

不動産私募ファンドに関する実態調査 2018年7月 ～調査結果～

2018年9月10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26回目となり、53社の不動産運用会社から回答を得た。

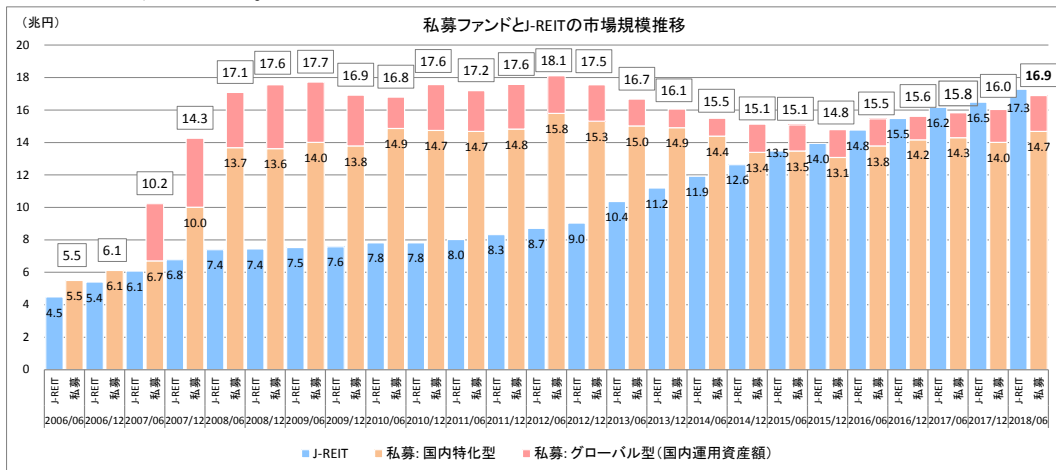
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:109社
- 回答社数:53社(回収率:48.6%)
- 調査時期:2018年7月～8月
- 調査方法:郵送およびEメールによる調査票の送付・回収

・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、2018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16.9兆円と推計した。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(2017年12月末時点)の運用資産額(16.0兆円)から約0.9兆円(5.4%)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やや加速した。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 16.9 兆円と推計＞

- ・2018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16.9兆円と推計した(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(2017年12月末時点)から約8,600億円増加し、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やや加速した。
- ・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1,000億円以上運用資産が増加した運用会社も複数見られ、全体として前回推計結果から約5.4%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。
- ・2018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、物件売却を行った運用会社が5割超となり、近年の調査と比較して増加した。市場への物件供給が少ない状態が継続している中で、売却側としては価格目線の乖離の縮小等により売却が行い易かったとみられ、引き続き旺盛な取得需要を背景に物件取得も積極的に行われたことがうかがえる。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

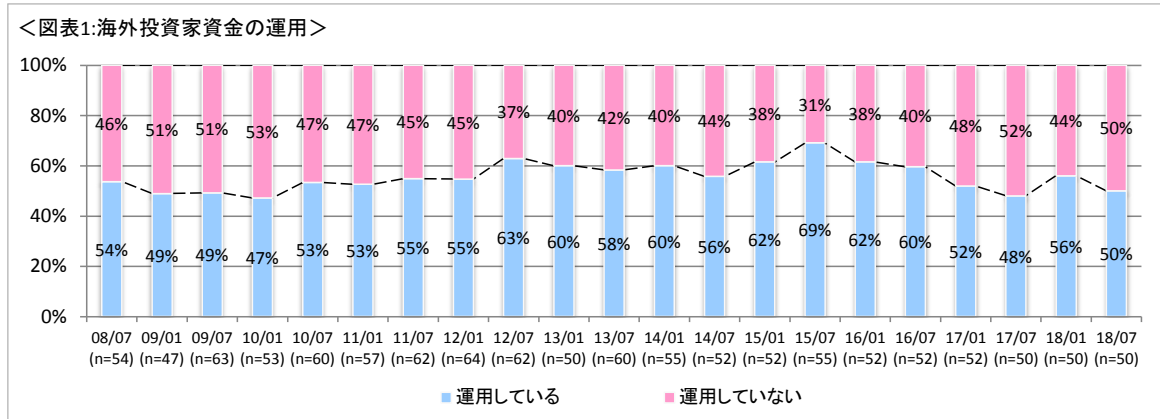
〈不動産私募ファンドに関する実態調査 2018年7月 ～アンケート調査結果の概要～

(※)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

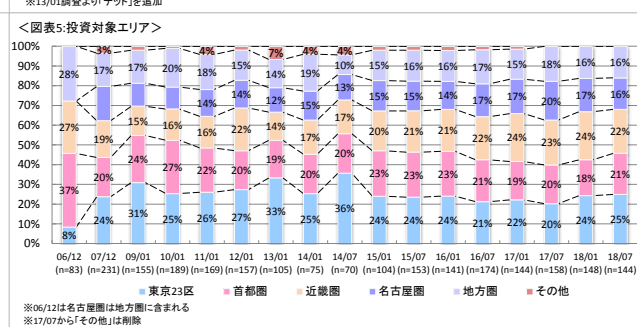
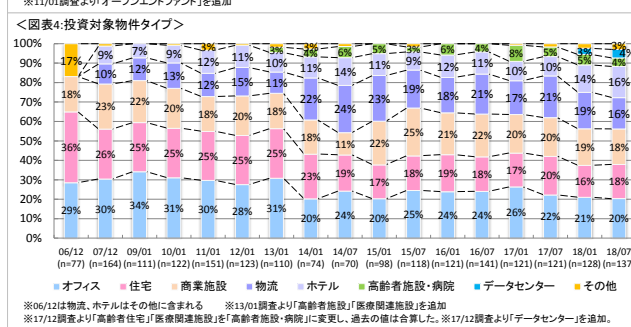
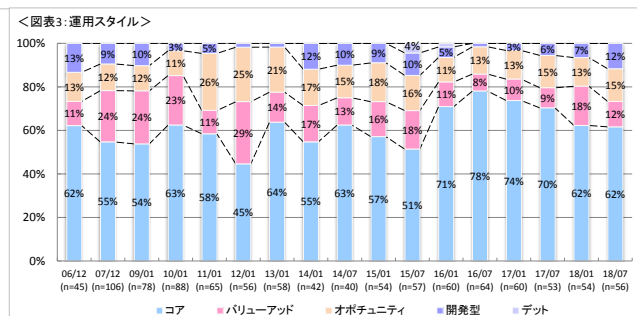
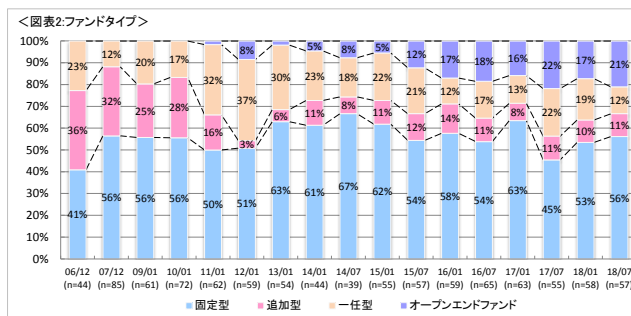
現在運用する不動産私募ファンドにおいて、海外投資家からの資金を運用しているか否かについては、「運用している」、「運用していない」がともに50%となった(図表1)。「運用している」との回答割合は2015年7月調査では69%を占め、その後低下基調となったが、2017年1月調査以降は50%前後で推移している。2016年以降海外投資家資金を運用する運用会社の割合が低下傾向を示した理由としては、海外投資家の国内不動産の価格高騰に対する警戒感等が考えられる。しかしながら、直近2回の調査結果からは、低下傾向が一服し下げ止まっているともみられ、今後の推移が注目される。



