

NEWS RELEASE

不動産私募ファンドに関する実態調査 2011年1月

～調査結果～

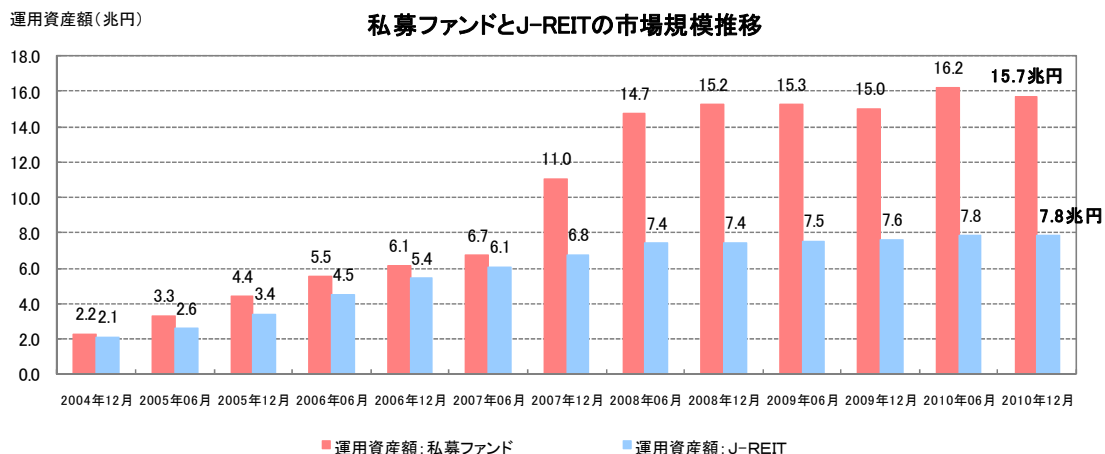
2011年3月10日

株式会社 住信基礎研究所

- 株式会社住信基礎研究所では、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11回目となり、63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:163社
 - 回答会社数:63社(回収率:38.7%)
 - 調査時期:2011年1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
- 上記の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、2010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15.7兆円と推計した。前回調査における2010年6月末時点の運用資産額は16.2兆円であり、半年で4,661億円(2.9%)の減少となった。なお、この数値は運用資産額に関する質問への回答の増加等、入手データの増加にともない過去にさかのぼり再集計している。

＜不動産私募ファンドの市場規模は15.7兆円、グローバルファンドを含むと17.5兆円＞

- 当社では、2003年より不動産運用会社へのアンケート、ヒアリングおよび公表情報に基づいて、不動産私募ファンドの市場規模の把握に努めており、今般2010年12月末時点の市場規模を運用資産額ベースで約15.7兆円と推計した。前回調査における2010年6月末時点の運用資産額は約16.2兆円であり、半年で4,661億円(2.9%)の減少となった。なお、本調査結果は2007年12月までさかのぼり、新規入手データを反映させ修正している。
- 前回調査(2010年6月末時点)においては、新規組成ファンドによる物件取得により、規模が大きい運用会社を中心として運用資産額を増加させた運用会社もみられたことや、リファイナンスにより償還期限を延長したファンドが市場規模を下支えしたことも影響し、市場規模は2009年12月末時点から大幅に増加した。今回調査(2010年12月末)では、売買市場がやや回復したことに伴い物件売却が進んだことや既保有不動産の評価額が減少した影響もあり、運用資産額を減少させる運用会社が多く、運用資産残高は2010年6月末時点から減少した。
- なお、不動産私募ファンド市場規模(運用資産額ベース)15.7兆円には、グローバルファンド(注3)を含めていない。本調査により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も合計すると、市場規模は約17.5兆円となる。



出所:住信基礎研究所

注1) 今回の調査では過去の運用資産残高に関して質問させて頂いた。その結果を用いて2007年12月～2010年6月の市場規模の更新を行った。

注2) 再建策が実施され既にスポンサーが確定している場合や後継運用会社が確定し運用継続している場合も運用資産額に含まれている。

注3) グローバルファンド・・・外資系運用会社が運用し、日本以外の国も主要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に関する実態調査 2011年1月 ～アンケート調査結果の概要～

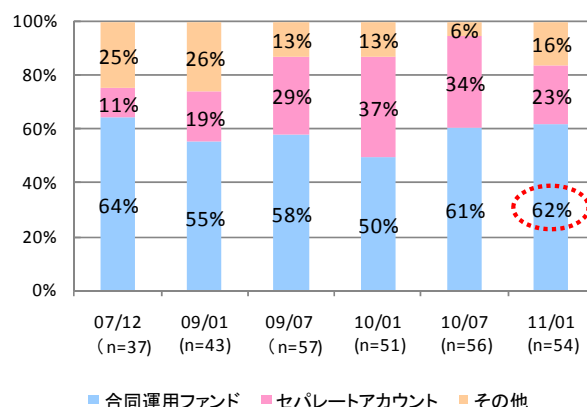
※グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

1. 不動産投資運用ビジネスの現在の状況について

① 運用資産残高における合同運用ファンドとセパレートアカウントの内訳

本調査では、不動産私募ファンドを複数の投資家向けの「合同運用ファンド」と単一の投資家向けの「セパレートアカウント」に分類して、運用資産残高を調査した。合同運用ファンドは回答企業の合計残高ベースで62%、セパレートアカウントが23%となった。合同運用ファンドが全体の6割程度を占める傾向は2010年7月調査から変化はない。

＜図表 1: 合同運用ファンドとセパレートアカウントの内訳＞

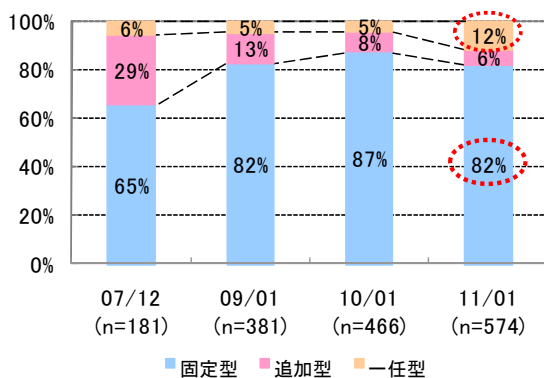


② 現在運用中のファンドのファンドタイプ・運用スタイル別内訳

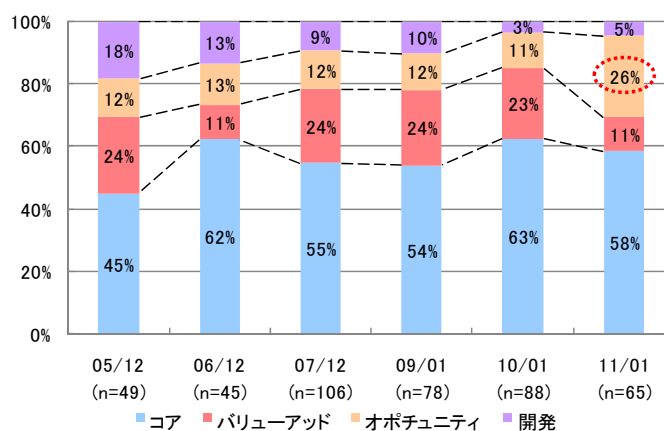
運用中ファンドをファンドタイプ別に分類すると、ファンド数ベースで固定型が82%を占め、追加型6%、一任型12%であった。投資家が投資対象の質を重視し運用開始時点から物件が確定している固定型を選好する傾向が依然として強いことがうかがえる。一方、2010年1月調査と比較すると、一任型の割合が増加している。エクイティ投資家の投資意欲の回復とともに物件取得の判断を運用会社に委ねて投資資金をコミットするタイプで比較的风险の高い一任型も投資対象とするケースが増えている可能性がある。

