

不動産私募ファンドに関する実態調査 2025年1月 ～調査結果～

2025年3月17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6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39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が高まっている。

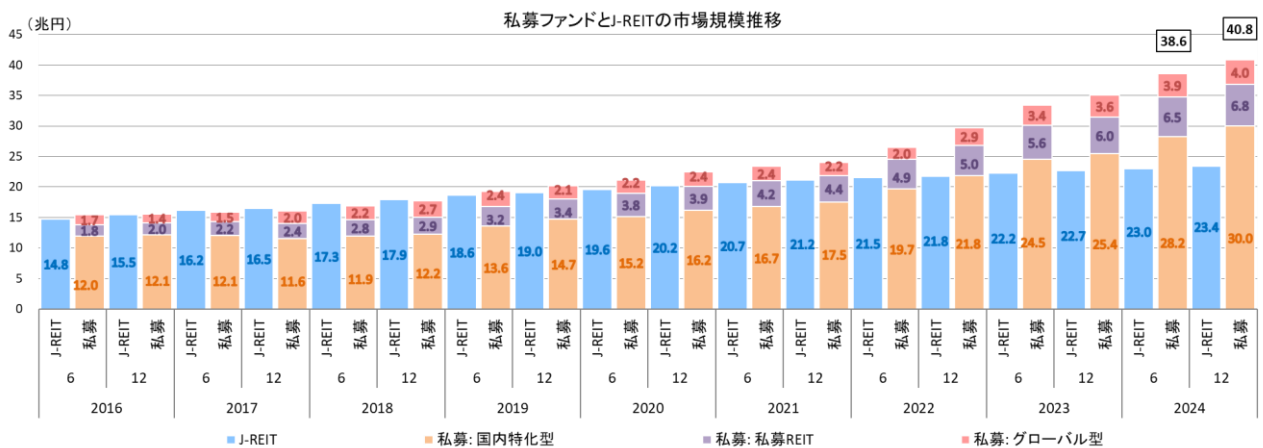
- 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数:144社
- 回答社数:91社(有効回答率:63.2%)
- 調査時期:2025年1月～2月(2024年12月末基準)

＜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 40.8 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、2024年12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40.8兆円と推計した。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(2024年6月末時点:38.6兆円)から約2.2兆円増加し、増加率は前回の+10.1%から今回+5.7%へと減速した。ただし、運用資産規模を拡大させた運用会社数は、規模を縮小した運用会社数を引き続き上回っており、運用資産規模の拡大は継続している。

2024年下半期は、7月の日銀による利上げがややサプライズを持って受け止められるなど、資本市場が不安定となる場面がみられた。しかし、不動産市場において大きな変動は観測されておらず、不動産取引量およびキャップレートは堅調に推移している。国内投資家の姿勢に大きな変化がないことに加え、海外投資家はアジア圏を中心に日本の不動産への投資を積極化する姿勢がみられ、国内外の投資資金により不動産投資市場が下支えされている。ファンドのLTV上昇傾向は気付きであるものの、デット資金調達環境にも今のところ大きな変化はない。また、投資姿勢に大きな変化はないものの、一部の投資家からはバリューアッド戦略を求める声もあり、今後の金利上昇・インフレ懸念を背景に投資の質的な変化は進んでいる様子である。今後の金利動向次第で投資方針の変更を検討する姿勢を示す運用会社が一定数にのぼることにも留意が必要である。

※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定義



出所) 不動産証券化協会「私募リート・クォーター」、三井住友トラスト基礎研究所

＜エクイティ投資意欲は概ね堅調。日銀の金融政策転換および建築費高騰の影響は限定的だが、今後の動向には注視が必要。＞

- ・資金調達環境と不動産取引状況をまとめると、7月の日銀による利上げを経て、一部のエクイティ投資家に慎重姿勢がみられるものの、日本への投資を積極化させている海外投資家も目立ち、デット調達環境には特段変化がないとする回答が多い。現段階では金融政策の変更による影響は軽微であり、エクイティ・デット共に概ね良好な資金調達環境が継続している。不動産ファンド運用会社による不動産取引についても、近年の調査との比較では水準に大きな変化はない。
- ・日銀の金融政策転換による金利先高観等による投資方針への変化に関する質問では、「変化があった」とする回答は17%にとどまり、「変化がなかったし、今後も当面ない」が46%で最多となった。また、投資方針の変化はなかったが「今後の金利水準によっては投資方針変更を検討する」とする回答が37%となり、「投資方針変更を検討する」目安の長期金利水準は「1.5%」が最多であった。本調査の実施期間の長期金利は1.2%前後で推移していたものの、2025年3月現在、長期金利は1.5%を超える水準となっており、投資家の投資方針の変化に留意すべきである。
- ・建築費高騰による投資方針への変化に関する質問では、「変化があった」とする回答は26%となり、「変化がなかったし、今後も当面ない」は46%で最多となった。ただし、投資方針の変化はなかったが「今後の建築費高騰によっては投資方針変更を検討する」とする回答が28%となり、今後の建築費次第で変更を検討する姿勢を示す運用会社も一定数にのぼる。

＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2025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状況について

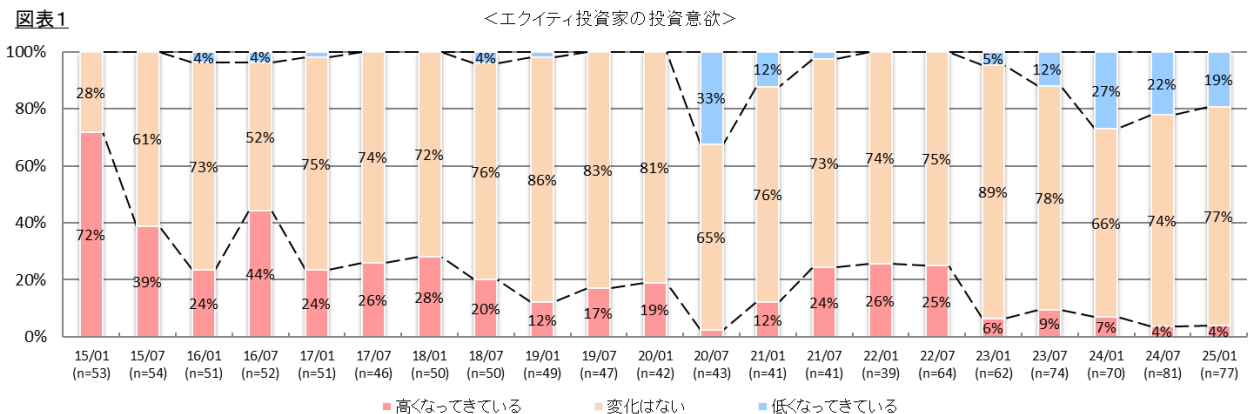
① 資金調達環境

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、引き続き「変化はない」の回答が大半を占め、2024年7月の日銀による利上げを受けても、エクイティ投資家の投資意欲は特段変化していないと考える運用会社が多い。一方で、「低くなってきている」の回答割合が「高くなってきている」の回答割合を上回る状態が継続しており、一部で慎重姿勢がみられる(図表1参照)。

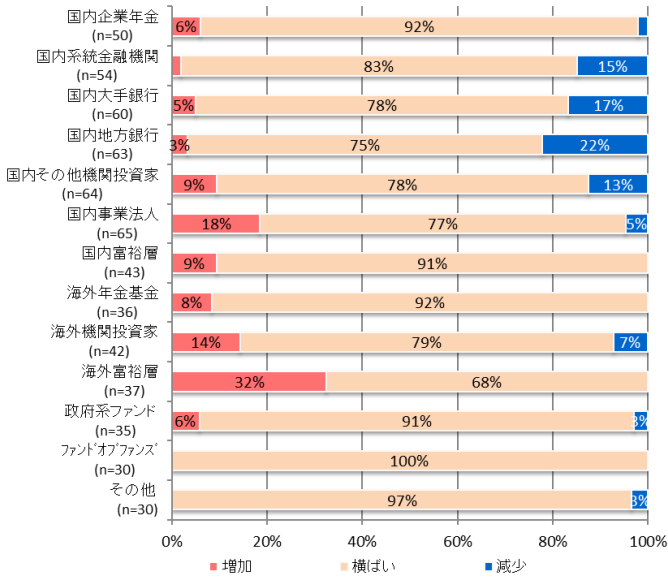
・投資家属性別の投資額は、全ての属性で「横ばい」との回答が大半を占める状況に変化はないが、国内投資家では大手銀行と地方銀行で「減少」の回答割合が増加した。地方銀行では私募REITの利益確定売りの動きが継続している可能性がある。一方、海外投資家は全ての属性で「減少」の回答割合が前回調査よりも低下し、特に海外富裕層では「増加」の回答割合が大きく増加した。日本が金利上昇局面に入ら中でも、不動産投資市場に対してポジティブな見通しを持ち、投資額を増加させる動きがあるものとみられる(図表2参照)。

