

不動産私募ファンドに関する実態調査 2024年7月 ～調査結果～

2024年9月19日



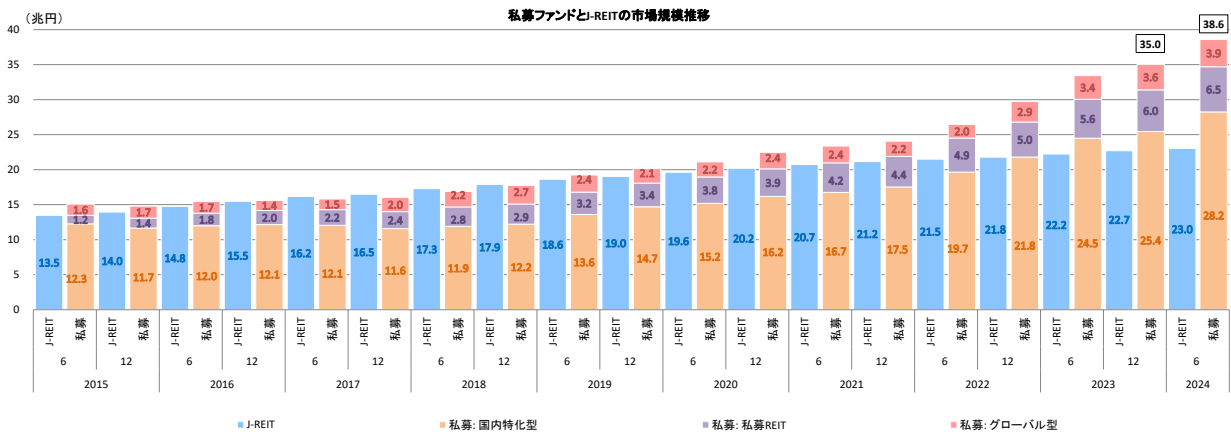
本調査は一般社団法人不動産証券化協会 (ARES)と株式会社三井住友トラスト基礎研究所 (SMTRI)が共同で実施した、第5回「不動産私募ファンドに関する実態調査」である。SMTRI単独では、2003年12月より本調査をアンケート形式で行っており、今回の調査で38回目となる。共同調査への移行後は、有効回答率が増加しており調査精度が高まっている。

- 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:163社
- 回答社数:93社(有効回答率:57.1%)
- 調査時期:2024年7月～8月(2024年6月末基準)

＜不動産私募ファンドの市場規模は、私募 REIT・グローバルファンドを含めて 38.6 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、2024年6月末時点の不動産私募ファンド(私募REIT・グローバルファンド含む)の市場規模(運用資産額ベース)を38.6兆円と推計した。この数値は、ARESが把握している国内私募REITおよびSMTRI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(2023年12月末時点:35.0兆円)から約3.6兆円増加し、増加率は前回の+4.8%から今回+10.1%に回復した。運用資産規模を拡大させた運用会社数は、規模を縮小した運用会社数を上回り、運用資産規模の拡大がみられる。2024年上半期は、日本銀行のマイナス金利政策解除が間近に迫っているとの見測の下、不動産の供給サイドであるデベロッパー等の事業会社が売却・資金回収を急いだ可能性がある。一方で、前回調査で指摘した、欧米の不動産市場の不振を受けた海外投資家が国内不動産を売却する動きについて一服感が生じた可能性がある。一部慎重姿勢がみられるものの、エクイティ投資意欲は引き続き堅調である。ただし、日銀によるマイナス金利解除が示された4月以降は、今後の金利動向次第で投資方針の変更を検討する姿勢を示す運用会社も一定数にのぼることには留意が必要である。

※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定義



出所) 不動産証券化協会「私募リート・クォーター」、三井住友トラスト基礎研究所

＜エクイティ投資意欲は堅調も金利上昇により一部慎重姿勢。日銀マイナス金利政策解除の影響は限定的だが、金利動向次第で投資方針の変更を検討する運用会社も一定数に＞

・運用会社から見たエクイティ投資家の投資意欲は引き続き「変化はない」の回答が大半を占めており、堅調なエクイティ投資家の投資意欲が確認された。ただし、23年7月調査以降、「低くなってきている」の回答割合が「高くなっている」の回答割合を上回る状態が続いており、徐々に金利上昇局面に転じる中で一部に慎重姿勢が見られる。

・投資家属性別の投資額をみると全ての属性で「横ばい」との回答が大半を占める状況に変化はないが、「国内事業法人」では「増加」の回答割合が増加、「海外年金基金」では「減少」の回答割合が減少するなど、投資姿勢は底堅く推移している。ただし、国内企業年金では「増加」の回答割合が減少している。また、国内大手銀行で「増加」の回答割合が減少したのに対して国内地方銀行では「増加」の回答割合が増加しており、国内銀行間で方向性が乖離する結果となった。金利上昇をはじめとする金融経済環境の変化を受けて、属性によって不動産投資市場の見通しに対する評価姿勢に差が生じている可能性がある。

・日銀による2024年3月の金融政策決定会合で決定したマイナス金利政策の解除、イーロドカーブコントロールの廃止等の政策変更を受け、投資方針に変化があったかという質問に対しては、「変化があった」とする回答は16%にとどまり、「変化がなかったし、今後も当面ない」が51%で最多となった。ただし、投資方針の変化はなかったが「今後10年国債金利が定常的に1.0%を超えるような状況になれば投資方針変更を検討する」とする回答が33%となり、今後の金利動向次第で変更を検討する姿勢を示す運用会社も一定数にのぼる。

＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2024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状況について

① エクイティ資金調達環境

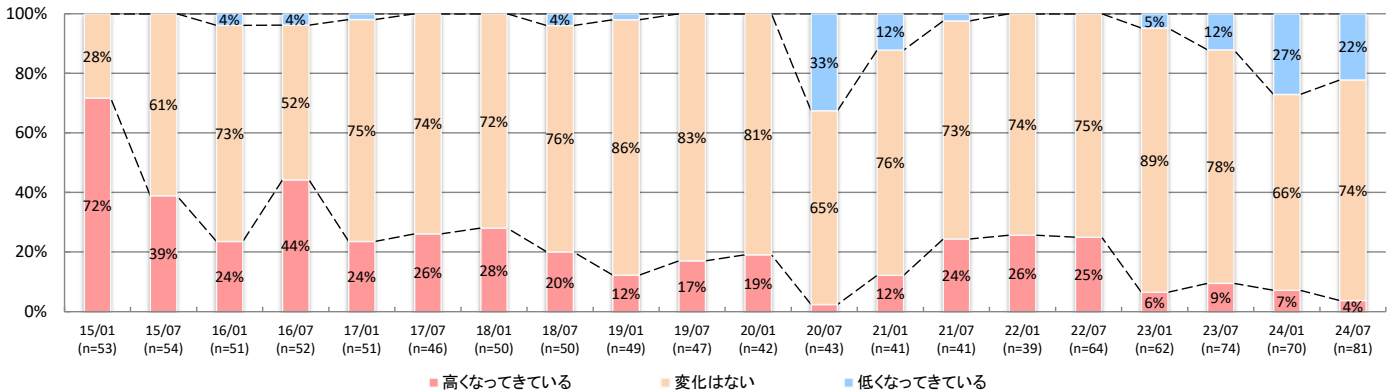
a. エクイティ投資家の投資意欲

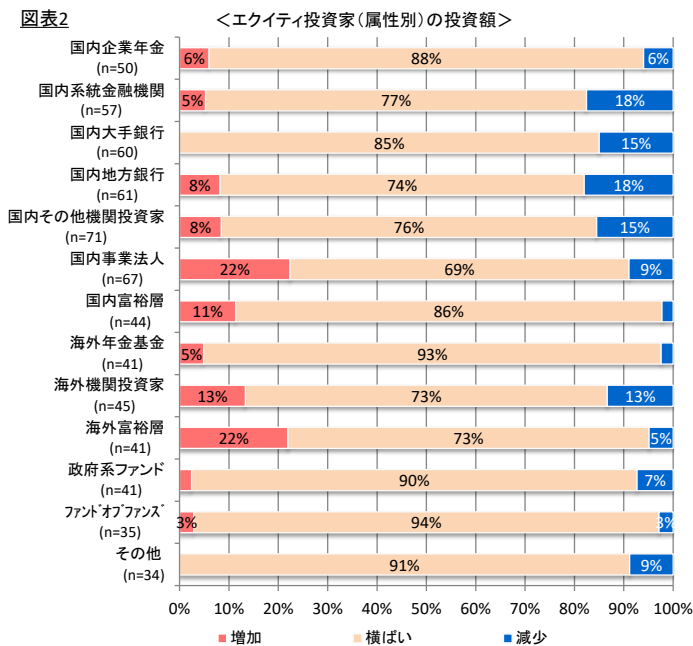
・エクイティ投資家の投資意欲については、引き続き「変化はない」の回答が大半を占めており、堅調なエクイティ投資家の投資意欲が確認された。ただし、23年7月調査以降、「低くなってきている」の回答割合が「高くなってきている」の回答割合を上回る状態が続いており、徐々に金利上昇局面に転じる中で一部に慎重姿勢が見られる(図表1参照)。

・投資家属性別の投資額は、全ての属性で「横ばい」との回答が大半を占める状況に変化はないが、「国内事業法人」では「増加」の回答割合が増加、「海外年金基金」では「減少」の回答割合が減少するなど、投資姿勢は底堅く推移している。ただし、国内企業年金では「増加」の回答割合が減少している。また、国内大手銀行で「増加」の回答割合が減少したのに対して国内地方銀行では「増加」の回答割合が増加しており、国内銀行間で方向性が乖離する結果となった。属性別に、金利上昇をはじめとする金融経済環境の変化を受け、不動産投資市場の見通しに対する評価姿勢に差が生じている可能性がある(図表2参照)。

