

不動産私募ファンドに関する実態調査 2016年1月 ～調査結果～

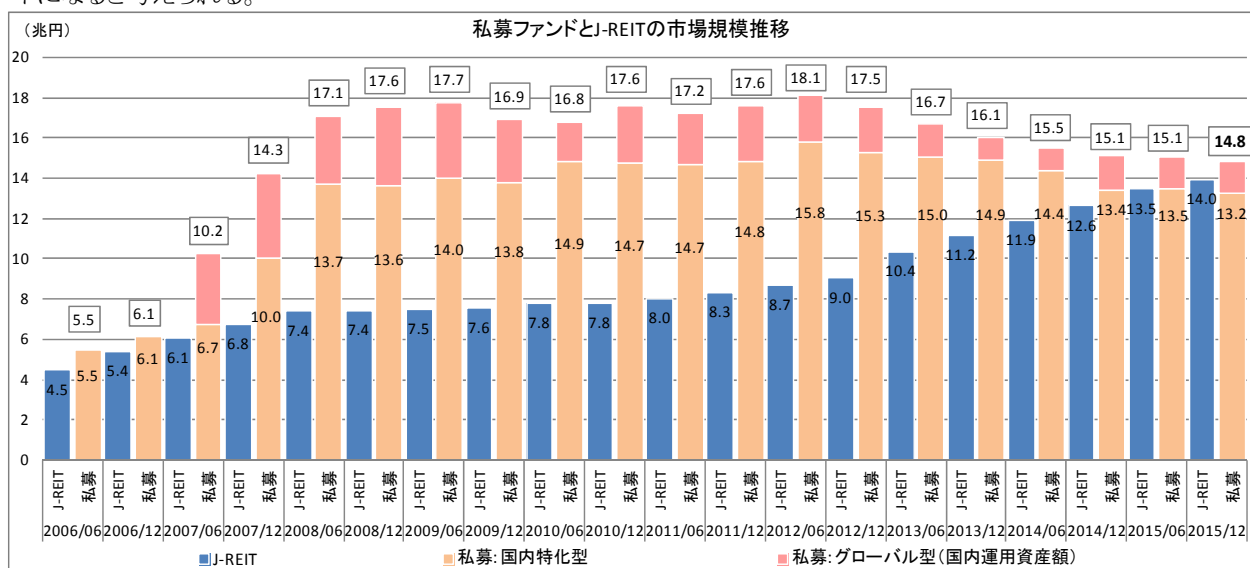
2016年3月23日

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21回目となり、55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: 105社
 - 回答社数: 55社(回収率: 52.4%)
 - 調査時期: 2016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、2015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14.8兆円と推計した。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(2015年6月末時点)の運用資産額(15.1兆円)から、約2,800億円(1.9%)減少した。(※)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 14.8 兆円と推計>

- ・2015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約14.8兆円と推計した(グローバルファンド(※)による国内運用資産額を含む)。なお、前回調査(2015年6月末時点)から約2,800億円減少した。
- ・運用資産額の減少した運用会社数が増加した運用会社数を上回り、全体として前回推計結果から約1.9%減少した。多くの運用会社が運用資産額を減少させているなかにおいても、特に外資系運用会社による運用資産の売却(J-REIT市場への上場を含む)が多かったものと思われる。
- ・デット資金の調達環境に関する調査では、これまでの調査結果と同様、良好な調達環境にあると捉える運用会社が大半を占める点で大きな変化は見受けられなかった一方で、エクイティ投資家の投資意欲に関する調査に関しては、3年半ぶりに「低くなってきている」との回答が一定の割合で確認された。
- ・不動産私募ファンドの市場規模の将来推移に関する調査では、しばらくは拡大していくと捉える運用会社が大半を占める結果となったものの、そのなかには「しばらく拡大した後、減少していく」とする回答も多く、本アンケート調査から不動産私募ファンドの将来的な市場規模の動向を把握することは困難な結果となった。不動産マーケットでは物件取得の困難な環境の継続が今後も予想されるが、運用会社がそのような環境下において、いかに適正価格で物件取得・ファンド組成を行っていくのが不動産私募ファンドの将来的な市場規模の推移において、重要なポイントになると考えられる。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

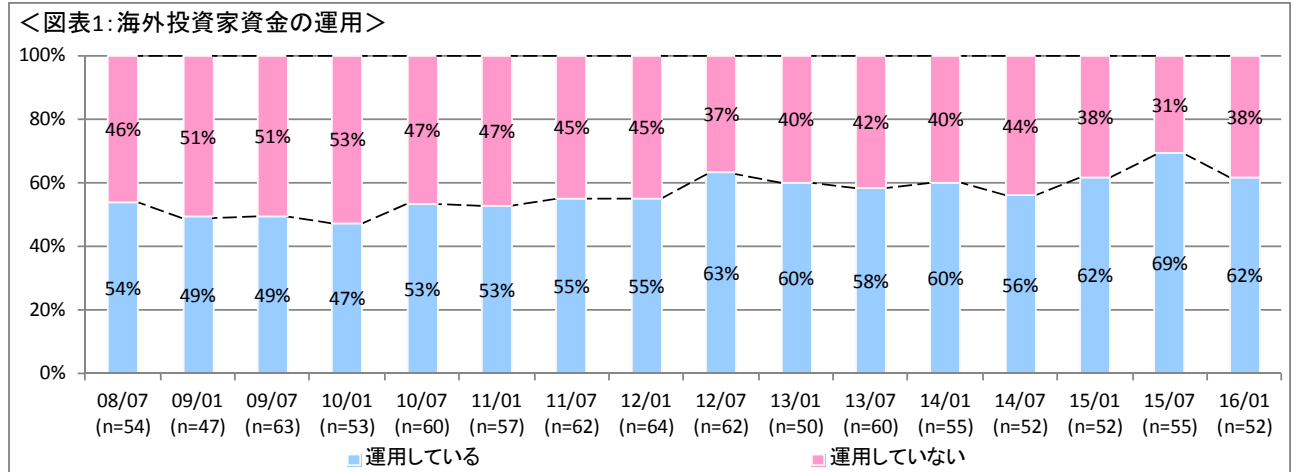
〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2016年1月 ～アンケート調査結果の概要～〉

