

不動産私募ファンドに関する実態調査 2022年1月 ～調査結果～

2022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は、不動産投資市場調査の一環として、2003年より年2回の頻度で「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33回目となり、44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:65社
- 回答社数:44社(回収率:67.7%)
- 調査時期:2022年1月～2月(2021年12月末基準)
- 調査方法:Eメールによる調査票の送付・回収

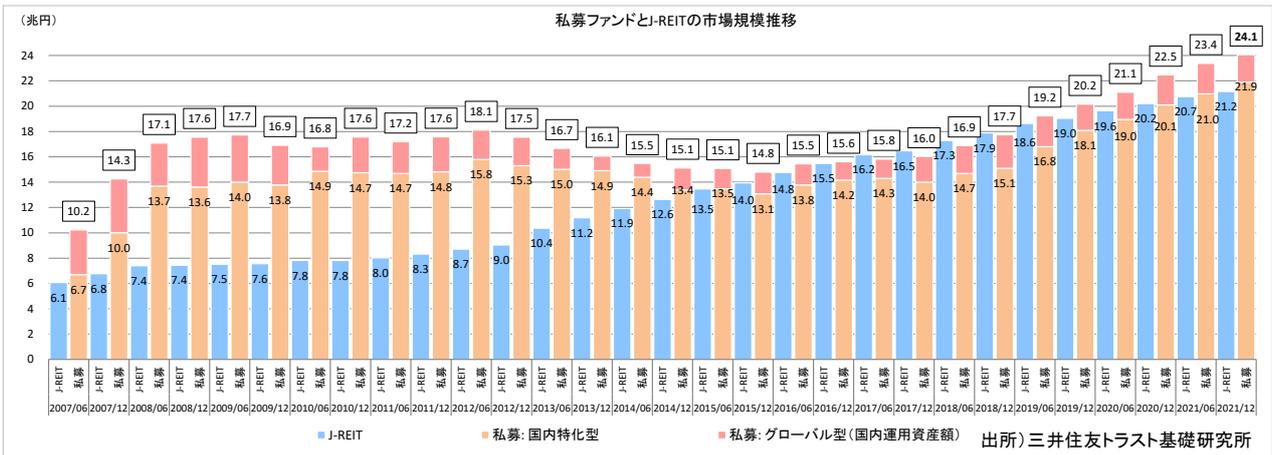
＜不動産私募ファンドの市場規模は、グローバルファンドを含めて 24.1 兆円と推計＞

- ・ 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、2021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24.1兆円と推計した。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。前回調査の運用資産額(2021年6月末時点:23.4兆円)から約0.7兆円(約2.9%)増加し、国内不動産私募ファンドの市場規模拡大が確認された。資産額の積み上げは国内ファンドが中心である。グローバルファンドの資産額は僅かに減少したが、これは市場トレンドではなく一部ファンドの個別事情によるものと思われる。なお、2021年12月末時点の推計値であり、新型コロナウイルス感染症の再拡大やウクライナ情勢の影響は反映されていない。

※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

＜苦戦していた「ホテル」「商業」への投資に回復の兆し。一方、物件取得が難しい中、売却に消極的な動き＞

- ・ 「住宅」と「物流」を増やし、「商業」と「ホテル」を絞る傾向は継続している。ただし、「商業」と「ホテル」への投資額を「減少」または「やや減少」させるとの回答割合は前回調査から大きく低下し、投資引き上げの動きには歯止めがかかっているとみられる。特に海外投資家の投資マインドは堅調である。
- ・ 2021年下半年に物件売却を行ったとする回答割合は19.4%にとどまった。前回調査の51.3%から大幅に低下し、調査開始以降最も低い水準となっている。物件取得競争が依然として厳しい中、計画通りに物件を取得できるか否かは不透明であるため、物件の入替は行わず、ポートフォリオの拡大に努めた運用会社が多かったものと推察される。



(\*) 入手データの増加にともない、過去数値の一部につき再集計している。

〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2022年1月 ～アンケート調査結果の概要～〉

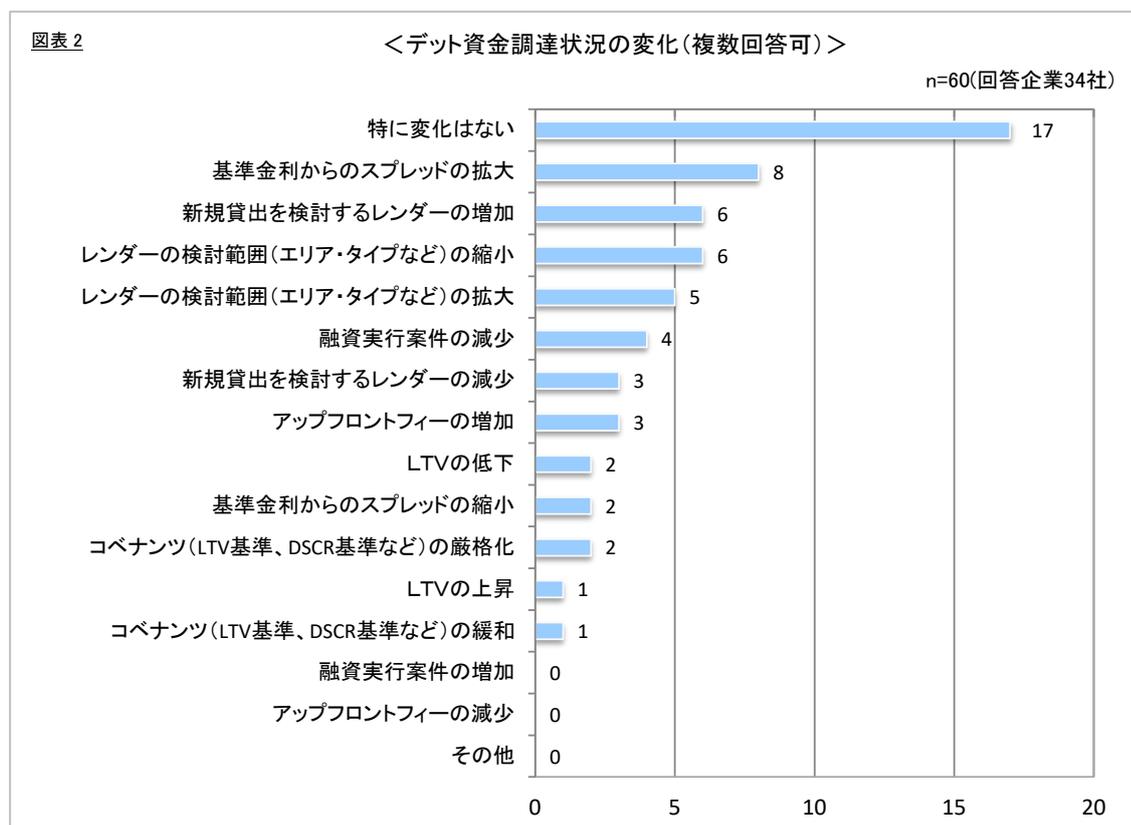
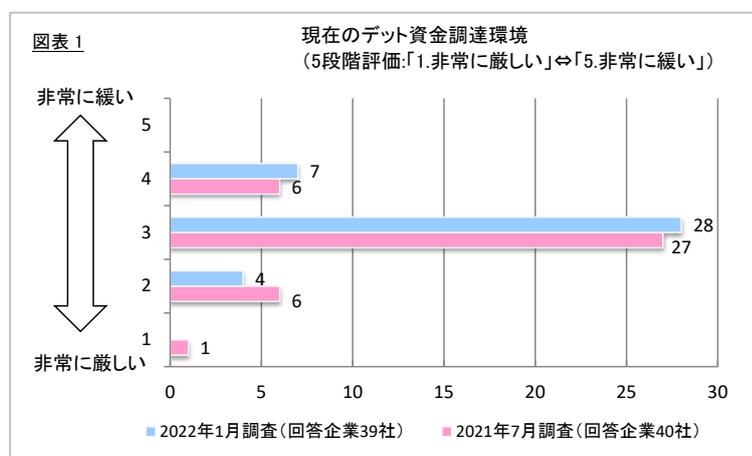
(※)グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