図表1

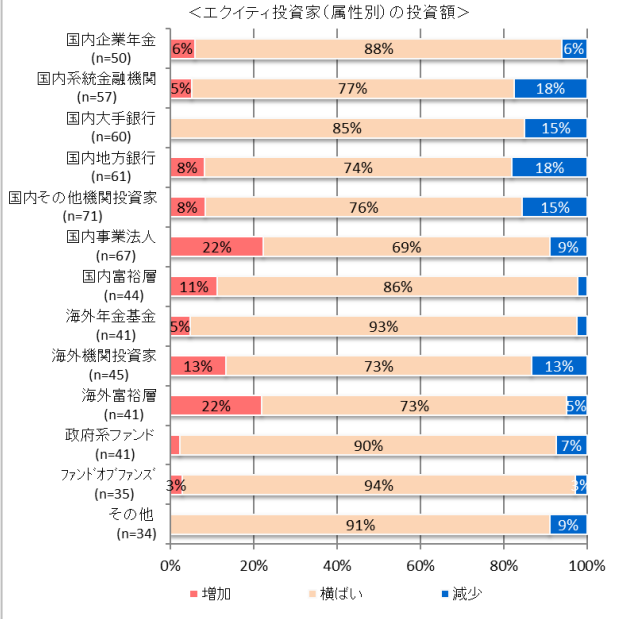


図表2

<エクイティ投資家(属性別)の投資額>



参考: 前回(2024年7月)調査結果



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

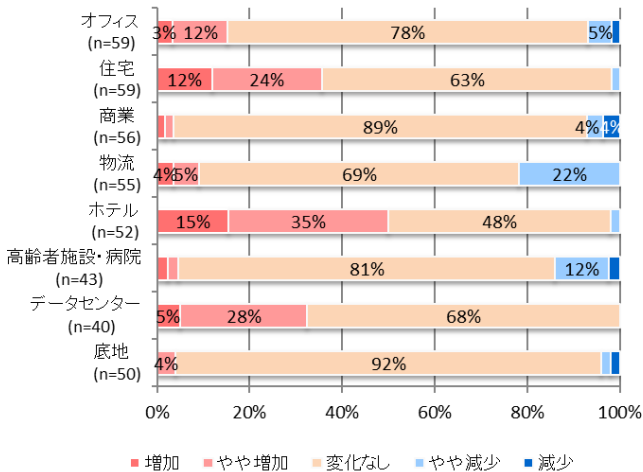
・プロパティタイプ別投資額は、国内・海外投資家共に「ホテル」「住宅」「データセンター」で「増加」「やや増加」の回答が目立ち、この3タイプへの投資額を増加させる動きが継続している。近年の調査で投資額減少の回答が目立っていた「オフィス」では、今回調査では「減少」「やや減少」の回答割合が低下した一方、「物流」では国内投資家で「やや減少」の回答が増加しており、プロパティタイプ別の選好に変化がみられる(図表3参照)。

・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」が半数以上を占めるが、アジア圏の投資家は約3割が日本への投資額を増加させるなど積極的な姿勢が見られ、前回調査で慎重姿勢が目立った北米・欧州・豪州においても、今回調査では「減少」「やや減少」の回答割合が減少した。海外投資家全般として日本の不動産への投資姿勢がやや積極化していることがうかがえる(図表4参照)。

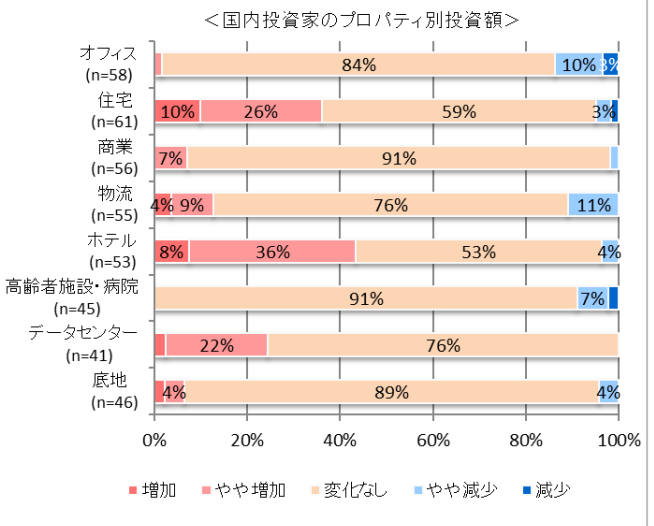
・海外投資家が日本の不動産に投資する理由は、「政治的・経済的な安定性が高い」、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」が引き続き上位となり、「為替による投資メリットが見込める」にも多くの回答が集まった(図表5参照)。