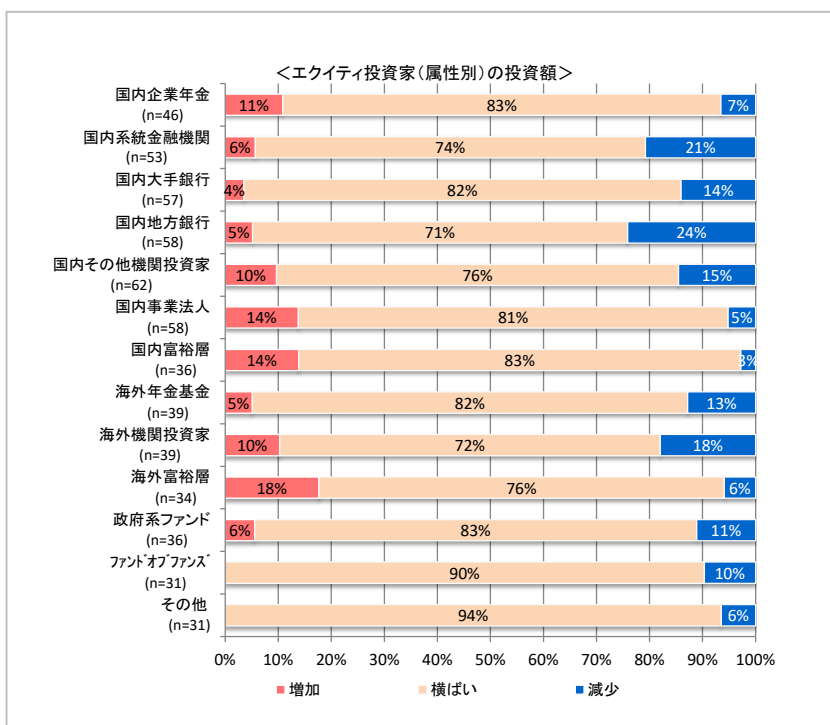
図表1

＜エクイティ投資家の投資意欲＞





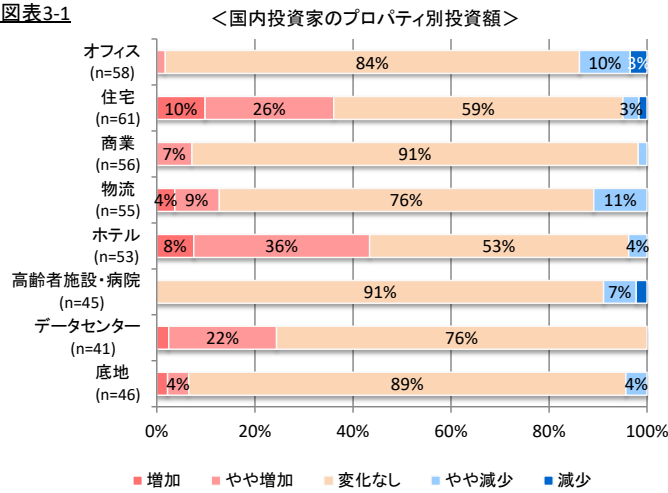
参考: 前回(2024年1月)調査結果



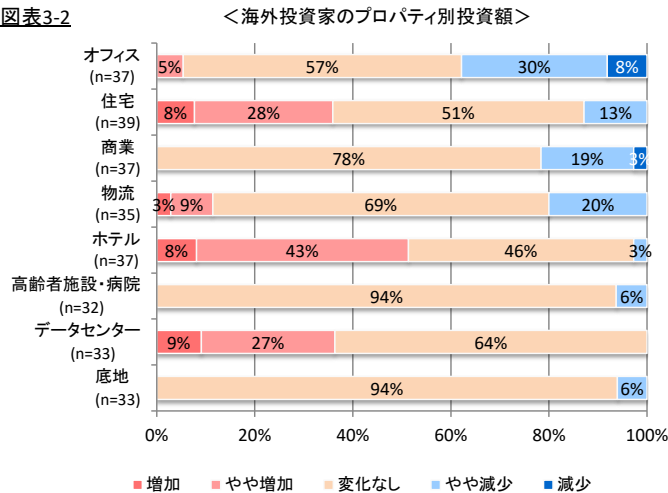
b. 国内投資家・海外投資家毎のプロパティタイプ別投資額および各エリアの海外投資家の投資額

- ・プロパティタイプ別投資額は、前回調査に続き、「住宅」と「ホテル」の増加傾向が目立つ結果となった。「増加」「やや増加」の回答割合が多いのは国内投資家・海外投資家ともに「ホテル」「住宅」「データセンター」の順である。一方、「オフィス」は国内投資家・海外投資家ともに「減少」「やや減少」の合計が大きく減少しており、主に都心のオフィス市場が好調なことからオフィスに対する悲観的な見方が和らいでいるものと推察される(図表3参照)。
- ・エリア別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」が半数以上を占めた。「中国(香港含む)」「中国・中東以外アジア」では「やや増加」の回答の増加が目立ち、北米・欧州・豪州における「減少」「やや減少」の合計が「増加」「やや増加」の合計を上回っていることと対照的な結果となった。なお、北米の「減少」「やや減少」の合計は前回調査から減少しており、慎重姿勢が和らいでいる可能性がある(図表4参照)。
- ・海外投資家が日本の不動産に投資する理由は、「政治的・経済的な安定性が高い」、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」が引き続き上位となり、「為替による投資メリットが見込める」にも多くの回答が集まった(図表5参照)。

