

不動産私募ファンドに関する実態調査 2022年7月 ～調査結果～

2022年10月5日

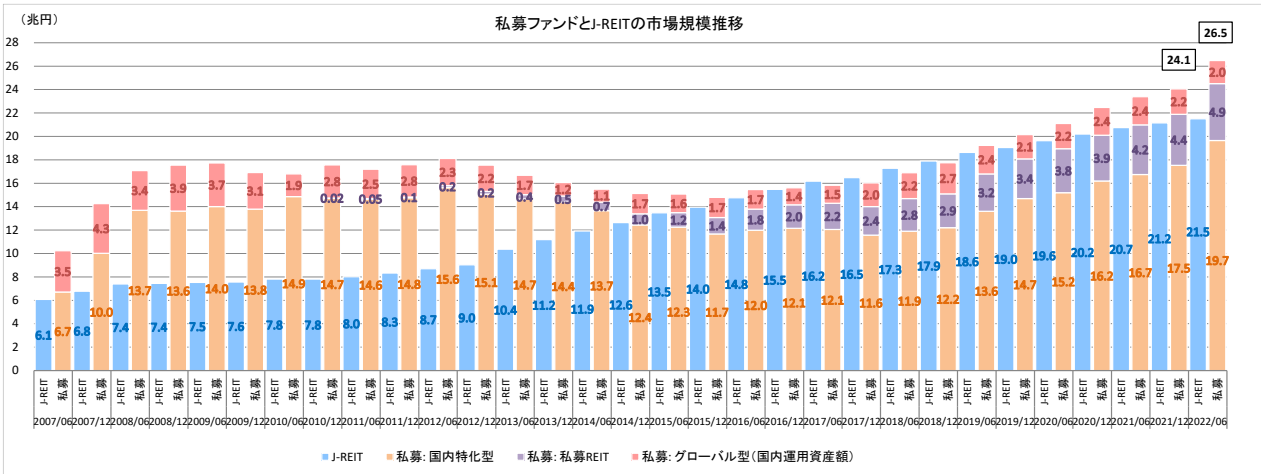


本調査は一般社団法人不動産証券化協会 (ARES) と株式会社三井住友トラスト基礎研究所 (SMTRI) が共同で実施した、第1回「不動産私募ファンドに関する実態調査」である。SMTRI単独では、2003年12月より本調査をアンケート形式で行っており、今回の調査で34回目となる。今回調査では77社の不動産運用会社等から回答を得、共同調査への移行により回答社数および有効回答率が増加し、調査精度を高めることができた。

- 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:125社
- 回答社数:77社(有効回答率:61.6%)
- 調査時期:2022年7月～8月(2022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 26.5 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、2022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26.5兆円と推計した。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。SMTRIの前回調査の運用資産額(2021年12月末時点:24.1兆円)から約2.4兆円(約10.0%)増加し、国内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。私募REIT市場も銘柄数・資産規模ともに順調に拡大している。超低金利の継続と歴史的な円安を背景に、海外投資家資金は私募ファンド市場により一層流入しており、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」、三井住友トラスト基礎研究所

＜運用会社の物件タイプごとの投資戦略に変化の兆し。物件取得環境が厳しい中で売却活動は引き続き低調＞

・2022年上半期も「住宅」と「物流」への投資額を増やす傾向が継続した。「オフィス」、「商業」、「ホテル」では引き続き投資額を「減少」または「やや減少」させたとする回答が一定程度見られるが、前回調査との比較では、海外投資家の「オフィス」を除き、「減少」または「やや減少」させたとする回答割合は低下した。「ホテル」については「やや増加」の回答割合が「減少」と「やや減少」の回答割合を上回った。今後注力していきたい物件タイプについても、「物流」の回答割合が減少した一方、「オフィス」、「住宅」、「ホテル」は増加している。新型コロナウイルス感染症拡大以降、多くの運用会社が「住宅」と「物流」への投資額を増加させてきたが、足下では「物流」投資拡大に一服感もあり、With・Afterコロナ時代を見据え、運用会社の物件タイプごとの投資戦略に変化の兆しが見られる。

- 2022年上半期に物件取得を行ったとする回答割合は58%となり、過去調査と比較するとやや低い水準となったが、過半の運用会社が物件を取得している。同時期に物件売却を行ったとする回答割合は40%となり、2016年以降物件売却を行ったとする回答割合が過半を下回るケースが多い。不動産価格の高騰および取得競争の激化が継続する中で、物件売却活動は低調であり、多くの運用会社がポートフォリオの維持・拡大に努めていることがうかがえる。

＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2022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。

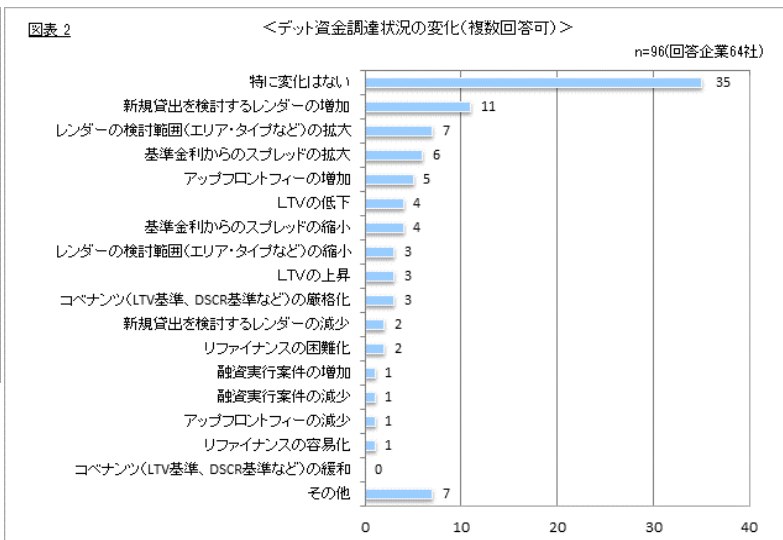
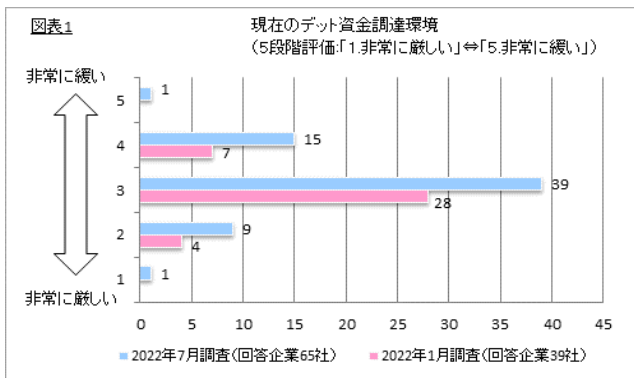
1. 不動産投資運用ビジネスの状況について

① 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、「普通」との回答が多数を占めた。また、「緩い」との回答数が「厳しい」の回答数を上回り、回答者全体の平均値は前回調査と同水準であった。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(図表1参照)。

・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」、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」、「基準金利からのスプレッドの拡大」、「アップフロントフィーの増加」と続いた。上位5項目中、緩和化方向の回答が厳格化方向の回答をわずかに上回った(図表2参照)。

