

不動産私募ファンドに関する実態調査 2021年1月 ～調査結果～

2021年4月26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31回目となり、47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:106社
- 回答社数:47社(回収率:44.3%)
- 調査時期:2021年1月～3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

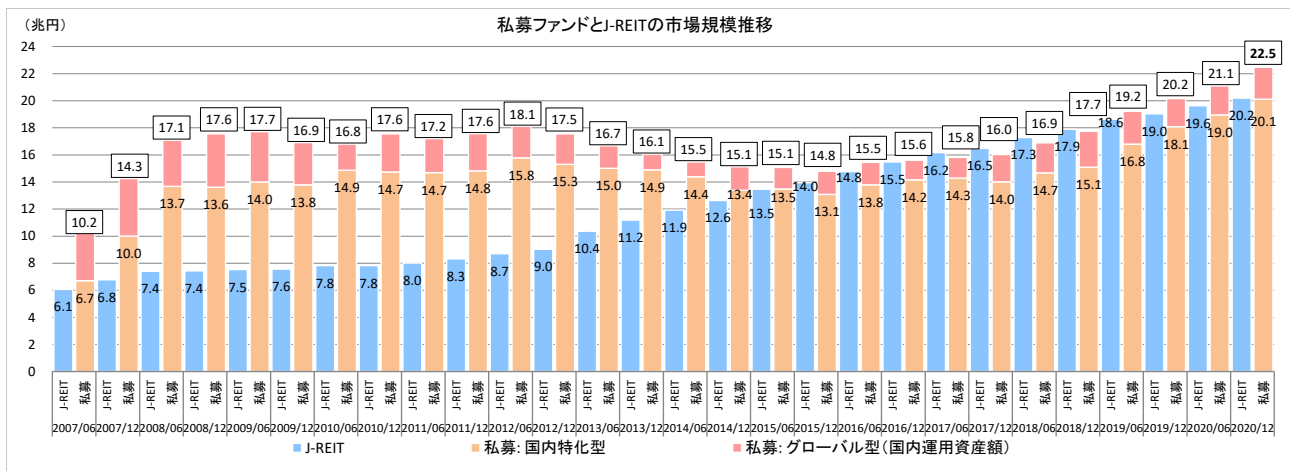
＜不動産私募ファンドの市場規模は、グローバルファンドを含めて 22.5 兆円と推計＞

- ・ 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、2020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22.5兆円と推計した。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(2020年6月末時点)の運用資産額(21.1兆円)から約1.4兆円(約6.5%)増加し、前回調査に続き過去最高額を更新した。市場規模の増加ペースは0.9兆円増加した前回調査と比較してやや加速しており、新型コロナウイルス感染症拡大の環境下においても国内不動産私募ファンドの市場規模の拡大が継続している。(\*)

※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

＜投資家の投資意欲が半年前から改善、今後組成予定ファンドにも変化が＞

- ・ 今回のアンケート結果で注目すべきは、投資家の投資意欲について「変化はない」が依然過半を占めるものの、投資家の投資意欲が「低くなってきている」との回答が減少し、「高くなってきている」が増加している点である。このことから、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により一旦は低下しつつあった投資家の投資マインドが持ち直していることが伺え、特に海外の機関投資家を中心に投資意欲が高くなっている。
- ・ また、今後1年以内に組成予定のファンドのLTV水準は、前回59.4%と新型コロナウイルス感染症拡大から派生するファイナンスリスクに備えて大きく低下したが、今回は66.5%へと再び上昇した。本項目は回答件数が限定的であることに留意が必要であるが、レンダーの融資態度の厳格化および不動産価格の下落に対する警戒感がやや緩和した可能性が考えられる。ただし、今後1年以内に組成予定のファンドの運用期間は前回調査に引き続き短期化しており、出口戦略におけるフレキシブルな対応が可能な方向へとシフトしている可能性がある。



出所)三井住友トラスト基礎研究所

(\*)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 2021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 デット資金調達状況

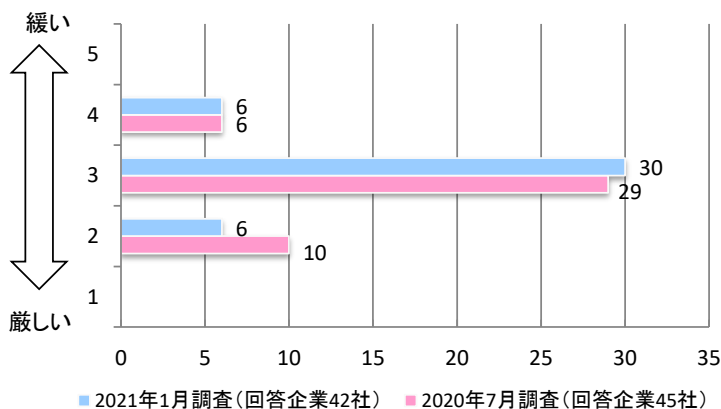
・「現在のデット資金調達環境」の全体感に対する回答は、引き続き「3(普通)」が最多で突出して多く、同時に「2(厳しい)」との回答が減少したので、回答者全体の平均値は前回調査 2.9 から今回調査 3.0 へ上昇し、コロナ禍で悪化した半年前の状況よりは良化を示している(図表 1 参照)。

・一方で、資金調達状況の変化の内容への回答では、「特に変化がない」の回答が 2 番目に多く、その他は融資案件の減少あるいは融資対象の範囲や融資条件などが厳しくなる方向の回答が大半を占めた(図表 2 参照)。