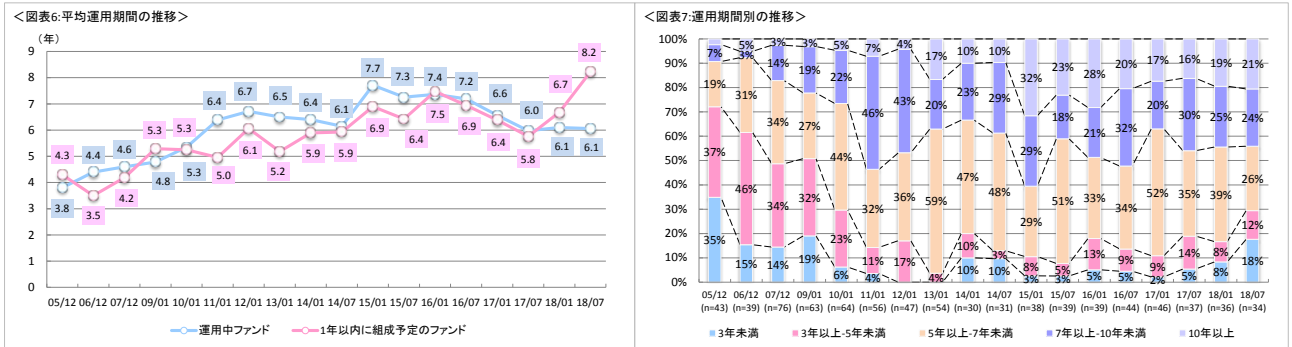
②現在運用中のファンドの概要(現在運用中で、アンケートにおいてデータ記載可能なファンドの集計結果)

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「固定型」、運用スタイル別では「コア」の回答割合が過半を占めた(図表2、図表3)。ファンドタイプ別では「オープンエンドファンド」が2割前後となり、「固定型」に次ぐシェアを占めている。運用スタイル別では、「開発型」の割合が前回調査から5%ポイント増の12%となった。開発型ファンドの組成が増加している可能性がある。

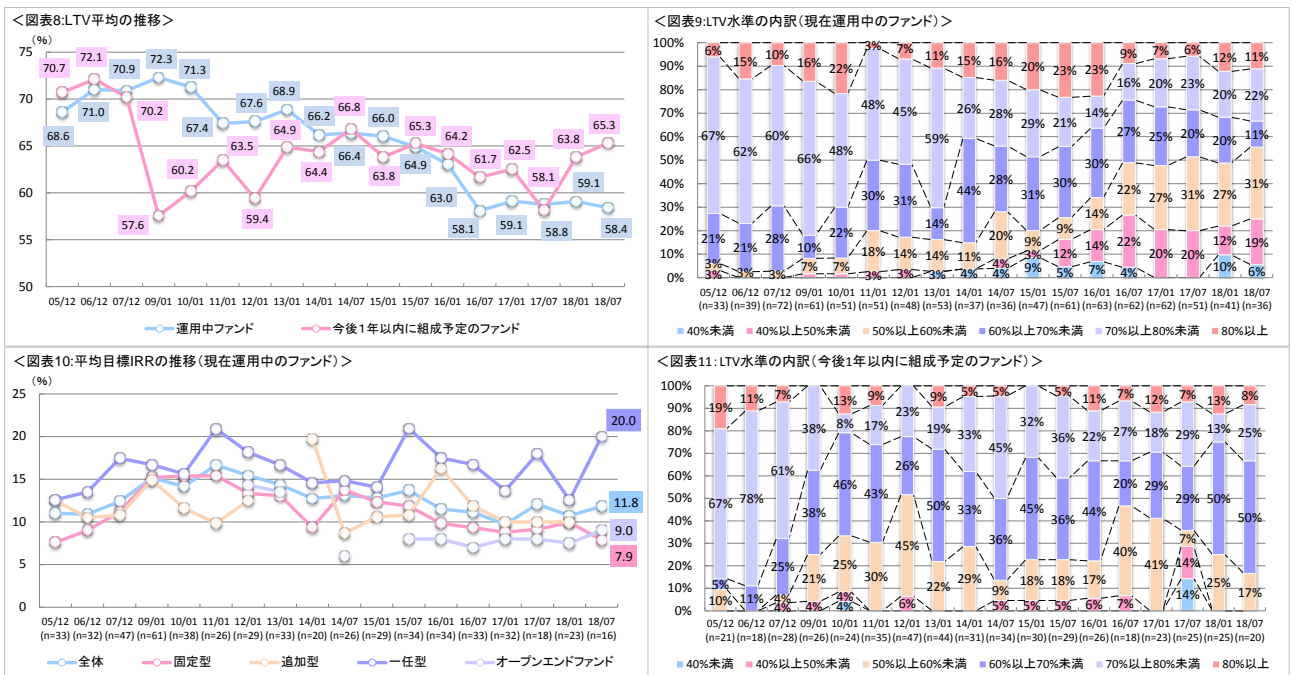
投資対象物件タイプは、「オフィス」の回答割合が20%で最大となり、次いで「住宅」、「商業施設」(各18%)、「物流」、「ホテル」(各16%)となった(図表4)。「ホテル」の回答割合は「物流」に並び、投資対象物件タイプとしての存在感が高まっている。投資対象エリアは、2015年1月調査以降、各エリアの投資割合は概ね同水準で推移しており、エリア分散投資が定着してきていることがうかがえる(図表5)。



