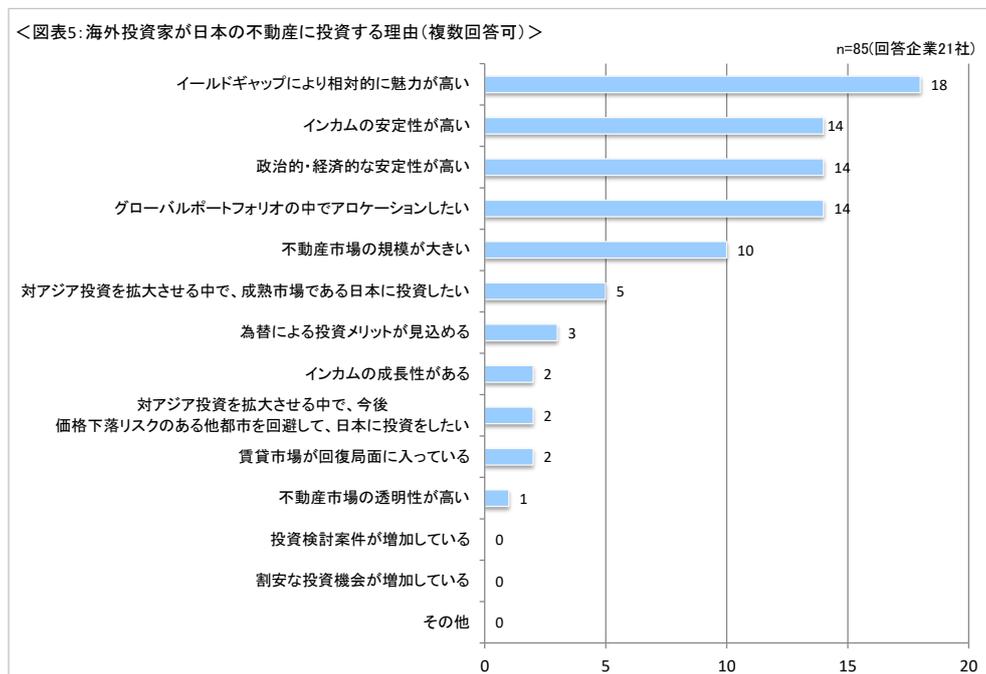


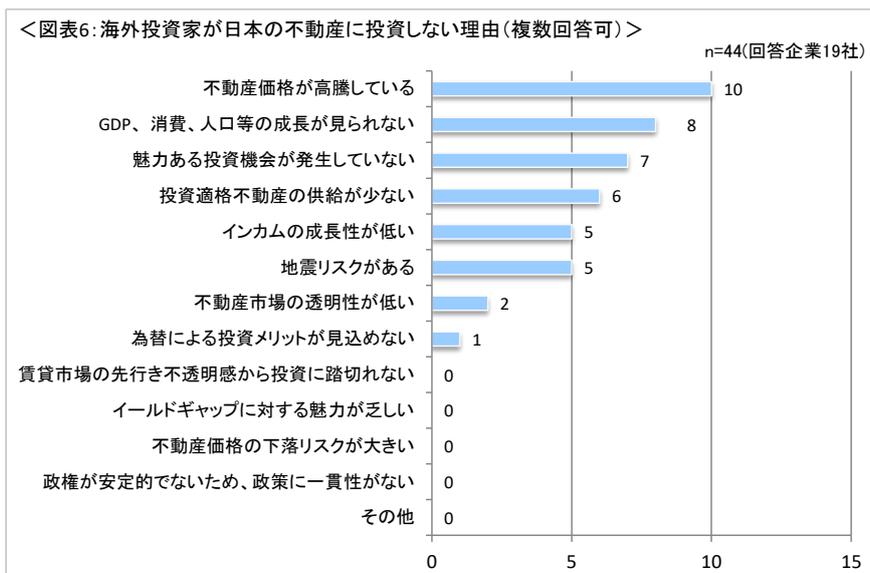
c. 海外投資家による日本への投資実行/不実行の理由(複数回答可)

～国内不動産はイールドギャップによる魅力が高い一方、不動産価格高騰が懸念材料に

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」、「政治的・経済的な安定性が高い」、「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」、との回答が挙げられた(図表5)。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、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」との回答が最多となり、「GDP、消費、人口等の成長が見られない」を上回った。2016年1月調査以降、「不動産価格が高騰している」が毎回上位に挙げられており、海外投資家の間でも不動産価格の高騰期にあるとの認識が広まっていることがうかがえる。(図表6)。

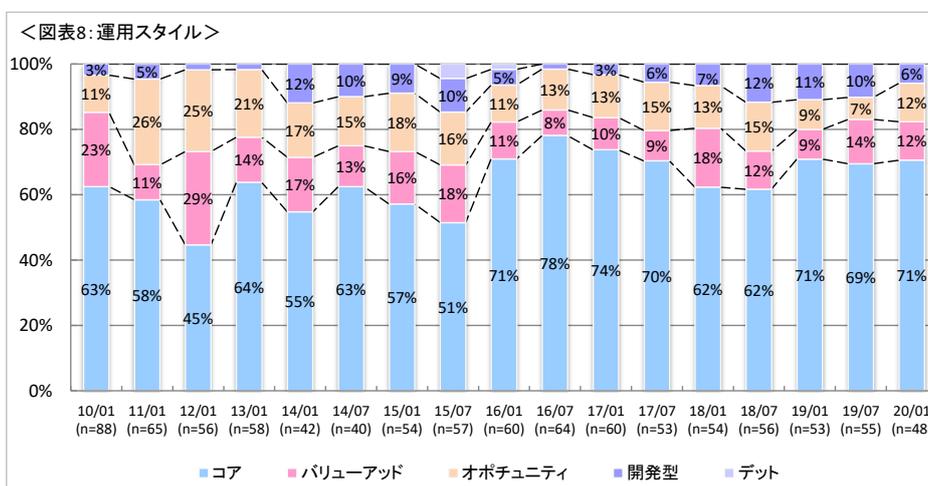
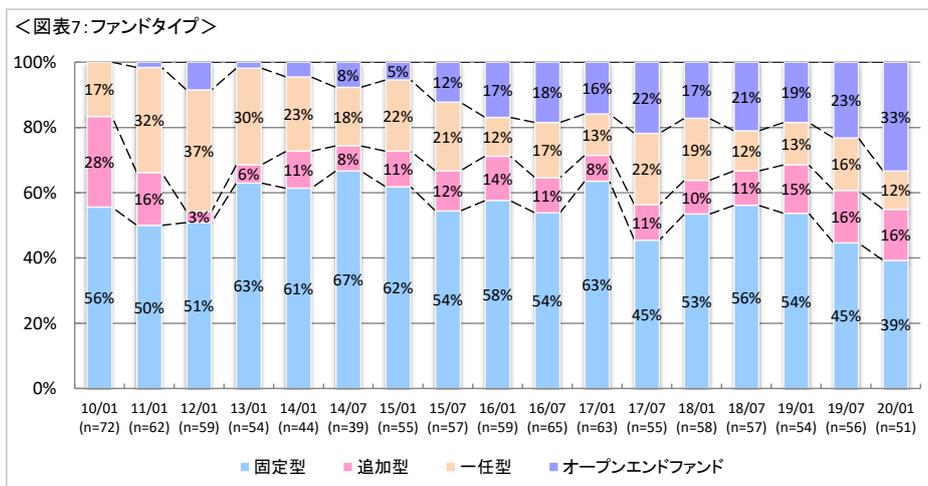