・全体として資金調達環境が悪化しているとまでは見ていないものの、以前よりレンダーによる案件選別の目は厳しくなっている可能性がある。

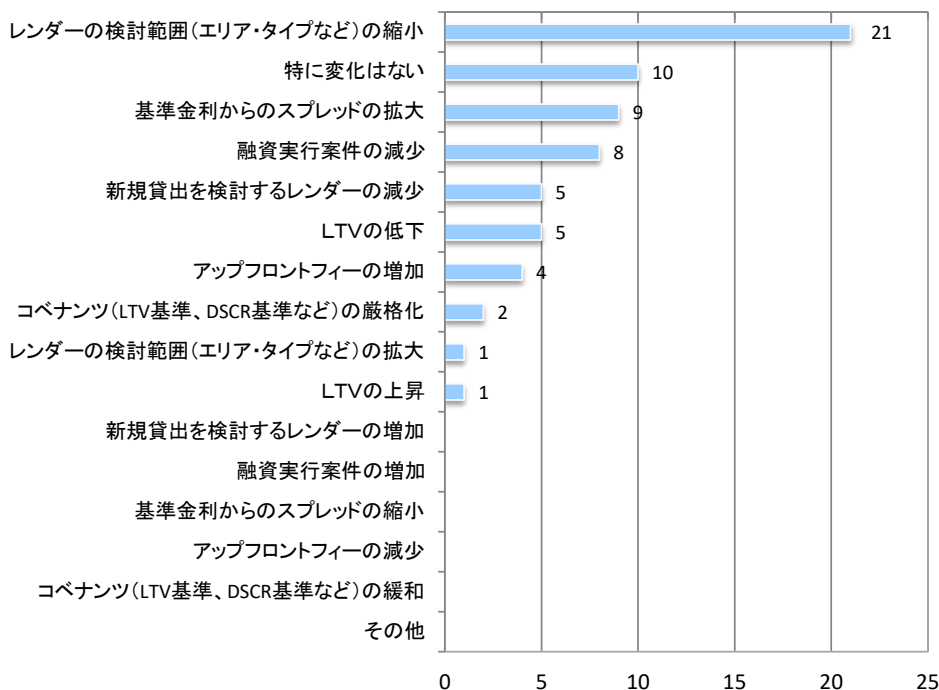
〈図表1:現在のデット資金調達環境〉

(5段階評価:「1.厳しい」⇔「5.緩い」)



〈図表2:デット資金調達状況の変化(複数回答可)〉

n=66(回答企業38社)



② エクイティ資金調達状況

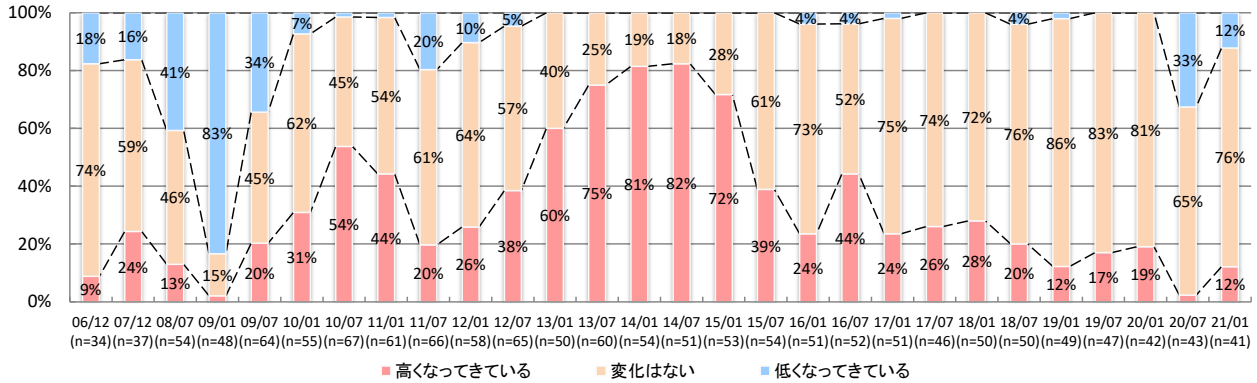
a. エクイティ投資家の投資意欲

・エクイティ投資家の投資意欲は、「低くなってきている」が減少し、「高くなってきている」が増加している。新型コロナウイルス感染症拡大の影響により低下しつつあったエクイティ投資家の投資マインドが持ち直している（図表3参照）。

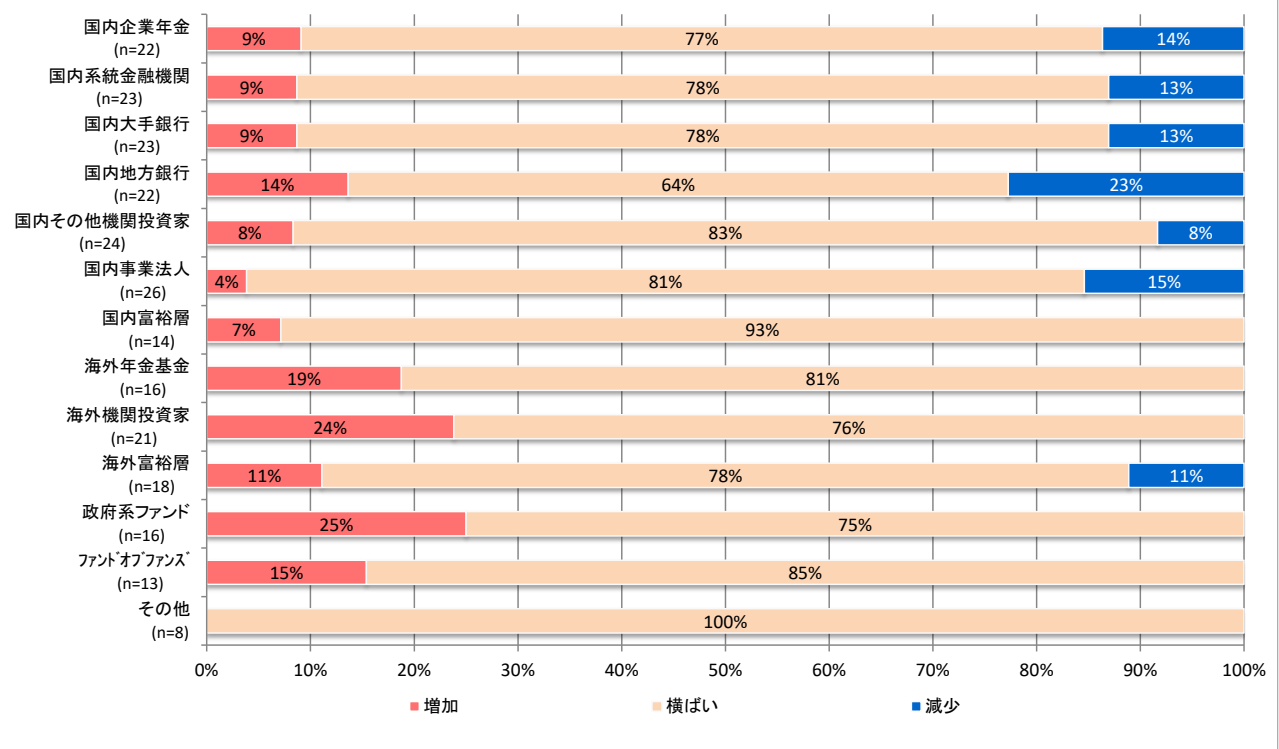
・投資家属性別の投資額は、全ての投資家属性で「横ばい」が過半だが、「海外年金基金」、「海外機関投資家」「政府系ファンド」などで「増加」との回答が目立つ（図表4参照）。