運用スタイル別では、インカム収入を重視したコア型が58%を占め、バリューアッド型11%、オポチュニティ型26%、開発型5%であった。2010年1月調査と比較すると、コア型が5%、バリューアッド型が12%減少した一方で、オポチュニティ型が15%増加した。景気の回復とともに、投資家のリスク許容度が徐々に拡大に向かっていることやローン期限を迎えて想定より低い価格での売却を迫られる物件が多くないものの市場に放出される可能性があり、比較的风险の高いオポチュニティ型へ目を向けられるようになってきたことがうかがえる。

＜図表 2: ファンドタイプ別内訳＞



＜図表 3: 運用スタイル別内訳＞

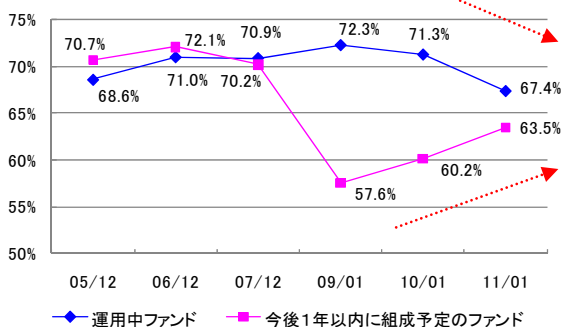


※固定型、追加型、一任型、コア、バリューアッド、オポチュニティ、開発については12頁の「用語の定義」をご参照ください。

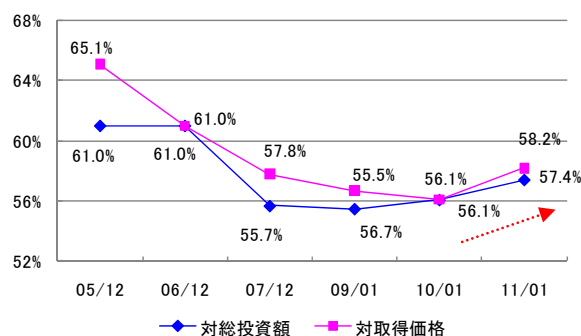
③ LTV水準

運用中ファンドの一ファンドあたり平均LTVは67.4%となり、2009年1月調査より2年連続で低下した。一方、今後1年以内に組成予定ファンドの平均LTVは63.5%となり、2009年1月調査からは2年連続で上昇した。また、エクイティ投資家に望まれるLTV水準も2010年1月調査を比較して上昇している。投資家のリスク許容度およびレンダーの貸出姿勢が徐々に改善するにつれ、上昇したものと考えられるが、2005～2007年に70%前後で推移していた状況と比べると低い水準にある。今後も、レンダーおよびエクイティ投資家の意向を勘案すると、LTV水準が大きく上昇する可能性は小さいと考えられる。

〈図表 4: 平均 LTV の推移〉



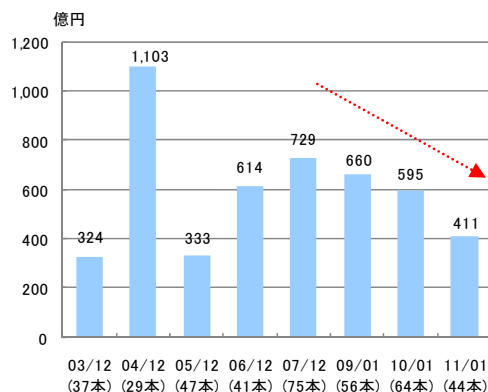
〈図表 5: エクイティ投資家に望まれる LTV 水準の推移〉



④ 目標運用資産規模

運用中ファンドの一ファンドあたり平均目標運用資産額は、2010年1月調査の595億円から、411億円に減少した。2009年1月調査から3年連続で減少し、2006年12月調査を下回る水準となった。資金調達環境は改善に向かっているものの、比較的风险が低く安定したインカムを見込める物件に投資対象が限定され、物件の選別が進む中で大型ファンドの組成に至らないことや個別物件ごとにファンドを組成するケースがあること等が要因として考えられる。

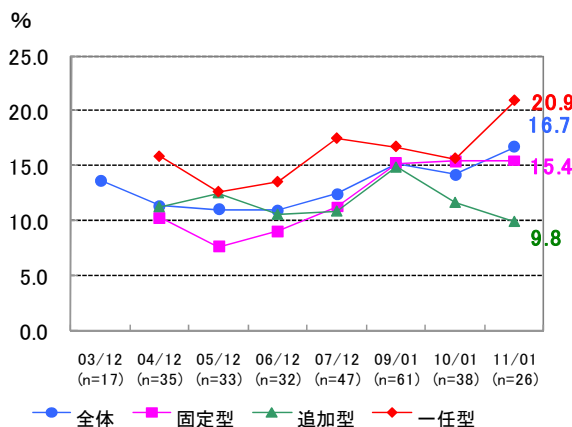
〈図表 6: 平均目標運用資産額の推移〉



⑤ 目標IRR水準

目標IRRの平均は、16.7%となり2010年1月調査から上昇した。ファンドタイプ別に見てみると、固定型は15.4%で2010年1月調査から横ばい、追加型は9.8%で低下、一任型は20.9%で上昇となった。なお、本項目については回答数が少ないことに留意されたい。