図表3-1

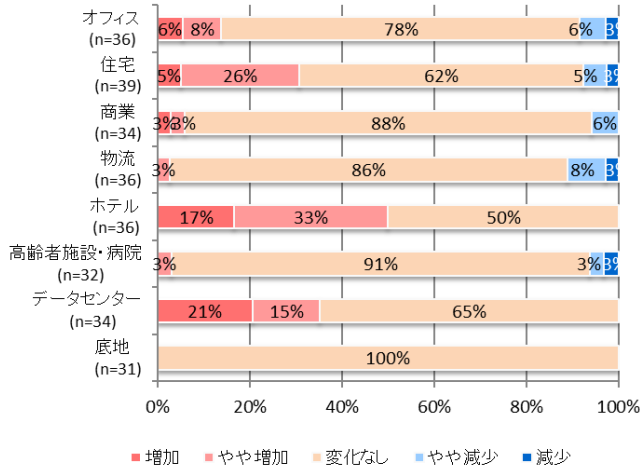
<国内投資家のプロパティ別投資額>



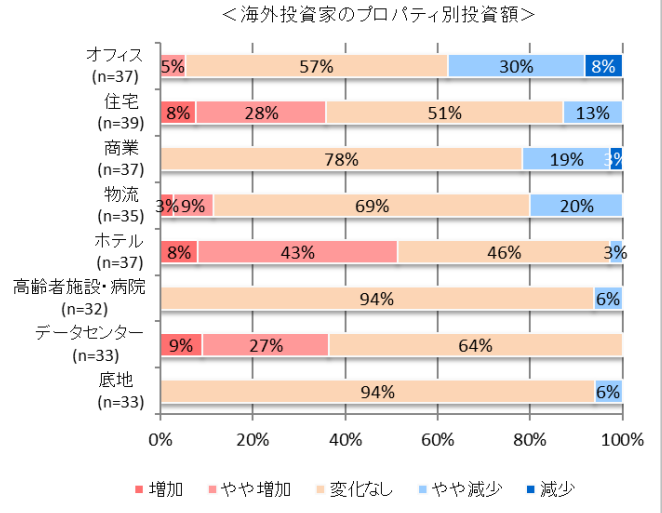
参考: 前回(2024年7月)調査結果



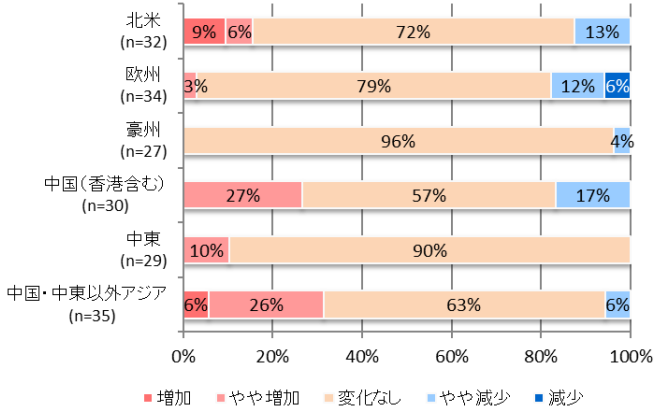
図表3-2 <海外投資家のプロパティ別投資額>



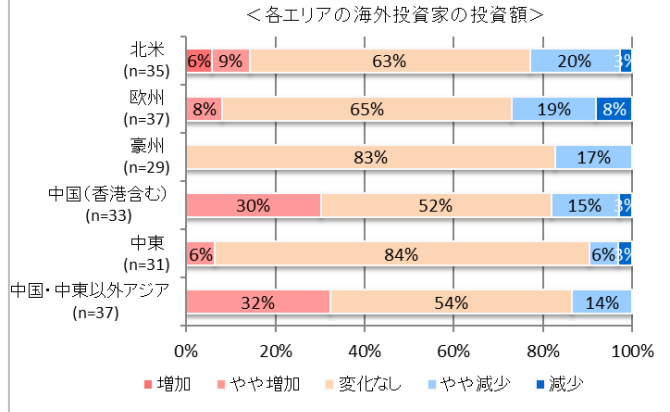
参考: 前回(2024年7月)調査結果



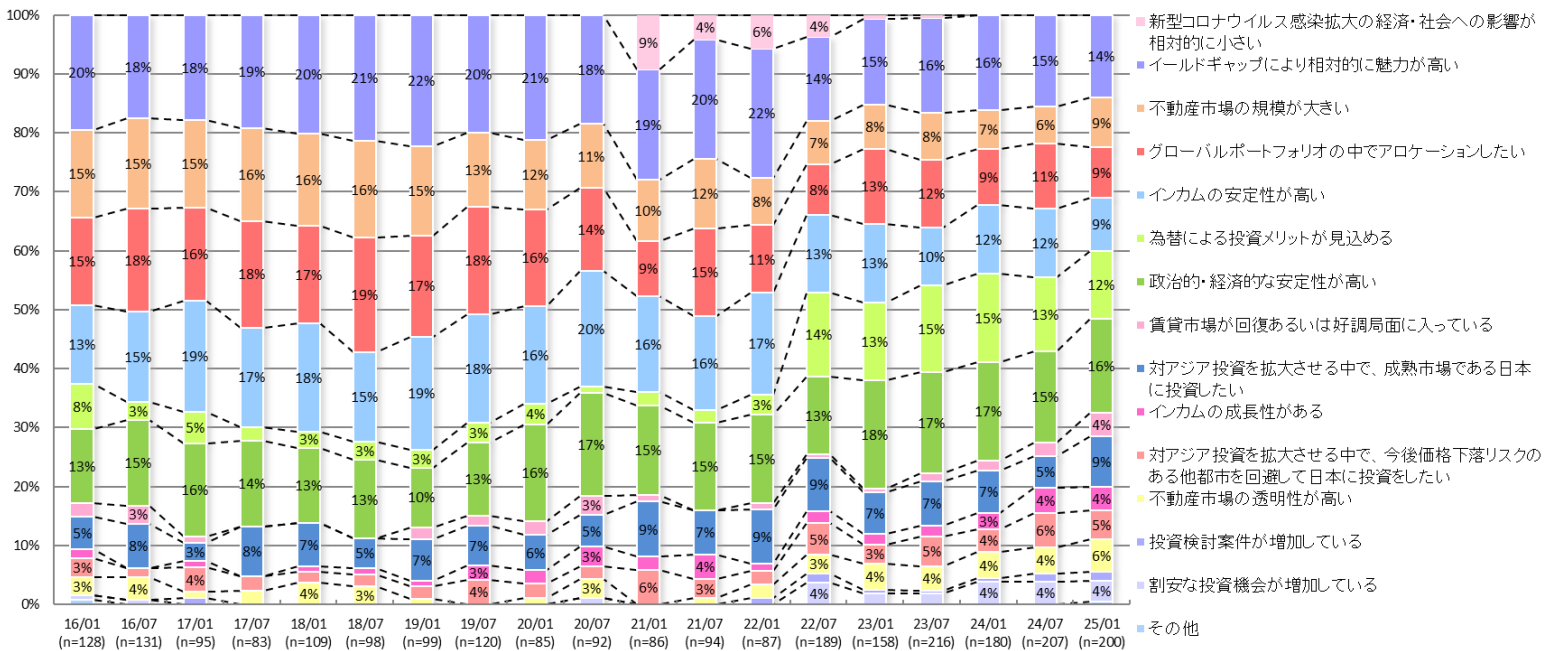
図表4 <各エリアの海外投資家の投資額>



参考: 前回(2024年7月)調査結果



図表5 <海外投資家が日本の不動産に投資する理由(複数回答可)>

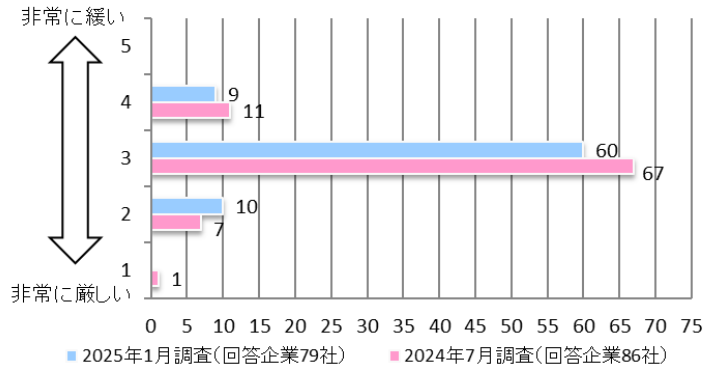


c. デットの資金調達環境

・現在のデット資金調達環境については、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。一方、「厳しい」の回答数が「緩い」の回答数を1件上回り、全体として、前回調査からはわずかながら引き締め方向となった(図表6参照)。

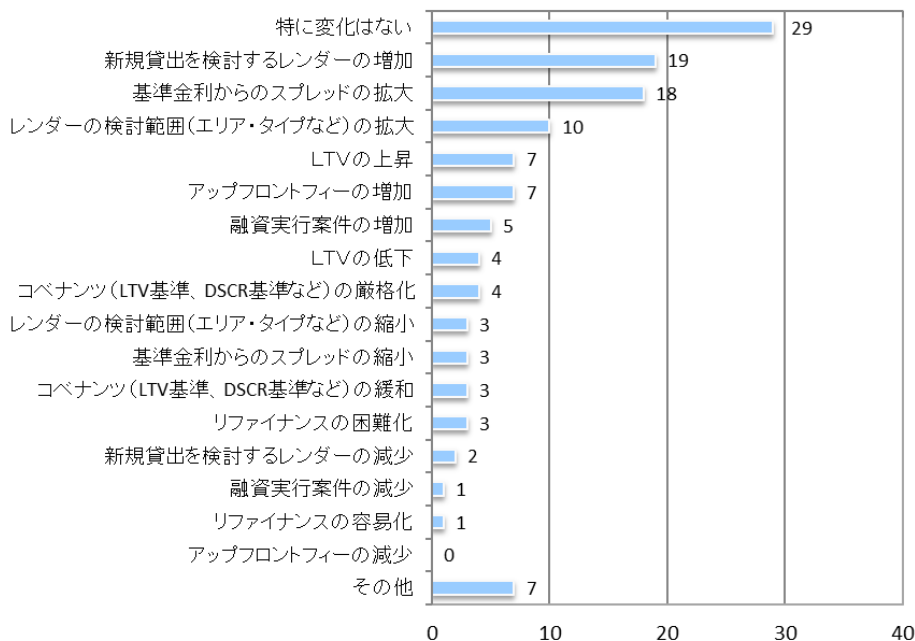
・デット資金調達環境の変化については、前回調査と同様に「特に変化はない」との回答が最多となった。次いで、「新規貸出を検討するレンダーの増加」、「基準金利からのスプレッドの拡大」、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」となった。上位4項目のうち、「変化はない」を除き、緩和化方向の回答数が厳格化方向の回答数を上回る結果となり、2024年3月の日銀のマイナス金利政策の解除、7月の利上げ(0.25%)による影響は小さく、概ね良好な状態が維持されていると考えられる(図表7参照)。

図表6 現在のデット資金調達環境
(5段階評価:「1.非常に厳しい」⇔「5.非常に緩い」)



図表7 <デット資金調達環境の変化(複数回答可)>

n=126(回答企業76社)

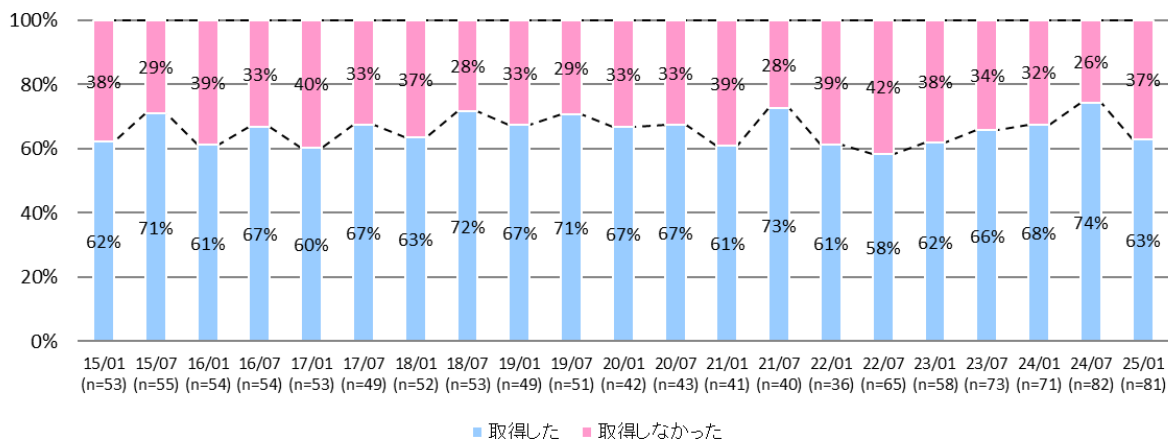


② 不動産取引状況

- ・2024 年下半期に物件取得を行ったとする回答割合は 63%となった。前回調査の 74%からは減少したものの、6割超は概ね過去調査の平均的な水準である。(図表 8 参照)。
- ・2024 年下半期に物件売却を行ったとする回答割合は 32%であり、前回調査の 38%から減少した。過去 10 年の推移を見ると、物件売却を行ったとの回答割合は緩やかな低下傾向にある。物件価格の高止まりにより継続保有を選択するケースが増加していること、オープンエンドファンドの増加により物件の売却機会が減少していることなどが要因として考えられる(図表 9 参照)。