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6.1年、1年以内に組成予定のファンドが8.2年となった(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、「5年以上-7年未満」の回答割合が26%で最大となったものの、前回調査からは13%ポイント低下した。また、「7年以上-10年未満」、「10年以上」の回答割合が合計で45%を占めた一方、「3年未満」、「3年以上-5年未満」の回答割合は前回調査の各8%から、それぞれ18%、12%に増加した(図表7)。日銀による金融緩和が継続される見通しであることなどを背景に、今後も運用期間が5年以上のファンドが大勢を占める傾向が継続するものと思われるが、足元ではブリッジファンド等の短期運用を前提としたファンドに対するニーズが出てきているものと推察される。なお、1年以内に組成予定のファンドの平均運用期間が6.7年から8.2年へと長期化したのは、運用期間を30年とする回答が複数あった影響が大きく、全体傾向として組成予定ファンドの運用期間が大幅に長期化している訳ではない。また、運用期間の集計においては、運用期間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。

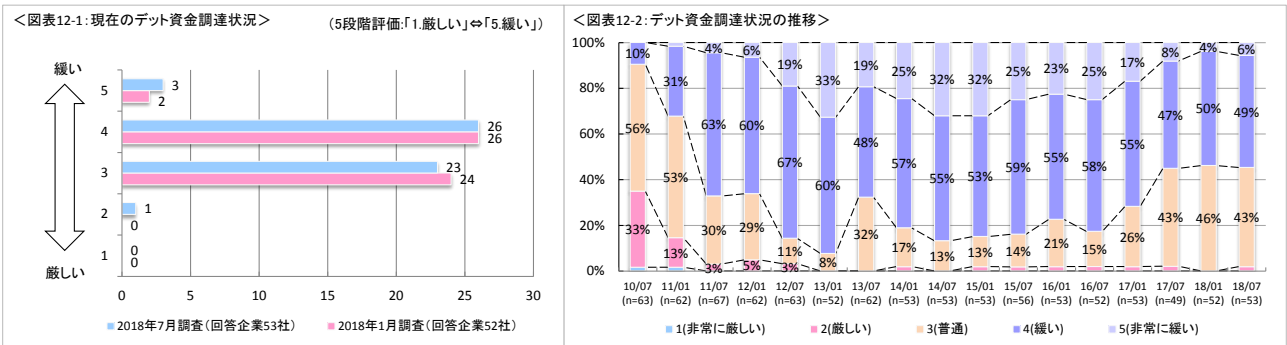


平均LTVは、現在運用中のファンドが58.4%、今後1年以内に組成予定のファンドが65.3%となった(図表8)。LTV水準の内訳を見ると、現在運用中のファンドでは、「50%以上60%未満」の回答割合が31%で最大となり、次いで「70%以上80%未満」(22%)となった(図表9)。過去調査からの推移をみると、60%未満のファンドの合計割合は2015年7月調査以降増加傾向にあり、これは投資家の低リスク・低レバレッジ志向を反映しているものと考えられる。なお、本調査項目ではオープンエンドファンドの回答が含まれており、これらの回答数が増加している影響も大きい。1年以内に組成予定のファンドでは、「60%以上70%未満」の回答割合が前回調査に引き続き50%を占め、次いで「70%以上80%未満」(25%)となり、60%以上とする回答が8割強を占める結果となった(図表11)。平均LTVも運用中ファンドでは低位横ばい傾向が継続している一方で、今後1年以内に組成予定ファンドでは2期連続で上昇しており、今後も組成予定ファンドのレバレッジ水準が上昇傾向を続けていくのかについて注視する必要がある。現在運用中のファンドの平均目標IRRは、全体平均が11.8%となり、前回調査(10.7%)からやや上昇した(図表10)。「固定型」では低下した一方、「一任型」で大幅に上昇したことが影響した。



### 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、「4(緩い)」とする回答が最多となり、「3(普通)」とする回答を上回った(図表12-1)。2017年7月調査以降、当該調査項目の回答割合はほとんど変化しておらず(図表12-2)、デット資金調達環境は良好な状況が継続しているといえる。