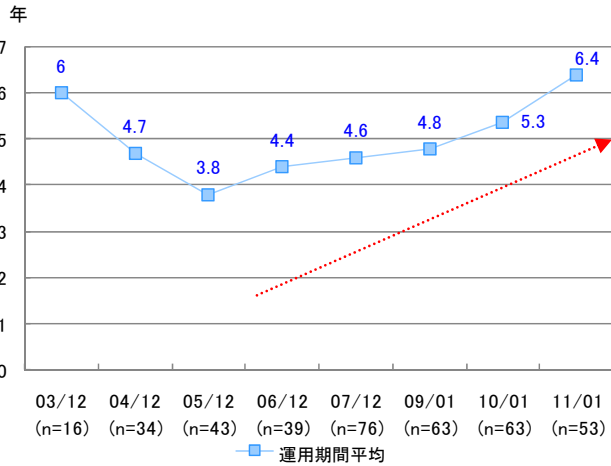
〈図表 7: 平均目標 IRR の推移〉



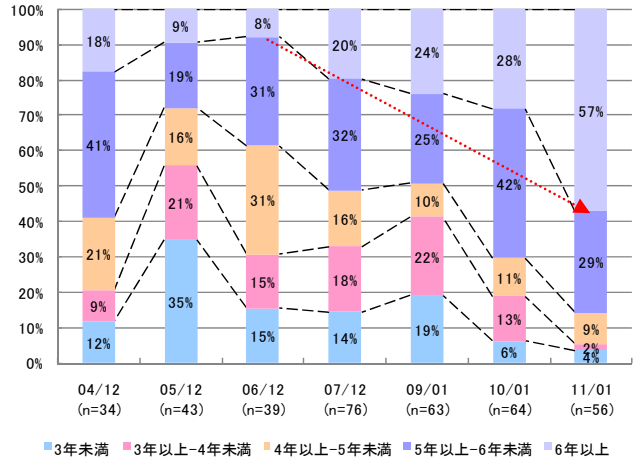
⑥ 運用期間

運用中ファンドの運用期間は2005年12月調査の3.8年を底に長期化傾向にあり、今回の調査では6.4年と、2010年1月調査と比較して約1年長期化した。運用期間別に見てみると、「6年以上」が57%となり、2010年1月調査から大幅に増加した。リファイナンスにより償還を延長したファンドがみられたこと等がこの要因として考えられる。

＜図表 8: 平均運用期間の推移＞



＜図表 9: 運用期間別の推移＞



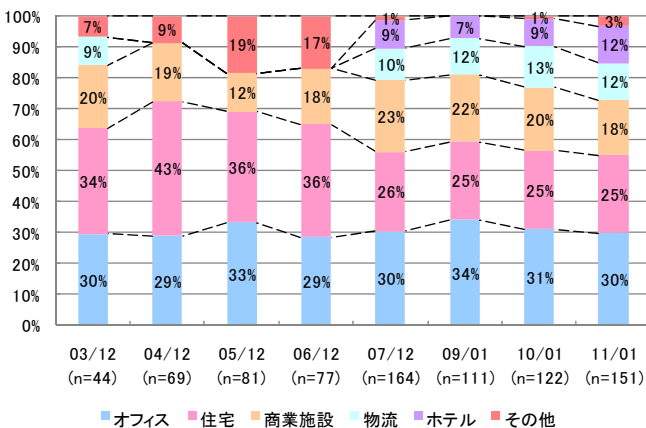
⑦ 運用対象物件タイプ・エリア

運用中ファンドの運用対象物件タイプは、2011年1月の調査において、「オフィス」「商業施設」の割合がやや低下し、「住宅」の割合は横ばいであった。2007年12月の調査以降、物件タイプごとの割合にほとんど変化はない。

運用対象エリアは、「東京23区」の割合が最も大きく、次いで「首都圏」の割合が大きかった。2010年1月調査から大幅な変動は見られなかったものの、「首都圏」「地方圏」の割合がやや低下し、「東京23区」「名古屋圏」の割合がやや高まった。

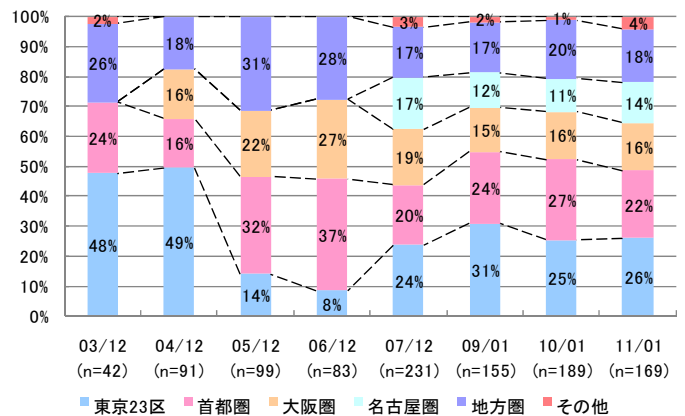
※ 本項目は、1ファンドごとの対象物件タイプ・エリアを複数回答可能な方式で質問し集計したものです。

＜図表 10: 運用対象物件タイプの推移＞



※ 04/12～06/12は「物流」「ホテル」は「その他」に含まれる

＜図表 11: 運用対象エリアの推移＞



※ 03/12は「近畿圏」「名古屋圏」は「地方圏」に、04/12～06/12は「名古屋圏」は「地方圏」に含まれる

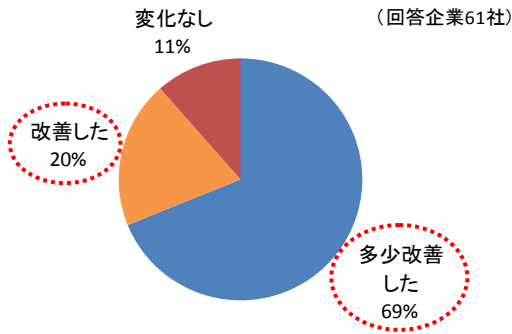
※ 09/01以前は「近畿圏」を「大阪圏」としていた。(構成している県は変わらず)

⑧ デット資金調達状況

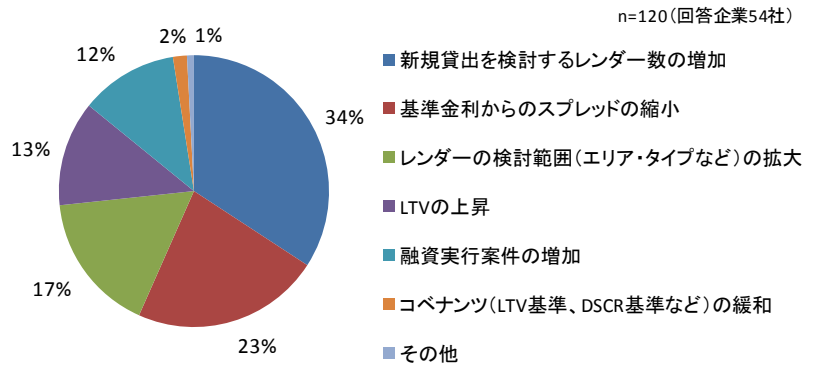
2011年1月調査においては、「多少改善した」が69%を占め、「更に厳しく」なったとの回答はなかった。「改善した」、「多少改善した」を合わせると回答の約9割を占め、デット資金調達状況は改善に向かっていることが鮮明になった。

デット資金調達状況で改善された点としては、「新規貸出を検討するレンダー数の増加」との回答が34%を占め、次いで、「基準金利からのスプレッドの縮小」が23%、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)拡大」が17%となった。

