

不動産ファンド投資に関する調査研究

2022年度

一般財団法人 ゆうちょ財団



I. 不動産ファンドの概要と類型

1. 歴史・市場規模…………… 2
2. 投資類型・手法別の特性及びリスク…………… 8

II. 対象不動産と投資家動向

1. 対象不動産の動向と地域特性…………… 21
2. 投資家動向（投資目的・構成・行動等）…………… 28

III. 不動産投資市場の見通し

1. 不動産投資市場拡大に向けた課題…………… 38
2. 不動産投資の拡大と不動産市況の今後…………… 42



I . 不動産ファンドの概要と類型



【I . 不動産ファンドの概要と類型】

I . 不動産ファンドの概要と類型		
I -1. 歴史・市場規模	国内ファンド市場の歴史	
	海外ファンド市場の沿革等	
	ファンド市場全体	国内市場規模
		グローバル市場規模
	J-REIT市場	時価総額・上場銘柄数
		運用資産額・保有物件数
	私募ファンド市場	私募REIT市場規模
I -2. 投資類型・手法別の特性及びリスク	ファンド分類とリスク	国内不動産ファンドの特性比較
		リスクの所在と特性等
		ストラクチャー別の特性等
	J-REIT市場の特性	日本株・不動産株・債券との比較
		トータルリターンの推移・内訳
		セクター別パフォーマンス
	私募ファンド市場の特性	LTV・運用期間・目標利回りの推移
		グローバルのパフォーマンス推移
		(In-Out) 国内投資家による海外投資事例
	新たな投資形態	クラウドファンディング・STOの動向
		(In-Out) 投資信託を活用した海外投資事例



I-1. 歴史・市場規模



国内ファンド市場の歴史①《法規制の整備》

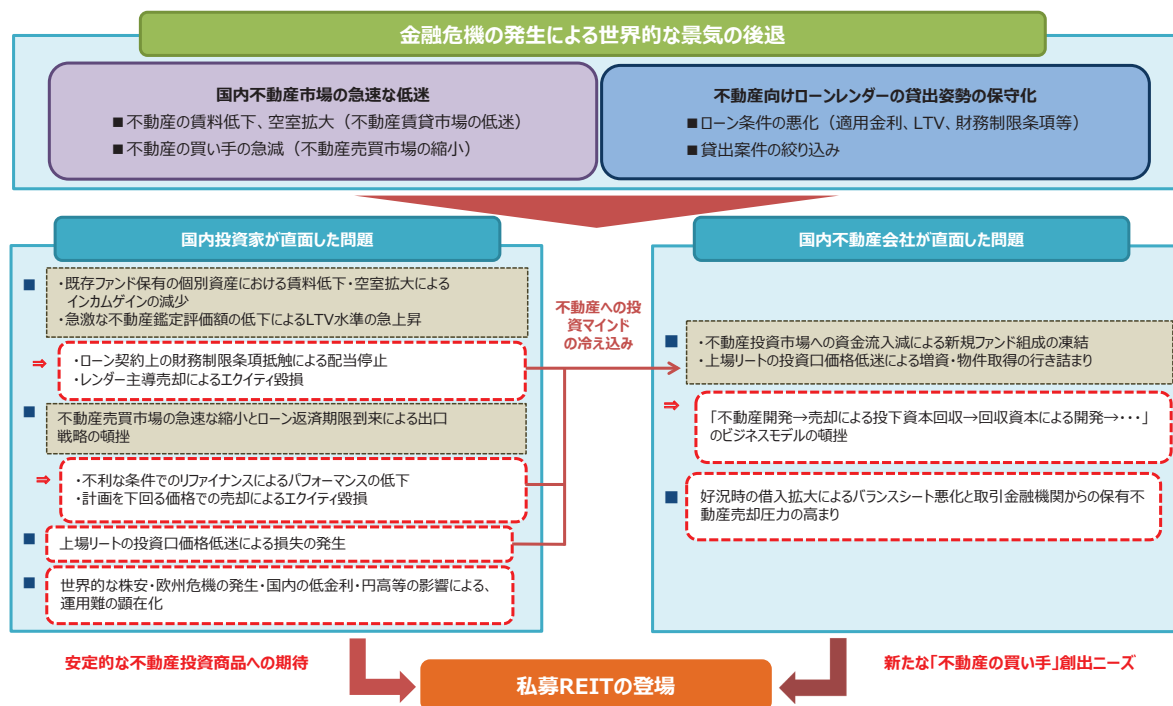
- 日本に先んじて米国で普及が進んだ不動産ファンドは、1990年代後半以降、日本国内において、法規制の側面から下図のような経緯をたどって着実に定着した。当初は一部の先進的な機関投資家によって投資がなされたが、2007年9月施行「金融商品取引法」の適用対象金融商品の一つとなることで、金融商品としての確固たる地位を獲得することとなった。

1998年6月	「新しい金融の流れに関する懇談会」（大蔵省） 従来の間接金融から市場型間接金融への移行が望ましいとの方向性 ※市場型間接金融：最終投資者がファンドを通じて間接的に資本市場等への運用を行うこと
1999年7月	金融審議会 今後の市場型間接金融において「集団投資スキーム」が重要な役割を担うべき ※集団投資スキーム ①多数のものから集めた資金をプールして各種資産で運用する「資産運用型」 ②特定の資産から生じるキャッシュフローを単数または複数の投資商品に仕立て、多数のものに販売する「資産流動型」
2000年10月	建設大臣告示「不動産投資顧問業登録規程」の施行 実物不動産取引の投資一任業務と助言業務を行う不動産投資顧問業（総合または一般）の任意登録制の開始
2000年11月	「資産の流動化に関する法律」、「投資信託及び投資法人に関する法律」（投信法）施行
2007年9月	「金融商品取引法」施行 不動産信託受益権を運用対象とする不動産私募ファンドや運用会社には同法適用、投資運用業あるいは投資助言・代理業の登録が必要となる。 また、不動産運用会社が投資運用業を登録するにあたって、前述の総合不動産投資顧問業の登録が要件の一つとなっている。

出所）三井住友トラスト基礎研究所



国内ファンド市場の歴史②《金融危機以降の経緯》



価格変動リスク、リファイナンスリスク、出口リスクを極力抑えうる仕組みの確保

出所）三井住友トラスト基礎研究所



国内ファンド市場の歴史③《私募REITの登場》

私募ファンド市場

■ 価格変動リスクへの対応

- ・ 私募REITの投資口は**非上場**であり、市場時価が存在しないため、金融・資本市場のセンチメント（市場心理）や相場変動の影響を受けにくい。
- ・ **投資口価格は、ファンド保有物件の不動産鑑定評価額に基づき決算期毎に算定**されることから、投資口価格は安定的に推移することが期待される。

■ リファイナンスリスクへの対応

- ・ 私募REITは、**総資産に占めるローンの比率（LTV）を、従来の不動産私募ファンドと比較して低水準（30～50%）に維持する方針**である。
- ・ 私募REITのローン条件は、従来の不動産私募ファンドのローン条件と異なり、保有不動産の収益力に加え、**運用会社の親会社（いわゆるスポンサー企業）の信用力も考慮した適用金利や財務制限条項、担保条件**となることが一般的であることから、ローンの借換え（リファイナンス）の際に、これらローン条件が金融市場環境の変化の影響を受けにくく、安定した財務基盤の構築が望める。

■ 出口リスクへの対応

- ・ 従来の不動産私募ファンド投資においては、最終的な投資リターンはファンド終了時点（出口時点）の物件売却価格（売買市場）の影響を強く受ける（出口リスク）。私募REITは、**運用期間を定めないファンドであることから、出口リスクを抑制**することが可能である。
- ・ 運用期間を定めないファンドであることから、期中の**追加出資や換金が可能な仕組み**（オープンエンド型ファンド）となっている。



主要海外ファンド市場の沿革・概要等

	沿革・概要等
米国市場	◆クローズドエンドファンド、オープンエンドファンド、上場REIT、非上場REIT等、投資形態は多様で成熟度も高い。 ◆クローズドエンドファンドでは世界最大の北米市場（12ページ）の多くを米国が占める。投資戦略としては、日本と異なり、バリューアッド、オポチュニスティックが中心。ディストレス、デット戦略を掲げるファンドも多い一方、コアプラス、コアは少ない。 ◆オープンエンドファンドの歴史は長く、Prudential Real Estate Investors（現PGIM Real Estate）が、1970年に最初のファンドを設定。草創期は保険会社系列のマネージャーが多かったが、2000年代以降は不動産に特化した運用会社等も市場に参入した。投資戦略としては、コア、コアプラスが多い。
英国市場	◆米国市場より規模は劣るが、クローズドエンドファンド、オープンエンドファンド、上場REIT等がバランス良く存在しており、成熟度の高い市場。 ◆海外投資家や英国内の個人投資家を含めて、投資家の裾野は広く、日本と異なり、個人投資家向けのオープンエンドファンド等も存在する。 ◆地理的な独立性が高いことは分散投資等の観点でメリットとなる一方、独自の政情面のイベント（2016年のEU離脱投票、2022年の英国債市場混乱等）で解約停止になるファンドが出やすい市場でもある。
ドイツ市場	◆オープンエンドファンドが主流で、上場REITの市場創設は日本よりも遅く、投資形態の多様性は他国にやや劣る。 ◆オープンエンドファンドは、主に個人投資家向けのファンドと、機関投資家に限定されたスペシャルファンドが存在し、投資戦略としては、コアが多い。 ◆オープンエンドファンドの歴史は古く、1959年に最初のファンドが組成された。その後、ドイツ銀行等の金融機関がファンド組成・運営に参入し、市場が拡大していった。
オーストラリア市場	◆米国や英国同様、スキームが多様で成熟度も高い市場だが、オープンエンドファンドと上場REITの比率が高い。 ◆オープンエンドファンドを含む非上場ファンドの歴史は古く、1959年にレンドリース等がファンドを組成。上場REIT市場の歴史も長く、1971年にGeneral Property Trustが上場。1980年代は上場REITに対する認知度が低く、市場規模は小さかったが、1990年代に入り、非上場ファンドから上場REITへの転換が進み、市場が拡大した。

出所）三井住友トラスト基礎研究所



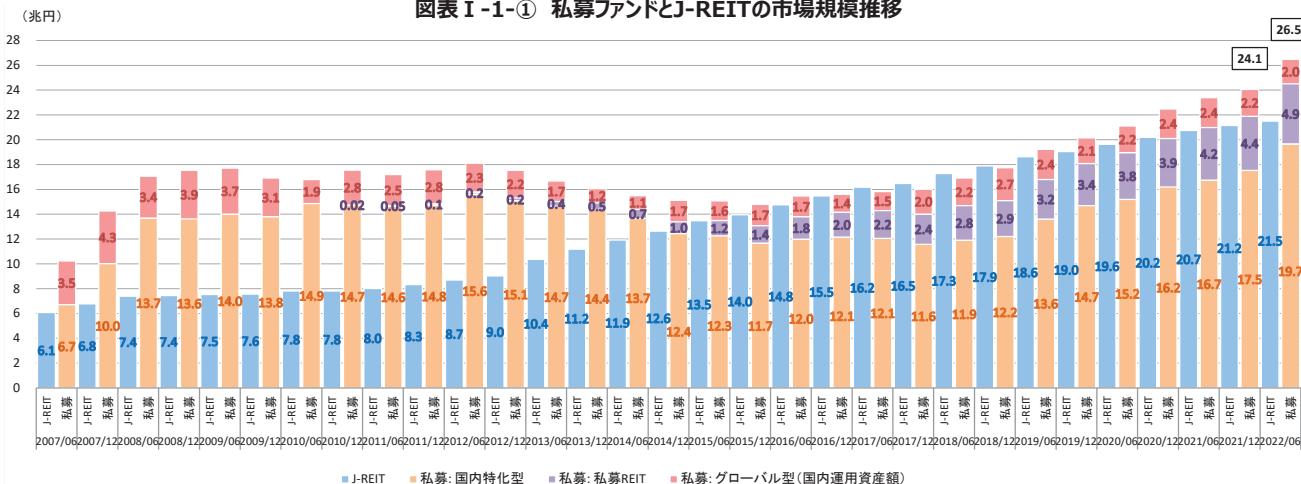
ファンド市場全体《国内市場規模》

J-REIT市場

私募ファンド市場

- 国内の不動産私募ファンドの市場規模（運用資産額ベースで私募REITを含む）は、日銀によるマイナス金利政策が開始された2016年以降、一貫して増加しており、2022年6月末時点の市場規模は、26.5兆円と推計している。投資家の運用難と安定的なインカム収入を期待する不動産投資需要の高まりが増加の背景となっている。
- 私募ファンドのうち、2010年11月に初銘柄の運用が開始された私募REITは、機関投資家の投資対象として需要が継続しており、同時点の市場規模は約4.9兆円まで拡大している。
- J-REITに関しては、同時点の市場規模で21.5兆円となっている。2001年9月の2銘柄上場以降、金融危機後にやや拡大ペースが鈍化したものの、順調に拡大している。

図表 I - 1-① 私募ファンドとJ-REITの市場規模推移



※1 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。

※2 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

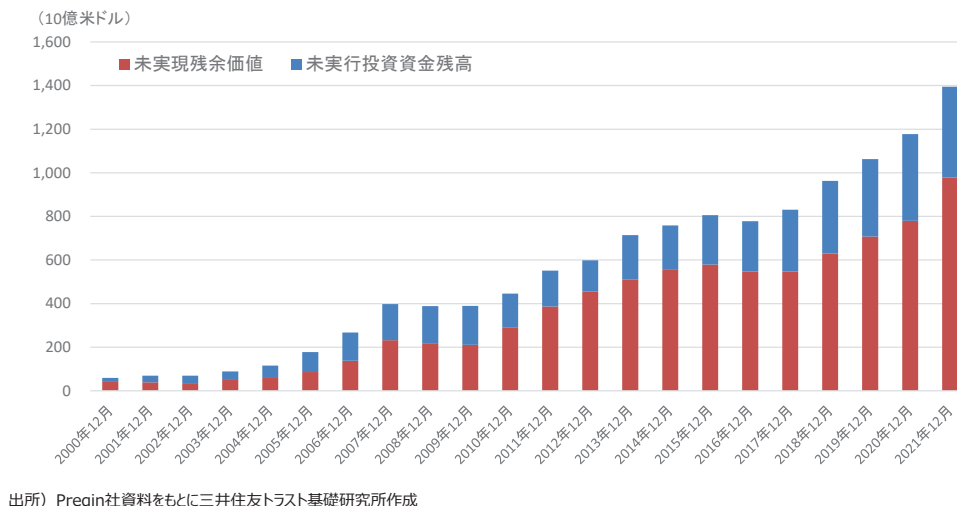
出所）不動産証券化協会「私募リート・クォーターリー」、三井住友トラスト基礎研究所



ファンド市場全体《グローバル市場規模①》

- 世界の不動産私募ファンド（主にクローズドエンドファンド（Preqin社データにつき以降同様））のAssets Under Management（AUM（運用残高））の推移を見ると、金融危機以降、大きく伸びており、2021年12月末時点で約1兆4,000億米ドルとなっている。未実現残余価値（売却を除く保有資産の時価）が順調に伸びていることと並行して、投資に向けた準備資金・待機資金となる未実行投資資金残高も高水準で推移している。
- 世界の私募ファンドにおいては、一般的に市場規模を測る3つの指標がある。①次頁のファンド市場におけるエクイティ資金の調達総額、②実際の投資額（実際に投資家から調達して投資している金額）、③AUM（未実現残余価値と未実行投資資金の合計）。現在は、金融危機前と比較して②が高水準であるが、①もそれ以上に増加しており、その結果、③に含まれる未実行投資資金残高が高水準で推移している状況である。

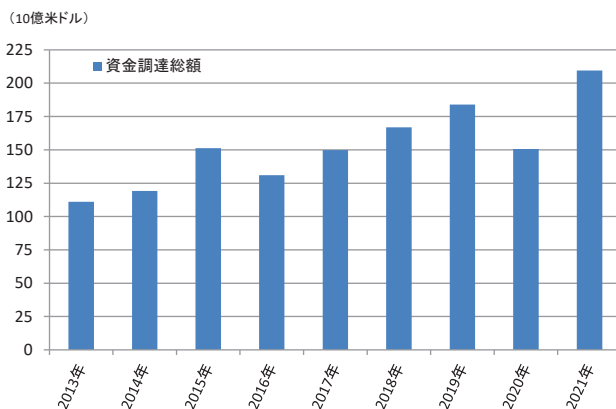
図表 I - 1 - ② 世界の不動産私募ファンドのAUM推移



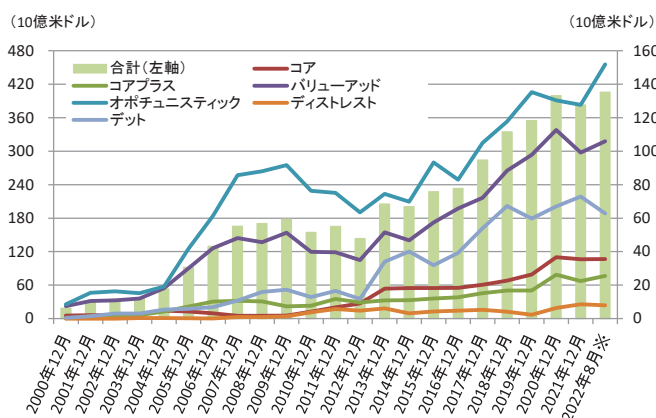
ファンド市場全体《グローバル市場規模②》

- 世界の不動産私募ファンドの2021年のエクイティ資金調達総額（左図）は約2,000億米ドルとなり、コロナ前の2019年の約1,900億米ドルも超える水準となった。コロナ禍で海外不動産市場は悪化したが、市況回復に伴う投資需要に加え、様子見となっていた資金を改めて不動産に配分する動きが一気に進んだものと考えられる。
- 資金調達額が回復している環境下で、資金の活用（投資）が進んでいるものの、準備資金・待機資金となる未実行投資資金残高（右図）は、金融危機前を含めて過去高水準で推移しており、投資需要は当面高水準で推移する可能性が高い。

図表 I - 1 - ③ 世界の不動産私募ファンドの資金調達総額の推移



図表 I - 1 - ④ 世界の不動産私募ファンドの未実行投資資金の残高推移

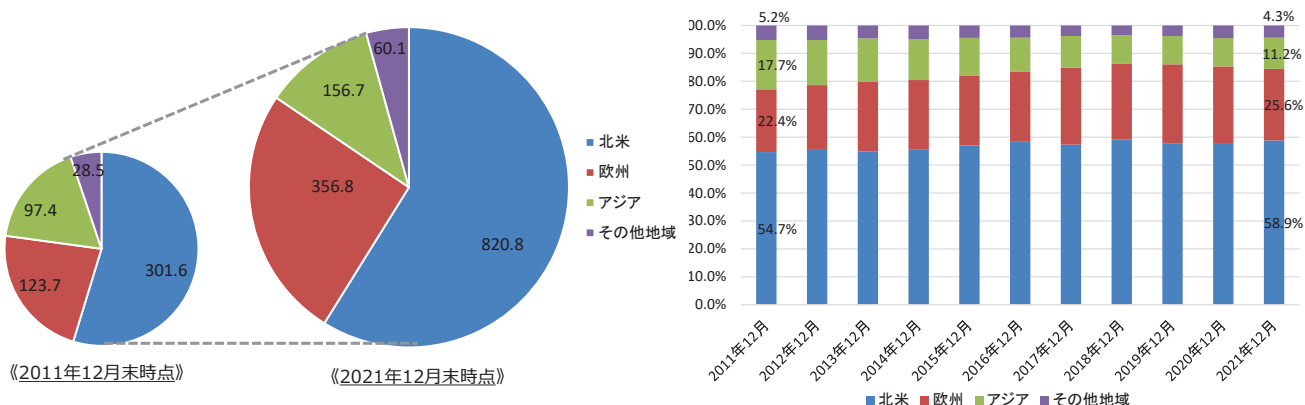




ファンド市場全体《グローバル市場規模③》

- 世界の不動産私募ファンド（主にクローズドエンドファンド）の市場規模（AUM）は、前掲のとおり、金融危機以降、順調に拡大しており、2021年12月末には約1兆4,000億米ドルとなっている。
- 地域別では、北米地域の市場規模が最も大きく、その割合も緩やかに伸びており、2021年12月末では約6割を占めている。次いで欧州地域、アジア地域の市場規模が大きい、その割合は足元数年間でやや減少傾向にある。これは、欧州地域、アジア地域での市場が縮小しているわけではなく、北米地域での投資拡大ペースが大きいことが要因である。

図表 I -1-⑤ 地域毎の不動産私募ファンドの市場規模（単位:10億米ドル）



出所) Preqin社資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

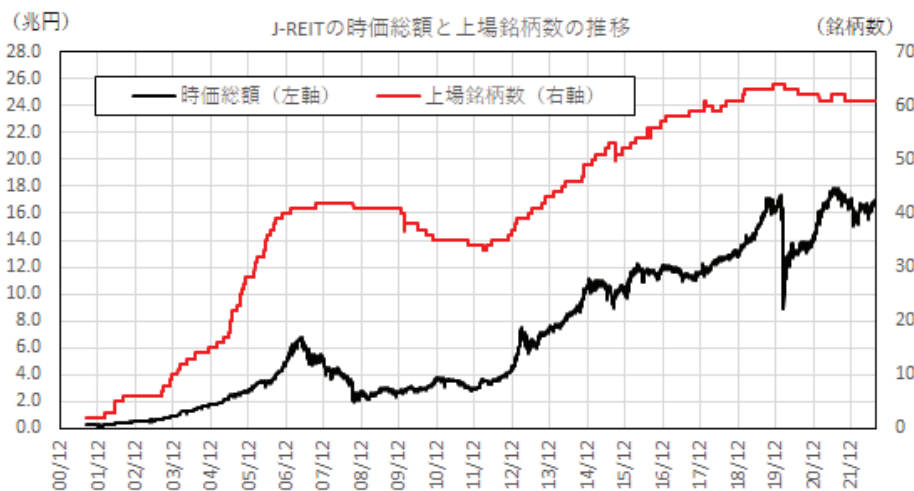


J-REIT市場《時価総額・上場銘柄数》

J-REIT市場

- J-REITの上場銘柄数は2022年8月末で61銘柄となっている。2001年9月10日の2銘柄上場以降、累計82銘柄が上場した。17件の合併・1件のTOBによる上場廃止もあったが、銘柄数は継続的に増加し、J-REIT市場の多様性・分散性は向上している。
- 不動産市況が好調だった2005年～2006年の2年間で25銘柄が上場し、2007年10月には42銘柄まで増加した。その後、金融危機後の複数の救済合併で、2012年3月に33銘柄まで減少。2012年4月以降、新規上場再開で増加に転じた。
- 上場銘柄数の増加、上場後の継続的なPOで、J-REITの時価総額は16.9兆円（2022年8月末）に拡大している。

図表 I -1-⑥ J-REITの時価総額と上場銘柄数の推移



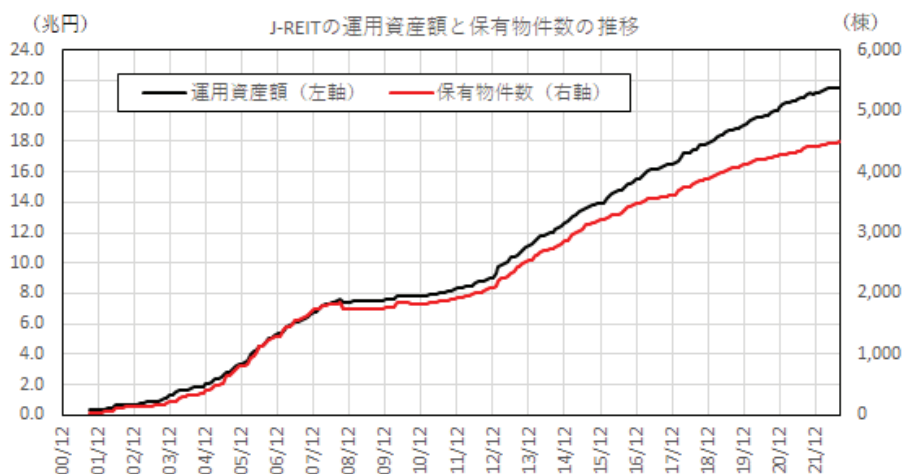
出所) 三井住友トラスト基礎研究所



J-REIT市場《運用資産額・保有物件数》

- J-REITの保有物件は2022年8月末で、約4,500棟、運用資産額（取得価格ベース）は21.5兆円となっている。
- 2001年9月末の0.3兆円から、約21年間で約21兆円増加。金融危機後の2009年～2010年のように物件取得が停滞した時期もあったが、2013年の金融緩和以降、継続的に物件取得は増加し、通算では年間1兆円のペースで資産規模を拡大してきたことになる。
- 不動産価格の高値圏推移が続き、利回りを確保した物件取得が厳しいため、足元、資産規模拡大は鈍化傾向が見られる。

図表 I - 1 - ⑦ J-REITの運用資産額と保有物件数の推移



注) 運用資産額は取得価格ベース

出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

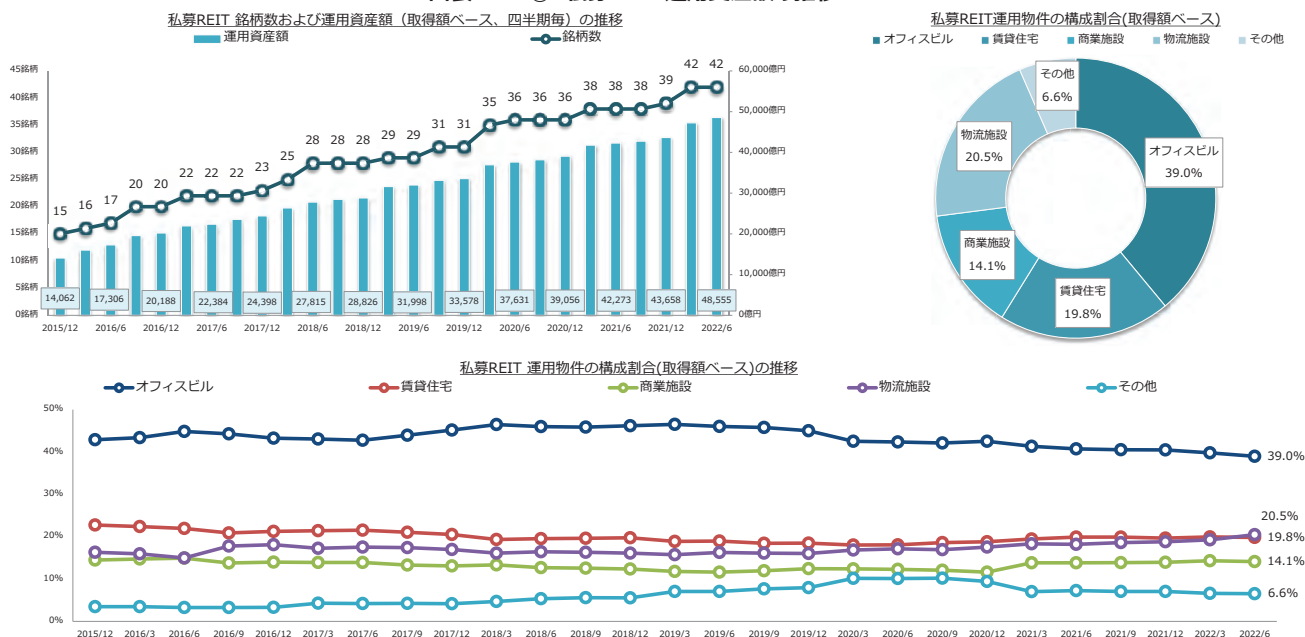


私募ファンド市場《私募REIT市場規模》

私募ファンド市場

- 2022年6月時点の私募REITの運用資産額は4兆8,555億円、出資総額は2兆8,163億円、銘柄数は42となっている。タイプ別では、オフィスが最大（取得額ベース）だが、割合は漸減傾向である。
- 安定したインカム収入の獲得に重きを置く私募REITの戦略が、年金基金や金融機関の需要の受け皿となっており、市場規模の拡大が続いている。

