

不動産私募ファンドに関する実態調査 2023年7月 ～調査結果～

2023年9月15日



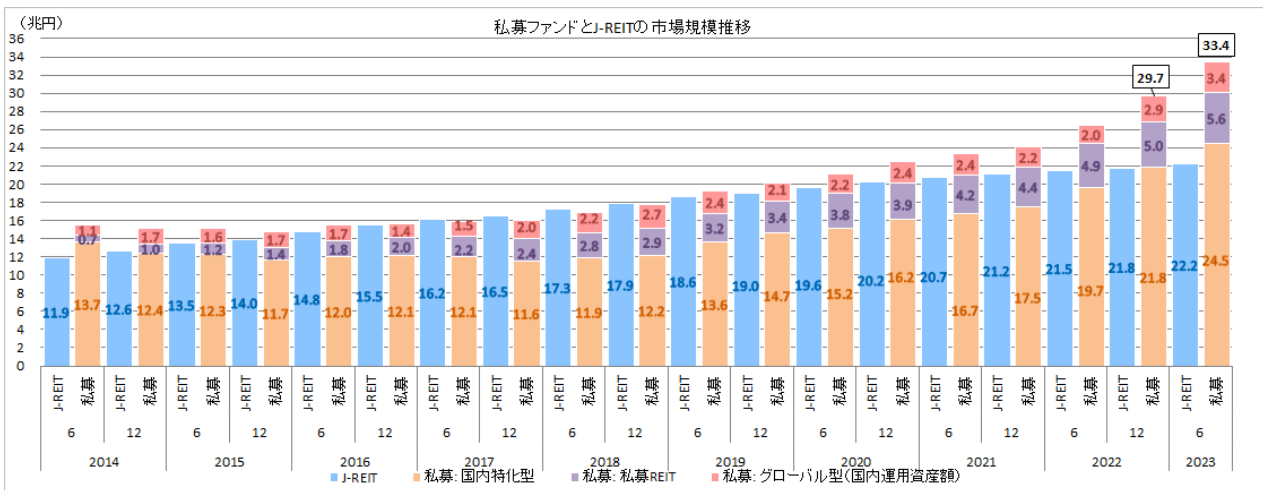
本調査は一般社団法人不動産証券化協会 (ARES) と株式会社三井住友トラスト基礎研究所 (SMTRI) が共同で実施した、第3回「不動産私募ファンドに関する実態調査」である。SMTRI単独では、2003年12月より本調査をアンケート形式で行っており、今回の調査で36回目となる。共同調査への移行後は、有効回答率が増加しており調査精度を高めることができている。

- 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:149社
- 回答社数:86社(有効回答率:57.7%)
- 調査時期:2023年7月～8月(2023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 33.4 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、2023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33.4兆円と推計した。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(2022年12月末時点:29.7兆円)から約3.7兆円(約12.4%)増加し、不動産私募ファンドの市場規模拡大ペースが加速している。運用資産規模を拡大させた運用会社数が規模を縮小した運用会社数を大きく上回り、円安進行を背景とした外資系運用会社だけでなく、国内運用会社でも大幅に資産規模を拡大させた運用会社が多くみられた。特に、私募REITは、運用資産額の増加率が前回の+2.8%から今回+11.5%へ加速しており、国内投資家の旺盛な投資意欲を背景に、銘柄数・資産規模ともに順調に拡大している。また、海外投資家資金については、円安進行に加え、①コロナ禍からの経済回復が進み成長率が高まる日本国内の状況および②金利上昇が続く欧米と比べ安定して厚いイーロードギャップを維持していることを背景に引き続き流入しており、国内投資家資金とともに不動産私募ファンド市場を更に拡大させていることが確認された。

※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・クォーターリー」、三井住友トラスト基礎研究所

＜投資家の意欲は総じて堅調。海外金融市場の変調による投資方針の変化は過半が「影響なし」＞

・運用会社から見たエクイティ投資家の投資意欲は「変化はない」との回答が大半を占めており、堅調な投資意欲が改めて確認された。ただし「低くなってきている」が「高くなってきている」の回答数を上回り、投資家の投資意欲が減退していると考えられる運用会社がわずかに増加している。海外投資家については、全ての属性で「減少」との回答

が見られたが、その中で、海外富裕層は「増加」の回答割合が3割弱となり、「減少」を大きく上回った。慎重姿勢をとる海外投資家がやや増加する一方で、日本の不動産投資に積極姿勢を続け、投資額を増加させている海外投資家も引き続きみられる。

・海外で金融引き締めにより金利が大幅に上昇し、米地銀などで信用不安が発生していることの影響について、投資方針の「変化があった」とする回答は14%にとどまった。ただし、投資方針の変化はなかったが「今後ありうる」とする回答が42%を占めており、今後の動向を注視する姿勢がうかがえる。「変化があった」とする回答のうち、変化の内容について回答数が最多となったのは「投資額の縮小」「取得価格目線の低下」であった。

＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2023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。

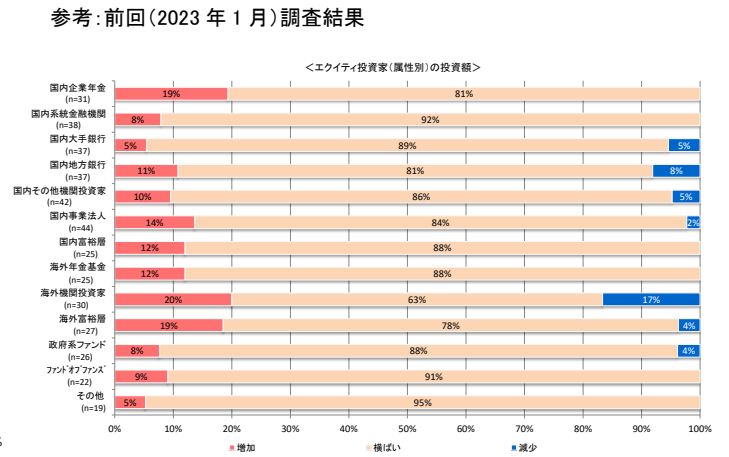
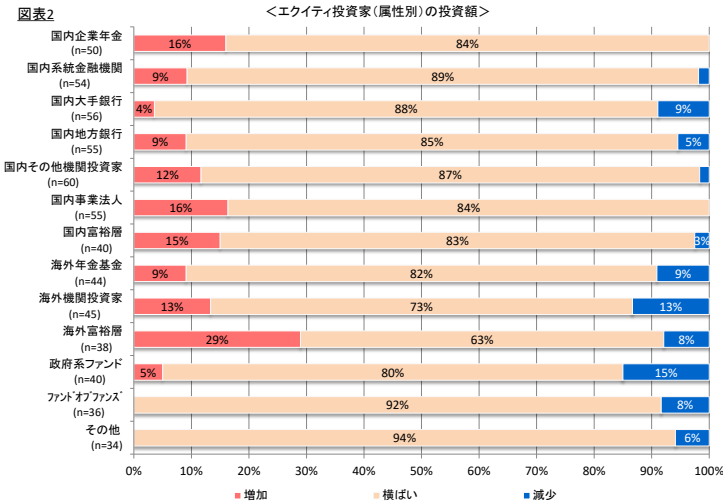
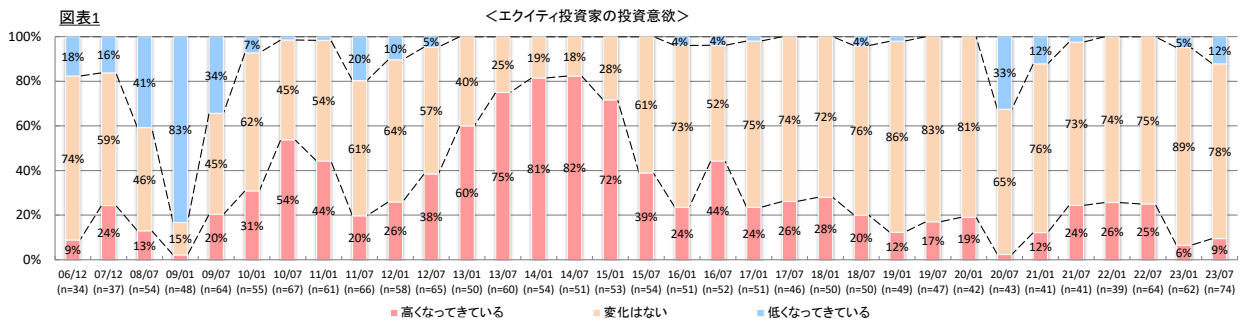
1.不動産投資運用ビジネスの状況について