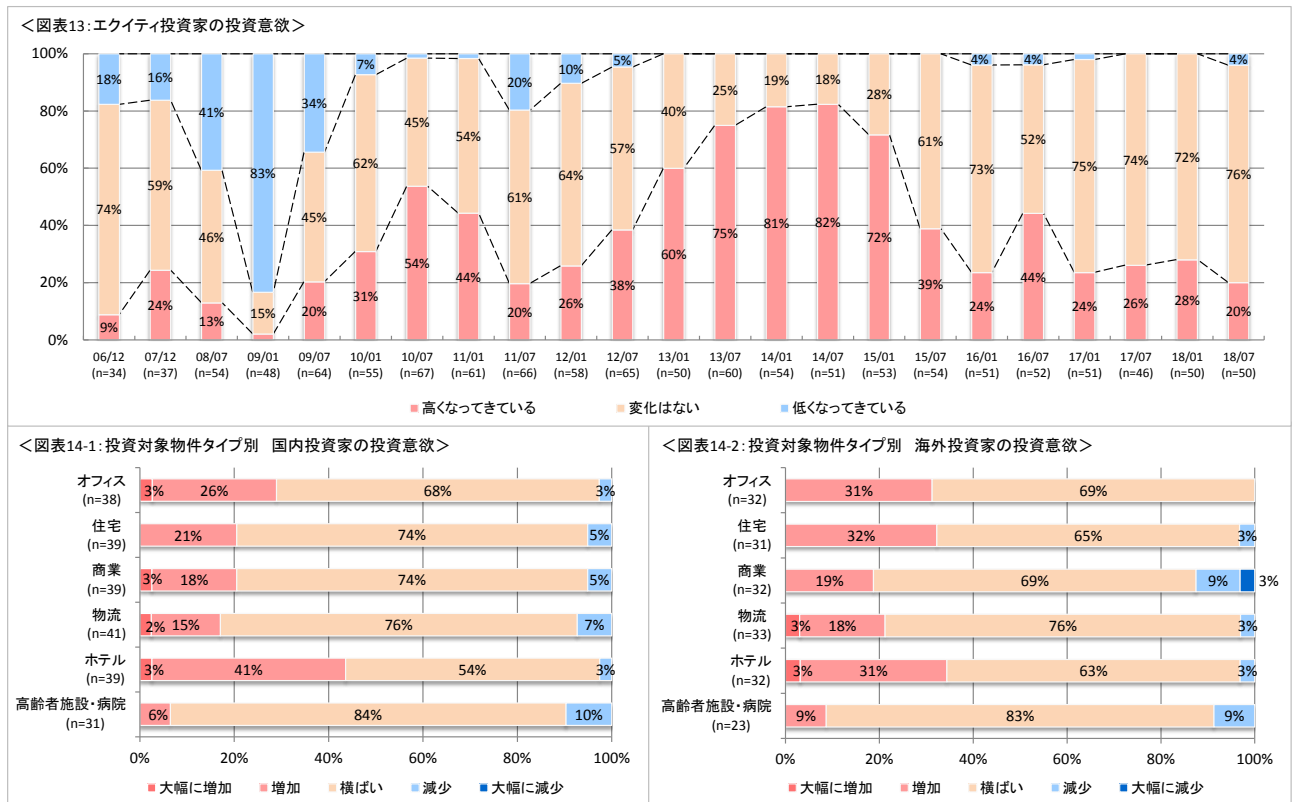


### ④エクイティ資金調達状況

#### 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しては、「変化はない」との回答が大多数を占めた。また、「高くなってきている」は20%で前回調査から8%ポイント減少し、前々回、前回調査では回答のなかった「低くなってきている」が、今回調査では4%とわずかではあるがみられた(図表13)。投資家の投資意欲は高い状態で変化がないと考える運用会社が多いものと推察され、投資意欲が減退しているとの見方は現段階では少ないが、今後の調査結果を注視する必要がある。

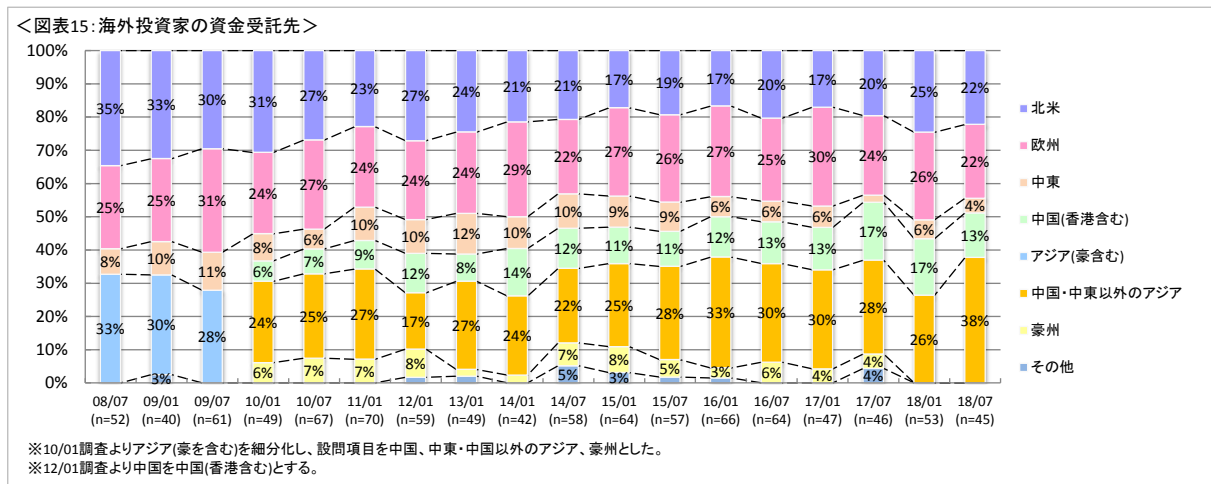
国内投資家、海外投資家それぞれの物件タイプ別の投資意欲については、国内・海外投資家ともに全ての物件タイプで「横ばい」とする回答が最多となった。なお、国内・海外投資家ともに「大幅に増加」および「増加」の回答が最も多かったのは前回調査同様「ホテル」となり、引き続き国内外の投資家の関心が高いことがうかがえる。一方、海外投資家については、「商業」に対して「大幅に減少」の回答があり、「減少」と併せ12%となった。米国の一部商業施設の苦境を受け、国内の商業施設投資にも慎重姿勢を見せる海外投資家が一定数いるものと推察される。また、「高齢者施設・病院」に対しては、国内・海外投資家とも「減少」が約1割を占め、当該物件タイプに対する投資家の投資意欲が減少しているとの見方も一定数あることがうかがえる(図表14-1、図表14-2)。