〈図表 12: デットの資金調達状況〉



〈図表 13: デット資金調達の改善点〉



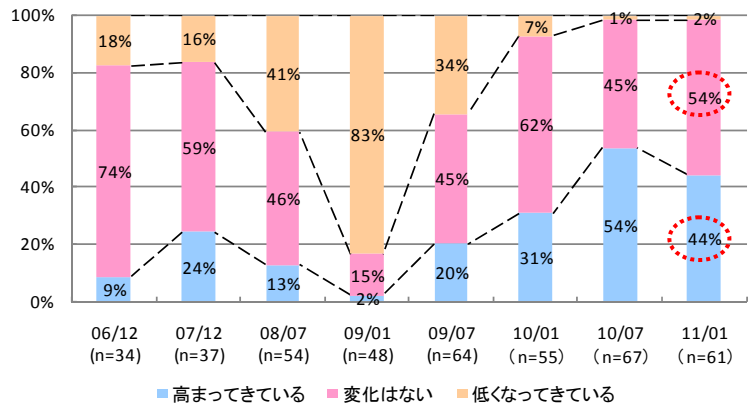
※ デットの資金調達状況が「多少改善した」「改善した」と回答した運用会社のみ質問

⑨ 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

2011年1月調査においては、投資意欲に変化なしとの回答が54%を占めるものの、投資家の投資意欲が大きく高まった2010年7月調査時点よりも、さらに投資意欲が高まったと考える運用会社が約4割を占める結果となった。

〈図表 14: エクイティ投資家の投資意欲〉

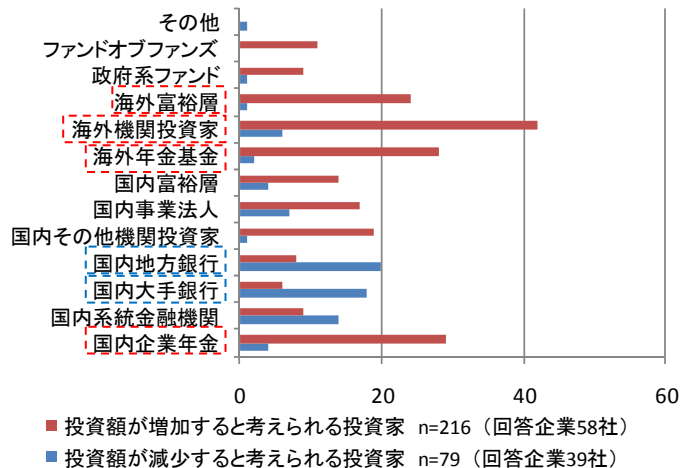


(b) 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層

今後投資額が増加すると考えられる投資家層として、最も回答が多かったのは「海外機関投資家」(42件)、次いで「国内企業年金」(29件)であった。また、「海外年金基金」が28件、「海外富裕層」が24件となり、国内投資家と比較して海外投資家が投資額を増加するという回答が目立った。

今後投資額が減少すると考えられる投資家層として最も回答が多かったのは「国内地方銀行」で20件、「国内大手銀行」で18件であった。

〈図表 15: 投資額が増加/減少するエクイティ投資家層〉

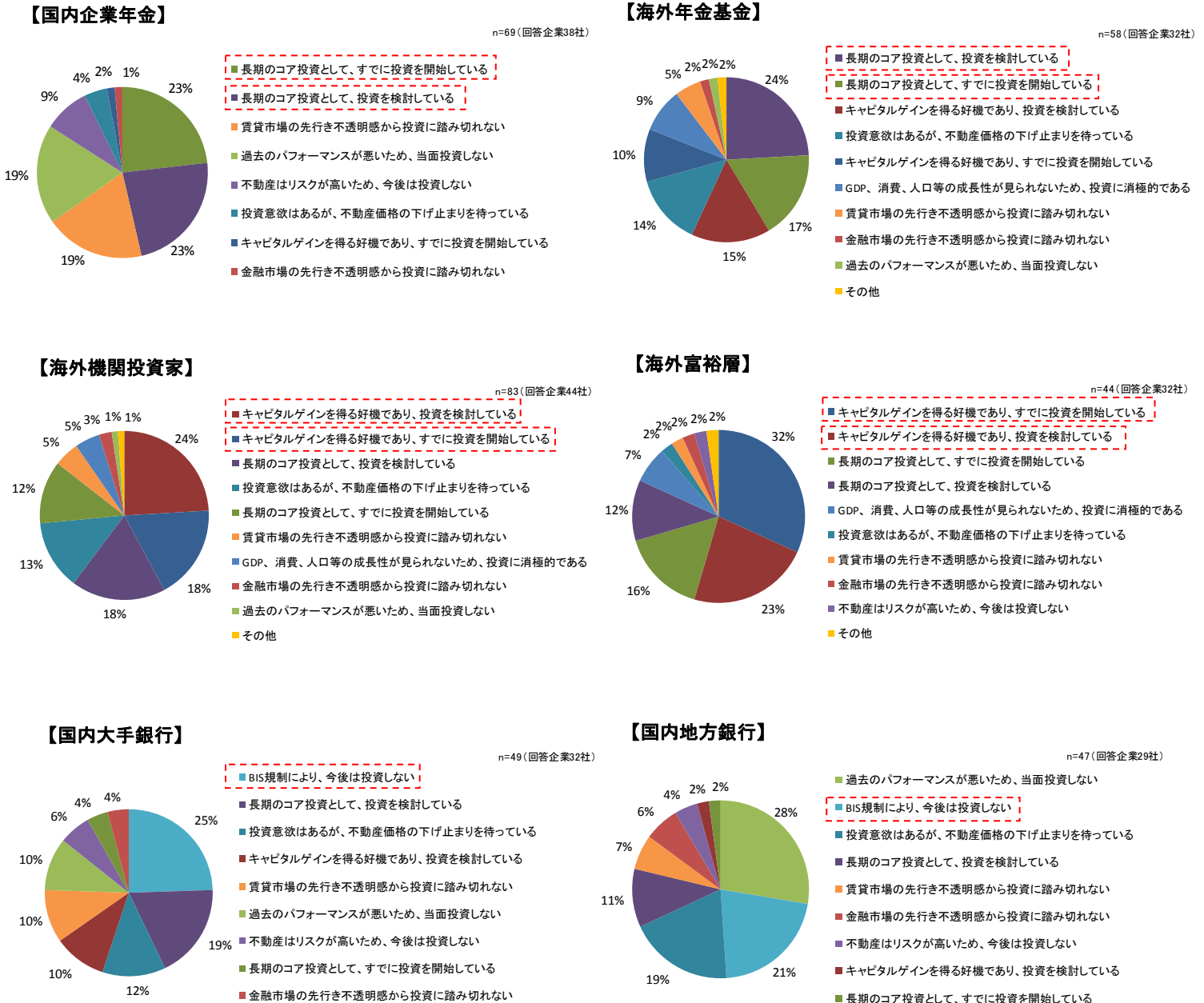


(c) エクイティ投資家の投資姿勢

「国内企業年金」、「海外年金基金」では長期のコア投資を目的とする投資姿勢を示す回答が多かった一方、「海外機関投資家」、「海外富裕層」では、キャピタルゲインを目的とした投資姿勢を示す回答が多かった。