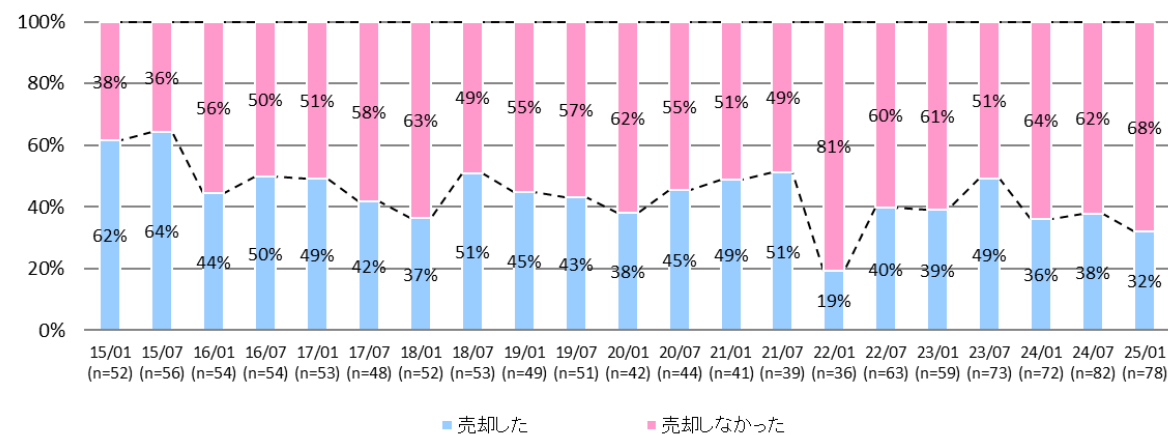
図表 8

< 物件取得状況 >



図表 9

< 物件売却状況 >



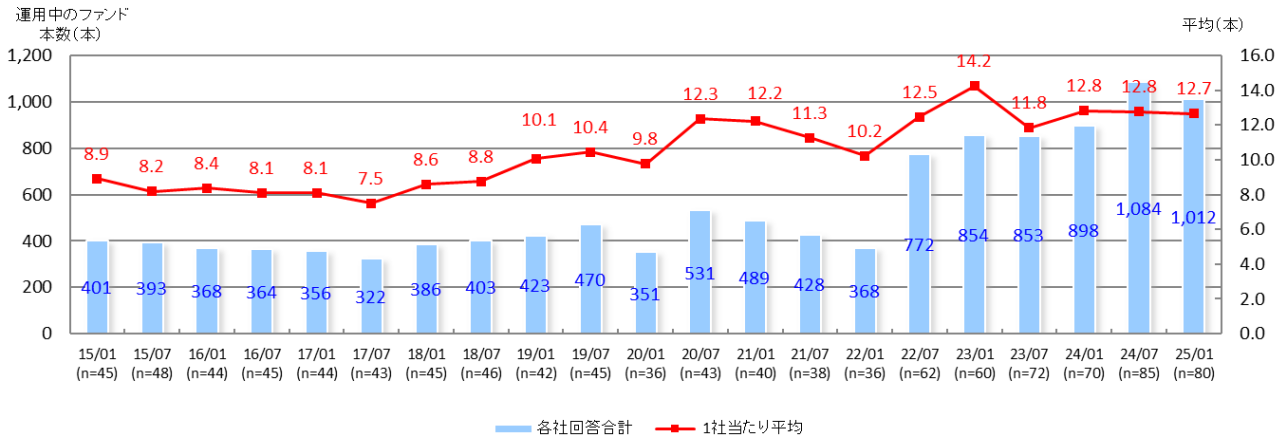
③ 運用中ファンドの概要

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、回答各社の現在運用中の私募ファンド数の合計は 1,012 本となり、前回調査(1,084 本)からやや減少。2022 年 7 月調査以降の増加傾向は継続しているものの、回答社数がやや減少したことも影響し前回比では減少に転じた。一社あたりの平均運用ファンド数は 12.7 本とほぼ横ばいであった(図表 10 参照)。
- ・運用中の私募ファンドの予定運用期間を本数ベースで集計すると、「定めなし・無期限」の回答割合が最多となったが、当該項目にはオープンエンドファンドの回答の他に、物件固定型ファンドで運用期間を定めていないケースが多く含まれているものとみられる。有期限のファンドでは、5 年以上の中長期ファンドが 4 割超を占めた(図表 11 参照)。

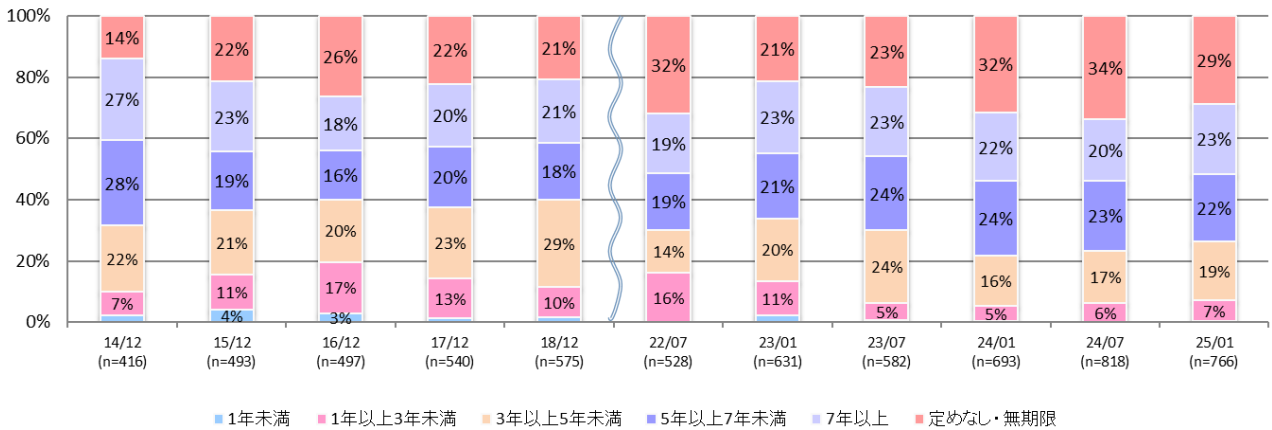
図表10

< 現在運用中の私募ファンド数の合計と平均の推移 >



図表11

< 現在運用している私募ファンドの予定運用期間の推移 >



※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

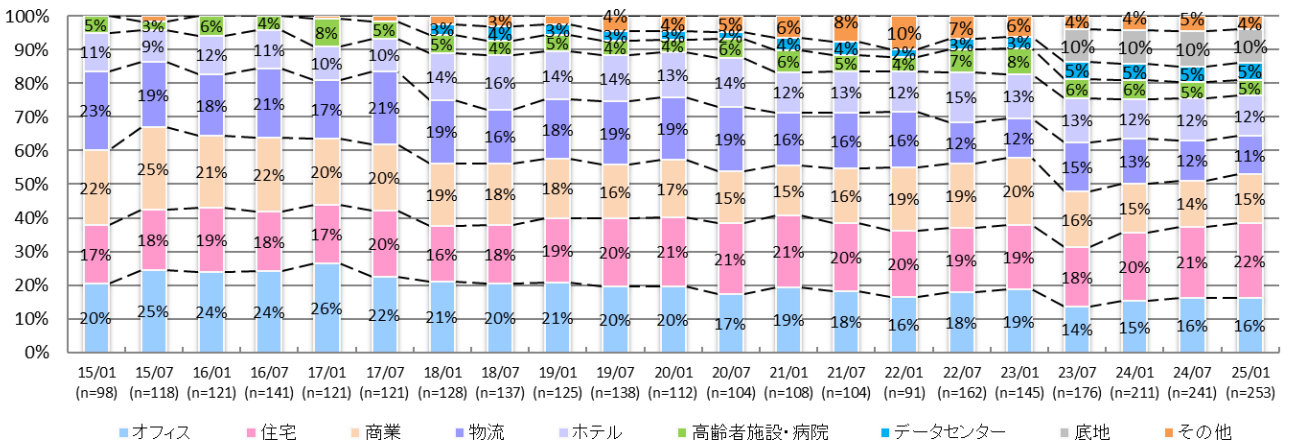
b. 運用中ファンドの投資対象の物件タイプ、エリア

・開示可能なファンドにおける件数ベースでみた投資対象物件タイプの割合は、回答可能なファンドが私募リート等の総合型ファンドであるケースが多いこともあり、主要物件タイプの割合は10%台前半～20%程度で分散した状態が継続している(図表12参照)。運用資産額ベースでは、「オフィス」が35%を占め、「住宅」、「商業」、「物流」と続いた。オフィスが最多である傾向に変化はないが、その割合は前回調査以降2回連続で減少し、一方で住宅は増加傾向が続いている(図表13参照)。

・開示可能なファンドにおけるにファンド単位でみた投資エリア別の割合(各エリアに投資しているファンド数を数え、その総数に対する各エリアの割合)は、「東京23区」が3割弱、「首都圏」・「近畿圏」・「名古屋圏」・「地方圏」が各15%～20%となり、東京中心としつつも近畿、名古屋、福岡等含め幅広いエリアに分散している。そうした中でも数年前の調査と比較すると、わずかに「東京23区」の割合が上昇傾向にある(図表14参照)。一方、運用資産額ベースでみた投資エリア別の割合は、「東京23区」が51%、「首都圏」が29%と両者の合計で8割、「近畿圏」が13%、「地方圏」が6%となっている(図表15参照)。