**b.海外投資家の資金受託先**

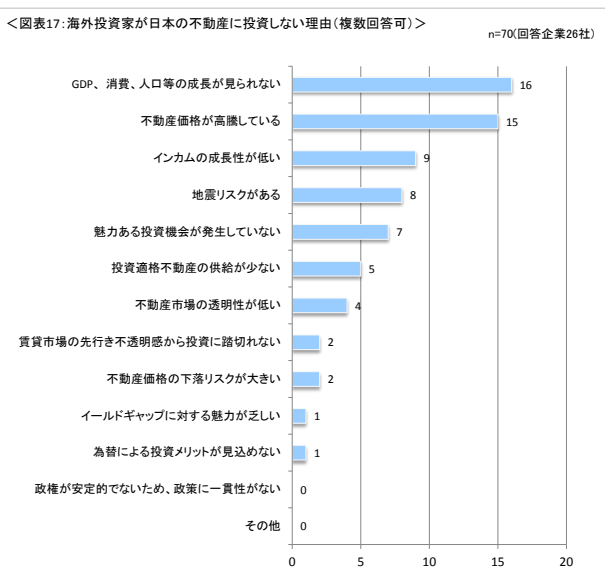
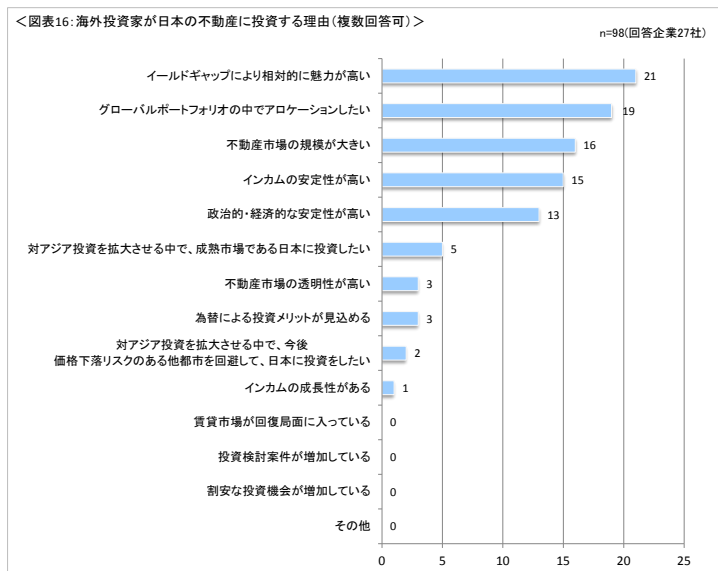
海外投資家の資金を運用する運用会社を対象に、その運用資金の受託先に関する調査を行ったところ、回答数ベースで「中国・中東以外のアジア」が38%で最多となった。「欧州」、「北米」はともに22%であり、前回調査から回答割合は減少した。国内不動産にファンド形態で投資する海外投資家の中で、「中国・中東以外のアジア」の投資家の存在感が高まっていることがうかがえる(図表15)。



**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」、「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」、「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。

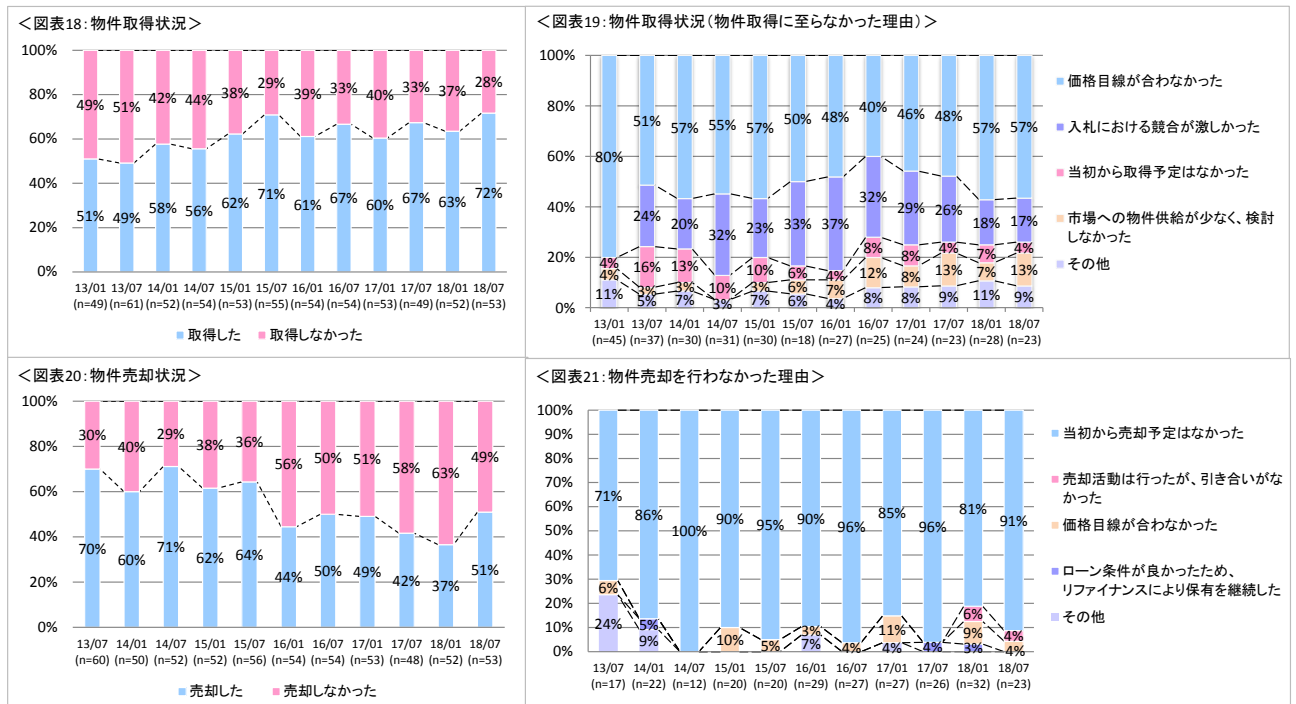
一方、海外投資家が日本の不動産に投資を行わない理由としては、「GDP、消費、人口等の成長が見られない」、「不動産価格が高騰している」との回答が上位に挙げられた。2016年1月調査以降は国内不動産価格の高騰が毎回上位に挙げられており、海外投資家の国内不動産価格高騰に対する懸念が高いことがうかがえる(図表17)。



⑤物件取得/物件売却状況(2018年1月～6月)

2018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72%にのぼり、2015年7月調査以降3年ぶりに物件取得を行った運用会社の割合が7割を超えた(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「入札における競争が激しかった」とする回答割合の合計が74%を占めた(図表19)。多くの運用会社が、厳しい物件取得環境が継続する中でも、取得を実行している状況がうかがえる。