・海外の機関投資家を中心に投資意欲が高まっている可能性がある。

<図表3:エクイティ投資家の投資意欲>



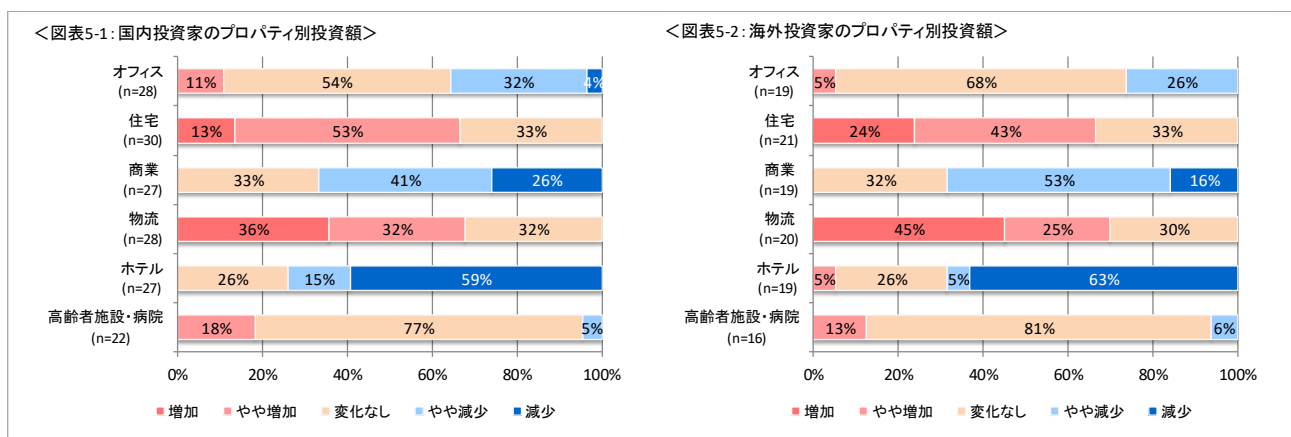
<図表4:エクイティ投資家の投資額>



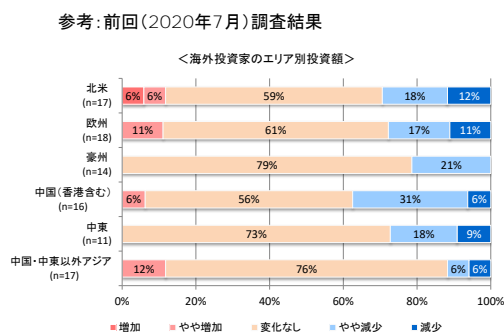
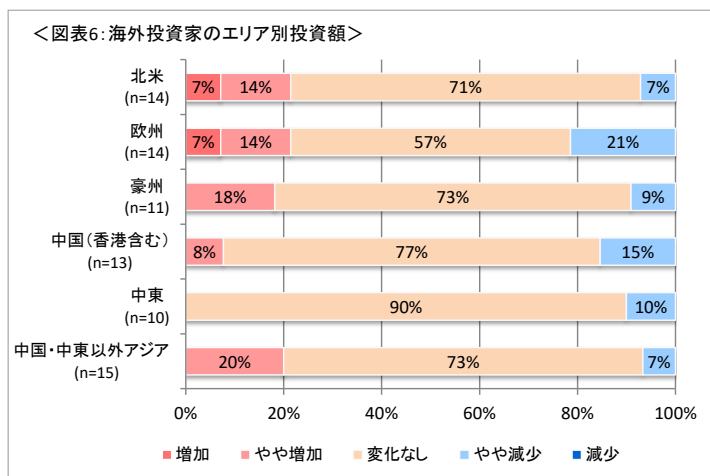
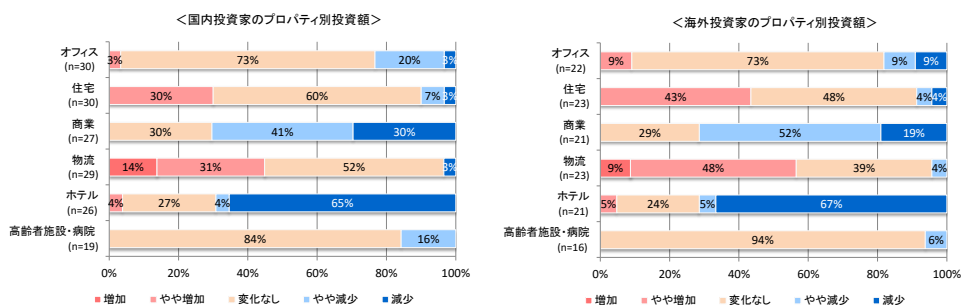
**b. 国内投資家・海外投資家毎のプロパティタイプ別投資額およびエリア別海外投資家の投資額の状況**

・プロパティタイプ別の投資額は、国内投資家・海外投資家ともに「住宅」・「物流」が増加、「商業」・「ホテル」で「減少」の傾向が継続。「オフィス」はやや減少との見方が増加。住宅は「減少」との回答がなくなり「増加」との見方が過半を占める（図表 5-1、5-2 参照）。