図表 I - 1 - ⑧ 私募REIT運用資産額の推移



出所) 一般社団法人不動産証券化協会「私募リート・クォーター」



I-2. 投資類型・手法別の特性及びリスク



国内不動産ファンドの特性比較

J-REIT市場

私募ファンド市場

図表 I-2-① 国内不動産ファンドの特性

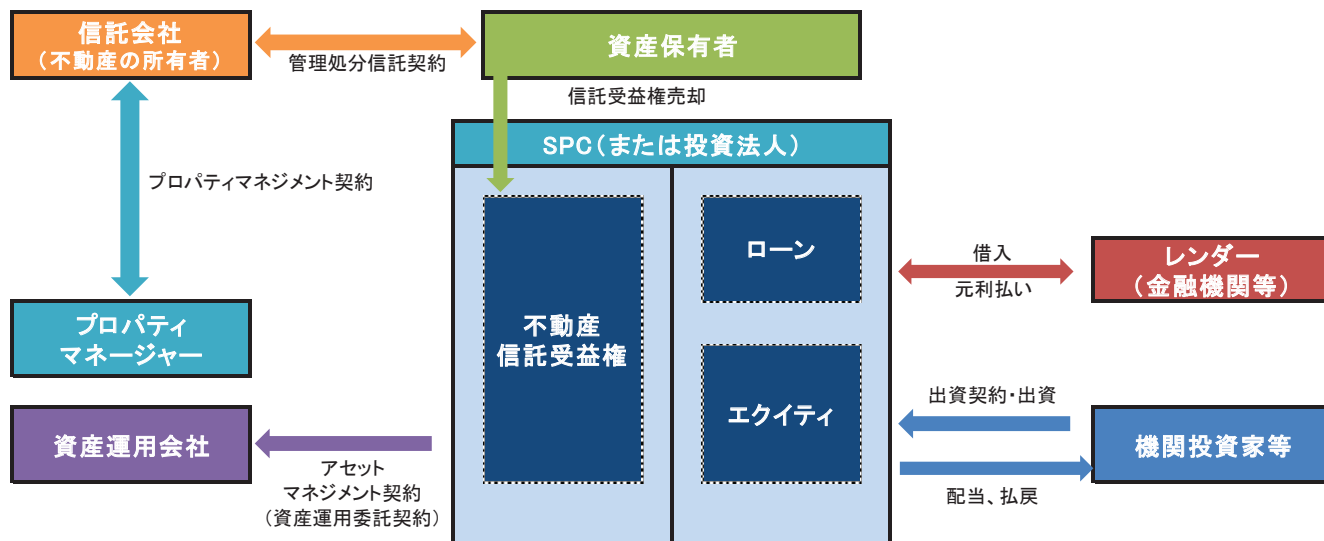
	J-REIT	クローズドエンドファンド	私募REIT
換金方法	上場市場での売買	原則、換金不可	発行体（投資法人）による払い戻し、投資家間の譲渡
流動性	高い （上場株式並）	ほとんどない	一定程度あり
価格変動	大きい （上場株式と同程度）	小さい （出口時点では売却価格の多寡でパフォーマンスが左右される）	小さい
運用期限	なし	あり （5～7年程度が主流）	なし
レバレッジ	40～50%程度	50～80%程度	30～50%程度
リターン	インカムリターンで4%程度	目標利回り（Cash on Cash）で5%程度	インカムリターンで4%程度
投資家層	投資信託を通じた個人投資家が多く、次いで海外投資家、金融機関が多い	年金基金や金融機関、事業法人の投資が多く、個人は富裕層の一部のみ	金融機関が中心で、次いで年金基金、事業法人の投資が多い
運用戦略	用途の多様性はあるがコアでの運用スタイルが中心	用途の多様性に加えて開発型を含めて運用スタイルは様々、海外に比べるとコアの割合が高い	用途の多様性はあるがコアでの運用スタイルが中心

出所）三井住友トラスト基礎研究所



ファンド分類とリスク《リスクの所在と特性等①》

図表 I-2-② 一般的な不動産ファンドの仕組み

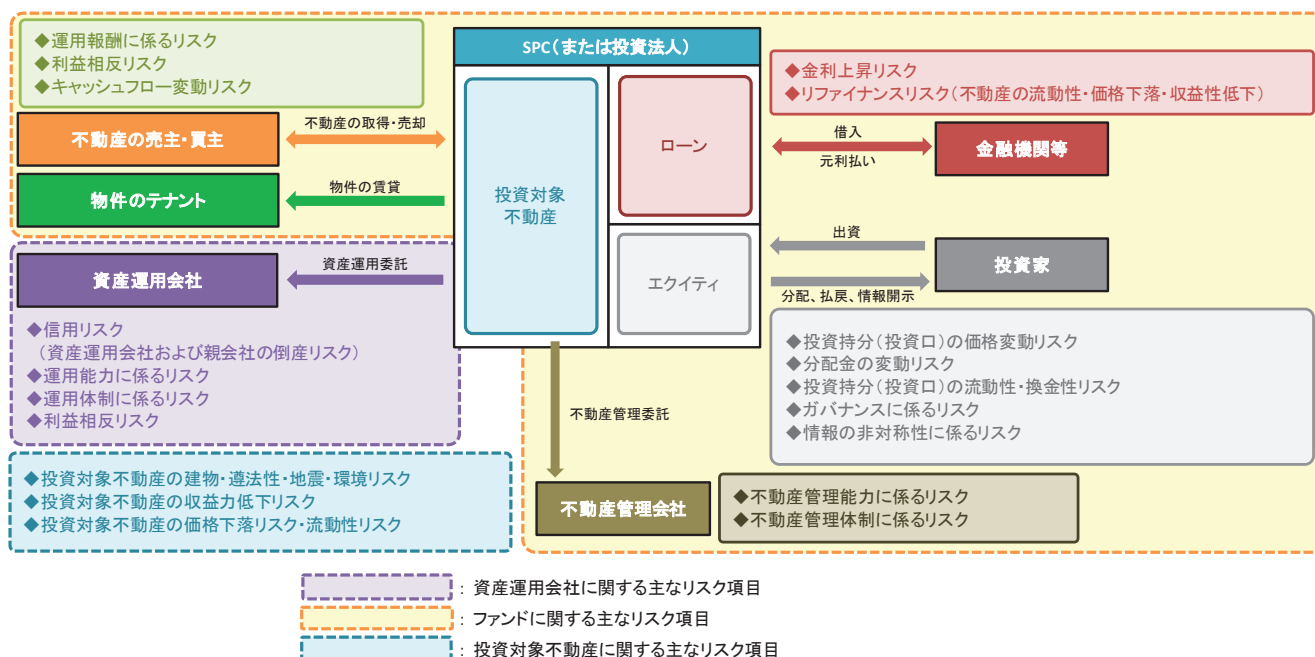


出所) 三井住友トラスト基礎研究所



ファンド分類とリスク《リスクの所在と特性等②》

図表 I-2-③ 不動産ファンドのリスクの所在



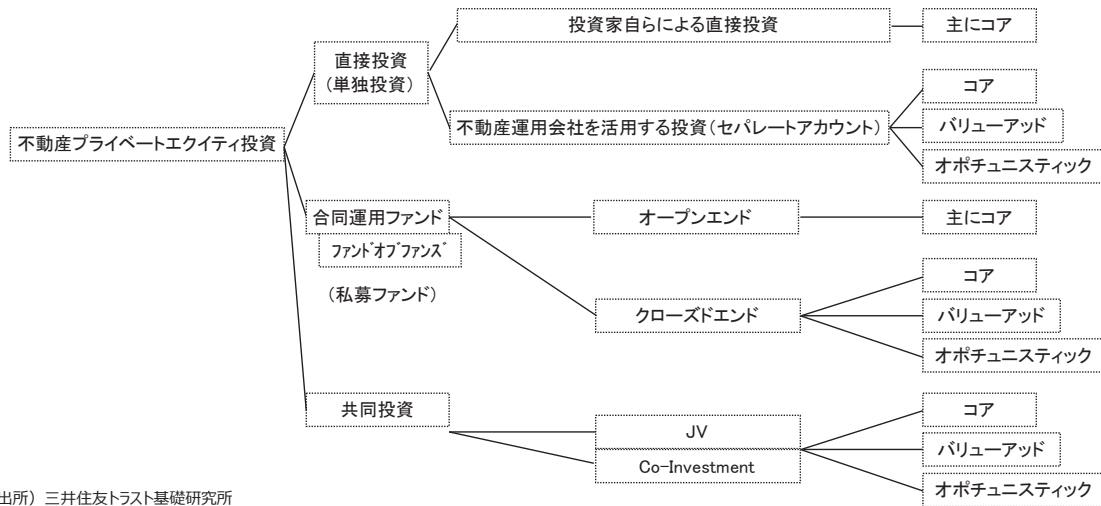
出所) 三井住友トラスト基礎研究所



ファンド分類とリスク《ストラクチャー別の特性等①》

- 投資ストラクチャーの考え方①：投資家サイドの投資形態として単独投資⇔共同投資
- 投資ストラクチャーの考え方②：運用会社の戦略としてのセパレートアカウント⇔合同運用ファンド
- ファンドタイプ：オープンエンド、クローズドエンド（物件固定型・物件追加型・一任型）
- 運用スタイル（※）：コア、オポチュニスティック、バリューストック、開発型

図表 I-2-④ 投資形態・運用スタイル別の分類



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

※) 運用スタイルの一般的な定義は以下のとおり。

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。

オポチュニスティック：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。

バリューストック：コアとオポチュニスティック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。

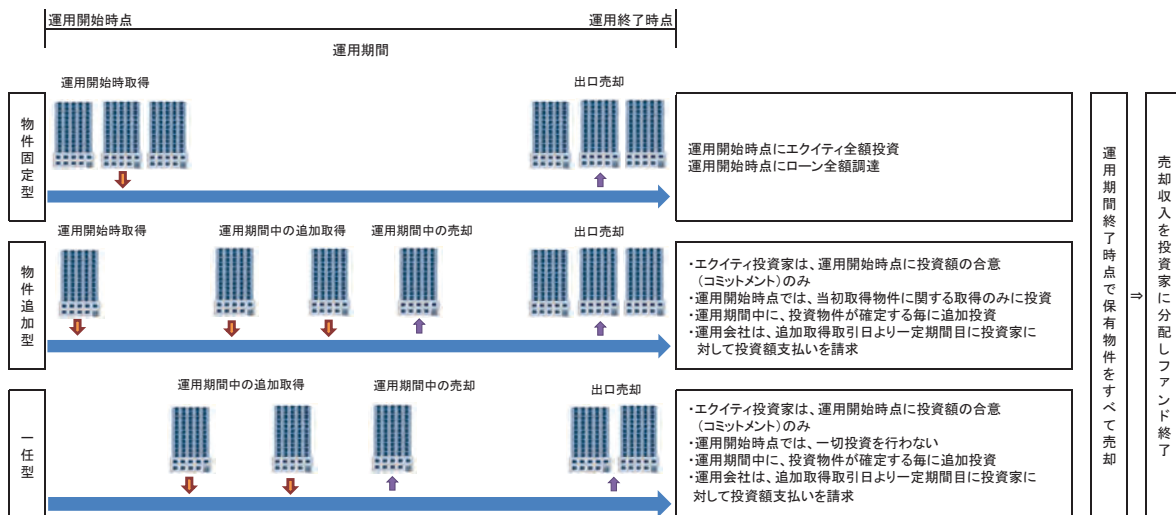
開発型：開発利益の獲得に特化したスタイル。



ファンド分類とリスク《ストラクチャー別の特性等②》

- クローズドエンドのうち、物件固定型ファンドは、投資予定物件がすべて投資開始時点で確定しており、一切の期中取得・期中売却が発生しない運用方針の不動産私募ファンドである。国内投資家は、不動産の個別性や競争力を、ファンド選定の重要な要素の一つと考えている場合が多く、国内の不動産私募ファンドの多くがこのスタイルを採用している。
- 物件追加型ファンドは、一部の投資予定物件が投資開始時点で確定しており、残りの出資額で取得する物件は運用開始後に探索する方針の不動産私募ファンドである。一般的に未実行の投資資金は「ドライパウダー」と呼ばれる。
- 一任型ファンドは、運用開始時点では投資方針のみ決定されており、一切の投資予定物件が確定しておらず、すべての出資額で取得する物件は運用開始後に探索する方針の不動産私募ファンドである。物件固定型同様、未実行の投資資金は「ドライパウダー」と呼ばれる。海外の不動産私募ファンドは、物件追加型や一任型が主流である。

図表 I-2-⑤ クローズドエンド不動産私募ファンドの運用イメージ



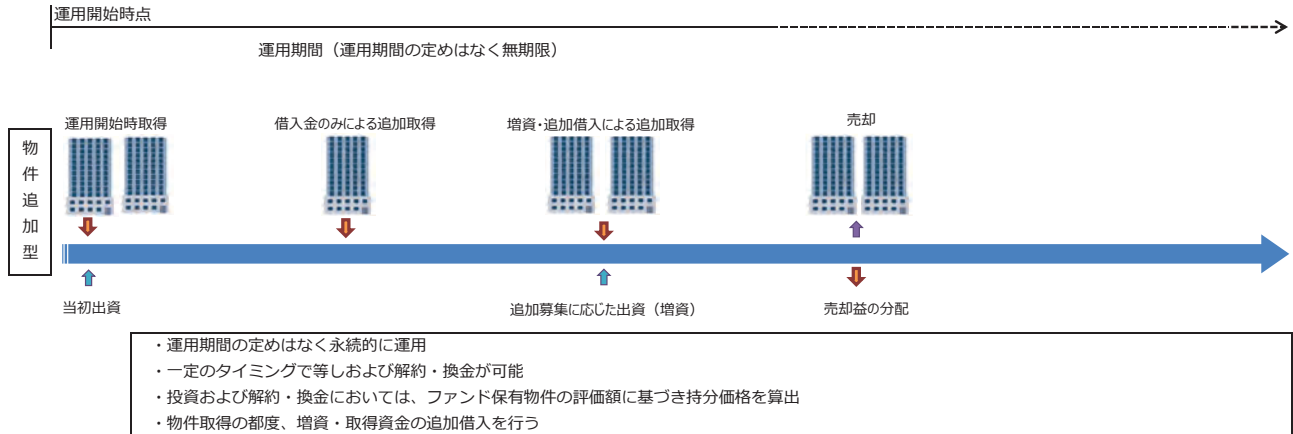
出所) 三井住友トラスト基礎研究所



ファンド分類とリスク《ストラクチャー別の特性等③》

- オープンエンドの不動産私募ファンドは、運用期間の定めはなく半永久的な運用を想定するものである。
- 国内では当初ファンド組成時点で一部の取得予定物件が確定しており、当該確定物件の取得に必要なエクイティ額の募集と借入金の調達を行うのが一般的である。
- 期中には、物件売却や入れ替え（物件売却額で新規に物件を取得する行為）を行う。また、一定のまとまった投資不動産を取得する場合は増資（エクイティの追加募集）と追加借入により物件取得を行う。
- 国内では「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づく「投資法人」を投資ピークルとして用いるケースと次頁のような「投資事業有限責任組合契約に関する法律」に基づく「投資事業有限責任組合」を用いるケースがある。

図表 I-2-⑥ オープンエンド不動産私募ファンドの運用



出所）三井住友トラスト基礎研究所



ファンド分類とリスク《ストラクチャー別の特性等④》

- 国内のオープンエンド型不動産私募ファンドのストラクチャーとして、従来からの投資法人ストラクチャー（私募REIT）に加え、近年では投資事業有限責任組合（LPS）＋匿名組合を用いたストラクチャーも登場している。
- 運用会社のライセンス選択（投資運用業か投資助言・代理業か）、ピークル設立コスト（投資法人設立・登録）、ピークル設計の自由度、キャッシュマネジメントの自由度などの理由により、投資法人型ではなくLPSや匿名組合を使ったスキームが活用され始められたものとする。

図表 I-2-⑦ LPSを用いたオープンエンド型不動産私募ファンドのファンド組成事例

ファンド名	ラサール・ジャパン・プロパティ・ファンド	大和ハウスロジスティクスコアファンド	GLP Japan Income Fund
運用会社	ラサール不動産投資顧問(株)	大和ハウス・アセットマネジメント(株)	日本GLP(株)
投資ピークル	投資事業有限責任組合 (LPS)	投資事業有限責任組合 (LPS)	投資事業有限責任組合 (LPS)
物件保有ピークル	LJPF合同会社	不明	Gravity AH合同会社
ファンド概要	・主に4大都市圏（東京、大阪、名古屋、福岡）に所在する、主要4アセットクラス（オフィス、物流施設、賃貸住宅、商業施設）への投資 ・第2次募集で追加取得した大阪圏に立地する大型物流施設1物件と、東京圏の優良な賃貸住宅9物件と合わせ16物件	・物流施設100%、70%以上を三大都市圏（首都圏：東京・神奈川・埼玉・千葉、中部圏：愛知・岐阜・三重、近畿圏：大阪、京都、兵庫、奈良、滋賀） ・大和ハウスグループが開発する次世代型物流施設および環境配慮型物流施設	・安定収益をもたらす新規開発物流施設からなるGLPのパイプラインへの投資機会を求める投資家に需要に応える ・GLP 運営の開発ファンドからの取得を主体とした14物件で構成（2021年12月末）。2022年3月には開発ファンドおよびブリッジファンドから、新築・築浅を主体とした6物件を取得予定。
運用資産規模	約1,500億円 （2021年3月19日時点）	3,000億円 （中期目標）	約5,600億円 （2021年1月8日時点）
運用開始時期	2019年11月15日	2020年内	2020年8月
投資家	大手機関投資家を含む国内投資家	企業年金や金融機関等	20を超える国内外の投資家
LTV	40%台前半	不明	45～50%

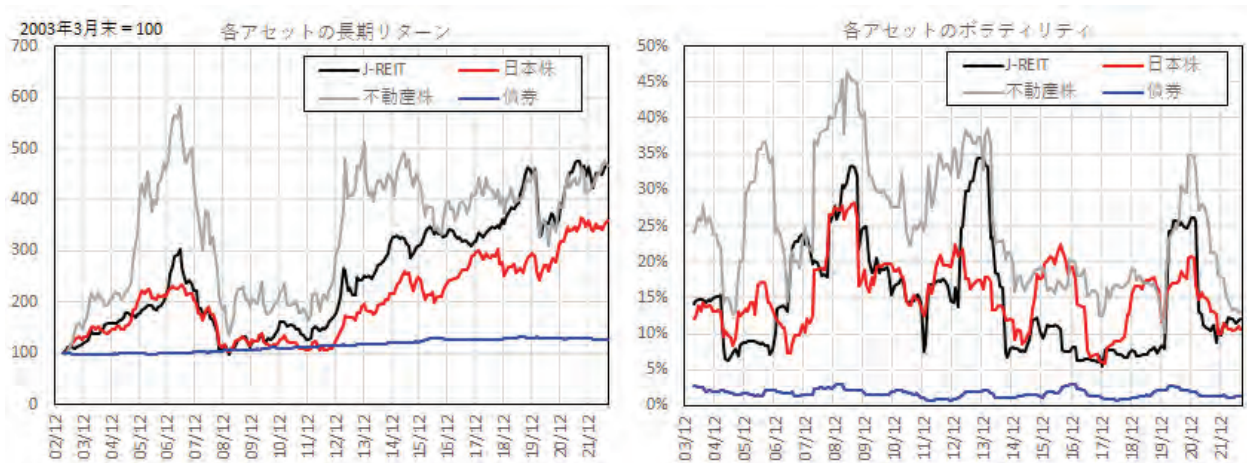
出所）各社リリース資料、公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



J-REIT市場の特性《日本株・不動産株・債券との比較》

- J-REIT市場の特性に関して、そのリスク・リターンを他資産（日本株、不動産株、債券）と比較すると、以下の通りである。
⇒2003年3月末～2022年8月末の長期リターンは、日本株を上回り、不動産株と同程度
⇒ボラティリティ（リスク）は、不動産株よりは低いが、日本株との比較では局面により大小逆転し、全期間では同程度
- J-REITと各資産の月次リターン（2003年4月～2022年8月）の相関係数は、日本株0.57、不動産株0.55、債券0.11、となっている。

図表 I-2-⑧ J-REITと日本株・不動産株・債券とのパフォーマンス比較



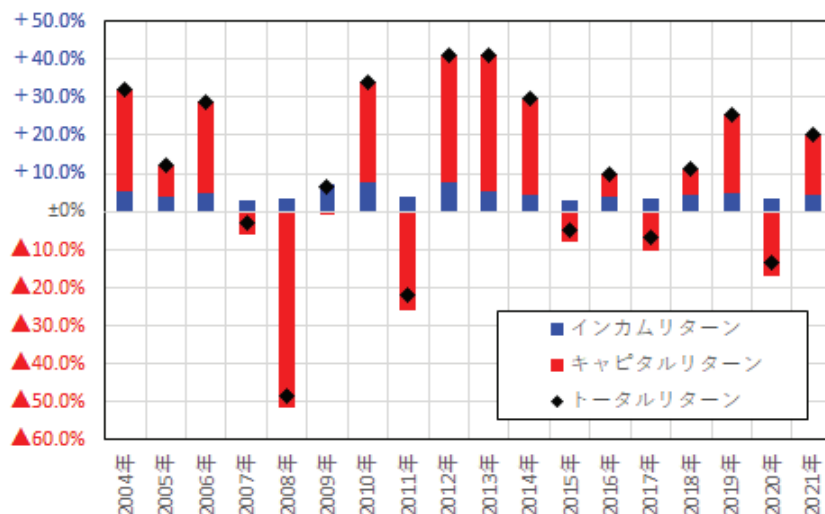
(注1) J-REITは東証REIT指数(配当込み)、日本株はTOPIX(配当込み)、不動産株は東証業種別株価指数(不動産業、配当込み)、債券は野村BPI総合を利用
(注2) 長期リターンは、東証REIT指数の算出開始日2003年3月31日=100として、各指数の月末値を再指数化
(注3) ボラティリティは、過去12ヵ月分(ローリング)の月次リターンの標準偏差を年率換算
(出所) Bloombergデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



J-REIT市場の特性《トータルリターンの推移・内訳》

- J-REITのトータルリターンの内訳として、キャピタルリターン（投資口価格の変動）とインカムリターン（分配金）を確認すると、キャピタルリターンは大きな変動があるものの、インカムリターンは安定していることがわかる。
- キャピタルリターンは、2008年リーマンショック、2011年東日本大震災、2020年コロナショック等、大きく下落した年もあるが、2004年～2021年の18年間の平均では、+6.1%のプラスとなっている。
- インカムリターンは2004年以降の平均で+4.6%。2013年以降の金融緩和下では4%程度で推移している。

図表 I-2-⑨ J-REITのトータルリターンの推移・内訳



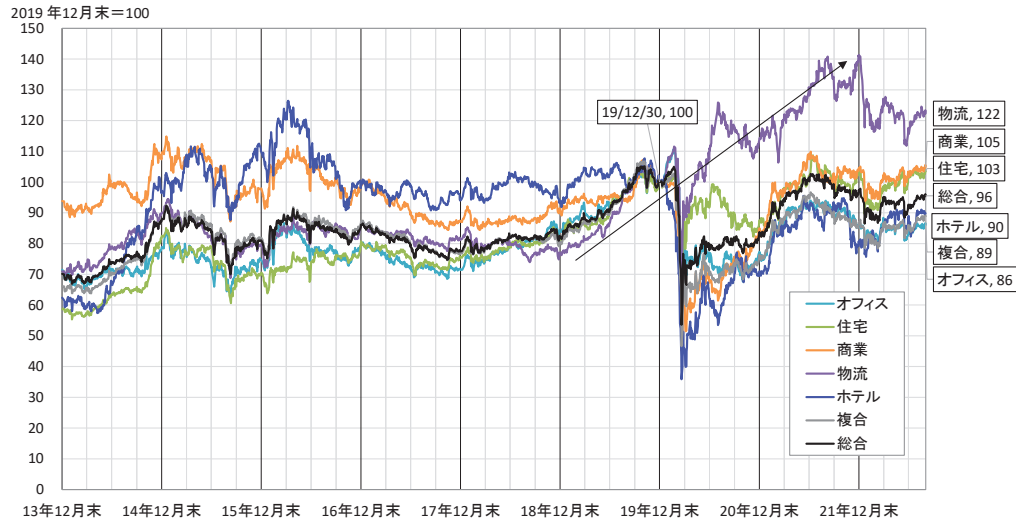
(注1) J-REITのリターン算定は東証REIT指数を利用。キャピタルリターンは配当なし指数の変化率
(注2) トータルリターンは配当込み指数の変化率、キャピタルリターンは配当なし指数の変化率、インカムリターンは両者の差として算出
(注3) 東証REIT指数の算出開始日が2003年3月31日のため、2004年～2021年の18年間の各年間リターンをグラフ化している。
(出所) Bloombergデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



J-REIT市場の特性《セクター別パフォーマンス》

- J-REIT市場全体のパフォーマンスを表す「総合インデックス」は、コロナ前の2019年12月末を100とすると2022年8月末は96で、コロナ前を4%下回る水準となっている。
- 相対的に利回りが低い物流セクターは2022年に入り、米国長期金利の上昇等で下落したが、好調な業績を背景に、直近はコロナ前を約2割上回っている。ホテルはコロナ前の約9割の水準で、将来の業績回復期待を織り込んでいる。賃貸運営が厳しいオフィスは86に留まっている。商業、住宅はコロナ禍でも保有物件の賃貸運営は比較的安定しており、投資口価格はコロナ前をやや上回る水準まで回復している。