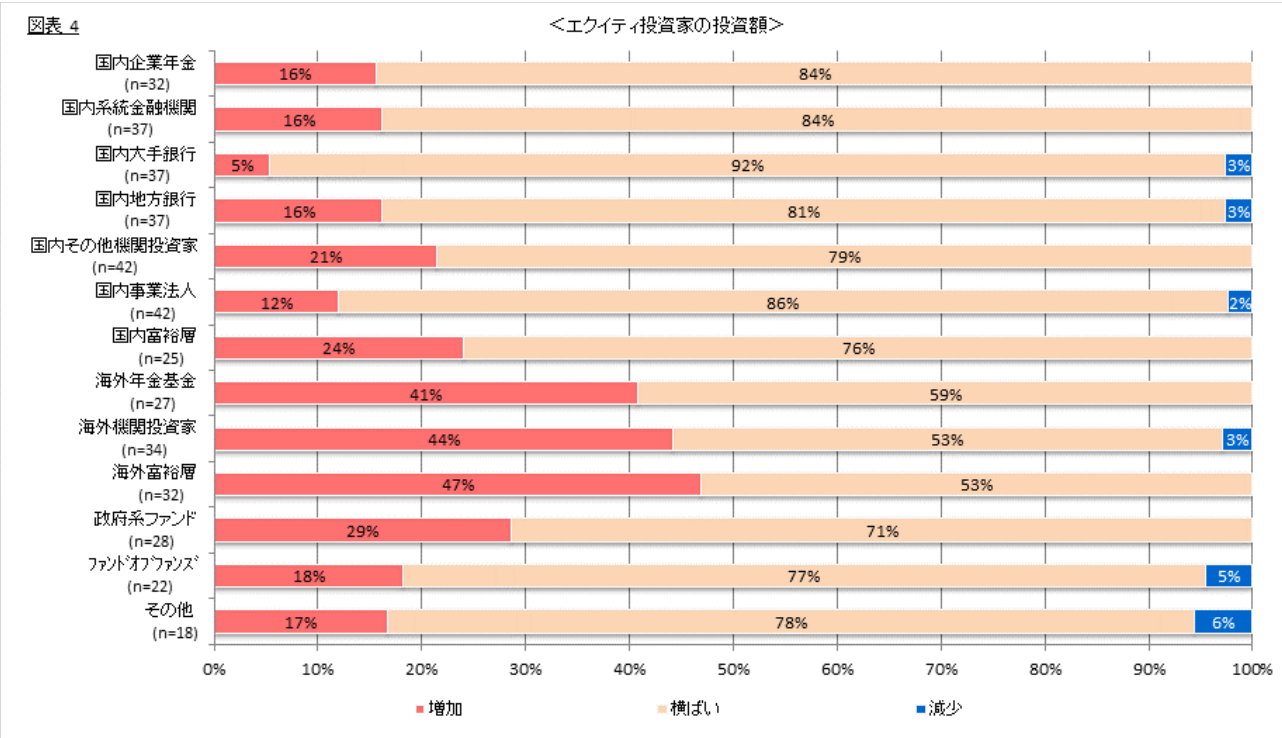
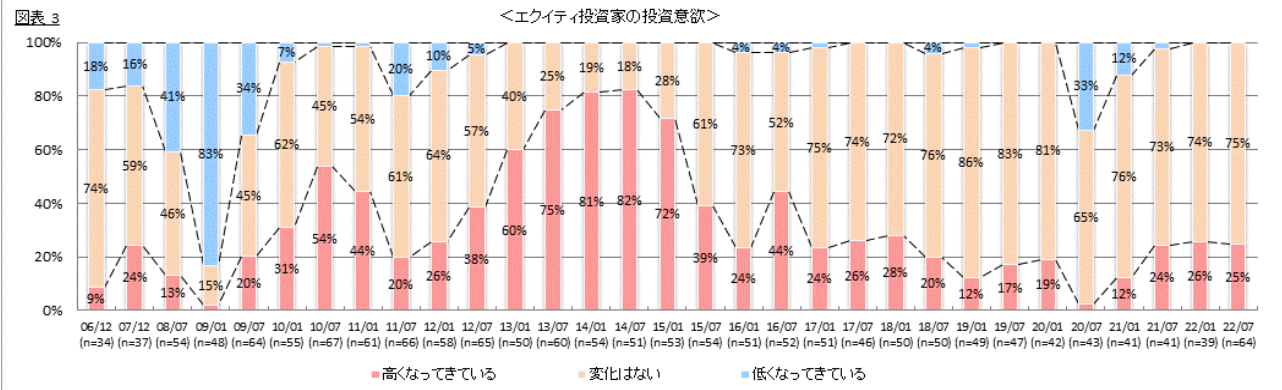
・デット資金調達環境は全体として大きな変化はないが、足下のデット資金調達環境は緩和しつつある可能性もある。今後、緩和化方向の回答がさらに増えるのか注目される。



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、「変化はない」が大半を占めており、「低くなってきている」との回答はなかった。また、「変化はない」および「高くなってきている」の回答割合は前回調査とほぼ同様であった。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(図表3参照)。

・投資家属性性別の投資額は、「国内富裕層」を除く国内投資家で「横ばい」との回答割合が上昇しており、前回調査と比較して「減少」との回答割合が低下していることから、旺盛な投資需要が継続している状況がうかがえる。一方、海外投資家では、「増加」との回答割合が上昇しており、既に旺盛であった投資需要がもう一段強くなっている。海外投資家が牽引するカタチでエクイティ投資額が増加しているものと推察される(図表4参照)。

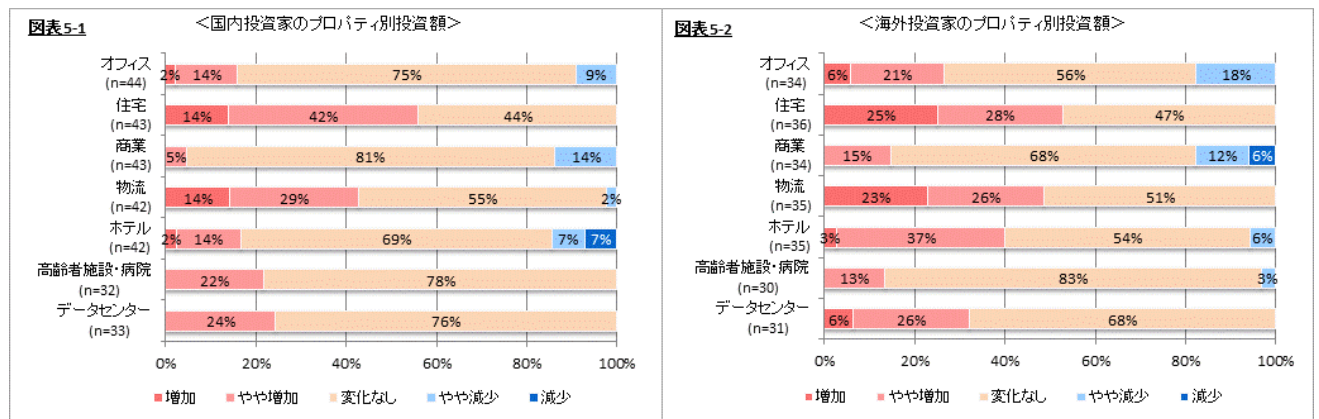


**b. 国内投資家・海外投資家毎のプロパティタイプ別投資額および各エリアの海外投資家の投資額の状況**

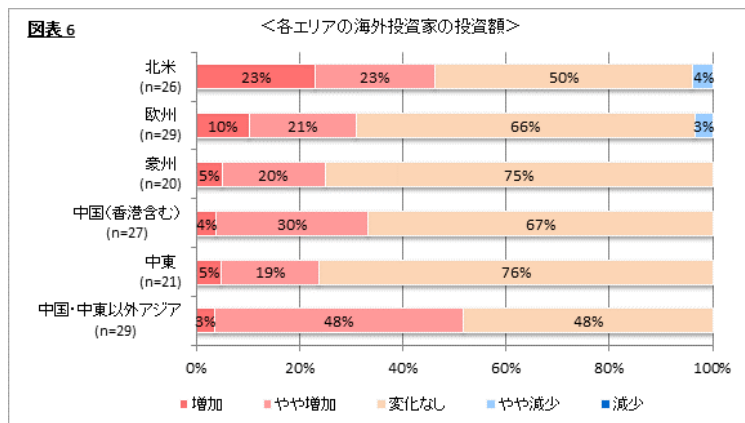
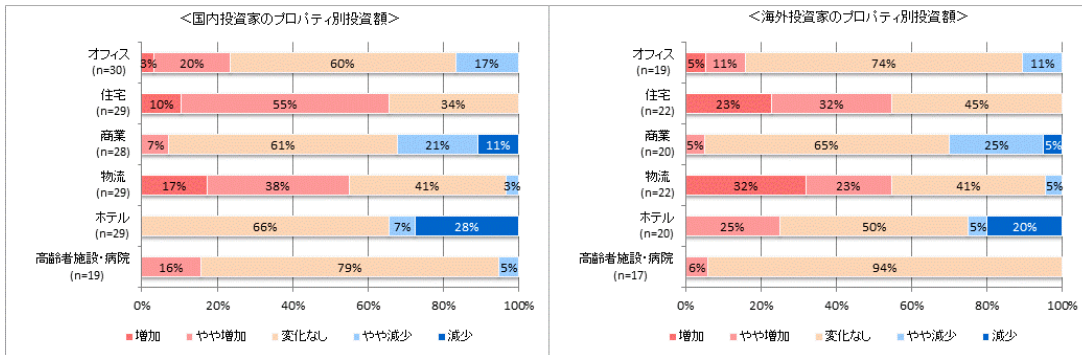
・プロパティタイプ別の投資額は、国内・海外投資家ともに「住宅」と「物流」で「増加」または「やや増加」の回答割合が他のプロパティタイプと比べて多くなっており、「オフィス」、「商業」、「ホテル」で「減少」または「やや減少」の回答が見られる。一方で、前回調査との比較では、海外投資家の「オフィス」を除いて「減少」または「やや減少」の回答割合が低下しており、国内・海外投資家ともに投資意欲の高い状況がうかがえる(図表 5-1・5-2 参照)。