(※)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

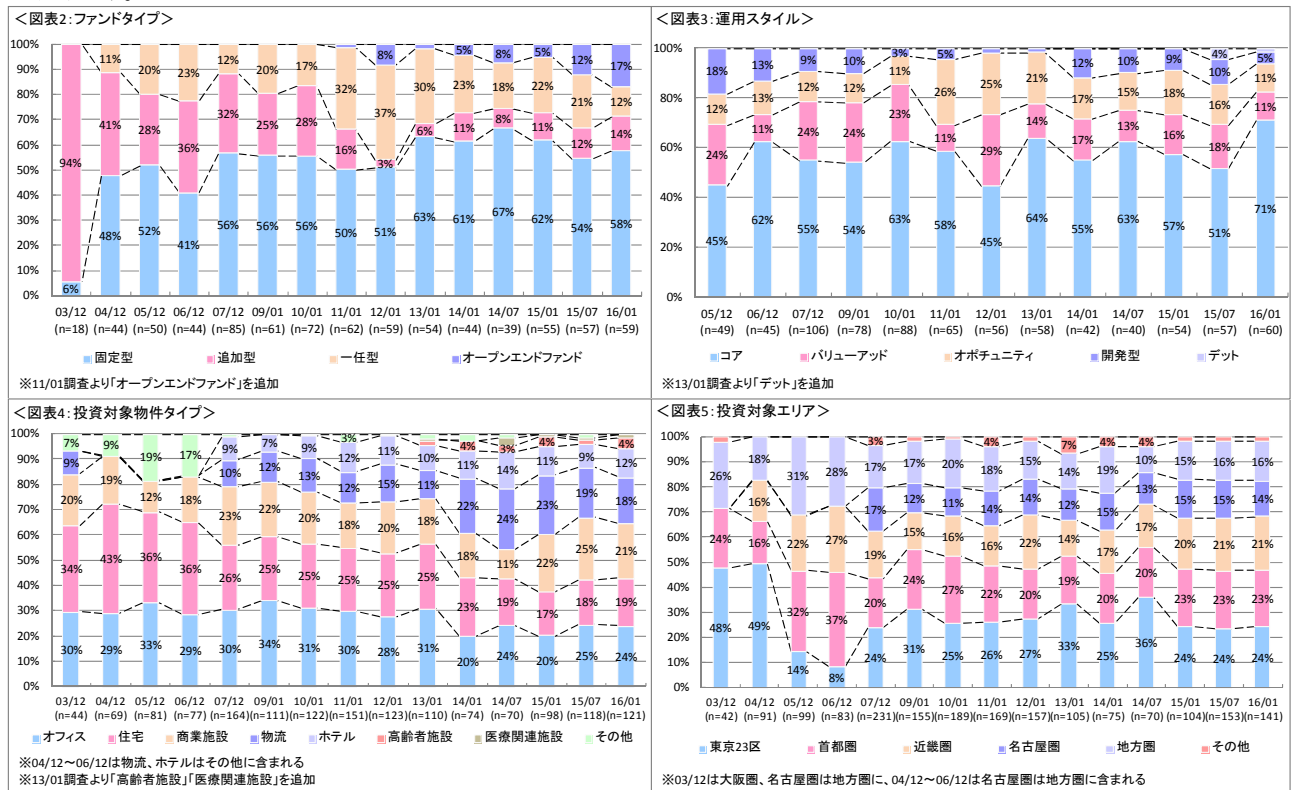
現在運用する不動産私募ファンドにおいて、海外投資家からの資金を運用しているか否かに関する調査では、「運用している」との回答が前回調査結果より低下したものの、引き続き60%を超過する水準にて推移している(図表1)。



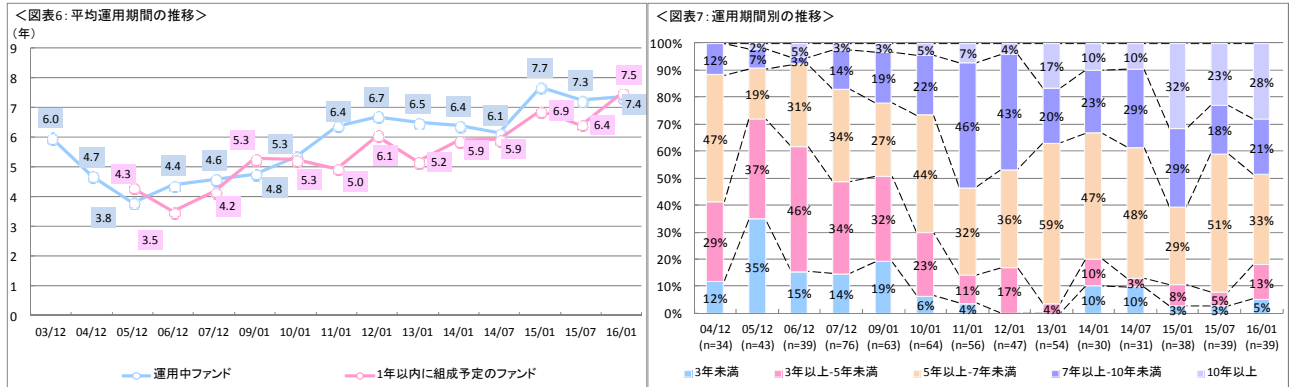
②現在運用中のファンドの概要(現在運用中で、アンケートにおいてデータ記載可能なファンドの集計結果)

現在運用中のファンド内容に関する調査では、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」へ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今回の調査においても「オープンエンドファンド」の回答割合が増加し、「追加型」および「一任型」を上回る結果となった。