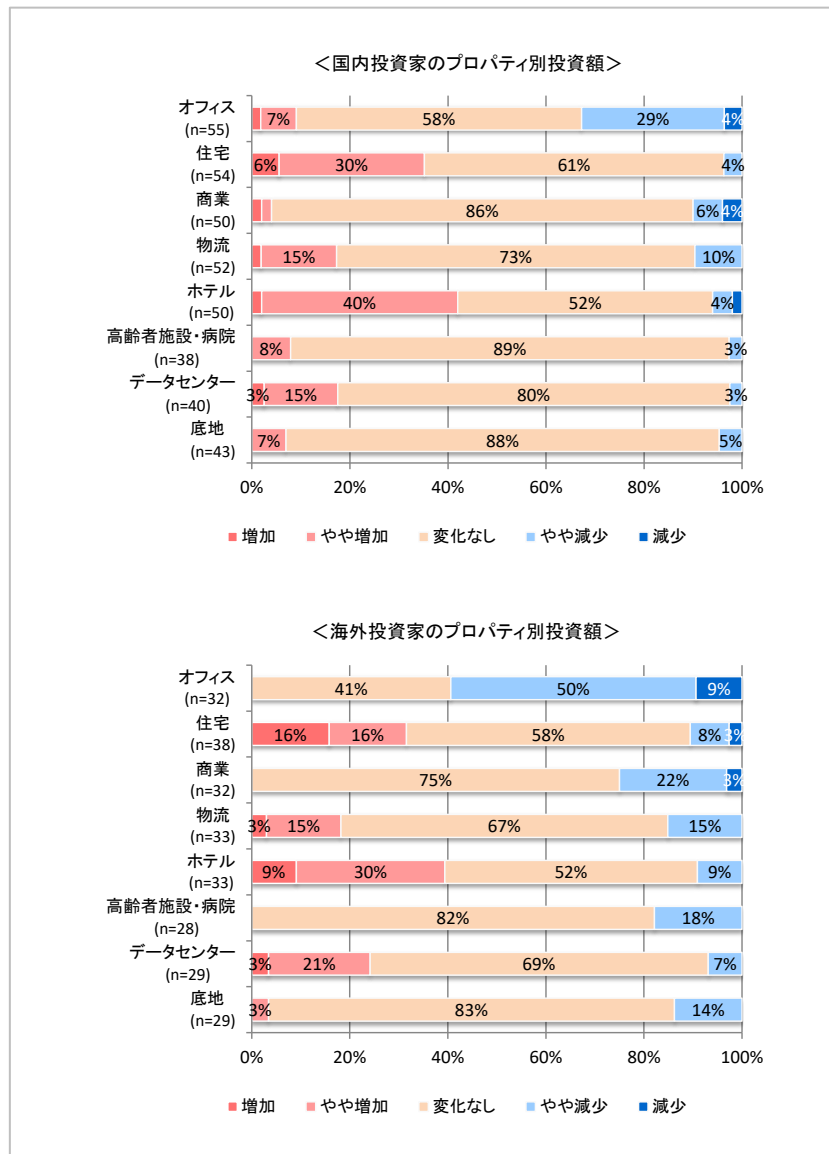
図表3-1



図表3-2

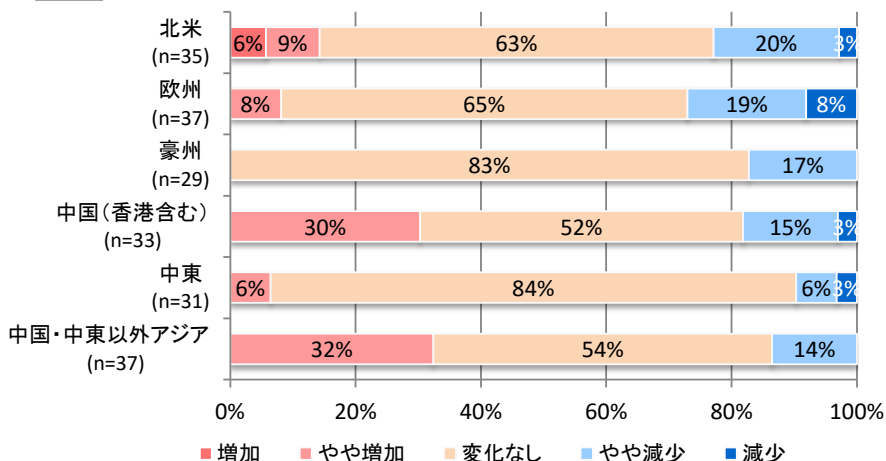


参考: 前回(2024年1月)調査結果

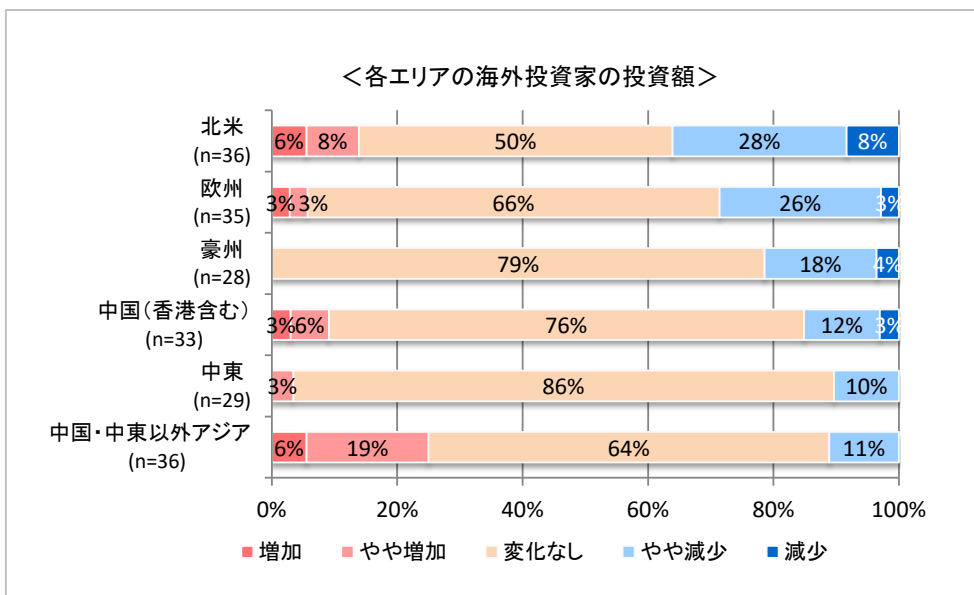


図表4

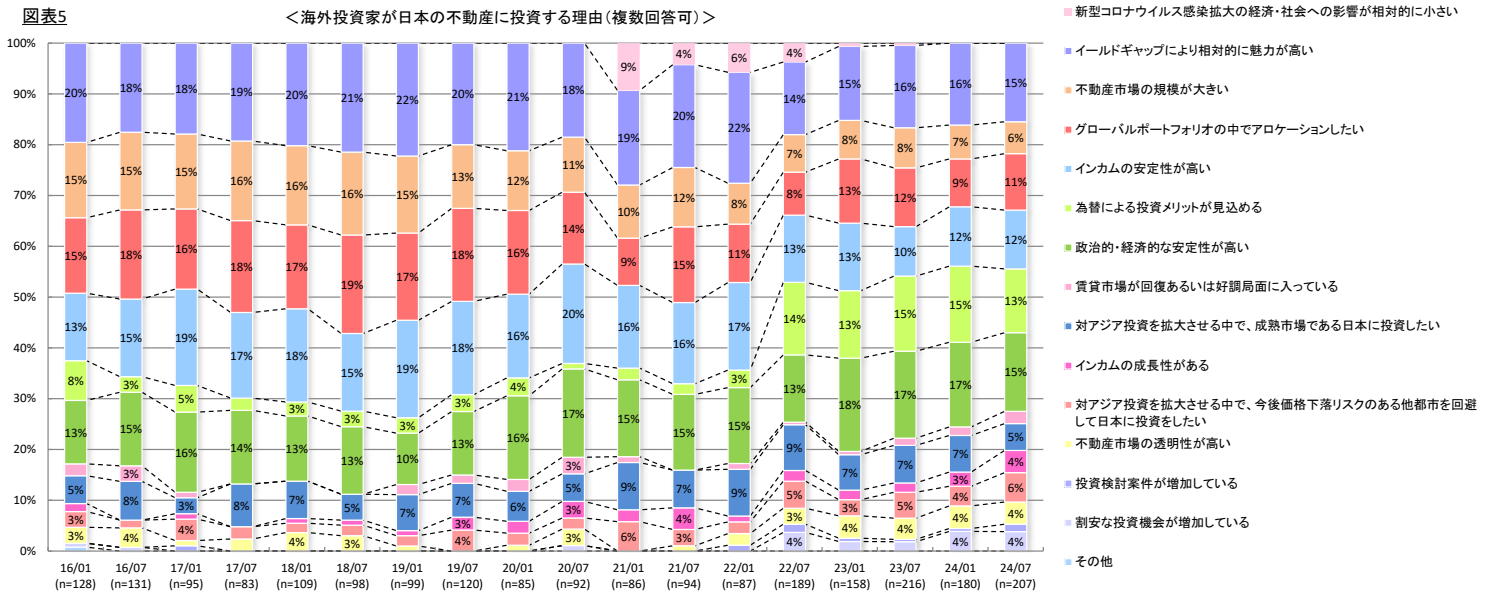
<各エリアの海外投資家の投資額>



参考: 前回(2024年1月)調査結果



図表5 <海外投資家が日本の不動産に投資する理由(複数回答可)>

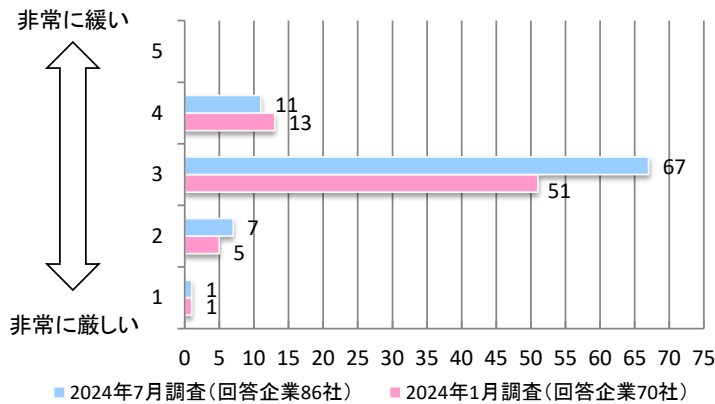


c. デットの資金調達環境

・現在のデット資金調達環境については、引き続き「普通」との回答が多数を占め、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。ただし、「緩い」の回答数がやや減少、「厳しい」の回答数がやや増加しており、現在のデット資金調達環境の回答はやや引き締め方向となった(図表6参照)。

・デット資金調達環境の変化については、前回調査と同様に「特に変化はない」との回答が最多となった。次いで、「基準金利からのスプレッドの拡大」、「新規貸出を検討するレンダーの増加」、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」、「LTVの上昇」となった。上位5項目(変化はないを除く)では、緩和化方向の回答数が厳格化方向の回答数を上回る結果となり、2024年3月の日銀の金融政策変更(マイナス金利政策の解除)による大きな影響は見られなかった(図表7参照)。

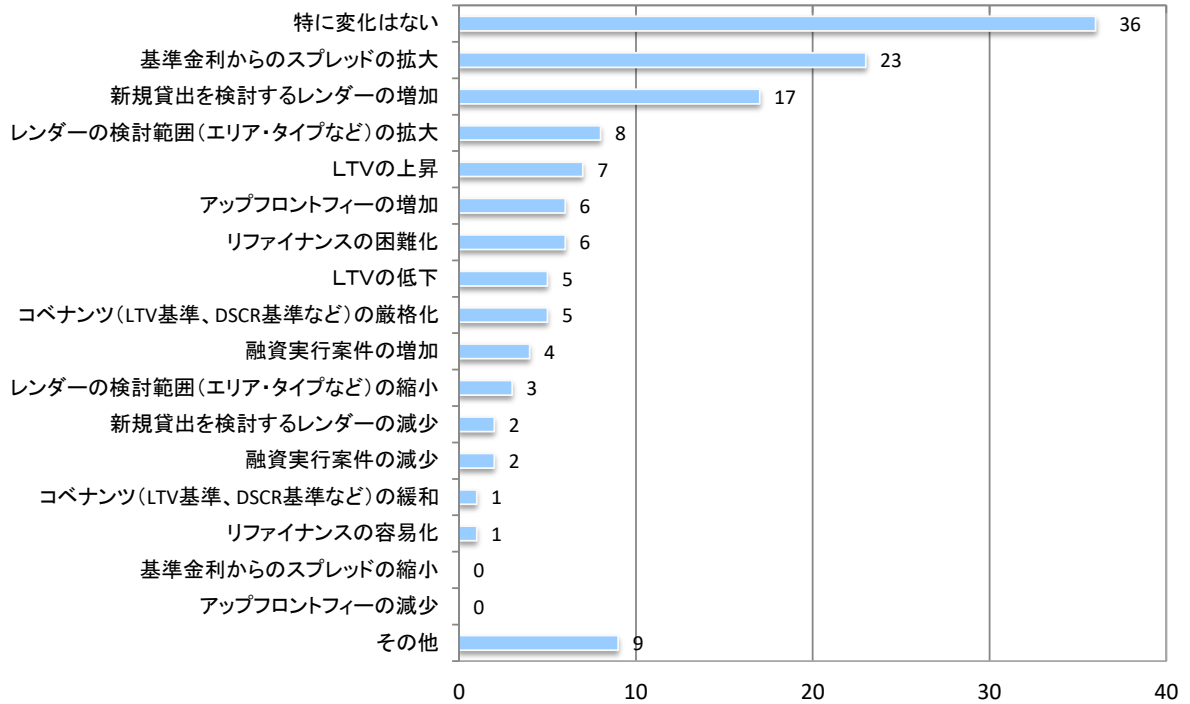
図表6 現在のデット資金調達環境 (5段階評価:「1.非常に厳しい」⇔「5.非常に緩い」)



図表7

＜デット資金調達環境の変化(複数回答可)＞

n=135(回答企業84社)