また、「国内大手銀行」「国内地方銀行」の投資姿勢について、BIS規制により今後は投資を行わないという回答が目立った。

〈図表 16: エクイティ投資家の投資姿勢〉



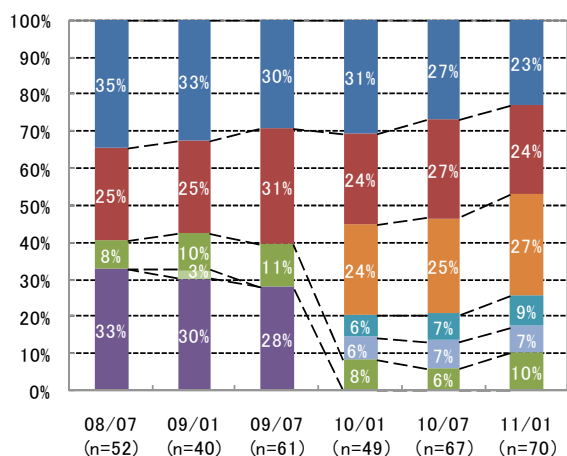
(d) 海外投資家の資金受託先

最も回答割合が高かったのが「中東・中国以外のアジア」の27%、次いで「欧州」の24%となった。個人投資家のうち「中東・中国以外のアジア」の投資家が半数を占めたことを反映していると考えられる。

「北米」の占める割合は2008年7月調査の35%から減少傾向にあり、今回の調査では23%となった。一方、「中国」の占める割合は2010年1月調査の6%から2回連続で増加し、今回の調査では9%となった。

海外の機関投資家の資金受託先として、最も回答が多かったのは「北米」と「欧州」(26%)、次いで「中東・中国以外のアジア」(22%)となった。

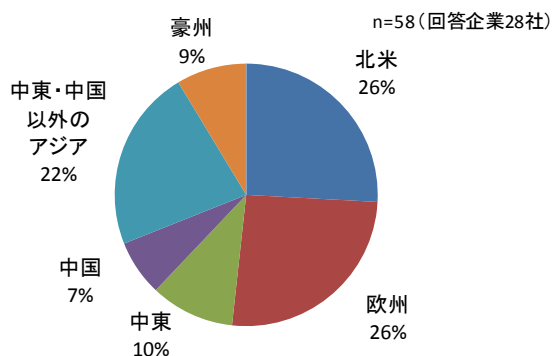
<図表 17: 海外投資家の資金受託先>



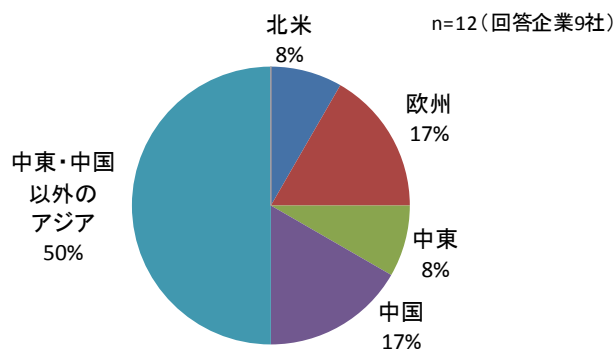
※ 10/01 調査よりアジア(豪を含む)を細分化し、設問項目を中国、中東・中国以外のアジア、豪州とした。

※ 11/01 調査では、機関投資家と個人投資家に分け質問している。左図は機関投資家と個人投資家の合計を集計している。

【機関投資家からの受託】



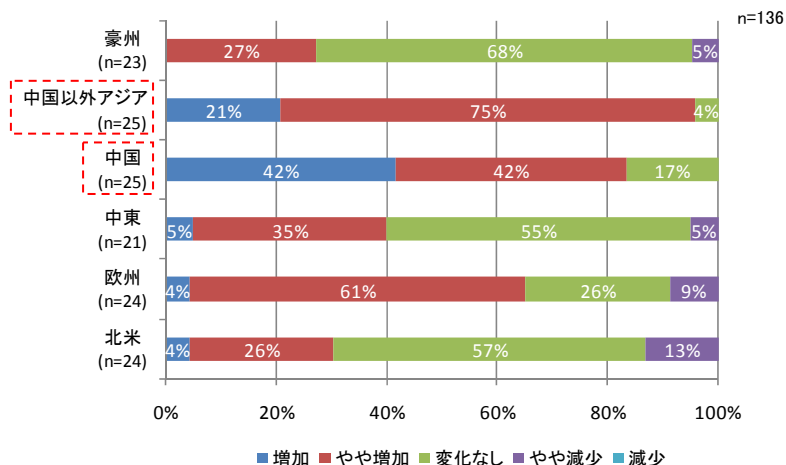
【個人投資家からの受託】



(e) 海外投資家の日本への投資見通し

海外投資家の日本への投資見通しは、「中国」、「中国以外のアジア」については、今後「増加する」、「やや増加する」との回答がそれぞれ84%、96%となり、アジアの投資家への期待の大きさがうかがえる。また、いずれの地域においても「減少」という回答はなく、運用会社の海外投資家への期待が高いことがうかがえる。

<図表 18: 海外投資家の日本への投資見通し>

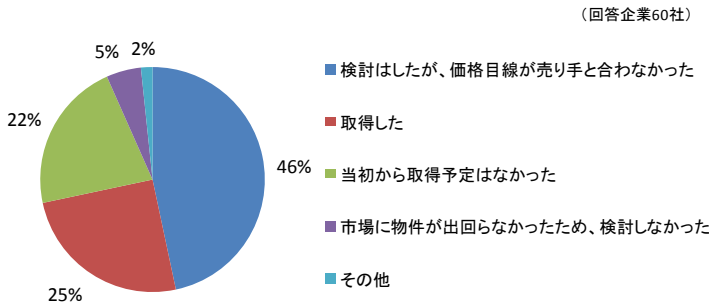


⑩ 物件取得/売却状況

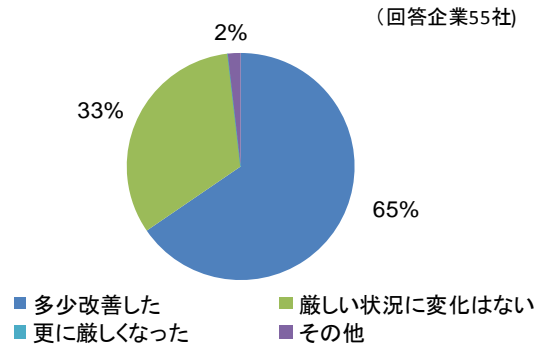
物件取得状況については、「検討はしたが、価格目線が売り手と合わなかった」との回答(46%)が最も多く、次いで「取得した」との回答(25%)が多かった。依然として取引が成立しづらい環境は継続しているものの、徐々に物件取得が進んでいる状況がうかがえる。

物件売却状況については、「厳しい状況は多少改善した」との回答が65%となった。また、「更に厳しく」との回答はなかった。物件売却状況には、改善の兆しが見えつつあることがうかがえる結果となった。

