

不動産私募ファンドに関する実態調査 2019年7月 ～調査結果～

2019年9月11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28回目となり、51社の不動産運用会社から回答を得た。

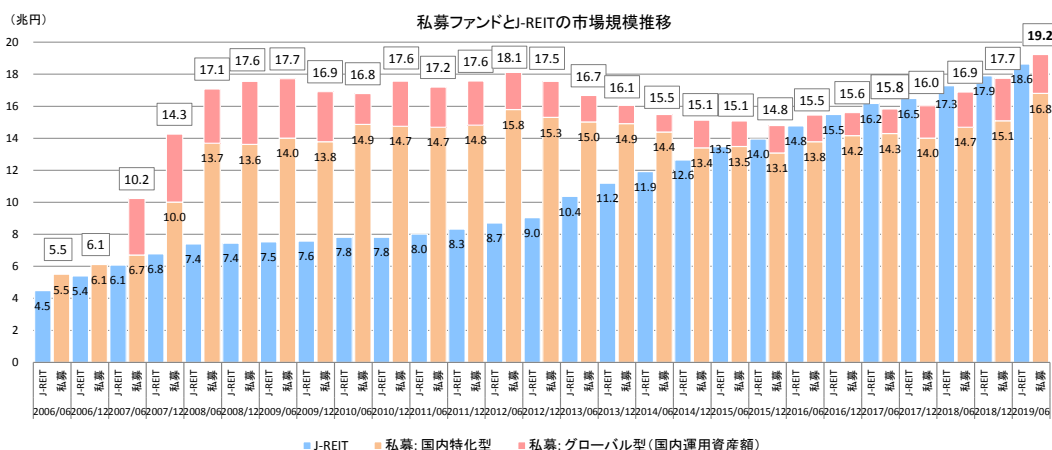
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:111社
- 回答社数:51社(回収率:45.9%)
- 調査時期:2019年7月～8月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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、2019年6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19.2兆円と推計した。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(2018年12月末時点)の運用資産額(17.7兆円)から約1.5兆円(8.4%)増加し、緩やかに増加していた国内不動産私募ファンドの市場規模の拡大ペースが加速し、過去最大規模となった。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 19.2 兆円と推計＞

- ・2019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19.2兆円と推計した(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12月末時点)から約14,800億円増加し、近年緩やかに増加していた国内不動産私募ファンドの市場規模の拡大ペースが加速し、過去最大規模となった。
- ・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、中には大きく運用資産を増加させた運用会社も見られ、全体として前回推計結果から約8.4%の増加となった。私募REITの銘柄数および資産規模ともに増加しているが、私募ファンドのみを運用する運用会社の集計でも資産規模は増加しており、私募REIT、私募ファンドの両輪により市場規模が拡大していることがわかった。
- ・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。
- ・2019年上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割超となる一方、物件売却を行った運用会社は4割強に減少した。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は今後減少していくことが予想される。



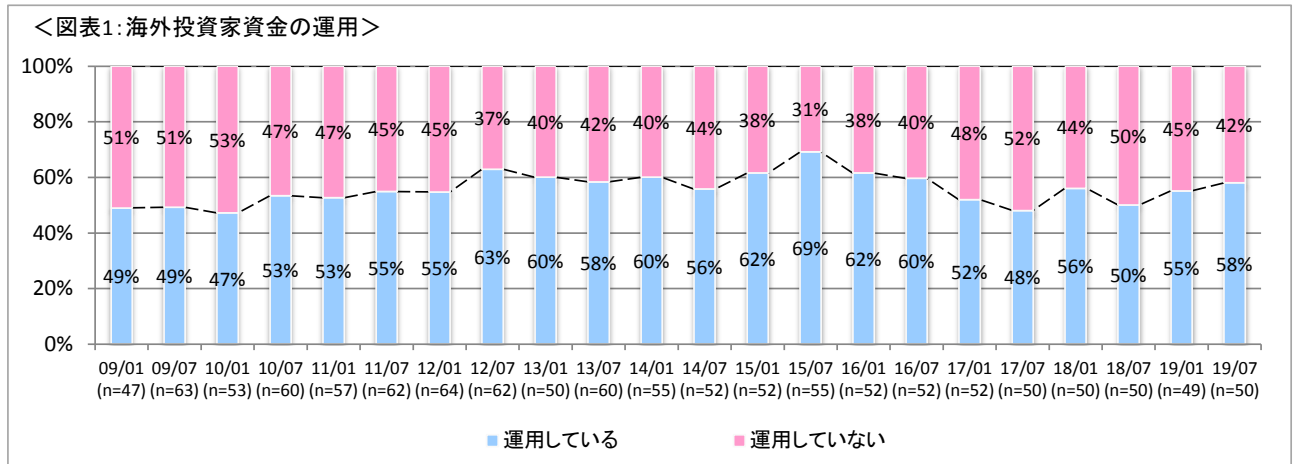
＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2019年7月 ～アンケート調査結果の概要～