② 不動産取引状況

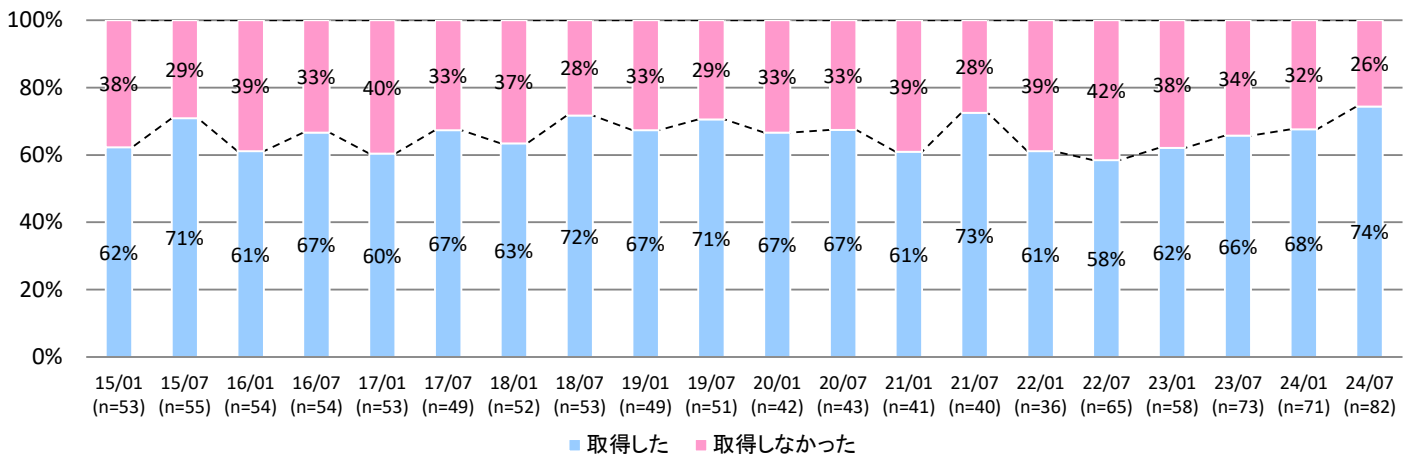
・2024年上半期に物件取得を行ったとする回答割合は74%となり、前回調査の68%から増加した。不動産価格の高騰が継続する中でも約4分の3の運用会社が物件を取得している(図表8参照)。

・2024年上半期に物件売却を行ったとする回答割合は38%であり、前回調査の36%からやや増加した。2013年7月調査以降前回調査までの「売却した」とする回答割合を平均すると48%であり、過去調査の平均値と比較すると低い水準となった(図表9参照)。

・2024年上半期は、エクイティ・デット共に良好な資金調達環境が継続しており、不動産ファンド運用会社による不動産取引は比較的活発に行われたようである。国内・海外投資家ともに前回調査でみられた投資意欲および投資額の減少傾向はやや和らぎ、堅調な投資姿勢が確認された。デットに関しては、今回のアンケート結果において、日銀の金融政策の変更による大きな影響はみられなかった。

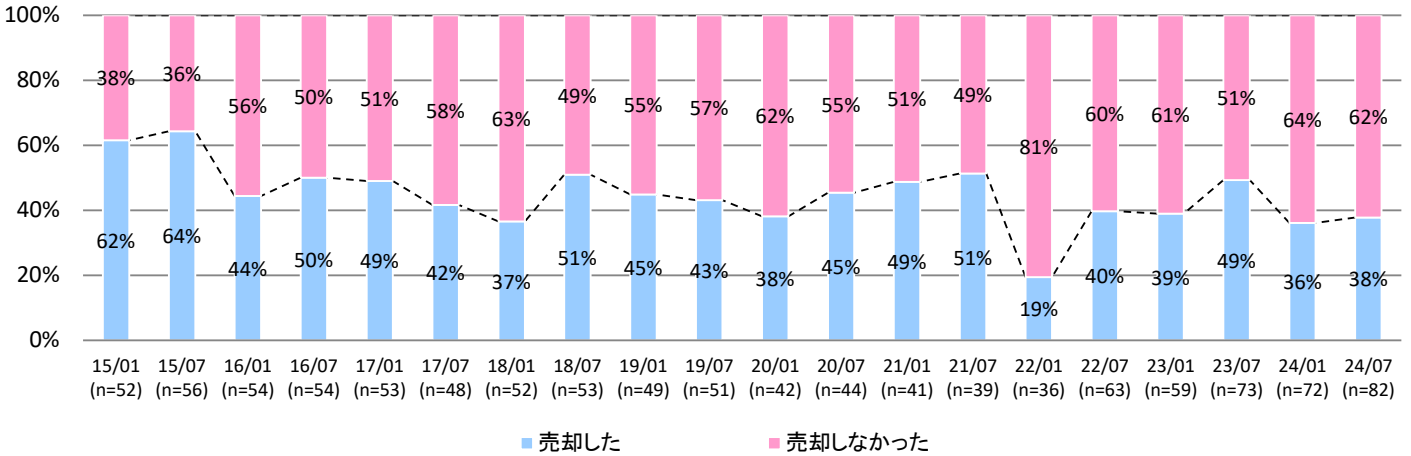
図表8

＜物件取得状況＞



図表9

<物件売却状況>



③ 運用中ファンドの概要

a. 運用中ファンドの本数、予定運用期間

・運用中ファンドの総数と一社あたりの運用ファンド数の推移をみると、回答各社の現在運用中の私募ファンド数の合計は1,000本超となり、増加傾向が継続している。一方、一社あたりの平均運用ファンド数は前回調査と同様の12.8本であった(図表10参照)。

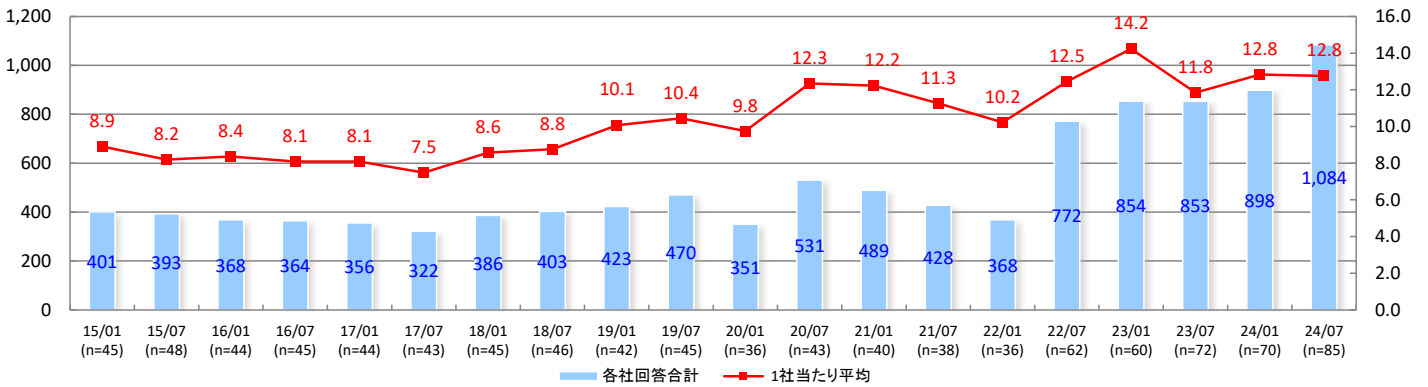
・運用中の私募ファンドの予定運用期間の推移をみると、私募REITの増加に伴い「定めなし・無期限」の回答割合が最多となったが、当該項目にはオープンエンドファンドの回答の他に、物件固定型ファンドで運用期間を定めていないケースが多く含まれているものとみられる。有期限のファンドでは、5年以上の中長期ファンドが4割超を占めた(図表11参照)。

図表10

運用中のファンド本数(本)

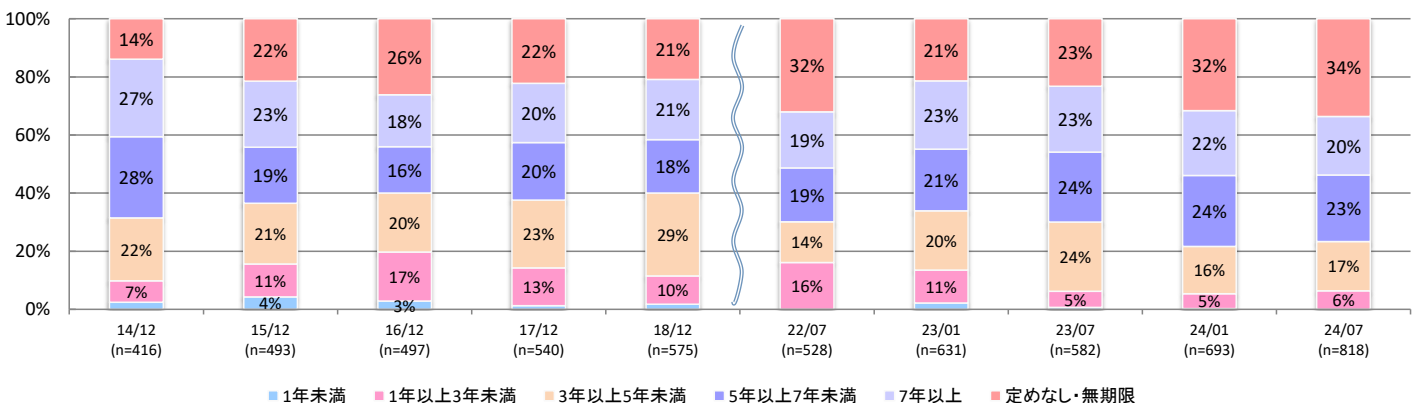
<現在運用中の私募ファンド数の合計と平均の推移>

平均(本)