③ 現在運用中のファンドの概要(運用中ファンドについての個別項目の集計結果)

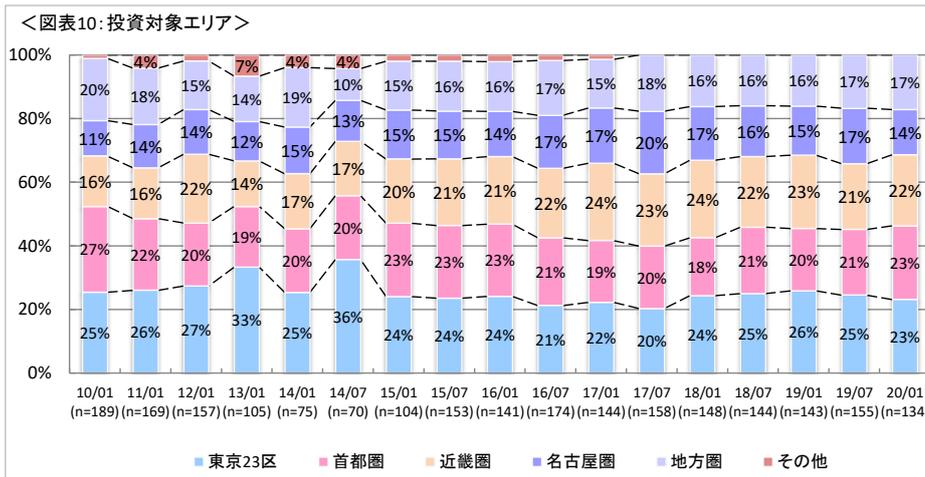
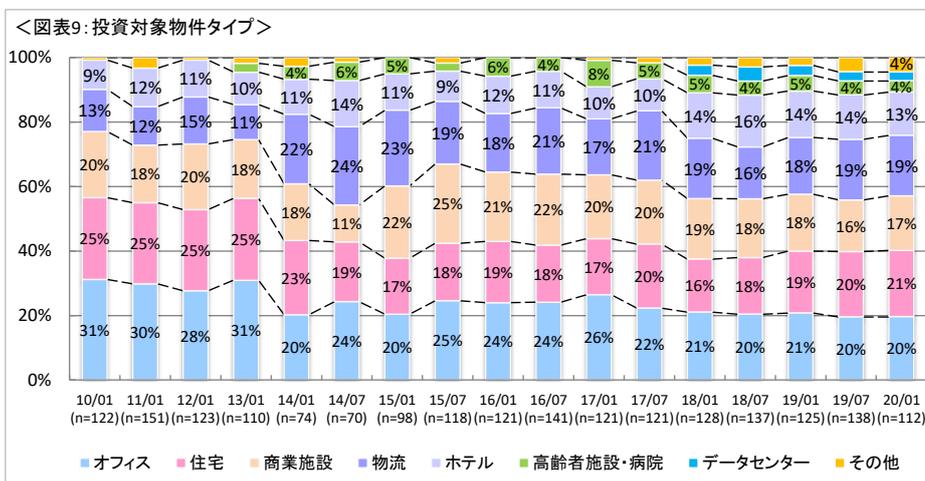
a. ファンドタイプ、運用スタイル ～オープンエンドファンドの割合が大きく増加、コア型も引き続き高水準

現在運用中のファンドの個別項目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「オープンエンドファンド」の回答割合が33%とこれまでの調査で最大となり(図表7)、回答数も前回調査から4件増加した。運用スタイル別では「コア」の回答割合が引き続き7割を占めている(図表8)。オープンエンドファンドは国内運用会社各社の旗艦ファンドとなっているケースが増えていることから、回答割合が増加傾向にある。