図表 I-2-⑩ J-REITのセクター別パフォーマンス（配当なし指数の推移）



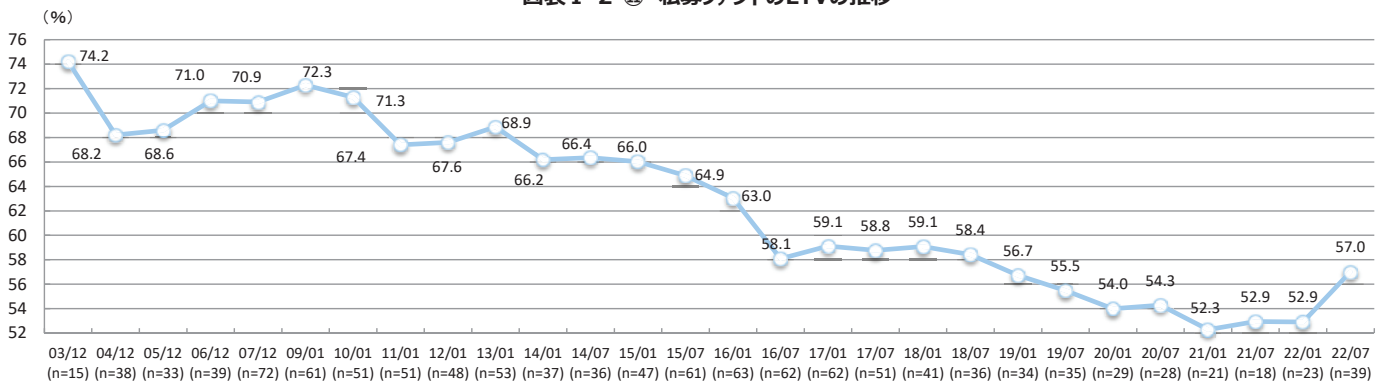
注) SMTRI J-REIT Index®の各セクターインデックスの配当なし指数について、コロナ前の2019年12月末を100として再指数化
出所) 三井住友トラスト基礎研究所



私募ファンド市場の特性《LTVの推移①》

- 現在運用中ファンドのLTV水準の長期トレンドとしては、金融危機以降、低下の一途をたどってきたが、直近では57.0%に上昇し、2019年1月調査以来の高水準となっている。
- 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。不動産価格が高値圏で推移し、物件の取得機会が減少する環境下で、投資家の投資意欲を吸収しつつ、目標利回りを達成するために、LTVを高める運用会社が増加している可能性がある。

図表 I-2-⑪ 私募ファンドの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。

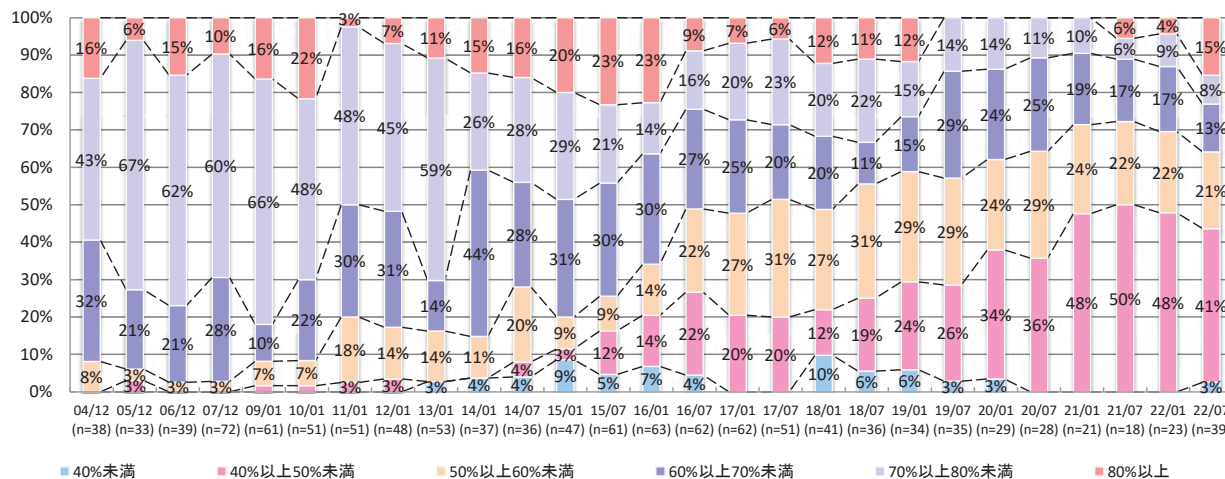
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場の特性《LTVの推移②》

- 現在運用中ファンドのLTVの内訳を見ると、金融危機前のボリュームゾーンが70%以上80%未満であったのに対し、2014年以降は60%以上70%未満、2017年以降は50%以上60%未満、2020年以降は40%以上50%未満と、ボリュームゾーンは徐々に低LTVに移行している。
- 前頁のとおり、長期・安定的な運用を実現する観点から低LTVが選好されるケースが依然として主流だが、2022年以降の調査ではLTV60%以上とするファンド運用の割合が増加している。

図表 I-2-⑫ 私募ファンドのLTVの内訳（件数割合）



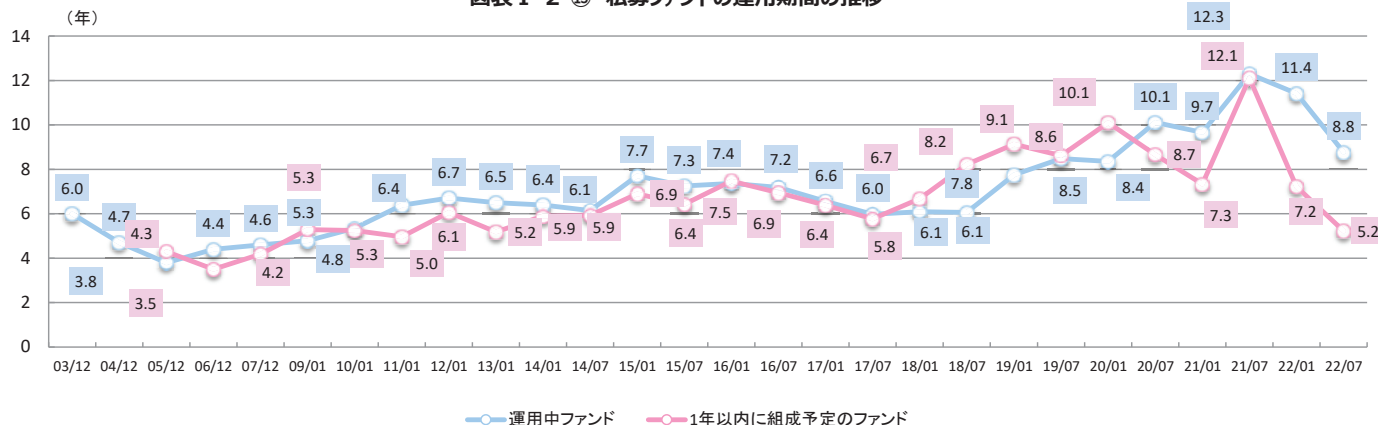
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場の特性《運用期間の推移①》

- 現在運用中ファンドの運用期間の長期的なトレンドとしては、金融危機前後は5年程度だったが、2020年以降は10年程度まで長期化している。これは、長期・安定的な運用機会の確保を目的に金融機関の融資期間が長期化してきたことや、金融危機時の反省等から、ファンド期間を長めに設定して不動産売買時期を柔軟に選択したいという投資家・運用会社のニーズ等が反映されてきた結果と考えられる。
- ただし、直近は運用中ファンドの平均運用期間が8.8年とやや短期化し、長期化傾向に歯止めがかかっている。また、1年以内に組成予定のファンドの平均運用期間は5.2年となり、さらに短期化している。従前よりも短期での運用を標榜するファンド組成が増えていく状況にあるが、これは世界的なインフレや米国の金利上昇等、外的リスク要因の増加と先行きの不透明感により、レンダーによる長期ローン提供の忌避や短期間での回収を意図する投資家の選好の変化がその要因となっている可能性がある。

図表 I-2-⑬ 私募ファンドの運用期間の推移



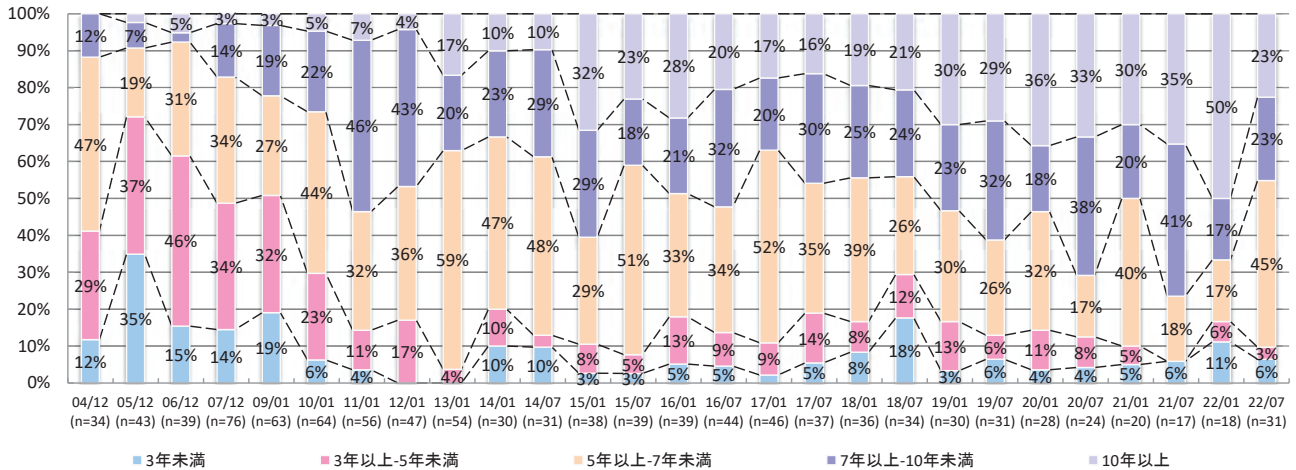
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場の特性《運用期間の推移②》

- 現在運用中ファンドの運用期間の内訳を見ると、運用期間を20年以上とする超長期ファンドの組成が散見されるものの、中央値は5年であり、多くは運用期間10年以下である。
- 2014年以降、7年以上のファンド数の全体ファンド数に占める割合が増加傾向にあり、2021年7月調査では全体の76%が7年以上との結果となった。ただし、直近のボリュームゾーンは5年以上7年未満であり、やや短期化している。

図表 I-2-⑭ 私募ファンドの運用期間の内訳（件数割合）



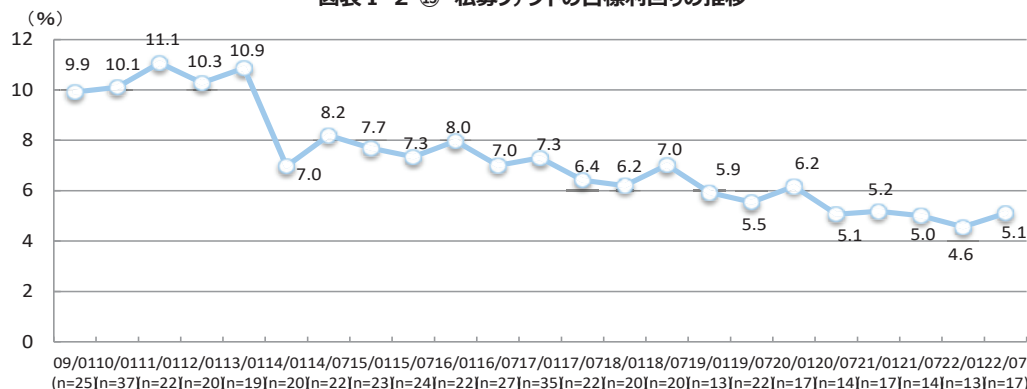
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場の特性《目標利回りの推移》

- 現在運用中ファンドの平均目標利回り（Cash on Cash）は、長期的なトレンドとして、2011年以降、概ね低下が続いている。これは、低金利環境の継続等によって、投資家の期待利回りが低下してきたことが背景にある。
- 直近では、目標利回りの平均は5.1%となり、やや上昇したものの、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ものとする。

図表 I-2-⑮ 私募ファンドの目標利回りの推移



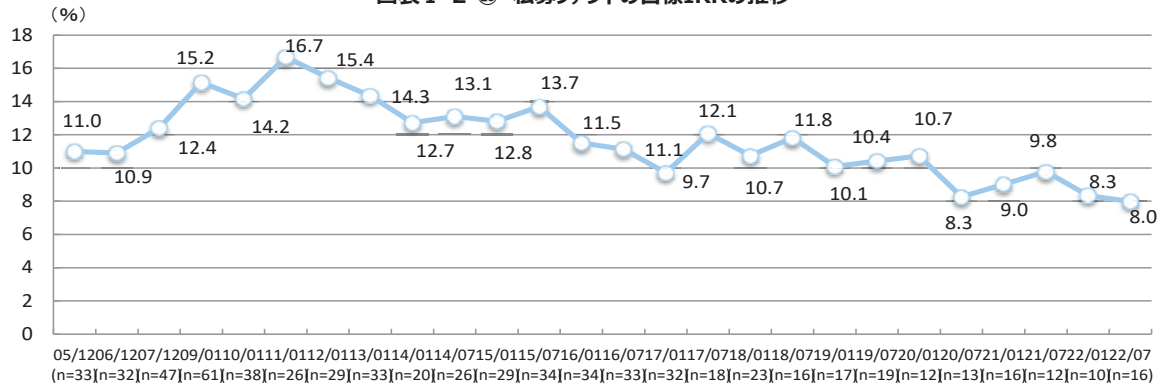
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場の特性《目標IRRの推移》

- 現在運用中ファンドの目標IRR（内部収益率）は、平均目標利回り（Cash on Cash）同様に、長期的なトレンドとして、2011年以降、概ね低下が続いている。低金利環境の継続等によって、投資家の期待利回りが低下してきたことが背景にある点は、前頁の平均目標利回り（Cash on Cash）と同様である。
- 直近では、目標IRRの平均は8.0%となり、やや低下したものの、引き続き8%前後の水準にある。前頁の目標利回り（Cash on Cash）との差である3%程度が出口での売却益分の利益率（の年率換算値）と言える。当該売却益分の利益率は目標値とは言え、やや高い見通しである可能性があり、今後の目標IRRの達成に関しては注意が必要である。

図表 I-2-⑯ 私募ファンドの目標IRRの推移

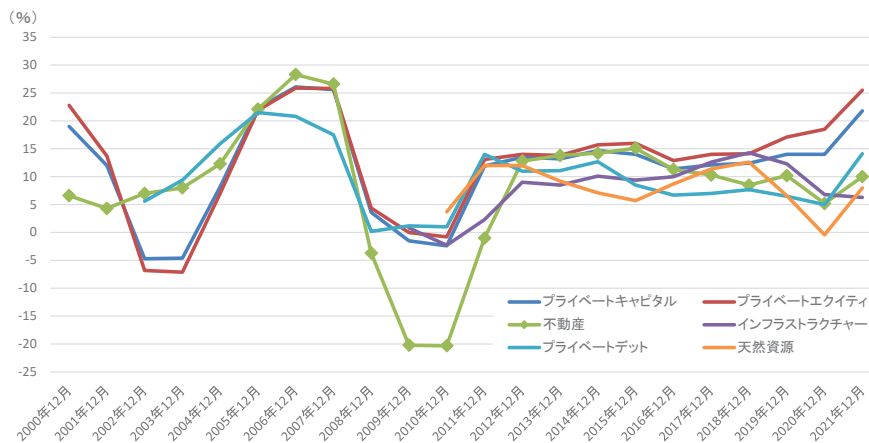


私募ファンド市場の特性 《グローバルのパフォーマンス推移①(ファンド)》

グローバル市場

- オルタナティブ資産別のファンドパフォーマンス特性を見ると、不動産ファンドに関しては、金融危機時の落ち込みが大きいことが特徴的である。これは前回金融危機であるリーマン・ショック時に、その直接的な契機となった住宅市場を中心とした不動産価格の大幅下落が影響している。
- 一方、金融危機後の10年間の不動産ファンドのパフォーマンスは安定しており、オルタナティブ資産の中ではインフラと並んで比較的风险を抑えながらリターンを稼げる投資対象と言える。

図表 I-2-⑰ 資産別3年保有期間IRR（ファンドパフォーマンス）推移と特性



(2012～2021年)	プライベートキャピタル	プライベートエクイティ	不動産	インフラストラクチャー	プライベートデット	天然資源
①リターン	14.1	16.2	11.1	9.9	9.0	8.1
②リスク	2.9	3.7	3.0	2.5	3.0	3.8
投資効率 (①/②)	4.9	4.4	3.7	3.9	3.0	2.1

出所) Preqin社資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) プライベートキャピタルは、オルタナティブ資産全体のパフォーマンスを示したものの。

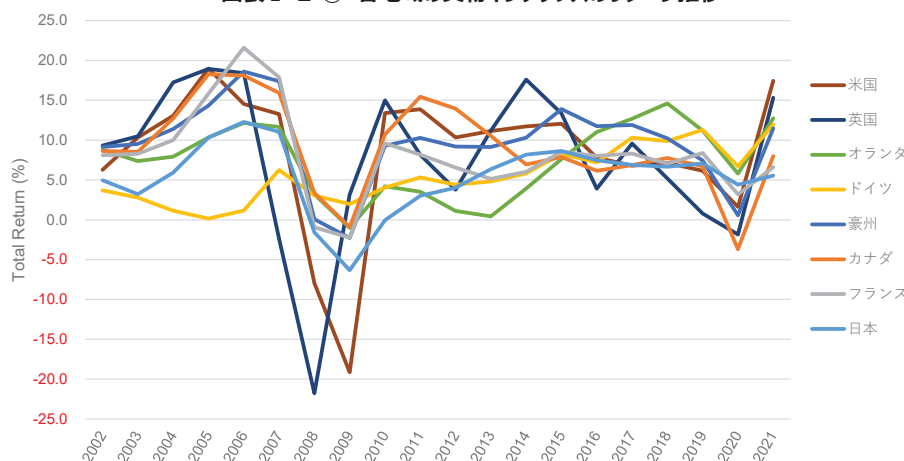


私募ファンド市場の特性

《グローバルのパフォーマンス推移②(実物インデックス)》

- ファンドではなく、実物の地域別リターンを不動産投資インデックスで見ると、コロナ禍で大きく落ち込んだリターンは2021年に概ね回復している。前頁のファンドパフォーマンスと同様、金融危機時以外は比較的安定的なリターンを確保できている。
- 一方、次頁の地域・用途毎のパフォーマンス特性には差異が見られる。20年間の長期間では、米国や英国がややハイリスク・ハイリターンなのに対して、同じ欧州でもドイツや日本はローリスク・ローリターンとなっている。ドイツや日本は直近10年間で同様の傾向が見られる。
- また、多くの地域で直近10年間でオフィスよりも商業施設の方が、リスクに対してリターンがやや低く、投資効率が悪い。これは、コロナの影響よりも、米国や欧州でコロナ前から拡大していたECIによる既存商業施設での売上悪化の影響が大きいものとする。

図表 I -2-⑱ 各地域の実物インデックスのリターン推移



出所) MSCI「MSCI Property Index」データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 「MSCI Property Index」は、英国は「MSCI UK Annual Property Index」、米国は「MSCI U.S. Annual Property Index」、オランダは「MSCI Netherlands Annual Property Index」、ドイツは「MSCI Germany Annual Property Index」、豪州は「The Property Council of Australia/MSCI Australia Annual Property Index」、カナダは「MSCI/REALPAC Canada Annual Property Index」、フランスは「MSCI France Annual Property Index」、日本は「MSCI Japan Annual Property Index」。

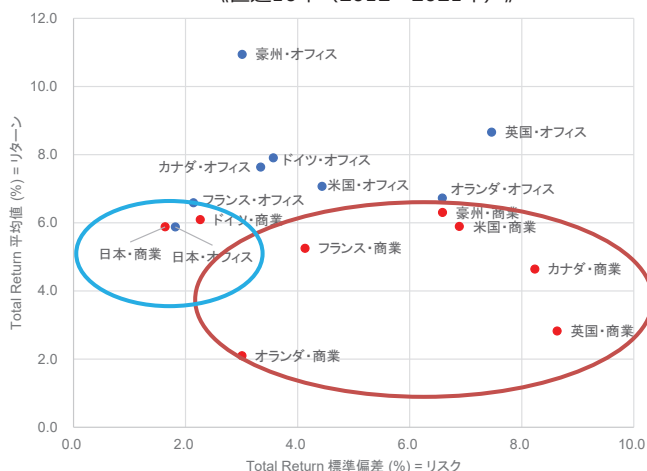


私募ファンド市場の特性

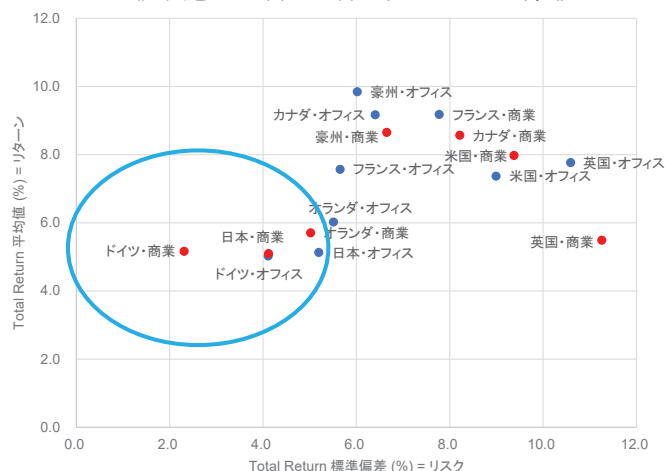
《グローバルのパフォーマンス推移③(実物インデックス)》

図表 I -2-⑲ 各地域・用途の実物インデックスのリスク・リターン特性

《直近10年(2012~2021年)》



《金融危機時を含む20年間(2002~2021年)》



出所) MSCI「MSCI Property Index」データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 「MSCI Property Index」は、英国は「MSCI UK Annual Property Index」、米国は「MSCI U.S. Annual Property Index」、オランダは「MSCI Netherlands Annual Property Index」、ドイツは「MSCI Germany Annual Property Index」、豪州は「The Property Council of Australia/MSCI Australia Annual Property Index」、カナダは「MSCI/REALPAC Canada Annual Property Index」、フランスは「MSCI France Annual Property Index」、日本は「MSCI Japan Annual Property Index」。

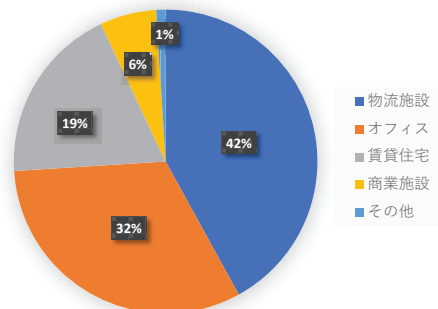
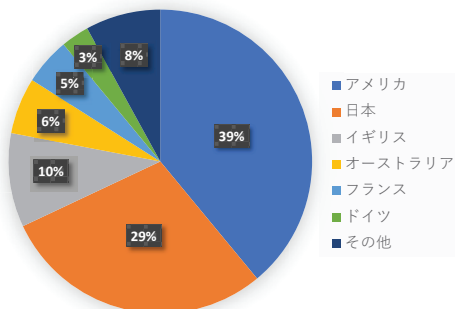


私募ファンド市場の特性《国内投資家による海外投資事例》

- 近年、国内投資家による海外不動産への投資も徐々に拡大しているとみられ、大規模投資家の代表である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）でも、国内外の不動産を含むオルタナティブ資産への投資を拡大している。
- GPIFは、2014年からオルタナティブ資産への投資を開始しており、2022年3月末の時価は2兆1,586億円で、そのうち不動産は7,731億円となっている。不動産に関しては、国内資産の投資は2017年から、海外資産の投資は2018年から開始している。
- GPIFの国別投資先では、日本での投資が多いものの、最大市場であるアメリカへの投資が最も多く、海外資産への投資にも積極的である。用途別では、物流施設が最も多く、次いでオフィス、賃貸住宅となっている。商業施設への投資が少ないが、これは前頁のとおり、近年、世界では当該用途のパフォーマンスが芳しくないことが要因と考えられる。

図表 I-2-② GPIF保有不動産の運用機関及び国別・用途別構成比

運用受託機関名	運用スタイル	運用開始年月
GK 兼FoFマネジャー：三菱UFJ信託銀行株式会社	ジャパン・コア型	2017年12月
GK：アセットマネジメントOne 株式会社	グローバル・コア型	2018年9月
FoFマネジャー：CBRE Global Investment Partners Limited		
GK：アセットマネジメントOne 株式会社	グローバル・コア型	2021年2月
FoFマネジャー：CBRE Global Investment Partners Limited		



出所）GPIF「業務概況書」などをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注）GKはゲートキーパー、FoFマネジャーはファンド・オブ・ファンズ・マネジャー。



新たな投資形態《クラウドファンディング・STOの動向》

- 近年、少額から不動産投資に参加できる不動産クラウドファンディングの事例が増加している。さらに、投資家間で売買される流通市場（セカンダリ市場）の形成も見据えて、不動産STO（Security Token Offering）を適用したファンドの事例も出てきている。
- 不動産クラウドファンディングでは、償還期限まで投資を続けることが前提となっている。そのため、現在組成されているクラウドファンディングの投資期間は半年から2年程度の短期のものが多く、一方、不動産STOは、投資家間での譲渡が可能となることからファンドの運用期間を中長期に設定することが可能となる。
- 不動産STOでは、ブロックチェーン上に構築されたSTOプラットフォームのスマートコントラクト（契約を自動的に実行するプロトコル）により、KYC（Know Your Customer）を受けた投資家間においてセキュリティ・トークンの譲渡が可能となる。
- 既に不動産STOの事例は複数出てきており、普及に向けた動きは今後加速するものと思われる。

図表 I-2-③ STOスキーム例（左図）と導入事例（右図）



出所）株式会社LIFULLホームページ

注）図表内の「SaaS（Software as a Service）」とは、IT関連事業者が提供するクラウドサーバーにあるソフトウェアを、インターネット経由でユーザーが利用できるサービスを指す。

名称	「大家.com」の第1号案件「Foresight南麻布」
ファンド形態	不動産特定共同事業法1号事業（匿名組合型）
事業者	株式会社グローバルス
出資募集総額	2億円
運用期間	12か月
想定利回り	約4%

物件名	Foresight南麻布（借地権付建物）
所在地	東京都港区南麻布4-5-48
構造	鉄骨鉄筋コンクリート造5階建
用途	事務所及び住宅
建築時期	1992年3月
アクセス	東京メトロ日比谷線「広尾」駅徒歩5分

名称	ケネディクス・リアルティ・トークン 渋谷神宮（譲渡制限付）
ファンド形態	特定受益証券発行信託
AM	ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社
運用期間	約4年半
発行口数	1,453口（14.53億円）
返還中の換金	2022年7月末日に終了する信託計算期間の終了後に最初に到来する決算発表日の翌営業日から中途換金が可能
売却方針	原則として信託計算期間である2024年7月期から2026年1月期が終了するまでの間に本件不動産受益権の売却を行う方針

物件名	KDXレジデンス渋谷神宮
所在地	東京都渋谷区神宮1-8-10
構造	鉄骨コンクリート造10階建
用途	共同住宅
建築時期	2016年10月
総戸数	37戸（1LDK～2LDK）
アクセス	渋谷駅 徒歩8分、原宿駅 徒歩10分

