

「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と将来動向に関する考察②

2016年3月3日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 主任研究員 清原 龍彦

E-Mail: [kiyohara@smtri.jp](mailto:kiyohara@smtri.jp)

<要約・概要>

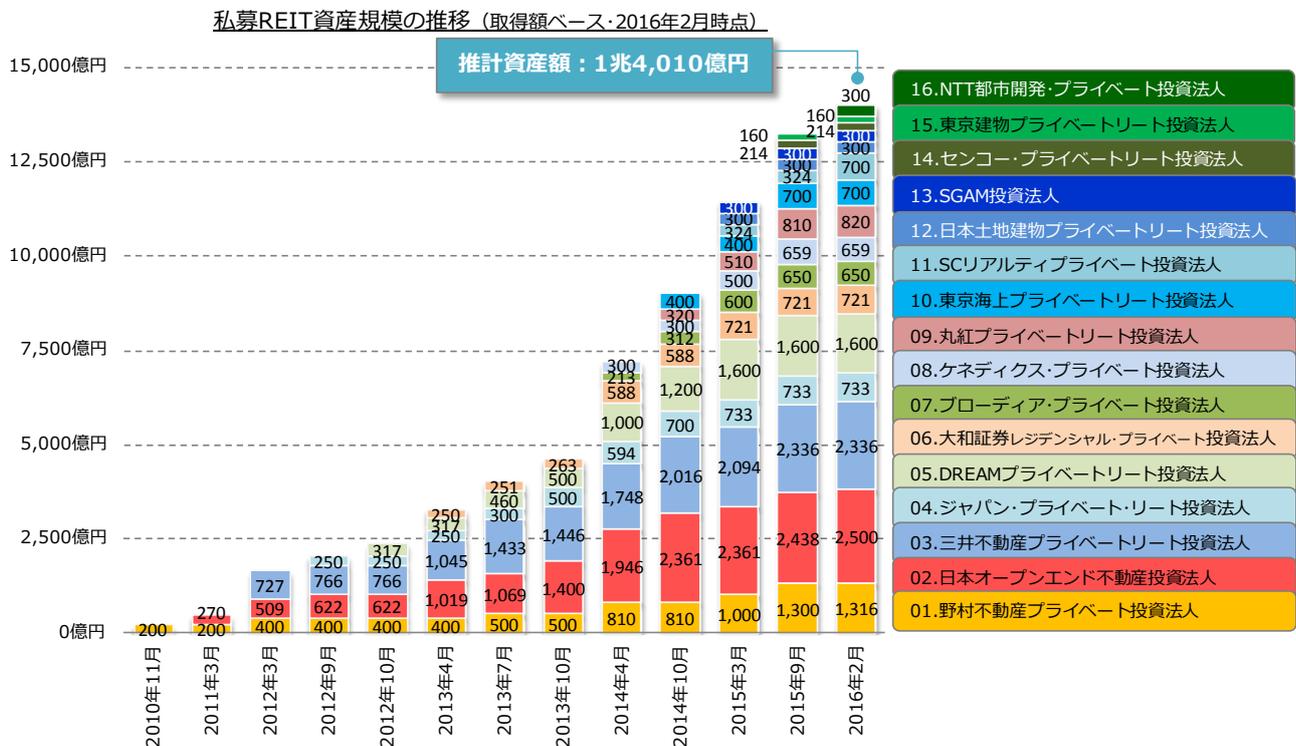
非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募 REIT」)は、2016年2月時点において16銘柄が運用を行っており、これらの資産規模の合計は1兆4,000億円を超過したものと推計される。  
 私募 REIT は設立母体の多様化も相俟って、将来的な銘柄数は20前後にまで増加、2020年における資産規模は4兆円程度まで伸長するものと思われる。  
 今後、私募 REIT における多様化は、設立母体だけでなく、投資戦略・運用方針といったファンドそのもののコンセプトについても必要になると思われ、これが更なる市場規模の拡大に繋がるものと考えられる。

1. 私募 REIT 市場の現状整理

非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募 REIT」)は、2010年11月において、国内初銘柄の運用が開始されて以降、現在では16銘柄が運用を行っており、これら16銘柄の資産規模の合計は1兆4,000億円を超過したものと推計される(2016年2月時点、取得価格ベース、公表情報をもとに当社推計)(図表1)。

私募 REIT 市場は、当初の傾向としては J-REIT の運用も行う不動産会社・総合商社や証券会社といった金融機関が設立母体として新規に運用を開始させるケースが多く見られたが、昨今では J-REIT の運用は行っていない不動産会社・事業会社を設立母体とする銘柄の運用開始というケースも散見され、設立母体の属性は多様化している。