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ついては、「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改めて確認された。一方で「低くなってきている」が「高くなってきている」の回答数を上回り、投資家の投資意欲が減退していると考える運用会社がわずかに増加している(図表1参照)。

・エクイティ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、前回調査よりも「減少」の回答割合が目立つ結果となった。特に海外投資家については、全ての属性で「減少」との回答が見られたが、その中で、海外富裕層は「増加」の回答割合が3割弱となり、「減少」を大きく上回った。慎重姿勢となった海外投資家がやや増加した背景として、自国内での不動産価格下落の日本不動産への波及懸念や、日本においてもオフィスなどで貸貸市場における需給緩和が見込まれること等が考えられるが、一方で、日本の不動産投資に積極姿勢を続け、投資額を増加させている海外投資家も引き続きみられる(図表2参照)。

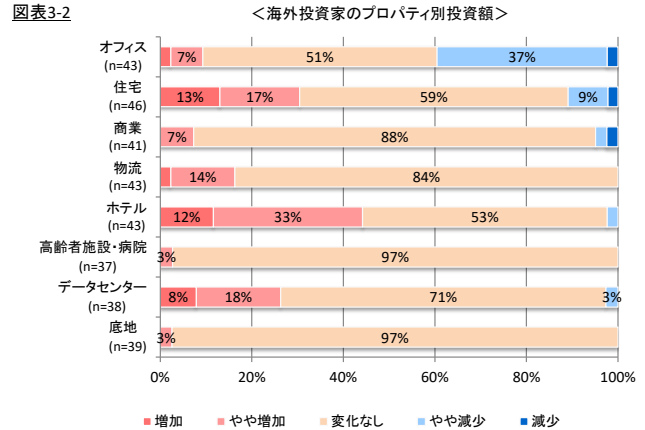
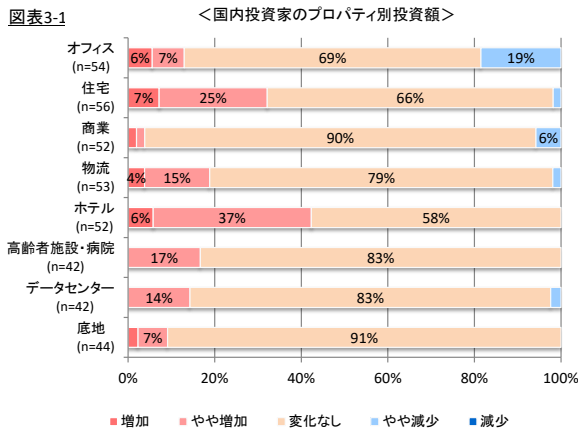


b. 国内投資家・海外投資家毎のプロパティタイプ別投資額および各エリアの海外投資家の投資額の状況

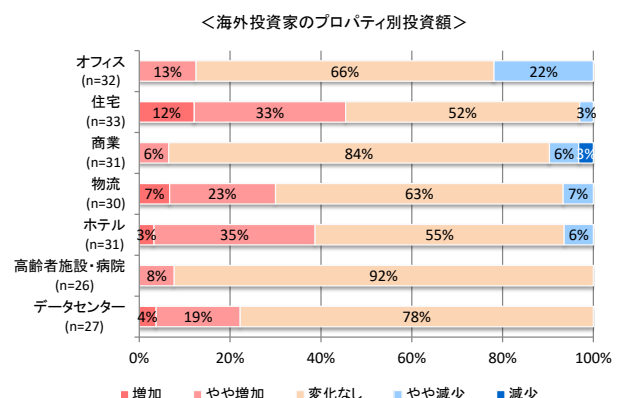
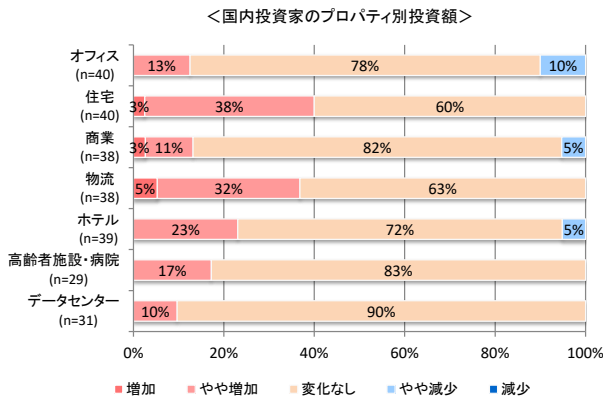
・プロパティタイプ別投資額は、国内・海外投資家ともに「増加」「やや増加」の回答割合が最多となったのは「ホテル」となった。国内旅行意欲の高まりや訪日外客数の急増により、ホテルへの投資意欲が高まっている。また、「住宅」も「増加」「やや増加」の回答割合が合計で約3割を占めた一方、「物流」は、「増加」「やや増加」の回答割合が前回調査から減少した。また、「オフィス」では、国内・海外投資家ともに「やや減少」の回答割合が前回調査から増加しており、オフィスの先行き懸念により投資額を減少させた投資家が一定数みられた(図表3参照)。

・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」が過半を占めたが、「減少」「やや減少」の回答割合が前回調査よりもやや増加した。特に北米と欧州の投資家の投資額減少が目立つ一方、中国・中東以外アジアの投資家は計35%が投資額を増加させており、地域により投資姿勢に濃淡がある(図表4参照)。

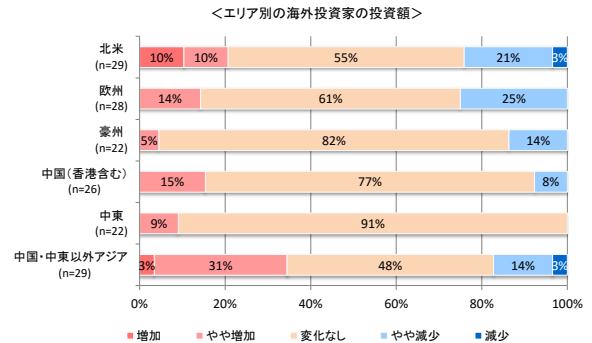
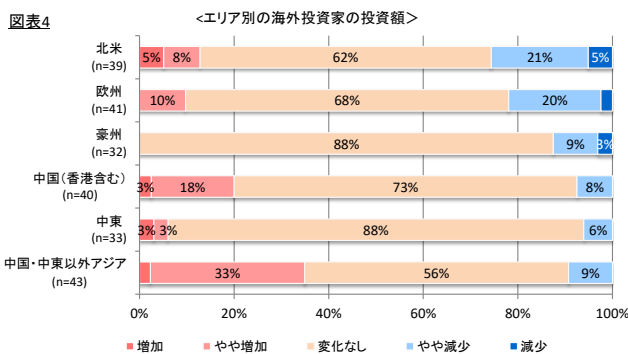
・海外投資家が日本の不動産に投資する理由としては、「政治的・経済的な安定性が高い」、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」との回答が引き続き多い(図表5参照)。