・海外投資家のエリア別投資額は、「北米」、「豪州」、「中国・中東以外のアジア」で「増加」が「減少」を上回る（図表 6 参照）。



参考: 前回(2020年7月)調査結果

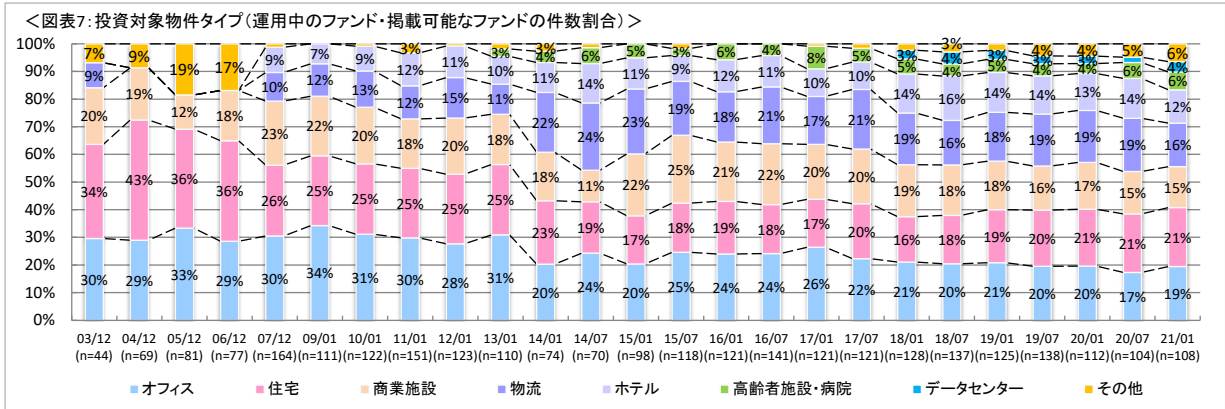


③ 現在運用中のファンドの概要

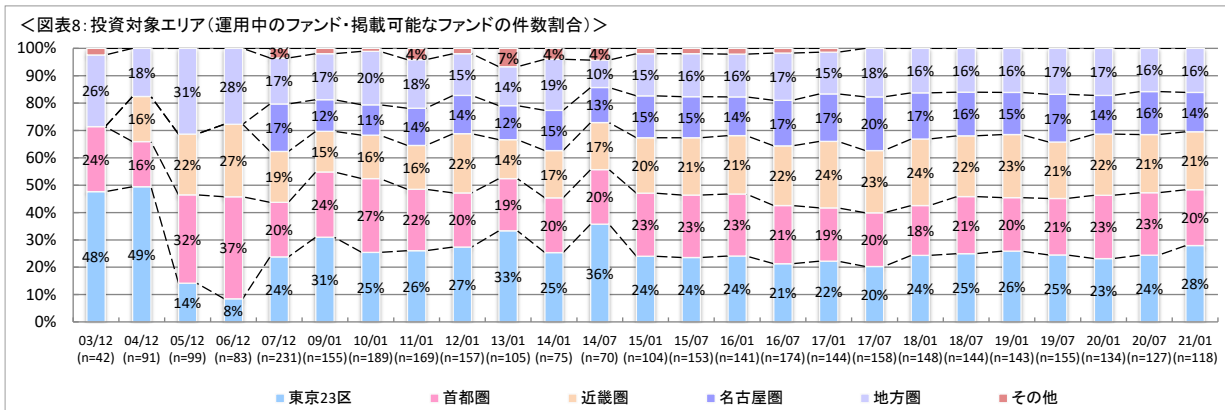
a. 投資対象物件タイプ、エリア

・投資対象物件のタイプについて、回答各社に「掲載可能なファンド」として記載頂いた個別ファンドの集計(件数ベース)で見ると物件タイプは分散しており、近年大きな変化はない(図表7参照)。一方で、回答各社の運用資産残高全体に占める物件タイプ別の投資割合で見ると、投資額が高額となりやすい「オフィス」および「物流」の割合がそれぞれ34.7%、27.5%と高く、両者の合計で運用資産額の62.2%を占めている(図表9-1参照)。

・投資対象エリアについて同様に、回答各社に「掲載可能なファンド」として記載頂いた個別ファンドの集計(件数ベース)で見ると「東京23区」、「首都圏」の割合はやや多いものの、その他エリアにも比較的分散しており、近年大きな変化は見られない(図表8参照)。一方、回答各社の運用資産残高全体に占める物件エリア別の投資割合で見ると、地価が相対的に高い「東京23区」および「首都圏」の割合が合計で71.9%、「近畿圏」まで含めると86.9%と運用資産額の大部分を占める結果となっている(図表9-2参照)。

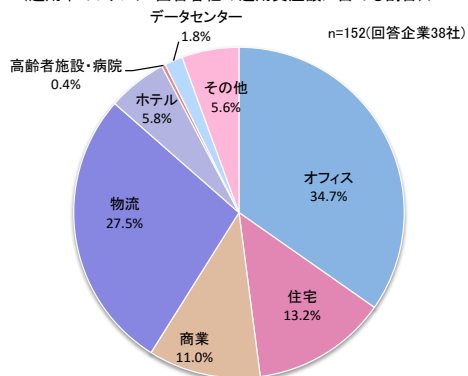


※2004年1月調査～2007年1月までは、「物流」「ホテル」は「その他」に含めている  
 ※2013年1月調査より選択肢に「高齢者施設」および「医療関連施設」を追加  
 ※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し、過去の値は 合算した。また、「データセンター」を追加した。  
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。

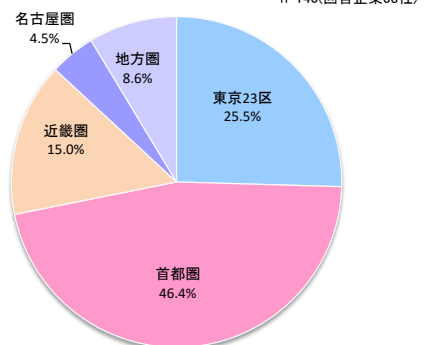


※2004年1月調査～2007年1月調査までは「名古屋圏」は「地方圏」に含めている  
 ※2017年7月調査より選択肢から「その他」を削除  
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。