・各エリアの海外投資家の投資額は、全てのエリアで「変化なし」がほぼ過半を占めるが、「北米」、「中国・中東以外アジア」では「増加」または「やや増加」の回答割合がそれぞれ 46%、51%となった(図表 6 参照)。

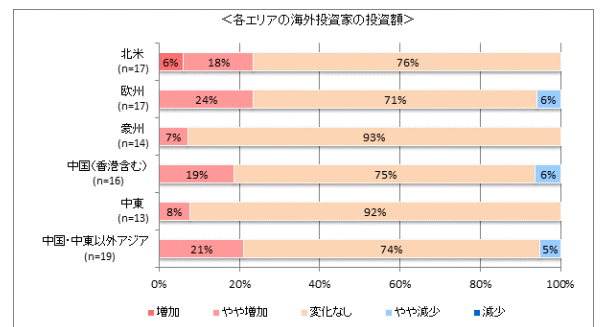
・海外投資家が日本の不動産に投資する理由は、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」および「為替による投資メリットが見込める」との回答が最多となった。足下における円安の影響で「為替による投資メリットが見込める」の回答割合が大きく上昇した(図表 7 参照)。

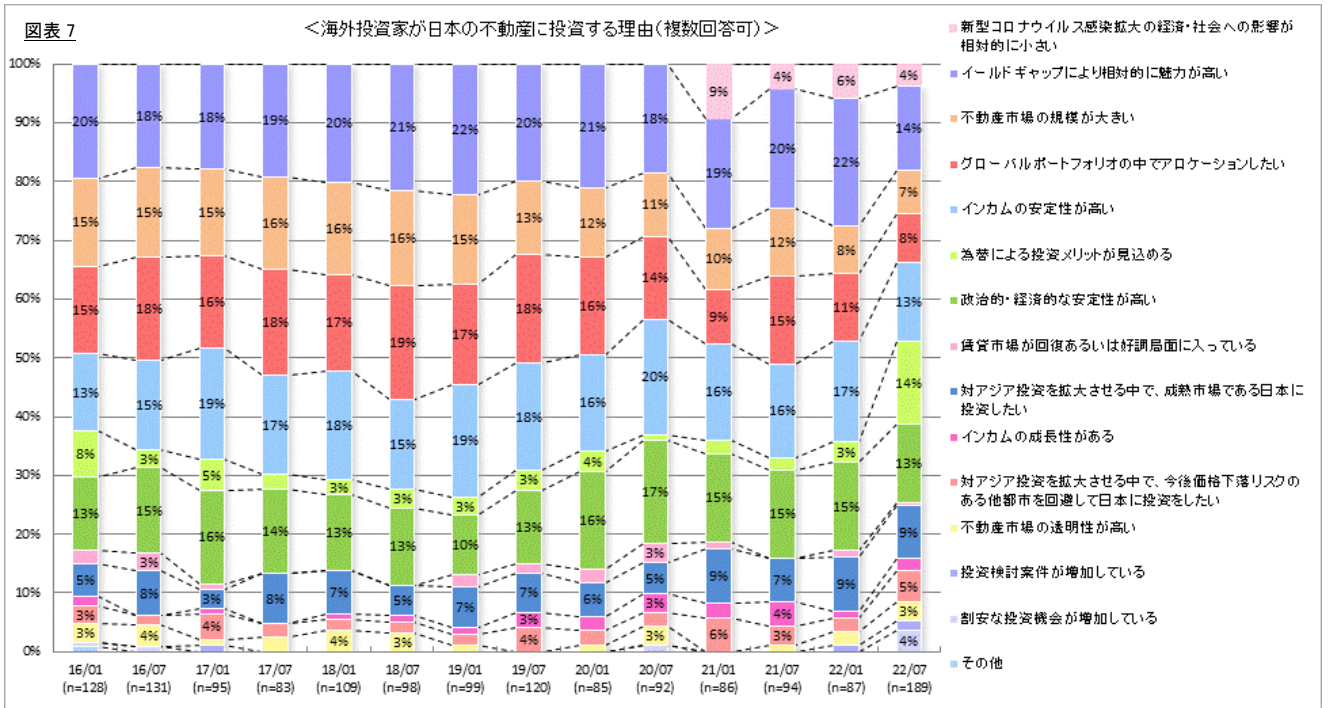


参考: 前回(2022年1月)調査結果



参考: 前回(2022年1月)調査結果

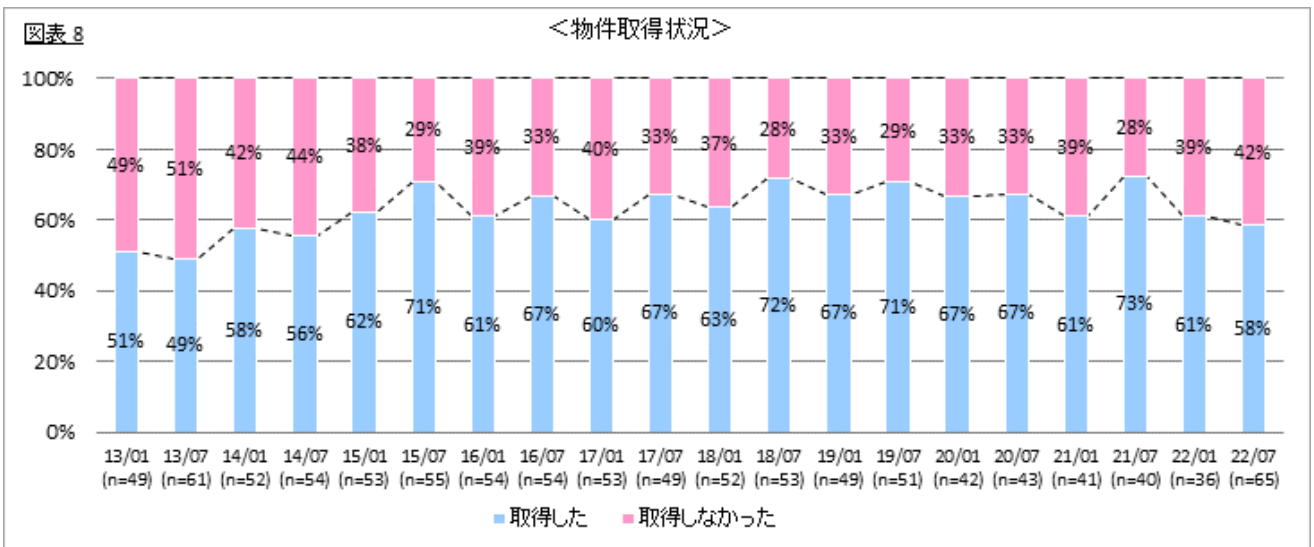


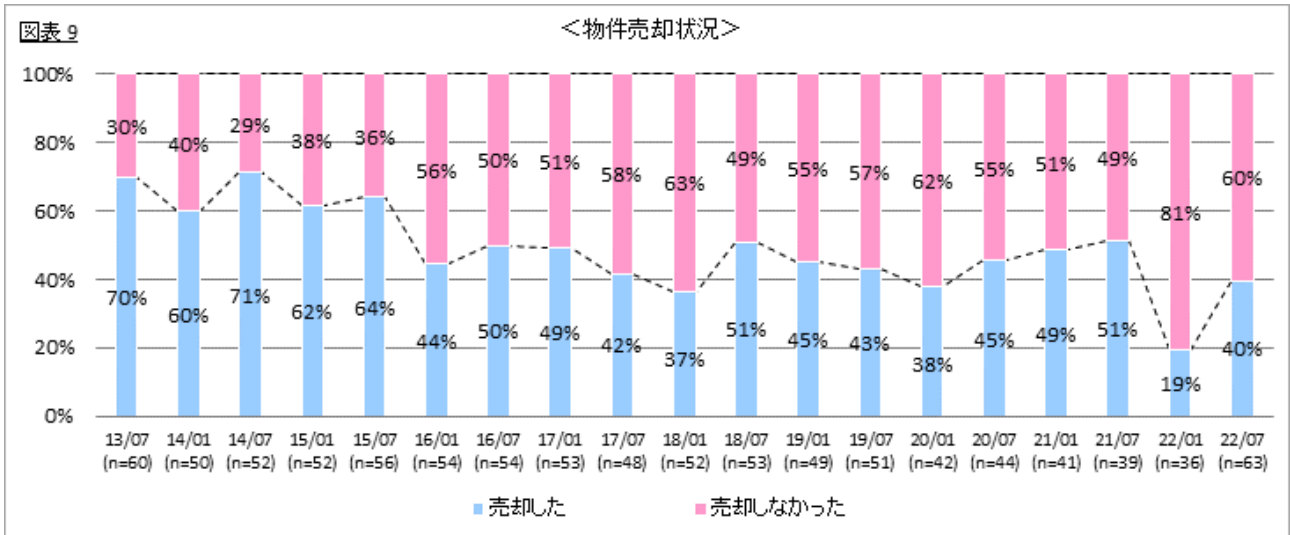


※2021年1月調査より「新型コロナウイルス感染症拡大の経済・社会への影響が相対的に小さい」を追加

**c. 不動産取引状況**

- ・2022年上半期に物件取得を行ったとする回答割合は58%となり、前回調査の61%から低下した。2014年上半期調査以来の50%台となったが、引き続き過半の運用会社が物件を取得している(図表8参照)。
- ・一方、同時期に物件売却を行ったとする回答割合は40%であった。2016年1月調査以降、物件売却を行ったとする回答割合が過半を下回るケースが多い。今後もこの傾向が継続するのが注目される(図表9参照)。