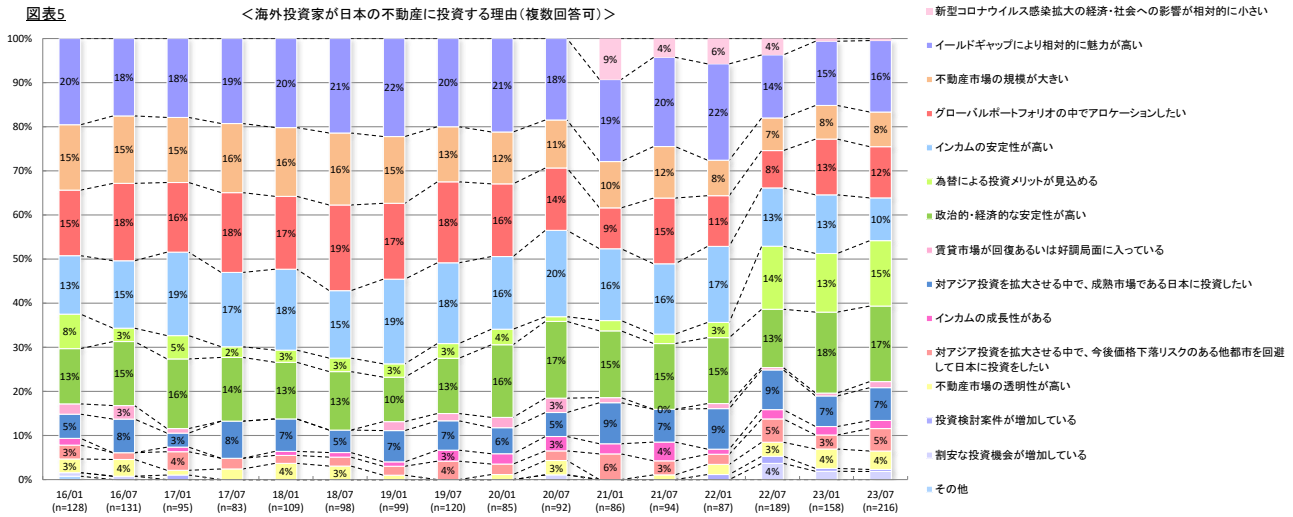


参考: 前回(2023年1月)調査結果



参考: 前回(2023年1月)調査結果

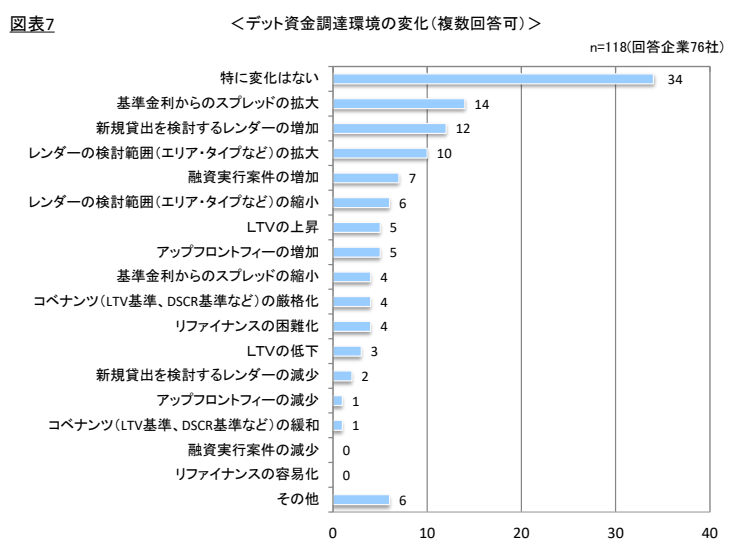
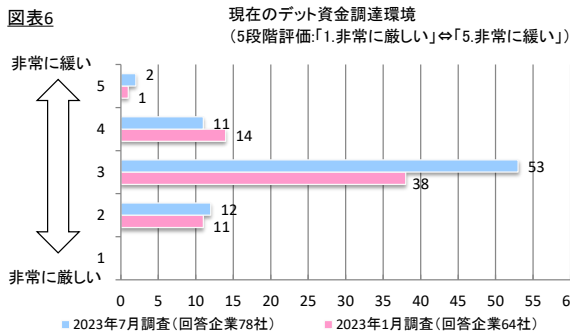




② デットの資金調達環境

・現在のデット資金調達環境に対する質問に対しては、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、前回調査との比較では、「緩い」「非常に緩い」との回答数がやや減少した一方で「厳しい」の回答数が僅かに増加し、回答者全体の平均値は前回調査からやや低下している(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」、「融資実行案件の増加」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った。ただし、当該質問は2022年下半年と比較した2023年上半期のデット資金調達状況の変化を聞いた項目であり、2023年7月の日銀の金融政策変更(イールドカーブコントロールの運用柔軟化)による影響については、次回以降の調査結果を注視していく必要がある(図表7参照)。

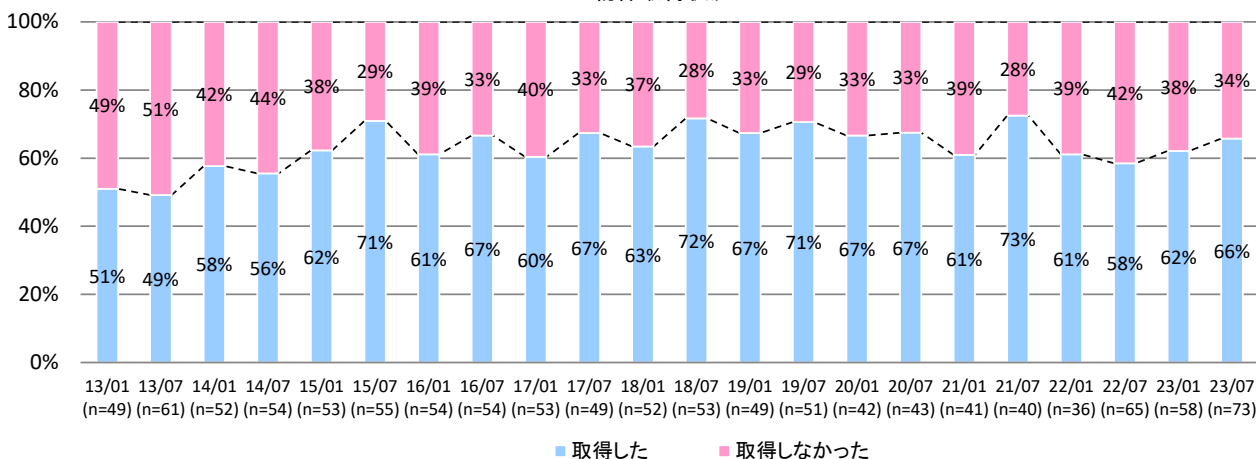


③ 不動産取引状況

- ・2023 年上半期に物件取得を行ったとする回答割合は 66%となり、前回調査の 62%からやや増加した。不動産価格の高騰が継続する中でも 3 分の 2 の運用会社が物件を取得している。(図表 8 参照)。
- ・2023 年上半期に物件売却を行ったとする回答割合は 49%であり、2022 年 1 月調査以降では最も高い割合となった。保有物件の入替を行った運用会社が 2023 年上半期は比較的多かったことがうかがえる(図表 9 参照)。
- ・2023 年上半期は、エクイティ・デット共資金調達環境は良好な状態が継続しており、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。一方、海外投資家を中心に投資額を減少させている投資家がやや増加するなど投資意欲の減退の兆候も一部で見られ、日銀の金融政策の変更もあり、資金調達面での懸念材料も増えてきている。今後の不動産取引状況を注視していく必要がある。