1.不動産投資運用ビジネスの状況について

① デットの資金調達環境

・現在のデット資金調達環境の全体感に対する回答は、「普通」との回答が多数を占めたが、「緩い」との回答数が「厳しい」の回答数を上回り、回答者全体の平均値も前回調査からわずかに緩和的となった(3.0→3.1)。全般的にはここ半年のデット資金調達環境は概ね良好で大きな変化はないことがうかがえる(図表1参照)。

・デット資金調達状況の変化については、「特に変化はない」の回答が最多となった。上位5項目中、緩和方向の回答が2項目を占め、前回調査と比較しても緩和方向の項目の回答数が増加している。デット資金調達環境は全体としては大きな変化はない中で、緩和方向の回答が今後も増える傾向が続くのか状況を慎重に見ていく必要がある(図表2参照)。



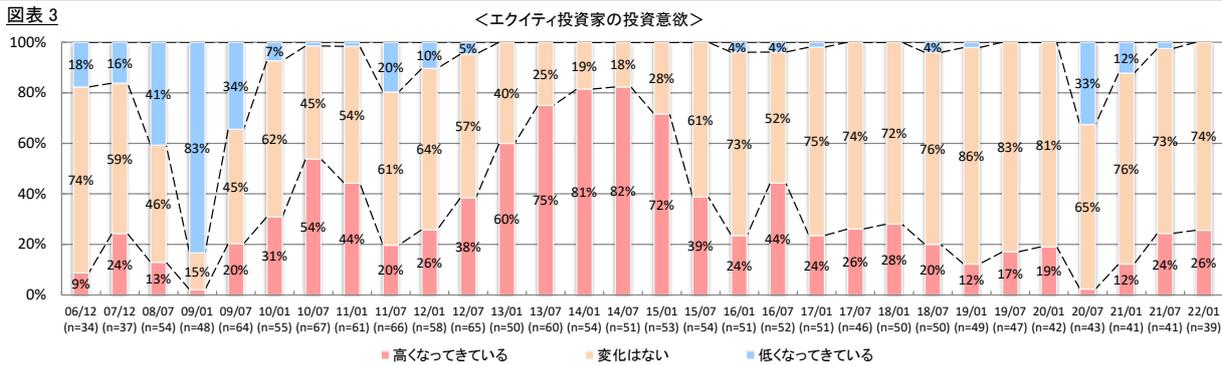
② エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲

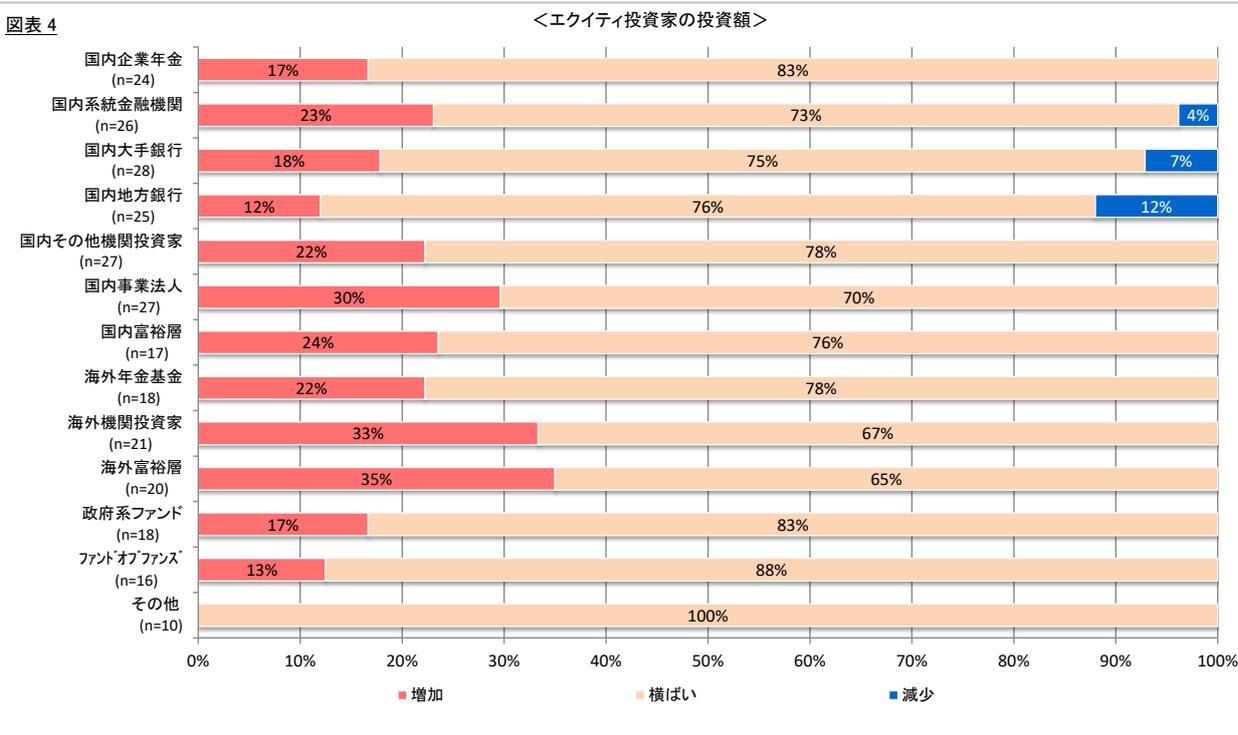
・エクイティ投資家の投資意欲は、「変化はない」が大半を占めたが、「高くなってきている」が前回調査からやや増加し、「低くなってきている」の回答はなかった。新型コロナウイルス感染症拡大の影響で一時的に落ち込んだエクイティ投資家の投資意欲は、2021 年下半期にはほぼ回復したことがうかがえる(図表 3 参照)。

・投資家属性別の投資額は、全ての投資家属性で「横ばい」が 6 割超を占めた。海外投資家では「減少」の回答がなく、この半年で日本への投資額が増加していることがうかがえる。国内投資家では、地方銀行をはじめとする一部の金融機関で投資額を減らしている投資家がいるとみられるが、全体として投資額は増加しているものと推察される(図表 4 参照)。