(※)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

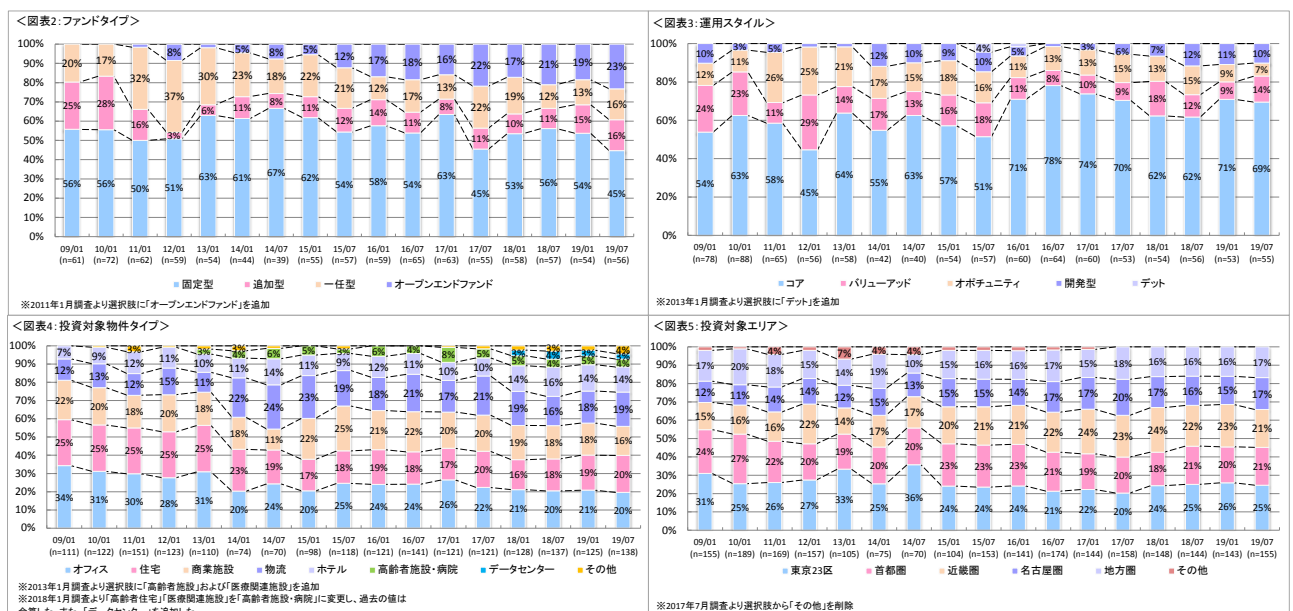
現在運用する不動産私募ファンドにおいて、海外投資家からの資金を運用しているか否かについては、「運用している」が58%、「運用していない」が42%となった。2017年以降は5割前後の運用会社が海外投資家資金を運用しているが、今回調査では58%とやや増加した(図表1)。2016年から2017年にかけて、海外投資家の国内不動産の価格高騰に対する警戒感等を背景に、海外投資家資金を運用する運用会社の割合が低下傾向を示していたが、直近の調査結果の推移では再び増加基調となりつつある。



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「オープンエンドファンド」の回答割合がこれまでの調査と比較して23%とやや高くなり(図表2)、回答数では前回調査から3件増加した。一方、運用スタイル別では「コア」の回答割合が引き続き過半を占めた(図表3)。個別にみると、「開発型」の割合が2018年7月調査以降、3回連続で10%以上を占めていることが注目される。投資適格物件の供給が依然として少ない状況が続く中で、開発型ファンドに対する投資家のニーズが一定程度あることがうかがえる。

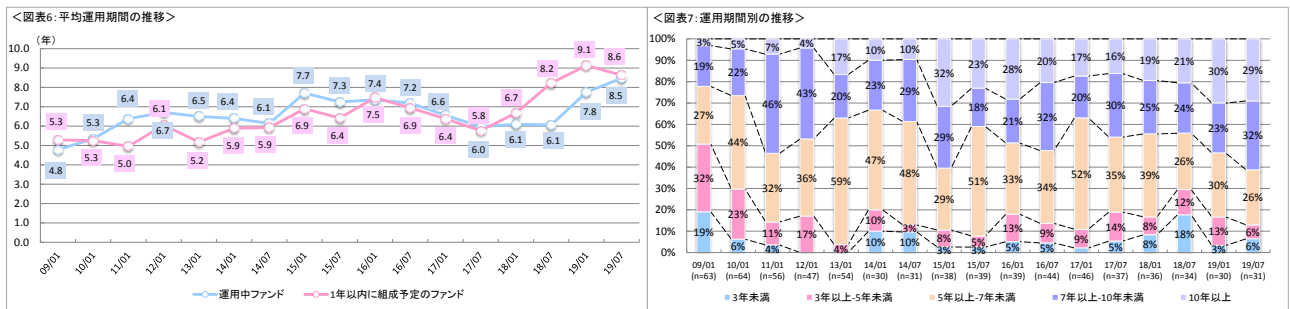
投資対象物件タイプで最も回答数が多かったのは「オフィス」、「住宅」(各20%)となり、次いで「物流」(19%)となった(図表4)。各物件タイプの回答割合は、近年あまり変化がない。2018年1月調査以降、「高齢者施設・病院」、「データセンター」にも一定数の回答があるものの、回答割合の増加には至っていない。投資対象エリアは「東京23区」が25%で最も多く、「首都圏」、「近畿圏」(各21%)、「名古屋圏」、「地方圏」(各17%)と続いた。投資対象物件タイプと同様、投資対象エリアの回答割合もあまり変化がなく、エリア分散投資が定着しているとみられる(図表5)。



現在運用中のファンドの平均運用期間は8.5年となり、前回調査(7.8年)から長期化した。ただし、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く、全体の傾向として大幅に長期化している訳ではない(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、「7年以上-10年未満」の回答割合が32%で最大となった。次いで「10年以上」(29%)となり、7年以上の長期ファンドの回答割合が約6割を占めた。5年未満の短期ファンドの回答割合は合計で12%にとどまった(図表7)。

長期ファンドの占める割合は近年増加基調にある。金融緩和政策の継続が見込まれる中で、中長期ファンドが大勢を占める傾向は続くものと考えられるが、増加基調が続くか今後の推移が注目される。