図表12

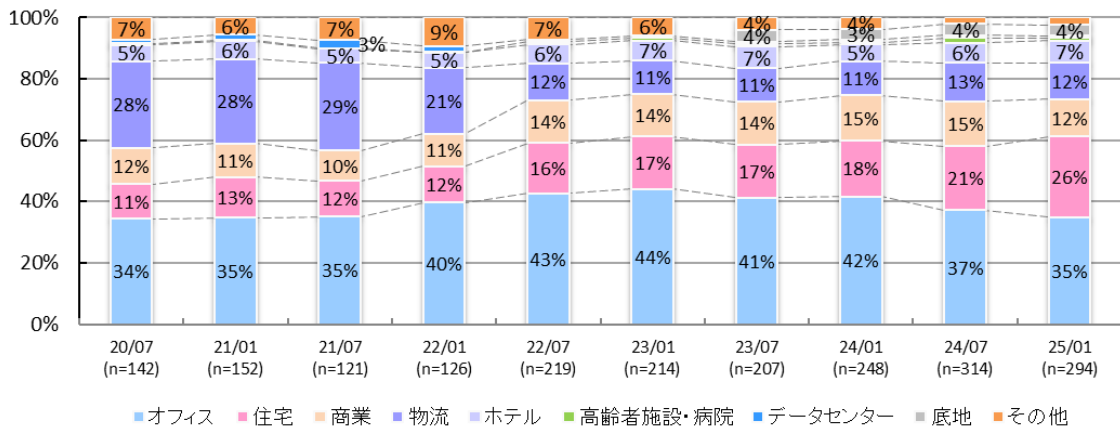
<投資対象物件タイプ>



※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

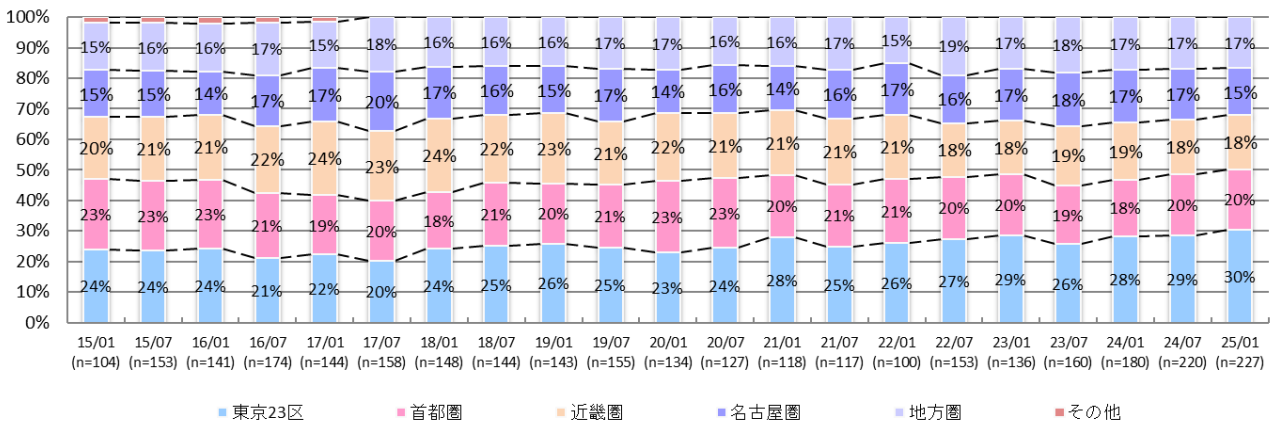
<投資対象の推移(金額ベース)>



※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

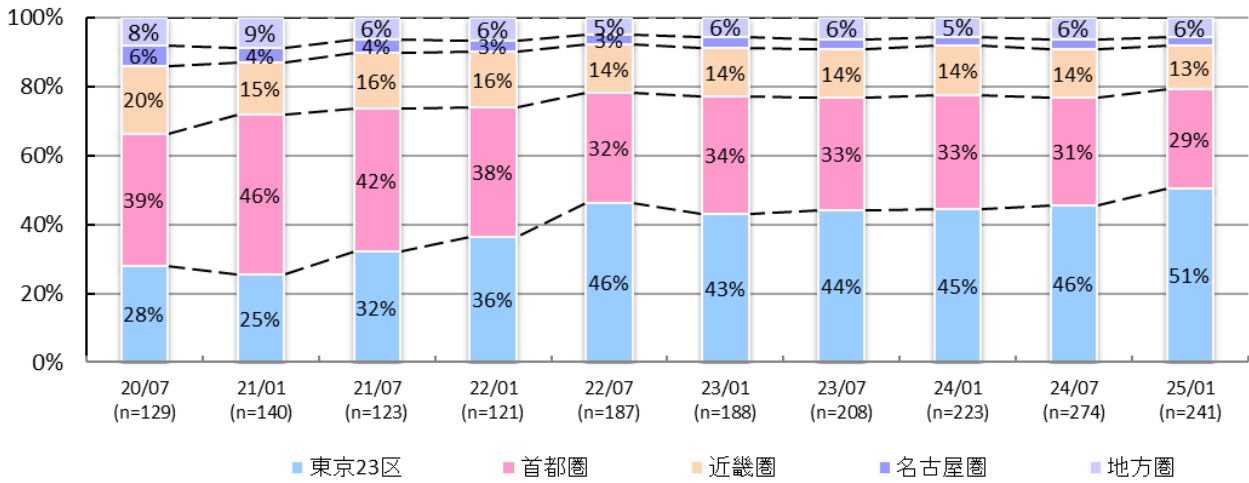
<投資対象エリア>



※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)>



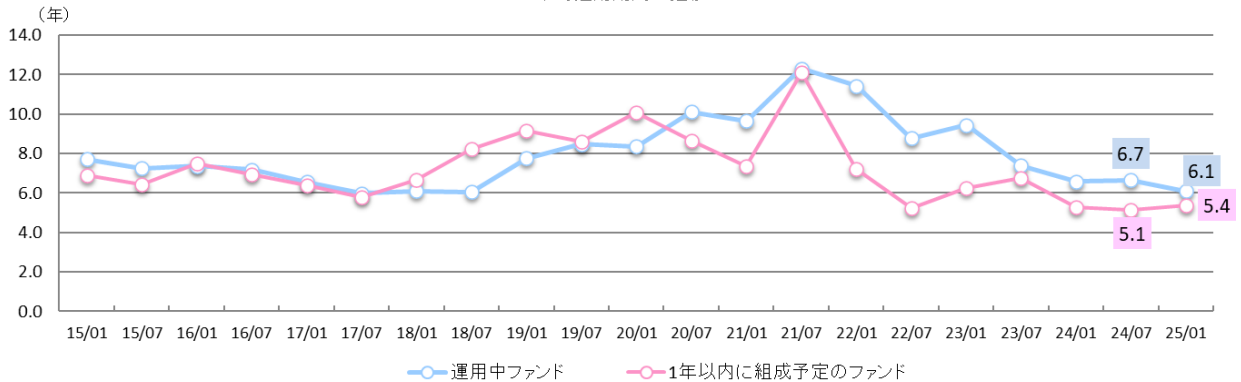
※運用資産額に占める割合については 2020年7月調査から調査開始

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 6.1 年となり、2021年7月調査以降の短期化の流れが続いている。レンジ毎の集計では、「5年以上7年未満」が 62% を占め、「7年以上」の中長期ファンドの合計割合は減少。2023年後半以降の金利上昇局面において、調達金利の上昇を抑制するために運用期間をやや短縮させる動きが見られ、その結果「5年以上7年未満」の割合が上昇しているものと推察される(図表 16 参照)。
- ・運用中ファンドの平均 LTV は 58.7% と、前回調査から 2%ポイント上昇。今回調査では LTV が 60%以上の回答数が多くみられることから全体の平均値を押し上げた。金利先高感がある中で、利回り維持を目的に LTV 水準が引き上げられるのかが注目される(図表 17 参照)。
- ・目標利回り(Cash on Cash)は 4.6% と、前々回調査の水準に戻った。平均目標利回りは緩やかに低下しており、今後利回り目線が上昇していくのかが注目される(図表 18 参照)。

図表16

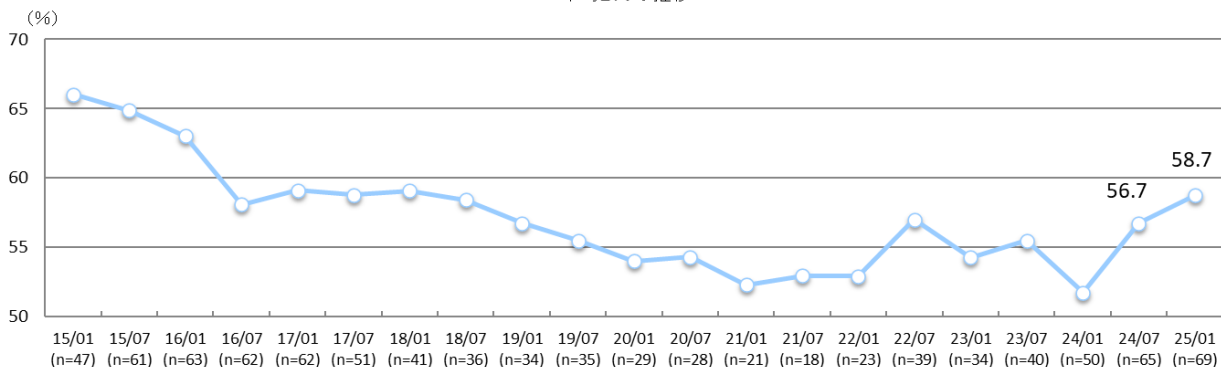
<平均運用期間の推移>



※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

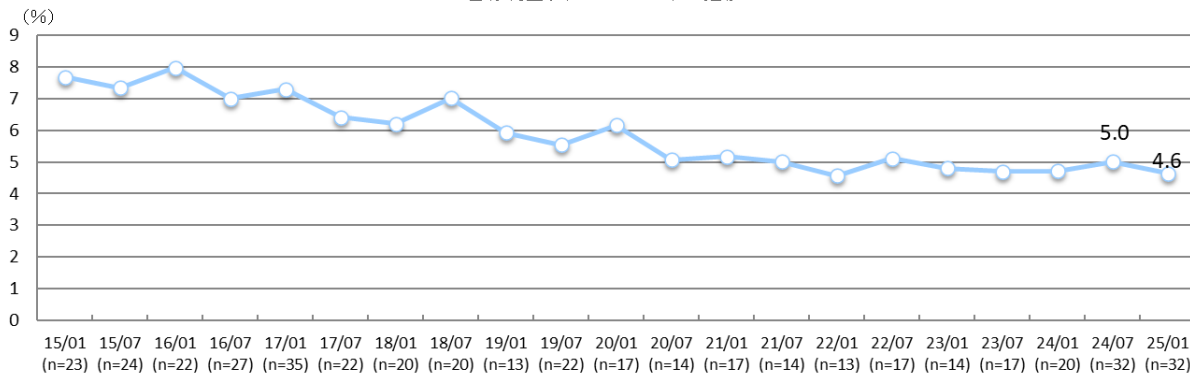
<平均LTVの推移>



※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年以内に組成予定のファンド概要

・今後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」が6割超を占め依然最多。前回比では「開発」が減少し、「バリューアッド」が大幅に増加した(図表19参照)。