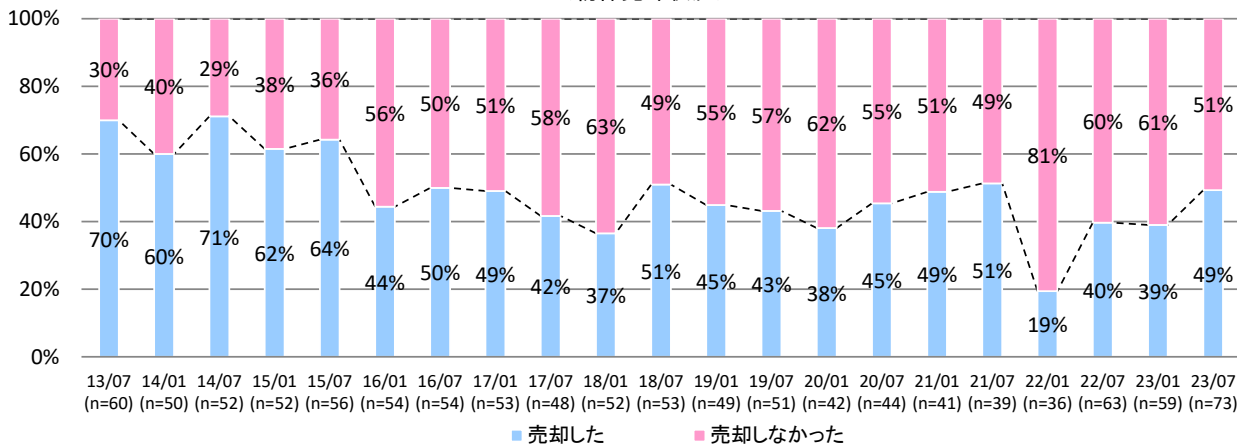
図表8

<物件取得状況>



図表9

<物件売却状況>

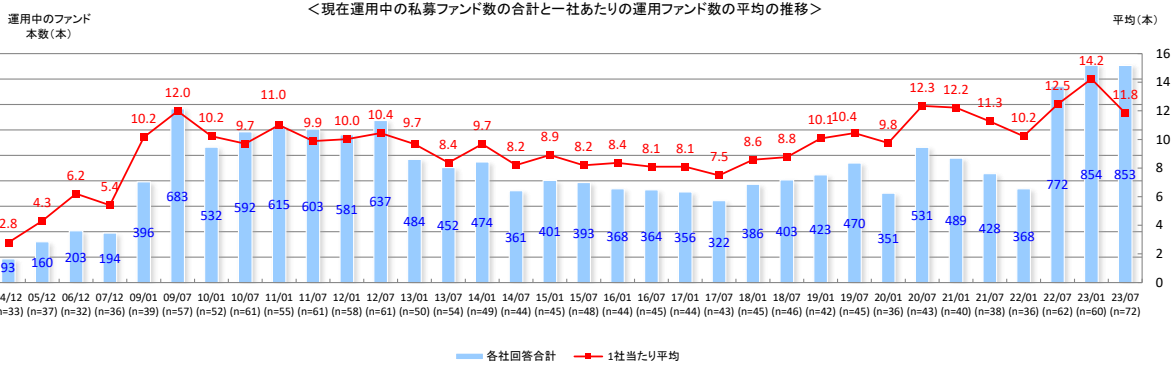


④ 現在運用中のファンドの概要

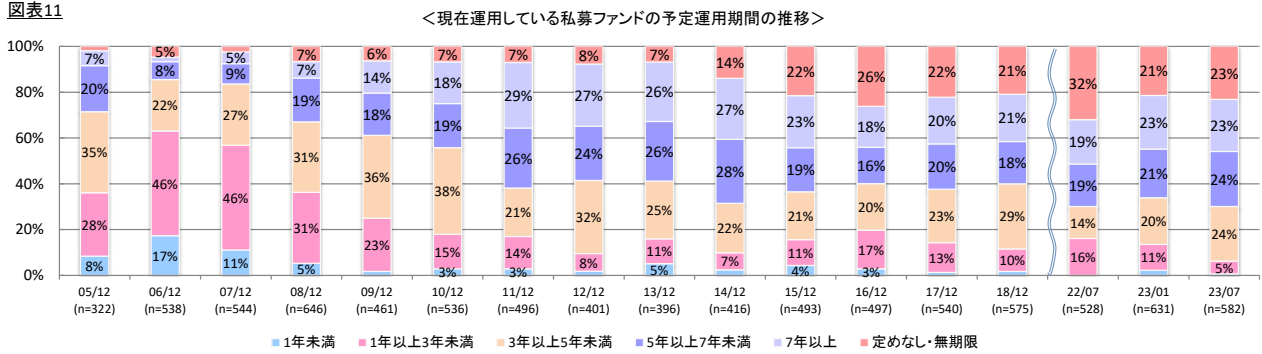
a. 運用中ファンドの本数、予定運用期間

- ・現在運用中の私募ファンド数の合計と一社あたりの運用ファンド数の平均の推移をみると、ファンドの合計数は前回とほぼ変わらず、一社あたりの運用ファンド数の平均は前回の 14.2 本から大きく減少し 11.8 本となった(図表 10 参照)。
- ・現在運用している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」の回答割合は 20~30%程度の水準を維持している。クローズドエンドの運用期間は、「3 年未満」が減少傾向にあり、その減少分を埋めるかたちで「3 年以上 5 年未満」の割合が増加している(図表 11 参照)。

図表10



図表11



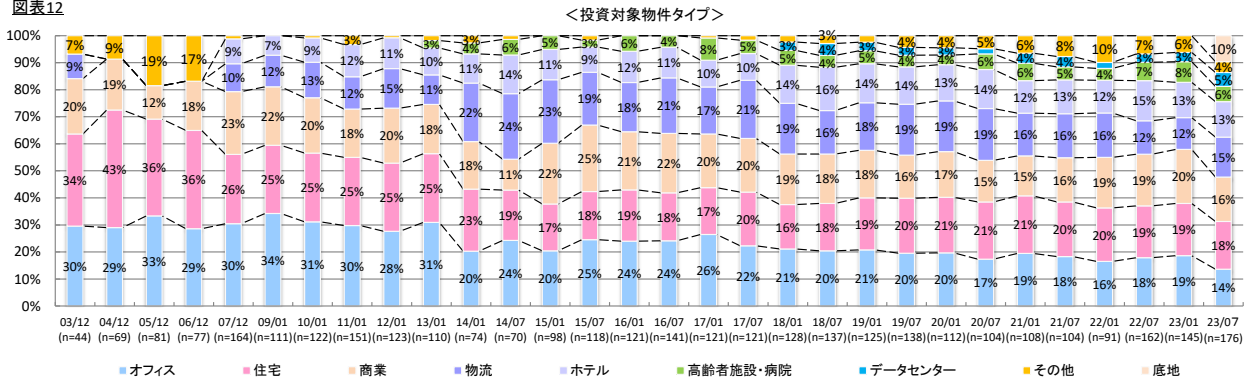
※2018年以前のデータは、不動産証券化協会「会員対象 不動産私募ファンド実態調査」の調査結果

b. 運用中ファンドの投資対象の物件タイプ、エリア

・掲載可能なファンドを対象に、各タイプに投資しているファンド数を数え、全タイプの合計値に対するタイプ別の割合をみると、投資対象物件タイプは多様化している。なお、今回調査より選択肢に追加した「底地」が10%を占める結果となった(図表12参照)、一方で回答者の運用資産額に占める割合でみると、「オフィス」が41%、「住宅」が17%と、両者で約6割を占めている状況に変わりはないものの、2020年7月の調査開始以降初めて「オフィス」の回答割合が低下した(前回調査44%)。都心部でのオフィスの空室率の高まりやオフィス賃貸市場の先行き懸念を背景に、運用資産額の面でも投資対象アセットの分散が進んでいる可能性がある(図表13参照)。