図表 3



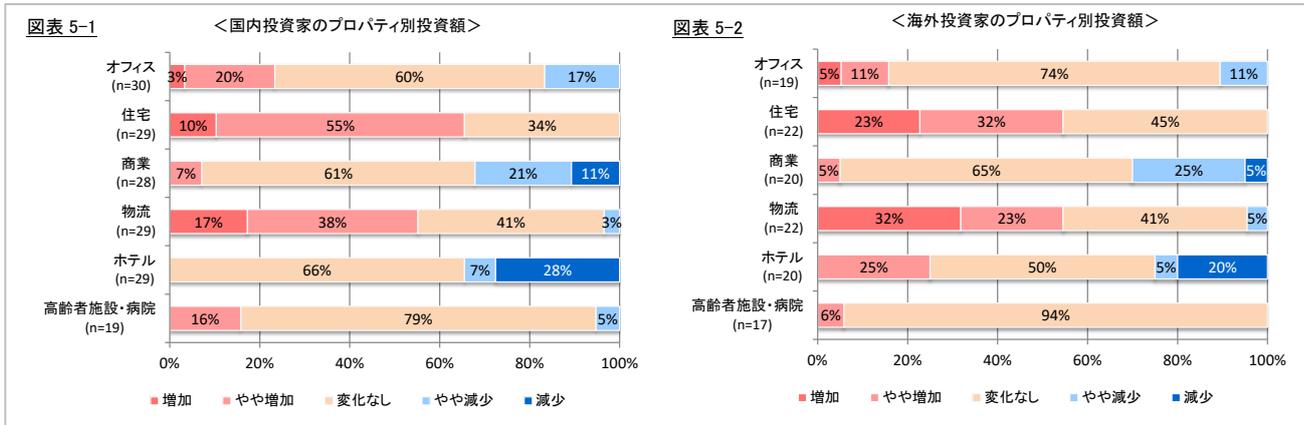
図表 4



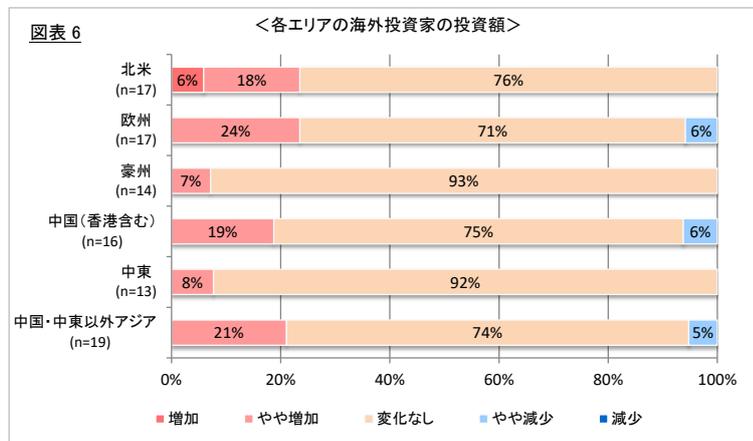
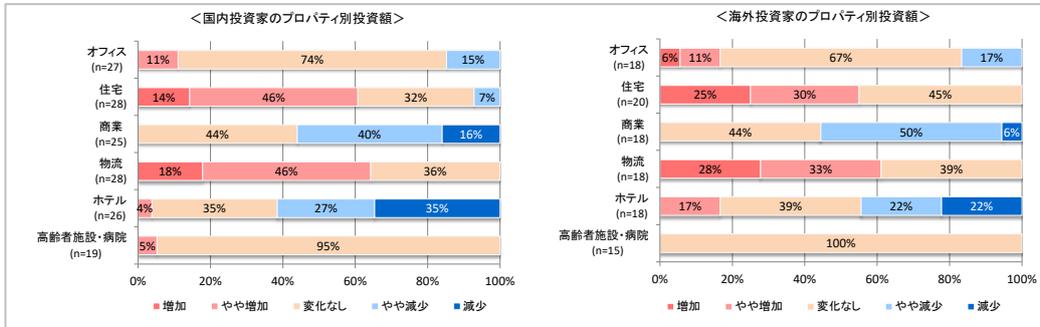
**b. 国内投資家・海外投資家毎のプロパティタイプ別投資額および各エリアの海外投資家の投資額の状況**

・プロパティタイプ別の投資額は、国内・海外投資家ともに「住宅」と「物流」を増やし、「商業」と「ホテル」を絞る傾向が継続している。ただし、「商業」と「ホテル」の「減少」と「やや減少」の合計割合は前回調査から大きく低下しており、これらのタイプから投資を引き上げる動きに歯止めがかかっているとみられる。「商業」では前回ゼロであった「やや増加」の回答が国内・海外投資家双方で見られ、「オフィス」でも国内・海外投資家ともに「増加」と「やや増加」の合計割合が「やや減少」を上回るなど、コロナ禍で苦戦を強いられてきたプロパティタイプの投資に回復の兆しもみられる(図表 5-1、5-2 参照)。

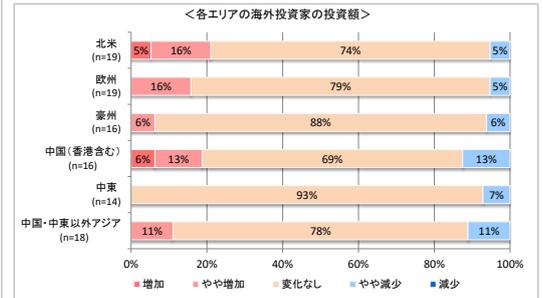
・各エリアの海外投資家の投資額については、全てのエリアで「変化なし」が7割超を占めたほか、ほとんどのエリアで「やや減少」の割合が前回調査から低下し、「北米」、「欧州」、「中東」ではゼロとなった(図表 6 参照)。