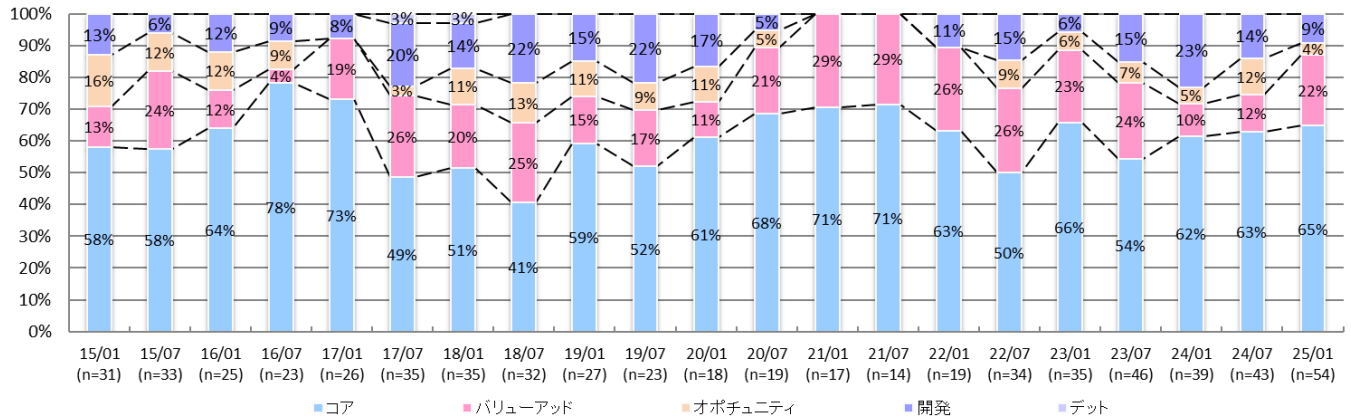
投資対象プロパティタイプは、「住宅」が44%に増加。「ホテル」は前回調査から減少。特に「物流」は6%と微増したが、投資ニーズは依然として弱含んでいることがうかがえる(図表20参照)。

投資エリアは、「東京23区」、「首都圏」の合計で64%となり、東京と首都圏への集中が高まった(図表21参照)。

LTV水準は68.1%となり、前回調査の67.5%からやや上昇した。前回調査同様に、50%以下と回答したファンドが大幅に減少した一方で、70%以上のファンドが増加したためである。物件価格の高止まりと金利の先高観のバランスの中で、利回り確保の観点からLTVを高めるファンドが増加しているものとみられ、今後の組成予定ファンドのLTVの水準を注視していく必要がある(図表22参照)。