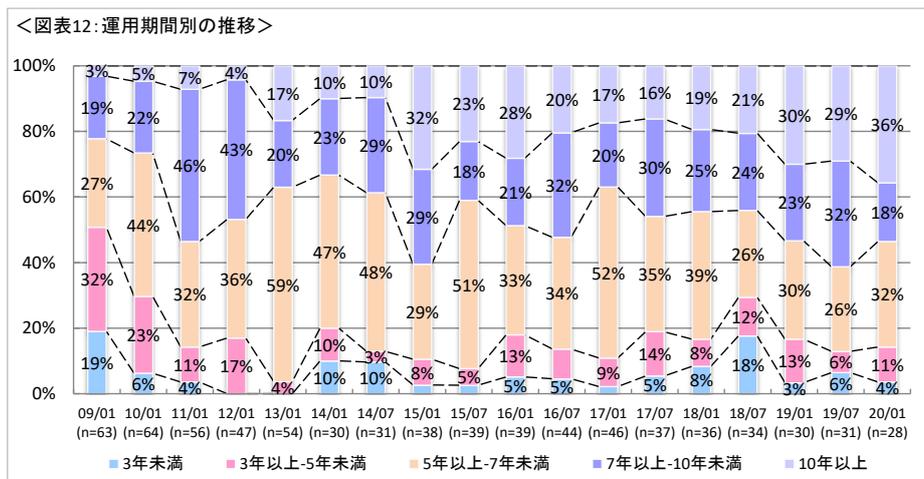
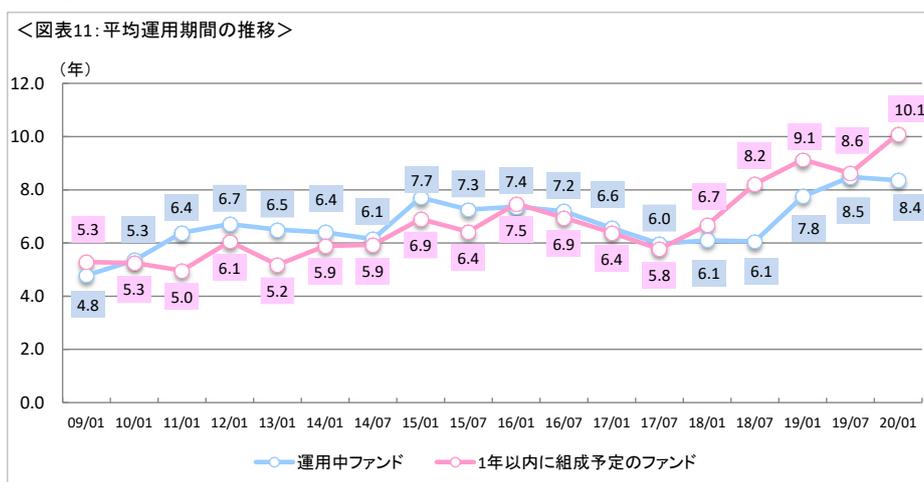
b. 投資対象物件タイプ、エリア ～物件タイプ、エリアともに幅広く、分散投資の傾向が継続

投資対象物件タイプについては「オフィス」、「住宅」、「商業施設」、「物流」が各 20%前後でほぼ拮抗しており、2018 年調査以降あまり変化していない(図表 9)。投資対象エリアについても、「東京 23 区」、「首都圏」、「近畿圏」が 22～23%でほぼ拮抗している(図表 10)。総合型かつ全国の主要都市を投資対象とするオープンエンドファンドの回答が多いことも影響しているものとみられるが、近年の傾向として、首都圏のオフィス・住宅の取得が困難な状況が定着し、投資対象が他の物件タイプやエリアへ拡大している状況がうかがえる。



c. 運用期間 ～運用期間「10年以上」が増加基調

運用中のファンドの平均運用期間は8.4年となり、前回調査(8.5年)とほぼ同値となった(図表11)。前回調査と同様に、運用期間20年、30年の超長期ファンド(計3本)が回答に含まれている影響が大きい。なお、1年以内に組成予定のファンドについても、20年、30年の回答が大きく影響し、平均10.1年となった。現在運用中のファンドの運用期間をレンジ別に見ると、「10年以上」の回答割合が36%で最大となり、「5年以上-7年未満」(32%)と続いた。「7年以上-10年未満」の回答割合は18%と前回調査から減少した(図表12)。「10年以上」の回答割合は2018年以降増加基調にある。今後も金融緩和政策の継続と投資適格物件の調達難が継続することが見込まれる中で、長期ファンドが主流となる傾向は継続するものと考えられる。なお、本集計には、運用期間が無期限のオープンエンドファンド(私募REIT)を含めていない。



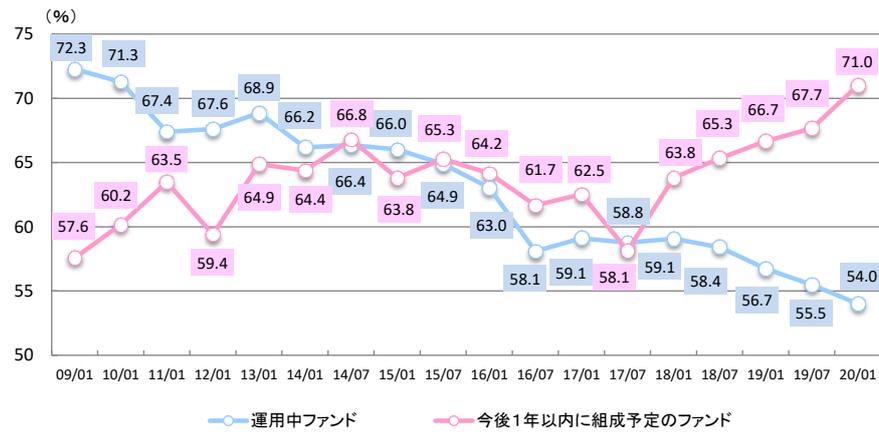
d. LTV水準、目標IRR ～LTV水準は運用中ファンドでは低下基調、組成予定ファンドで上昇基調続く

2017年7月調査以降、「運用中ファンド」の平均LTVが低下基調となる一方、「今後1年以内に組成予定のファンド」の平均LTVは上昇基調となっている(図表13)。「運用中ファンド」の平均LTVは54%とこれまでの調査でも低くなった。なお、「運用中ファンド」の内訳を見ると、「40%以上50%未満」の回答が34%で最大となり(図表14)、ほとんどが私募REITの回答となっている。次いで「50%以上60%未満」、「60%以上70%未満」(各24%)となり、60%未満の回答割合が6割を占めた。