参考: 前回(2021年7月)調査結果

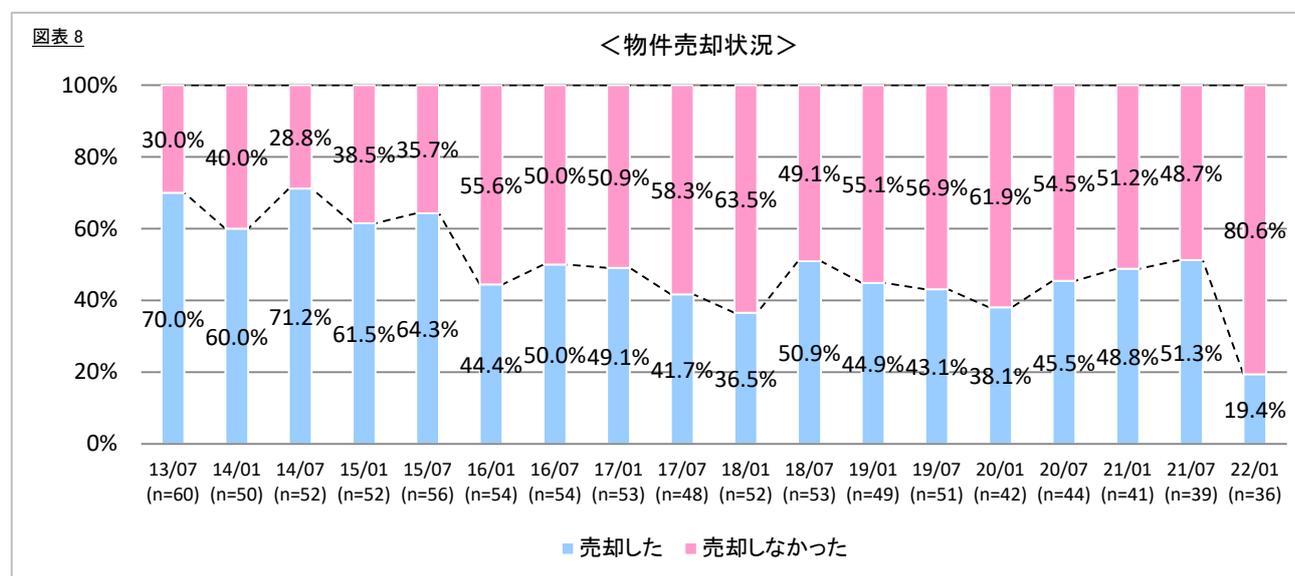
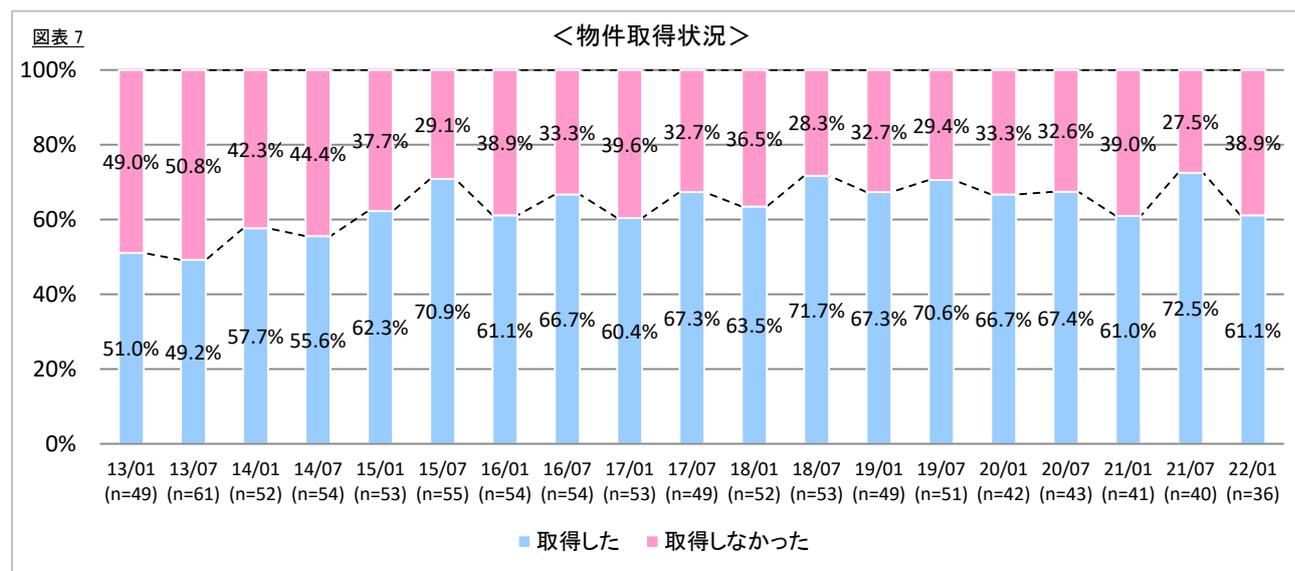


参考: 前回(2021年7月)調査結果



## c. 不動産取引状況

- ・2021 年下半期に物件取得を行ったとする回答割合は 61.1%となり、前回調査の 72.5%から低下したが、過去調査との比較でいえば概ね平均的な水準であり、過半の運用会社が物件を取得している(図表 7 参照)。
- ・同時期に物件売却を行ったとする回答割合は 19.4%と調査開始以降最も少なくなった(図表 8 参照)。
- ・6 割超の運用会社が物件を取得したと回答した一方、売り手としての運用会社の活動は非常に低調であり、物件の入替を行わず、ポートフォリオの拡大に努めた運用会社が多かったことがうかがえる。

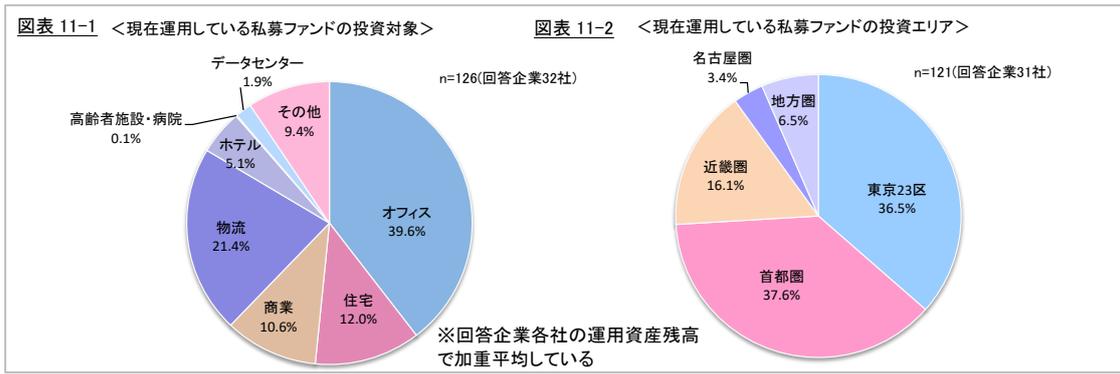
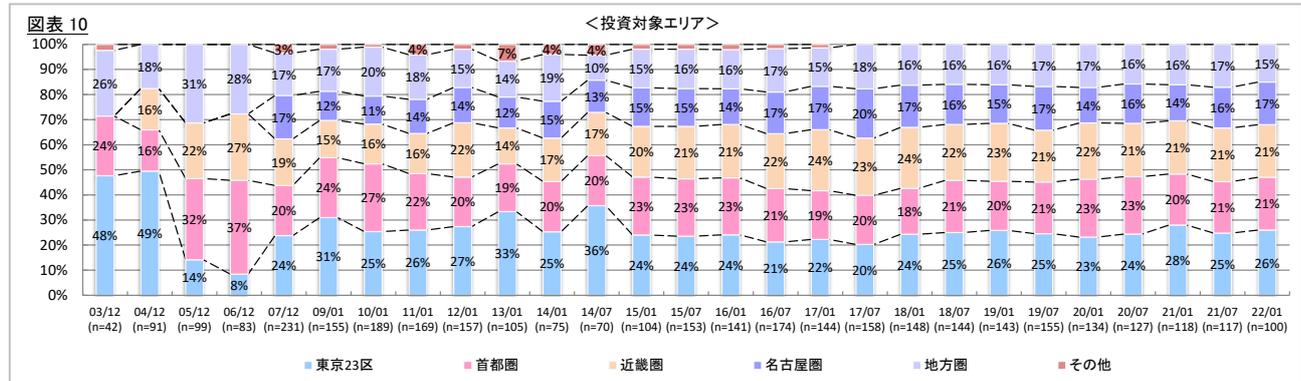
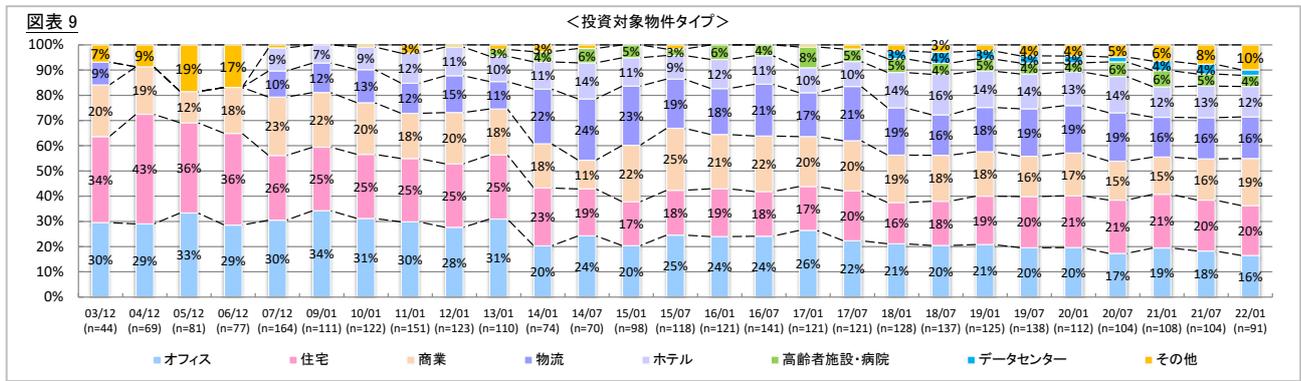