<図表 19: 物件取得状況>



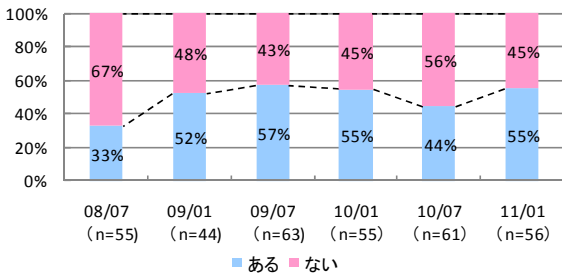
<図表 20: 物件売却状況>



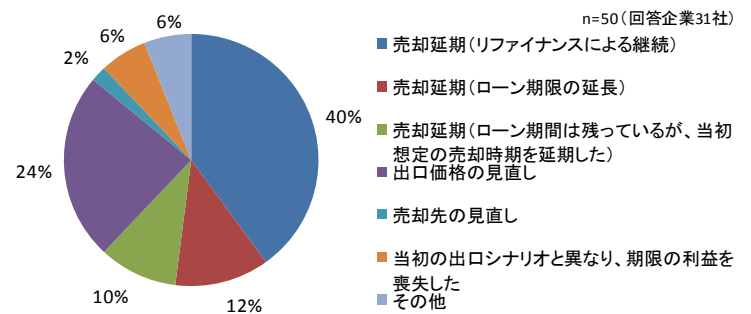
⑪ 出口戦略

2011年1月調査でファンドの出口戦略を「変更したことがある」との回答は55%を占めた。変更内容については、「売却延期(リファイナンスによる継続)」との回答が最も多く40%となり、次いで「出口価格の見直し」との回答の24%となった。今後1年間のファンドの出口として可能性が高い方法は、「リファイナンスによる継続」(30%)が最も多く、次いで「REIT、私募ファンド以外の第三者に売却」(28%)となった。「REIT、私募ファンド以外の第三者に売却」が大きな割合を占める理由の一つとして、現在のファンドの投資基準では投資対象外となる地方の物件などを、実需目的で購入する一般事業法人に売却するケースが多いことが考えられる。

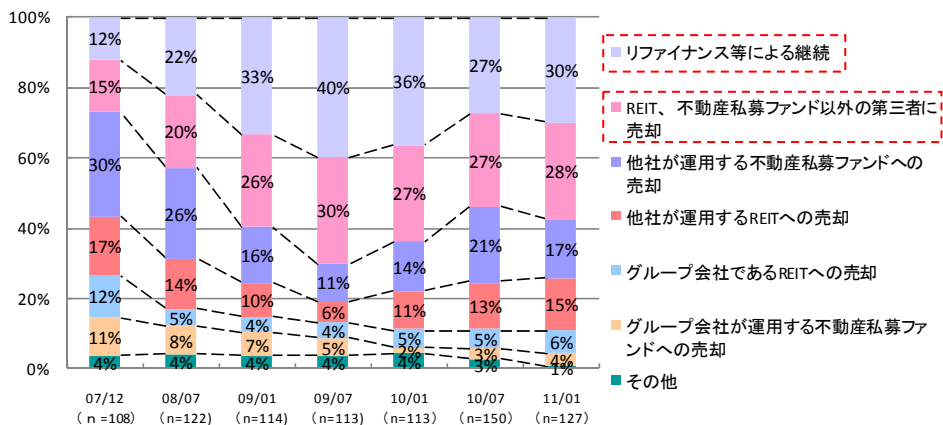
<図表 21: 出口戦略の変更有無>



<図表 22: 出口戦略の変更内容>



<図表 23: 今後1年間のファンド出口として可能性の高い方法>



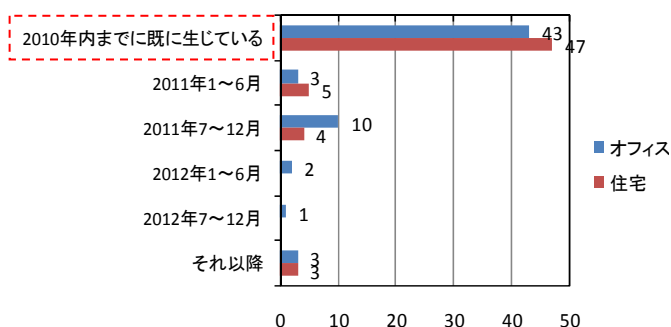
2. 不動産投資運用ビジネスを取り巻く環境と今後の展望

① キャップレートの上げ止まり時期/賃料の下げ止まり時期

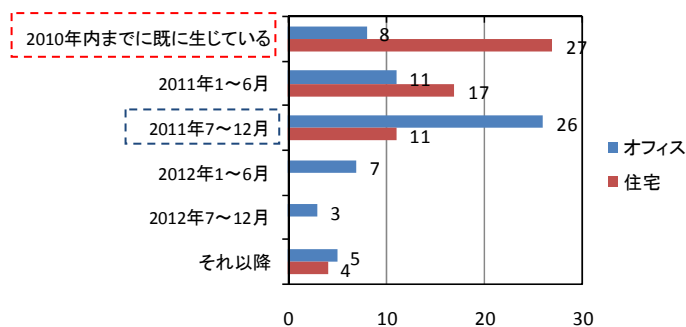
キャップレートの上げ止まり時期(上昇ピーク)については、オフィス、住宅とも「2009年内に既に生じている」との回答が最も多かった。特に住宅については、運用会社の過半が既に上昇ピークを迎えたと見ていることが分かった。

賃料の下げ止まり時期(下落ピーク)については、オフィスは「2011年7～12月」との回答が最も多く、住宅は「2010年内までに既に生じている」との回答が最も多かった。特にオフィスについては回答が多岐にわたっており、オフィス賃料の下げ止まり時期の見方が運用会社ごとに異なっていることがうかがえる。

〈図表 24: キャップレートの上げ止まり時期〉



〈図表 25: 賃料の下げ止まり時期〉

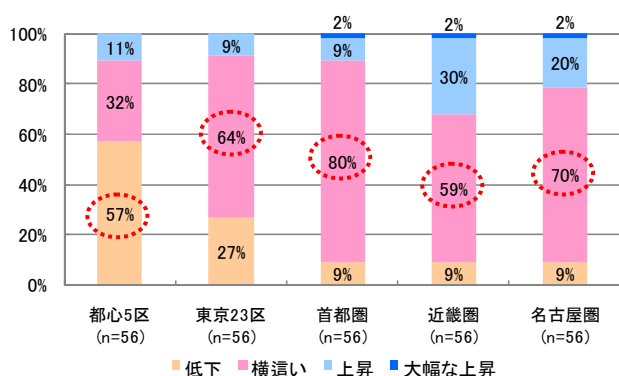


② 今後1年間における各都市圏のオフィス/住宅キャップレート見通し

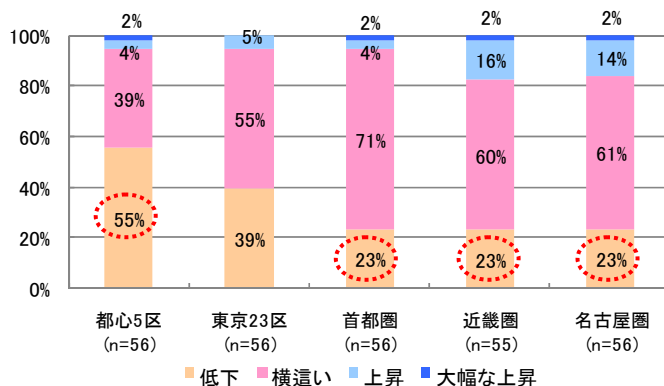
今後1年間における各都市圏のオフィスキャップレート見通しは、都心5区は「低下」との回答が最も多く、その他のエリアでは「横ばい」との回答が最も多かった。「低下」との回答は、「東京23区」で27%、「首都圏」、「近畿圏」「名古屋圏」では9%にすぎなかった。オフィスキャップレートは東京都心部では改善しているものの、その他のエリアではまだ本格的な改善には至っていないと考える運用会社が多いことがうかがえる。