投資対象物件タイプおよび投資対象エリアに関する調査では、いずれも大きな変化は見られなかった(図表4、図表5)。



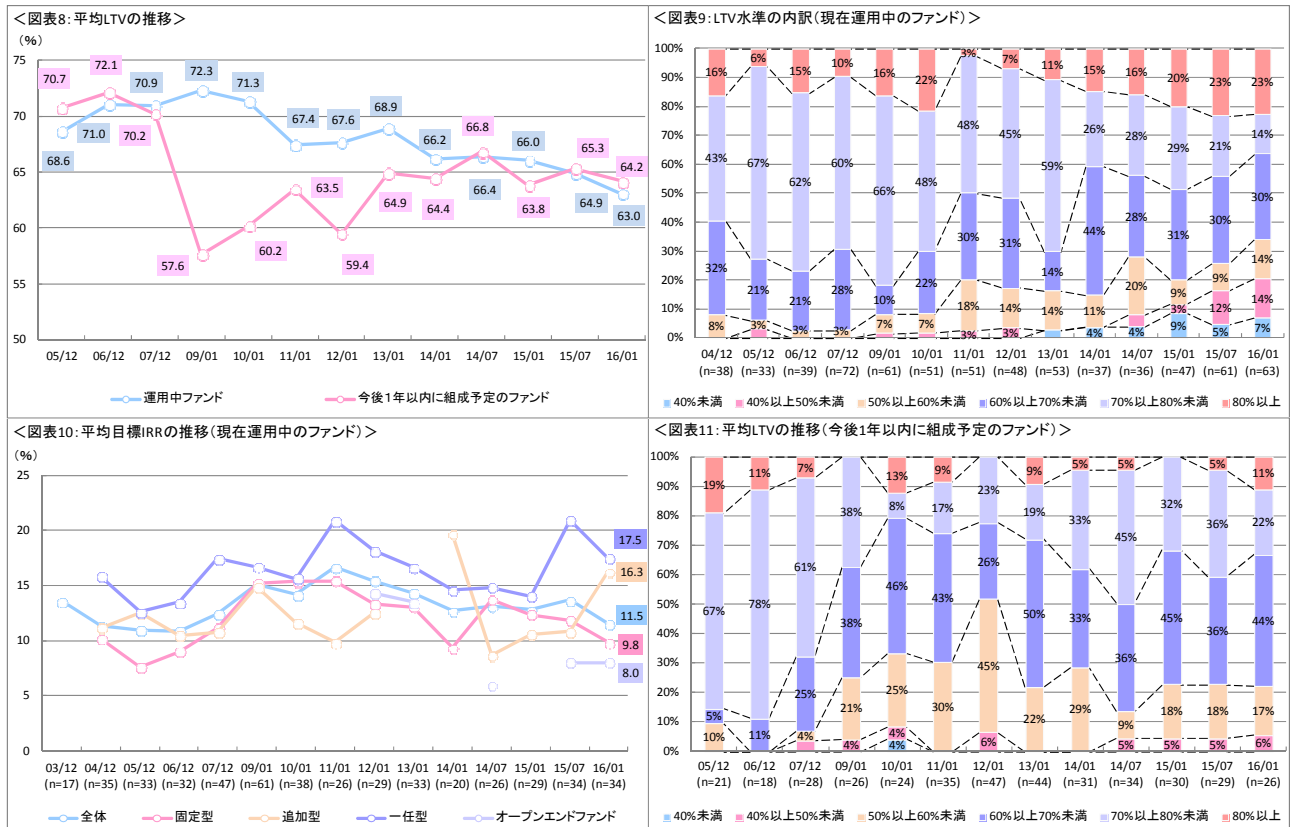
平均運用期間に関する調査では、現在運用中のファンドが7.4年、1年以内に組成予定のファンドが7.5年となり、若干ではあるが双方の数値が逆転する結果となった(図表6)。現在運用中のファンドの運用期間の内訳を見ると、「3年未満」および「3年以上5年未満」という比較的短期間の回答割合と、「7年以上10年未満」および「10年未満」という比較的長期間の回答割合がいずれも増加している反面、「5年以上7年未満」とする回答結果が大幅に減少した結果(図表7)、前回とほぼ同様の結果となった。他方で、1年以内に組成予定のファンドでは、15年や20年といった長期運用を想定したファンド設立を企図する回答が複数存在しており、これらの回答が影響し、前回調査から1年超長期化する結果となった。



平均LTVの推移を見ると、現在運用中のファンドが63.0%であり、今後1年以内に組成予定のファンドが64.2%といずれも前回調査結果から若干ではあるが低下した。(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、「80%以上」のハイレバレッジファンドの割合が横ばいにて推移する一方で、「40%未満」、「40%以上50%未満」および「50%以上60%未満」との回答割合が増加しており(図表9)、これにより全体的なLTV水準は前回調査結果から低下している。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」とする回答割合が2010年1月以降6年ぶりに10%を超過した(図表11)。この背景には、物件価格の高騰によりファンドリターン水準を確保する必要性や良好なデット資金の調達環境の活用等が要因として考えられる。

現在運用中のファンドの平均目標IRRは、「一任型」および「追加型」が10%以上のIRRを志向し、「固定型」および「オープンエンド」が10%以下のIRRを志向する結果、全体では11.5%となり、前回調査結果から低下した(図表10)。

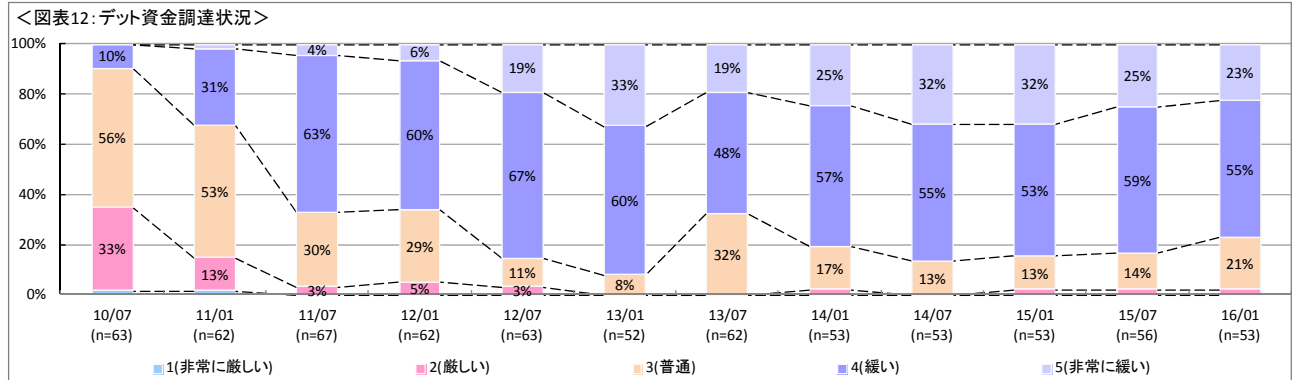


※ LTV基準については総資産額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を出している。

③デット資金調達状況

デット資金の調達環境に関する調査では、「5(非常に緩い)」および「4(緩い)」との回答割合が前回調査結果からやや減少し、「3(普通)」とする回答割合が増加した。とはいえ、「5(非常に緩い)」および「4(緩い)」との回答割合の合計は78%と依然として高く、ここ数年は良好なデット資金調達環境が継続しているといえる(図表12)。