③ 現在運用中のファンドの概要

a. 投資対象の物件タイプ、エリア

・各物件タイプに投資しているファンド数で見たタイプ分散は進んでいるが(図表9参照)、回答各社の運用資産額に占める割合で見た場合、投資額が高額となりやすい「オフィス」が39.6%、「物流」が21.4%で、両者で6割超を占めている。なお、コロナ禍で収益性が懸念されていた「ホテル」、「商業」の割合はそれぞれ5.1%(前回4.6%)、10.6%(前回9.9%)と僅かに増加した(図表11-1参照)。

・各エリアに投資しているファンド数で見たエリア分散は進んでいるが(図表10参照)、回答各社の運用資産額に占める割合を見ると、「東京23区」の36.5%、「首都圏」の37.6%、「近畿圏」の16.1%で、運用資産額の9割を占めている。ただし、「東京23区」・「首都圏」の割合は、それぞれ36.5%・37.6%と、前回調査(32.0%・41.5%)よりも「東京23区」の割合が高くなっており、各圏域のなかで投資対象エリアが狭まっている可能性も考えられる(図表11-2参照)。

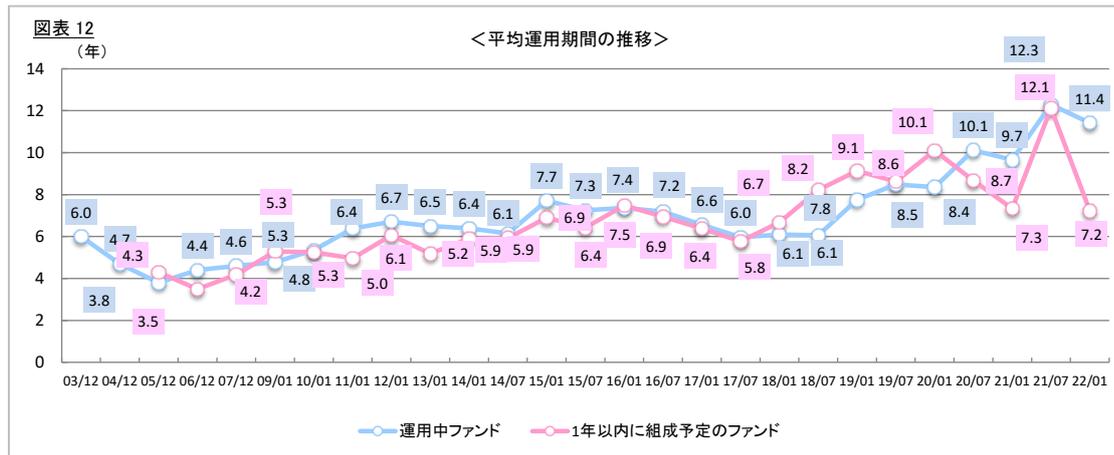


b. 運用期間、LTV 水準、目標 IRR

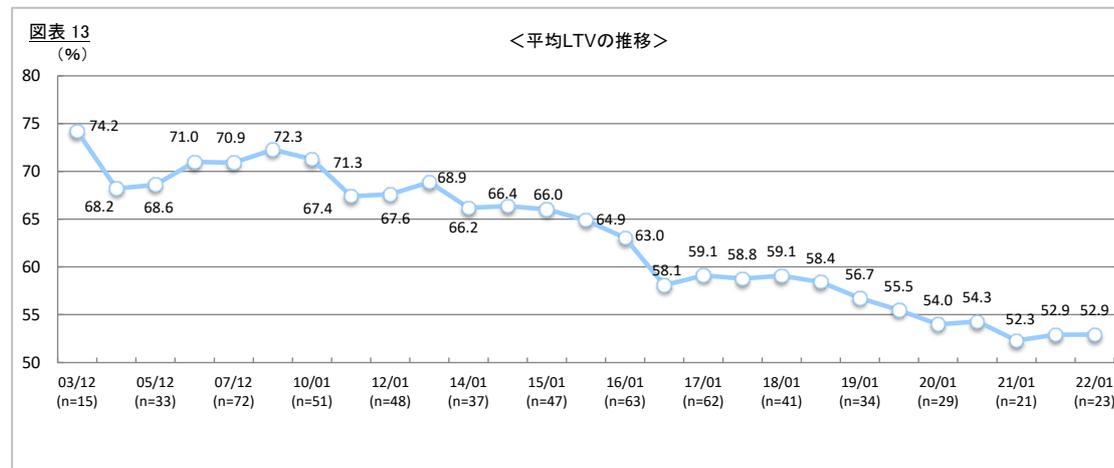
・運用中ファンドの平均運用期間は、「運用中ファンド」については超長期ファンドの組成の影響で長期化しつつある。一方、「1年以内に組成予定のファンド」は、超長期ファンドの組成予定がなかったため平均運用期間は短期化したものの、中央値では前年と同値であり、短期化に転じたとは見ていない(図表 12 参照)。

・LTV は「低水準」が継続している(図表 13 参照)。

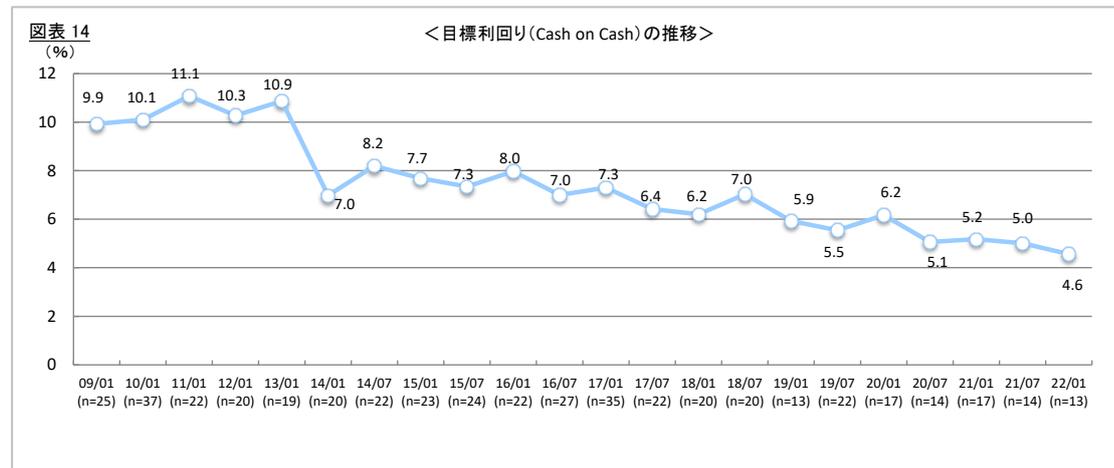
・目標利回り(Cash on Cash)は低下した。低 LTV、コア物件重視の運用スタイルが主流となっていることが要因と見ている。(図表 14 参照)。