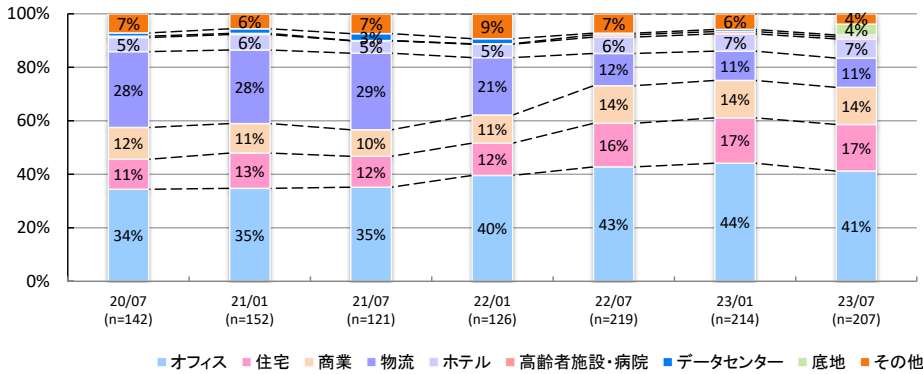
・掲載可能なファンドを対象に、各エリアに投資しているファンド数を数え、全エリアの合計値に対するエリア別の割合をみると、「東京23区」の割合がやや高く、その他「首都圏」、「近畿圏」、「名古屋圏」、「地方圏」に概ね同水準で分散されている(図表14参照)。一方で、回答者の運用資産残高全体に占める投資エリア別の投資割合でみると、地価が相対的に高い「東京23区」および「首都圏」の割合が合計で77%、「近畿圏」まで含めると91%と運用資産額の大部分を占めている(図表15参照)。

図表12



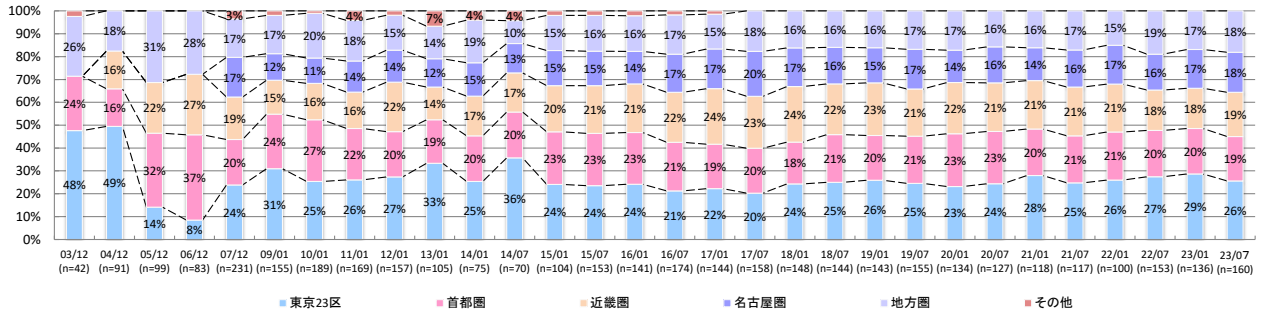
※2004年1月調査～2007年1月までは、「物流」「ホテル」は「その他」に含めている
 ※2013年1月調査より選択肢に「高齢者施設」および「医療関連施設」を追加
 ※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し過去の値は合算。また、「データセンター」を追加。
 ※2023年7月調査より「底地」を追加
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。

図表13 <投資対象の推移(金額ベース)>



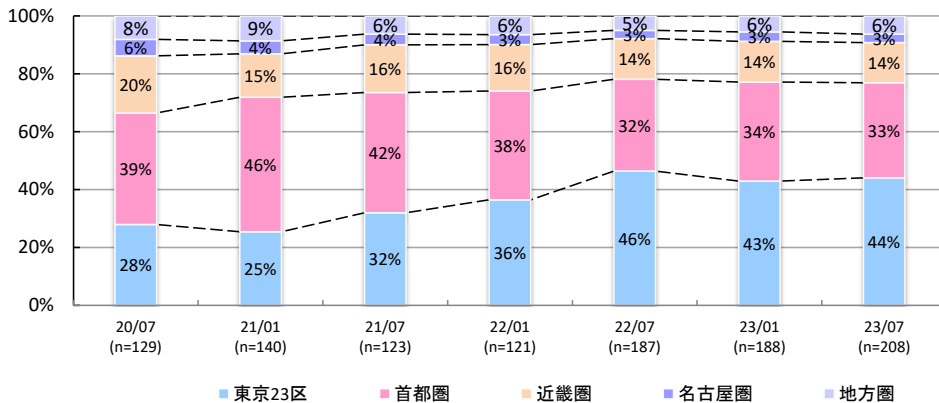
※運用資産額に占める割合については2020年7月調査から調査開始
 ※2023年7月調査より選択肢に「底地」を追加

図表14 <投資対象エリア>



※2004年1月調査~2007年1月調査までは「名古屋圏」「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)>



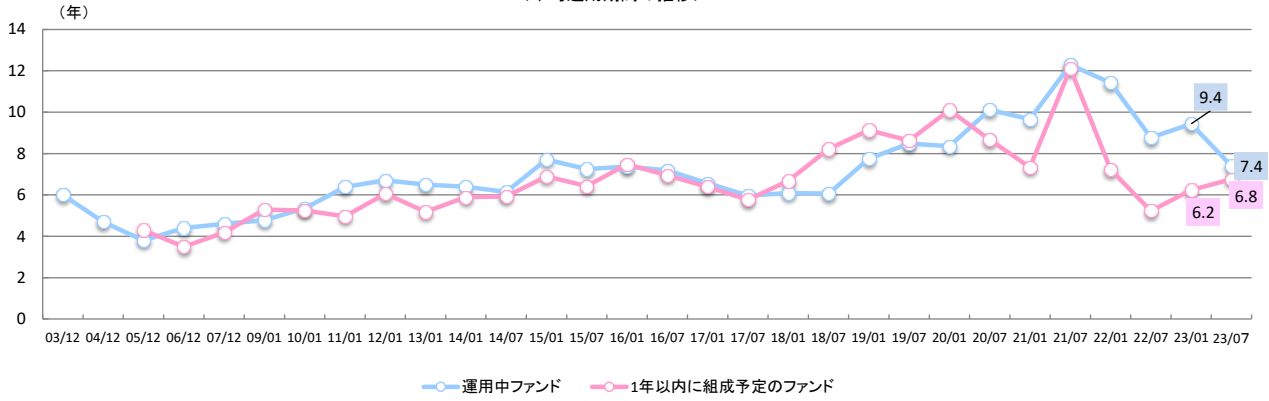
※運用資産額に占める割合については2020年7月調査から調査開始

c. 運用期間、LTV水準、目標IRR

- ・「運用中ファンド」の平均運用期間は前回調査と比べて短期化したものの、「1年以内に組成予定のファンド」の平均運用期間は前回調査と比べてわずかに長期化した。特に「1年以内に組成予定のファンド」では運用期間を20年以上とする長期運用のファンドが2年ぶりに確認された(図表16参照)。
- ・運用中ファンドの平均LTVは前回調査よりも上昇した。長期・安定的な運用を実現する観点から低LTVが選好される一方で、利回り確保の観点からLTVをやや高めているファンドも散見される(図表17参照)。
- ・目標利回り(Cash on Cash)は前回調査と概ね同水準であった。引き続きコア物件重視の運用スタイルが主流となっており、5%前後の水準を維持している。(図表18参照)。