先般の日本銀行によるマイナス金利政策導入により、運用会社のレンダーに対する印象がどのように変化するかについて、次回の調査結果に注目したい。

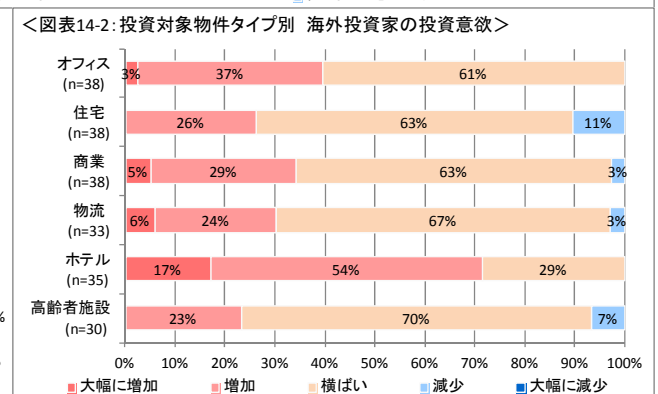
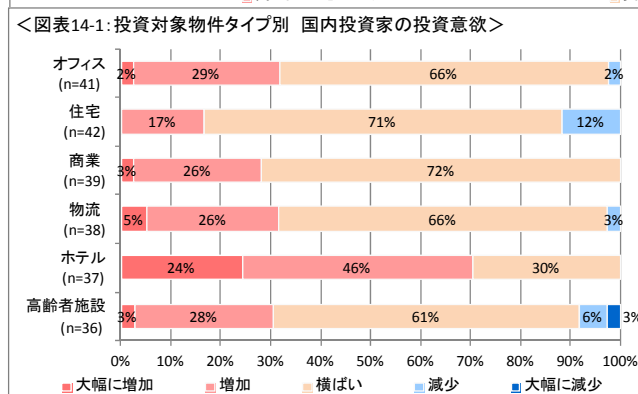
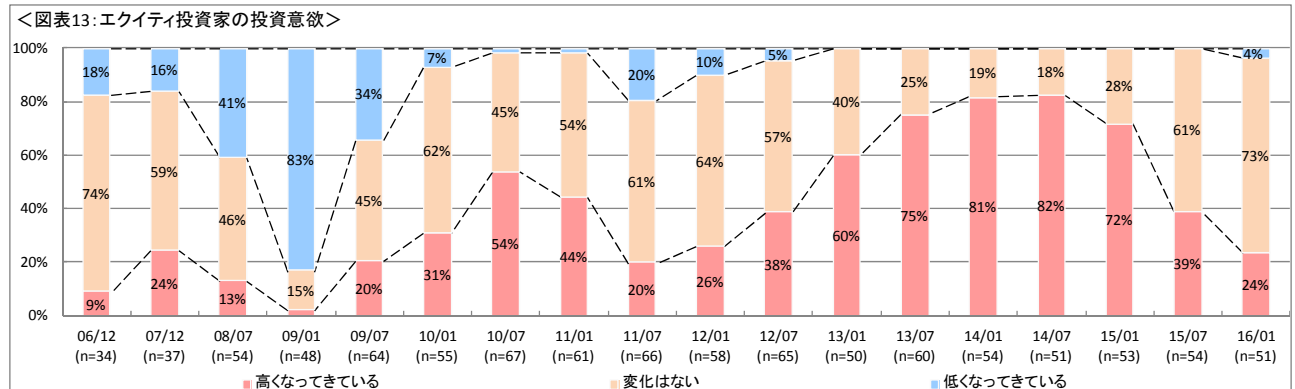


④エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲

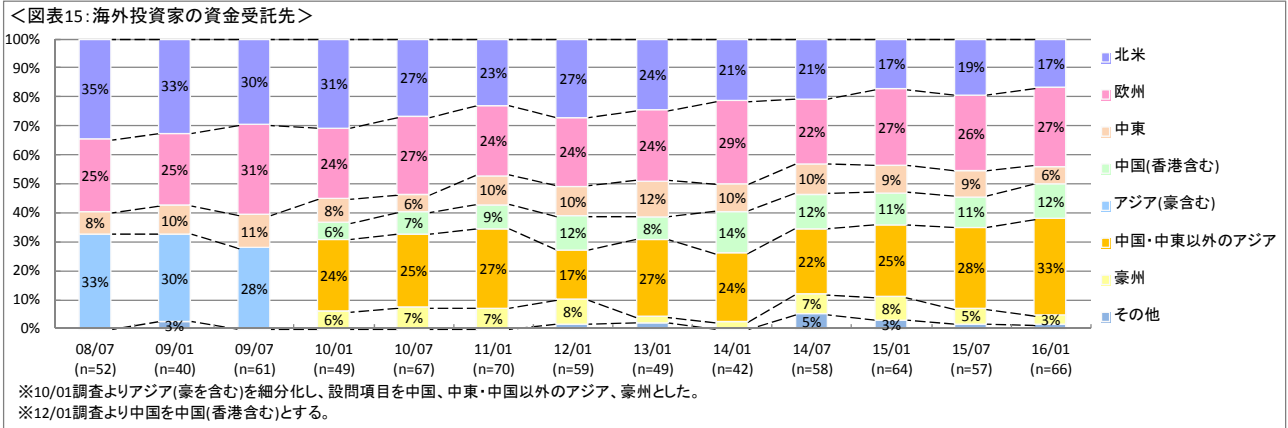
エクイティ投資家の投資意欲に関する調査では、「高くなっている」とする回答割合の減少傾向および「変化はない」とする回答割合の拡大傾向が継続する一方で、「低くなってきている」とする回答割合が2012年7月以降3年半ぶりに生じる結果となった(4%) (図表13)。