※2019年1月調査以降、運用期間を20年以上とする超長期ファンドが回答に複数含まれている。



・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。



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

・1年以内に組成予定のファンドには以下の傾向が見られる。

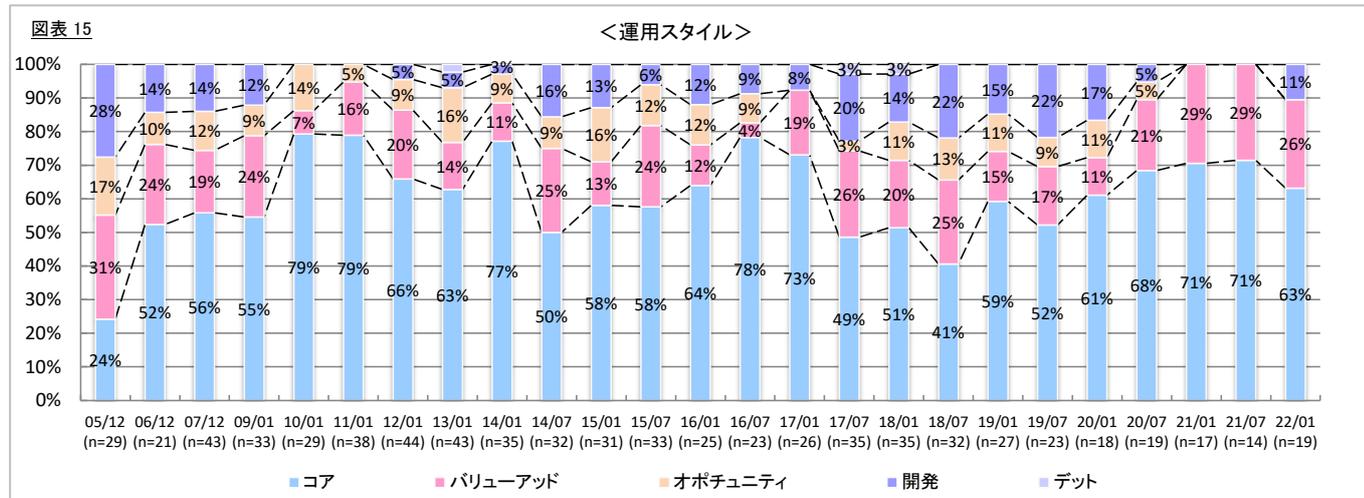
運用スタイルは、「コア」の割合が高い状態が継続。開発型が1割を超えたことも注目に値する(図表15参照)。