- ・不動産価格の高騰および取得競争激化により物件を取得しにくい環境は継続しており、積極的な売却を行わず、ポートフォリオの維持・拡大に努めた運用会社が多かったことがうかがえる。

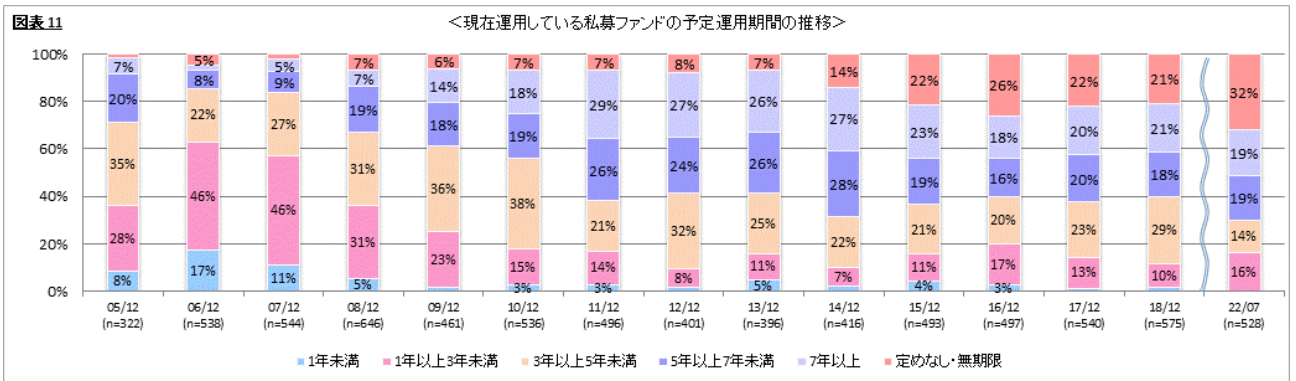
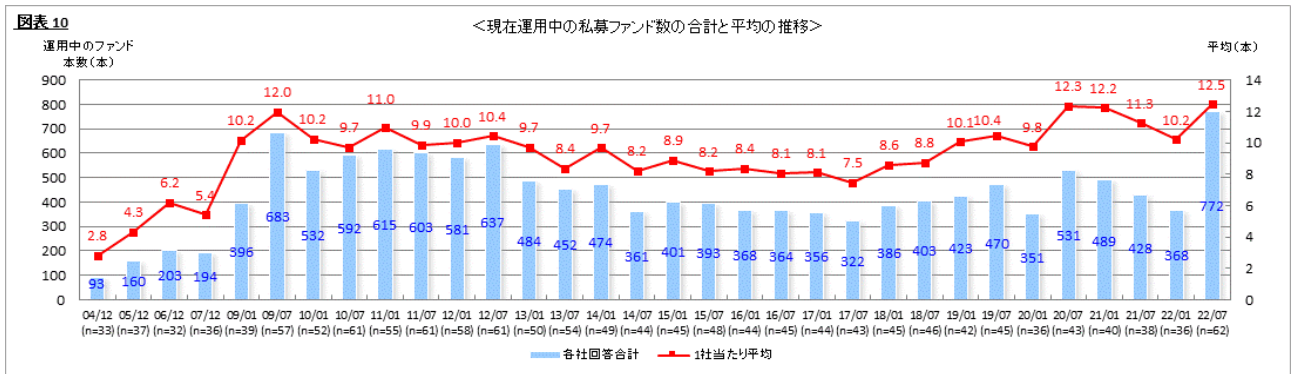




③ 現在運用中のファンドの概要

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、今回調査から共同調査となり回答者が増えたため、いずれもファンド数が増加した。一社あたりの運用ファンド数の平均は、2021年1月調査以来の12本を超える水準となった(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」の割合の増加が見られる。クローズドエンドの運用期間は、「3年以上5年未満」の回答数が少なくなる一方で、「1年以上3年未満」が増えた(図表11参照)。

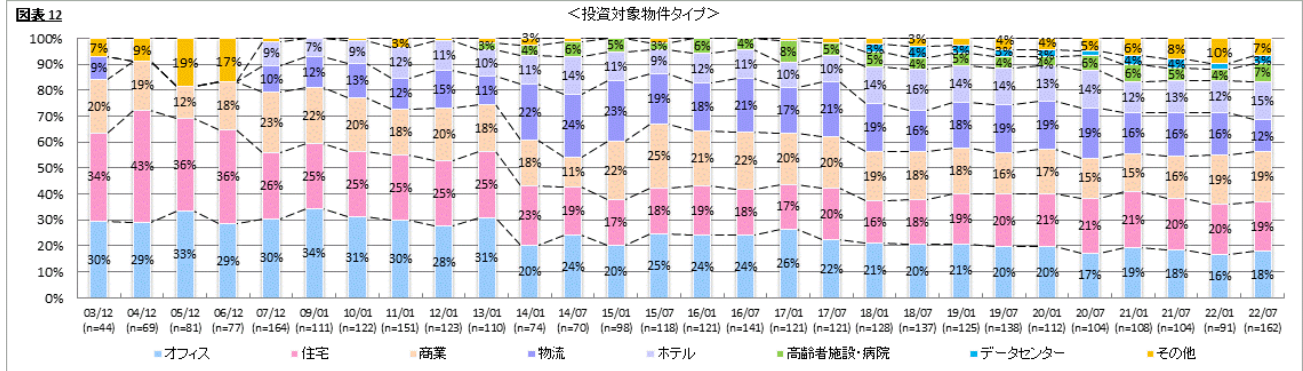


※2018年以前のデータは、不動産証券化協会「会員対象 不動産私募ファンド実態調査」の調査結果

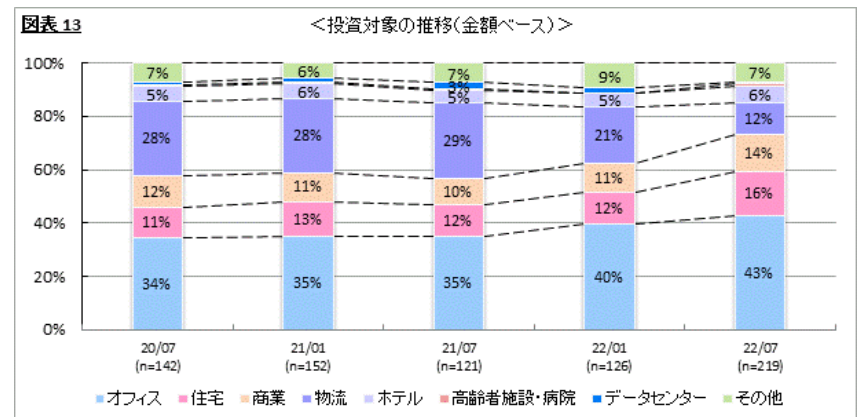
**b. 運用中ファンドの本数、投資対象の物件タイプ、エリア**

・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見ると、物件タイプの分散は進んでいるが(図表 12 参照)、回答各社の運用資産額に占める割合で見た場合は、「オフィス」が43%、「住宅」が16%となり、これら2タイプで約6割を占めている(図表 13 参照)。