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、海外投資家いずれも「大幅に増加」および「増加」とする回答が「ホテル」に対して最も多くなっており、両者の回答合計は、国内投資家が70%、海外投資家が71%となった。訪日外国人の急増や2020年の東京オリンピック開催を背景に、国内外投資家のホテルへの投資意欲は非常に高い(図表14-1、図表14-2)。他方で、「住宅」に対しては、国内投資家、海外投資家いずれも「減少」とする回答が10%を超える結果となっており、現時点における住宅価格の高騰がかかる回答結果の背景に存していると思われる。



b.海外投資家の資金受託先

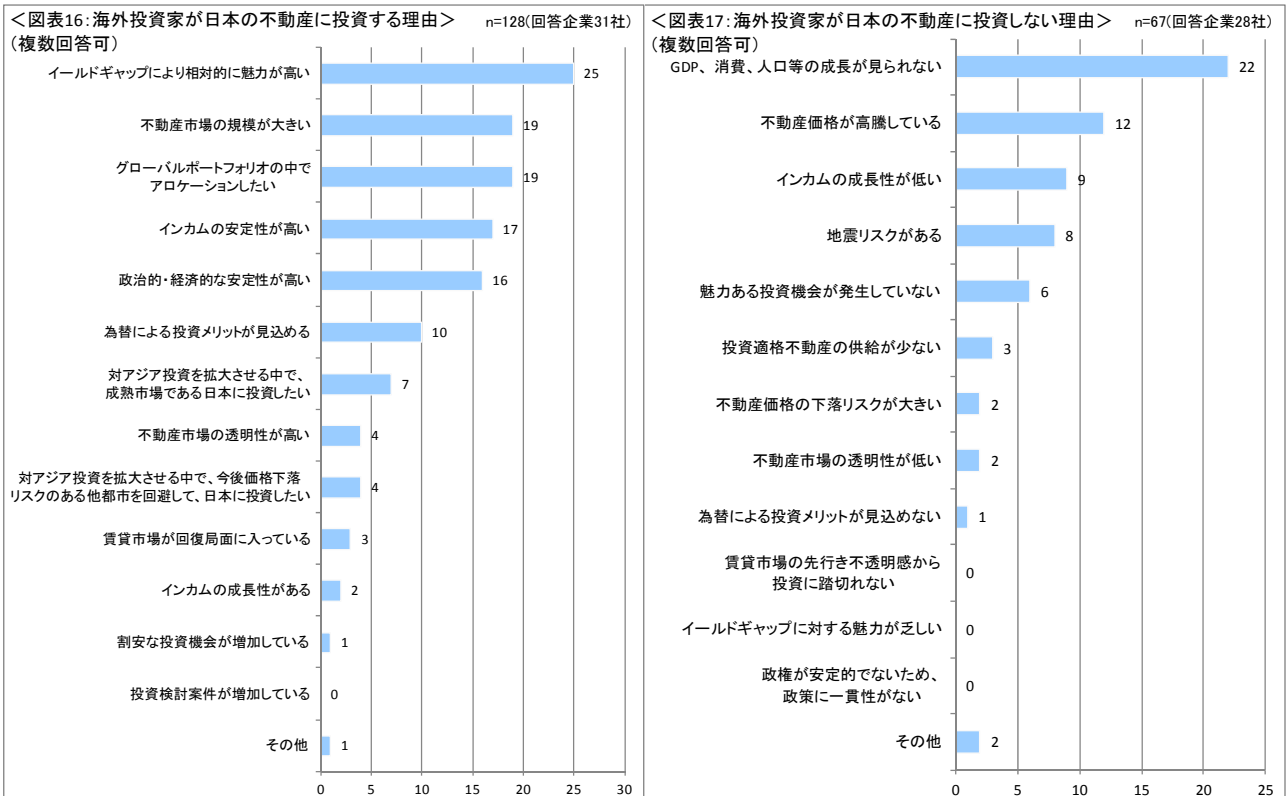
海外投資家の資金を運用する運用会社のみを対象に、その運用資金の受託先に関する調査を行ったところ、今回調査では「中国・中東以外のアジア」が33%で最多となった。「中国・中東以外のアジア」とする回答割合は堅調に増加しており、近年では海外投資家としての存在感を強めている(図表15)。



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」、「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」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。なお、前回調査結果では「為替による投資メリットが見込める」との回答が16件あり、一定比率(11%)を占めたが、今回調査結果では10件と1年前と同等の回答数に戻っている。為替による投資メリットが見込めるという回答数の減少については、米国の利上げペースの鈍化や欧州の金融緩和政策の継続等により、為替の将来的な動向把握が困難となっていることが背景にあると思われる。

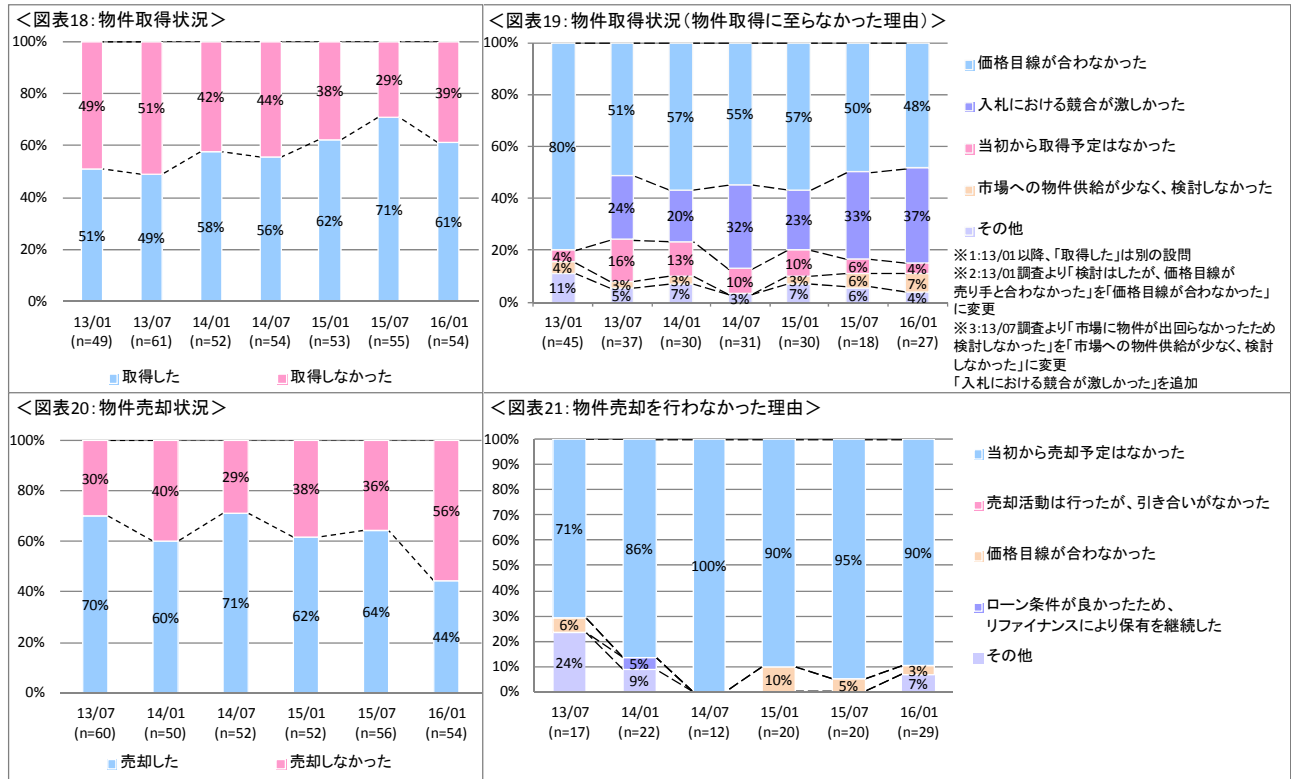
海外投資家が日本の不動産に投資を行わない理由としては、「GDP、消費、人口等の成長が見られない」との項目に次いで、「不動産価格が高騰している」との回答が上位に挙げられた(図表17)。