投資対象プロパティタイプは、「物流」の割合の増加と「商業」の減少が目立つ(図表16参照)。

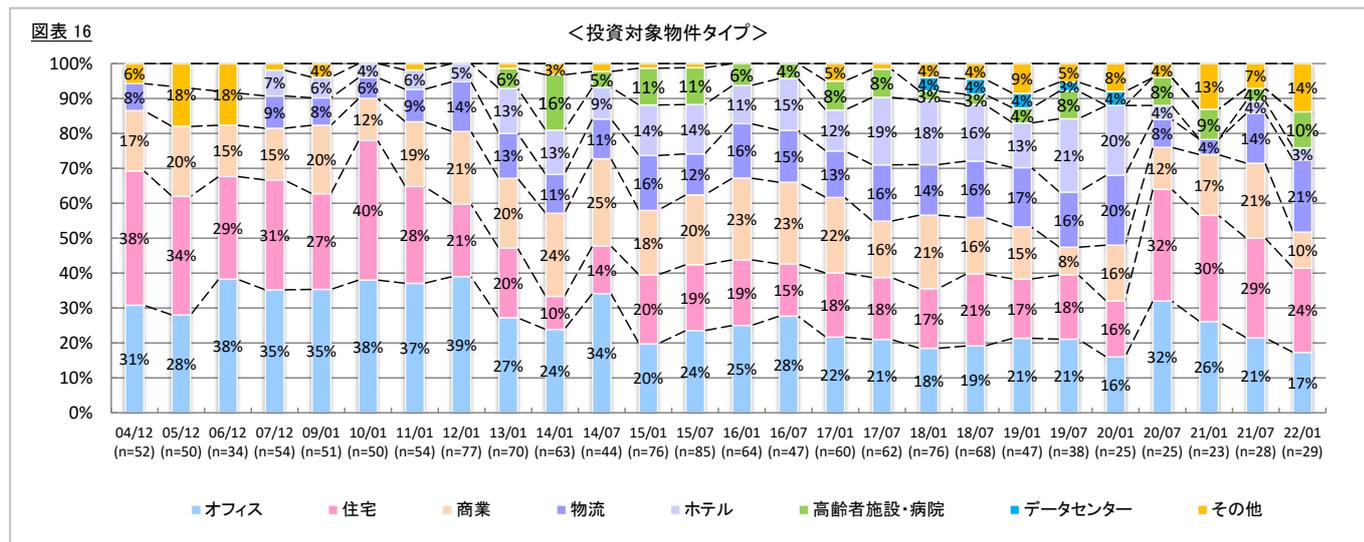
投資エリアは、「近畿圏」、「名古屋圏」、「地方圏」割合が増加(図表17参照)。

今後1年以内に組成予定のファンドのLTV水準は上昇(前回63.6%⇒今回67.0%)。足下のデット資金調達環境は厳格化の動きが収まりつつある(図表18参照)。

今後1年についてはウイズコロナを見据えて、レンダーの融資態度の積極化を見込んだ運用姿勢が見られる。

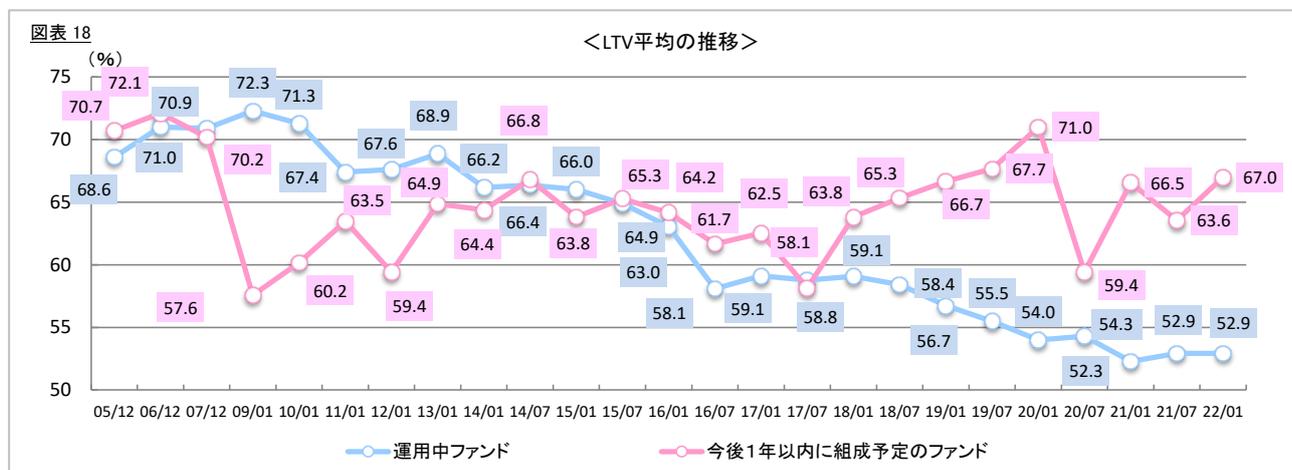
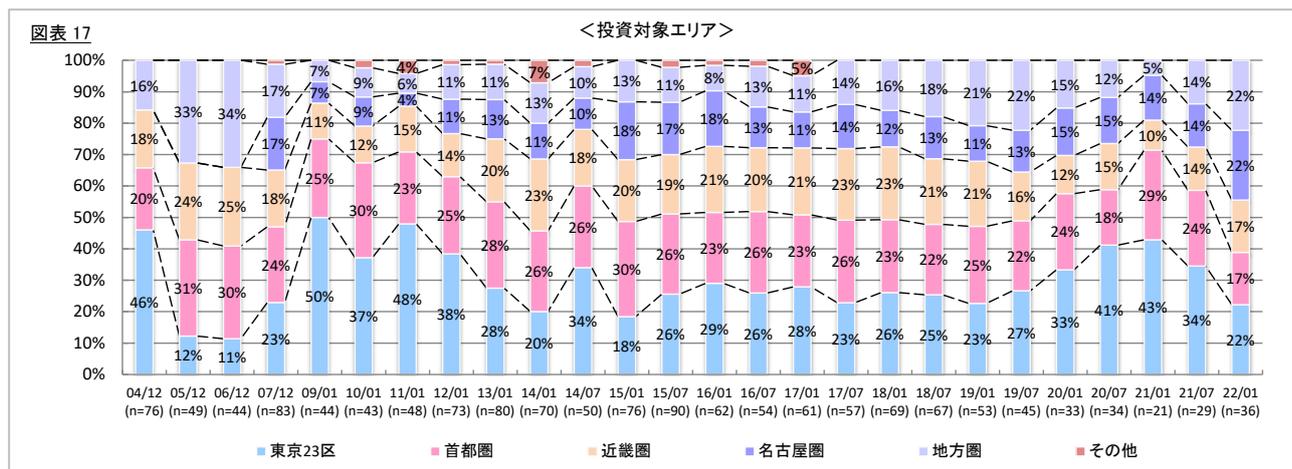


※2013年1月調査より選択肢に「デット」を追加



※2013年1月調査より「高齢者施設」「医療関連施設」を追加  
 ※2018年1月調査より「データセンター」を追加

※2018年1月調査より「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

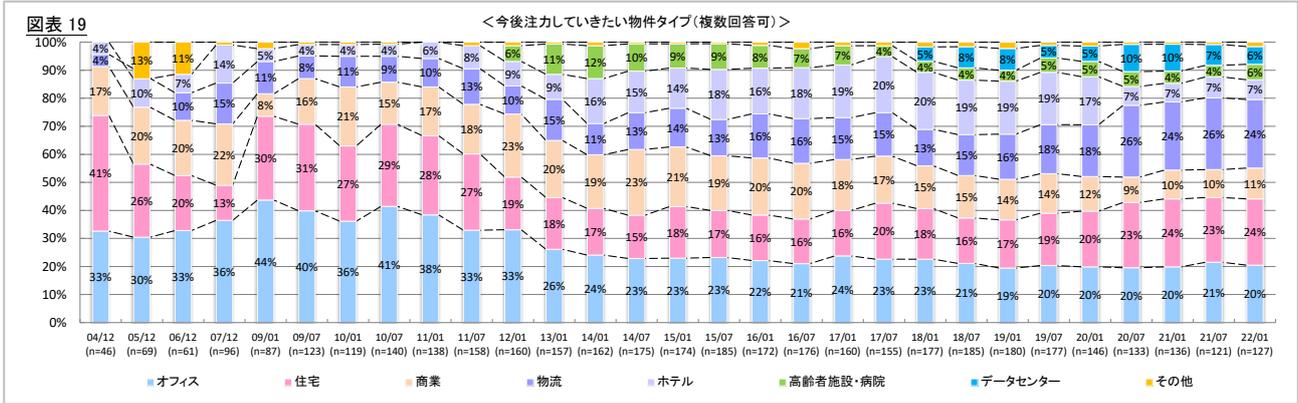


LTVについては総投資額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、過去調査との連続性の観点から、取得価格ベースで計算して平均値を算出している。

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として、新型コロナウイルス感染症拡大前と比較して「ホテル」の割合が低い状態が継続している一方で、「物流」の割合が高い状態が継続している(図表 19 参照)。



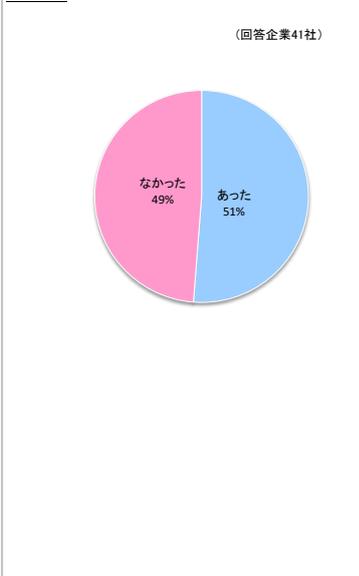
※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し、過去の値を合算 ※2018年1月調査より「データセンター」を追加

b. 新型コロナウイルス感染症拡大後の投資方針の変化

・新型コロナウイルス感染症拡大後の投資方針の変化については、「影響があった」と「影響がなかった」の回答がほぼ同数であった(図表 20 参照)。変化の内容として、「投資対象の範囲縮小」、「LTV水準の低下」との回答が多数を占めたが、前回調査と比較して、全項目について投資方針を緩和する内容の回答割合が増加した。特に「LTV水準」、「取得価格目線」でその傾向が顕著であった(図表 21 参照)。

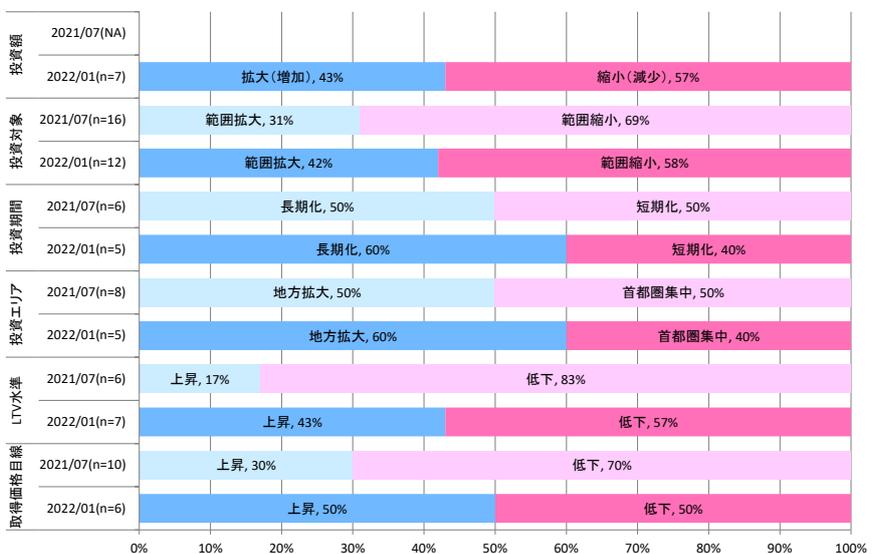
・コロナ禍が長期化し、企業業績への影響や賃料の弱含みを懸念する声が聞かれる一方で、現時点では投資家の旺盛な投資意欲に支えされる形で不動産価格は目に見えて低下していないことから、新型コロナウイルスの感染が拡大し始めた直後よりは運用会社の悲観的な見方も後退している可能性がある。