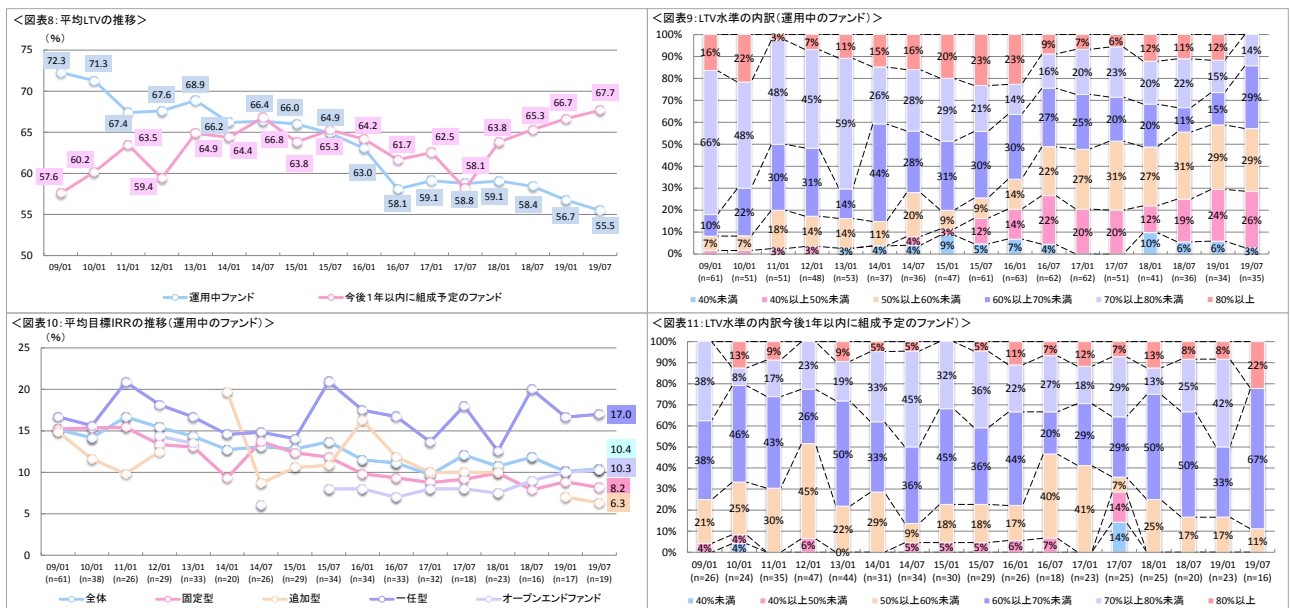
なお、本集計には、運用期限が無期限のオープンエンドファンド(私募 REIT)は含まれていない。



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8)。「運用中ファンド」のLTV水準が低位で推移する要因の1つとして、長期安定的な運用を行う私募 REIT の組成数増加が挙げられる。一方で、「今後1年以内に組成予定のファンド」については、私募 REIT の組成が一服してクローズドエンドファンドの組成が中心となり、レンダーからの資金調達環境は良好であることから、LTVが高めに設定されている。

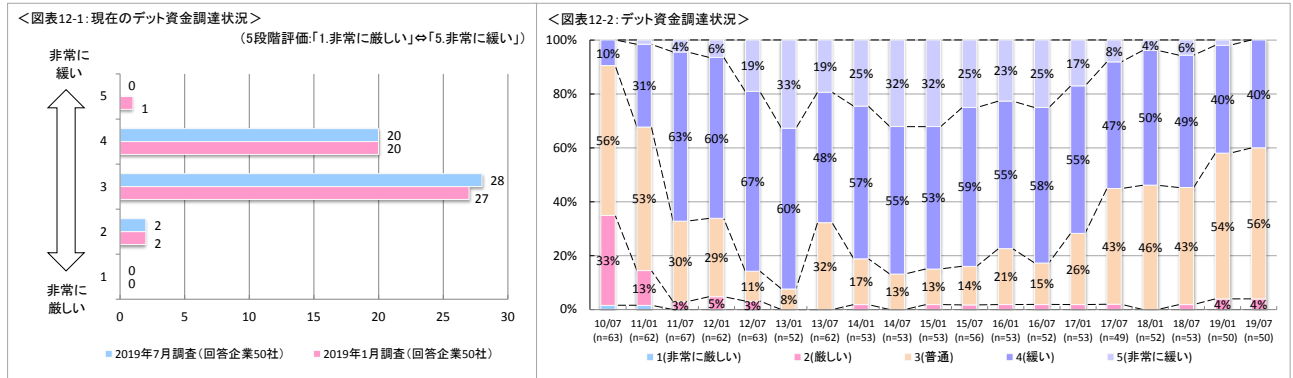
実際に「運用中のファンド」のLTV水準の内訳を見ると、現在運用中のファンドでは、「60%以上70%未満」の回答が29%と増加したものの、「80%以上」との回答はない。2015年7月調査以降、60%未満のファンドの合計割合は増加傾向にあるが、オープンエンドファンドの回答数が増加している影響が大きく、投資家の低リスク・低レバレッジ志向を反映している(図表9)。一方で、「今後1年以内に組成予定のファンド」のLTV水準の内訳は、「60%以上70%未満」の回答割合の増加に加え、「80%以上」も22%に拡大している(図表11)。

現在運用中のファンドの目標IRR(グロス)の全体平均は10.4%となり、前回調査の全体平均(10.1%)からやや上昇した(図表10)。ただし、タイプ別の目標IRRをみると各タイプとも前回調査から大きな変化はない。なお、当該項目も目標利回りと同様にサンプル数が少なく、サンプルバイアスの影響を受けやすい点には留意が必要である。



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、「3(普通)」の回答数が28件で最多となり、「4(緩い)」の回答数(20件)を上回った。また、「2(厳しい)」の回答が2件あった(図表12-1)。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(図表12-2)。