名称	不動産のデジタル証券 ～神宮六甲アイランドDC～（譲渡制限付）
ファンド形態	特定受益証券発行信託
AM	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社
運用期間	約5年
発行口数	未定（想定総額額は7.8億円）
期間中の換金	2023年1月末日に終了する信託計算期間の終了後に最初に到来する決算発表日の翌営業日から中途換金が可能
売却方針	2027年1月期に本件不動産受益権の売却を行う方針

物件名	六甲アイランドDC
所在地	神戸市東灘区向洋町西6-2-12
構造	鉄骨造全5階メッキ鋼板ぶき2階建
用途	倉庫
建築時期	2016年5月
延床面積	14,381.16㎡
アクセス	阪神東横線西神駅「700メートル西へ徒歩10分」/JR「東横線」西神駅「約500メートル」

出所）株式会社グローバルス、ケネディクス・インベストメント・パートナーズ株式会社、三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

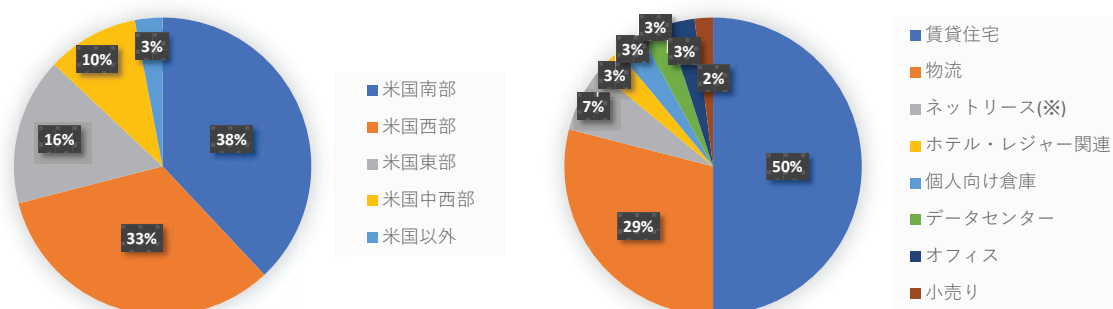


新たな投資形態《投資信託を活用した海外投資事例》

- 従来、海外不動産への投資は、前掲GPIFなどの年金基金や保険会社等の大規模投資家による直接投資や私募ファンド経由での投資が主流だったが、前頁のクラウドファンディングや外国籍の投資信託を通じた少額投資可能なスキームも登場している。今後は富裕層や事業法人等、海外不動産に対する投資家の裾野は拡大していくものと考えられる。
- 具体的な新しい事例として、野村證券及び野村アセットマネジメントによる、外国籍の投資信託を通じたブラックストーングループ運用の米国非上場REIT「Blackstone Real Estate Income Trust（BREIT）」に投資する公募商品「ノムラ・ファンド・セレクト ブラックストーン米国不動産インカム投信 米ドル建て」があげられる。投資対象となるBREITは、2022年4月末時点で、純資産残高は1,000億米ドルを超える大型ファンドである。主に米国の不動産に分散投資できる商品で、直近はその多くを賃貸住宅と物流に投資している。なお、公募商品としての日本での純資産総額は2022年7月末時点で278.7 百万米ドルとなっている。

図表 I -2-② BREITの特性と資産配分（2022年4月末時点）

総資産額	保有物件数	インカム水準	稼働率
1,020億米ドル	4,806件	4.5%	96%



出所) 野村證券及び野村アセットマネジメントの商品説明資料などをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) ネットリースとは、賃料に加えて税金、保険料、修繕費用などを賃借人が負担する契約形態を指す。その他の用語定義は公表資料に準じる。



Ⅱ．対象不動産と投資家動向



【Ⅱ．対象不動産と投資家動向】

Ⅱ．対象不動産と投資家動向		
Ⅱ-1. 対象不動産の動向と地域特性	不動産投資市場全体	国内不動産投資市場規模 投資家属性別の取引動向 タイプ別・エリア別の取引動向
	J-REIT市場	セクター別時価総額比率の推移 用途別・地域別構成比の推移
	私募ファンド市場	投資対象物件タイプ・エリアの選好
Ⅱ-2. 投資家動向（投資目的・構成・行動等）	国内投資家動向	年金基金の資産配分 オルタナティブ投資対象の変遷 不動産商品の選択状況
	海外投資家動向	大規模投資家の投資比率 代表的投資家の投資行動等
	J-REIT市場	投資部門別の動向
	私募ファンド市場	投資意欲・運用スタイル・投資対象別の特性



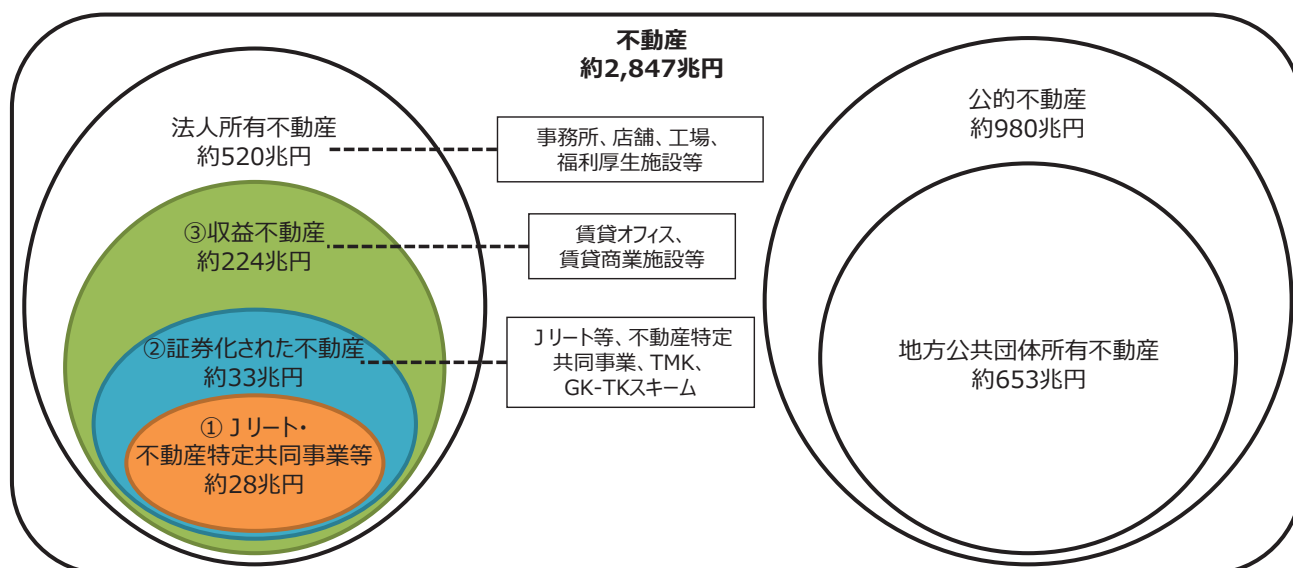
Ⅱ-1. 対象不動産の動向と地域特性



不動産投資市場全体《国内不動産投資市場規模》

- 国内不動産市場の規模は、国土交通省等の試算によれば、約2,847兆円とされている。この内、直接的に投資・運用の対象と想定されるのは、① Jリート・不動産特定共同事業等、②証券化された不動産、③収益不動産、である。
- 既に投資・運用の対象となっている①②に加えて、③は投資市場の将来的な拡大余地と考えられる。さらに、法人所有不動産や公的不動産が収益資産化される可能性もあり、投資市場の拡大余地は大きいものとする。

図表Ⅱ-1-① 国内不動産投資市場規模（推計）



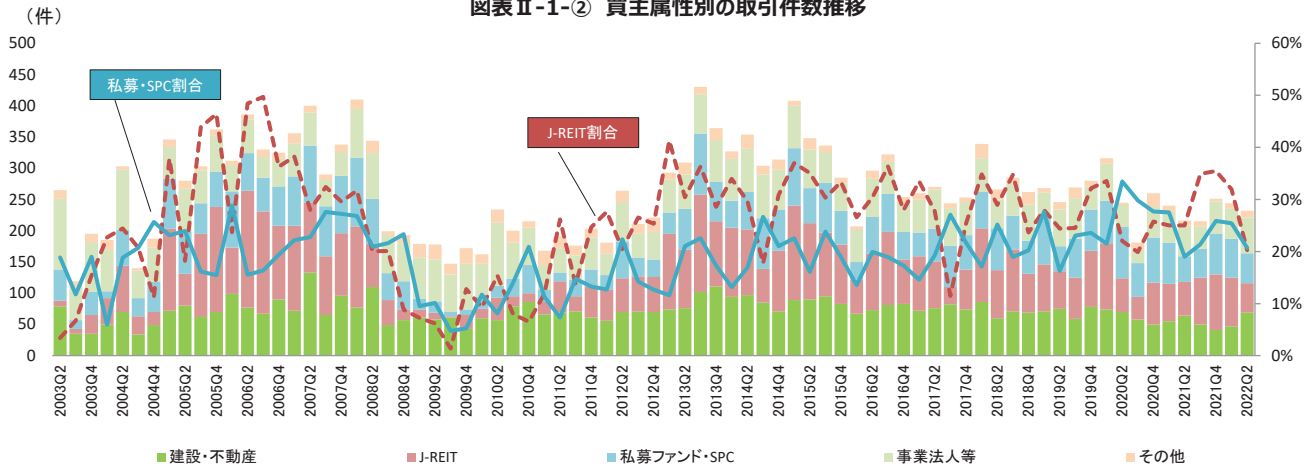
出所）内閣府「国民経済計算（令和元年度）」、国土交通省「平成30年法人土地・建物基本調査」「不動産証券化の実態調査（平成30年度・令和元年度）」、投資信託協会「統計データ」、PRUDENTIAL REAL ESTATE INVESTORS「A Bird's eye View of Global Estate Markets：2017 update」などを元に国土交通省が算出



不動産投資市場全体《投資家属性別の取引動向①》

- 投資家属性別の不動産取引動向を見ると、買主属性別では2008～2010年の金融危機前後を除き、ファンド全般の投資需要が強く、J-REITや私募ファンド・SPCといった不動産ファンドによる取得が継続的に過半を占めている。
- ファンド全般による取引は、私募REITの登場によって機関投資家の運用資金が入りやすくなったこと、金融危機前後では見られなかった国内外の年金基金、SWF等の参入等によって、投資資金の裾野が広がっている。今後も同様の傾向が続くと考えられ、ファンドやSPCを経由した取引が主要な買主となることが見込まれる。

図表 II-1-② 買主属性別の取引件数推移



出所) 日経BP「日経不動産マーケット情報」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) 対象となる取引は、取引金額が1億円以上、金額が不明の場合は延床面積1,000㎡以上を抽出。

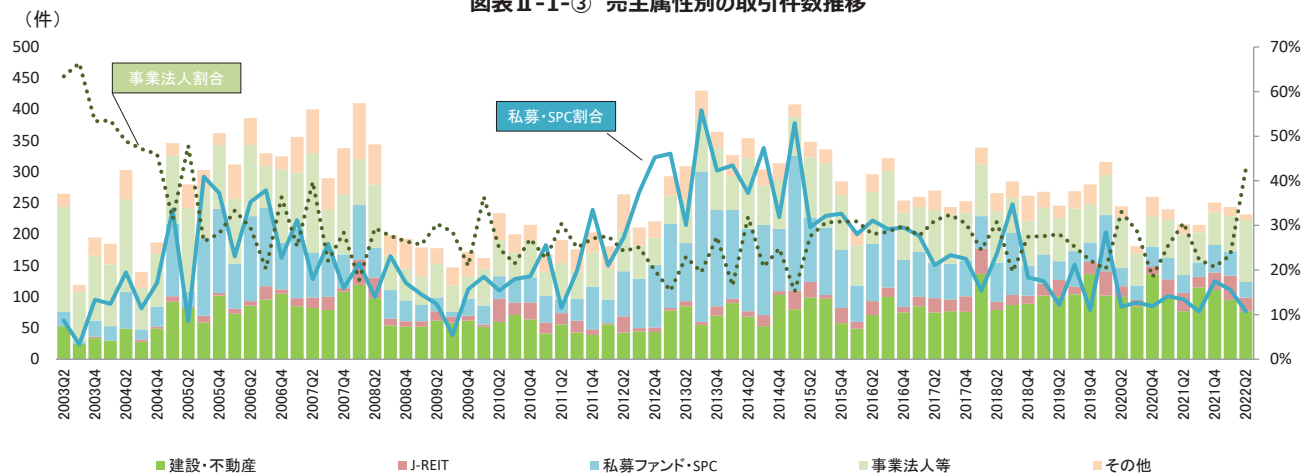
注2) 「事業法人等」とは、金融・保険、商社、電鉄、製造業、百貨店・スーパー、ホテル・リゾート、倉庫・運輸、その他事業法人における合計値。「その他」とは、国・地方・公的機関、各種法人・団体、個人、不明における合計値。



不動産投資市場全体《投資家属性別の取引動向②》

- 売主属性別の不動産取引動向を見ると、金融危機前は事業法人等による売却が多かったが、ファンドブームの2006年前後から金融危機前にかけて、私募ファンド・SPCによる売却が増えた。その後、金融危機後の取引市場回復に合わせ、再度私募ファンド・SPCによる売却が増えたが、2016年頃からは徐々に減少している。
- 金融危機前までの事業法人等の売却は、バブル期から長らく続く保有資産の見直しや証券化を活用した持たざる経営への移行等が要因だった。金融危機後の私募ファンド・SPCによる売却増加は、ファンド市場が活発化したのに加え、金融危機時の資産整理が徐々に進んでいったことが要因である。その後の私募ファンド・SPCによる売却減少は、価格高騰で物件取得が困難な状況が続く環境下でAUMを維持したい運用会社の意向や、ファンドの運用期間が以前より長期化していること等が影響しているものと考えられる。

図表 II-1-③ 売主属性別の取引件数推移

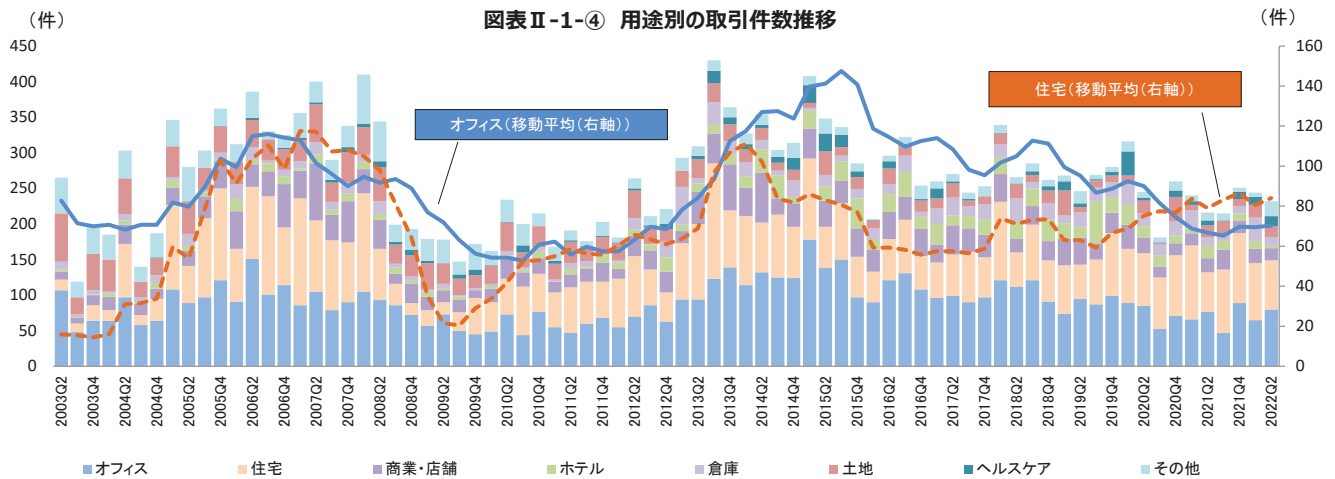


出所) 日経BP「日経不動産マーケット情報」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



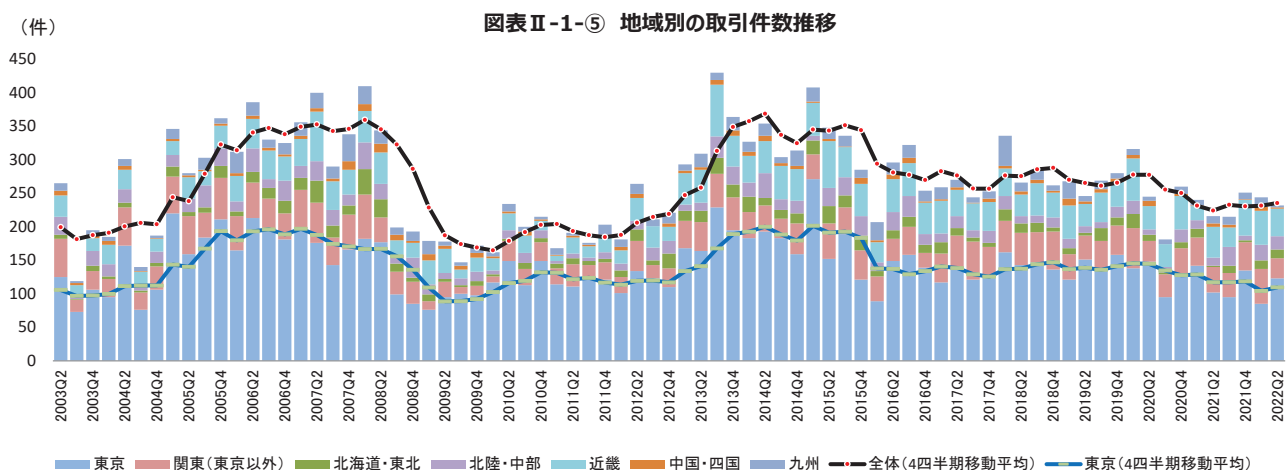
不動産投資市場全体《タイプ別・エリア別の取引動向①》

- 用途別の不動産取引動向は、オフィスと住宅が継続的に主要投資対象となっているが、2013年以降は投資市場の成熟・拡大、特化型J-REIT・私募REITの登場等によって裾野が拡大し、ホテルや倉庫（物流施設）の取引も増加している。
- コロナ禍以降は、オフィスの取引減少が特徴的だが、これは好立地の物件を中心に価格高騰で物件取得が困難な状況が続いていることに加え、賃貸市場が低調に推移していることが要因となっている。一方、住宅に関しては、引き続き取引件数が高水準で推移しているが、これはコロナ禍でも賃貸市場が安定的だった住宅を、国内外投資家が選好したためである。



不動産投資市場全体《タイプ別・エリア別の取引動向②》

- 地域別の不動産取引動向は、東京での取引が主要対象として半数程度を占めてきたが、2021年以降、地方都市での取引が徐々に増加している。
- 2022年に入り、東京以外の取引件数合計が、東京を上回っている。その背景には、価格高騰下で相対的に利回りが高い地方都市に関心を示す投資家が増加していることがあげられる。地方都市での取引に関しては、小型住宅や土地の取得が増えているが、これは、金融危機前のファンドブーム時にも見られた傾向である。

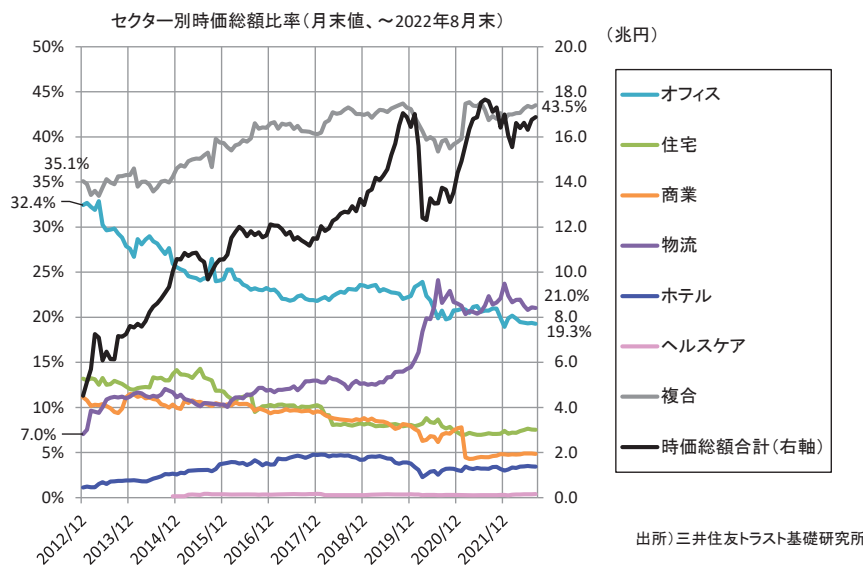




J-REIT市場《セクター別時価総額比率の推移》

- J-REITのセクター別の時価総額比率（SMTRI J-REIT Index®のセクター分類に基づく）は、複合セクターが約4割で最大となっている。その背景としては、資産規模拡大によるポートフォリオ分散性の確保や物件取得競争力の強化等、運営の安定性・成長性向上を目的とした同スポンサー銘柄間の合併による特化型から複合型・総合型への転換の動きがある。
- 特化セクターでは、物流セクターが約21%でオフィスセクターの約19%を上回る。物流セクターは、コロナ後の市場の評価向上による投資口価格の上昇、活発なPOによる投資口数の増加で、オフィスセクターを逆転した。住宅は約8%、商業は約5%でともに合併で複合セクターに移行した銘柄の影響で比率が低下している。ホテルは約3%、ヘルスケアは1%未満に過ぎない。

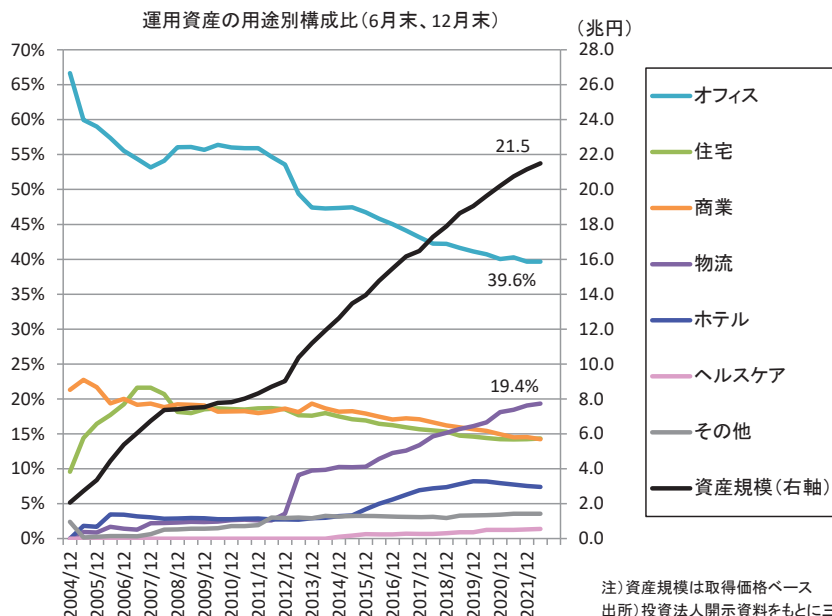
図表 II-1-⑥ J-REITのセクター別時価総額比率の推移



J-REIT市場《用途別構成比の推移》

- J-REIT運用資産の用途別構成比（取得価格ベース）は、オフィスが最大で約4割を占め、次いで物流が約2割となっている。住宅と商業がともに約14%、ホテルは7%強。ヘルスケアは約1%と小さく、底地等のその他は約4%である。
- 2012年12月以降、物流銘柄の新規上場が続き、上場後の継続的なPO実施で、物流比率の上昇が続いている。

図表 II-1-⑦ J-REIT運用資産の用途別構成比の推移

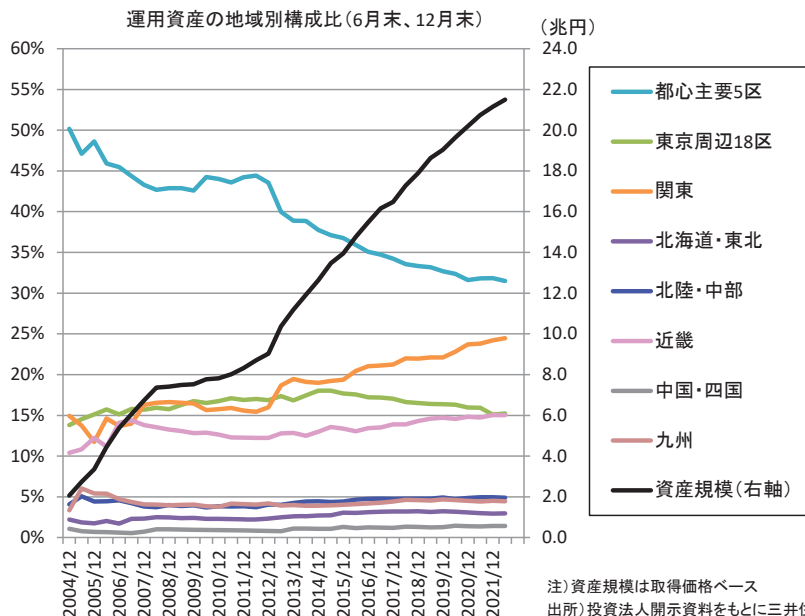




J-REIT市場《地域別構成比の推移》

- J-REIT運用資産の地域別構成比（取得価格ベース）は、都心主要5区が約3割で、東京周辺18区の約15%、23区以外の関東の約24%をあわせると約7割を占める。郊外での投資が多い物流比率の上昇に伴い、東京主要5区の比率が低下し、関東の比率が上昇している。
- 関東以外では、近畿が約15%、北陸・中部が約5%、九州が約4%、北海道・東北が約3%、中国・四国が約1%となっている。