また、住宅キャップレートの見通しも都心5区は「低下」との回答が最も多く占め、その他のエリアでは「横ばい」との回答が最も多くを占めた。「低下」との回答は、2010年7月調査では「首都圏」で13%、「近畿圏」「名古屋圏」で15%であったが、今回の調査では三都市圏とも23%に増加した。地方においても住宅キャップレートの低下が進んでいると考える運用会社が多いことが分かった。

〈図表 26: オフィスキャップレート見通し〉



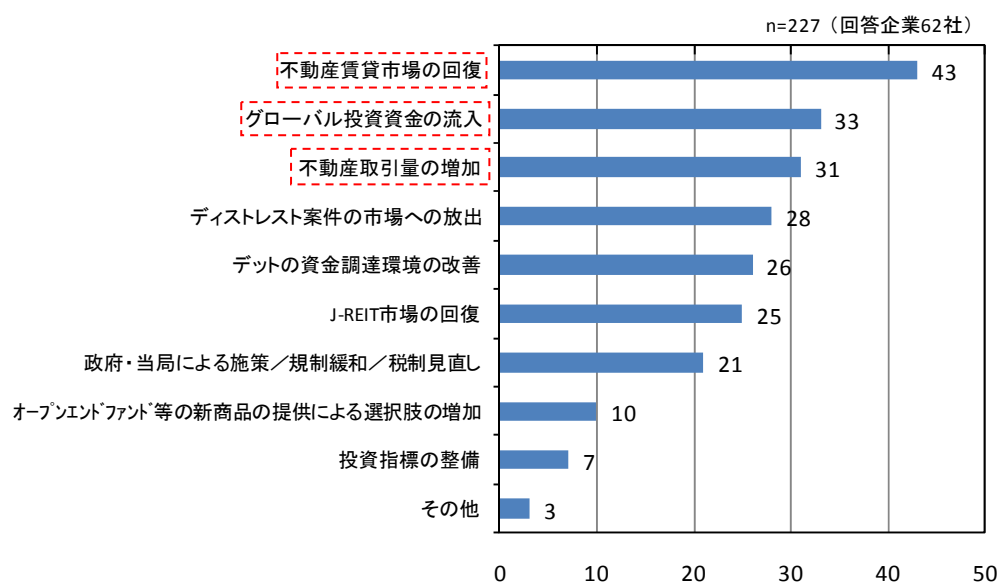
〈図表 27: 住宅キャップレート見通し〉



③ 必要な施策・変化

不動産私募ファンドを取り巻く状況が改善するためには、どのような施策・変化が必要かについては、「不動産賃貸市場の回復」との回答が最も多く、次いで「グローバル投資資金の流入」、「不動産取引量の増加」と続いた。主に不動産市況（賃貸市況および売買動向）の改善が求められていることが分かった。

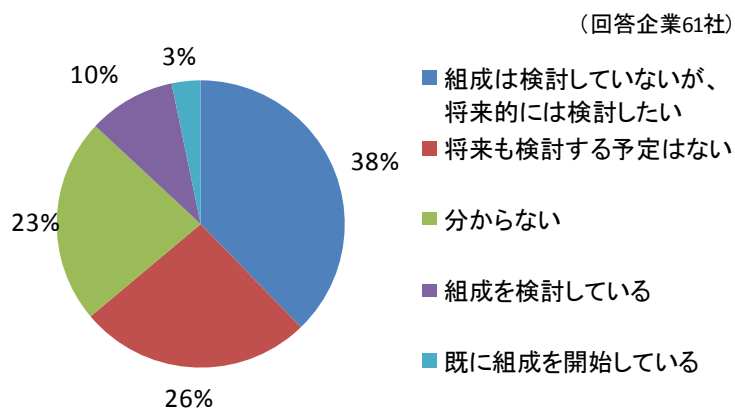
〈図表 28: どのような施策・変化が必要か〉



④ オープンエンドファンドへの取り組み

オープンエンドファンドへの取り組みについて、「組成は検討していないが、将来的には検討したい」との回答（38%）が最も多かった。一方、「既に組成を開始している」「組成を検討している」との回答の合計は13%にとどまった。オープンエンドファンドへの関心は高いものの、現状は組成に関して様子を見ている運用会社が多いことがうかがえる。

〈図表 29: オープンエンドファンドへの取り組み〉

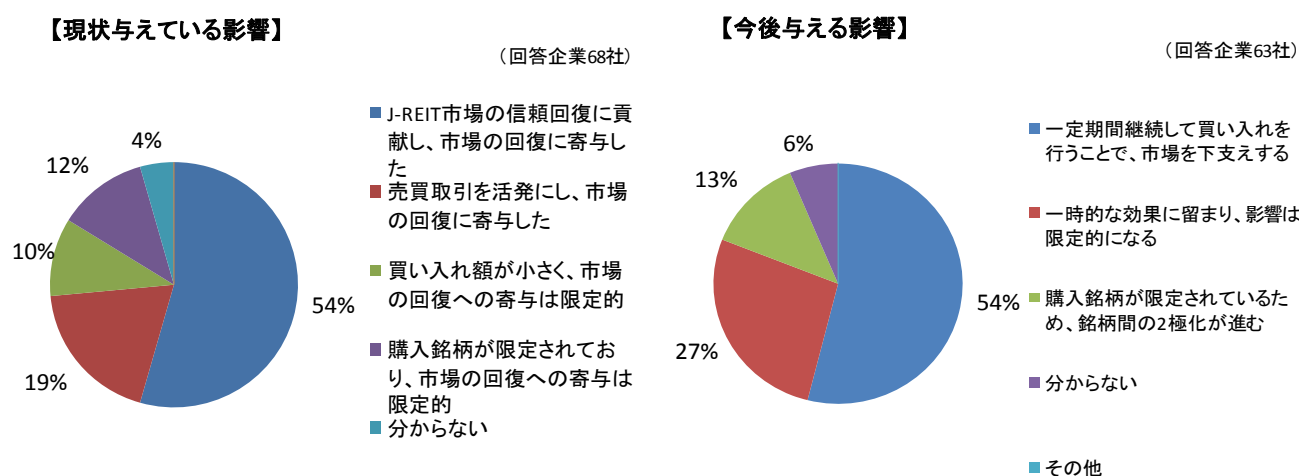


⑤ 日本銀行のJ-REIT買い入れについて

日本銀行のJ-REIT買い入れがJ-REIT市場に現状与えている影響について、「J-REIT市場の信頼回復に貢献し、市場の回復に寄与した」、「売買取引を活発にし、市場の回復に寄与した」との回答の合計が73%を占めた。約7割の運用会社が日本銀行のJ-REIT買い入れが直近のJ-REIT市場の回復に寄与したと評価している。