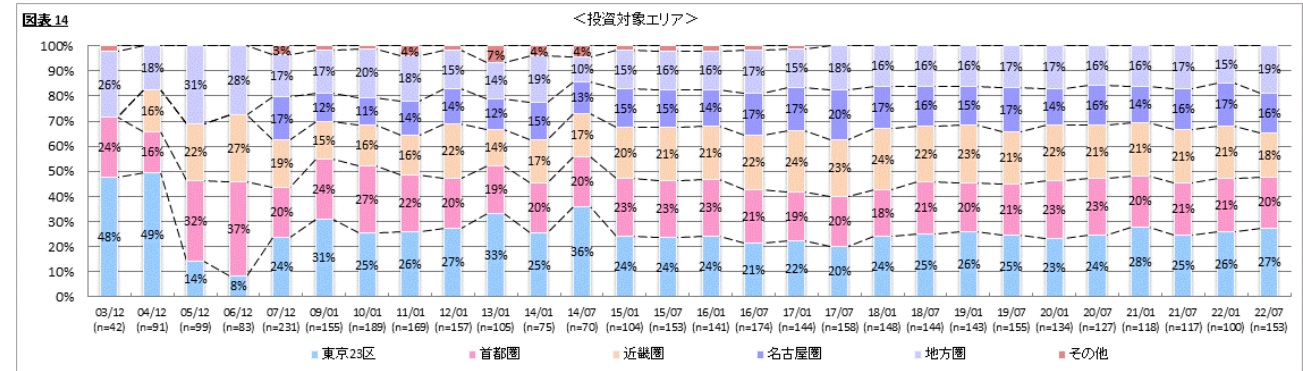
・掲載可能なファンドを対象に、各エリアに投資しているファンド数を数え、全エリアの合計値に対するエリア別の割合を見ると、「東京 23 区」の割合はやや多いものの、「首都圏」、「近畿圏」、「名古屋圏」、「地方圏」にも比較的分散されている(図表 14 参照)。一方で、回答各社の運用資産額に占める割合で見ると、地価が相対的に高い「東京 23 区」および「首都圏」の割合が合計で78%、「近畿圏」まで含めると92%と運用資産額の大部分を占めている(図表 15 参照)。



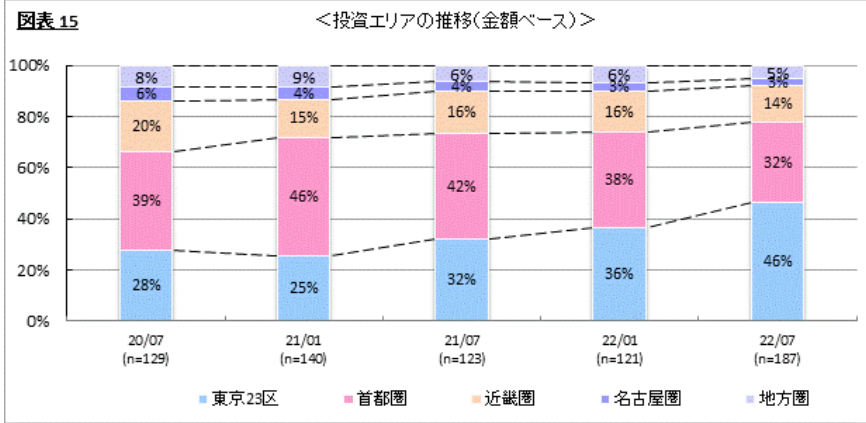
※2004年1月調査～2007年1月までは、「物流」「ホテル」は「その他」に含めている  
 ※2013年1月調査より選択肢に「高齢者施設」および「医療関連施設」を追加  
 ※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し過去の値は合算。また、「データセンター」を追加。  
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。



※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



※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。



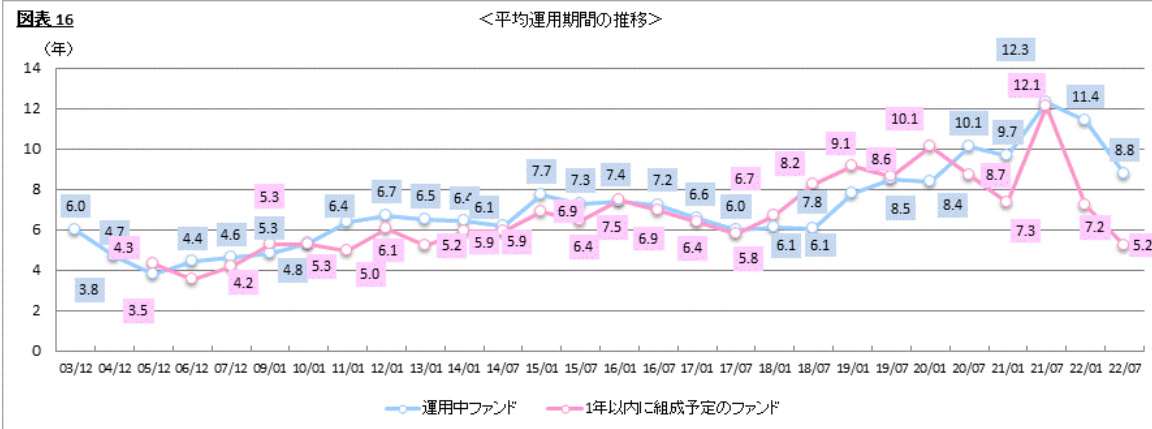
※運用資産額に占める割合については2020年7月調査から調査開始

**c. 運用期間、LTV水準、目標IRR**

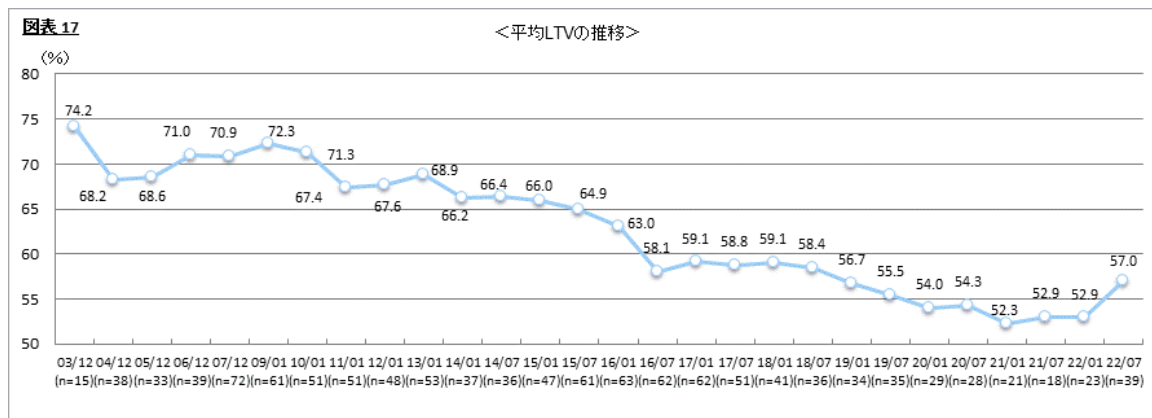
・「運用中ファンド」の平均運用期間は、長期化傾向に歯止めがかかっている。一方、「1年以内に組成予定のファンド」の平均運用期間はさらに短期化した。これは、運用期間を20年以上とする超長期ファンドがなかったことに加え、回答の多くが運用期間5年未満だったことに起因する。中短期運用のファンド組成が目立ちつつある(図表16参照)。

・運用中ファンドの平均LTVは57.0%に上昇し、2019年1月調査以来の高水準となった(図表17参照)。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、資金調達環境は良好であり、LTV70%以上とするファンドも散見される。