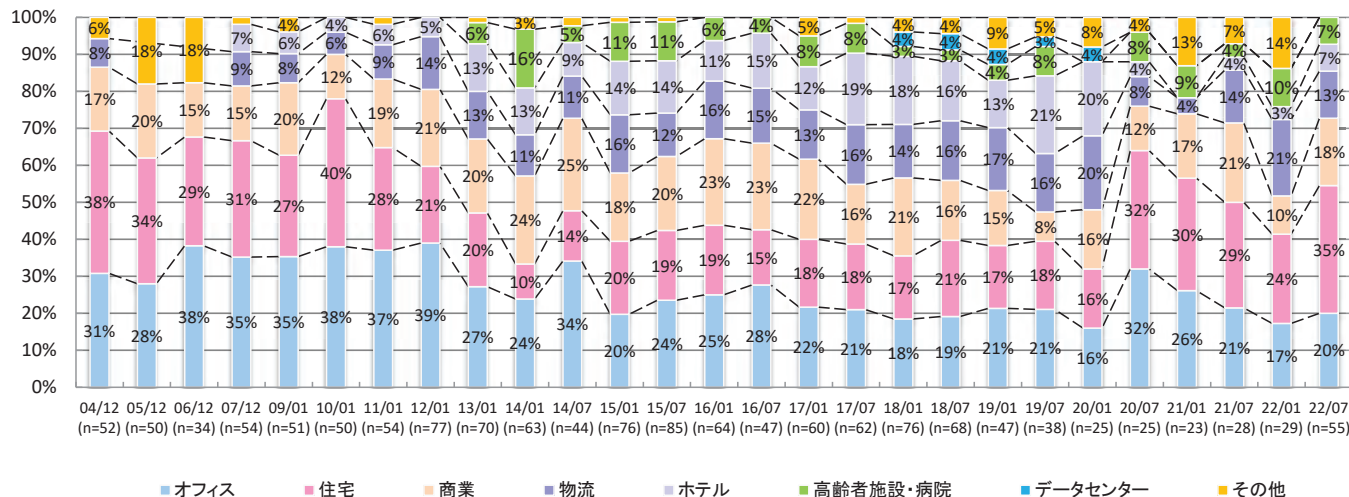
図表 II-1-⑧ J-REIT運用資産の地域別構成比の推移



私募ファンド市場《投資対象物件タイプの内訳①》

- 現在運用中ファンドの投資対象物件タイプ内訳の長期的なトレンドとして、金融危機前は「オフィス」、「住宅」が中心であったのに対し、金融危機以降は「商業」、「物流」、「ホテル」などの新しい物件タイプへの投資が進んできた。ただし、コロナ拡大以降は一旦リスクオフの動きが広がり、従前の「オフィス」、「住宅」への回帰が生じている。
- 直近2022年7月調査では、「オフィス」、「住宅」、「商業」、「ホテル」が増加に転じた。今後、供給増が見込まれるものの、引き続き好立地の物件を中心に投資需要が強い「オフィス」、コロナの影響が限定的である「住宅」に加え、今後の賃貸需要拡大が見込まれる「商業」「ホテル」などへの投資が増えている。

図表 II-1-⑨ 投資対象物件タイプの内訳（件数割合）

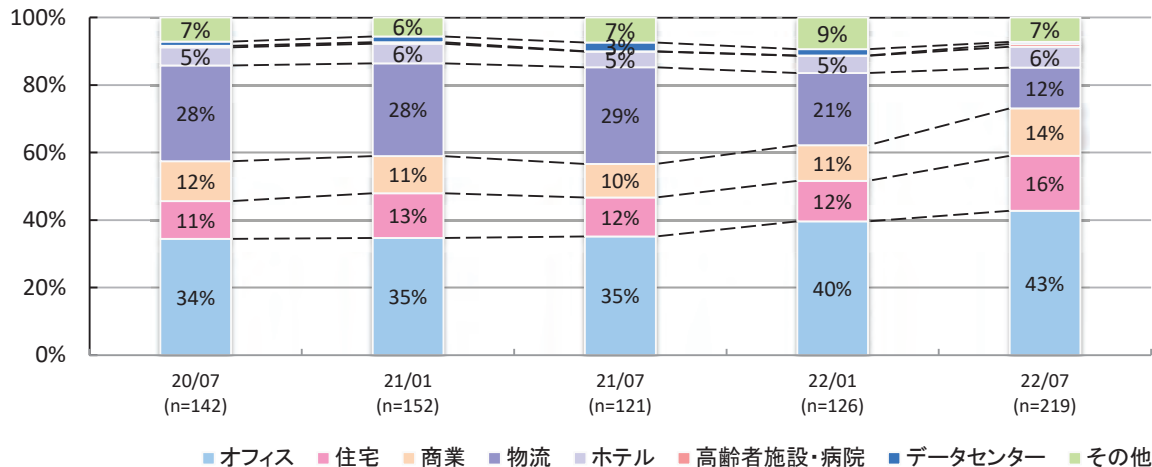




私募ファンド市場《投資対象物件タイプの内訳②》

- 前頁のとおり、件数ベースでは直近の調査結果を除き、近年は「オフィス」、「住宅」以外への投資が広がっているが、金額ベースでは1物件あたりの金額が大きい「オフィス」が全体の43%を占め、件数ベースで全体の35%を占める「住宅」が金額ベースでは16%となっている。
- トrendとしては、「オフィス」の金額割合が、2020年以降、一貫して増加している。直近は、「オフィス」、「住宅」、「商業」、「物流」で全体の85%を占める結果となっている。

図表 II-1-⑩ 投資対象物件タイプの内訳（金額割合）



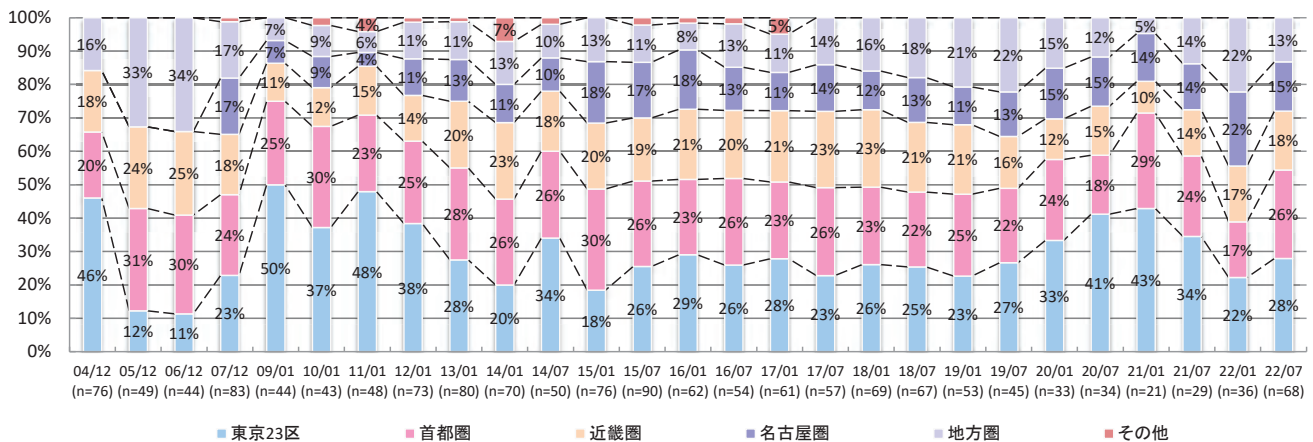
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場《投資対象エリアの内訳①》

- 現在運用中ファンドの投資対象エリア内訳の長期的なトレンドとして、金融危機前は「東京23区」、「首都圏」以外の地方圏の割合が高かったのに対し、金融危機以降はリスクオフの動きが広がり、「東京23区」、「首都圏」への投資回帰が進んだ。その後、政令指定都市を中心とした地方都市への拡大が緩やかに進行したが、コロナ禍で「東京23区」、「首都圏」の割合が増加した。
- 直近2022年7月調査では、「東京23区」、「首都圏」の回答割合が増加している。2021年以降、投資対象エリアが改めて拡大する流れが見られたが、徐々に都心部に回帰しつつあるようで、前掲の取引市場全体と比較すると地方都市への拡大傾向は弱い。

図表 II-1-⑪ 投資対象エリアの内訳（件数割合）



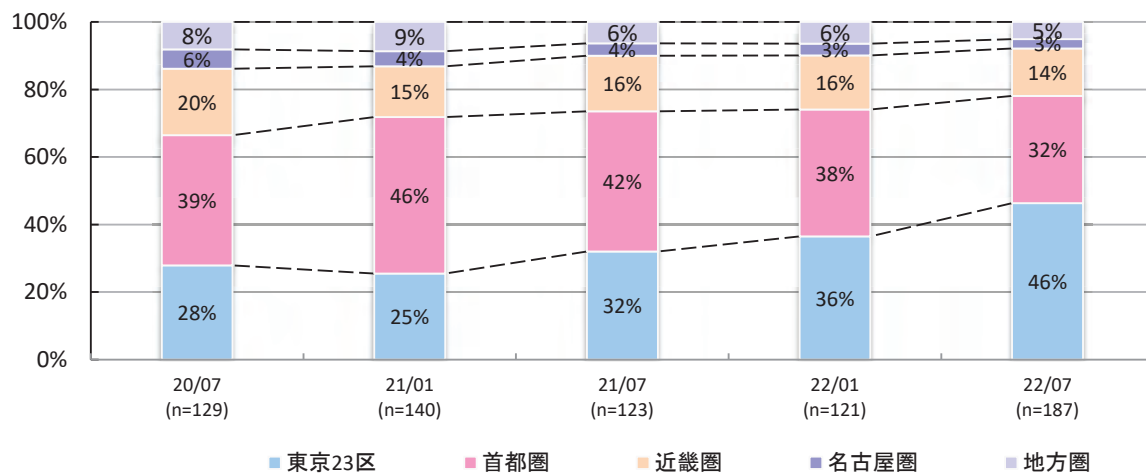
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場《投資対象エリアの内訳②》

- 前頁のとおり、件数ベースでは、2021年以降、地方都市への投資がやや増加したが、金額ベースでは土地価格の高い「東京23区」、「首都圏」の投資割合が、2020年以降、一貫して増加している。
- 直近では「東京23区」、「首都圏」、「近畿圏」で全体の92%を占める結果となっている。

図表 II-1-⑫ 投資対象エリアの内訳（金額割合）



出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



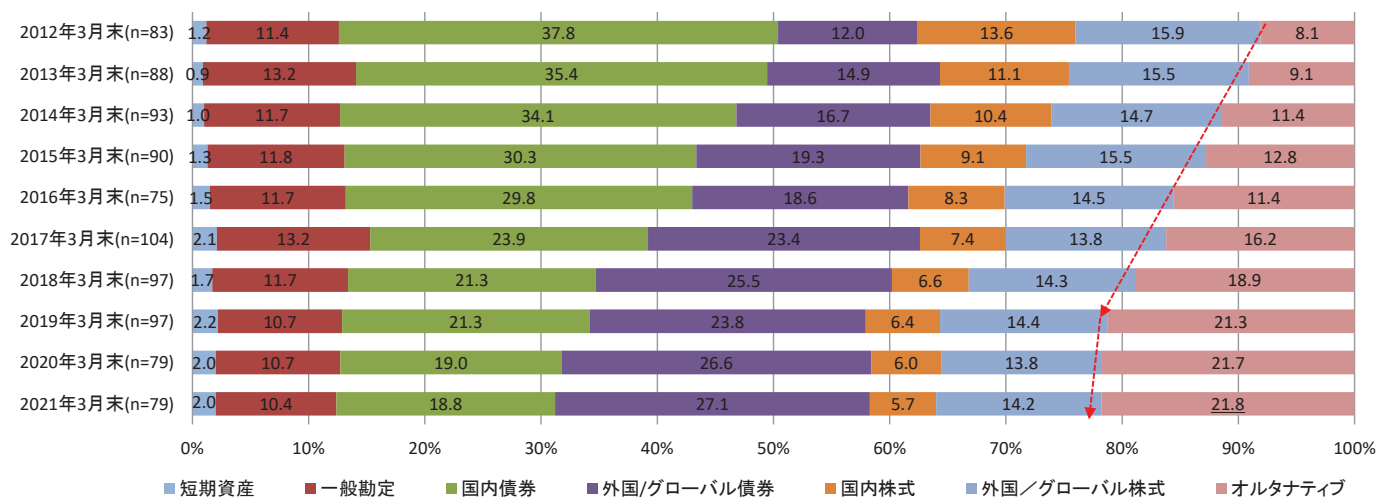
Ⅱ-2. 投資家動向（投資目的・構成・行動等）



国内投資家動向《年金基金の資産配分》

- 近年の国内年金基金の運用においては、分散投資および運用パフォーマンスの向上の観点からオルタナティブ投資比率を高める傾向が継続している。ただし、2019年頃まで一貫して増加したオルタナティブ投資比率は、近年、増加幅が徐々に縮小している。
- 不動産投資（下図のオルタナティブ投資の内枠）に関しても、公的年金運用主体が継続的に残高を拡大し、これに追随する形で国内企業年金基金の投資が拡大する傾向は足元まで続いているものとみられる。

図表Ⅱ-2-① 企業年金基金（確定給付型）の資産配分の推移（政策アセット・ミックスベース）



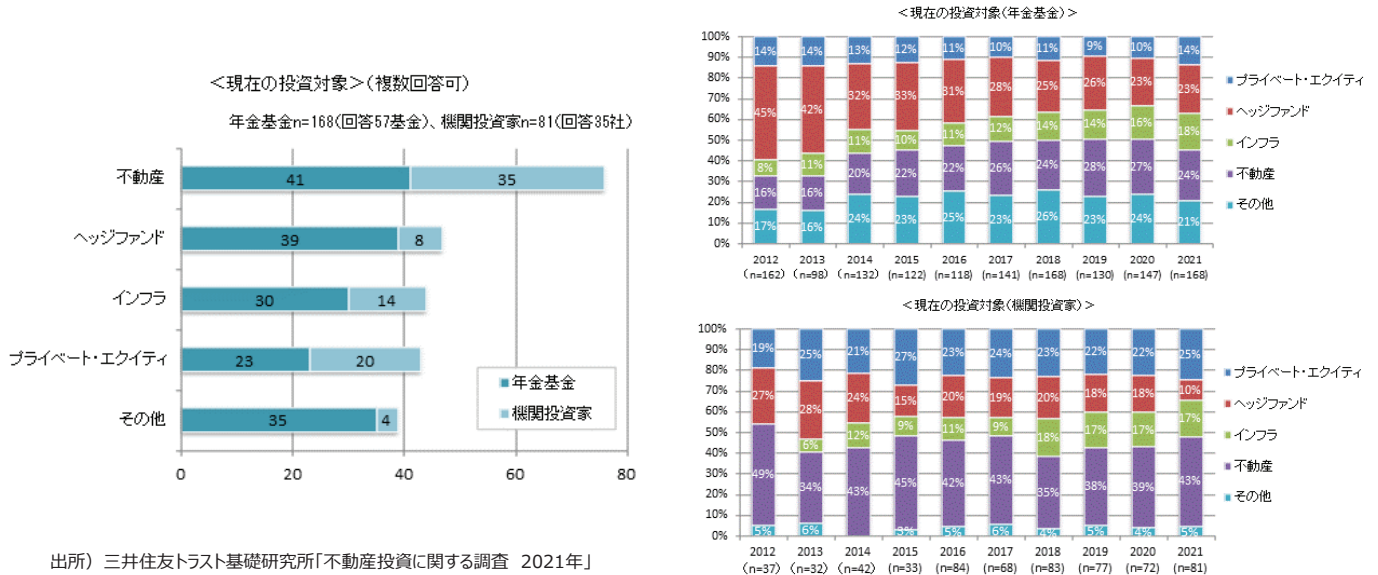
出所）JPEルガン・アセット・マネジメント株式会社「企業年金運用動向調査」（直近は2022年4月8日公表）をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



国内投資家動向《オルタナティブ投資対象の変遷》

- 投資実行している具体的な投資対象は、カテゴリ別の件数ベースの集計で、年金基金では2019年調査以降、不動産が最多で、次いでヘッジファンドとなっているが、その割合はいずれも20%台半ばから後半の水準で両者の回答割合の差はわずかである。また、近年はインフラの割合が徐々に増加している。
- 機関投資家では、2012年の調査開始以降、一貫して不動産が最多となっており、その割合も40%前後で他のカテゴリーを10%以上上回っている。

図表 II-2-② オルタナティブ投資のうち具体的な投資対象の変遷



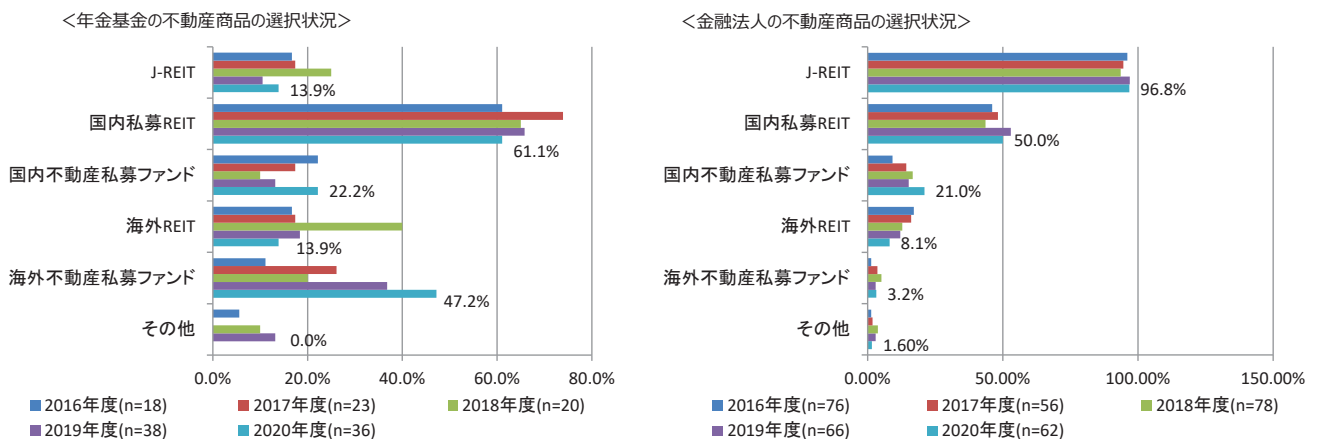
本頁の回答内容は、実物不動産または不動産私募ファンドに投資する場合について調査しており、必ずしもファンドのみを対象とするものではありません。



国内投資家動向《不動産商品の選択状況》

- 年金基金による不動産投資は、公的年金運用主体が継続的に残高を拡大し、これに追随する形で国内企業年金基金が不動産投資を拡大する傾向が継続してきた。
- 中央金融機関や先進的な地方金融機関によって牽引された国内金融機関による不動産投資は、近年J-REITや私募REITへの投資を中心に中堅地方銀行や信用金庫・信用組合等へも拡大してきた。

図表 II-2-③ 金融法人及び年金基金における不動産商品の選択状況



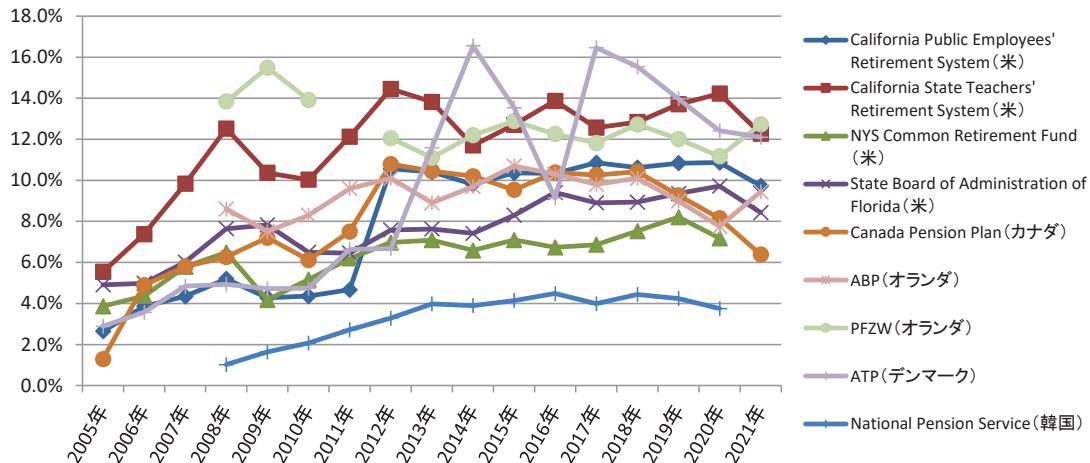
出所) 株式会社大和総研「金融法人及び年金基金におけるデジタル銀行・SDGs、オルタナティブ投資の実態調査」をもと三井住友トラスト基礎研究所作成



海外投資家動向《大規模投資家の投資比率①》

- 海外の年金基金やSWFは、金融危機前から不動産を含むオルタナティブ資産への投資を拡大させており、不動産に関しても、継続して投資を増やしている。海外大規模年金基金の不動産投資比率を見ると、金融危機以降総じて高まっており、直近2～3年は5～15%のレンジにある。
- 2021年に不動産投資比率はやや低下しているが、投資額の減少はほとんど見られない。2021年に上場株式等が大幅に上昇した影響で、不動産の投資比率が低下したものである。投資方針が消極的な投資家はほとんど見られず、後掲のCalPERSのように不動産・インフラを含むリアルアセットの投資配分を増やすような動きも見られる。

図表 II-2-④ 海外大規模年金基金の不動産投資比率



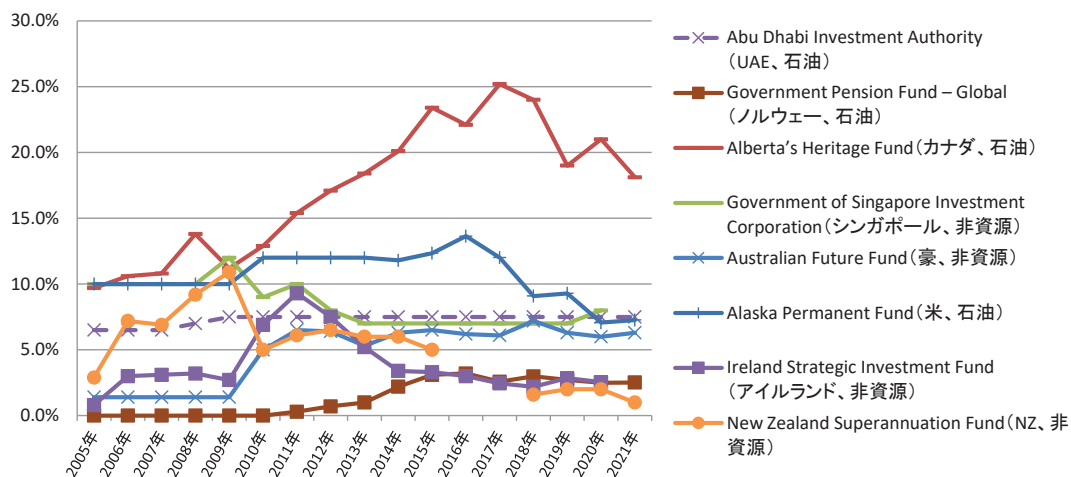
出所) 各基金のAnnual Report、HP資料等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



海外投資家動向《大規模投資家の投資比率②》

- SWFの不動産投資比率は、ファンドによってまちまちだが、前頁の大規模年金基金と比較するとやや低く、積極的なカナダの Alberta's Heritage Fundを除けば、概ね5～10%前後となっている。
- SWFは、公的な規制やルールに縛られることも多く、年金基金に比べるとやや投資・運用の自由度が低い機関もあり、オルタナティブ投資に関しては後発組も散見される。今後は、オルタナティブ資産の市場が拡大・多様化する環境下で、分散投資等の関連から不動産への投資は継続もしくは拡大していくことが見込まれる。

図表 II-2-⑤ SWFの不動産投資比率



出所) 各基金のAnnual Report、HP資料等をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) Abu Dhabi Investment Authority等、不動産投資比率が目標値となっているものを含む。



海外投資家動向《代表的投資家の投資行動等》

- SWFや年金基金等の不動産投資は、一般的な大分類としてのオルタナティブ投資、さらにその中で、実物資産への投資としてのリアルアセット（Real Assets）投資として分類することができる。米国の代表的な年金基金であるCalPERSの投資配分によれば、不動産（Real Estate）、インフラ（Infrastructure）、森林（Forestland）への投資をリアルアセット投資として区分しているが、統一的な定義があるわけではない。
- CalPERSは、2023年度以降にReal AssetsやPrivate Equityへの目標投資配分を高める予定であり、長期的なオルタナティブ資産への需要は継続するものと思われる。2022年6月末時点の運用状況を見ると、約4,400億米ドルの資産の内、不動産を含むReal Assetsへの投資配分は15.8%となっている。Private Equityと合わせ、直近は目標の投資配分よりやや上方に乖離しているが、これは当該投資対象の運用が好調だった影響よりも、上場株式や債券の運用が低調だった影響が大きい。

図表II-2-⑥ CalPERSの投資配分等（2022年6月末）

投資対象		年間ネットリターン	実績の投資配分	目標投資配分	新しい目標投資配分 （2023年度から）
Public Equity（上場株式）		-13.1%	44.4%	50.0% （±7%）	42%
Private Equity（プライベート・エクイティ/非上場株式）		21.3%	12.0%	8.0% （±4%）	13%
Fixed Income（債券等）		-14.5%	26.7%	28.0% （±6%）	30%
Real Assets	Real Estate（不動産）	24.1%	15.8%	13.0% （±5%）	15%
	Infrastructure（インフラ）				
	Forestland（森林）				
Liquidity（短期借入/現金等）		0.3%	2.3%	1.0% （-6%～+3%）	0%

出所）California Public Employees' Retirement System（CalPERS）の公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

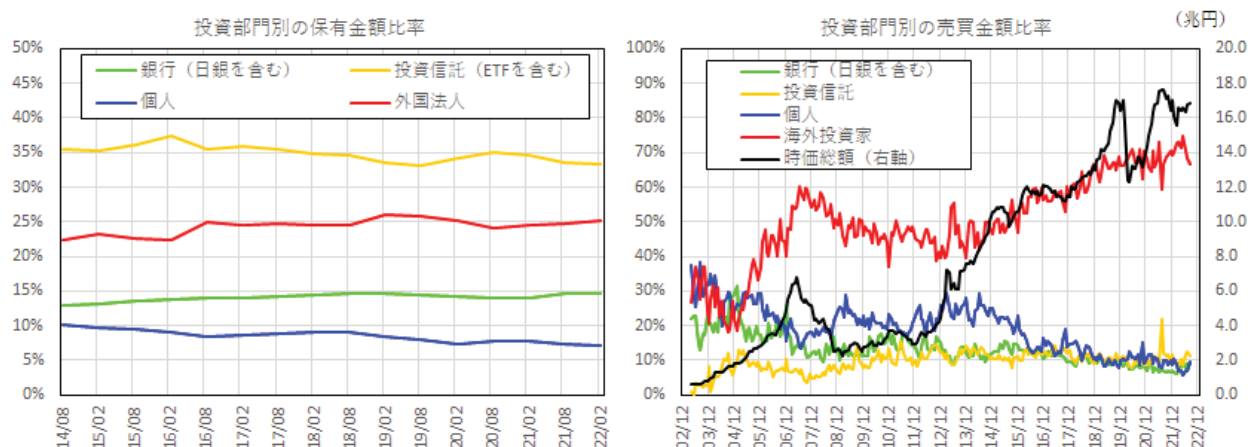


J-REIT市場《投資部門別の保有金額・売買金額比率》

J-REIT市場

- J-REITの投資部門別の保有金額比率（2022年2月末）は、投資信託が約33%（うち、約12%は主に金融機関が投資しているETF）と最大である。個人の直接保有は約7%に過ぎないが、ETFを除く投資信託約21%の大部分が個人だと考えると、約3割を実質的に保有していると捉えられる。銀行は約15%で、うち約5%は日本銀行のため、日本銀行以外の銀行の実質的な保有比率はETFも含めると2割程度である。外国法人が約25%を保有しており、他は事業法人、証券会社等が保有している。
- J-REITの投資部門別の売買金額比率は、市場規模の拡大と共に海外投資家の比率が高まり、直近は約7割を占める。他方、個人や銀行の比率が1割程度まで低下し、保有金額比率最大の投資信託も1割程度に過ぎない。