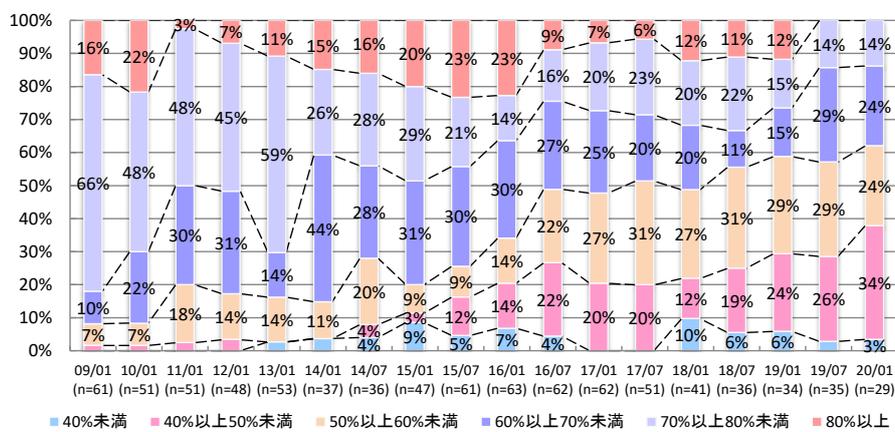
一方、「今後1年以内に組成予定のファンド」の平均LTVは71%と過去との比較でもやや高い水準となった。LTV水準の内訳を見ると、「60%以上70%未満」が67%を占めている(図表15)。オープンエンドファンドの回答は限定的でほとんどがクローズドエンドファンドの回答であり、さらにレンダーからの資金調達環境は引き続き良好である一方、不動産価格が上昇傾向にある中で、投資家の要請を背景にLTVを高めてファンド利回りを確保したい運用会社が増加している可能性がある。

現在運用中のファンドの目標IRR(グロス)の全体平均は10.7%となり、前回調査の全体平均(10.4%)からやや上昇した(図表16)。なお、当該項目および今後1年以内に組成予定のファンドのLTV水準については回答数が少なく、サンプルバイアスの影響を受けやすい状況にある。

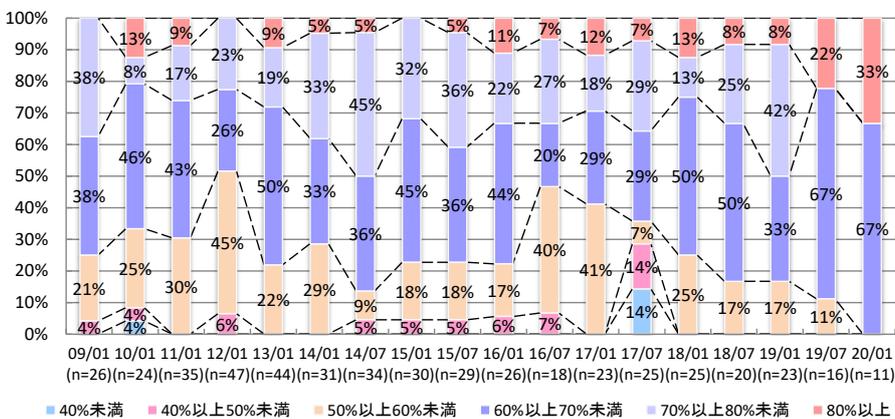
<図表13: 平均LTVの推移>



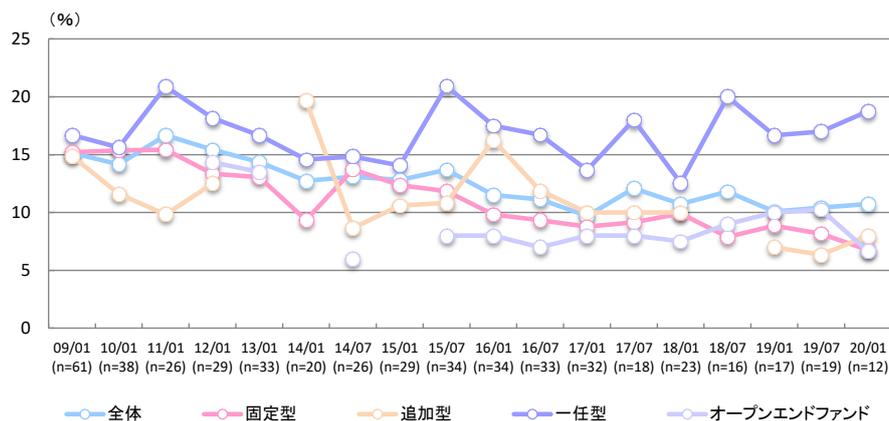
<図表14: LTV水準の内訳(運用中のファンド)>



<図表15: LTV水準の内訳(1年以内に組成予定のファンド)>



<図表16: 平均目標IRRの推移>



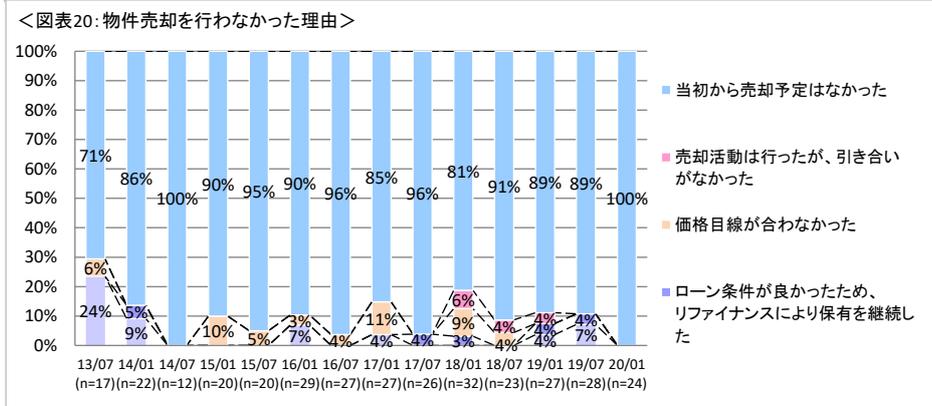
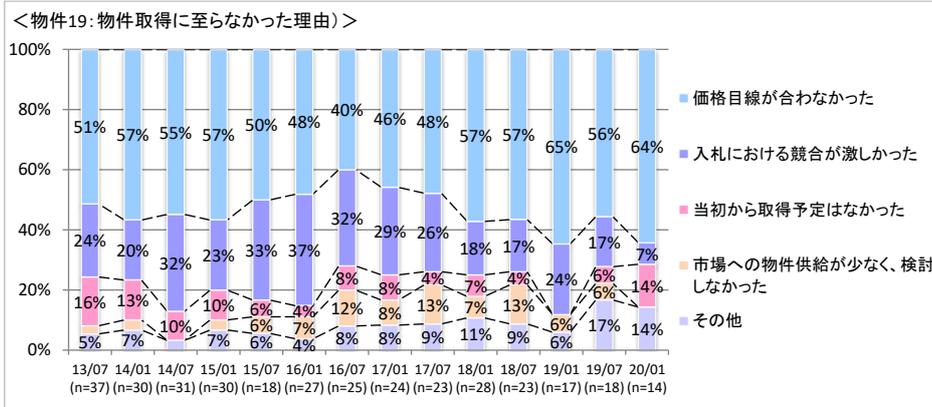
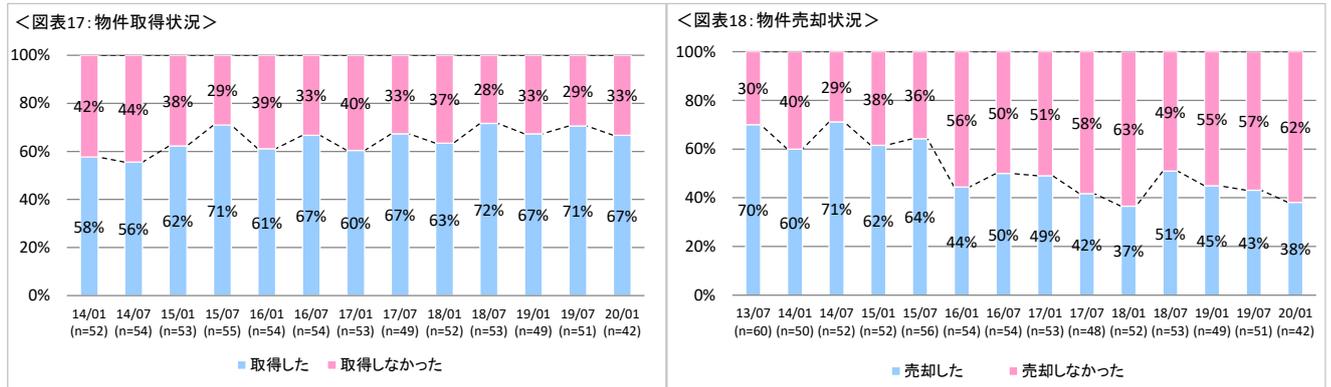
④物件取得/物件売却状況(2019年7月～12月)