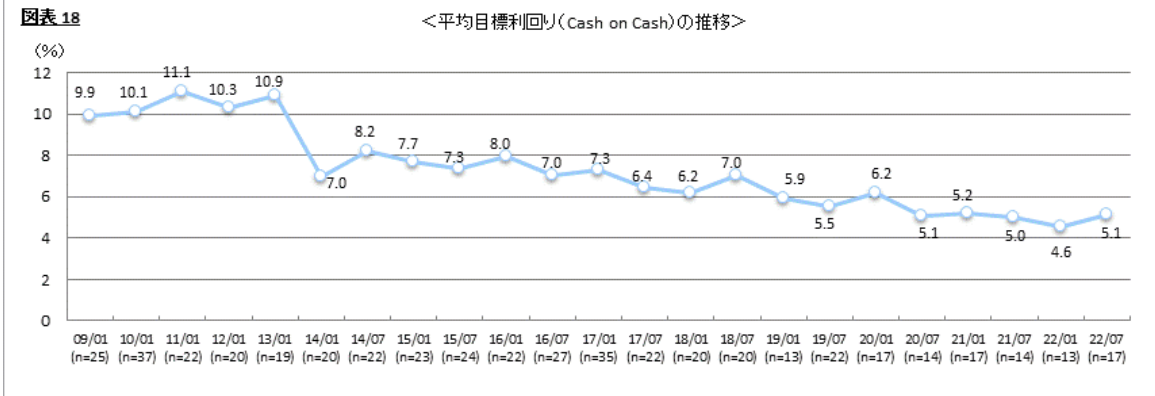
・目標利回り(Cash on Cash)は上昇したが、引き続き5%前後の水準にあり、低LTV、コア物件重視の運用スタイルが主流となっている(図表18参照)。



※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。



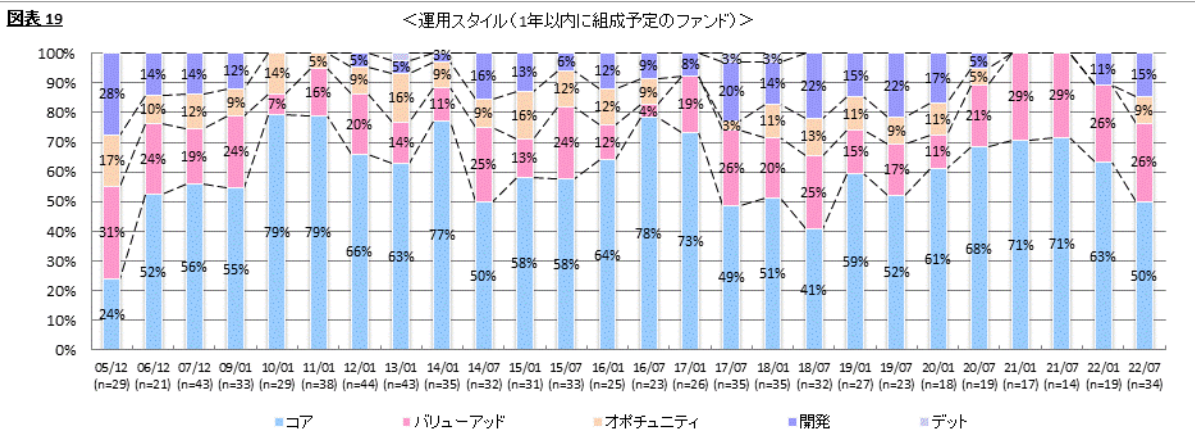
※LTV基準については総資産額に対するものか取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を算出している。



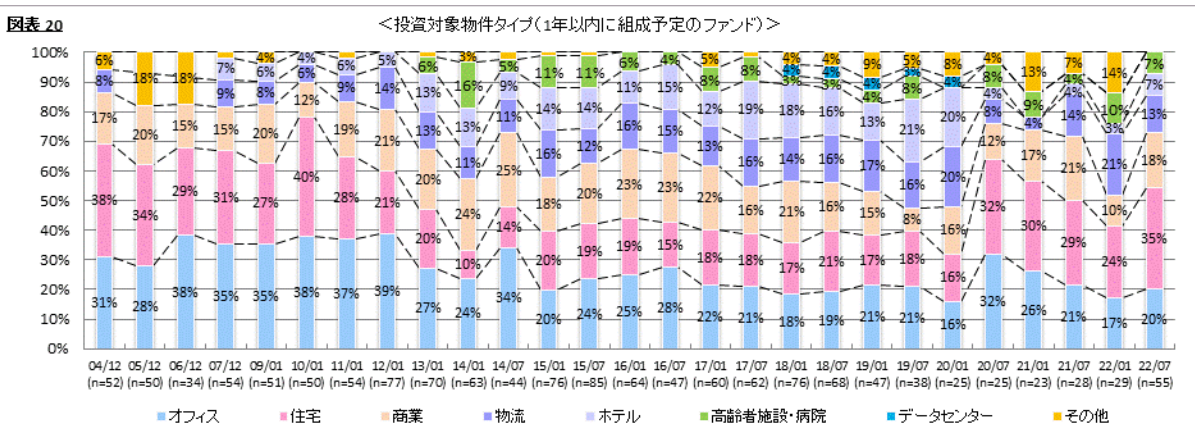
2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取組について

①今後1年以内のファンド組成

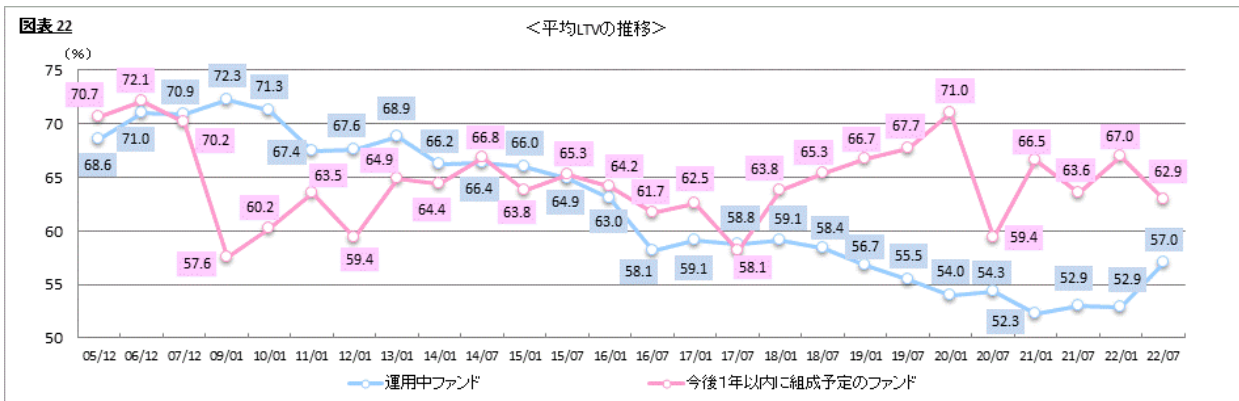
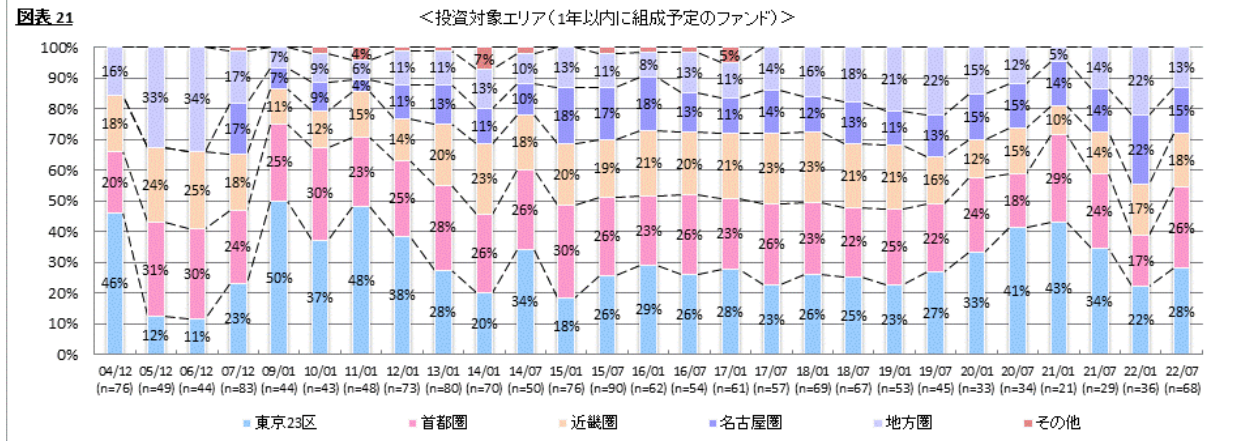
- ・1年以内に組成予定のファンドには以下の傾向が見られる。  
 運用スタイルは、「オポチュニティ」や「開発」の回答増加が目立つ(図表 19 参照)。  
 投資対象プロパティタイプは、「オフィス」、「住宅」、「商業」が増加に転じた(図表 20 参照)。  
 投資エリアは、「東京 23 区」、「首都圏」の回答割合が増加(図表 21 参照)。
- ・今後1年以内に組成予定ファンドの LTV 水準は低下したが、足下のデット資金調達環境は新型コロナウイルス感染症拡大によってもたらされた一部の厳格化の動きが後退しつつある(図表 22 参照)。今後1年については With コロナを見据えて、レンダラーの融資態度積極化を背景に高 LTV の運用戦略が見られる可能性がある。