図表II-2-⑦ 主要な投資部門別の保有金額、売買金額比率



（注1）保有金額比率は2月末、8月末時点の年2回公表。

（注2）売買金額比率は委託売買合計に対する各投資部門の売買金額の比率。

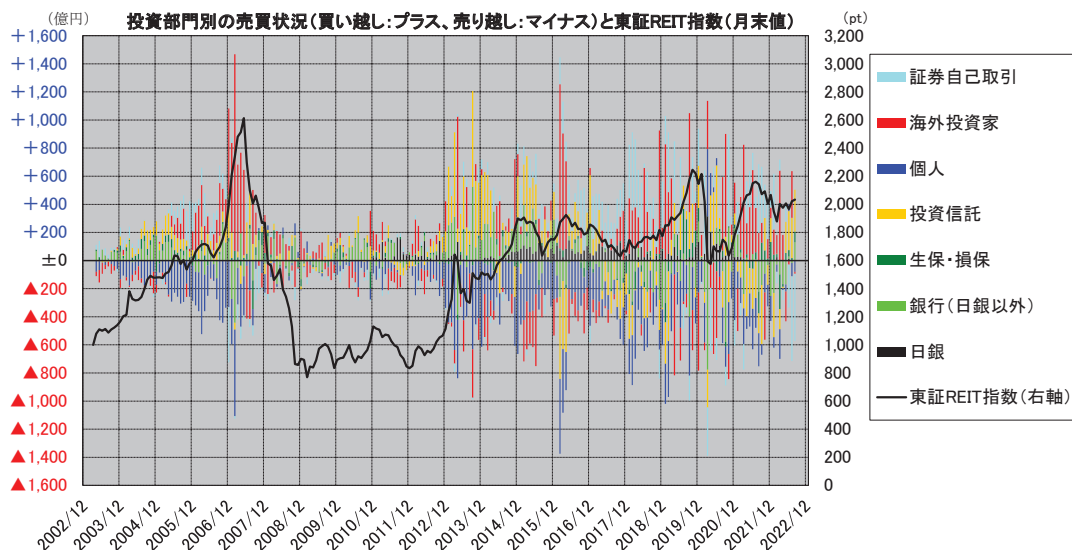
（出所）東京証券取引所資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



J-REIT市場《投資部門別の売買動向》

- 投資部門別の売買動向を見ると、東証REIT指数が大きく上昇する局面では、背景に海外投資家の大幅買い越しがみられた。
- 投資信託は2017年～2018年、2021年には売り越しだったが、2022年5月以降は買い越しに転じている。
- 銀行（日銀以外）は2007年、2009年を除き、2015年まで買い越しだったが、2016年以降、売り越し基調が続いている。
- ETFへの資金流入が反映される証券自己取引は2013年以降、買い越し基調が続いていたが、足元は売り越しとなっている。

図表 II-2-⑧ 投資部門別の売買動向



注) 「銀行(日銀)」は、該当月の日本銀行による買入額、

「銀行(日銀以外)」は銀行部門のネット買入額－日銀による買入額として計算(日銀がJ-REITを売却していない前提)

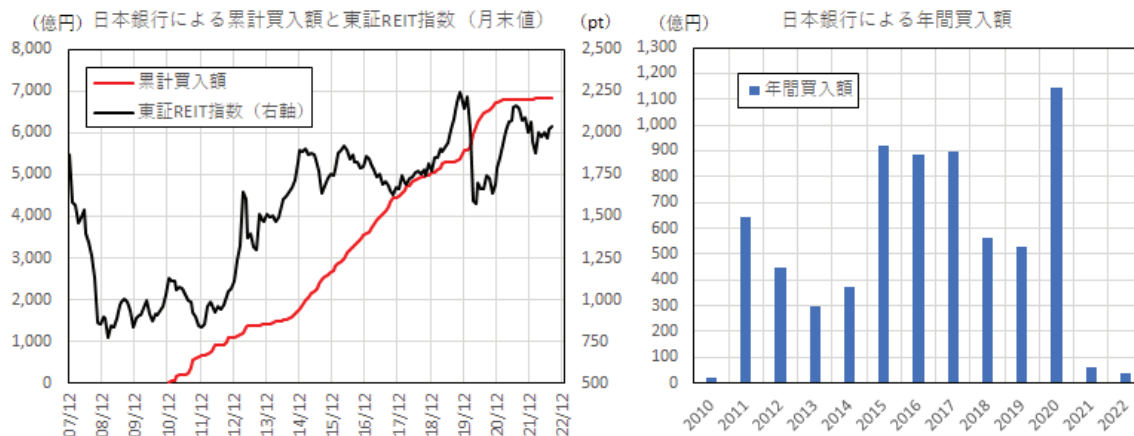
出所) 東京証券取引所、日本銀行資料、Bloombergデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



J-REIT市場《日本銀行による買入》

- 日本銀行は2010年10月にJ-REITの買入れを決定し、同年12月から買入れを開始した。買入対象は日本株と異なり、ETFではなく個別銘柄（格付AA格相当以上）で、買入上限は発行済投資口数の10%以内（2015年12月に5%以内から引上げ）。日本銀行による大量保有報告書の提出（5%超保有）は23銘柄である。
- 2022年8月末までの累計買入額は6,823億円。2021年以降、買入額が大きく減少している。
- 日本銀行は現在、「年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う」方針としている。

図表 II-2-⑨ 日本銀行によるJ-REITの買入動向



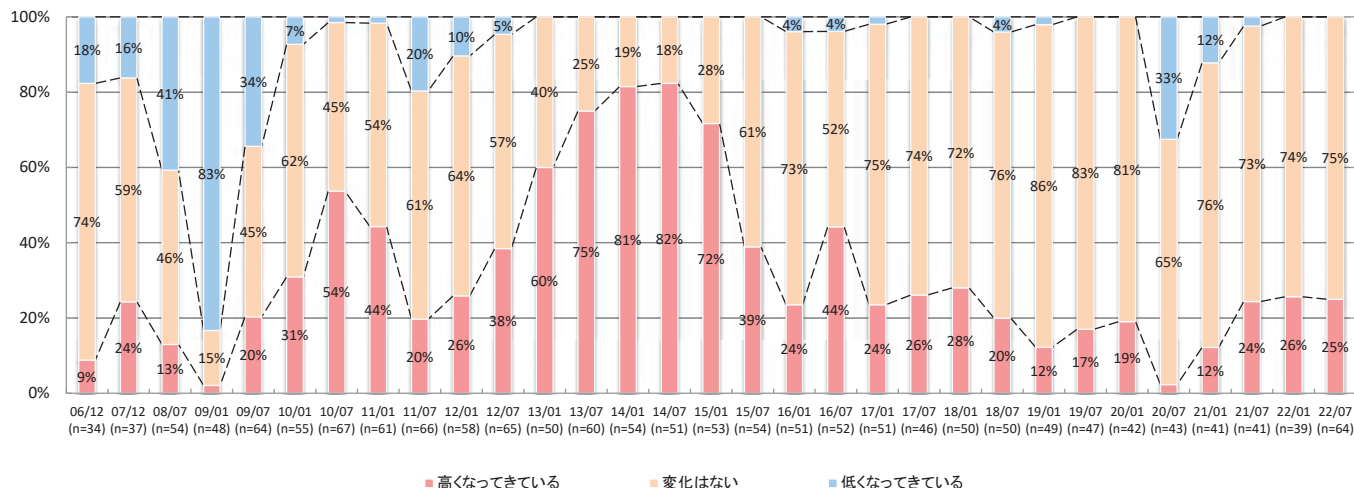
注) 年間買入額は各年1月～12月の買入額の合計。2022年は1月～8月までの合計値
(出所) 日本銀行資料およびBloombergデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



私募ファンド市場《投資意欲の変遷》

- 不動産私募ファンドへのエクイティ投資家の投資意欲は、金融危機後に大幅に低下したものの、その後アベノミクス・ゼロ金利政策の開始を契機とした低金利環境の長期化に伴い、大きく上昇した。
- 直近調査では「変化はない」が75%と大多数を占めた。「高くなってきている」は25%であり、特段の変化は見られない。一方、「低くなってきている」との回答は見られない。コロナ禍でも不動産投資市場は堅調な推移を示したため、投資家の投資意欲は、全体としてはやや高まったままで推移していると捉える運用会社が多かったものとみられる。

図表Ⅱ-2-⑩ エクイティ投資家の投資意欲



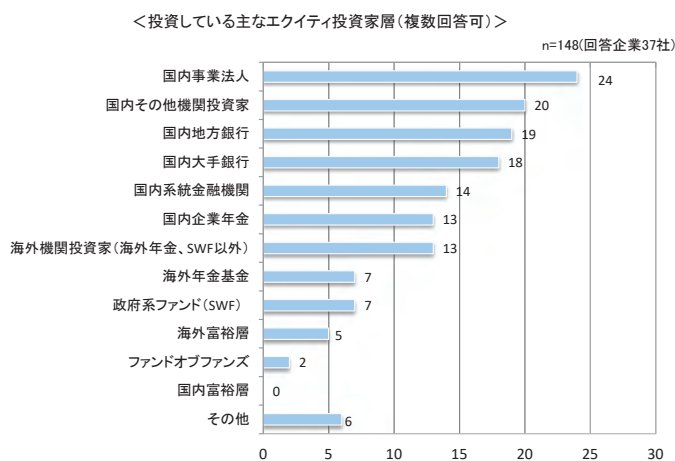
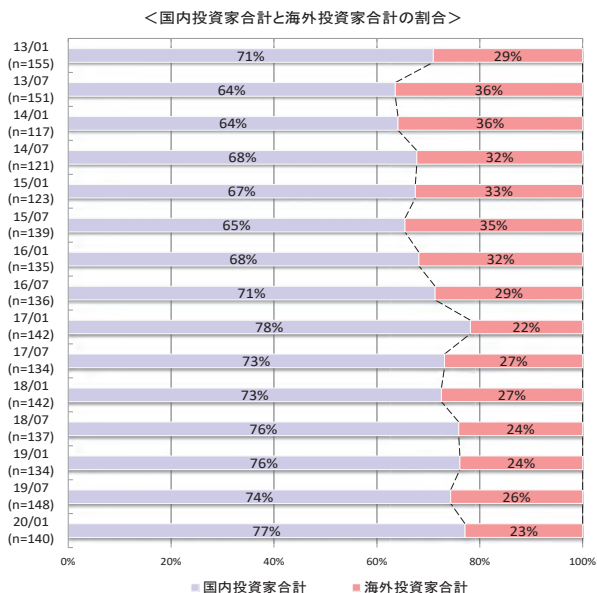
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



私募ファンド市場《エクイティ投資家属性》

- 現在運用中ファンドに投資しているエクイティ投資家について、コロナ前の2019年末時点の国内・海外投資家別（件数）割合を確認すると、国内投資家が77%、海外投資家が23%となり、国内投資家が70%超となる状況が継続していた。
- エクイティ投資家層の内訳をみると、最も多かったのは「国内事業法人」であり、次いで「国内その他機関投資家」であった。一方、「海外機関投資家」が13件、「海外年金基金」が7件と、海外勢も一定程度存在しており、国内不動産私募ファンドへのエクイティ投資家としての地位を築いていた。今後は、円安効果や相対的に厚い日本のイールドスプレッドを背景に海外投資家の国内投資が増加する可能性がある。

図表Ⅱ-2-⑪ ファンドに投資している主なエクイティ投資家層



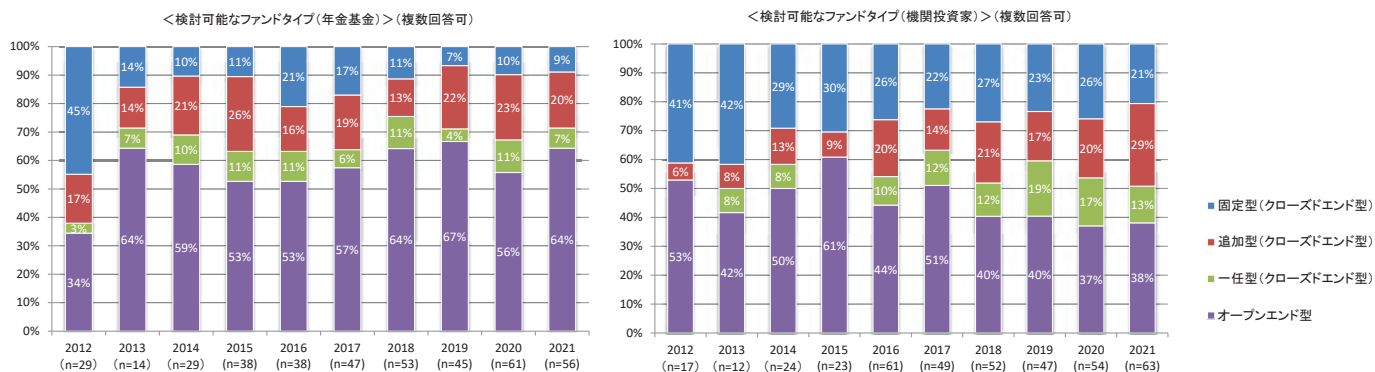
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」
※調査時点は2020年1月



私募ファンド市場《ファンドタイプ別の特性》

- 2021年の国内投資家へのアンケート調査によると、不動産投資を行う際に検討可能なファンドタイプについては、「オープンエンド型」の回答割合が年金基金で64%、機関投資家で38%を占め、それぞれ最多となった。
- 引き続き「オープンエンド型」への投資意欲が高いことには変わりはないが、機関投資家では「クローズドエンド型」の回答割合の合計が6割強を占めている。また、投資物件の取得が困難である足元の状況を反映して、「追加型（クローズドエンド型）」の回答割合が拡大している。

図表 II-2-⑫ 投資家が検討可能なファンドタイプの内訳



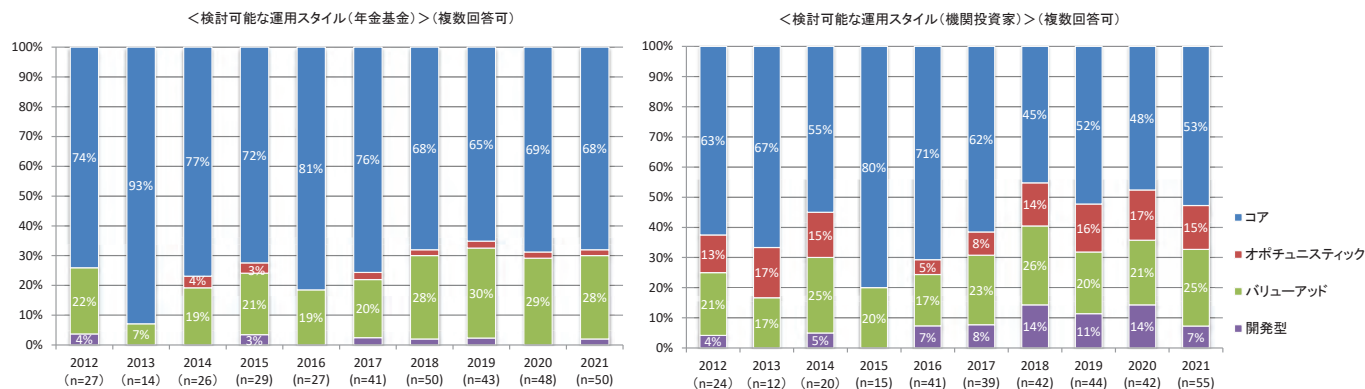
出所）三井住友トラスト基礎研究所「不動産投資に関する調査 2021年」



私募ファンド市場《運用スタイル別の特性》

- 2021年の国内投資家へのアンケート調査によると、不動産投資を行う際に検討可能な運用スタイルについては、年金基金では「コア」が68%、機関投資家では53%を占め、コアファンドへの選好が依然として強い。ただし、長期的に見ると、年金基金、機関投資家ともに「コア」の回答割合はやや減少基調にあり、物件取得競争の激化および物件取得機会の減少がその背景にあるものと考えられる。
- 「コア」に次いで多かったのは、いずれの投資家属性においても「バリュー・アッド」であった。過去調査でも「バリュー・アッド」の回答割合は2割～3割弱で推移しており、目標のリスク・リターンレベルを一段階上げたバリュー・アッド投資にも一定のニーズがあることがうかがえる。一方で、「オポチュニスティック」、「開発型」の回答割合は年金基金（計4%）と機関投資家（計22%）で大きく乖離しており、両者のリスク許容度の違いがうかがえる。

図表 II-2-⑬ 投資家が検討可能な運用スタイルの内訳



出所）三井住友トラスト基礎研究所「不動産投資に関する調査 2021年」

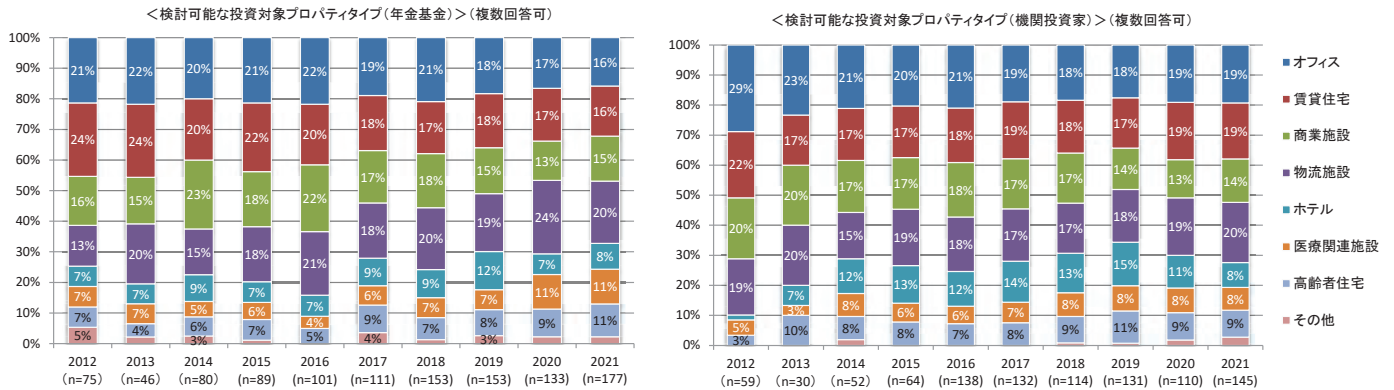
本頁の回答内容は、実物不動産または不動産私募ファンドに投資する場合について調査しており、必ずしもファンドのみを対象とするものではありません。



私募ファンド市場《投資タイプ別の特性》

- 2021年の国内投資家へのアンケート調査によると、不動産投資を行う際に検討可能な投資対象プロパティタイプは、年金基金、機関投資家ともに「物流施設」が20%で最多となり、「オフィス」「賃貸住宅」が続いている。
- コロナの影響を相対的に大きく受けた「商業施設」、「ホテル」については2020年調査で回答割合が減少したものの、機関投資家の「ホテル」を除き、直近調査では回答割合がわずかに拡大している。アフターコロナを見据えた投資検討が行われている可能性がある。

図表 II-2-⑭ 投資家が検討可能な投資対象プロパティの内訳



出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産投資に関する調査 2021年」

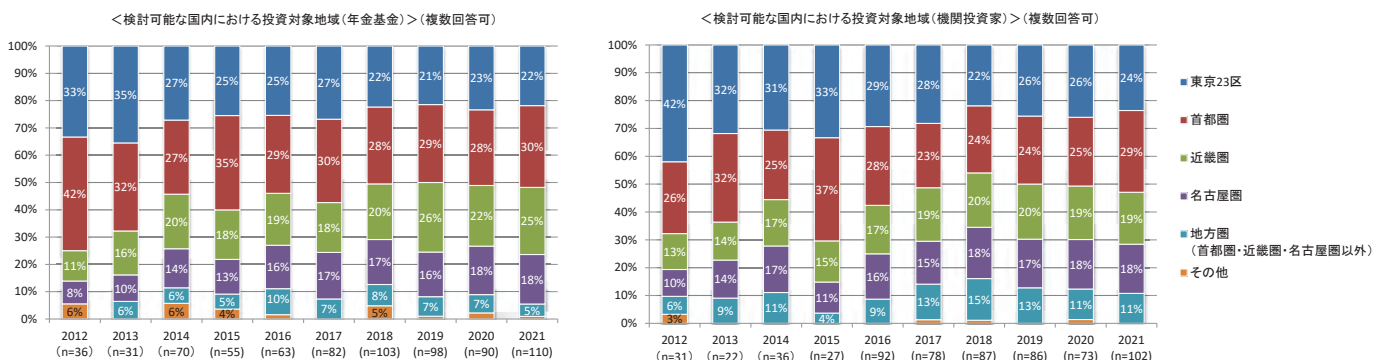
本頁の回答内容は、実物不動産または不動産私募ファンドに投資する場合について調査しており、必ずしもファンドのみを対象とするものではありません。



私募ファンド市場《投資地域別の特性》

- 2021年の国内投資家へのアンケート調査によると、不動産投資を行う際に検討可能な投資対象地域については、年金基金、機関投資家ともに、「首都圏」を中心としながらも、地方主要エリアも含めて幅広く投資対象とする傾向に変わりはない。
- ただし、不動産価格が高値圏で推移し、物件の取得機会が減少する環境下で、その影響を大きく受ける「東京23区」、「首都圏」の割合は長期的には低下傾向にある。

図表 II-2-⑮ 投資家が検討可能な国内における投資対象地域の内訳



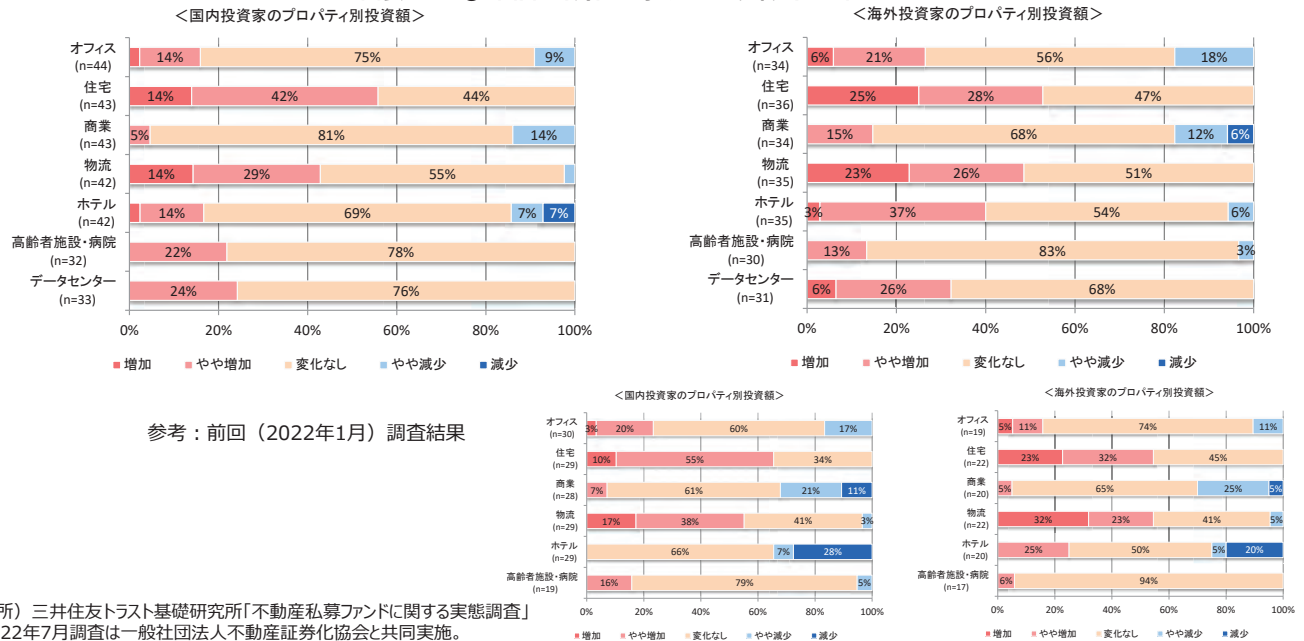
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産投資に関する調査 2021年」

本頁の回答内容は、実物不動産または不動産私募ファンドに投資する場合について調査しており、必ずしもファンドのみを対象とするものではありません。



- 2022年7月の私募ファンド調査で、エクイティ投資額の変化をプロパティタイプ別に見ると、「住宅」、「物流」は、国内投資家、海外投資家ともに「増加」、「やや増加」の合計が4割以上を占め、引き続きこの2タイプへの投資額が増加している。
- 「オフィス」、「商業」、「ホテル」は、「減少」または「やや減少」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いるが、前回調査との比較でみると海外投資家の「オフィス」を除き、その割合は低下している。いずれの投資家とも、投資意欲の高い状況がつかえる。

図表Ⅱ-2-⑬ 国内・海外投資家のプロパティタイプ別投資額



出所）三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」
2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。



Ⅲ. 不動産投資市場の見通し



【Ⅲ. 不動産投資市場の見通し】

Ⅲ. 不動産投資市場の見通し		
Ⅲ-1. 不動産投資市場拡大に向けた課題	不動産投資における課題等	投資を行う理由・障壁等 ESG動向
Ⅲ-2. 不動産投資の拡大と不動産市況の今後	短期的見通し	今後の投資方針・投資種別等の変化
	構造的変化と長期的見通し	不動産市場を取り巻く社会潮流の変化 投資家・投資対象の変化



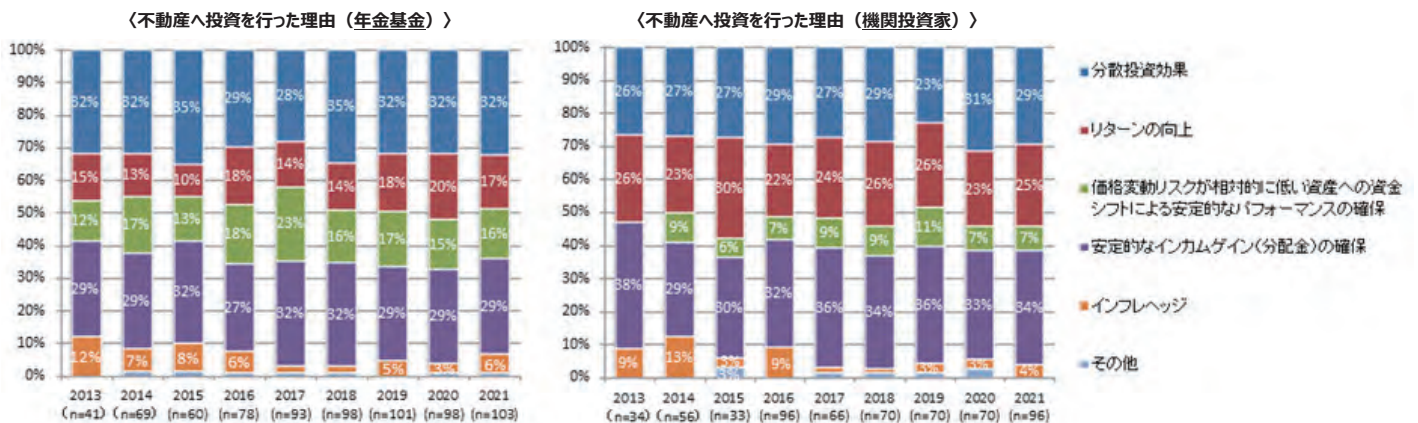
Ⅲ-1. 不動産投資市場拡大に向けた課題



不動産投資における課題等《投資理由》

- 年金基金や機関投資家が、不動産投資を行った理由としては、2021年調査においてともに「分散投資効果」と「安定的なインカムゲイン（分配金）の確保」がそれぞれ3割前後を占め、不動産投資においてはその二つが特に求められていることが分かる。
- なお、「リターンの向上」はそれぞれ回答割合上位3番目の項目となったが、従前の時系列推移では、その回答割合は、年金基金では10%台後半～20%であるのに対し、機関投資家では25%前後とより高く、機関投資家ではリターン向上を理由に不動産へ投資している投資家の割合が年金基金よりも多いことがうかがえる。