～6割超の運用会社が物件取得を行った一方、売却は4割弱にとどまる

2019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%となり、引き続き高い水準にある(図表17)。物件を取得しなかった理由に関しては、「価格目線が合わなかった」との回答が6割超を占めた。なお、今回調査では「当初から取得予定はなかった」が14%となり、価格目線が合わず物件取得が困難な状況が長期にわたり継続する中で、取得検討自体を行わないケースも出てきていることがうかがえる(図表19)。

2019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38%となった(図表18)。物件売却を行わなかった理由について、全ての回答者が「当初から売却予定はなかった」と回答した(図表20)。

運用期間が長期化傾向にあり、オープンエンドファンドで保有する物件が増加する中で、私募ファンド運用会社による物件売却の機会は今後も減少していくことが予想され、物件を取得する側にとっても検討機会が更に減少していくことが予想される。

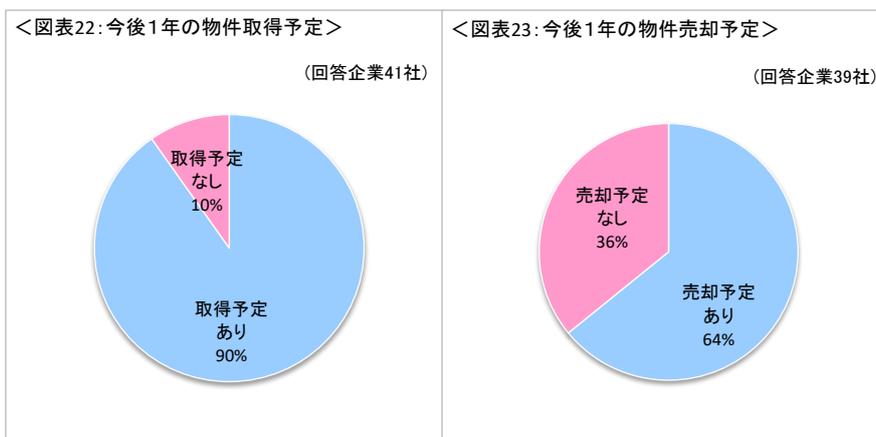
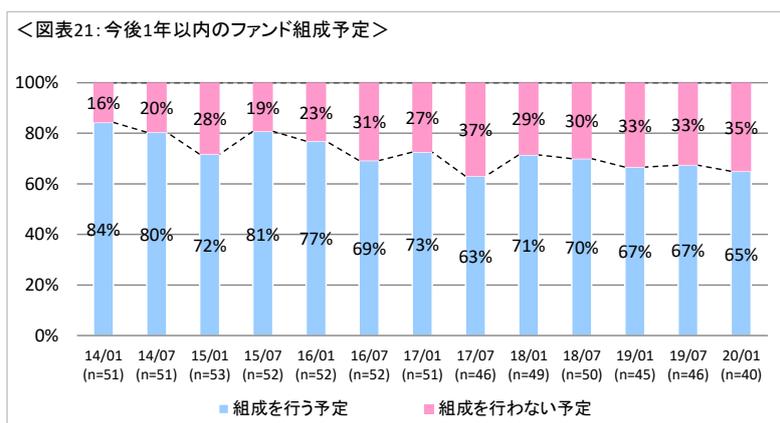


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取組について

①今後1年以内のファンド組成および物件売買の予定

～安定的なキャッシュフローを見込み、回答会社の9割が物件取得を予定

今後1年以内のファンド組成については、回答者の65%が「組成を行う予定」と回答した(図表21)。また、90%が、今後1年で物件を取得する予定であると回答した(図表22)。物件取得を予定している運用会社の過半数が、安定的なキャッシュフローが見込めることを理由に挙げており、取得後の不動産価格の上昇を見込めるとする回答数を大きく上回った。キャピタルゲインよりもインカムゲインを重視している運用会社が多いことがうかがえる。物件の売却については、64%が今後1年で物件を売却する予定であると回答した(図表23)。物件売却を予定している理由は、「価格目線が合うようになった」が最多であり、「ローン期限またはファンド期限を迎えるファンドがある」の回答数を上回った。