※2013年1月調査より選択肢に「デット」を追加



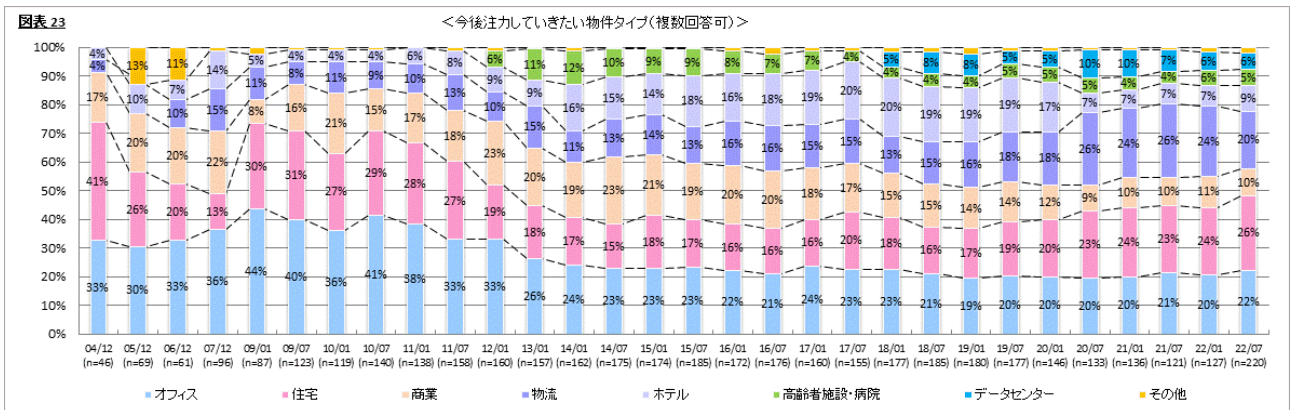
※2013年1月調査より「高齢者施設」「医療関連施設」を追加  
 ※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更過去の値は合算。また、「データセンター」を追加。



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」、「ホテル」の回答割合増加、「物流」の回答割合の減少が目立つ。(図表 23 参照)。



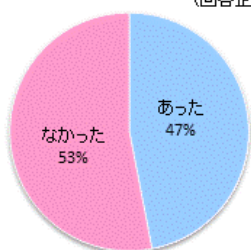
**b. 新型コロナウイルス感染症拡大後の投資方針の変化**

・新型コロナウイルス感染症拡大による投資方針への影響については、「影響がなかった」とする回答が53%と過半を占めた(図表24参照)。一方、「影響があった」とした回答者に聞いた変化の内容について、回答数が最多となったのは投資対象についての回答(計23件)であり、範囲縮小とする回答が6割を占めた。投資額についての影響(計8件)は、「投資額の縮小」が75%を占め、マイナスの影響の方が強いことがうかがえる。なお、「LTV水準を上昇」、「投資エリアを地方に拡大」など、項目によってはリスクオン姿勢の回答数が上回った(図表25-1、25-2参照)。

・2021年1月調査では、回答者全体の53%が「影響がある」と回答し、変化の内容としては、投資対象についての回答(計18件)のうち、範囲縮小とする回答が94%を占めていたほか、LTV水準の低下や取得価格目線の低下など、リスクオフ姿勢の回答が非常に多かったことと比べると、新型コロナウイルス感染症拡大が始まって間もない2021年初頭と比較して、運用会社の悲観的な見方は後退していると考えられる。

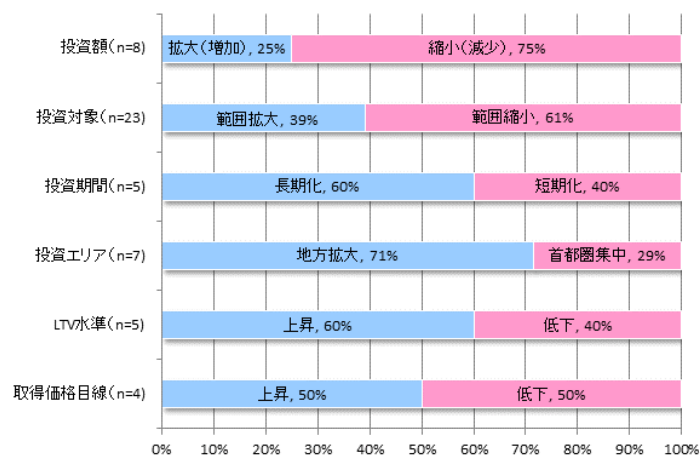
**図表24**

コロナ感染症拡大後の投資方針の変化  
(回答企業66社)



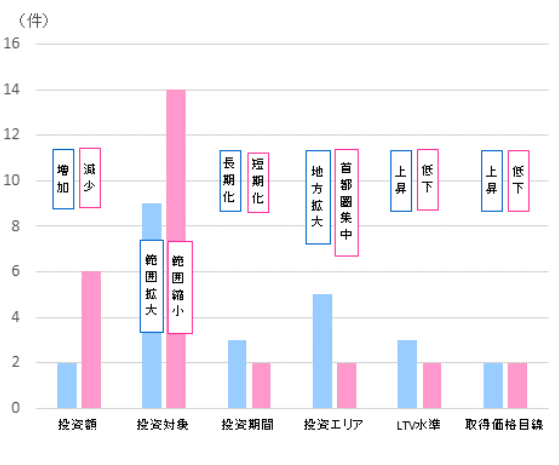
**図表25-1**

コロナ感染症拡大後の投資方針変化の内容(割合)