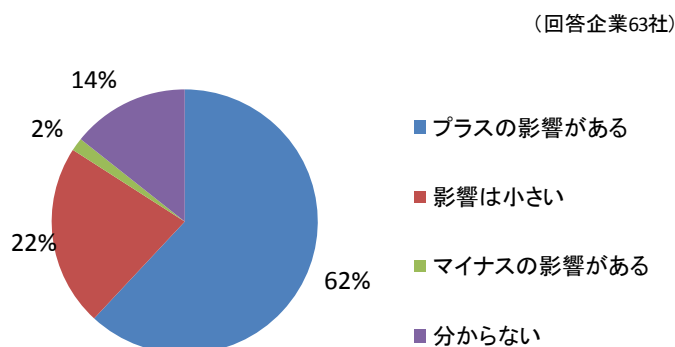
J-REIT市場に今後与える影響について、「一定期間継続して買い入れを行うことで、市場を下支えする」との回答が最も多く、54%を占めた。一方で、「一時的な効果に留まり、影響は限定的になる」、「購入銘柄が限定されているため、銘柄間の2極化が進む」との回答の合計が40%となっており、今後の影響についてはとらえ方が分かれている。

〈図表 30: 日本銀行の J-REIT 買い入れが J-REIT 市場に及ぼす影響〉



日本銀行のJ-REIT買い入れが私募ファンド市場に及ぼす影響について、「プラスの影響がある」との回答が62%を占めた。プラスの影響があると考えた理由として、「不動産の取引量が増加する」、「私募ファンドの出口戦略の多様化」等の理由が多く挙げられた。

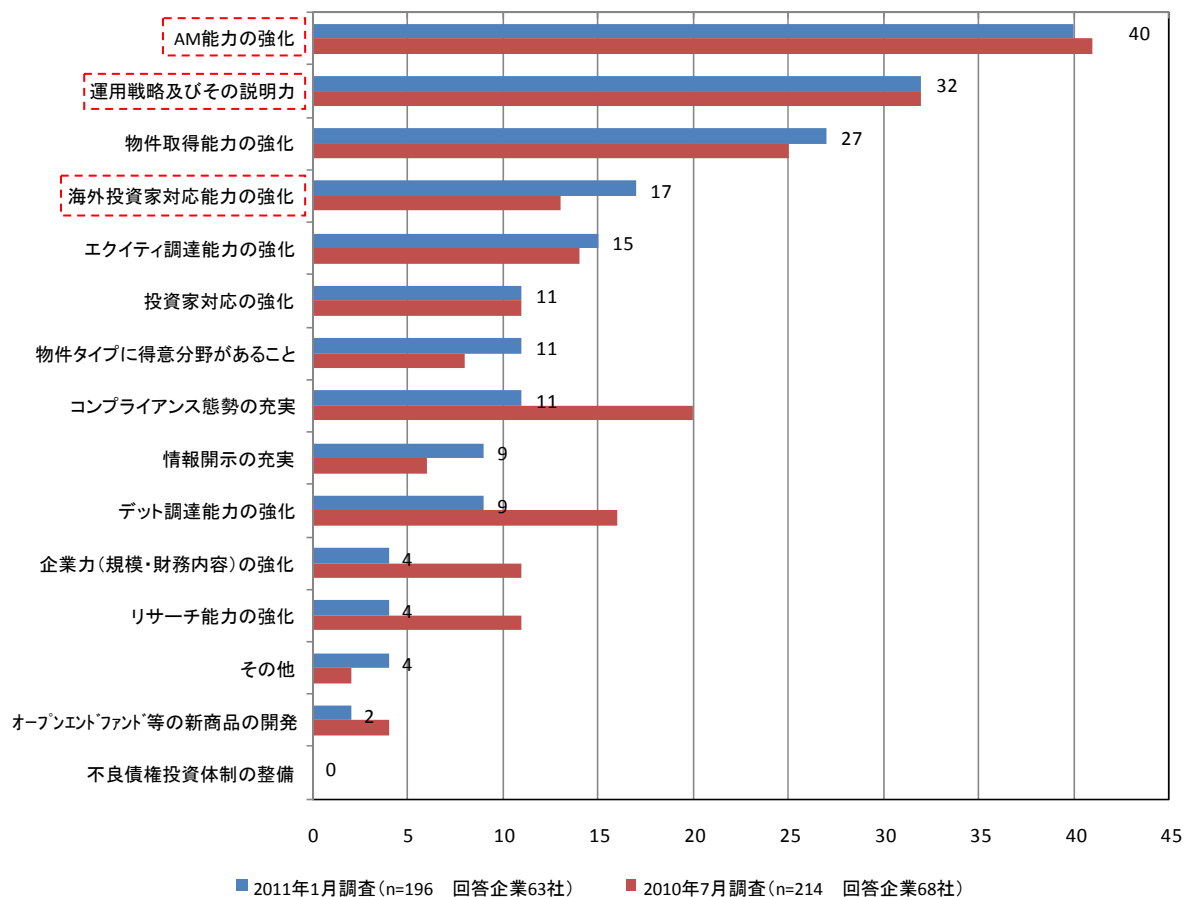
〈図表 31: 日本銀行の J-REIT 買い入れが私募ファンド市場に及ぼす影響〉



⑥ 運用会社として存続・成長するための条件

運用会社として存続・成長するための条件として最も多かった回答は、「AM能力の強化」、次いで「運用戦略およびその説明力」となった。2010年1月調査、2010年7月調査でも同様の結果であり、運用会社としての基本的力量を強化することを重視している姿勢がうかがえる。また、「海外投資家対応能力の強化」も上位に入っており、日本への投資資金の増加が期待される海外投資家への対応が喫緊の課題として挙げられている。

〈図表 32: 運用会社として存続・成長するための条件〉



別紙 <用語の定義>

本調査における用語の定義は以下の通りとします。

- 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、一定の取得方針や基準に基づき、マネ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るファンドをいう。
- 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永続的に運用を行うファンドをいう。一定期間毎に投資参入、解約・換金が可能な仕組み。その際の持分価格は評価額により算出される。
- 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** : 主として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上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。
- 投資エリア**
- 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額を用いる場合と総投資額を用いる場合がある。
- 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.stbri.co.jp/contact/form-private/private_investment.html

株式会社 住信基礎研究所

〒105-0001 東京都港区虎ノ門 4-3-13 神谷町セントラルプレイス 3F

<http://www.stbri.co.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。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. この資料の一切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。