図表16

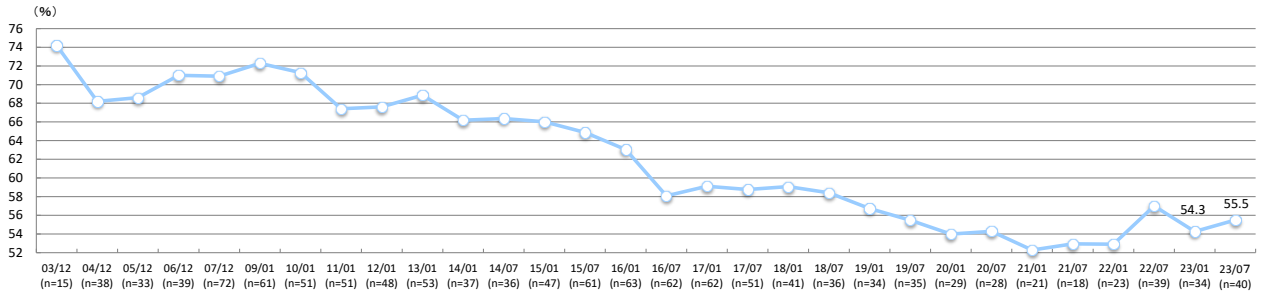
<平均運用期間の推移>



※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

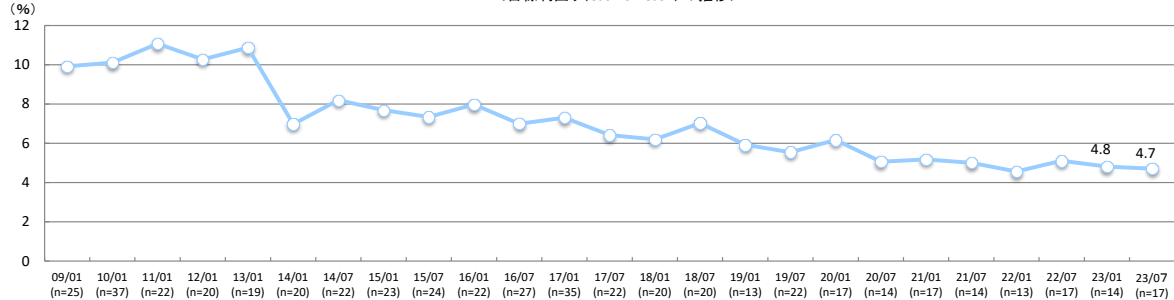
<平均LTVの推移>



※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>

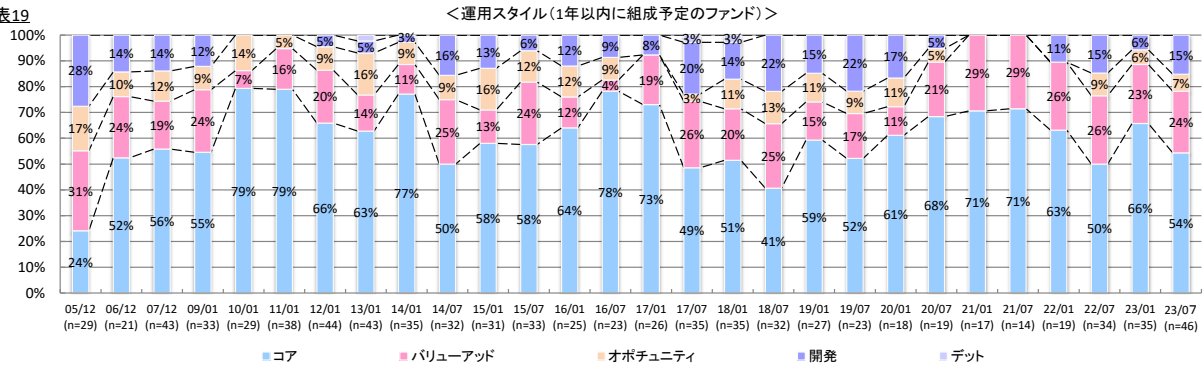


2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取組について

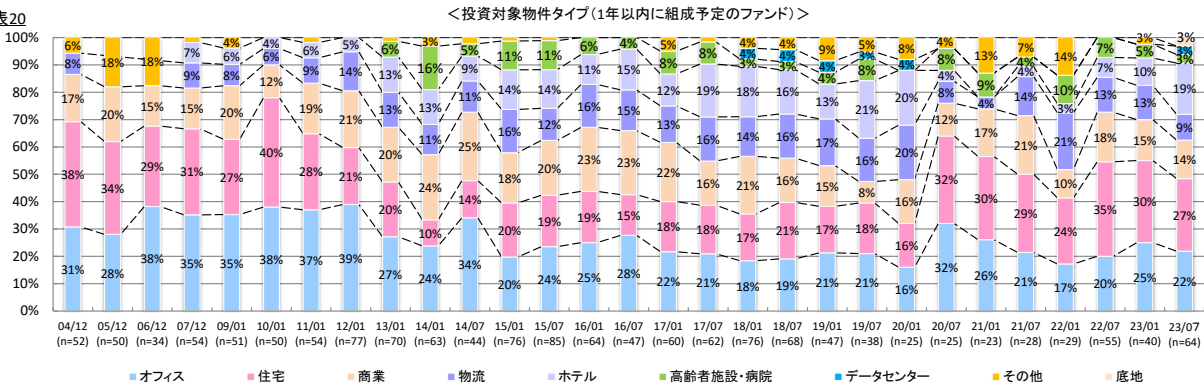
①今後1年以内のファンド組成

- ・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」の回答割合が減少。一方で「開発」の増加が目立つ(図表19参照)。
 投資対象プロパティタイプは、「オフィス」「住宅」「商業」「物流」の回答割合が減少し、「ホテル」が大幅に増加(図表20参照)。
 投資エリアは、「東京23区」、「首都圏」の回答割合合計で半数近くを占める状況に変化はないが、2021年1月調査以降、増加基調にあった「地方圏」に頭打ち感がみられる(図表21参照)。
- ・今後1年以内に組成予定ファンドのLTV水準は低下した。足元では利回り確保の観点からLTVをやや高めるファンドが散見される一方、先行き不安からLTVを抑えるファンドも出てきている(図表22参照)。