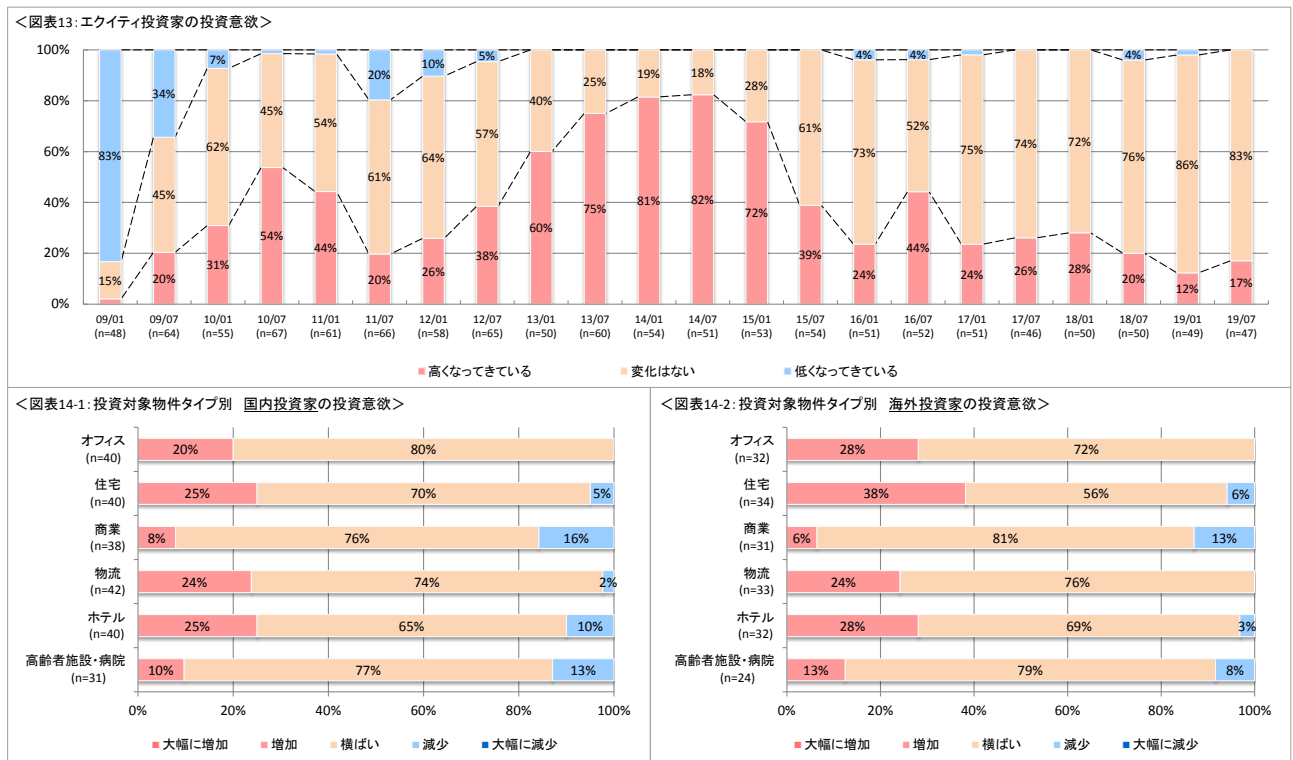


④エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲

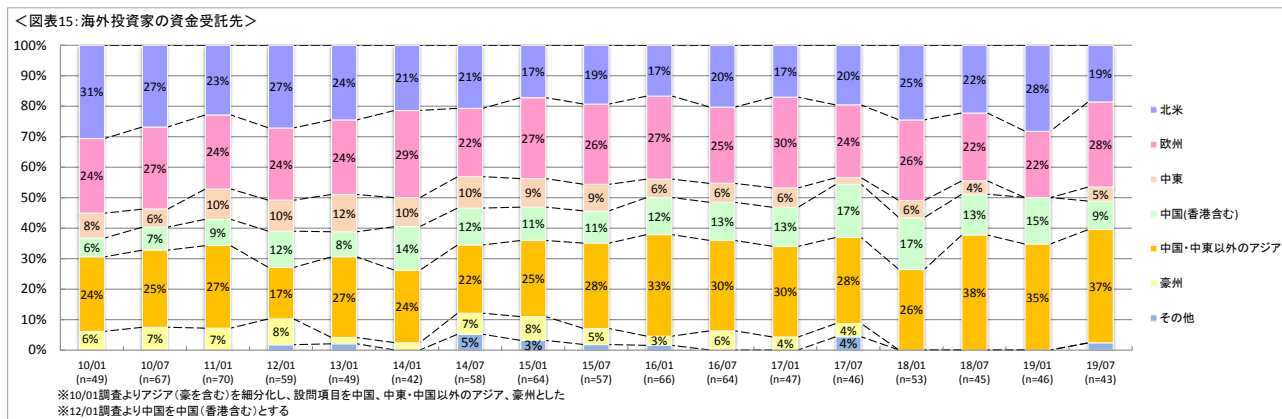
エクイティ投資家の投資意欲は「変化はない」が83%を占め、「高くなってきている」は17%であった。なお、「低くなってきている」との回答はなかった(図表13)。投資意欲があっても投資実行が困難な状況が長期にわたり継続している中で、エクイティ投資家の投資意欲は特段変化がないと考える運用会社が多いものと推察される。

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、海外投資家の双方、また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。また、「大幅に増加/減少」の回答はなかった(図表14-1、図表14-2)。国内投資家で「増加」の回答が最も多かったのは「住宅」、「ホテル」(各25%)となり、次いで「物流」(24%)となった。海外投資家では、「増加」の回答が最も多かったのは「住宅」で38%を占め、次いで「オフィス」、「ホテル」(各28%)となった。2015年1月調査以降、国内・海外投資家ともに「増加」の回答が最も多かったのは「ホテル」であったが、今回調査では「ホテル」が「増加」との回答が減り、「住宅」が「ホテル」を上回る状況がみられた。訪日外国人の急増等を背景に東京、大阪を中心にホテル開発の動きが加速したが、マーケットに供給過剰感が広がったことで、これまで積極的だった「ホテル」への投資に慎重姿勢を見せる投資家が増加していると推察される。