図表Ⅲ-1-① 不動産投資を行った理由

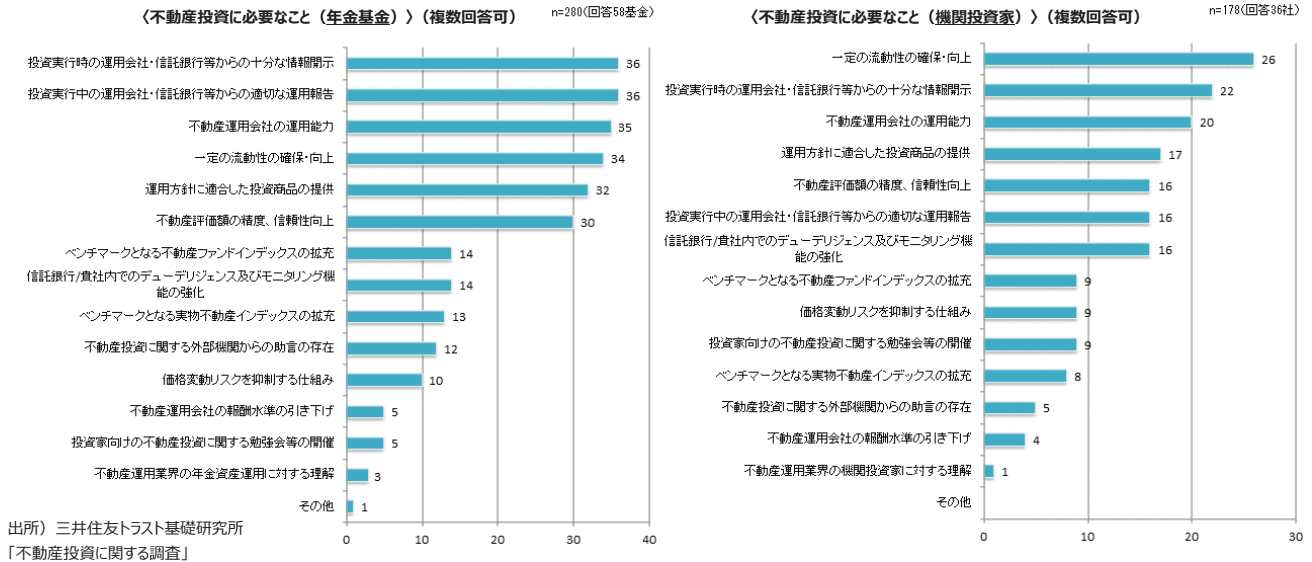




不動産投資における課題等《投資に必要な条件》

- 年金基金や機関投資家が、不動産投資を行ううえで必要なこととしては、2021年調査において回答数上位となった項目は、双方ともほぼ同様だが、上位二項目に違いがある。
- 年金基金では「運用会社・信託銀行等からの十分な情報開示」および「運用会社・信託銀行等からの適切な運用報告」が最多となり、十分な情報や運用報告が最も重視される結果となった。一方、機関投資家では「一定の流動性の確保・向上」が最多で、次いで「運用会社・信託銀行等からの十分な情報開示」となった。年金基金は、より長期投資を志向することから機関投資家と比べて流動性を重視する傾向がやや低い。また、運用資産額が多い一部の大規模年金や公的年金を除くと、人的体制等が必ずしも充実していないため、外部委託機関を評価する重要性がより高く、信託銀行等から入手される情報を重視しているものと考えられる。

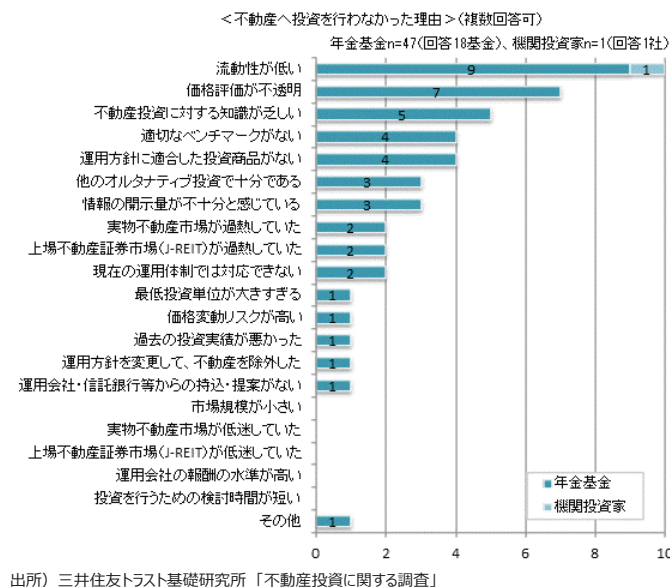
図表Ⅲ-1-② 不動産投資に必要な条件



不動産投資における課題等《投資を行わなかった理由》

- 年金基金や機関投資家が、不動産へ投資を行わなかった理由は、2021年調査において「流動性が低い」が計10件で最多となり、次いで「価格評価が不透明」（7件）となった。過去調査でも「流動性が低い」が最も多く、不動産以外のオルタナティブ投資でも同様だが、流動性の低さを懸念する投資家が多くみられる。
- このほか、投資家側に起因する理由として「不動産投資に対する知識が乏しい」に5件、投資商品の提供側に起因する理由として「適切なベンチマークがない」及び「運用方針に適合した商品がない」に各4件の回答があった。

図表Ⅲ-1-③ 不動産へ投資を行わなかった理由

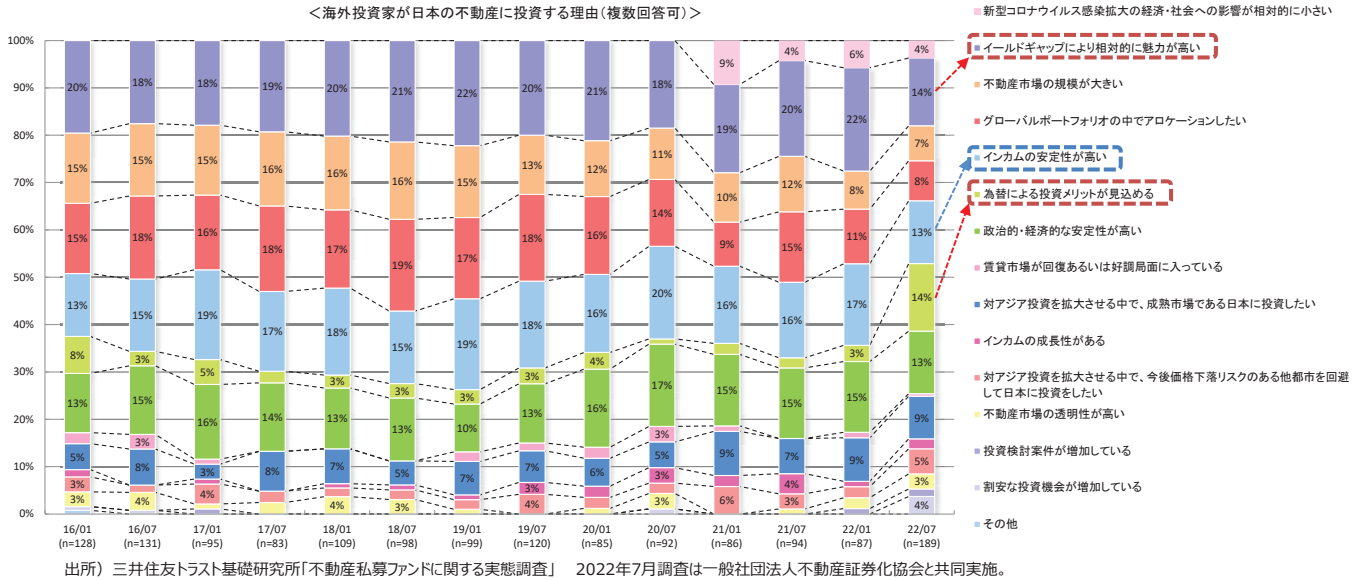




不動産投資における課題等 《海外投資家が投資する理由》

- 海外投資家が日本の不動産に投資する理由は、2022年7月調査では「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」との回答が各14%で最多となった。また、足元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。
- 従前の時系列推移では、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」や「インカムの安定性が高い」との回答が多い。低金利政策が継続してイールドギャップが大きく、安定的なインカム利回りを期待できるというのが、海外投資家による日本の不動産市場に対する評価と考えられている。

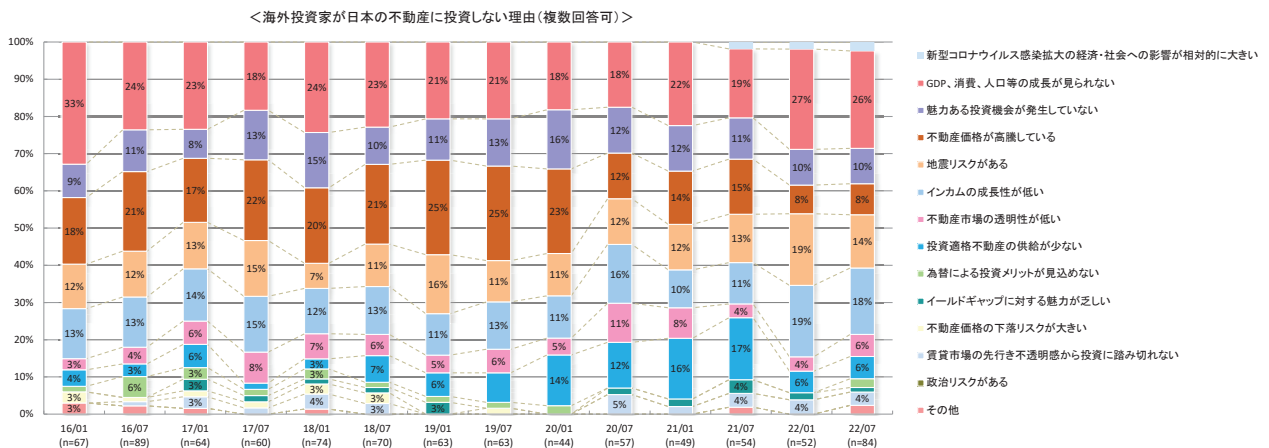
図表Ⅲ-1-④ 海外投資家が日本の不動産に投資する理由



不動産投資における課題等 《海外投資家が投資しない理由》

- 海外投資家が日本の不動産に投資しない理由は、2022年7月調査では「GDP、消費、人口等の成長が見られない」との回答が26%で最多となった。また「インカムの成長性が低い」との回答が18%で2番目となっている。
- 従前の時系列推移では、「不動産価格が高騰している」との回答以外では、概ね一貫して「GDP、消費、人口等の成長が見られない」と「インカムの成長性が低い」との回答が多い。「低成長」の印象が固定化していると考えられる。

図表Ⅲ-1-⑤ 海外投資家が日本の不動産に投資しない理由



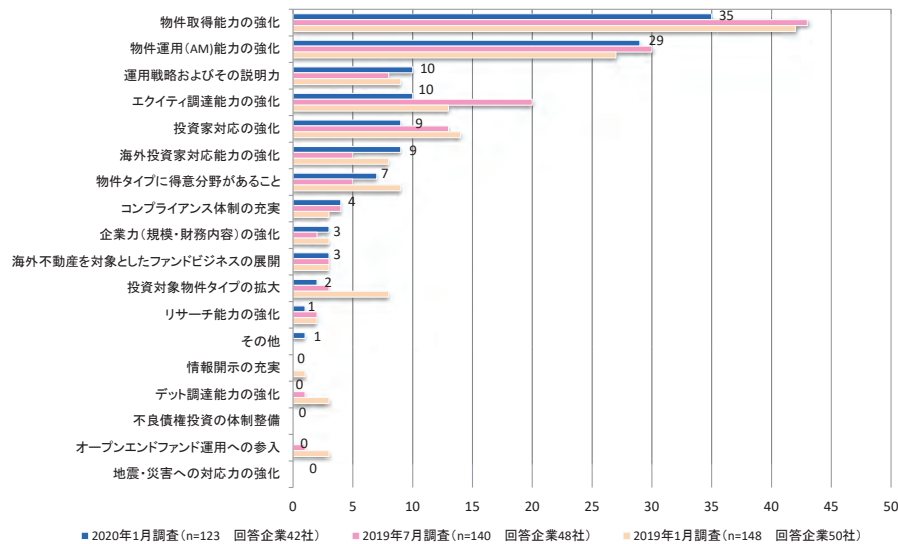


不動産投資における課題等《運用会社の課題》

- 運用会社として存続・成長するための条件については、2020年1月調査で、それ以前の調査と同様、「物件取得能力の強化」が最多となり、「物件運用（AM）能力の強化」にも多くの回答が集まった。投資適格不動産の限定的な供給とそれに伴う価格の高騰が継続する中、ほとんどの運用会社が物件取得能力と運用能力の強化が重要であると認識している。

図表Ⅲ-1-⑥ 運用会社が存続・成長するために重要な条件・戦略

<運用会社として存続・成長するための条件・戦略(下記選択肢より3つ以内で回答)>



出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」
※調査時点は2020年1月

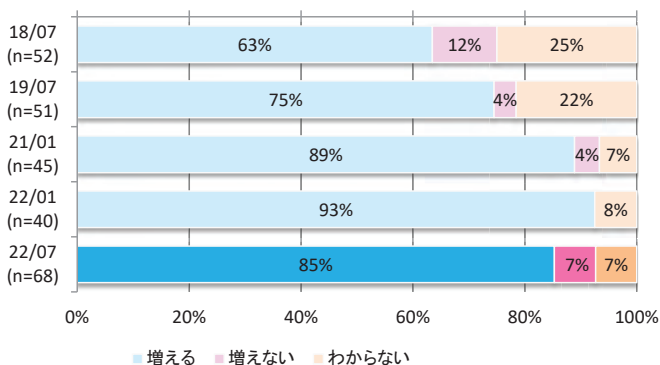


不動産投資における課題等《ESG動向》

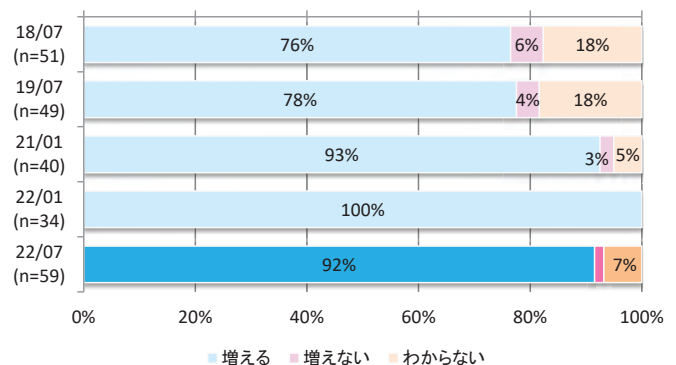
- 近年、世界の不動産投資においてESG（環境:Environment、社会:Social、企業統治:Governance）の観点が重視されつつあり、国内不動産市場でもその関心が高まっている。
- 「運用会社のESG取組状況を考慮し、投資先を選定する投資家は今後増えると思うか」という質問に対して、2022年7月調査では、国内外の投資家とも「ESGを志向する投資家は“増える”」との回答が8割を超えている。
- ESG対応を投資の意思決定プロセスに組み込むこと等が示されている責任投資原則（Principles for Responsible Investment (PRI) ※）への世界での署名数も2021年3月時点の3,826機関から、2022年9月25日時点では5,159機関まで増加しており、機関投資家を中心にESG投資に対する志向は高まっている。

図表Ⅲ-1-⑦ ESGを志向する国内外投資家増減の見通し

<ESG志向の見通し(国内投資家)>



<ESG志向の見通し(海外投資家)>



出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」 2022年7月調査は一般社団法人不動産証券化協会と共同実施。

※PRIは、2006年に国連が提唱した行動原則。これに署名した機関は、投資分析や意思決定プロセスにESG対応を可能な限り組み込むこと等が求められる。署名対象機関は、年金基金、金融機関、アセット・マネージャー等の投資家、ならびに投資顧問、格付機関など、投資家にサービスを提供する事業者。



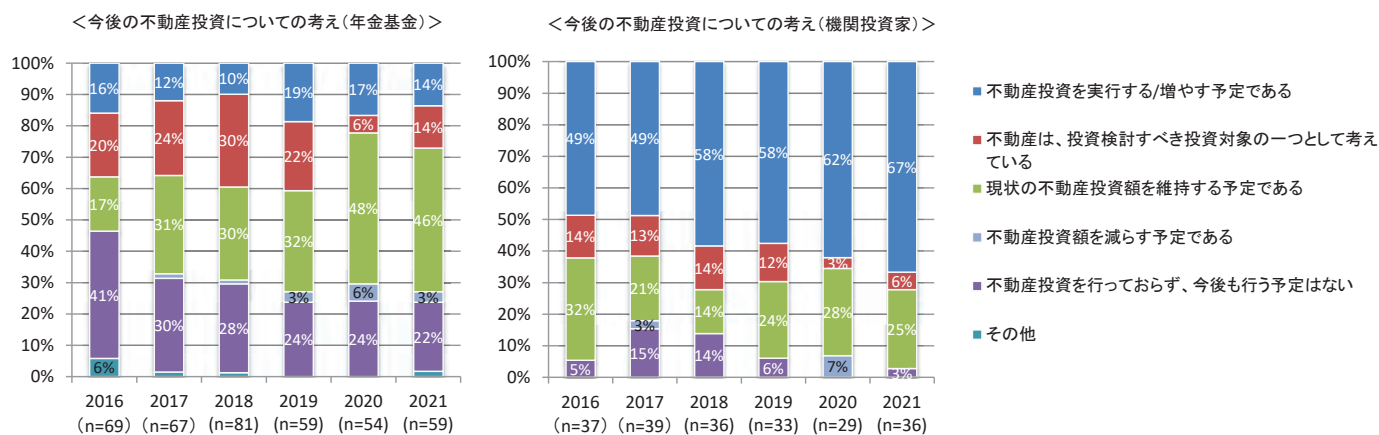
Ⅲ-2.不動産投資の拡大と不動産市況の今後



短期的見通し《今後の不動産投資方針》

- 今後の不動産投資については、2021年調査において、年金基金では「現状の不動産投資額を維持する予定である」が46%と最多であった。また、「投資検討すべき投資対象の一つ」とする回答が増加した一方、「不動産投資額を減らす予定である」と「不動産投資を行っておらず今後も行う予定はない」の合計割合は25%と、2016年の調査開始以降最少となった。年金基金の投資拡大方針は、コロナ禍で一旦弱まったが、再び拡大方針が強まっている。
- 一方、機関投資家では「不動産投資を実行/増やす予定」とする回答割合が67%と過去6年で最大となった。機関投資家では、今後不動産投資額を増やそうという積極的な姿勢を持つ投資家が増えていることがうかがえる。

図表Ⅲ-2-① 今後の不動産投資方針



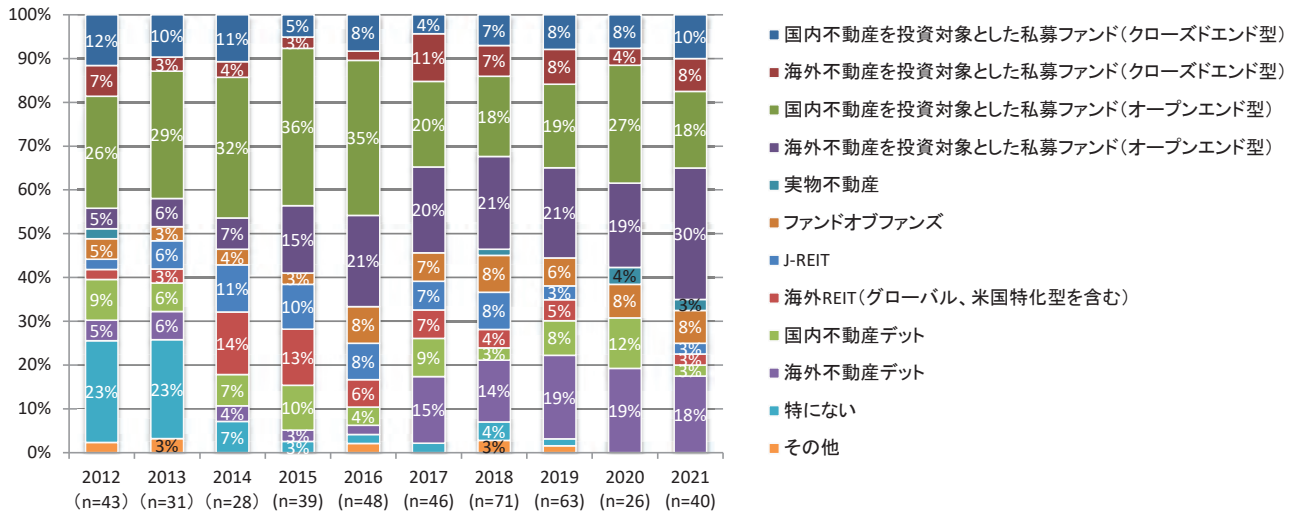
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産投資に関する調査」



短期的見通し《今後の不動産投資種別（年金基金）》

- 「今後投資を開始あるいは増加させたい不動産投資」については、2021年調査において、年金基金では「海外不動産を投資対象とした私募ファンド（オープンエンド型）」が30%で最多となり、次いで「国内不動産を投資対象とした私募ファンド（オープンエンド型）」と「海外不動産デット」（各18%）となった。2020年調査では国内オープンエンドファンドの回答割合が海外オープンエンドファンドを8%pt上回ったが、2021年調査では海外オープンエンドファンドの回答割合が国内オープンエンドファンドを12%pt上回った。国内私募REITの投資を既に実行し、次なる展開として海外のオープンエンド型ファンドやデット投資に注目する年金基金が増加しているものと推察される。

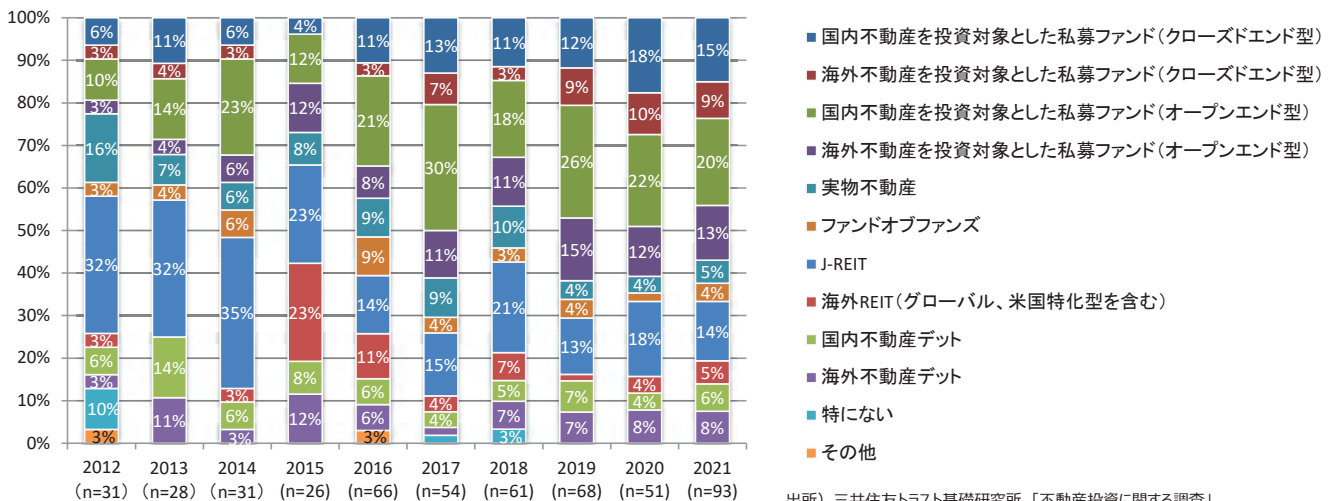
図表Ⅲ-2-② 今後投資を開始・増加させたい不動産投資（年金基金）



短期的見通し《今後の不動産投資種別（機関投資家）》

- 「今後投資を開始あるいは増加させたい不動産投資」については、2021年調査において、機関投資家では、「国内不動産を投資対象とした私募ファンド（オープンエンド型）」が20%で最多となり、「国内不動産を投資対象とした私募ファンド（クローズドエンド型）」（15%）、「J-REIT」（14%）と続いた。上位3項目は、2020年調査から2期連続して、全て国内不動産投資商品となり、機関投資家の国内投資を選好する傾向がうかがえる。
- 機関投資家は、一般的に年金基金と比べると不動産投資・運用に対する体制が充実していると言えるが、一部の中央金融機関を除き海外不動産投資に関する知見や経験は依然として不足している。また、信託銀行や年金コンサルティング会社の知見を活用し、分散投資・長期投資を志向する年金基金と比べると、自らの知見や経験による投資判断を重視する傾向があるため、知見の浅い海外投資へのアクセスが劣後している可能性がある。

図表Ⅲ-2-③ 今後投資を開始・増加させたい不動産投資（機関投資家）

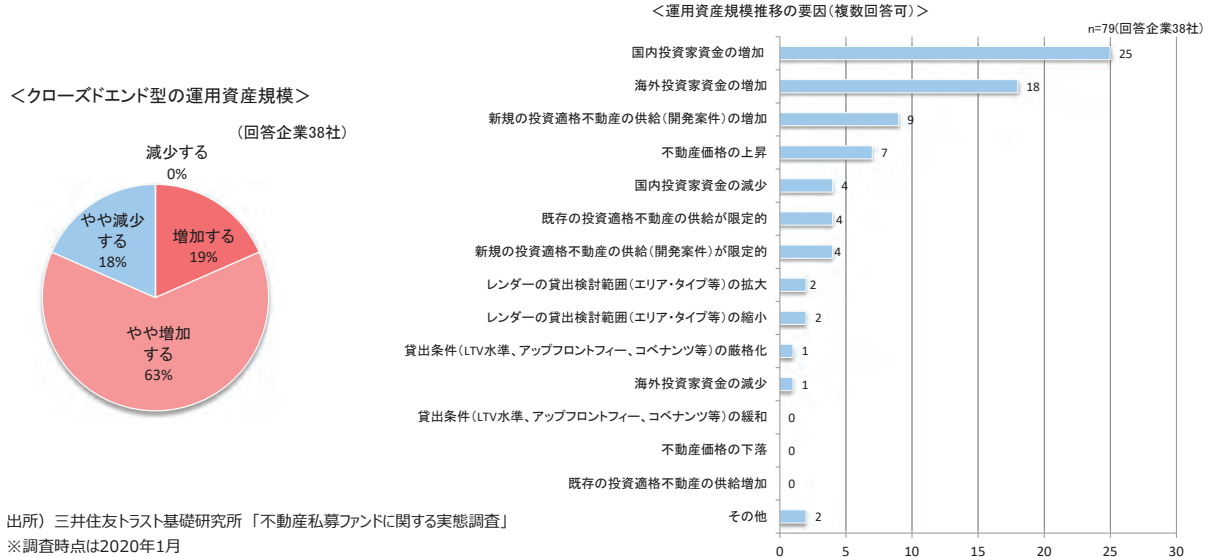




短期的見通し《ファンドの運用資産規模見通し》

- クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模の見通しについては、2020年1月調査において、「増加する」、「やや増加する」の回答の合計が82%となった。その増加要因として、国内外の投資資金の増加を挙げる回答者が多く、開発案件の増加という回答も複数挙げられた。金融緩和の継続により今後も投資資金の流入が見込まれることや開発案件の増加が、クローズドエンドファンド市場拡大に繋がるとみる運用会社が多いものとする。
- 「やや減少する」との回答の要因としては、不動産価格の上昇や投資適格物件の供給不足が挙げられ、これらの要因により市場規模が縮小するとの見通しをもつ運用会社も一定数存在する。