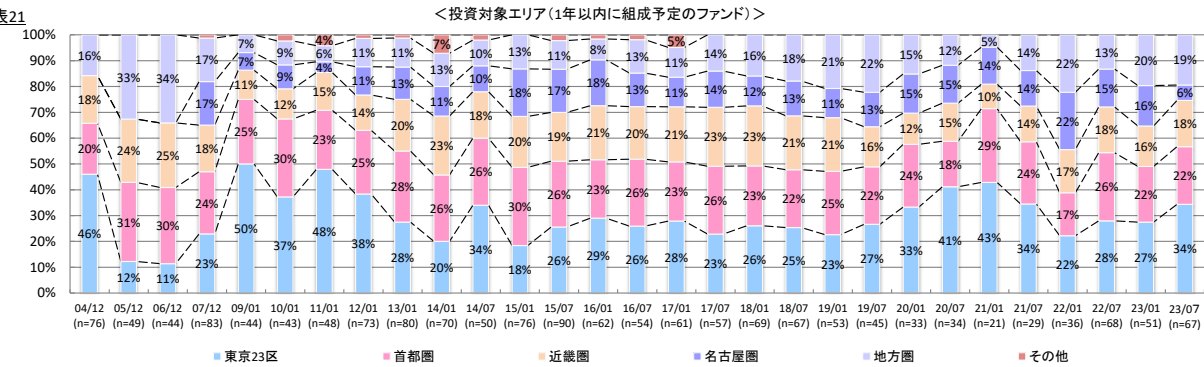
図表19



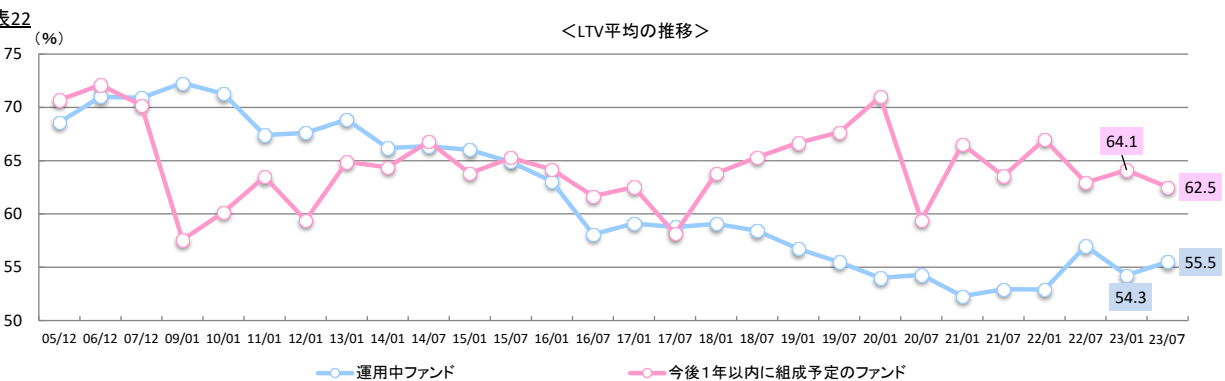
図表20



図表21



図表22

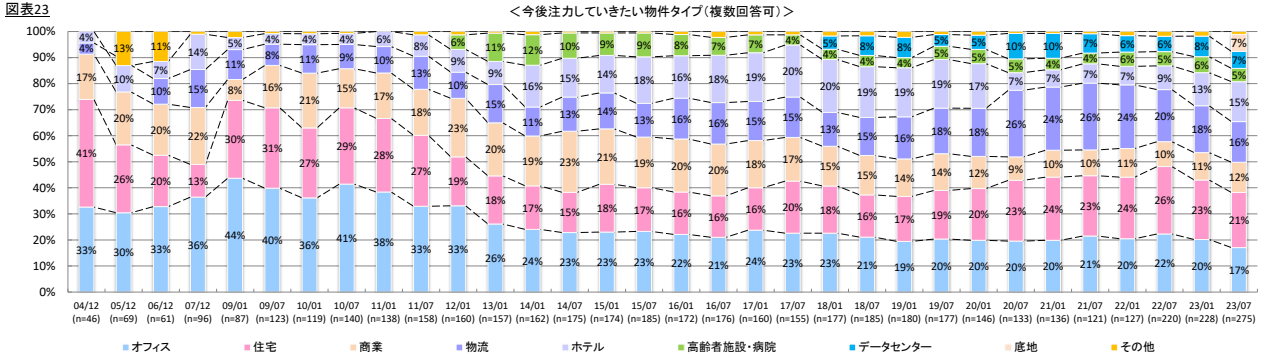


※LTVについては総投資額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、過去調査との連続性の観点から、取得価格ベースで計算して平均値を算出している。

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として、「オフィス」、「住宅」、「物流」の回答割合が減少し、「ホテル」の回答割合が増加した(図表 23 参照)。



※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「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

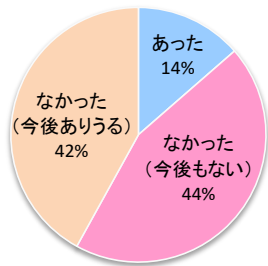
b. 海外金融市場の変調による投資方針の変化

・海外で金融引き締めにより金利が大幅に上昇し、米地銀などで信用不安(あるいは金融不安)が発生していることの影響について、投資方針の「変化があった」とする回答は14%にとどまった。。ただし、投資方針の変化はなかったが「今後ありうる」とする回答が42%を占めており、今後の動向を注視する姿勢がうかがえる(図表 24 参照)。

・「変化があった」とする回答のうち、変化の内容について回答数が最多となったのは「投資額の縮小」「取得価格目線の低下」であった(図表 25 参照)。

図表24 <投資方針の変化>

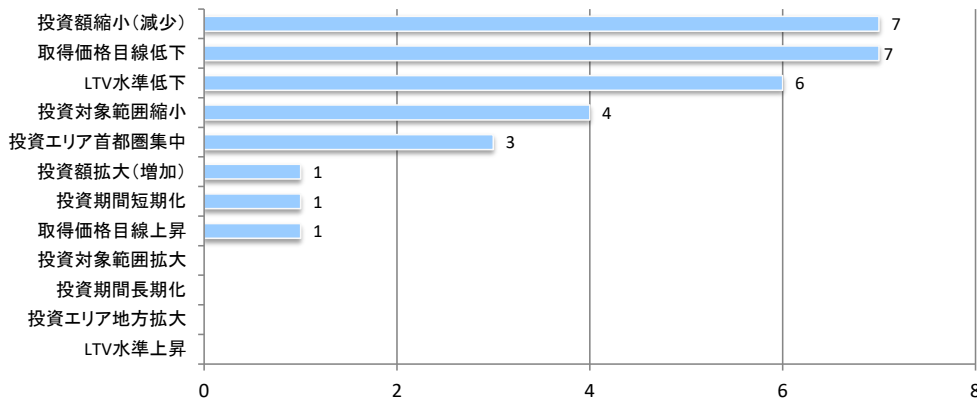
(回答企業81社)



図表25

<投資方針変化の内容>

n=30(回答企業10社)