⑤物件取得/物件売却状況(2015年7月～12月)

2015年7月～12月における物件取得の実績に関する調査では、「取得しなかった」との回答割合が前回調査結果から10%増加し、39%となった(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85%となっており、物件価格の高騰が理由となっている(図表19)。「取得した」との回答割合は、2014年1月調査以降増加傾向であったが、今回調査結果で反転した。

2015年7月～12月における物件売却の実績に関する調査では、「売却しなかった」との回答割合が前回調査結果から20%増加し、56%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」という項目を理由として挙げている(図表21)。なお、「その他」という回答については、売却予定時期が延期された等の回答となっており、市況ではなく個別的な事情によるものであった。

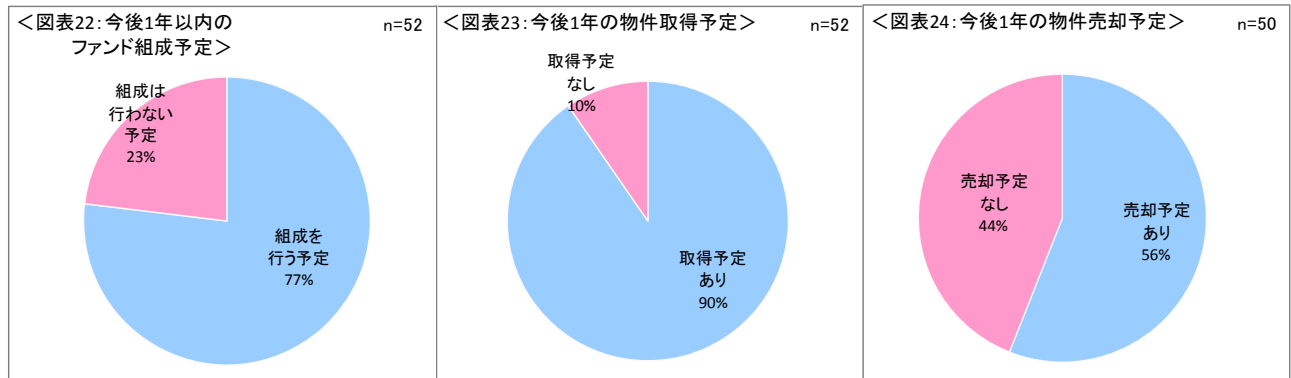


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取り組みについて

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、77%が「組成を行う予定」と回答した(図表22)。

今後1年以内の物件取得については、「取得予定あり」との回答割合が90%となっており(図表23)、一方で、物件の「売却予定あり」との回答割合は56%であった(図表24)。かかる調査結果からは、市場全体における投資適格物件の供給量は今後も少ない環境が継続すると考えられ、今後も売手優位の状況が継続すると思われる。



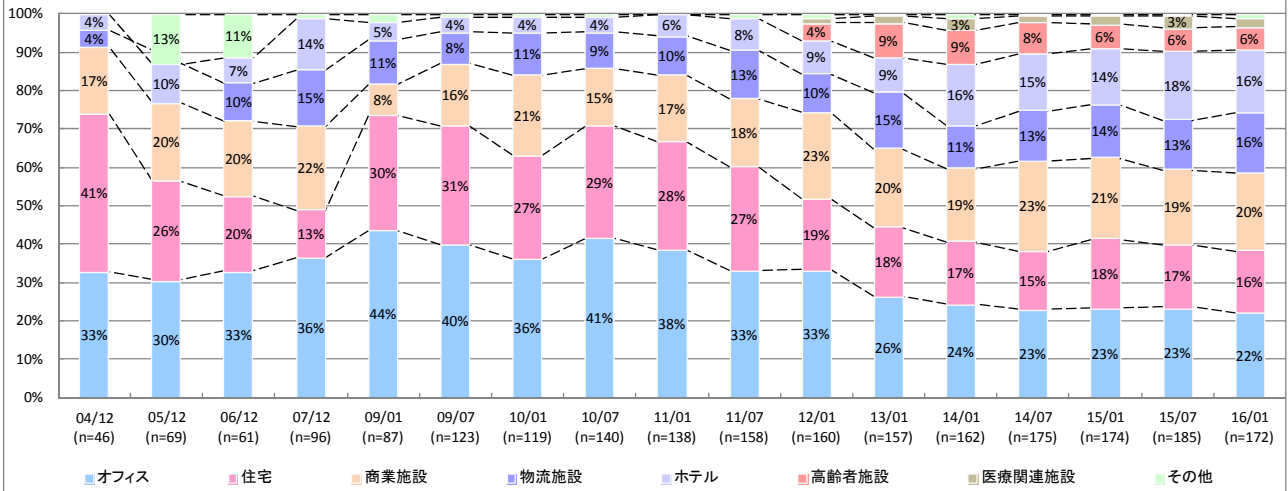
②今後の不動産運用における取り組み

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」、「商業施設」に次いで「住宅」・「物流施設」・「ホテル」の回答割合が多い結果となった(図表 25)。

オフィス、住宅という2つの物件タイプが大半を占める時期から、これらに加えて、商業施設、物流施設およびホテルという物件タイプの台頭により、現在では5つの物件タイプが概ね同程度に注力される状況に至っている。