(図表1) 私募 REIT 資産規模の推移(取得額ベース・2016年2月時点)



注1) 現時点(2016年2月時点)において、運用の開始が公表された銘柄が集計の対象

注2) 取得実績が確認されても総資産規模または取得額の記載がない場合は、直近の公表資産額を継続して記載

出所) 各社ホームページ(プレスリリース等)および新聞・雑誌記事の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

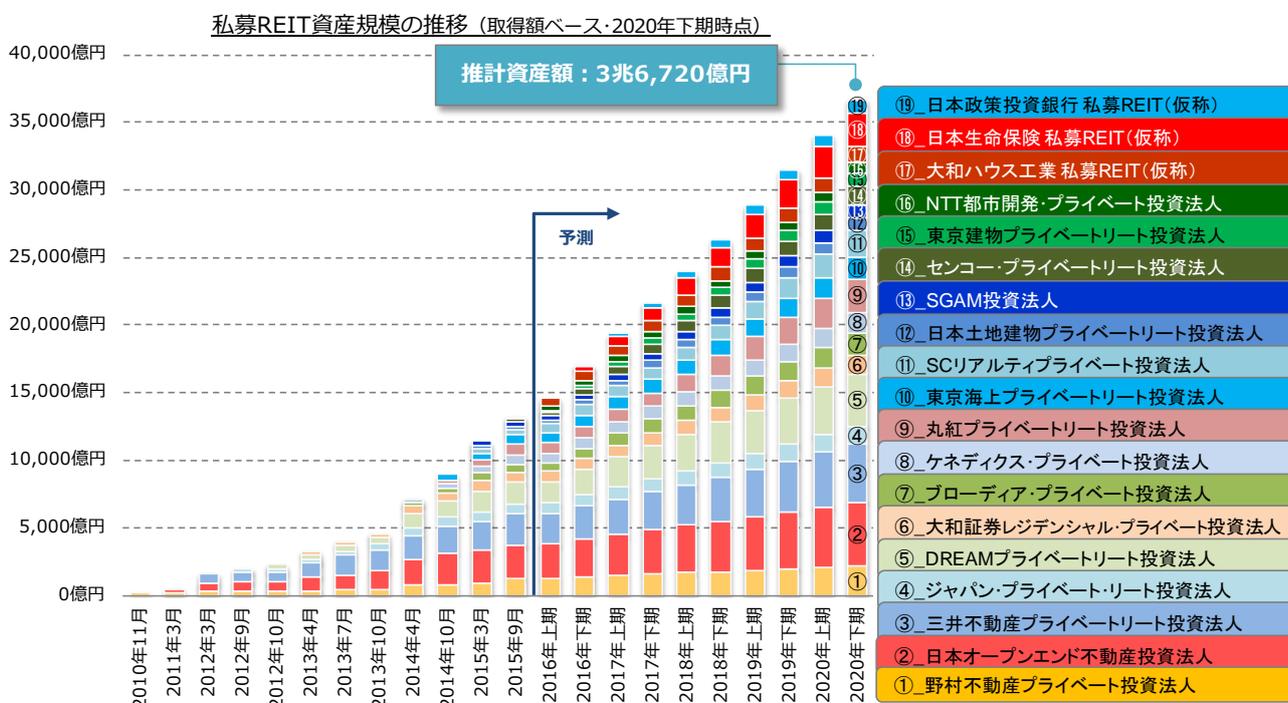
## 2. 私募 REIT 市場の将来推移

(図表1)からも分かる通り、私募 REIT の運用開始時点における資産規模は、J-REIT との比較において、投資家層が適格機関投資家に限定されていること等を要因に小規模となる傾向にある。運用開始時点での資産規模が小規模であるということは、投資家からの資金調達量が予測しやすく、私募 REIT の場合、新規組成の検討がより行いやすいといえる。このような背景に加え、これまで J-REIT 運用は行っていないが、クローズド・エンド型私募ファンドの運用経験はあり、不動産ファンド業務には精通しているというケースや自身は不動産ファンド業務に精通していなくても、これに精通する会社との協働により私募 REIT の運用を開始するといったケースの存在が、J-REIT 運用は行っていない設立母体が私募 REIT の運用を開始させる要因として挙げられ、結果的に私募 REIT の設立母体が多様化したと考えられる。本レポート作成時点(2016年2月末時点、以降同様)において、不動産会社に加え、生保系保険会社や銀行といった金融機関が将来的な私募 REIT の運用開始を公表しており、今後も設立母体の多様化が予想される。