b.海外投資家の資金受託先

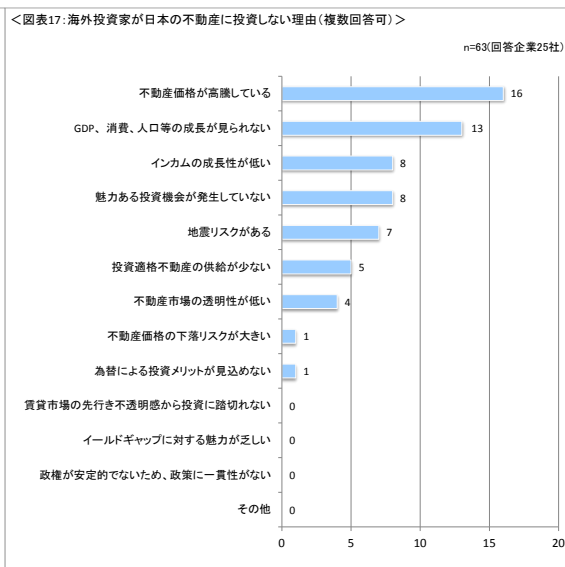
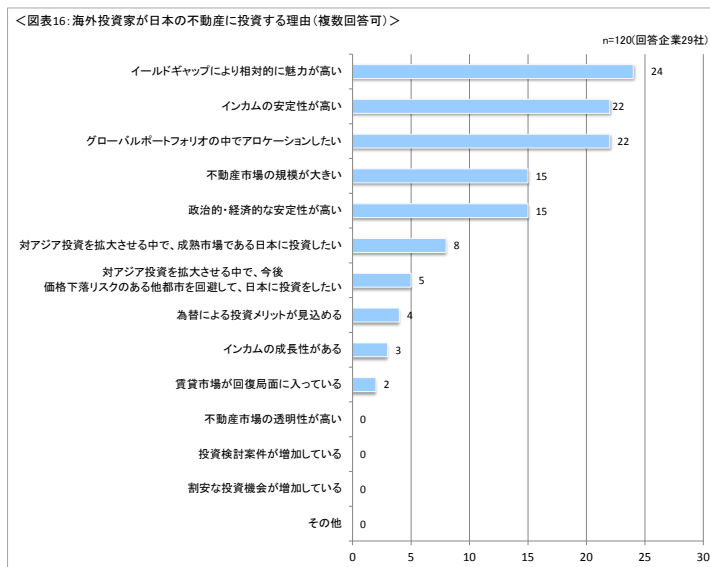
海外投資家の属する地域別の集計(回答数ベース)で最も回答が多かったのは「中国・中東以外のアジア」(37%)、次いで「欧州」(28%)、「北米」(19%)となった。「中国・中東以外のアジア」の回答割合は、2018年7月調査以降3期連続で3分の1超を占め、海外投資家の中での存在感が高まっているといえる。また、「欧州」の回答割合が前回調査の22%から28%に増加した一方、「北米」は前回調査の28%から19%に減少し、両者の順位が逆転した(図表15)。



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」、「インカム安定性が高い」、「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、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、引き続き「不動産価格が高騰している」との回答が「GDP、消費、人口等の成長が見られない」を上回った。2016年1月調査以降は国内不動産価格の高騰が毎回上位に挙げられており、海外投資家の国内不動産価格高騰に対する懸念が高いことがうかがえる(図表17)。

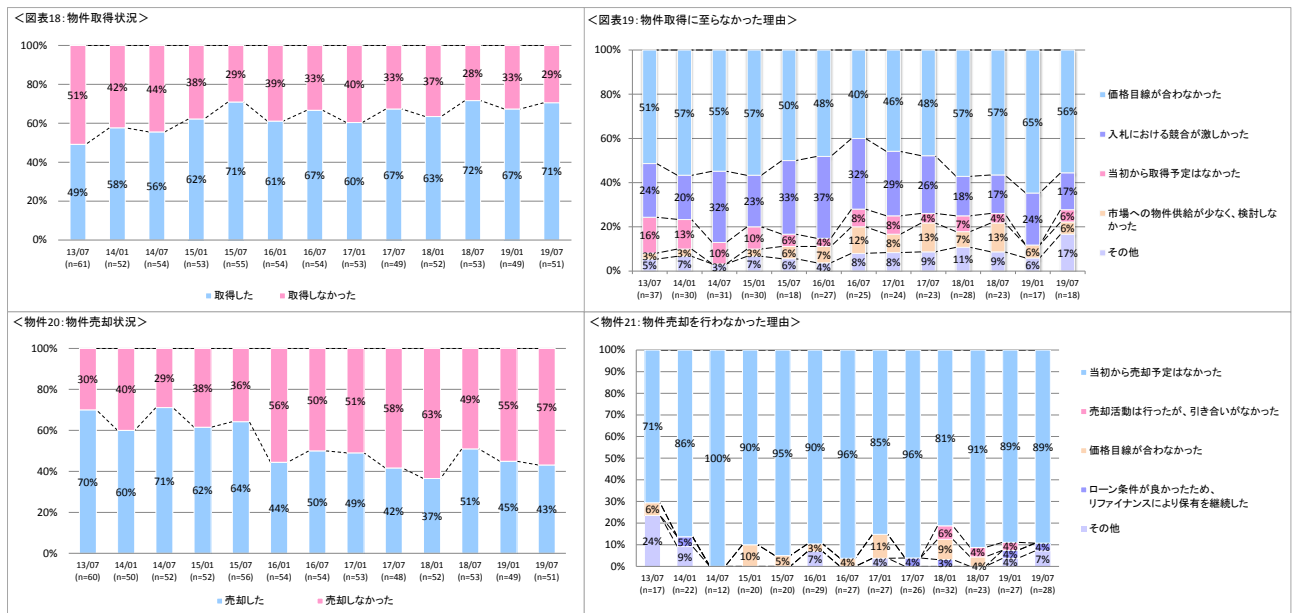


⑤物件取得/物件売却状況(2019年1月～6月)

2019年1月～6月の物件取得状況については、「取得した」との回答割合が71%となり、引き続き高い水準を維持している(図表18)。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」との回答が過半を占めた。「入札における競争が激しかった」の回答割合は17%となり前回調査からはやや減少した。2013年7月調査以降、直前の半年間で物件取得を行わなかった運用会社のうち70%超が、価格目線の乖離と取得競争を理由として挙げており、不動産価格の高騰を背景に物件取得が困難な状況が続いていることがうかがえる(図表19)。

2019年1月～6月の物件売却状況については、「売却した」との回答が43%となり前回調査に引き続き半数を下回った(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)。「売却活動は行ったが、引き合いがなかった」、「価格目線が合わなかった」との回答はなかった。