2018年1月～6月の物件売却状況については、「売却した」との回答割合が51%となった(図表20)。「売却した」との回答割合は、2015年1月調査以降低下基調にあり前回調査では37%まで低下していたが、今回調査では反転した。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」であり、前回調査よりも10ポイント増加した(図表21)。今回調査で物件売却を行った運用会社の割合が増加した理由については、調査内容に含まれていないため明らかではないが、出口を迎えたファンドが増加した可能性のほか、売主側に有利な市況が継続する中で買主側との価格目線の乖離が縮小してきていることなどが要因となっているものと推察される。2018年上半期は、物件取得、売却ともに活発化しており、今後も不動産運用会社による取得/売却状況が注目される。

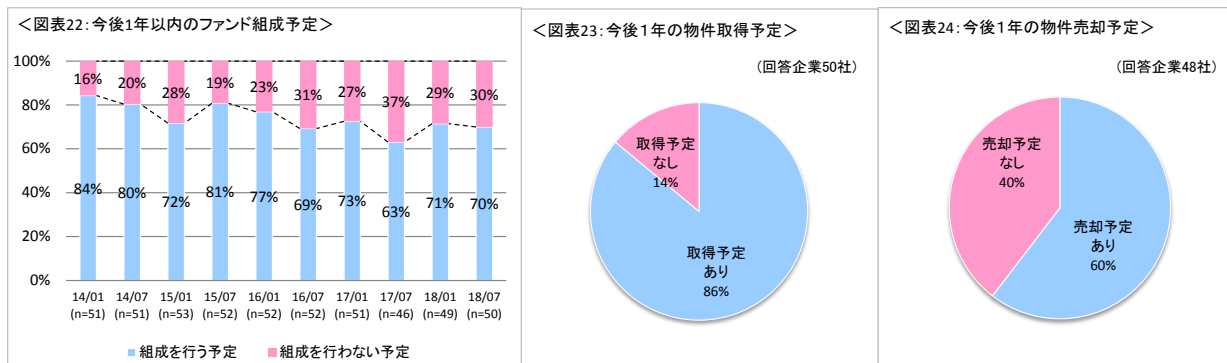


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取り組みについて

①今後1年以内のファンド組成および物件売上の予定

今後1年以内のファンド組成については、70%が「組成を行う予定」と回答した(図表22)。前回調査に引き続き7割の運用会社がファンドの組成を予定している。

今後1年以内の物件売買については、「取得予定あり」との回答割合が86%、「売却予定あり」との回答割合は60%であった(図表23、図表24)。大多数の運用会社が物件取得に意欲を見せているが、市場全体で投資適格物件の供給量が少ない状況は今後も継続すると考えられる。

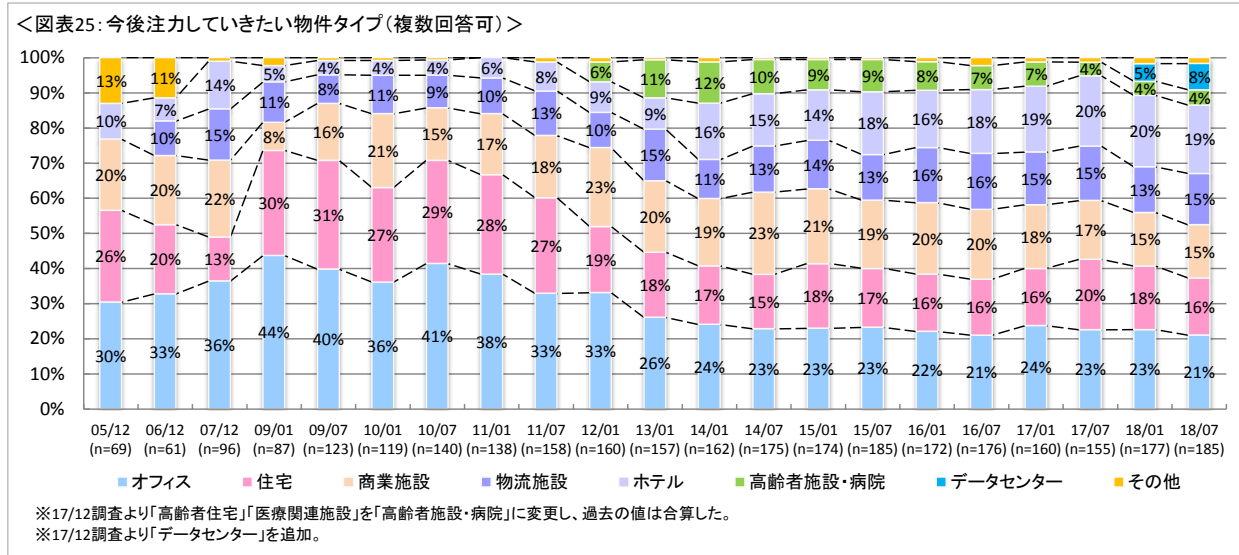


②今後の不動産運用における取り組み

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ついては、「オフィス」、「ホテル」が約20%、「住宅」、「商業施設」、「物流施設」が15%前後となった(図表25)。2017年1月調査以降「ホテル」の回答割合は20%前後で推移しており、運用会社が注力する意向を示す物件タイプとして、「オフィス」に次ぐ地位を築いている。