下記に掲載する(図表2)は、既存の私募 REIT 16 銘柄に、将来的な運用開始を公表する 3 銘柄を加えた 2020 年下期までの資産規模の推移を推計したものである(なお、本レポート作成時点において投資法人の名称が不明の場合、(仮称)として設立母体の社名を表記)。推計では、2020 年下期(下期は、7月~12月を指す)時点における私募 REIT の資産規模は 3 兆 6,700 億円超となったが、現時点で公表されていない私募 REIT が新たに運用を開始することとなれば、今後の景況感にもよるが、資産規模は 4 兆円前後まで拡大する可能性がある。

既述のとおり、2020 年下期までに私募 REIT は 4 兆円前後まで資産規模を拡大させていく可能性があると思われるが、2020 年は国内初となる私募 REIT 銘柄の運用開始以降 10 年という節目の年でもある。本稿後半では、私募 REIT にとって節目といえる 2020 年までの資産規模の推移について、J-REIT の資産規模の推移との比較を行いつつ、考察することとしたい。

(図表 2) 私募 REIT 資産規模の推移(取得額ベース・2020 年下期時点)



注 1) 「上期」は 1 月~6 月を指し、「下期」は 7 月~12 月を指す

注 2) 現時点(2016 年 2 月時点)において、運用を開始または将来的な運用の開始を公表している銘柄が集計の対象

注 3) 投資法人の名称が不明(本レポート作成時点)の場合、(仮称)として設立母体の社名を表記

注 4) 各銘柄が標榜する資産規模およびその時期は、投資法人の運用開始時点を起算月として推計  
また、例えば、3 年後および 5 年後の資産額を設定している銘柄の場合、

4 年後は等分にて資産が積み上がる前提として推計、以降も等分での外部成長を前提として推計

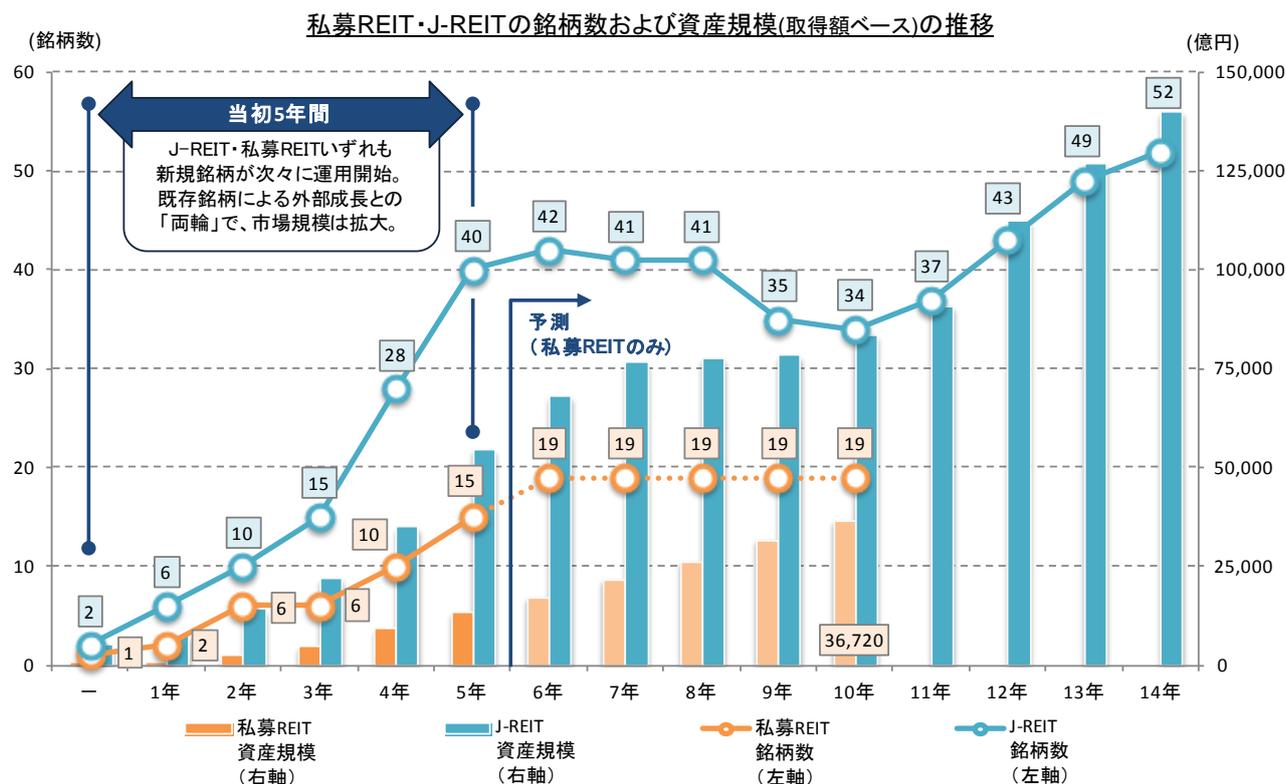
出所) 各社ホームページ(プレスリリース等)および新聞・雑誌記事の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