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は今後減少していくことが予想される。

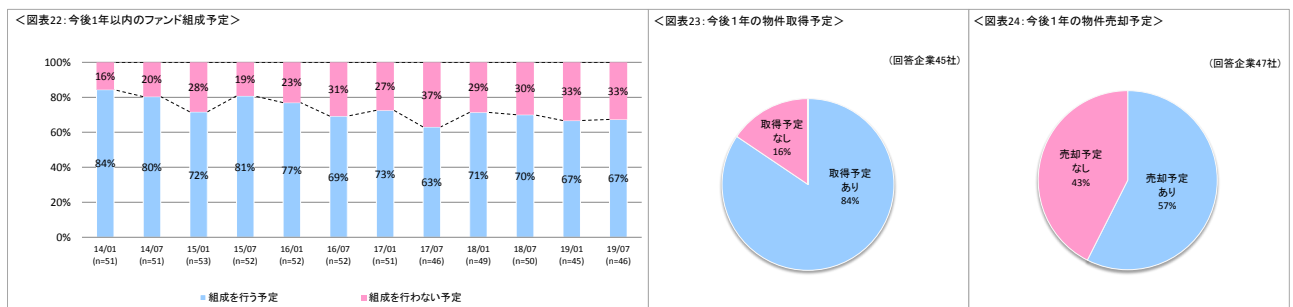


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取組について

①今後1年以内のファンド組成および物件売買の予定

今後1年以内のファンド組成については、「組成を行う予定」という比率は67%で横ばいとなった(図表22)。運用会社の84%が、今後1年で物件を取得する予定であると回答した。物件を取得予定とする運用会社の多くが、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いる。一方で、物件の取得を予定していないとする運用会社の回答から、取得しにくい環境や不動産価格の高騰を背景に依然として取得が困難な状況が続いていることがうかがえる(図表23)。

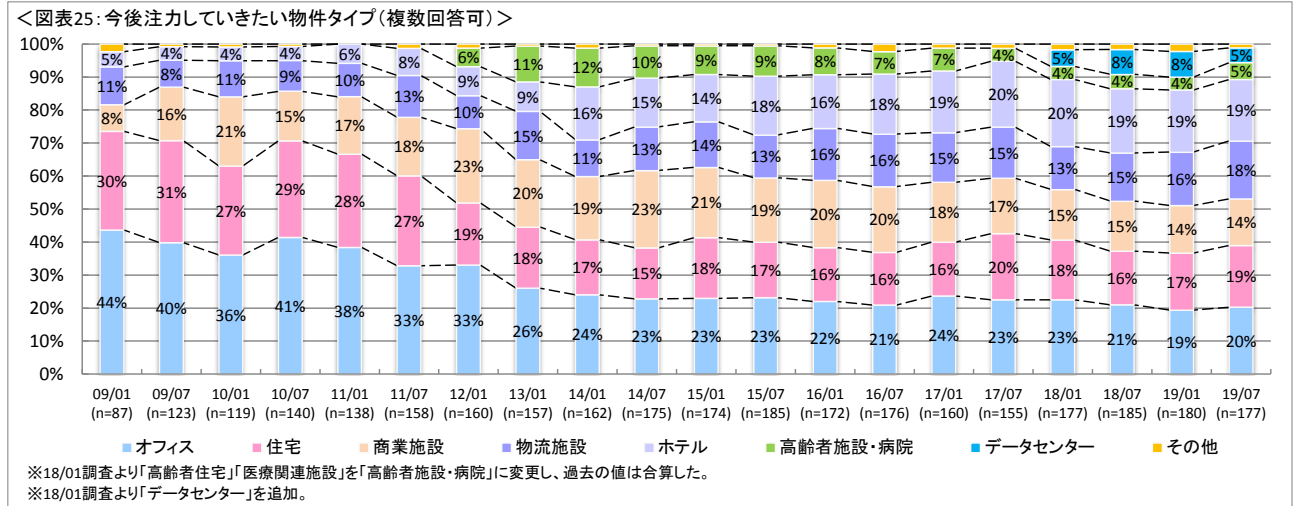
また、運用会社の57%が今後1年で物件を売却する予定であると回答した。物件売却を予定している理由は、「価格目線が合うようになった」、「ローン期限またはファンド期限を迎えるファンドがある」が最も多くなった。物件売却の有無に関する回答結果をみると、依然として売手市場にあることがうかがえる(図表24)。



②今後の不動産運用における取組

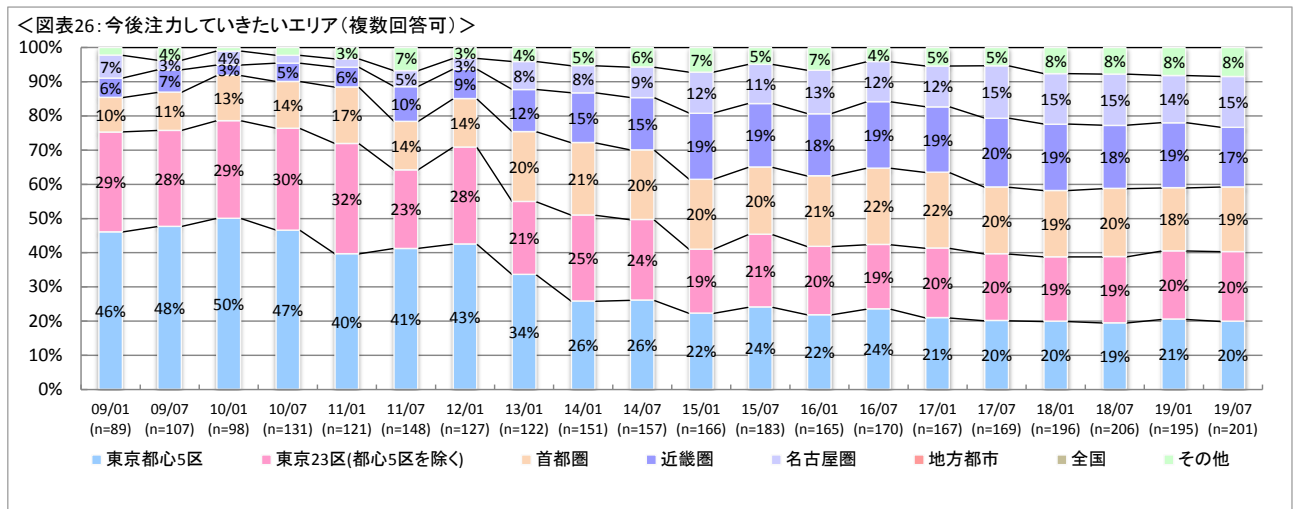
a. 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)