＜図表9-1:投資対象物件タイプ  
(運用中のファンド・回答各社の運用資産額に占める割合)＞  
n=152(回答企業38社)



＜図表9-2:投資対象エリア  
(運用中のファンド・回答各社の運用資産額に占める割合)＞  
n=140(回答企業38社)

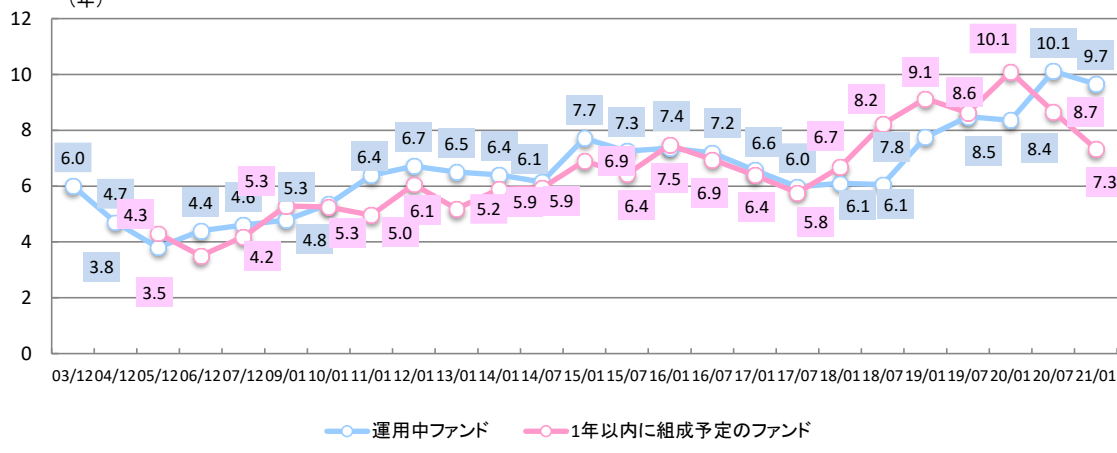


※回答企業各社の運用資産残高で加重平均している

b. 運用期間、LTV 水準、目標 IRR

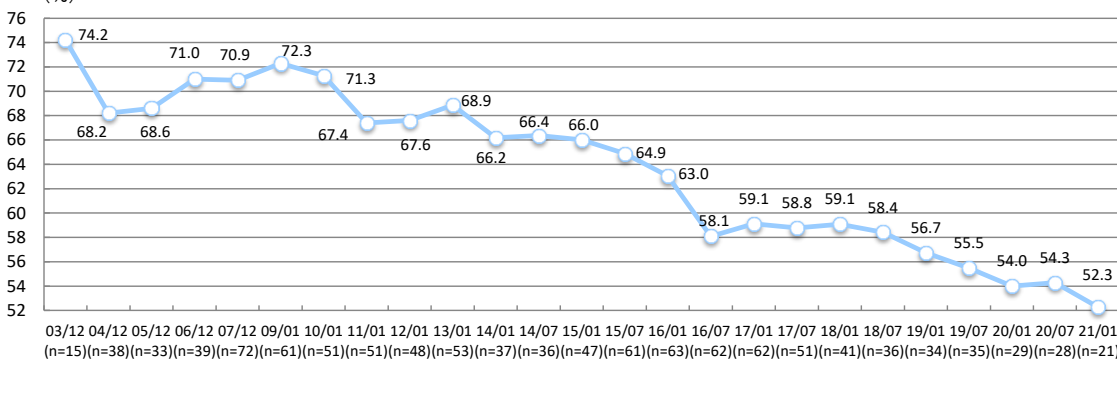
- ・運用中ファンドの平均運用期間は僅かに「短期化」、1年以内に組成予定のファンドはさらに「短期化」が顕著(図表 10 参照)。
- ・LTV は「低水準」が継続(図表 11 参照)。
- ・目標利回り(Cash on Cash)はほぼ「横ばい」で推移している(図表 12 参照)。

<図表10: 平均運用期間の推移>  
(年)



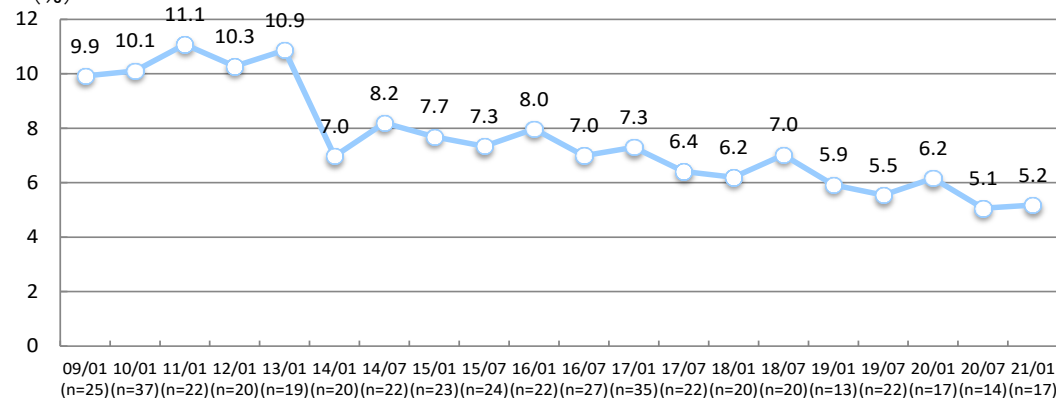
※2019年1月調査以降、運用期間を20年以上とする超長期ファンドが回答に複数含まれている。

<図表11: 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出している。

<図表12: 平均目標利回り(Cash on Cash)の推移>  
(%)