### 3. 私募 REIT 市場と J-REIT 市場の成長比較

下記に掲載する(図表3)は、(図表2)私募 REIT 資産規模の推移を J-REIT の銘柄数および資産規模の推移に突合せたものである。以前、小職は、当社ホームページ掲載レポートにおいて、投資家および運用会社それぞれの当時のマインドを踏まえ、国内初銘柄の運用開始から5年経過後の私募 REIT 市場は新規銘柄が運用を開始するという流れが一旦収束し、既存銘柄が市場を形成する段階に至るものと結論づけた。より具体的には、投資家の私募 REIT への旺盛な投資意欲は継続すると思われる一方で、運用会社の私募 REIT 組成マインドが低調化することにより、私募 REIT 市場は新規銘柄が運用を開始するという流れは一旦収束し、既存銘柄が市場を形成する段階に至るものと結論づけていた※1)。

しかし、(図表3)からも分かるとおり、5年経過以降も私募 REIT の資産規模は堅調な成長が予想される。その背景には、繰り返しとなるが、小規模での運用開始が可能であるという私募 REIT 固有の特徴に加え、これまで J-REIT 運用は行っていないが、クローズド・エンド型私募ファンド運用の知見を活用して私募 REIT を組成するケースや不動産ファンド業務に精通する事業会社との協働で私募 REIT を組成するというケースのような新形態での私募 REIT 組成スキームの増加が要因として挙げられる。このような新しい形態での私募 REIT 組成は、今後もある程度の発生が予想され、かかる状況からすると、5年経過以降も私募 REIT 市場は、新規銘柄による運用開始と既存銘柄の外部成長という「両輪」での拡大が少なくとも今後数年間は継続すると再考することが妥当であろう。

(図表3) 私募 REIT・J-REIT の銘柄数および資産規模(取得額ベース)の推移



注1) 現時点(2016年2月)において、運用の開始が公表されている銘柄または将来的に運用の開始を公表する銘柄が集計の対象  
 注2) 私募 REIT、J-REIT いずれも最初の銘柄が運用を開始した年を起算年(私募 REIT:2010年・J-REIT:2001年)としたうえで、  
 私募 REIT:2015年9月、J-REIT:2006年12月を「5年」時点としている。

なお、「5年」時点以降の私募 REIT は、銘柄数は横ばいと想定の上、資産規模を推計

注3) 私募 REIT の最終年(「10年」時点)は2020年12月時点、J-REIT の最終年(「14年」時点)は2015年12月

出所) 投資法人開示資料および各社ホームページ(プレスリリース等)、新聞・雑誌記事の公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※1) 私募 REIT の市場規模推移と J-REIT の市場規模推移との比較については、2015年6月22日付当社ホームページ掲載レポート「非上場オープン・エンド型不動産投資法人」現状整理と将来動向に関する考察 を参照されたい

#### 4. 考察

本稿では、私募 REIT の現時点(2016年2月時点)における資産規模を推計したうえで、2020年における私募 REIT の資産規模は4兆円前後にまで拡大する可能性があるとして推計した。投資家層が限定されているにもかかわらず、私募 REIT が10年間で銘柄数が20前後、資産規模は4兆円前後にまで成長すると予想される背景には、既存銘柄による外部成長という要素に加え、J-REIT 運用は行っていないが、クローズド・エンド型私募ファンド運用の知見は有しており、これを活用することで私募 REIT を組成するというケースや不動産ファンド業務に精通する会社との協働により私募 REIT を組成するというケースといった新しい形態の組成スキームが増加している状況が挙げられる。

J-REIT 運用は行っていないプレイヤーによる私募 REIT 組成は、設立母体の多様化を促したといえる。設立母体の多様化自体が銘柄間での1つの差別化に繋がっていることに間違いはないが、J-REIT では、投資対象のエリアを限定する、いわゆる地域特化型や投資対象となる不動産タイプを限定する銘柄が多数存在している(なお、私募 REIT にも賃貸住宅特化型の銘柄は存する)。

今後、私募 REIT は設立母体の多様化から、投資対象エリアや投資対象となる不動産タイプを限定する特化型という投資戦略・運用方針での多様化が図られることで、更なる市場拡大が期待される。

## 【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

TEL: 03-6430-1332

[https://www.smtri.jp/contact/form-private/private\\_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html)**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 3F

<http://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、斡旋、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。