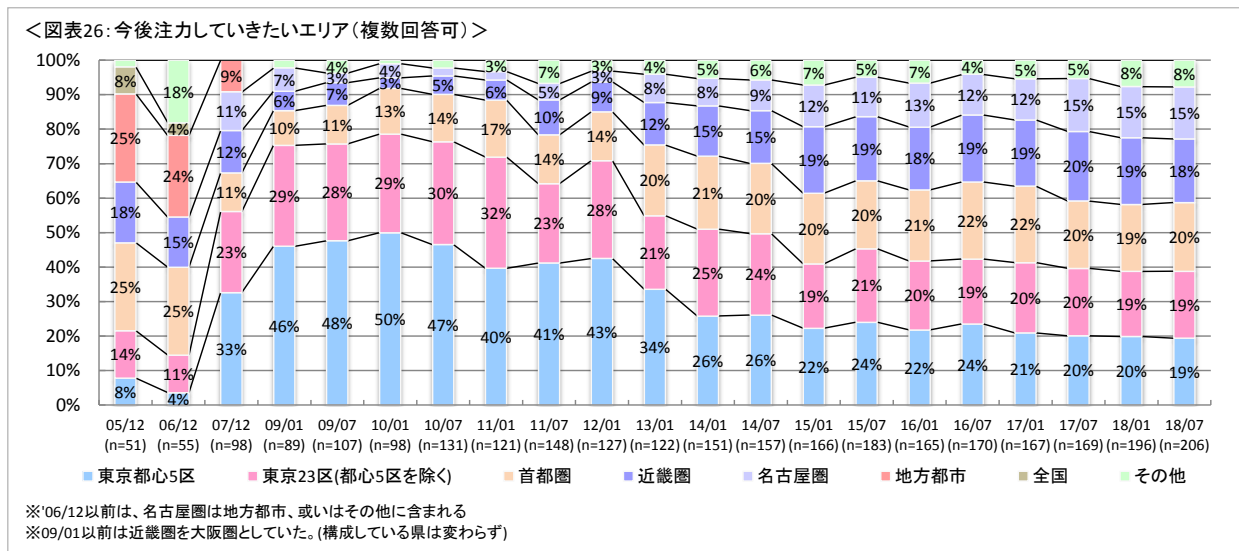
前回調査より選択肢として追加した「データセンター」も、前回調査の5%(9件)から増加し、8%(14件)となった。今後投資対象物件タイプとして定着していくか注目される。



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り、ここ最近の調査ではほとんど変化がない(図表26)。

物件取得が困難な状況が継続することが見込まれることから、今後も多くの運用会社が、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。

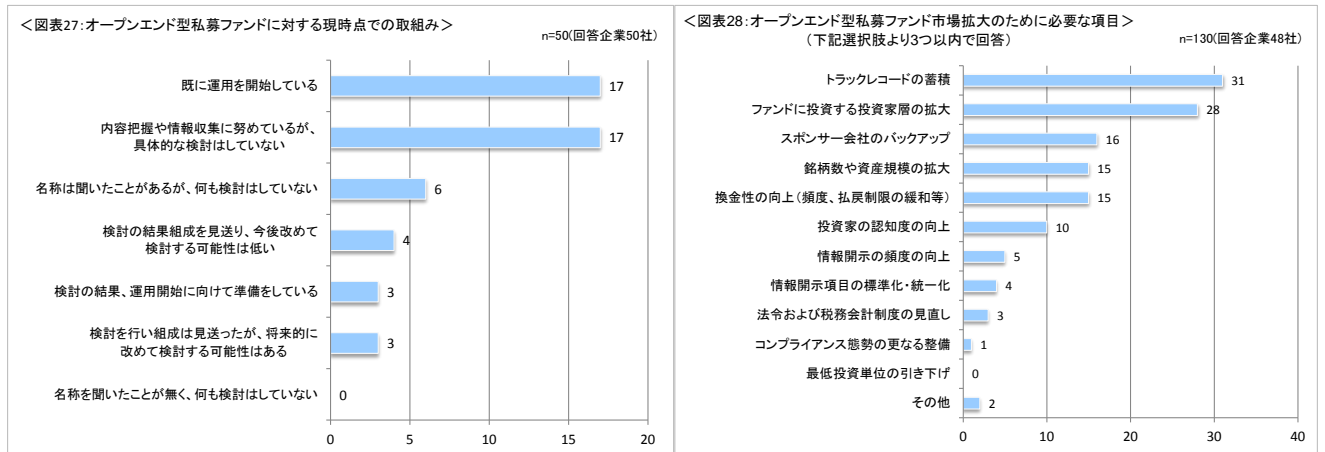


### 3. 不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

#### 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への取組状況については、前回調査までは「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」との回答が最多であったが、今回は「既に運用を開始している」という回答がこれに並び、各 17 件で最多となった(図表 27)。「検討の結果、運用開始に向けて準備をしている」と回答した運用会社も 3 社あり、オープンエンド型私募ファンドは、今後も若干ではあるが増える可能性がある。

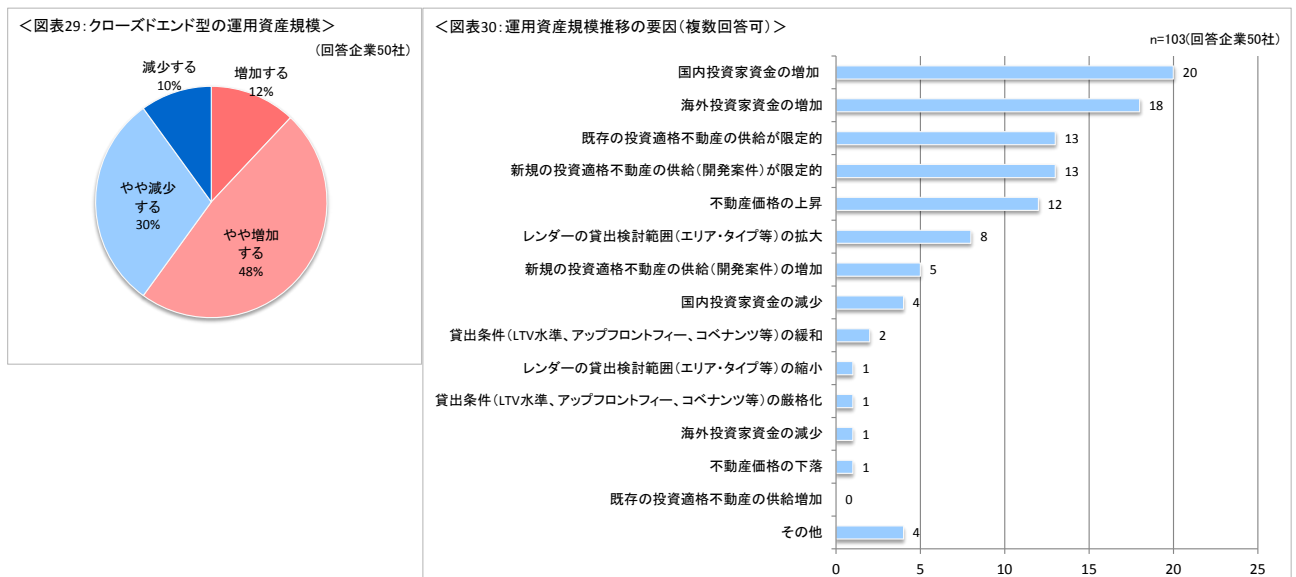
今後、オープンエンド型私募ファンド市場の発展に必要な内容としては、「トラックレコードの蓄積」との回答数が最多となり、「ファンドに投資する投資家層の拡大」がこれに続いた。日本の不動産オープンエンドファンド市場がまだ経験していない不動産市況の下降局面での対応を含めたトラックレコードの蓄積と、そのような局面を乗り越えるためにも、投資家層の更なる拡大が必要であると捉えている運用会社が多いもの推察される(図表 28)。このほか、スポンサーのバックアップ、市場規模の拡大、換金性の向上といった項目にも一定の回答があった。