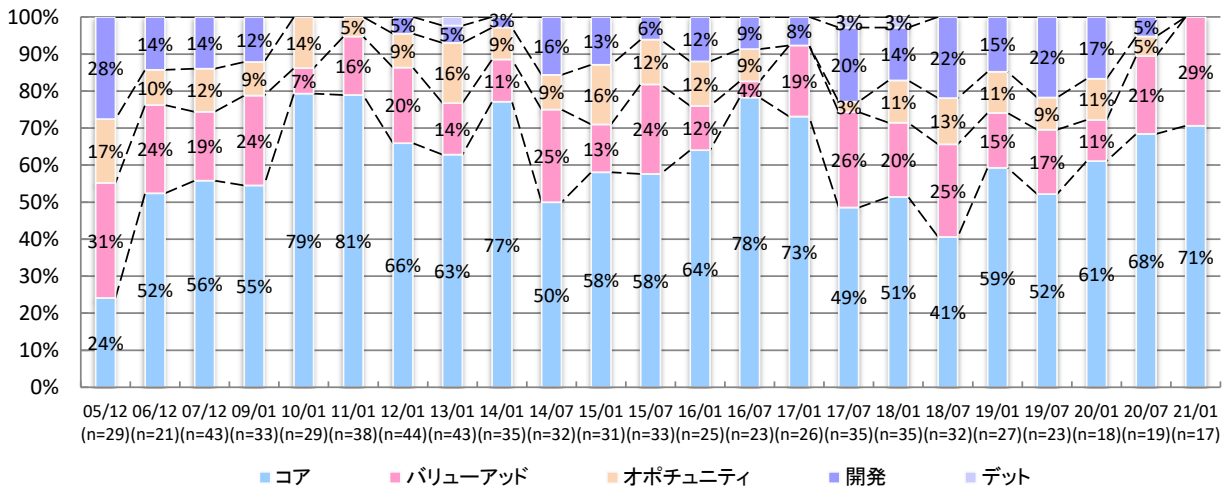


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取組について

①今後1年以内のファンド組成

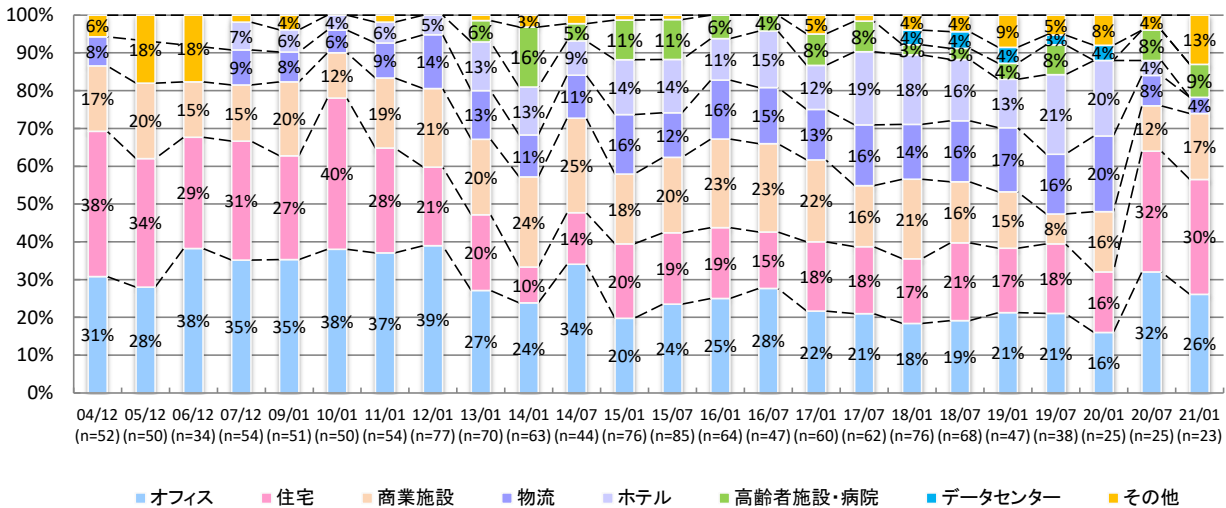
- ・1年以内に組成予定ファンドの「コア化」が一層進行(図表13参照)。
- ・1年以内に組成予定ファンドの投資対象プロパティタイプは、「ホテル」との回答はなく、「オフィス」の割合の減少が目立つ(図表14参照)。
- ・1年以内に組成予定ファンドの「東京23区」、「首都圏」割合が増加(図表15参照)。
- ・1年以内に組成予定ファンドのLTV水準は再び上昇(前回59.4%⇒今回66.5%)(図表16参照)。
- ・レンダーの融資態度の厳格化および不動産価格の下落に対する警戒感が緩和。ただし、運用期間は短期化させており、出口戦略におけるフレキシブルな対応を可能としている。