<図表25: 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)>



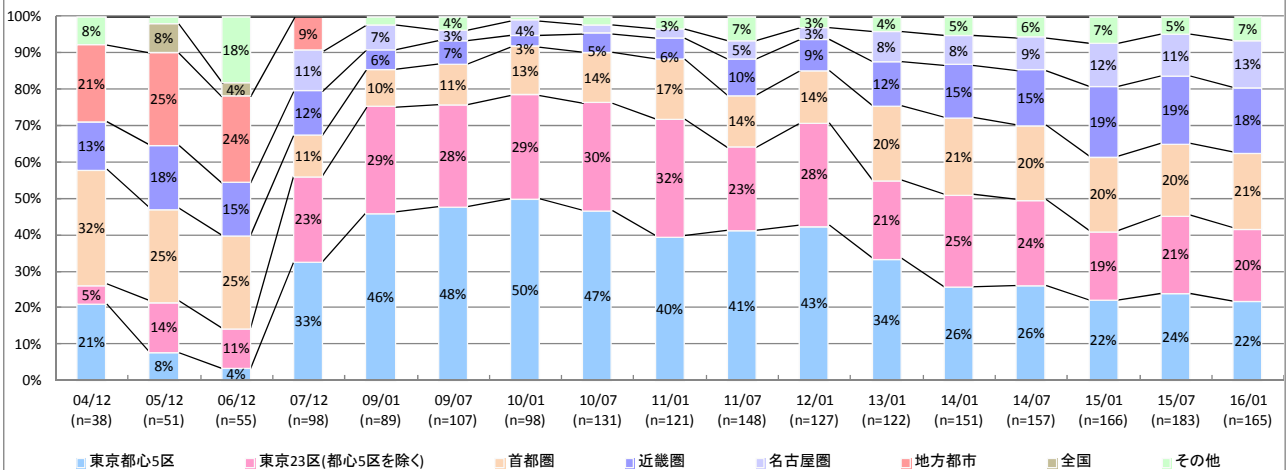
※12/01調査より高齢者住宅、医療関連施設を新設

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、前回調査結果から大きな変化は見受けられなかった(図表 26)。近年、「東京都心5区」、「東京23区(都市5区を除く)」および「首都圏」とする回答割合は、いずれも20%程度で均衡する状況が継続している。

なお、「その他」とする回答割合では、大規模開発が予定されている点や訪日外国人の増加が顕著な福岡を具体的に挙げる回答が4件(九州とする回答を含む)あった。東京都心部を中心として優良物件の取得が困難な状況が継続していることを契機に、投資対象エリアの分散化が進み、更に投資エリアとして優良と思われる地方都市の選別が進んでいると思われる。

<図表26: 今後注力していきたいエリア(複数回答可)>



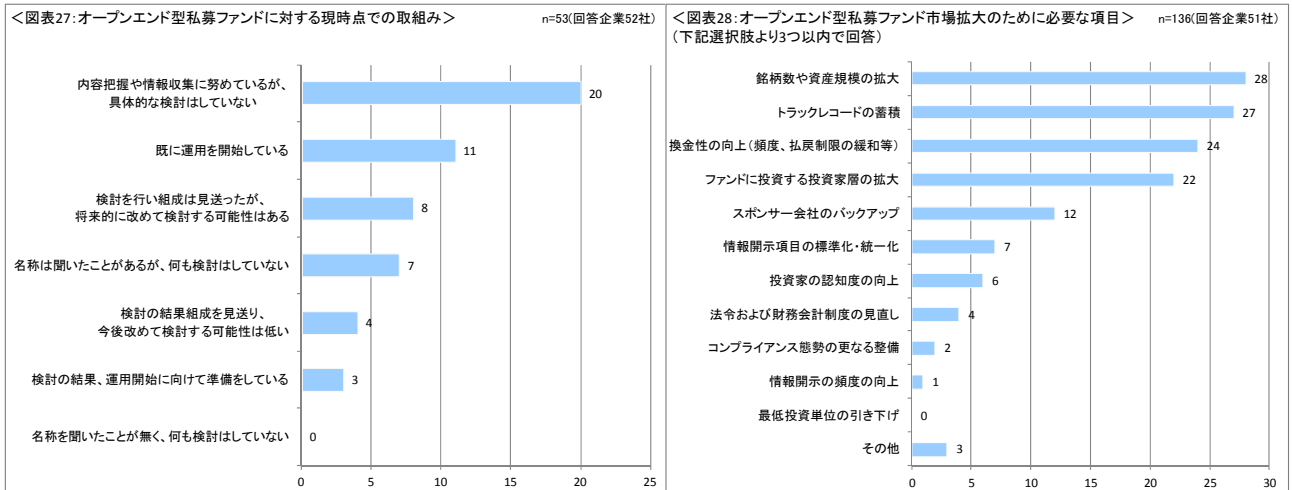
※06/12以前は、名古屋圏は、地方都市あるいはその他に含まれる
 ※09/01以前は、近畿圏を大阪圏としていた(構成している県は変わらず)

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」との回答が20件で最多となった。また、これに次いで、「既に運用を開始している(11件)」との回答が多い結果となっており、銘柄数の増加している状況が看取された(図表27)。