図表11

<現在運用している私募ファンドの予定運用期間の推移>



※2018年以前のデータは、不動産証券化協会「会員対象 不動産私募ファンド実態調査」の調査結果

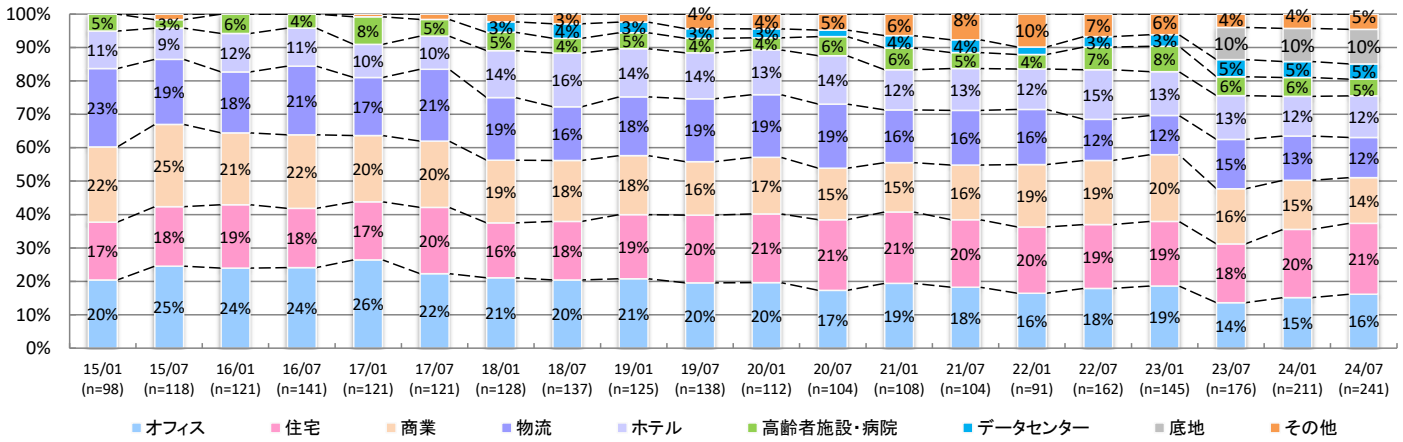
b. 運用中ファンドの投資対象の物件タイプ、エリア

・開示可能なファンドにおける件数ベースでみた投資対象物件タイプの割合は、開示可能なファンドが私募リート等の総合型ファンドに多いこともあり、主要物件タイプが10%台前半～20%程度で、分散した状態が継続している(図表12参照)。運用資産額ベースでは、「オフィス」が37%を占め、「住宅」、「商業」、「物流」と続いた。引き続きオフィスが最多となったが、その割合は前回調査から5%ポイント減少しており、住宅や物流等オフィス以外への分散が進んでいる(図表13参照)。

・開示可能なファンドにおけるにファンド単位でみた投資エリア別の割合(各エリアに投資しているファンド数を数え、その総数に対する各エリアの割合)は、「東京23区」が3割弱、「首都圏」・「近畿圏」・「名古屋圏」・「地方圏」が各17%～20%となり、東京中心としつつも近畿、名古屋、福岡等含め幅広いエリアに分散している。そうした中でも数年前の調査と比較すると、わずかに「東京23区」の割合が上昇傾向にある(図表14参照)。一方、運用資産額ベースでみた投資エリア別の割合は、「東京23区」が46%、「首都圏」が31%と両者の合計で8割弱、「近畿圏」が14%、「地方圏」が6%で偏重が見られる(図表15参照)。

図表12

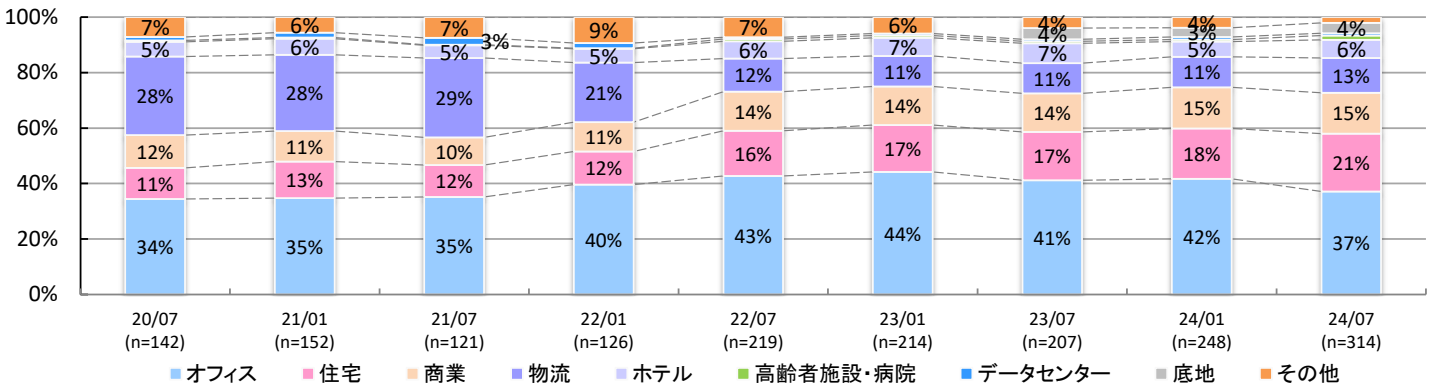
<投資対象物件タイプ>



※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。また、「データセンター」を追加。
 ※2023年7月調査より「底地」を追加
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。

