

## AM タイプ別にみた不動産私募ファンドの LTV 分析②

2025 年 1 月 14 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 副主任研究員 竹田 優里

不動産証券化協会および三井住友トラスト基礎研究所は、不動産運用会社へのヒアリングによる「不動産私募ファンドに関する実態調査」を半期に一度実施している。調査の結果、私募 REIT を除く私募ファンドの平均 LTV は、直近 2024 年 7 月調査では 65.1%と、2016 年 1 月調査以降最も高い数値となった。その背景には、①コア投資における不動産価格高騰下での利回り確保と、②高 LTV を含む、より高いリスクを取って高いリターンを獲得する戦略の増加の 2 つの要因があると考えられる。

実態調査では、今後 1 年以内に組成予定のファンドの平均 LTV も調査している。直近 2024 年 7 月調査では運用中ファンドの平均 LTV65.1%を上回る 66.4%となり、足元の上昇がやや目立つ。コア投資でも LTV は引き続き高めに設定され、コア投資以外ではよりハイリスクハイリターンを狙う戦略が続く可能性が高いと考えられる。

ただし、金利の動向には今後も注視していく必要がある。金利が一段と上昇すると、デットコストが一層上昇し、デットの利払い後の利回り確保のために LTV を高める動きが再び増加する可能性がある。一方で金利の上昇がキャップレート上昇に目立った影響を及ぼすまでになると、不動産価格低下を見据えて金融機関の貸出意欲が低下し、一転してコア投資の LTV が低下する可能性がある。不動産価格の低下が現実化すると、バリューアッドやオポチュニティファンドの物件取得が活発になり、当該ファンドの LTV の上昇に繋がる可能性があるものの、国内市場においてはバリューアッドやオポチュニティファンドと比較してコアファンドの市場規模が大きく、全ファンドの平均 LTV は低下に向かうと考えられる。

不動産証券化協会(以下、「ARES」という。)および三井住友トラスト基礎研究所(以下、「当社」という。)は、不動産運用会社(以下、「AM」という。)へのヒアリングによる「不動産私募ファンドに関する実態調査」を半期に一度実施しており、調査の中で現在運用中のファンドおよび今後 1 年以内の組成予定のファンドの LTV(「ローン・トゥ・バリュー」<sup>2</sup>)をヒアリングしている。同調査では私募 REIT を含めたファンドを対象としているが、本レポートでは前回レポート<sup>3</sup>に引き続き、過去の長期的な推移を把握するため、近年増加傾向にある私募 REIT は対象外とし、私募ファンドに絞って分析を行った。

**LTV は引き続き上昇傾向、直近は 2016 年 1 月調査以来の最高値に**

前回レポートで、LTV は 2022 年 7 月から 2023 年 7 月にかけて 63%前後で推移し、それ以前と比較すると水準が切り上がっていることを確認した(図表 1)。その後の 2024 年 1 月の実態調査で LTV は 62.3%

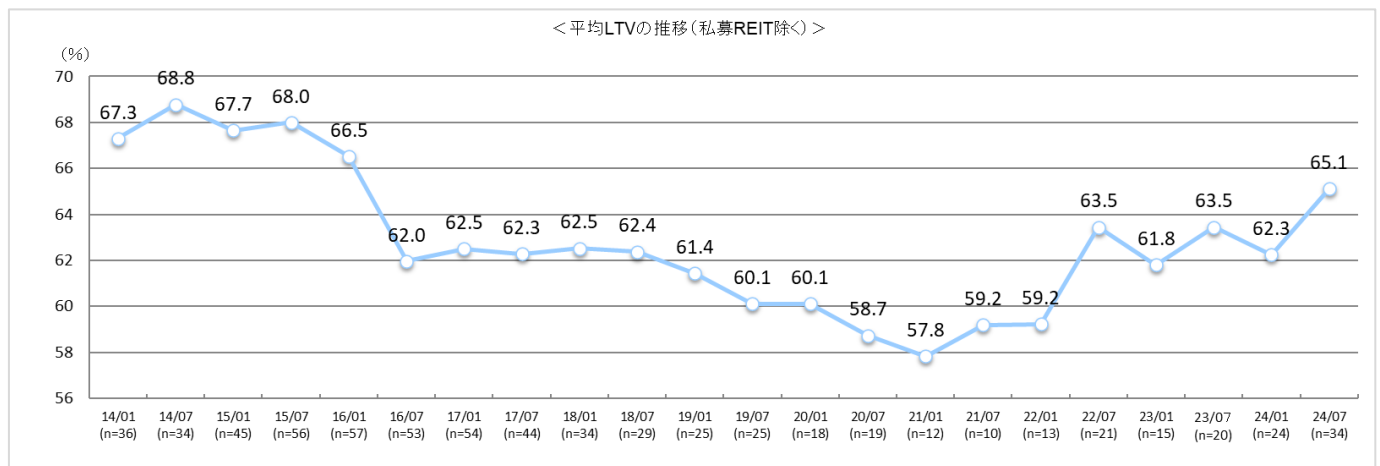
<sup>1</sup> 調査対象:国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している運用会社  
直近調査は、アンケート送付先数 163 社 回答者数:93 社(回収率:57.1%) 調査時期:2024 年 7 月~8 月  
調査方法:Eメールによる調査票の送付・回収