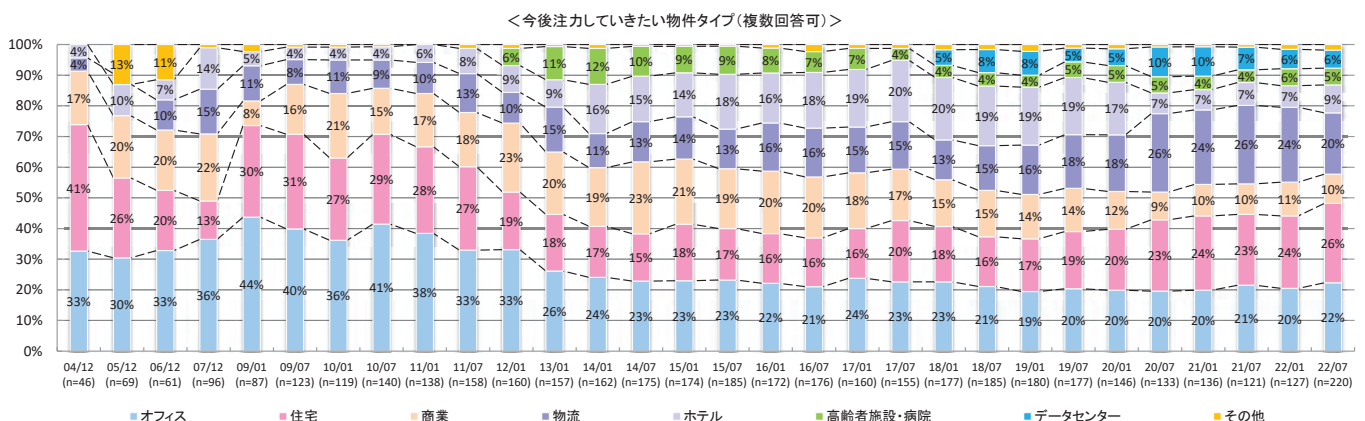
図表Ⅲ-2-④ クローズドエンド型私募ファンドの運用資産規模見通し



短期的見通し《今後注力していきたい物件タイプ》

- コロナ禍前の時系列推移では、「オフィス」「住宅」の回答割合が減少し、「商業」「物流」「ホテル」の割合が増加してきたが、コロナ禍以降は、「ホテル」「商業」は減少傾向、「オフィス」は横ばい傾向、「住宅」「物流」は増加傾向となっていた。
- 直近2022年7月調査では、運用会社が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」の回答割合が増加「物流」の回答割合の減少が目立っている。

図表Ⅲ-2-⑤ 運用会社が今後注力していきたい物件タイプ



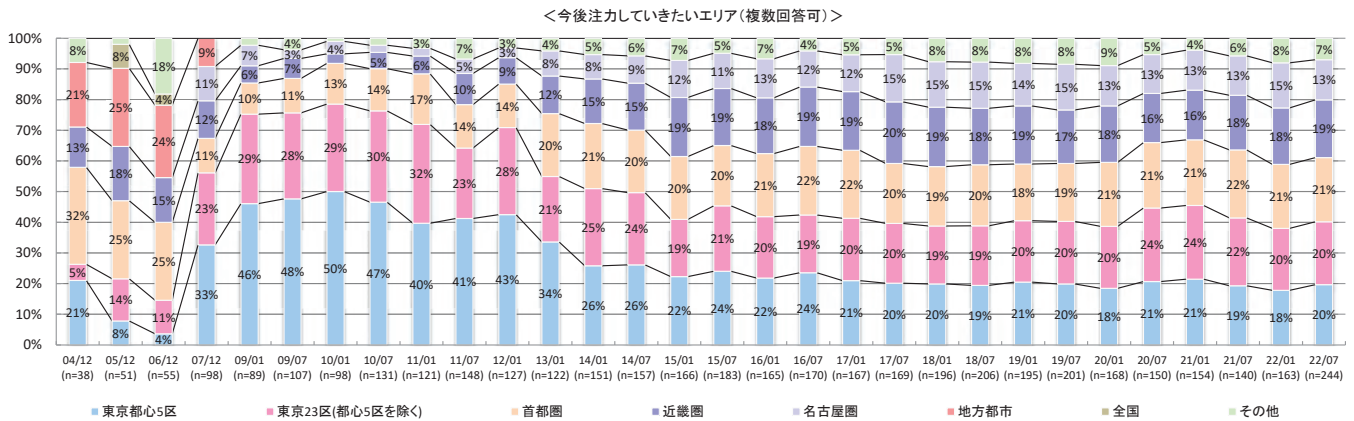
出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」



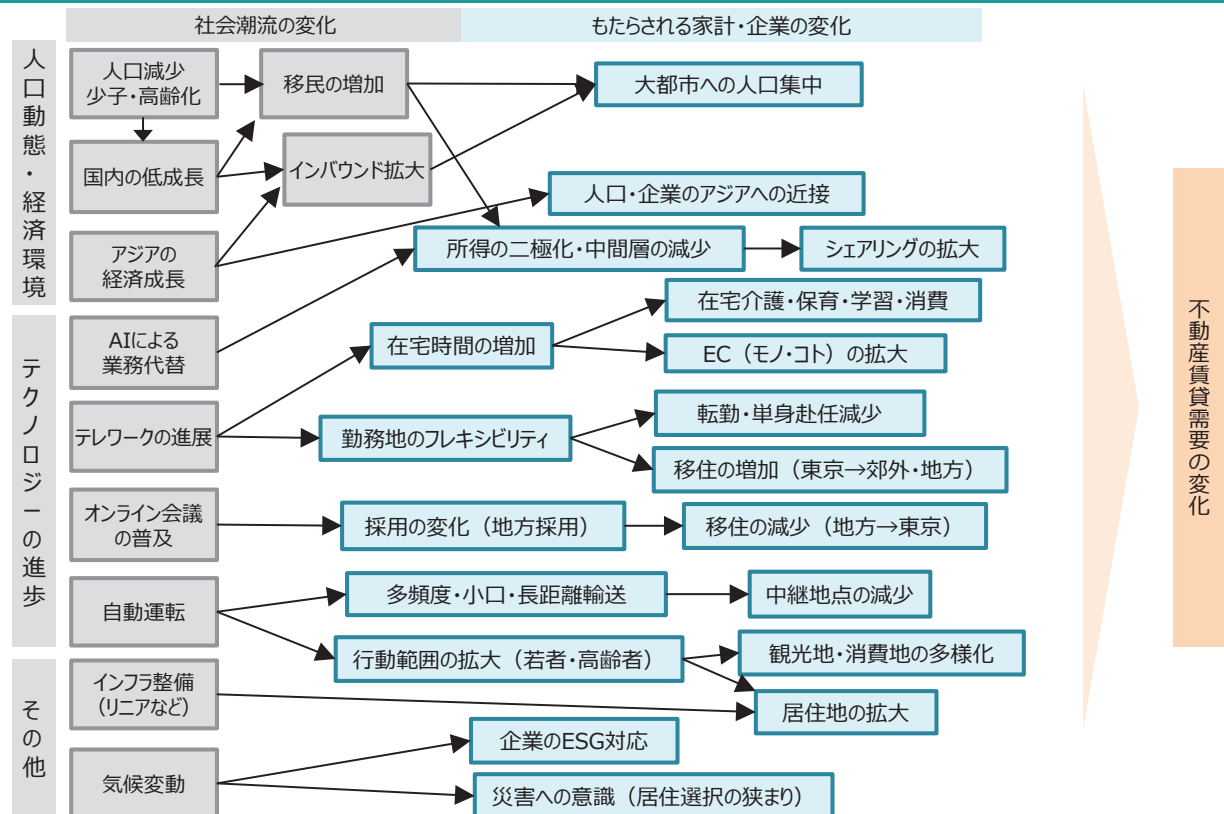
短期的見通し《今後注力していきたいエリア》

- コロナ禍前の時系列推移では、「東京都心5区」「東京23区（都心5区を除く）」の回答割合が減少、「近畿圏」「名古屋圏」の割合が増加していたが、コロナ禍の2020年には、一時的に「近畿圏」「名古屋圏」の割合が減少していた。
- 直近2022年7月調査では、運用会社が今後注力していきたいエリアとして、「東京都心5区」、「近畿圏」の回答割合が増加、「名古屋圏」の回答割合が減少している。
- 金融危機前のファンドバブルと呼ばれる状況が形成されていた頃は、一部の海外投資家や国内新興系不動産会社を中心に、地方都市への投資資金流入が顕著となり、不動産価格も高騰していた。その後は投資需要が大きく減退し、首都圏・近畿圏・名古屋圏に比べて大きな損失が生じた。積極的な投資家が退出したことに加え、当時の反省もあり、投資需要が再び旺盛となった足元でも地方都市への顕著な広がりは見られない。

図表Ⅲ-2-⑥ 運用会社が今後注力していきたいエリア



構造的変化と長期的見通し 《社会潮流の変化に対する不動産賃貸需要の変化①》





構造的変化と長期的見通し

《社会潮流の変化に対する不動産賃貸需要の変化②》

不動産賃貸需要の変化

オフィス

- ✓ 出生率低下によって一人当たりの床面積は縮小。地方都市より東京で顕著。
- ✓ 出社の意義が問われる、生産性が高まるオフィスのニーズ増加。
- ✓ インフラ整備によって東京駅や品川周辺にオフィスが集中化。
- ✓ 地方居住で東京本社所属の社員増加。地方での高機能オフィスのニーズ増加。
- ✓ 環境配慮型オフィスへの移転増加。省エネや防災機能必要。

住宅

- ✓ 東京をはじめ大都市全体でのニーズは高まる。一方、東京一極の集中度、都心化は弱まる。
- ✓ 広い面積帯でのニーズが拡大。就業スペースの確保、シェアハウス、在宅による介護等の増加。同時に居住空間の快適性が求められる。
- ✓ 所得の二極化による高級住宅および低級住宅へのニーズ増加。
- ✓ 日本人学生の減少、外国人留学生の増加によって学生用マンションのニーズ低下、外国人向け学生寮のニーズ高まる可能性。

商業施設

- ✓ ECの影響を受けやすいアクセスに劣る商業施設の淘汰が進む。
- ✓ インバウンドの受け皿となる都心好立地、観光地の出店ニーズ高まる。

物流施設

- ✓ 多頻度・小口化によって高機能・大型施設のニーズは高まる。
- ✓ より効率的な物流網を構築するため、物流量の多い大都市では中・小型の物流施設ニーズも高まる。アジアとの貿易により、湾岸の需給が逼迫しやすい。
- ✓ 自動運転技術の進展によって物流立地の再編。物流最適立地も変化しやすくなり、自社より賃貸のニーズが高まる。

ホテル

- ✓ 訪日客の増加によって大きく宿泊需要は増加。日本人によるビジネス・観光需要の拡大が見込みにくい中で、大都市・観光地でのインパクトはより大きくなる。
- ✓ 女性・高齢就業者の増加によってファミリーやリタイア世帯の旅行が近隣になる可能性や大都市圏周辺での宿泊ニーズが高まる可能性。
- ✓ 一方、ワーケーションの増加により、遠方に連泊するニーズも高まる可能性。
- ✓ 出張による宿泊需要は減退。

その他タイプ

- ✓ ヘルスケア：要介護者の増加によってニーズは高まるものの、在宅介護の拡大によって想定以下のニーズに留まる可能性。
- ✓ データセンター（DC）：通信量の増大によってニーズ高まる。
- ✓ インフラ：再生可能エネルギーの拡大。収益性の観点から、DCとのセットなど。

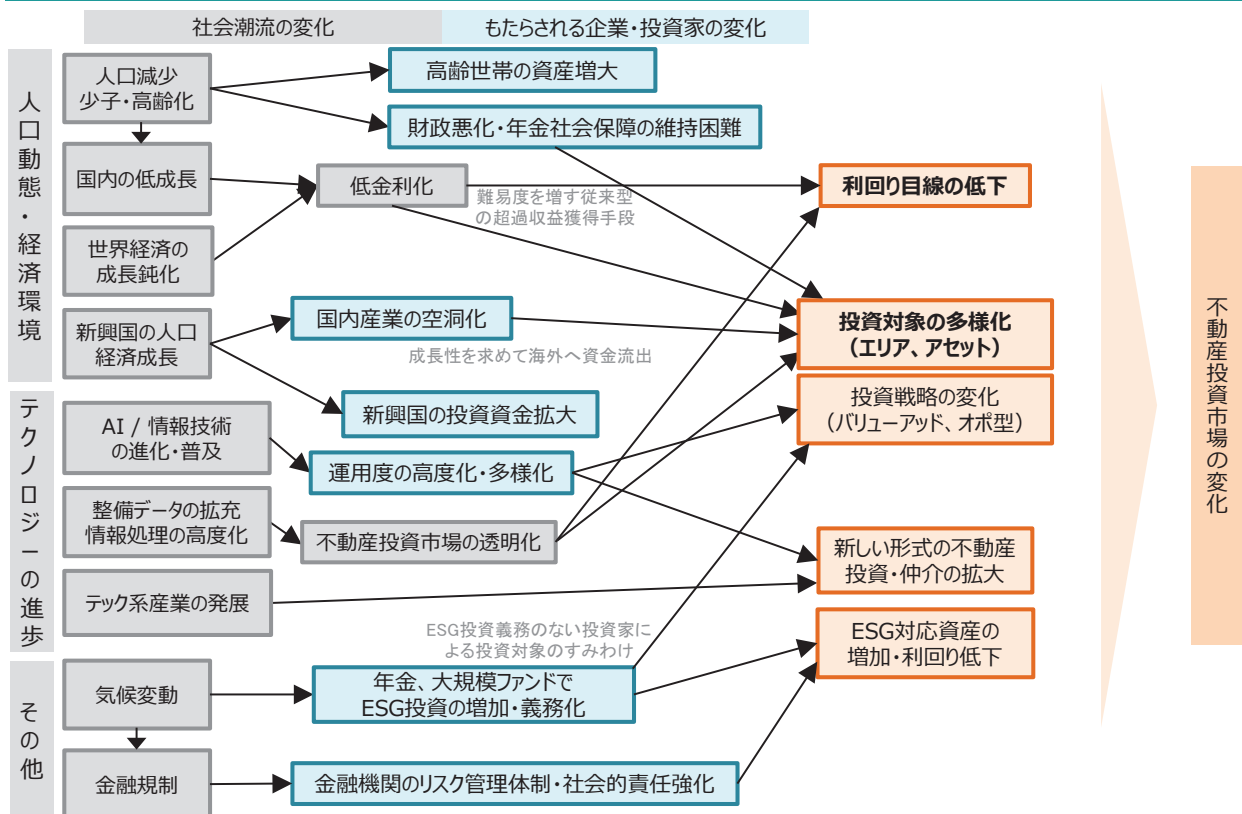
社会潮流の変化

もたらされる家計・企業の変化



構造的変化と長期的見通し

《社会潮流の変化に対する不動産投資市場の変化①》



不動産投資市場の変化



構造的変化と長期的見通し 《社会潮流の変化に対する不動産投資市場の変化②》

不動産投資市場の変化

資産規模（需要拡大、資産拡大、賃貸化の進展）

- ✓ 成長は鈍化するものの、世界経済の拡大により不動産賃貸需要は拡大。日本の不動産賃貸需要も緩やかに拡大。
- ✓ 世界的に投資資金は拡大。日本も拡大するが、拡大ペースは鈍化。不動産賃貸需要および投資資金の拡大によって不動産の資産規模は増大する。
- ✓ 利回りが低下するため、機関投資家による保有がメインとなり、所有から賃貸への流れが加速し、資産規模はさらに拡大。

期待利回り・投資家層

- ✓ 経済成長の鈍化により、不動産投資の利回り目線は全体として低下。
- ✓ 一方、年金や保険などの投資家の一部では、目標利回り目線が上昇しリスクオン姿勢を強める方向も強まる。
- ✓ 年金・保険・SWFなど長期投資資金の拡大。長期投資家による取得の増加と、長期目線の保有による、売却の減少が生じる。
- ✓ 利回りの低下に伴い、本業の利益率が高い企業は、不動産を保有しない動きが強まる。

投資アセットタイプ

- ✓ 全体として利回りが低下する中で、利回りの維持が必要な投資主体によるアセットタイプの多様化が進む。新しいアセットタイプとして再エネ、データセンター、R&D、インフラなど。
- ✓ ただし、金融規制強化などによって利回りの低い安定した資産に対しては融資拡大、リスクのある新しいアセットタイプには融資が付きにくく、エクイティ比率の高い投資となる。
- ✓ 公益性の高い資金（年金、金融機関等）のESG対応資産への集中。
- ✓ 個人などESGへの意識が高くない投資家による、ESG非対応資産への投資が増加するなど、投資対象のすみわけが進む。

投資エリア

- ✓ 長期安定志向の投資資金の拡大により、メインの投資対象としては、オフィス・レジなどの伝統的なアセットタイプ、東京をはじめとする大都市へ投資が拡大。
- ✓ 利回りの低下により、リスクオン姿勢の投資家も増加。首都圏における伝統資産（オフィス・レジなど）から一部では地方都市に投資対象を変更する動き。同様に、国内から先進国、新興国へ投資対象がシフトする動き。
- ✓ 欧州主導でESG関連のルールが整備され、米国、中国などに不利な規制が導入されることで、欧州の国際的なプレゼンスが上昇する可能性。

社会潮流の変化

もたらされる企業・投資家の変化



構造的変化と長期的見通し 《投資家の投資対象が変化する可能性》

■ 機関投資家

- …現在まで：金融機関による投資・運用は、比較的高利回りの資産にも投資が拡大してきた（オフィス・物流→商業施設・ホテル）。
- …将来：金融機関は、低金利環境が継続し、本業の収益は低下。海外市場を含む不動産投資の拡大が進む可能性がある。年金基金の拡大は見込みにくい、利回り確保のため、不動産投資比率は拡大するものと見込まれる。

■ 不動産デベロッパー

- …現在まで：新規・再開発を積極化し、特にオフィス、商業施設、土地の取得が増加してきた。
- …将来：経済成長率の低下に合わせ、不動産投資市場全体の規模は緩やかな増加に留まる見込み。それに見合った規模の開発を継続するとともに海外での不動産開発が増加する可能性が高い。国内での開発は継続されるが、利回り目線の低い投資家が増え、デベロッパーによる保有は減少。一方、電鉄等のインフラ系デベロッパーは本業の収益低下によって開発を活性化させることが見込まれる。

■ 事業法人

- …現在まで：事業法人による不動産保有は減少。自社から賃貸へ移行してきた（特にオフィスやホテル）。
- …将来：不動産リスクは機関投資家等の利回り目線の低い投資家へ移転し、事業法人は本業に資本を集中。商業施設、物流施設なども今後さらに賃貸化が進むものと見込まれる。

■ 海外投資家

- …現在まで：資産規模の拡大、ポートフォリオ分散の観点から、年金基金やSWFなどの資金がアセットタイプを問わず日本に流入してきた。海外からの投資資金の約半分は北米である。
- …将来：世界の投資資金は拡大し、海外投資家による取得が増加する見込み。特にアジアの投資資金が拡大する。機関投資家だけでなく、富裕層の投資資金拡大も見込まれる。

■ 個人投資家（富裕層）

- …現在まで：個人投資家は高齢富裕層が多くを占めるとみられる。相続や建て替えのタイミングによって売却が進んできた。
- …将来：従来の高齢富裕層による売却は今後も進む。一方でビジネス成功型の富裕層の不動産取得ニーズは拡大するものと見込む。利回りよりも資産保全を目的とした取得が主となる。そのため、好立地の物件取得が主となる。

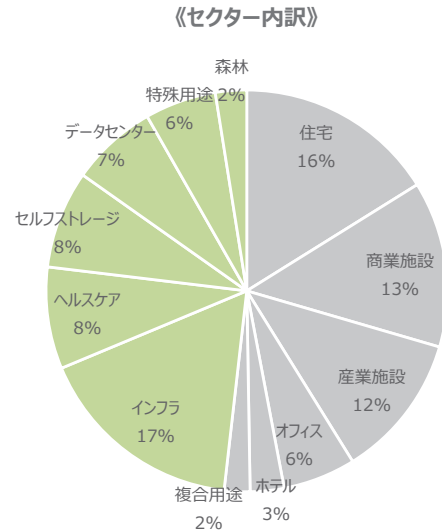


構造的変化と長期的見通し《米国REIT市場の投資対象》

- 世界最大の上場REIT市場である米国REIT市場では、従来の伝統的なセクターであるオフィスや住宅“以外”への投資が拡大している。それら、インフラ、データセンター、ヘルスケア、セルフストレージ、R&D（研究関連施設）等は、伝統的なセクターと区分し、『オルタナティブセクター』と呼ばれる機会が増えている。
- 米国REIT市場の『オルタナティブセクター』は、2022年9月末時点で時価総額の約48%まで拡大している。特にインフラセクター（主にセルタワーと呼ばれる通信用の基地局）は拡大傾向が続いており、直近では最大セクターとなっている。

図表Ⅲ-2-⑦ 米国REIT市場のセクター構成

	セクター	時価総額 (100万米\$)	シェア
伝統的 セクター	住宅	184,949	16%
	商業施設	153,334	13%
	産業施設(物流施設含む)	133,471	12%
	オフィス	67,179	6%
	ホテル	31,180	3%
	複合用途	23,779	2%
	合計	1,146,339	
オルタナティブ セクター	インフラ（主に通信インフラ）	193,751	17%
	ヘルスケア	94,014	8%
	セルフストレージ	90,294	8%
	データセンター	79,735	7%
	特殊用途(カジノ・農地等)	65,835	6%
	森林	28,817	3%
	合計	1,146,339	



出所) NAREIT資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
※2022年9月末時点の構成割合（時価総額ベース）



構造的変化と長期的見通し 《日本におけるオルタナティブセクターの投資拡大可能性》

- インフラ（主に基地局等の通信インフラ） ⇒国内での拡大可能性△:米国式では難しい

・5Gの導入などに伴い、旧来型への鉄塔から、スマートポールなどコンパクトかつ都市部での通信環境の整備に移行しつつある。既存資産の活用のためNTTなどが参入することは比較的障壁が低いが、デベロッパーや商社などの事業会社が参入することは採算性の観点から容易ではない。ただし、通信環境の整備は必要であり、米国とは違った形での発展は見込める。人口密度が高い日本の特徴を活かして、都心部の屋上や地下の活用促進などが想定される。

- ヘルスケア（病院） ⇒国内での拡大可能性△:再開発案件などに限られる

・日本ではそもそも病院数が増えておらず、再開発のニーズなどに限定される。医療と経営が分離できておらず、財務意識が低く、賃貸・流動化のハードルが高い。高齢化により、急性期（短期）から回復期、慢性期医療（長期）に病床ニーズは変化している。投資事業としては回復期、慢性期医療用の病院不動産が適している。ただし、病院の開発にデベロッパーが関わるのはハードルが高い。レンダーや病院コンサルと一体となってやる余地はある。土壌汚染の問題などはあるが、用途転換を伴う再開発には関与可能。大都市ほど急性期の病床に偏っており、将来の患者減少、最有効活用に向けた再開発、オフィス等と病院の複合開発は可能である。

- セルフストレージ ⇒国内での拡大可能性△:生活習慣の違いから米国ほどの拡大は難しい

・日本に比べて、米国は転居が多く、一時的に家具などを格納するニーズが高い。また、住居の面積が広く、それに比例して格納が必要な大型家具も多くなり、自家用車の部品なども多い。日本では一定程度のニーズはあるものの、米国のように市場が拡大するとは考えにくい。マンションの低層部などに設けられる小規模なストレージについては拡大可能性がある。

- データセンター ⇒国内での拡大可能性○:需要拡大、ただし適正立地は限られる

・2012年以降、産業ファンド投資法人、積水ハウスリート投資法人、ユナイテッド・アーバン投資法人、三井不動産ロジスティックパーク投資法人、ヒューリックリート投資法人等によるデータセンターやネットワークセンターへの投資実績がある。また、三菱商事はDigital Realty Trustと2017年に合併会社(MCデジタル・リアルティ)を設立し、東京と大阪のデータセンターを運営。一方、三菱地所は2021年に米国DC市場への参入を表明するなど、日本企業も一部で積極参入が見られる。今後もデータ通信量の拡大によって市場拡大は見込まれるものの、電源の確保が必要であること、人口密度が高い立地の方が効率性が高いことなどから適正立地は限られる。

＜調査研究の趣旨＞

不動産投資は、証券化を通じた間接投資の発展により、債券や株式に替わる投資手段として定着しており、上場 REIT や私募 REIT、不動産私募投資ファンド、不動産融資等、様々な形態の投資手段がある。

新型コロナウイルスの影響により、人々の生活様式が大きく変化する中で、オフィス・工場・物流施設等の投資対象や、都市部と地方圏などの投資地域等に変化が出始めている。

本調査研究においては、資産運用の高度化に資することを目的として、主に間接投資による不動産投資の形態や特徴、市場動向等を調査分析することにより、主にゆうちょ銀行をはじめとする本邦機関投資家が不動産投資を検討する際のリスクや今後の課題を整理し取りまとめた。

＜謝辞＞

当該調査研究の実施に当たって、三井住友トラスト基礎研究所 投資調査第 1 部 主任研究員 田中可久様、投資調査第 2 部長 坂本雅昭様、私募投資顧問部長 前田清能様、REIT 投資顧問部長 中野邦彦様に全面的にご協力いただいたこと、また駒澤大学経済学部教授 代田純様には有益なご示唆をいただいたことに感謝申し上げます。

不動産ファンド投資に関する調査研究(2022 年度)

2023 年 2 月

編集・発行所 一般財団法人 ゆうちょ財団

ゆうちょ資産研究センター

〒105-0061 東京都千代田区神田三崎町 3-7-4

TEL: 03-5275-1814

HP: <http://www.yu-cho-f.jp/>

印刷・製本 (株) 太陽美術

乱丁本、落丁本はお取替えします。