図表13

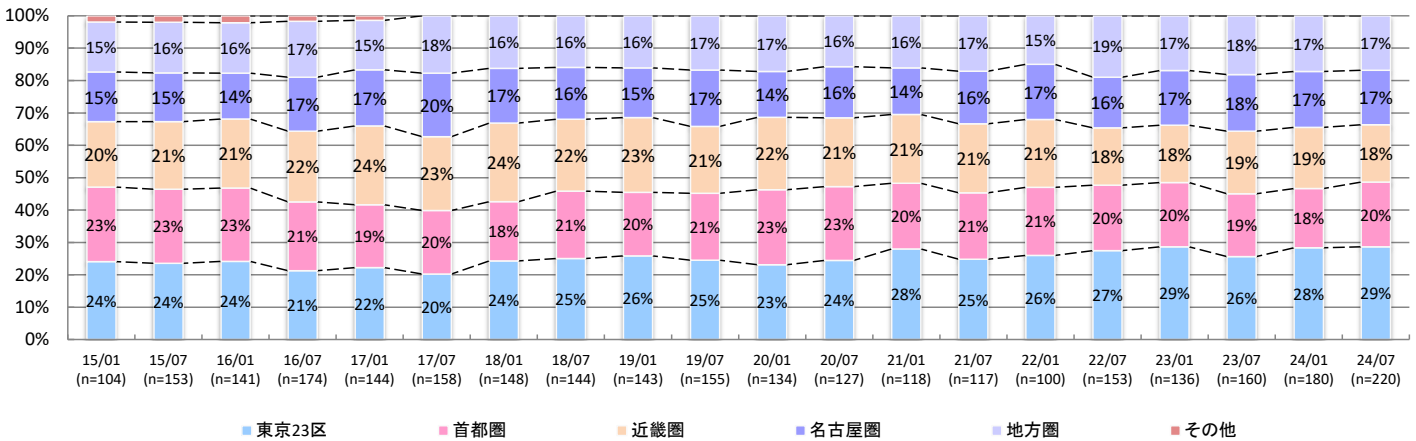
<投資対象の推移(金額ベース)>



※運用資産額に占める割合については2020年7月調査から調査開始
 ※2023年7月調査より選択肢に「底地」を追加

図表14

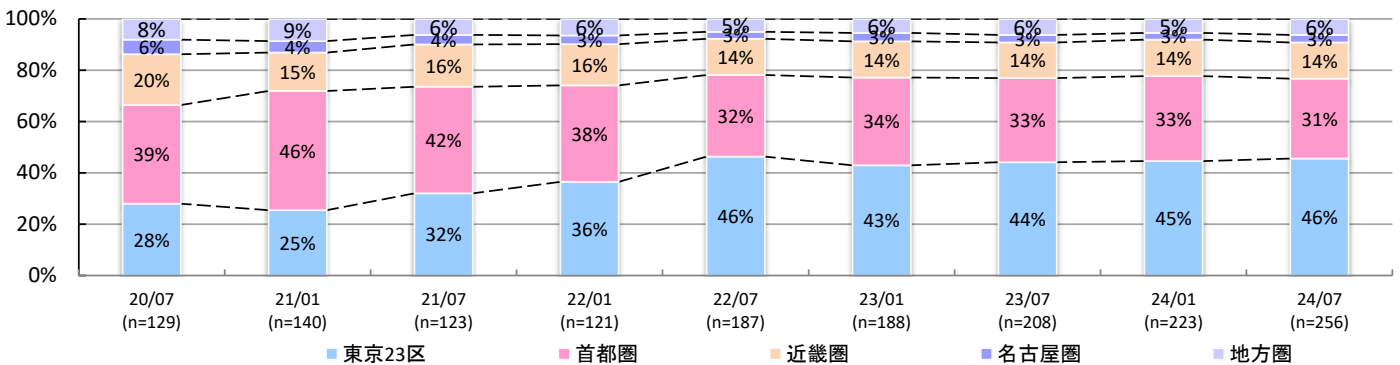
<投資対象エリア>



※2017年7月調査より選択肢から「その他」を削除
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。

図表15

<投資エリアの推移(金額ベース)>



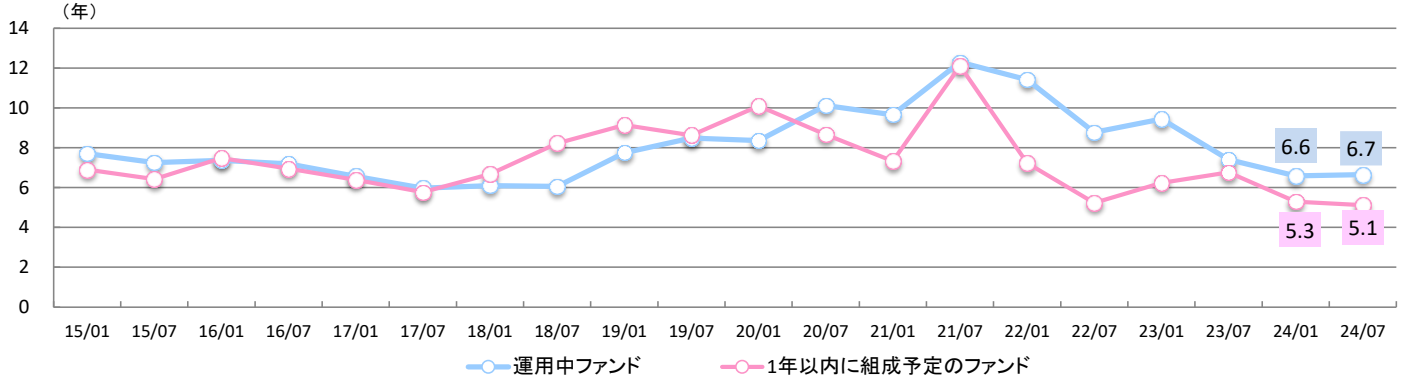
※運用資産額に占める割合については2020年7月調査から調査開始

c. 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6.7年となり前回調査からほぼ横ばい。レンジ毎の集計では、「5年以上7年未満」が上昇して58%を占め、「7年以上」の中長期ファンドの割合は減少している。2023年後半以降の金利上昇局面において、調達金利の上昇を抑制するために運用期間をやや短縮化させる動きが影響したと推察される(図表16参照)。
- ・運用中ファンドの平均LTVは56.7%と前回調査から5%ポイント上昇したものの、2023年7月調査との比較では小幅な上昇。レンジ毎の集計では、60%以上の割合が2020年1月調査以降最も高くなり、比較的LTVが高いファンドが増加している。金利の先高感がある中で今後のLTV水準の変化には注視が必要である(図表17参照)。
- ・目標利回り(Cash on Cash)は前回調査からやや上昇した。長らく横ばいで推移してきた利回り目線が、今後上昇していくのか注目される。(図表18参照)。

図表16

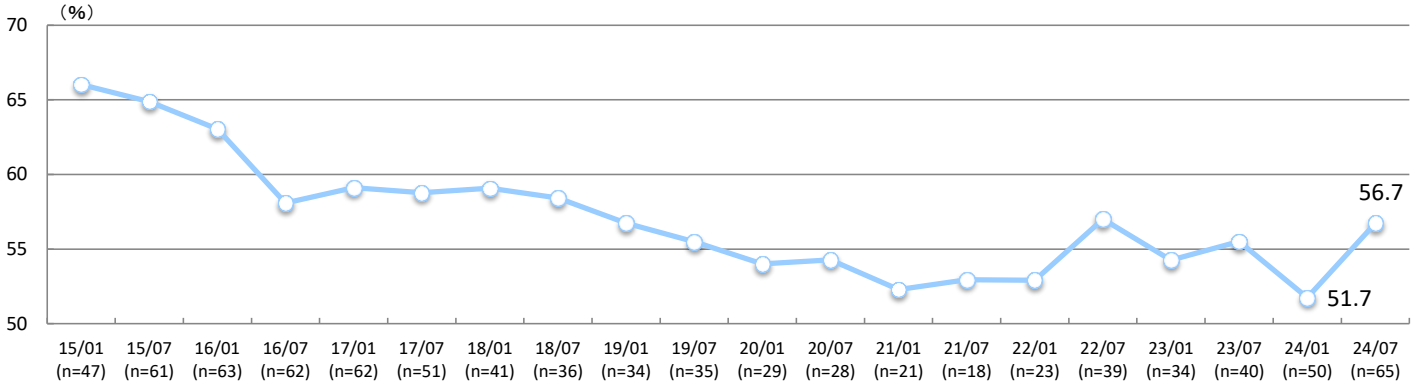
<平均運用期間の推移>



※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場合がある。

図表17

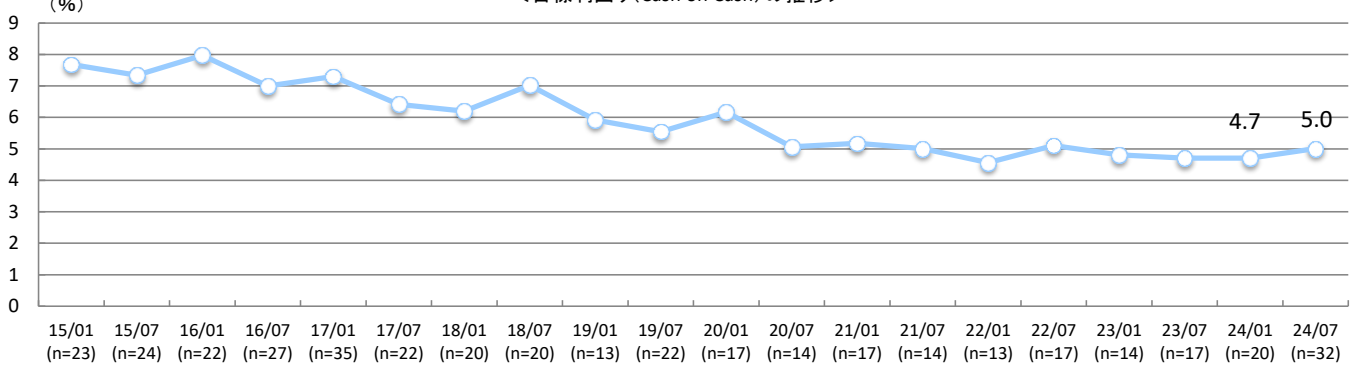
<平均LTVの推移>



※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算出している。

図表18

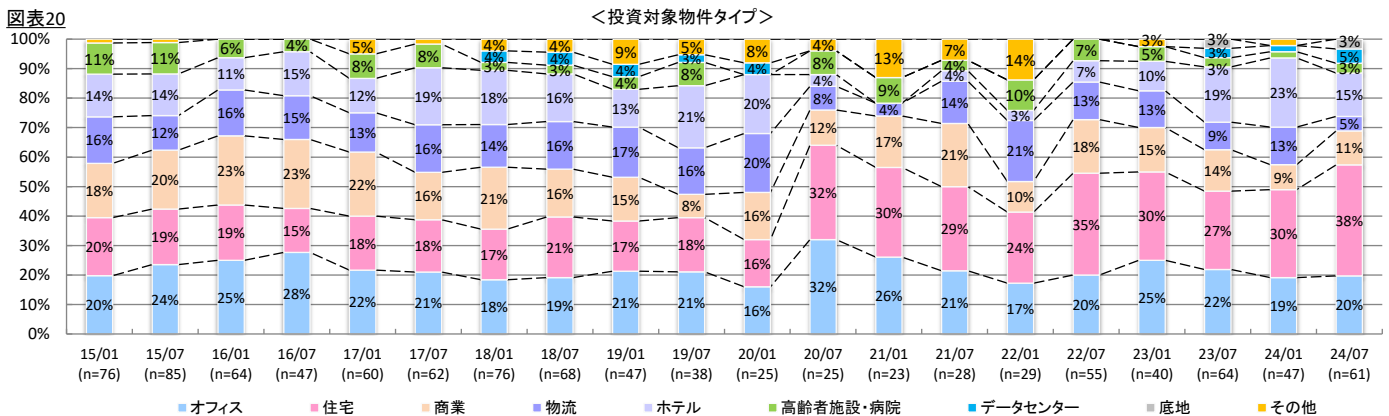
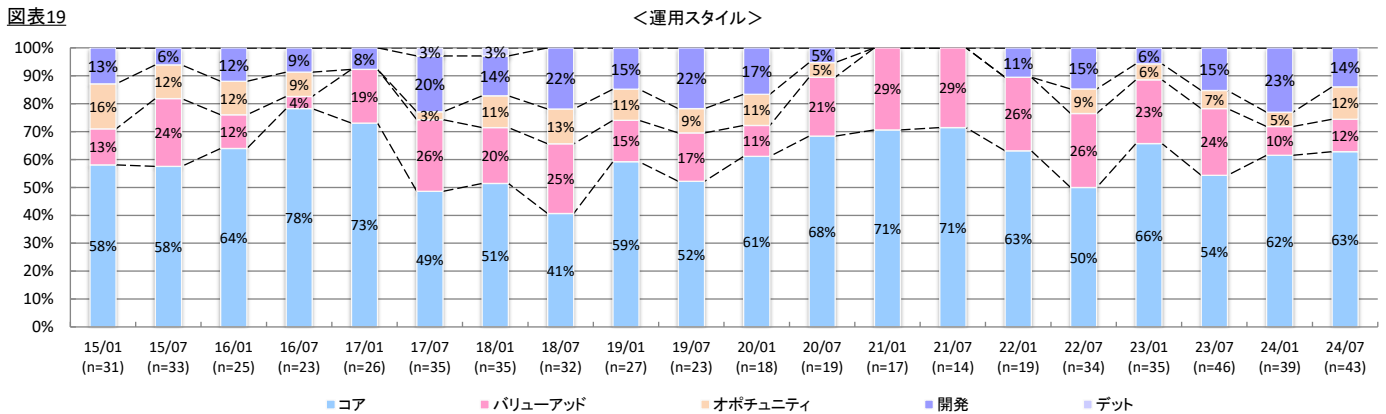
<目標利回り(Cash on Cash)の推移>