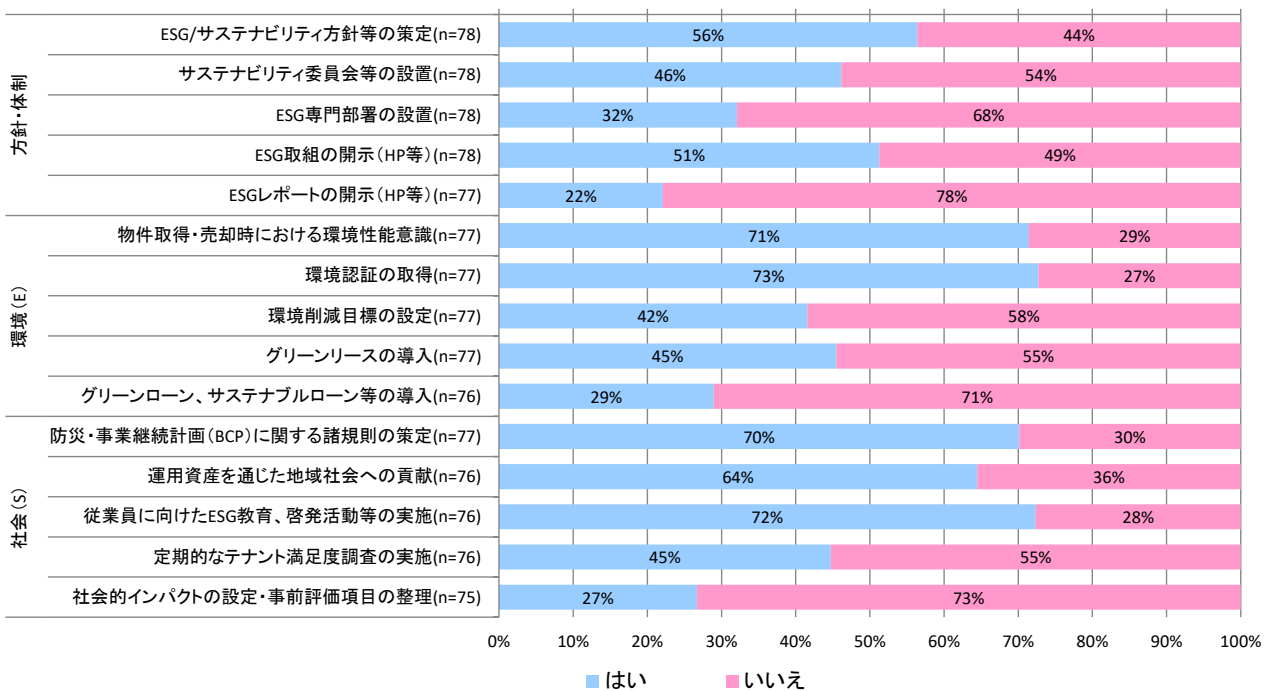


c. ESG*の取組状況、TCFD への対応

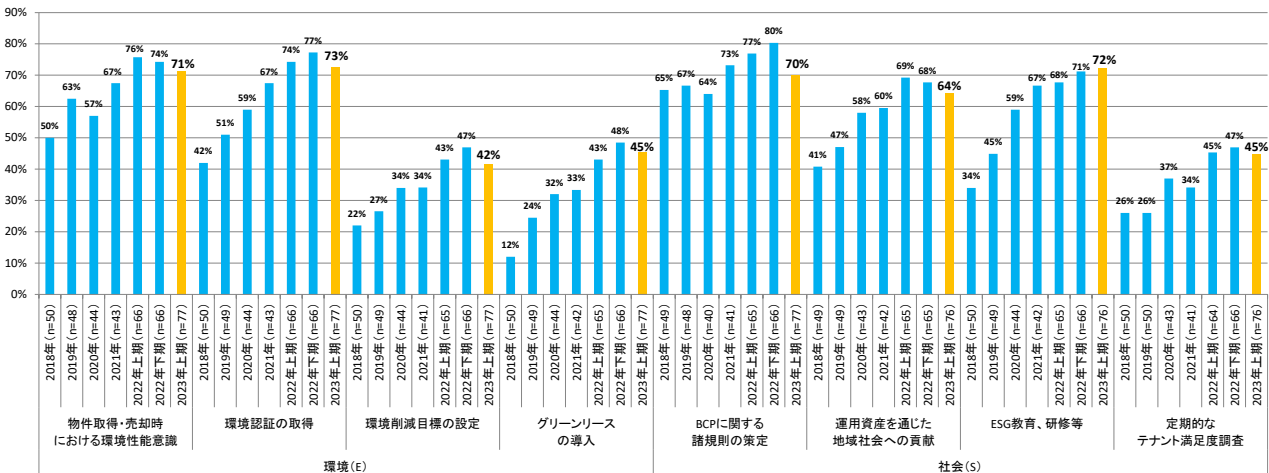
- ・ESGの取組状況について、「物件取得・売却時の環境性能意識」「環境認証の取得」「BCPに関する諸規則の策定」「ESG教育・研修等」へ取り組んでいるとの回答が7割を超えた(図表26参照)。
- ・ESGの取組状況の推移をみると、「ESG教育、研修等」を除くすべての項目で取組率が減少したが、取り組んでいるとの回答実数は増加した(図表27参照)。
- ・TCFDへの対応について、「投資家からの開示要請の高まりを意識している」との回答が8割弱となった(図表28参照)。
- ・TCFDへの対応の推移をみると、すべての項目で対応率が減少したが、対応済との回答の実数は「TCFDへの賛同」「対応方針決定済」以外で増加した(図表29参照)。

※「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26 <ESG取組状況>



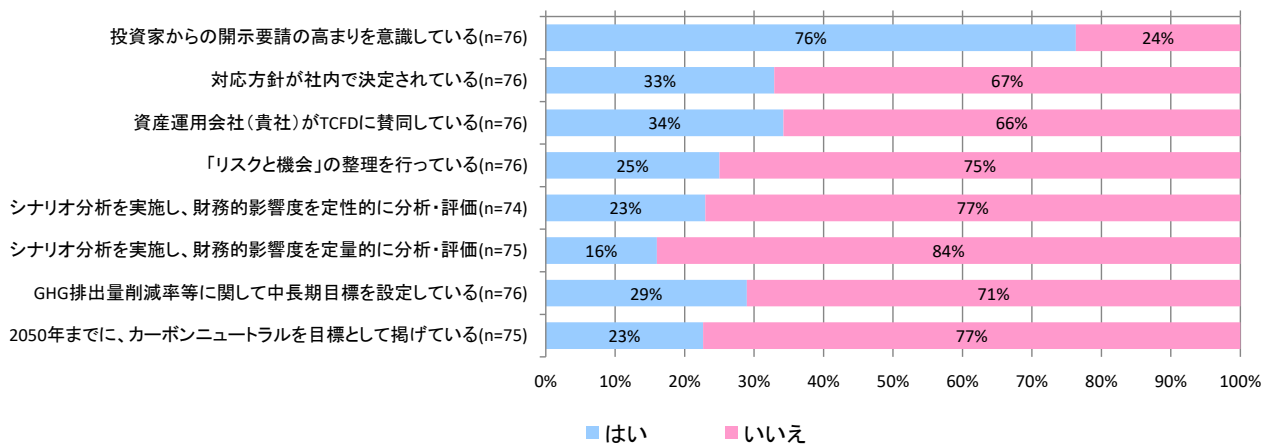
図表27 ESG取組状況の推移(環境(E)・社会(S))



※「ESG専門部署の設置」「ESGレポートの開示」「グリーンローン・サステナブルローン等の導入」「社会的インパクトの設定・事前評価項目の整理」は、2023年7月調査より質問項目を追加したため推移の掲載なし。

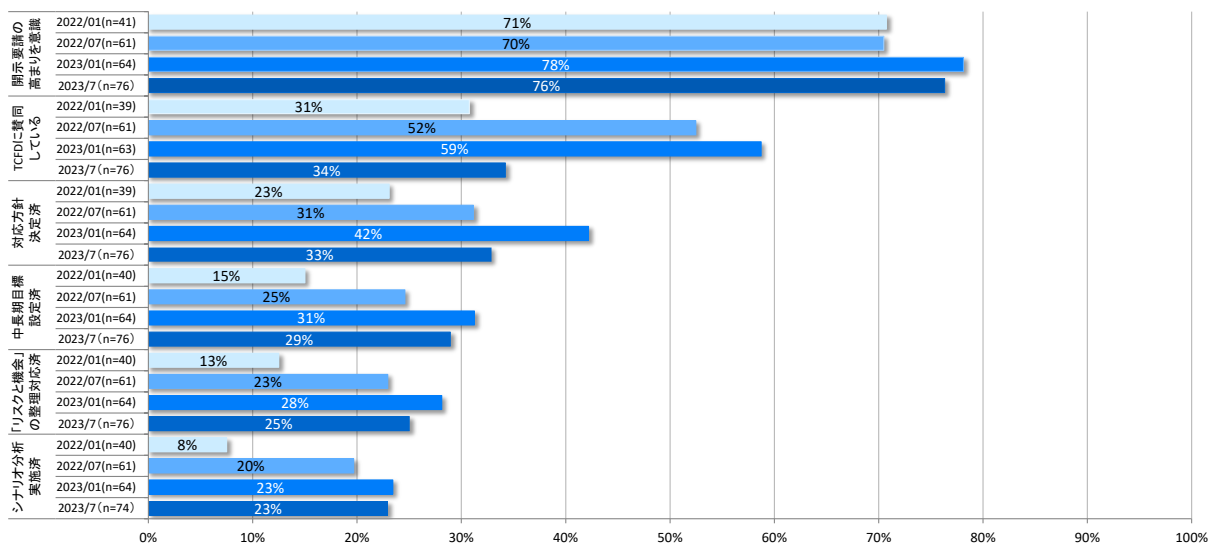
図表28

<TCFD対応状況>



図表29

<TCFDの対応状況の推移>



※ 「TCFDに賛同している」について、2023年1月調査まではスポンサー含む回答。2023年7月調査より回答社単体
 ※ 「シナリオ分析」について、2023年7月調査より質問項目を「定性的」「定量的」に細分化。上記グラフは「定性的な分析・評価」を比較対象として採用。他項目の整理」は、2023年7月調査より質問項目を追加したため、推移の掲載なし。

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、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://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。