図表 20 コロナ感染症拡大後の投資方針の変化



図表 21

コロナ感染症拡大後の投資方針変化の内容



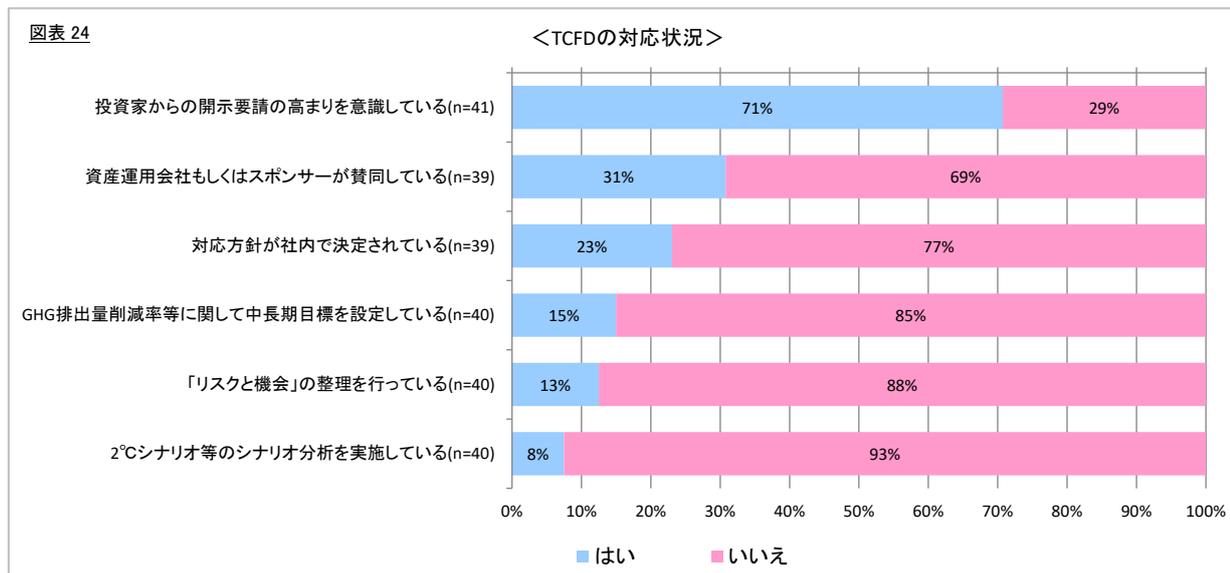
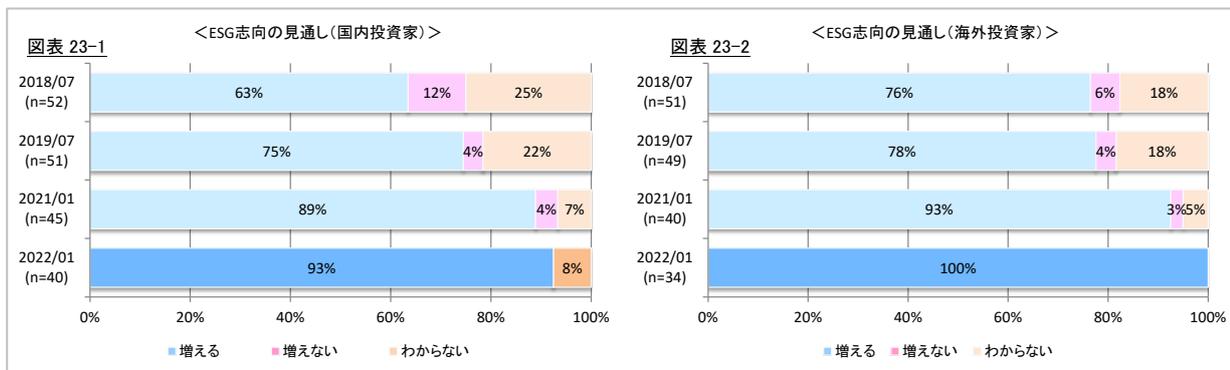
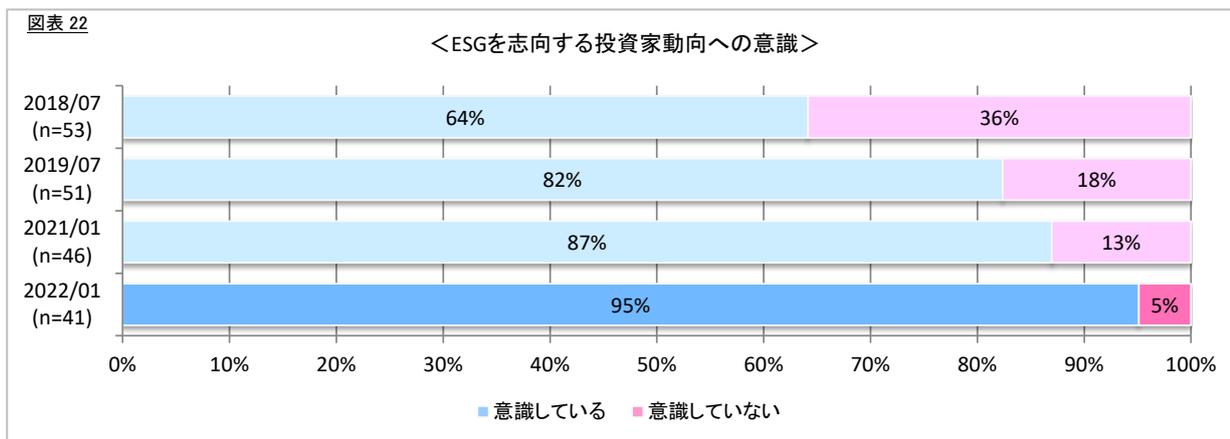
※2022年1月調査より「投資額」の項目を追加

### 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

#### ①ESG※の取組意識

- ・ESG を志向する投資家動向への意識は、回答者の 95%が「意識している」と回答した(図表 22 参照)。
- ・ESG を志向する投資家は国内外ともに「増える」との回答が増加し、特に海外投資家については「増える」との回答が 100%となった(図表 23-1、図表 23-2 参照)。
- ・TCFD への対応については、「投資家からの開示要請の高まりを意識している」との回答が 7 割を超えたものの、具体的な対応は緒に就いたばかりである状況が窺えた(図表 24 参照)。

※「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 &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

<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。