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

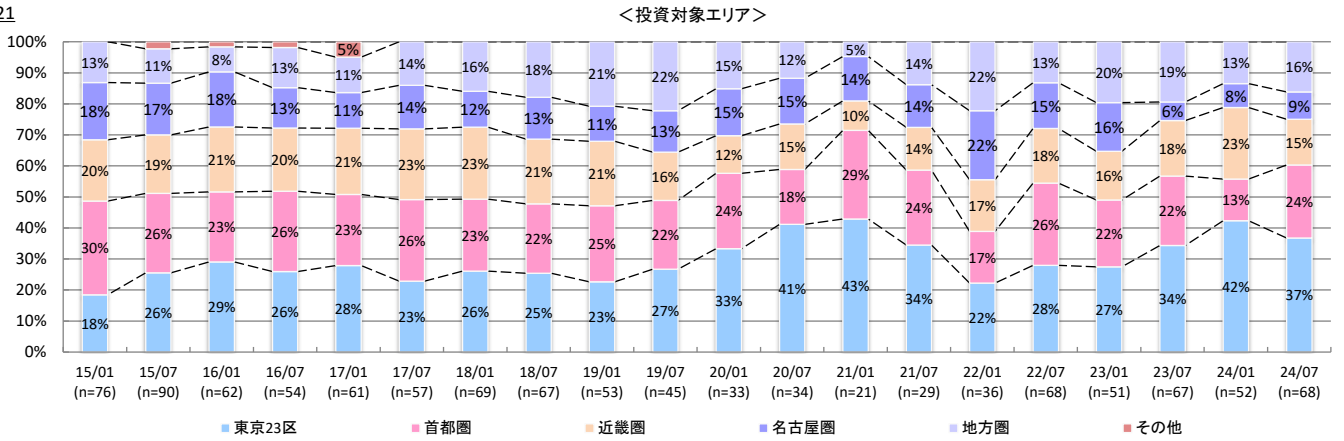
① 今後1年以内に組成予定のファンド概要

・今後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」が6割超を占め依然最多。前回比では「開発」が減少し、「オポチュニティ」が増加(図表19参照)。
 投資対象プロパティタイプは、「住宅」が38%に増加。「ホテル」と「物流」は前回調査から減少。特に「物流」は5%まで低下し、ニーズが弱含んでいることがうかがえる(図表20参照)。
 投資エリアは、「東京23区」、「首都圏」の合計で6割超となり、東京と首都圏への集中がやや高まった(図表21参照)。
 LTV水準は67.5%となり、前回調査の62.5%から5%ポイント上昇した(図表22参照)。前回調査で回答の多かった50%以下のファンドが大幅に減少した一方、70%以上のファンドが増加したためである。金利の先高観がある中で、利回り確保の観点からLTVを高めるファンドが増加しているものとみられ、今後の組成予定ファンドのLTVの水準を注視していく必要がある(図表22参照)。



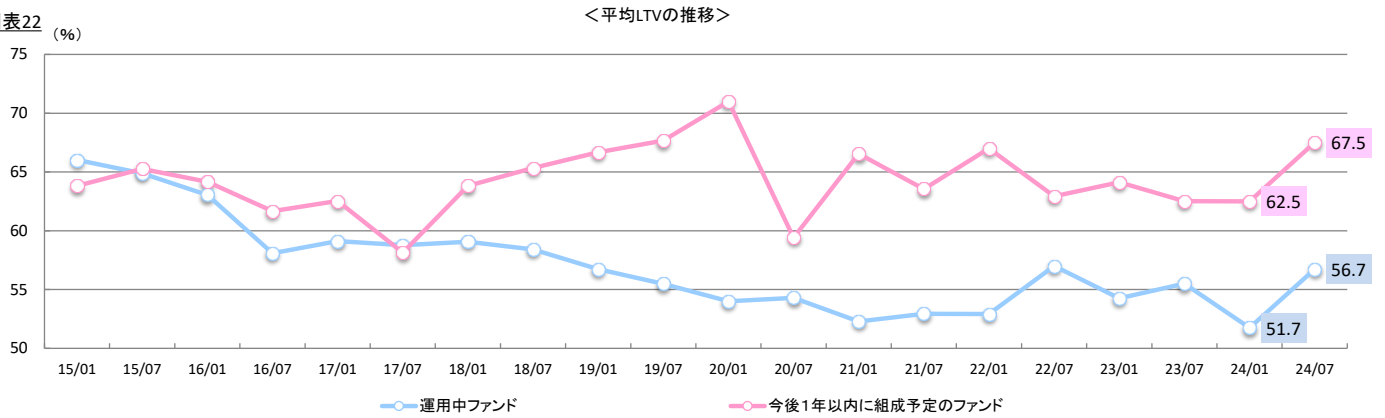
※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し過去の値は合算。また、「データセンター」を追加。
 ※2023年7月調査より「底地」を追加

図表21



※2017年7月調査より「その他」を削除

図表22

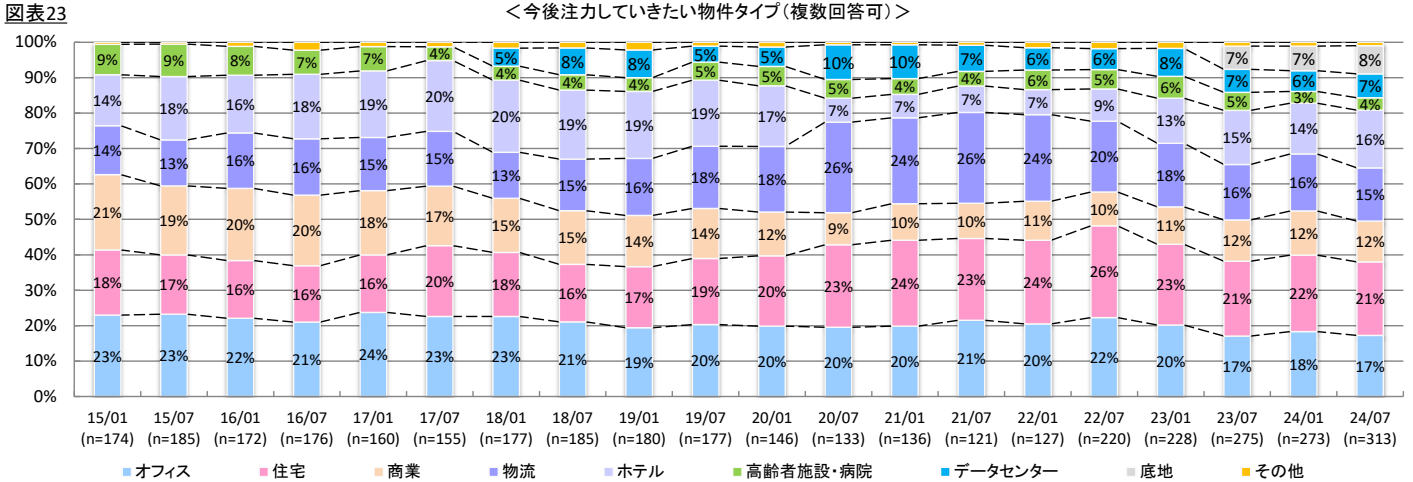


※LTVについては総投資額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、過去調査との連続性の観点から、取得価格ベースで計算して平均値を算出している。

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は「住宅」が最多となり、「オフィス」、「ホテル」、「物流」と続き、「ホテル」が「物流」を僅かに上回った。「ホテル」は増加傾向が継続している(図表 23 参照)。

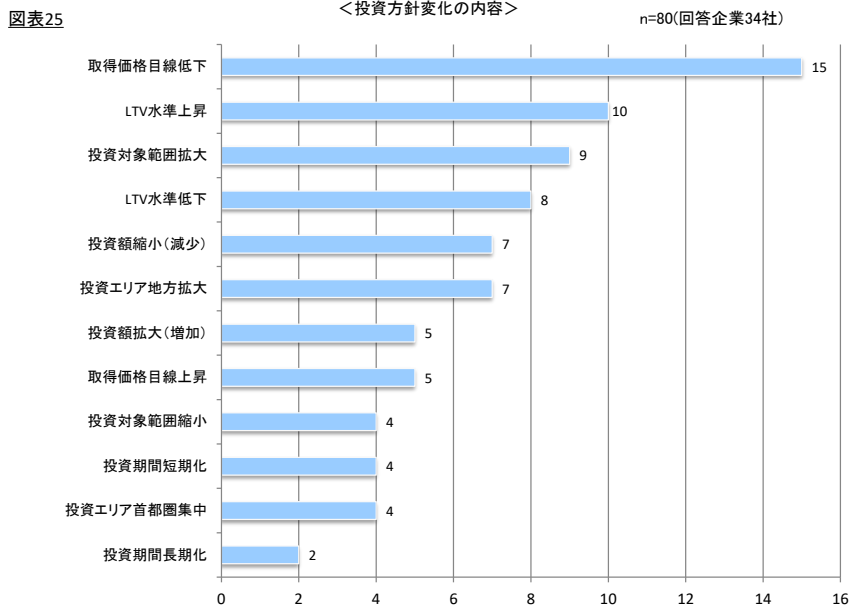
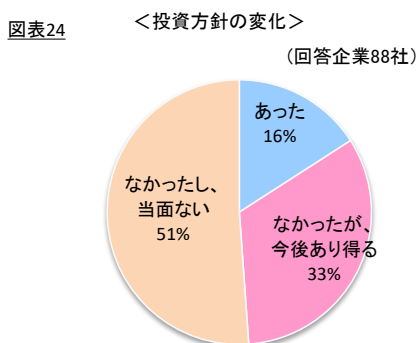


※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し過去の値は合算。また、「データセンター」を追加。
 ※2023年7月調査より「底地」を追加

b. 日銀のマイナス金利政策解除、YCC 廃止等の政策変更を受けた投資方針の変化

・日銀による2024年3月の金融政策決定会合で決定したマイナス金利政策の解除、イールドカーブコントロールの廃止等の政策変更を受け、投資方針に変化があったかという質問に対しては、「変化があった」とする回答は16%にとどまり、「変化がなかったし、今後も当面ない」が51%で最多となった。ただし、投資方針の変化はなかったが「今後10年国債金利が定常的に1.0%を超えるような状況になれば投資方針変更を検討する」とする回答が33%となり、今後の金利動向次第で変更を検討する姿勢を示す運用会社も一定数にのぼる(図表24参照)。