<図表13:運用スタイル(1年以内のファンド組成)>



※2013年1月調査より選択肢に「デット」を追加

<図表14:投資対象プロパティタイプ(1年以内のファンド組成)>

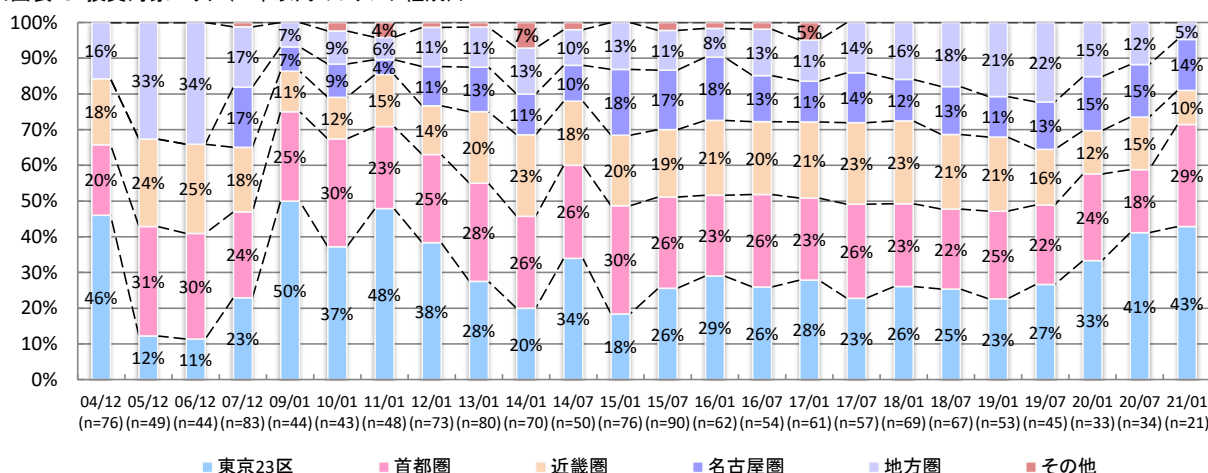


※2013年01月調査より「高齢者施設」「医療関連施設」を追加  
 ※2017年12月調査より「データセンター」を追加

※2017年12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

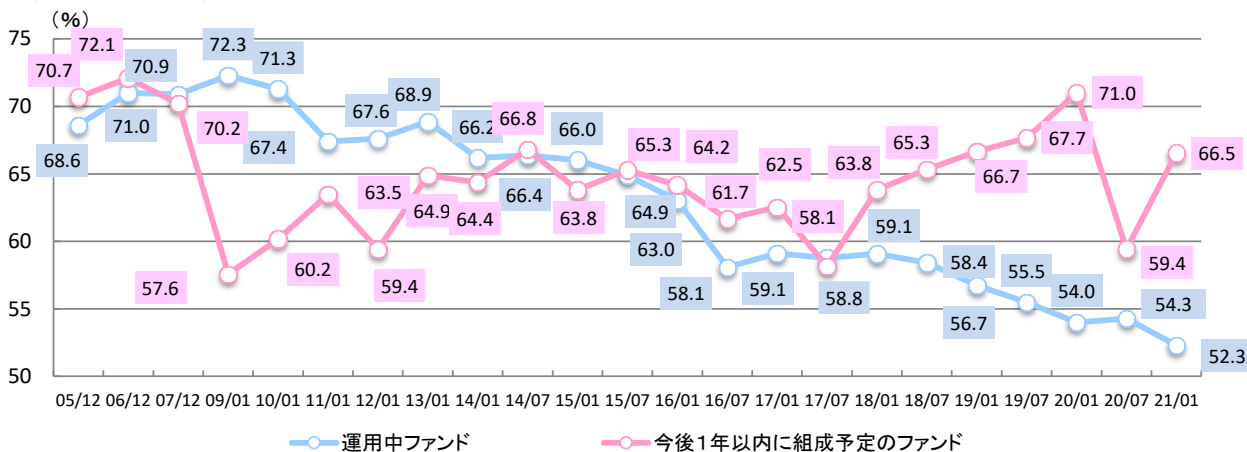


<図表15: 投資対象エリア(1年以内のファンド組成)>



※2017年7月調査より「その他」を削除

<図表16: LTV平均の推移(1年以内のファンド組成)>

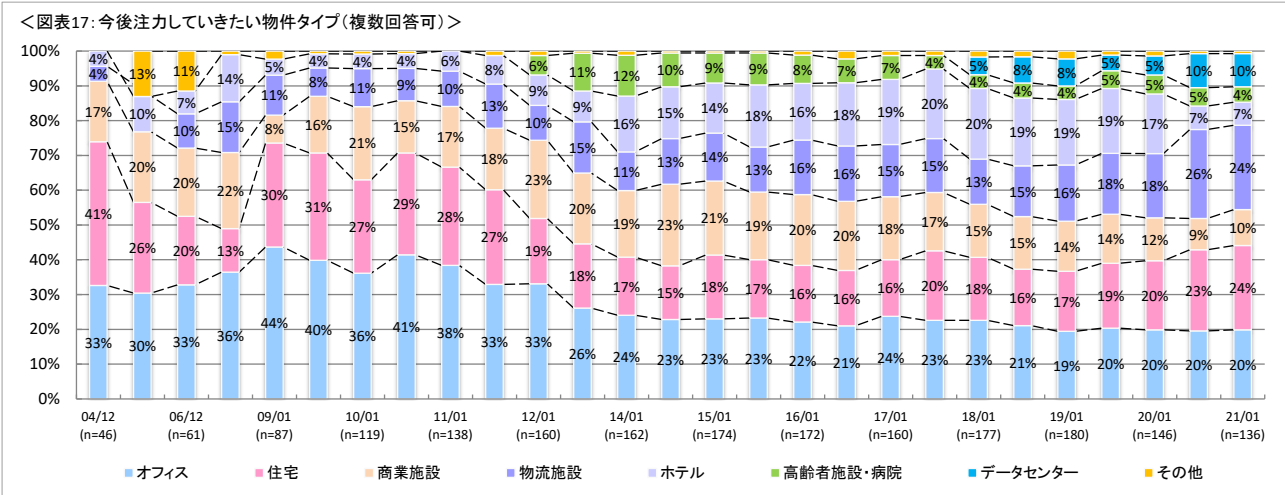


LTVについては総投資額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、過去調査との連続性の観点から、取得価格ベースで計算して平均値を算出している。

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)