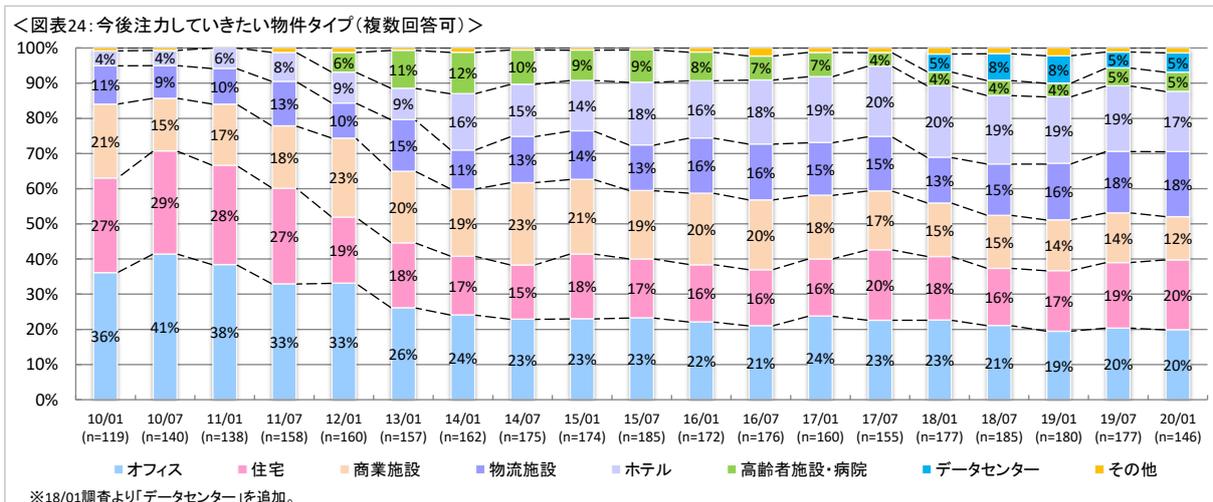


②今後の不動産運用における取組

a. 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)

～オフィス、住宅、物流への回答が多い一方、商業施設の回答は減少

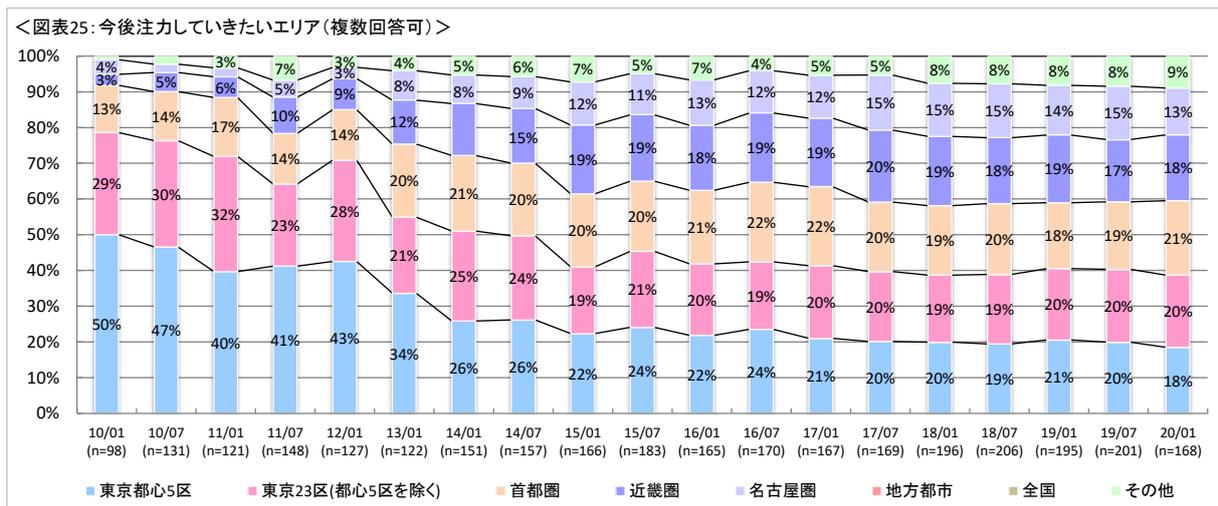
今後注力していきたい物件タイプについては、「オフィス」、「住宅」が各 20%、「物流」が 18%、「ホテル」が 17%となった(図表 24)。「商業施設」は 12%にとどまり、2010 年 1 月調査以降最も低くなった。既述の通り、国内・海外投資家の商業施設に対する投資意欲が減退していると考えられる運用会社が増加しており(前掲図表 3-1、3-2 参照)、注力していきたい物件タイプにも影響しているものと考えられる。



b. 今後注力していきたいエリア(複数回答可)

～国内の主要エリアを幅広く投資対象とする傾向続く

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 20%前後で並ぶ結果となった(図表 25)。物件取得が困難な状況の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。



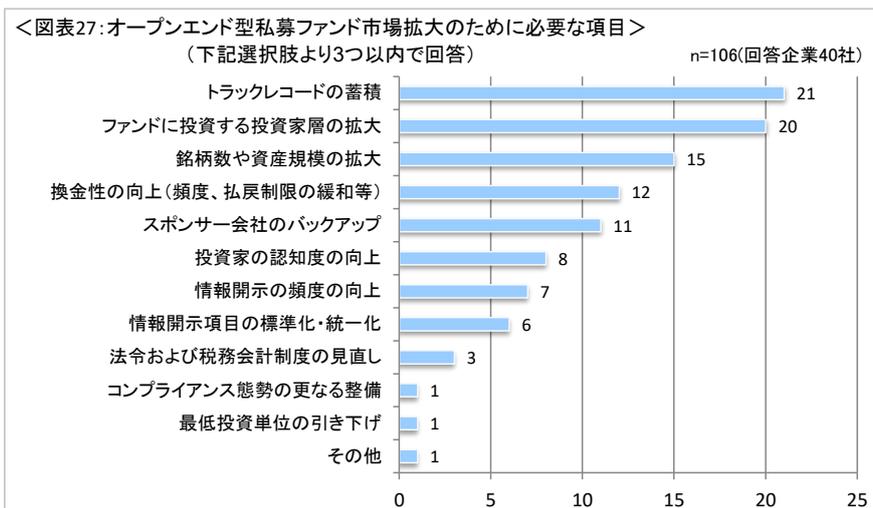
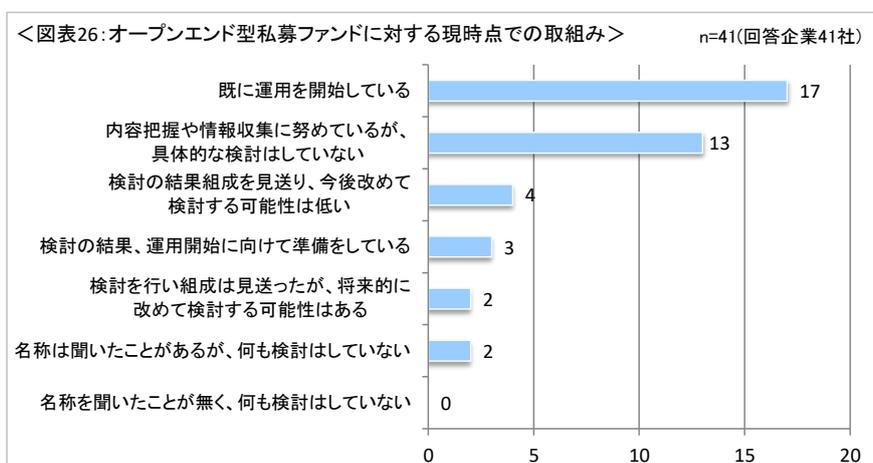
3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