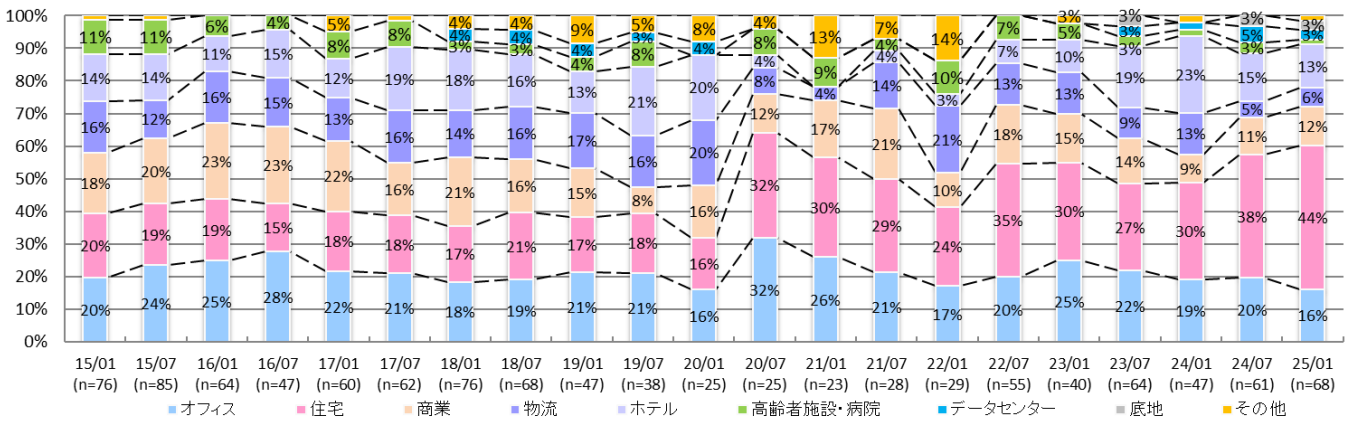
図表19

<運用スタイル>



図表20

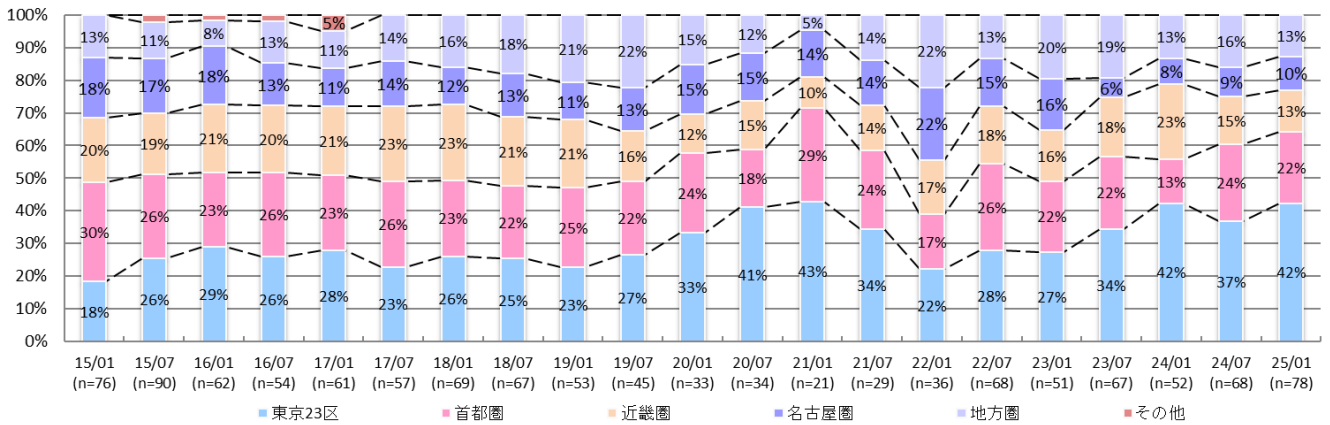
<投資対象物件タイプ>



※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

図表21

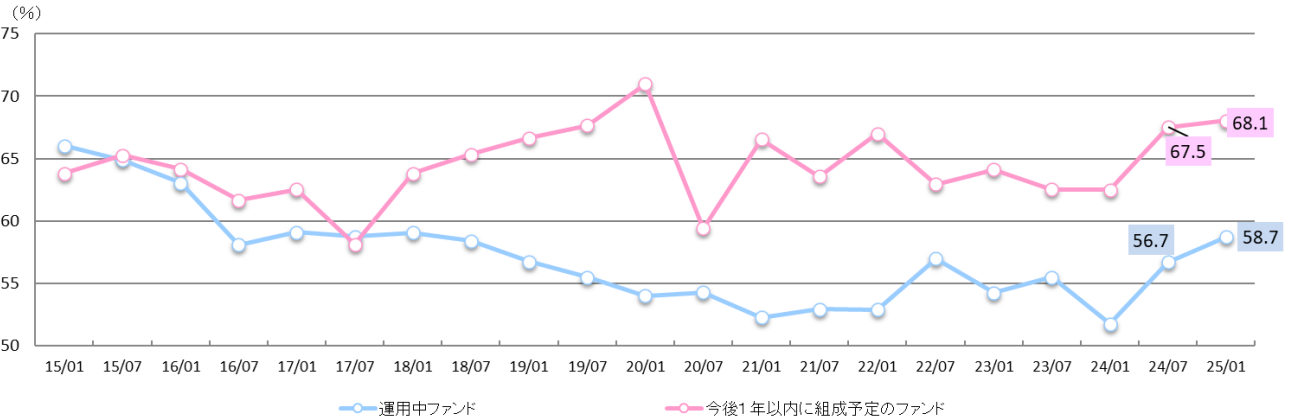
<投資対象エリア>



※2017年7月調査より「その他」を削除

図表22

<平均LTVの推移>



※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。

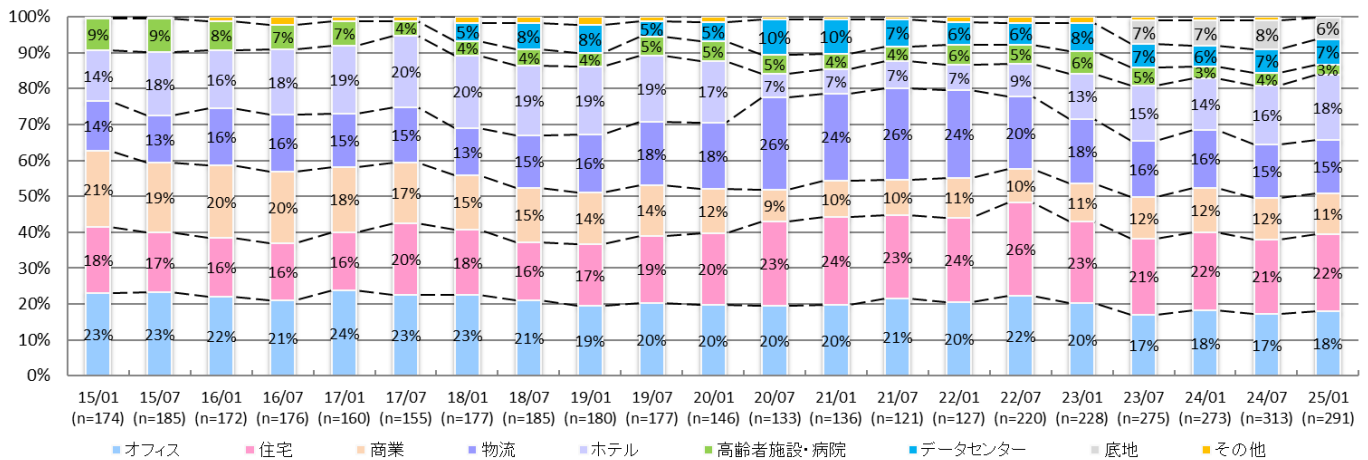
②今後の不動産運用における取組

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は「住宅」が最多となり、「オフィス」、「ホテル」、「物流」と続き、「ホテル」が「物流」を僅かに上回った。「ホテル」は増加傾向が継続している(図表 23 参照)。

図表23

<今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)>

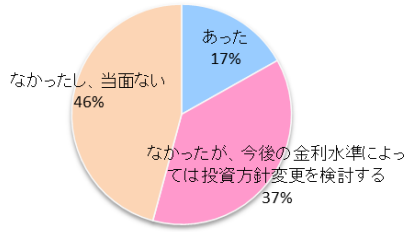


※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し過去の値は合算。また、「データセンター」を追加。
 ※2023年7月調査より「底地」を追加

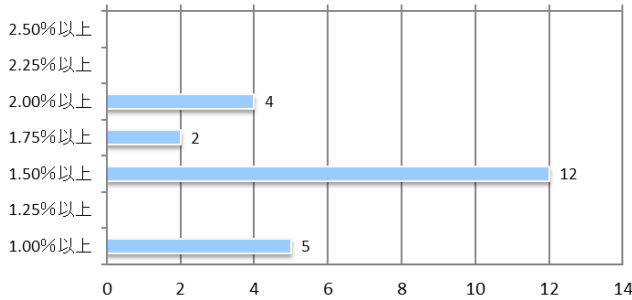
b. 日銀の金融政策転換による金利先高観を受けた投資方針の変化

・日銀の金融政策転換による金利先高観等の影響については、投資方針に「変化があった」とする回答は17%にとどまった(図表 24 参照)。「投資方針変更を検討する」目安の10年国債金利の金利水準として、1.5%以上とする回答が過半数を占めた(図表 25 参照)。
 ・投資方針に「変化があった」あるいは「今後の状況により変更を検討する」とした回答者の変化の内容については、「取得価格目線の低下」との回答が最多となり、次いで「LTV水準の低下」となったが、「LTV水準の上昇」もほぼ同数あった。対象範囲とエリアについても拡大と縮小が僅差であり、全般的に慎重姿勢と積極姿勢の回答が混在する結果となった(図表 26 参照)。

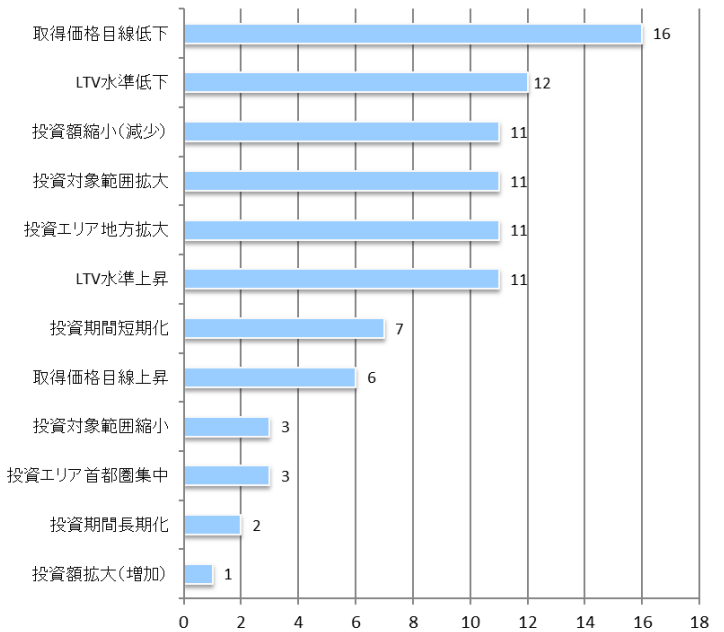
図表24 <投資方針の変化>
(回答企業83社)



図表25 <「投資方針変更を検討する」目安の金利水準(10年国債金利)>
(回答企業23社)



図表26 <投資方針変化の内容> n=94(回答企業38社)

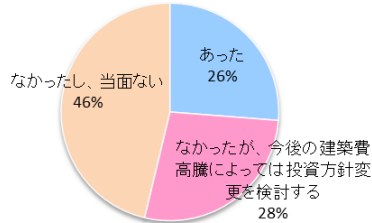


c. 建築費高騰による投資方針の変化

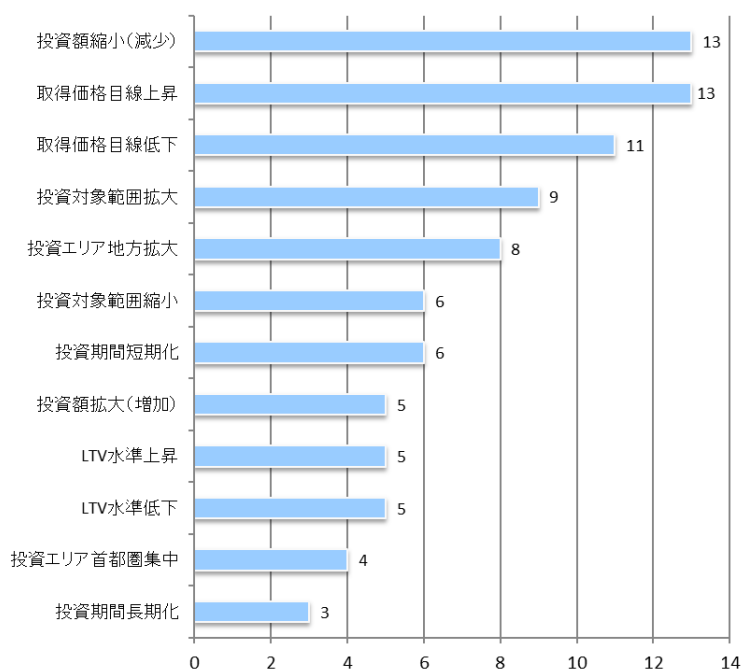
・建築費高騰による投資方針の変化に関する質問では、「変化があった」とする回答は26%となり、「変化がなかったし、今後も当面ない」は46%で最多となった。ただし、投資方針の変化はなかったが「今後の建築費高騰によっては投資方針変更を検討する」とする回答が28%となり、今後の建築費次第で変更を検討する姿勢を示す運用会社も一定数にのぼる(図表27参照)。

・建築費高騰に伴う投資方針の変化の内容をみると、「投資額縮小(減少)」、「取得価格目線上昇」との回答が最も多い。取得総額が嵩むことで投資にやや消極的な姿勢が垣間見られる。一方で「取得価格目線低下」「投資対象範囲拡大」「投資エリア地方拡大」との回答が続いており、投資対象を広く見直す姿勢が見られる(図表28参照)。

図表27 <投資方針の変化>
(回答企業83社)



図表28 <投資方針変化の内容> n=88(回答企業35社)