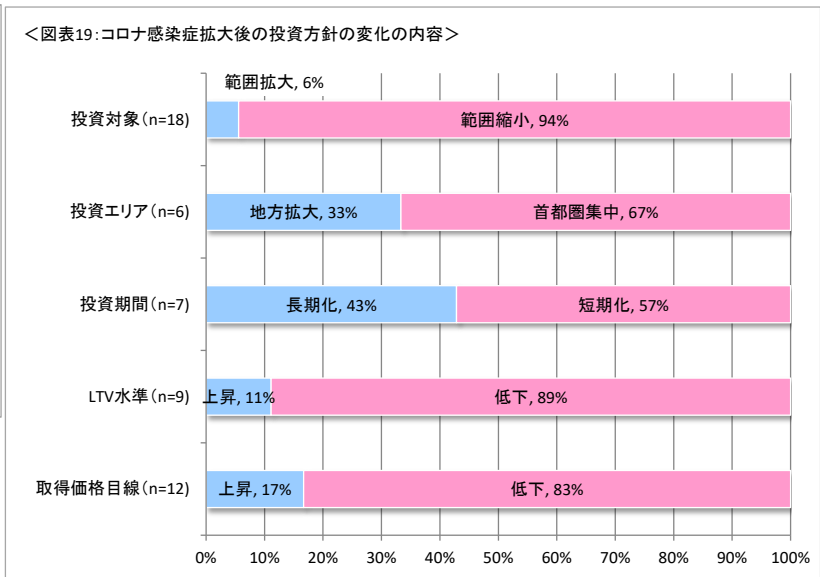
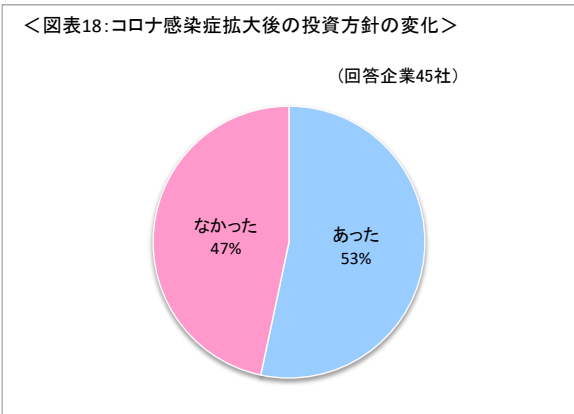
・今後注力していきたい物件タイプとして「ホテル」の割合が減少し、「住宅」、「商業施設」が増加。また、「物流施設」の割合は依然として高い (図表 17 参照)。



※2017年12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 ※2017年12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

・回答者の半数以上が新型コロナウイルス感染症拡大後の投資方針の変化があったと回答し(図表 18 参照)、当該投資方針の変化として、「取得価格目線の低下」、「投資対象の範囲縮小」、「LTV 水準の低下」などの回答が多数を占めた。また、「投資期間」については、前回調査と比較して「短期化」の回答が増加した(前回調査における「短期化」の回答割合: 40%) (図表 19 参照)。

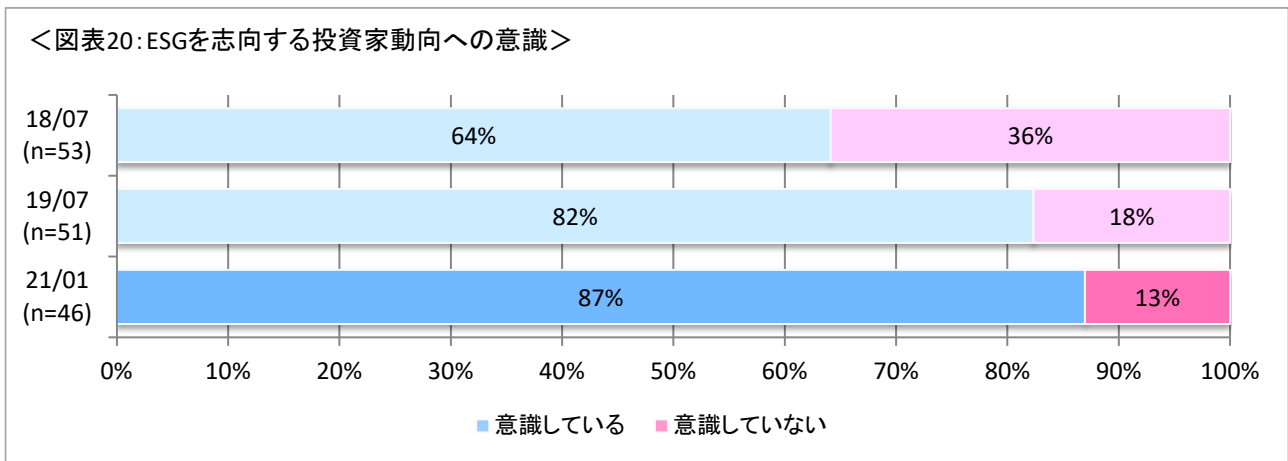


### 3.不動産私募ファンド市場を取り巻く状況とビジネスの方向性について

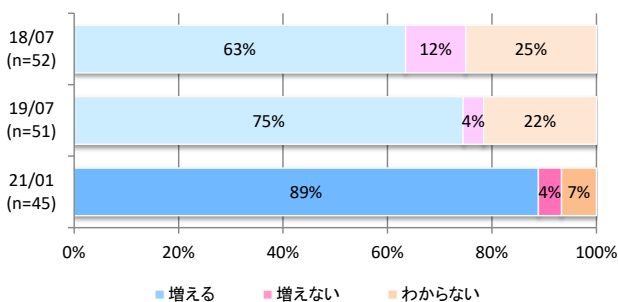
#### ①ESG※の取組意識

- ・アンケート回答者による ESG を志向する投資家動向への意識は、年々高まりをみせている(図表 20 参照)。
- ・ESG 志向の投資家は、国内外ともに増加するとの見通しが回答者の 9 割前後に達した(図表 21-1、図表 21-2 参照)。

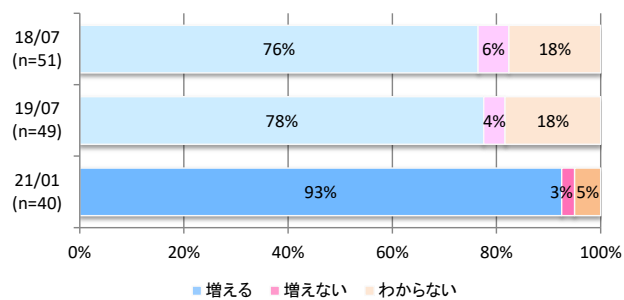
※「責任投資原則 (PRI : Principles for Responsible Investment)」の中で、資産運用に組み込むよう推奨された環境 (Environment)、社会 (Society)、ガバナンス (Governance) の概念



<図表21-1: ESG志向の投資家増減の見通し(国内投資家)>



<図表21-2: ESG志向の投資家増減の見通し(海外投資家)>



## 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。