・「変化があった」あるいは「今後の状況により変更を検討する」とした回答者に対し、変化の内容について尋ねたところ、回答数が最多となったのは「取得価格目線の低下」であった。LTV水準は「上昇」が「低下」を僅かに上回り、投資対象範囲とエリアは何れも拡大方向の回答が縮小方向の回答を上回ったが、全般として慎重姿勢と積極姿勢の回答が混在する結果となった(図表25参照)。



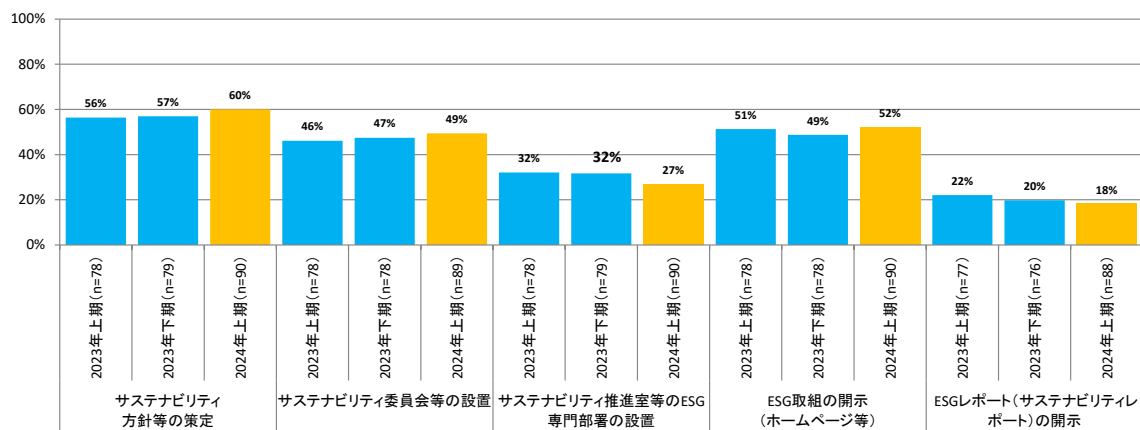
c. ESGの取組状況、気候変動への対応

・ESGの取組状況について、高い水準で取り組まれている項目が見られる一方で、気候変動への対応の基礎となる「環境削減目標の設定」が50%に満たないなど、取組状況にばらつきがみられる。社会(S)では、テナント等との協働に必要な「定期的な顧客満足度調査」が50%に満たず、また、社会的インパクトの設定・事前評価項目の整理については20%台にとどまっており、環境(E)と比較して取組が劣後する状況にある(図表26参照)。

・気候変動への対応について、前回調査との比較ではほとんどの項目で対応率が増加した。一方で、シナリオ分析に着手している運用会社は限定的であり、定性評価でも全体の1/3にとどまる。気候変動に関する情報開示は義務化の動きがあり、できるだけ早い段階での対応が求められる(図表27参照)。

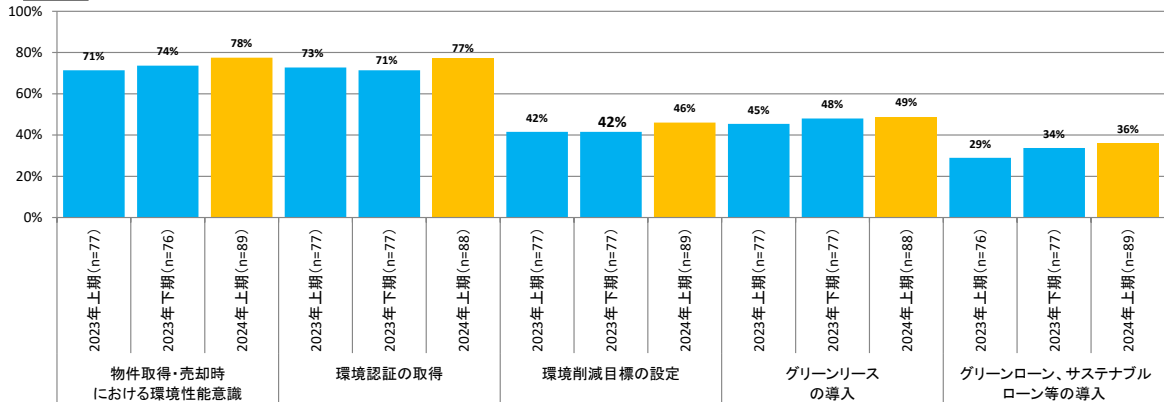
図表26-1

ESG取組状況の推移(方針・体制)



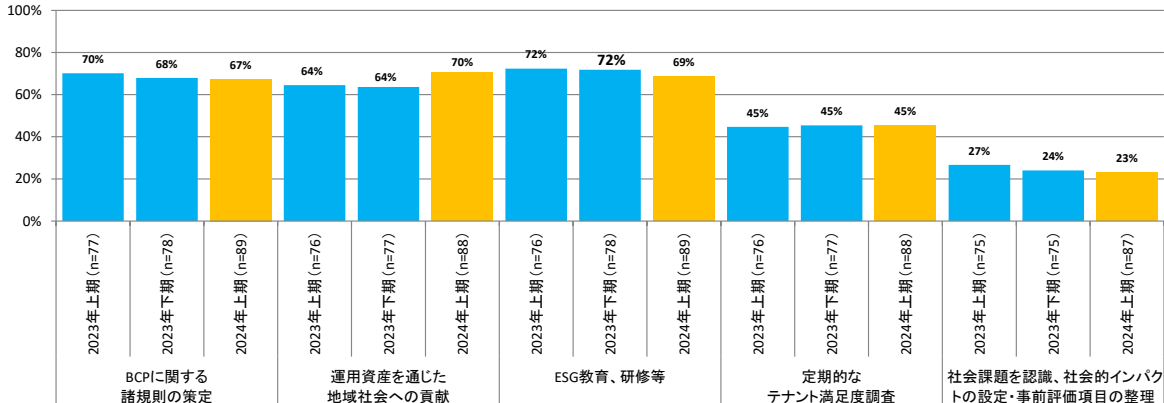
図表26-2

ESG取組状況の推移(環境(E))



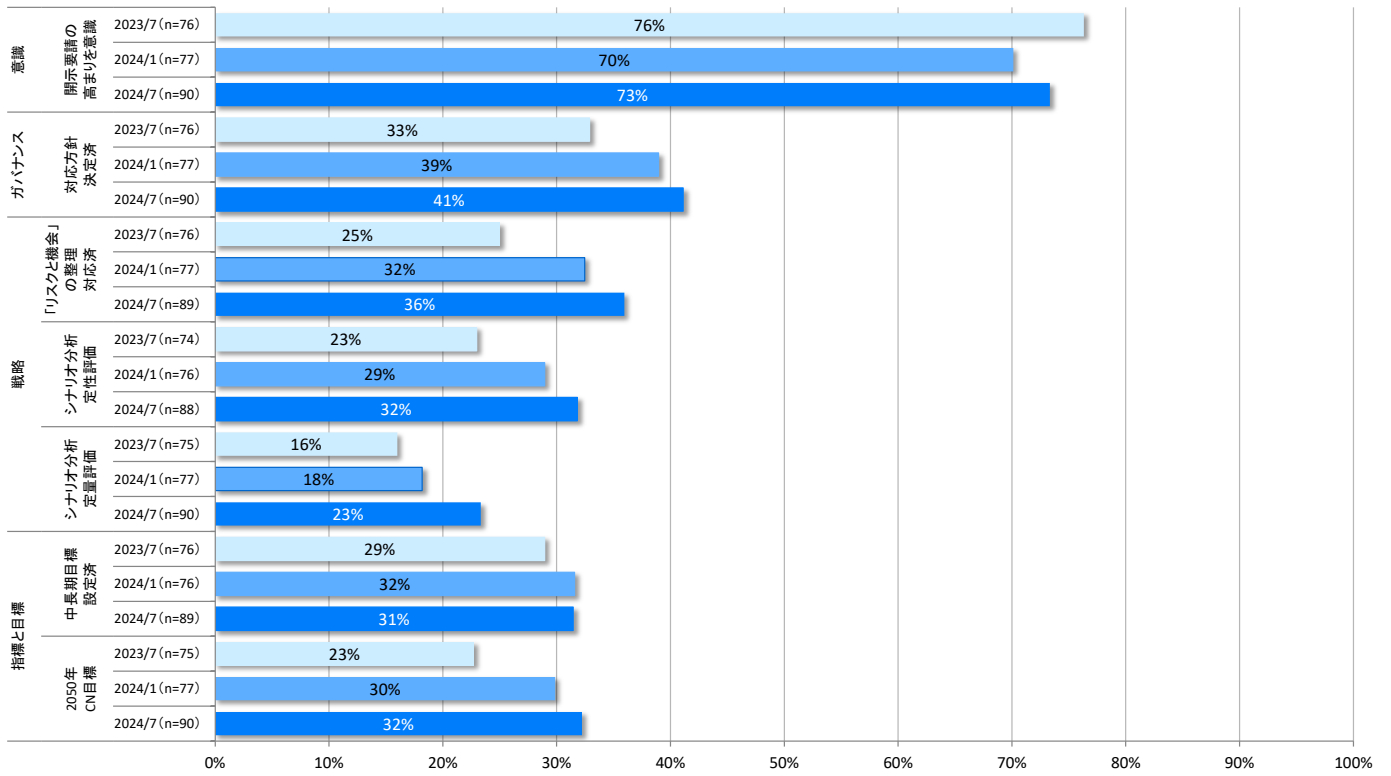
図表26-3

ESG取組状況の推移(社会(S))



図表27

＜気候変動への対応状況＞



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て、セパレートアカウント(単独投資家向けのファンド)、不動産特定共同事業法以外のスキームによるセキュリティ・トークン・オフリング(STO)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://fofa.jp/smtri/a.p/116/>**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。