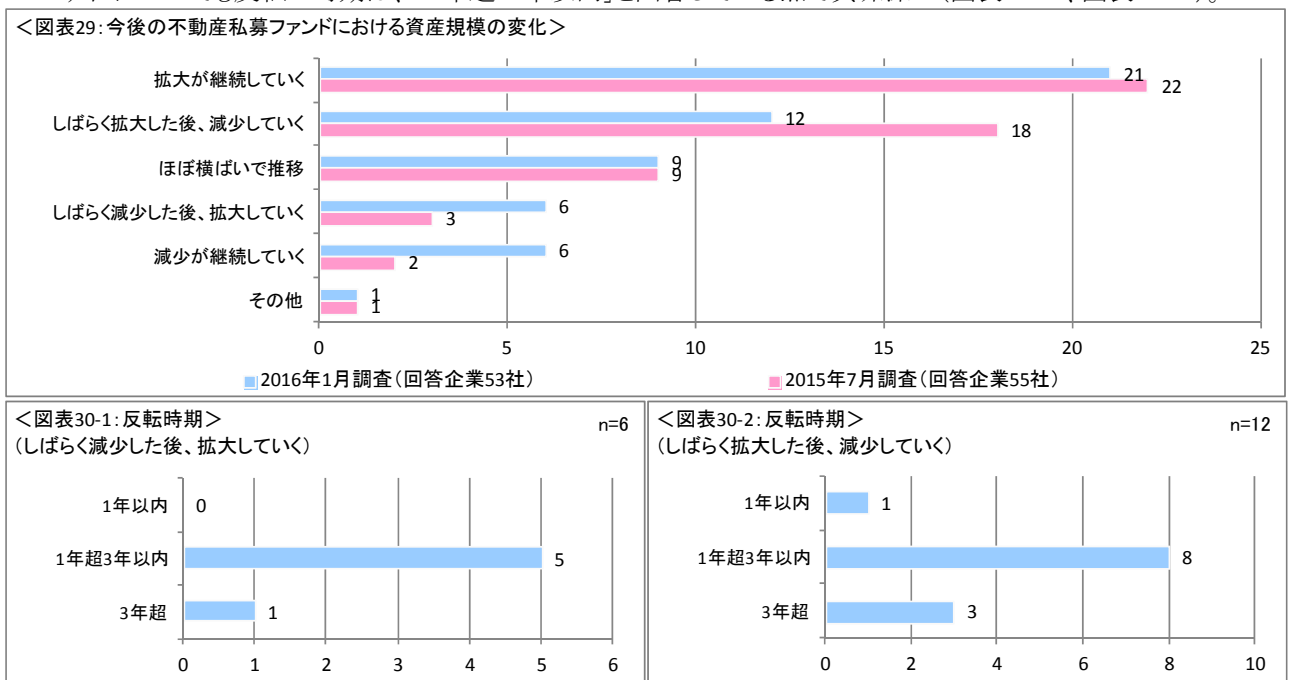
今後、オープンエンド型私募ファンド市場の発展に必要な内容として、「銘柄数や資産規模の拡大」、「トラックレコードの蓄積」、「換金性の向上(頻度、払戻制限の緩和等)」および「スポンサー会社のバックアップ」が上位に挙げられる結果となった(図表28)。市場の発展には、ファンドレベル・商品性のレベル等の様々な分野での向上が必要と考える運用会社が多いことがわかった。



②不動産私募ファンド市場について

不動産私募ファンド市場における資産規模の見通しに関する調査では、「拡大が継続していく」との回答が21件と前回に続き最多であった。最多の回答数と若干差はあるが、次いで「しばらく拡大した後、減少していく」が多い回答結果となった(図表29)。上記2肢が多く選択された結果からすると、運用会社の多くが不動産私募ファンド市場は、(しばらく)拡大すると考えていることがわかる。

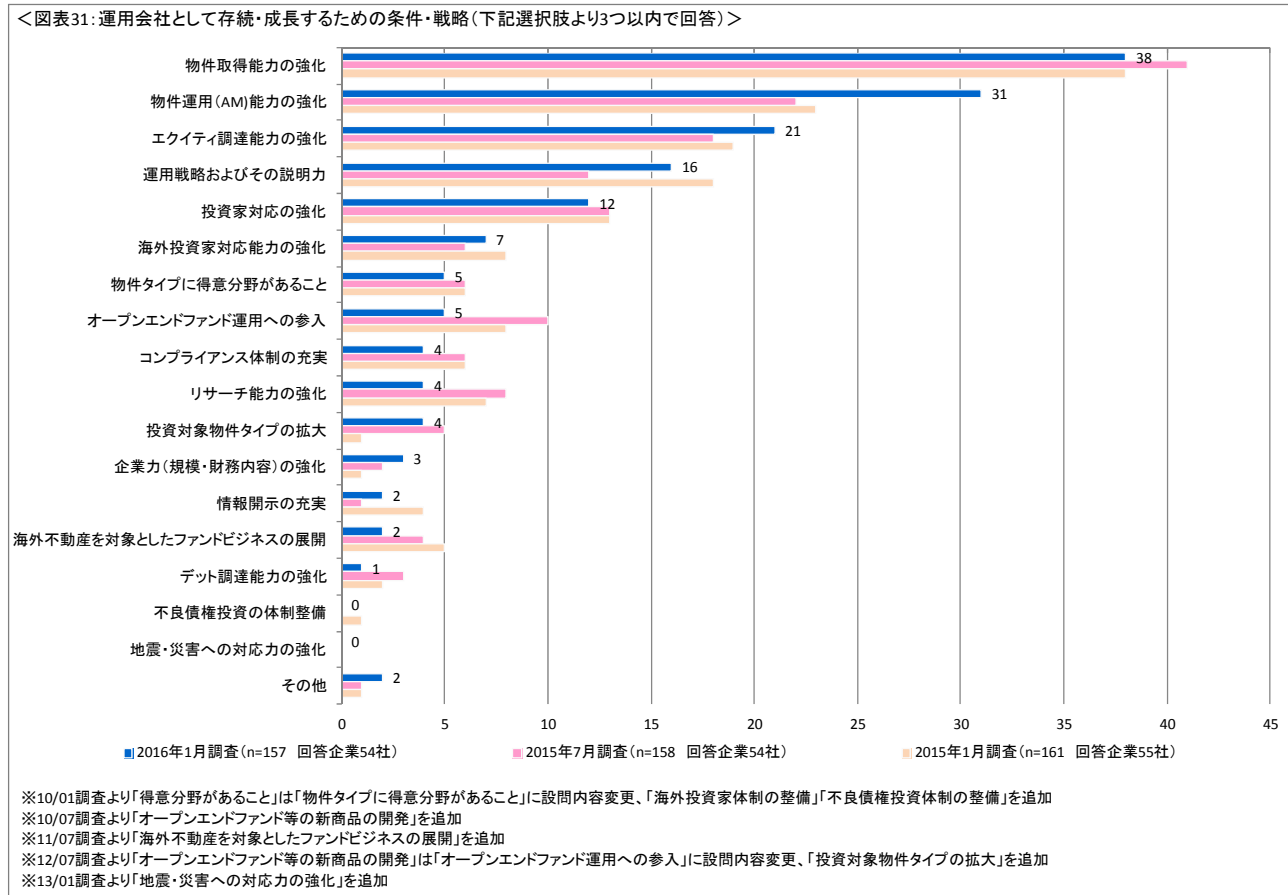
なお、「しばらく減少した後、拡大していく」および「しばらく拡大した後、減少していく」は、結論が全く異なるが、いずれについても反転の時期は、「1年超3年以内」と回答している点で興味深い(図表30-1、図表30-2)。



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」が直近3回の調査において、いずれも上位に挙げられている(図表31)。

物件取得の困難な状況が継続するなかで、物件取得能力の強化が重要と考える運用会社が増加している。



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: 03-6430-1332

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。