①オープンエンドファンド(いわゆる私募 REIT)の取組状況

～既に運用を開始しているとの回答が最多に。市場拡大のためには、更なるトラックレコードの蓄積と投資家層の拡大が必要との認識

オープンエンドファンドの取組状況については、「既に運用を開始している」が17件で最多となり、次いで「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13件となった(図表26)。「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」は2019年1月調査で6件あったが、前回調査で4件、今回調査で3件と減少しており、オープンエンドファンドの新規組成には一服感がみられる。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は上記のとおり3社あり、オープンエンドファンドは、今後も微増する可能性がある。

オープンエンドファンド市場の拡大に必要な項目については、「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」の回答が多かった(図表27)。国内で私募 REIT が誕生して9年超が経過し、銘柄数も2019年末時点で31に拡大しているものの、日本の私募 REIT 市場はいまだ景気サイクルの下降局面を経験していない。そのような側面も踏まえ、更なるトラックレコードの蓄積と投資家層の拡大が必要であるとする運用会社が多いものと推察される。

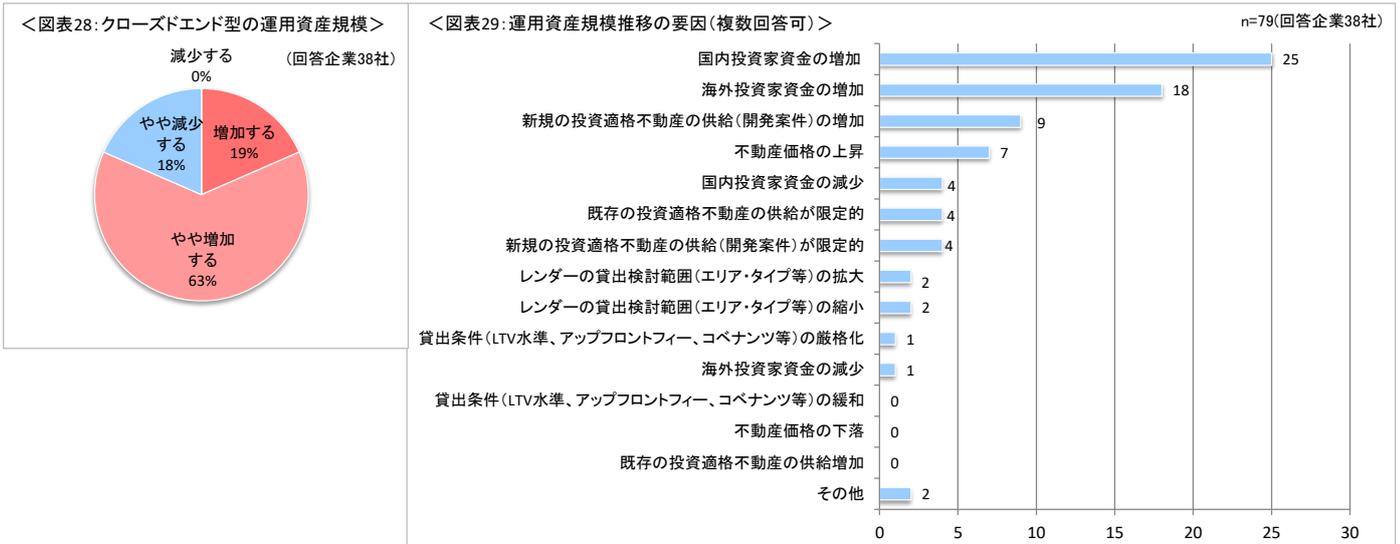


②クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模の見通し

～国内外の投資資金の増加により運用資産規模が増加するとの見通しが大半

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は、「増加する」、「やや増加する」の回答の合計が82%となった(図表28)。その増加要因として、国内外の投資資金の増加を挙げる回答者が多く、開発案件の増加という回答も複数挙げられた(図表29)。金融緩和の継続により今後も投資資金の流入が見込まれることや開発案件の増加が、クローズドエンドファンド市場拡大に繋がるとみる運用会社が多いものと思料する。