**図表25-2**

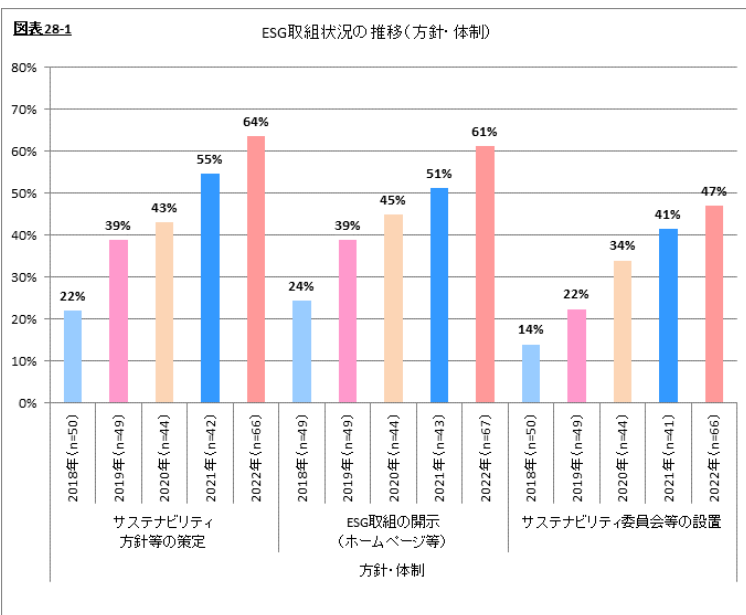
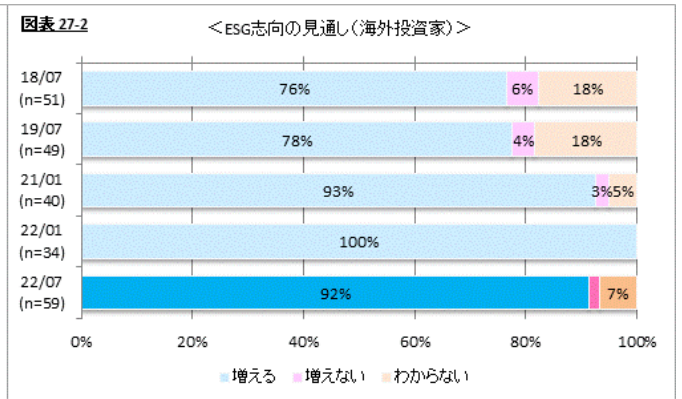
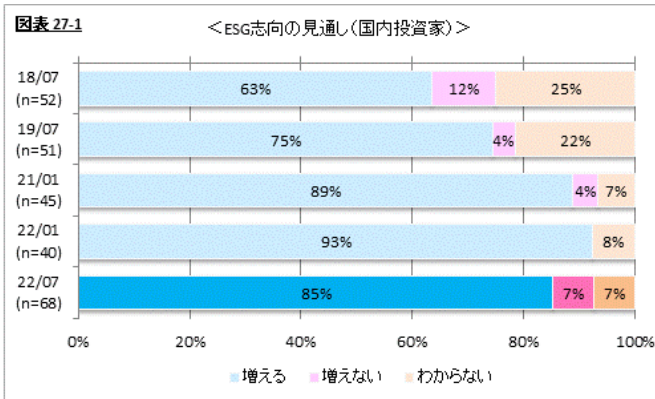
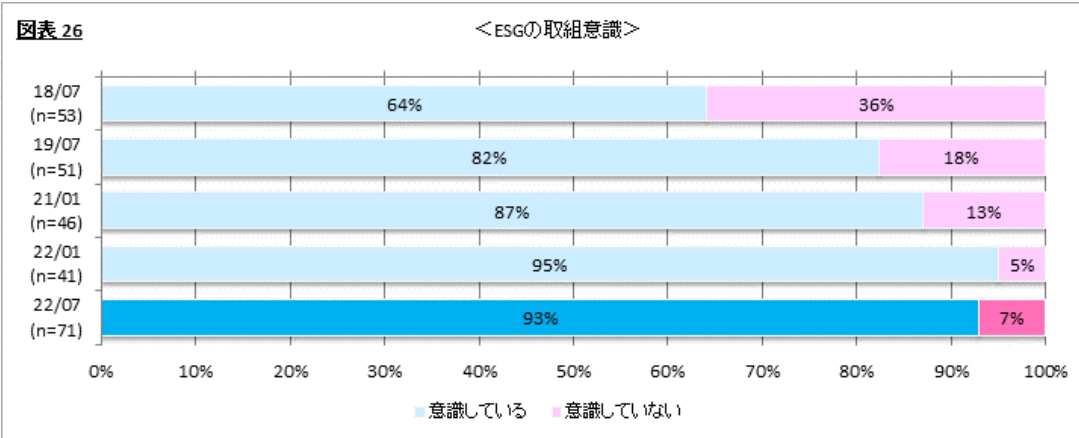
コロナ感染症拡大後の投資方針変化の内容(件数)

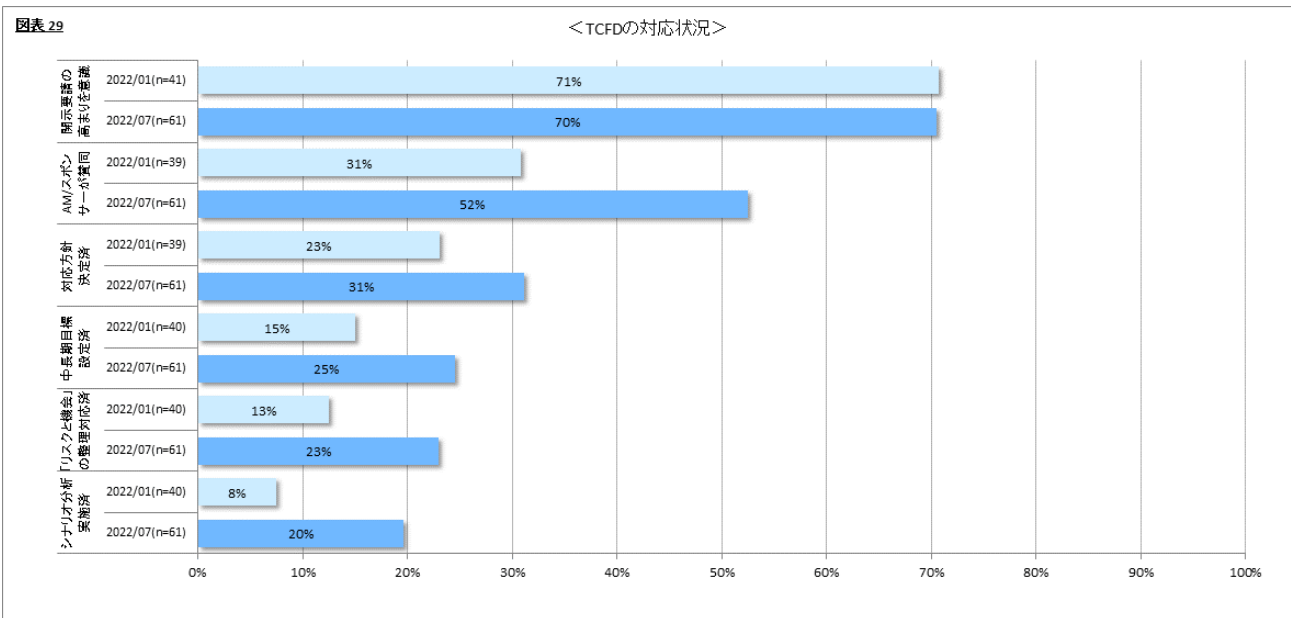
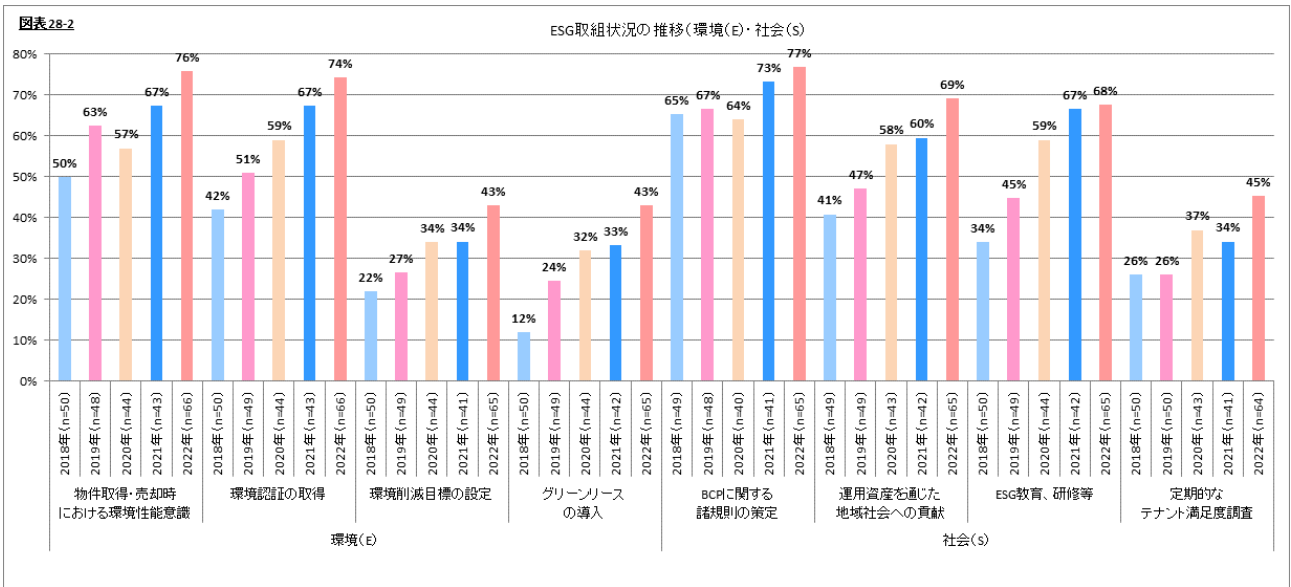


c. ESG※の取組状況、TCFD への対応

- ・ESG を志向する投資家に対しては、回答者の 9 割超が「意識している」と回答した(図表 26 参照)。
- ・ESG を志向する投資家は国内外ともに「増える」との回答が高止まりしている(図表 27-1、27-2 参照)。
- ・ESG の具体的な取組状況を確認すると、全項目において、取組率の向上が見られた(図表 28-1、28-2 参照)。
- ・TCFD への対応については、「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 7 割となった。そのほかの質問項目も伸展しており、TCFD への対応は、着実に実施されつつある状況が窺えた(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





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://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。