今後注力していきたい物件タイプについては、「オフィス」が約 20%、次いで「住宅」、「ホテル」が 19%となった(図表 25)。内訳をみると、物件タイプの偏りはあまりみられない。2018 年 1 月調査より追加した「データセンター」は、今回調査結果においても一定数の回答があった。



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った(図表 26)。物件取得が困難な状況の継続が見込まれることから、今後も多くの運用会社は、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。

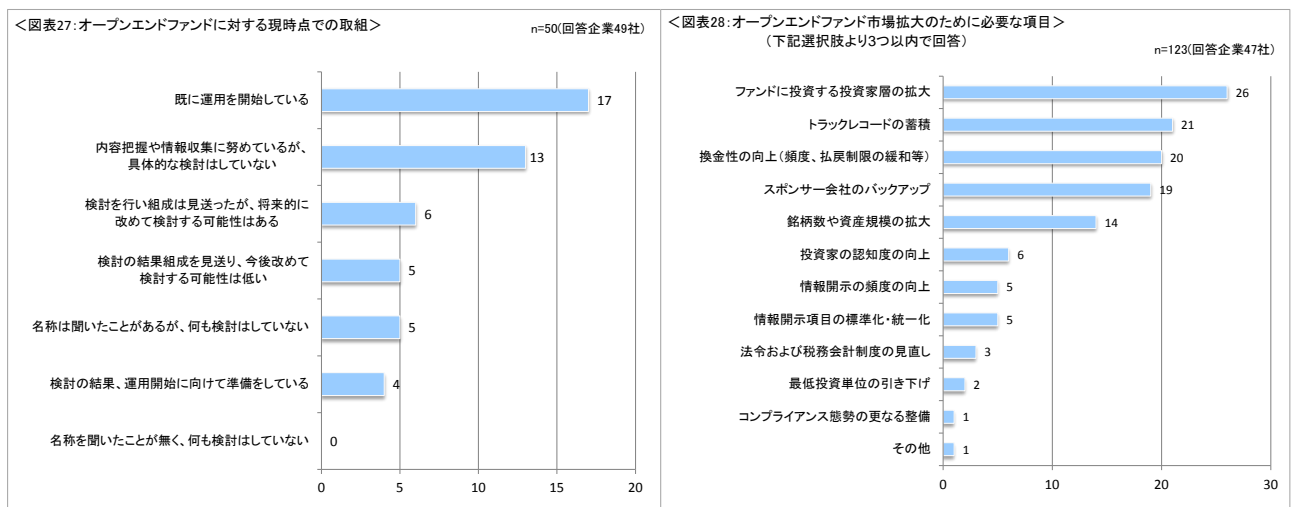


3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

①オープンエンドファンド(いわゆる私募 REIT)の取組状況

オープンエンドファンドの取組状況を尋ねたところ、「既に運用を開始している」が最も多いが、「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」との回答が次いでいる。さらに、「名称は聞いたことがあるが、何も検討はしていない(前回2件→今回5件)」と増加、「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている(前回6件→今回4件)」と減少などを勘案すると、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(図表27)。ただし、今回調査でも「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数社あり、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。

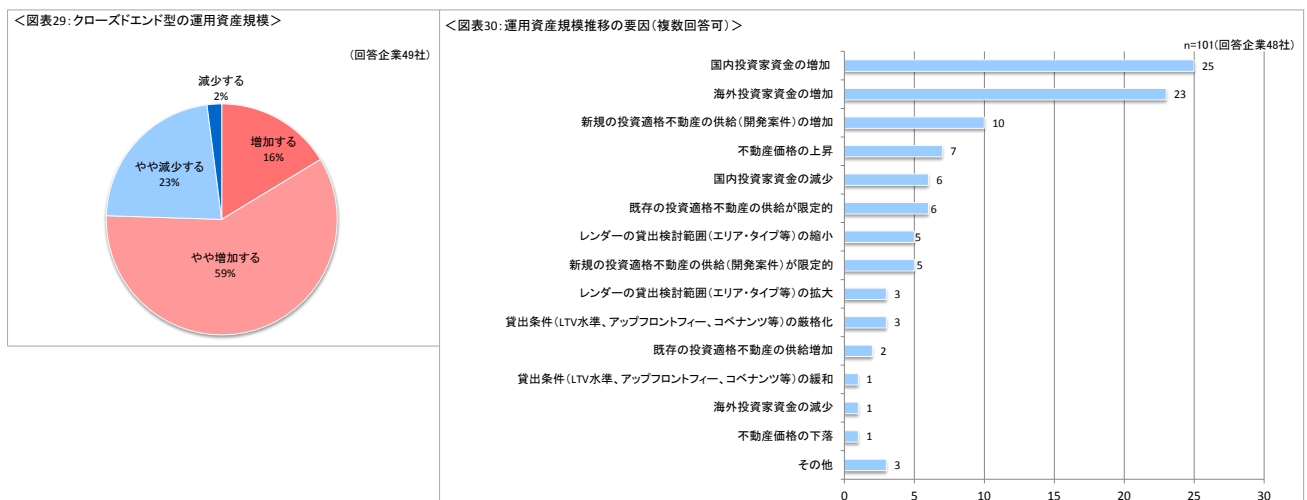
オープンエンドファンド市場拡大に必要な項目について質問を行ったところ、「ファンドに投資する投資家層の拡大」、「トラックレコードの蓄積」、「換金性の向上(頻度、払戻制限の緩和等)」、「スポンサー会社のバックアップ」という内容に回答が集中した。特に「換金性の向上(前回16件→今回20件)」、「スポンサー会社のバックアップ(前回16件→今回19件)」との回答が増加しており、運用会社が流動性と外部成長を課題として認識している状況がわかった(図表28)。