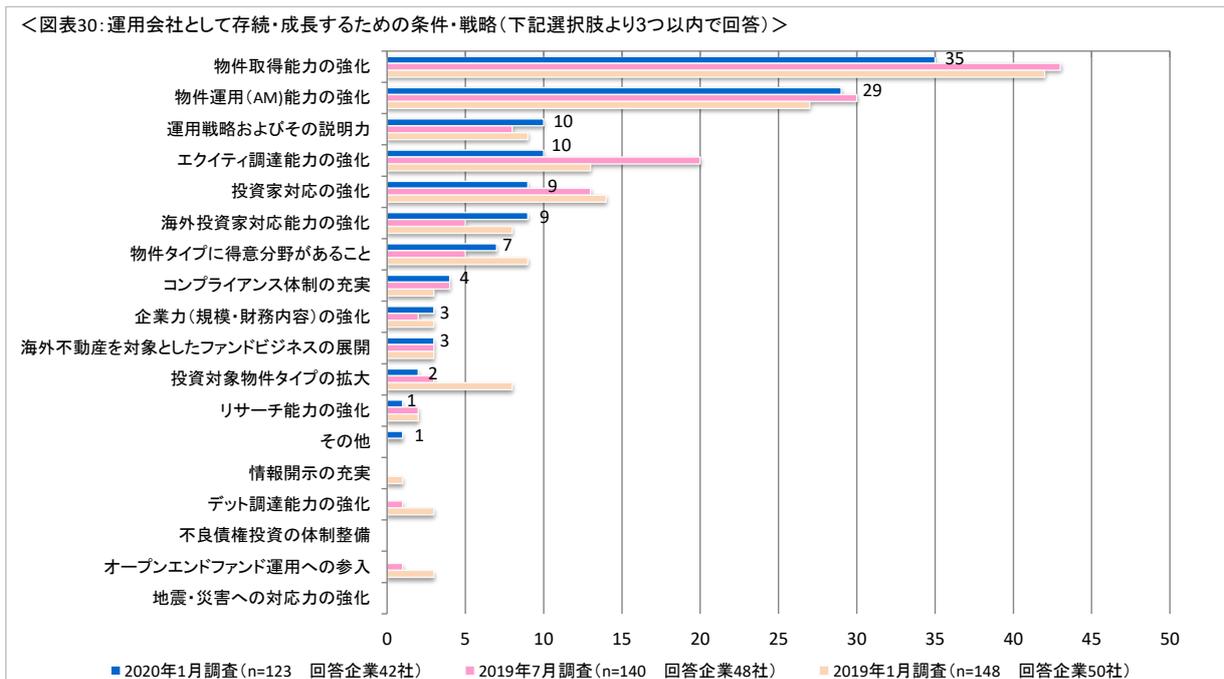
「やや減少する」との回答の要因としては、不動産価格の上昇や投資適格物件の供給不足が挙げられ、これらの要因により市場規模が縮小するとの見通しをもつ運用会社も一定数あることがわかった。



③運用会社として存続・成長するための条件(複数回答可)

～物件取得能力と運用能力の強化を重視

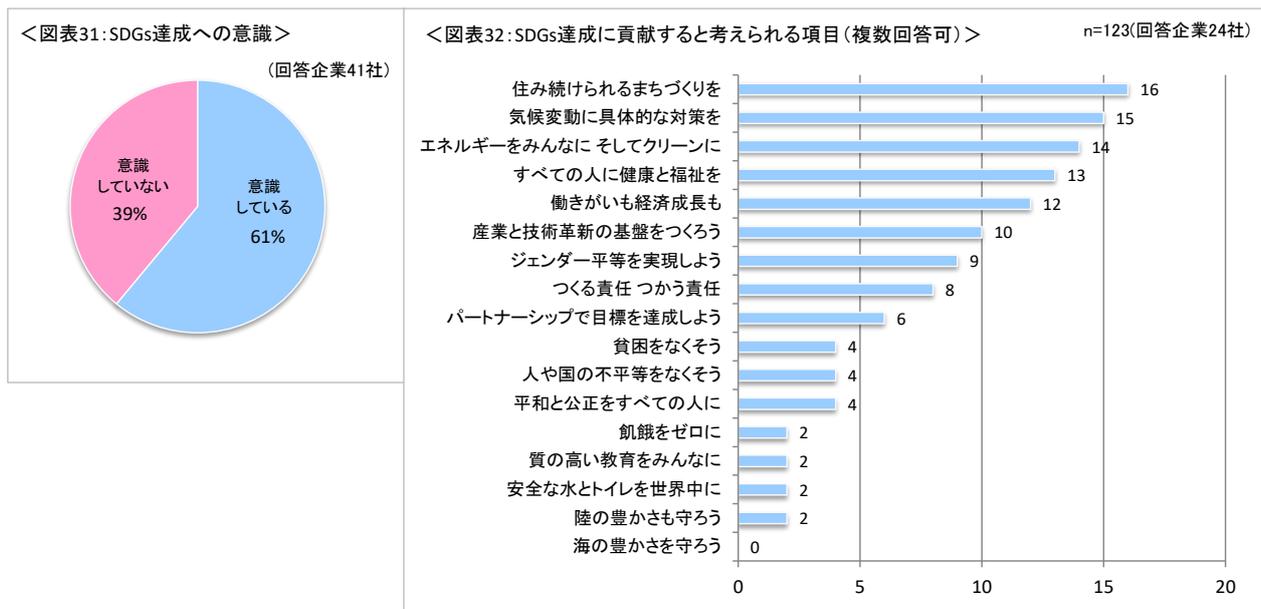
運用会社として存続・成長するための条件については、過去調査と同様に「物件取得能力の強化」が最多となり、「物件運用(AM)能力の強化」にも多くの回答が集まった(図表30)。限定的な供給と物件価格の高騰が継続する中、ほとんどの運用会社が物件取得能力と運用能力の強化が重要であると認識している。



④ SDGs※ 達成への取組意識 ～運用会社の6割が不動産運用にあたりSDGsの達成を意識していると回答

今回調査では、運用会社のSDGs達成への取組意識と、17のグローバル目標について、回答者が貢献できる項目についてアンケートを実施した。「不動産を運用するに当たり、SDGsの達成を意識しているか」と質問に対しては、回答者の6割が「意識している」と回答した(図表31)。SDGsが掲げる「17のグローバル目標」への貢献では、「住み続けられるまちづくりを」、「気候変動に具体的な対策を」、「エネルギーをみんなにそしてクリーンに」が上位に挙げられた(図表32)。高齢者や障がい者をはじめ、様々な人が集まり、賑わうまちづくりによる貢献可能性は高い。また、気候変動については省エネルギーやCO2排出量削減はもとより、レジリエント(強靱)な環境不動産の運用が、SDGsの達成に繋がると考えている状況が把握できた。

※SDGs：持続可能な開発目標とは、2015年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」にて記載された2030年までに持続可能でよりよい世界を目指す国際目標



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:03-5427-3350(代)

<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**

〒105-8574 東京都港区芝 3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル 11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。