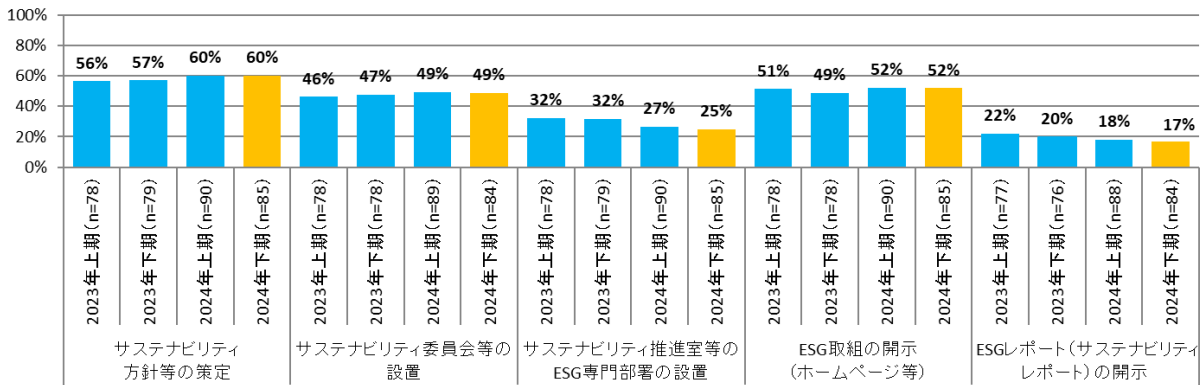


d. ESGの取組状況、気候変動への対応

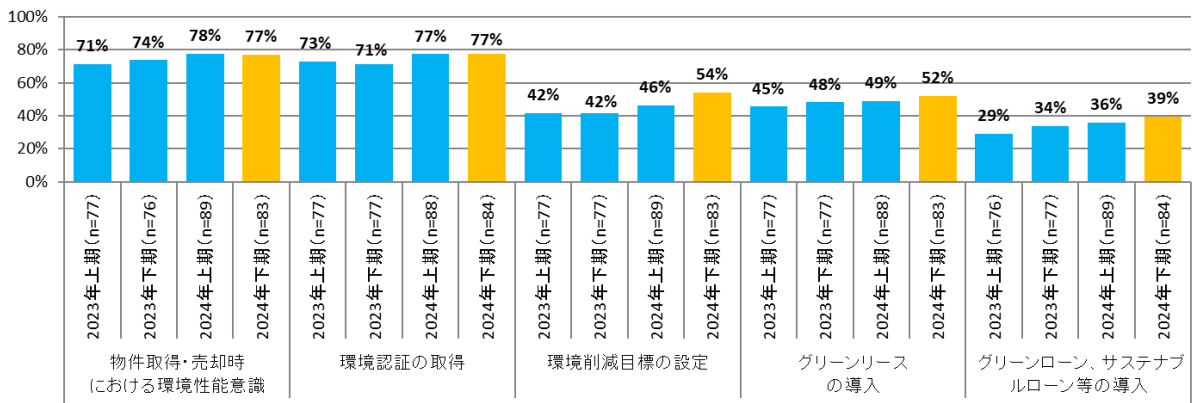
・ESGの取組状況について、高い水準で取り組まれている項目が見られ、気候変動への対応の基礎となる「環境削減目標の設定」が54%に伸長、そのほかの項目でも取組率の増加が見られる。一方、社会(S)では、テナント等との協働に必要な「定期的な顧客満足度調査」が50%に満たず、また、社会的インパクトの設定・事前評価項目の整理については20%台にとどまっており、環境(E)と比較して取組が劣後する状況にある(図表29参照)。

・気候変動への対応について、前回調査との比較ではほとんどの項目で対応率が増加した。一方で、シナリオ分析に着手している運用会社は限定的であり、定性評価でも全体の1/3にとどまる。気候変動に関する情報開示は義務化の動きがあり、できるだけ早い段階での対応が求められる。(図表30参照)。

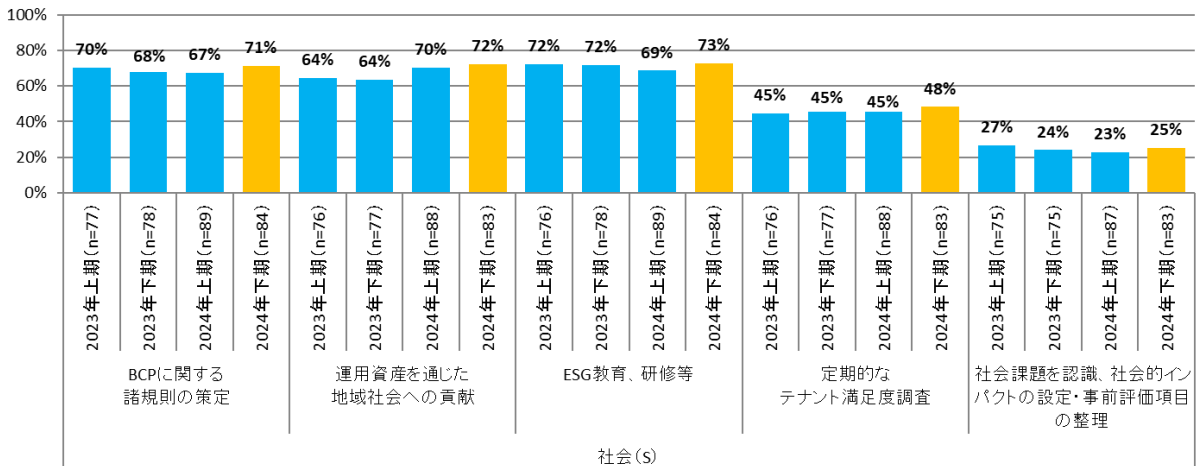
図表29-1 ESG取組状況の推移(方針・体制)



図表29-2 ESG取組状況の推移(環境(E))

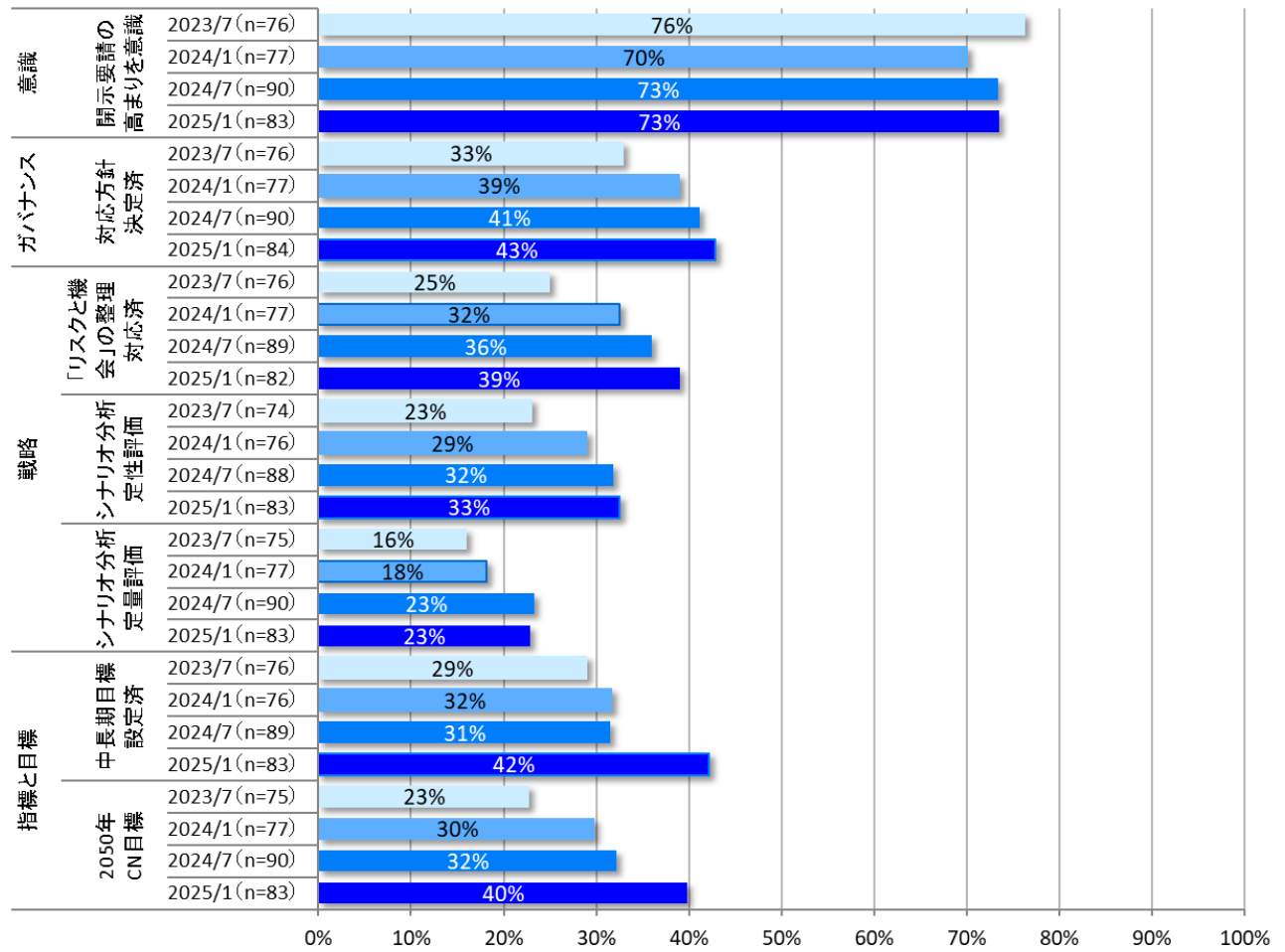


図表29-3 ESG取組状況の推移(社会(S))



図表30

<気候変動への対応状況>



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て、セパレートアカウント(単独投資家向けのファンド)、不動産特定共同事業法以外のスキームによるセキュリティ・トークン・オファリング(STO)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。