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

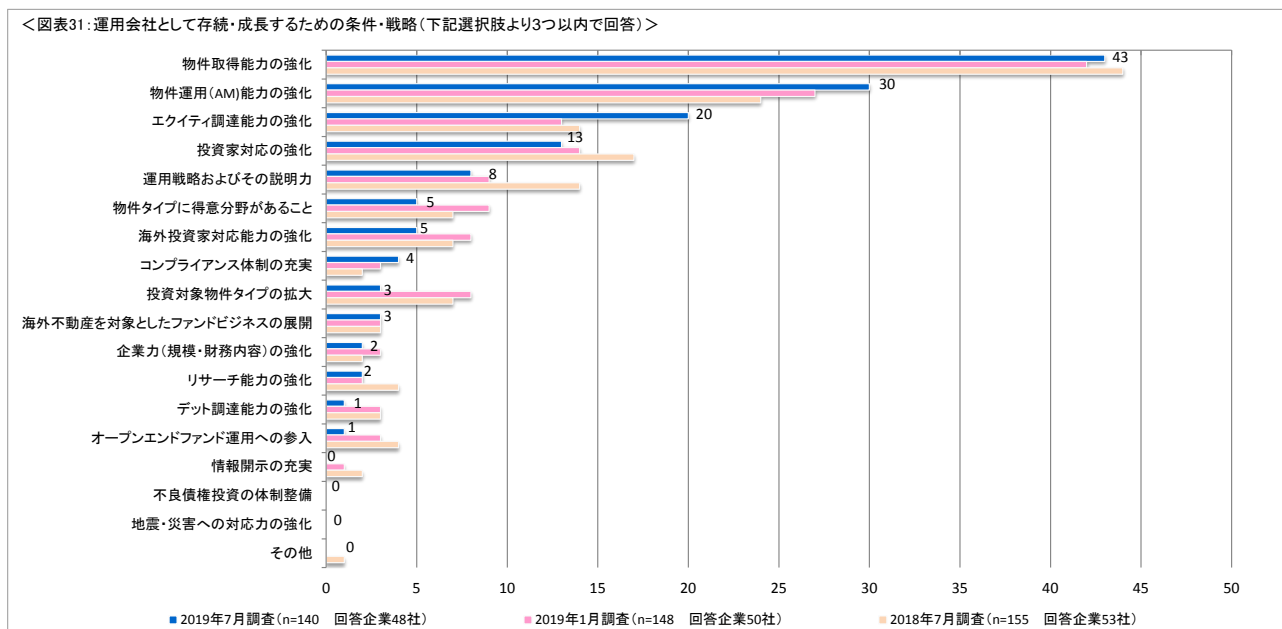
クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模の見通しを尋ねたところ、「増加する」、「やや増加する」との回答が、合計75%となった(図表29)。その増加要因として、国内外の投資資金の増加を挙げる回答者が多かった(図表30)。金融緩和の継続により、今後も不動産投資資金の流入が続くとみる運用会社が多いものと思料する。

「減少する」との回答の要因としては、「不動産価格の上昇」、「投資適格不動産の供給が限定的」などが挙げられており、不動産価格の上昇により購入目線に合わないことに加え、投資適格物件の供給不足が市場規模の縮小に繋がると考えている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)

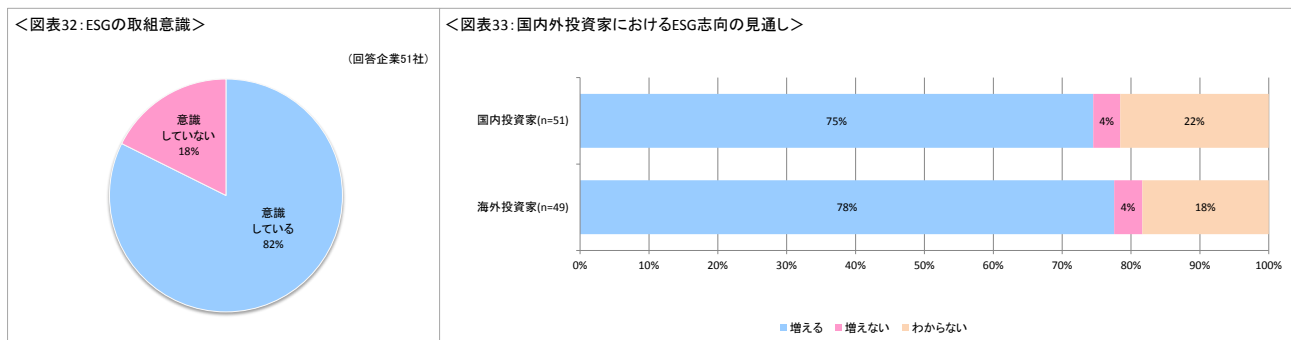
運用会社として存続・成長するための条件については、過去調査と同様に「物件取得能力の強化」が最多となり、次点の「物件運用(AM)能力の強化」を大きく上回った(図表 31)。限定的な供給と物件価格の高騰が継続している状況の中で、ほとんどの運用会社が物件取得能力の強化を重視している。このほか、「エクイティ調達能力の強化」への回答数が過去 2 回の調査に比べ増加している。取得と資金調達両方のバランスが重要であると認識する運用会社が多いことがうかがえる。



④ESG※の取組意識

不動産投資において、ESGに配慮した投資が急速に主流となりつつある状況を踏まえ、運用会社のESGに関する取組意識と投資家のESG志向の見通し等について尋ねた。「不動産運用会社のESG取組状況を考慮し、投資先を選定する投資家について意識しているか」との質問に対しては、回答者の82%が「意識している」と回答した(図表 32)。また、国内投資家・海外投資家に分けて「不動産運用会社のESG取組状況を考慮する投資家は今後増えるか」と質問したところ、国内投資家については75%が、海外投資家については、78%が「増える」と回答した(図表 33)。2006年に国連が提唱した「責任投資原則(PRI)」には、国内外の多くの機関投資家が署名し、その署名数は増加し続けている。このような状況を反映し、ESGのファクターを考慮する投資家が「増える」との回答が多くなったと料する。

※「責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)」の中で、資産運用に組み込むよう推奨された環境(Environment)、社会(Society)、ガバナンス(Governance)の概念



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: 03-6430-1331

<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 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。