#### 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に関する調査では、増加基調を予想する回答が全体の約 6 割を占めた。(図表 29)。

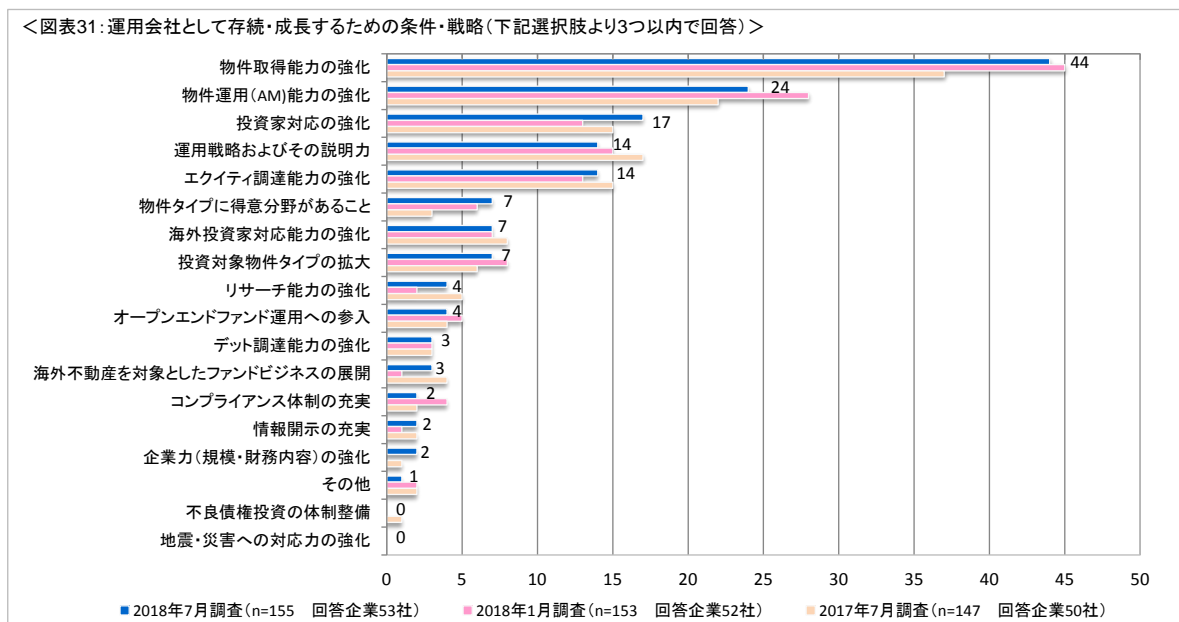
「増加する」との回答の要因としては、「国内投資家資金の増加」、「海外投資家資金の増加」が多く挙げられた(図表 30)。日銀による金融緩和の継続により、今後も不動産投資資金の流入が続くとみる運用会社が多いものと思料する。「減少する」との回答の要因としては、既存/新規双方の「投資適格不動産の供給が限定的」が多く挙げられており、投資適格物件の供給不足が市場規模の縮小に繋がると考えている運用会社も一定数あることがわかった。





### ③運用会社として存続・成長するための条件(複数回答可)

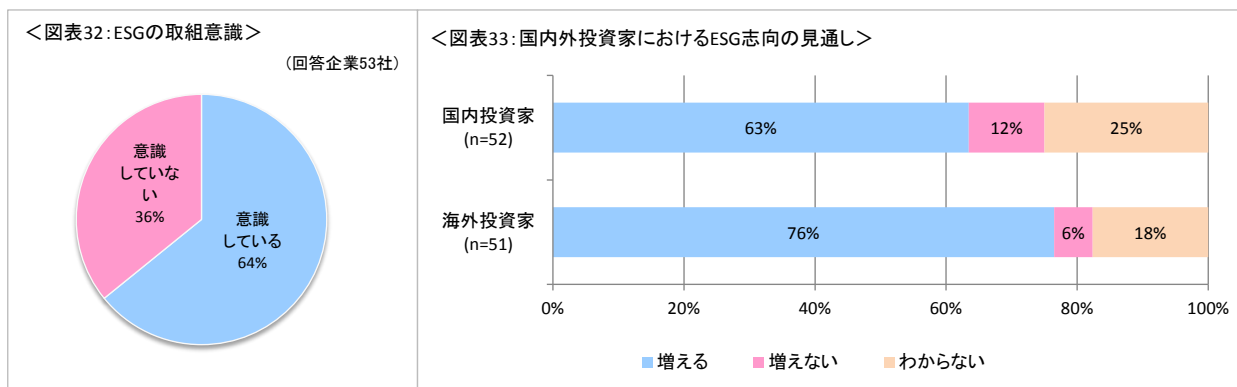
運用会社として存続・成長するための条件については、過去調査と同様に「物件取得能力の強化」が最多となり、次点の「物件運用(AM)能力の強化」を大きく上回った(図表 31)。限定的な供給と物件価格の高騰が継続している状況の中で、ほとんどの運用会社が物件取得能力の強化を重視している。このほか、「投資家対応の強化」への回答数が過去 2 回の調査に比べ増加しており、よりきめ細やかな投資家対応が必要であると認識している運用会社も多いことがうかがえる。



### 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、今回調査では、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アンケートを実施した。「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、回答者の約 2/3 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、いずれも「増える」との回答が過半を占め、特に海外投資家については、約 3/4 の回答者が「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ものと思料する。

※「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 &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

TEL: 03-6430-1329

<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。