<sup>2</sup> 本稿では取得価格に対する負債比率をいう

<sup>3</sup> 竹田優里(2024)。「AM タイプ別にみた不動産私募ファンドの LTV 分析」三井住友トラスト基礎研究所 [AM タイプ別にみた不動産私募ファンドの LTV 分析レポート・コラム](#)

とわずかに低下したが、2024年7月調査では65.1%と、2016年1月調査以降最も高い数値となっている。前回レポートでは、「キャップレート低下を主因に不動産価格上昇が続く中、投資家の期待利回りは下方硬直的なため、LTV引き上げにより期中の分配金利回り確保を狙うファンドが増加したことがLTV上昇の背景にある」と考察した。また、見通しについては、「日銀のマイナス金利解除が近づいているとの見方が広がり、キャップレート低下、不動産価格上昇にも歯止めがかかる見通しであることを勘案すれば、LTVの上昇にも同様に歯止めがかかる」と予想していた。しかしながら、想定通りのマイナス金利解除、その後の追加利上げで長期金利が上昇傾向を示したが、LTVはさらに上昇する結果となった。その要因として、長期金利が上昇傾向を示す中でも不動産価格の高騰が収まっていないため、高めのLTVで期中の分配金利回り確保を狙う動きが継続していることが考えられる。ただし、足元でLTVがさらに大きく上昇していることを見れば、別の要因もあると推察され、本レポートではこの直近のLTV上昇の背景にある動きを考察する。

図表1 平均LTVの推移(私募REIT除く)



注) 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。出所) 不動産証券化協会・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」

### LTV上昇の背景には2つの要因が影響している

前回レポート同様、運用中のファンドの①平均LTV(図表2)および②平均目標IRR(図表2)および③ファンドタイプ別の構成比(図表3,4)を、国内系AMと外資系AMに分けて検証した。

まず、国内系AMの特徴として、前回レポートにおいて「第1回緊急事態宣言発令<sup>4</sup>後の2021年1月調査から2022年1月調査にかけては、国内系AMの主たる投資家である国内投資家の姿勢がコロナ禍でリスクオフとなり、キャップレートの低下による不動産価格の上昇が続く中で、LTVの50%後半までの引き下げと引き換えに目標IRRの6%台への低下を戦略的に許容した(図表2)。その後、2022年7月調査から2023年7月調査にかけて、コロナ禍の出口が見え始めて投資家の姿勢が徐々にリスクオンに転換し、不動産価格が高止まりしている状況において、LTVを高めて利回りを確保する戦略に転換した」と分析していた。その後の2024年1月調査で61.4%と、前期の62.5%からわずかに減少したが、2024年7月調

<sup>4</sup> 政府は2020年4月7日に東京、神奈川、埼玉、千葉、大阪、兵庫、福岡の7都府県に緊急事態宣言を行い、4月16日に対象を全国に拡大した。図表2では2020年7月調査が該当。

査では 65.0%と、2019 年 1 月調査以降最も高い数値となり、私募ファンド全体(図表 1)と同様の傾向を示している。

平均目標 IRR は、2024 年 7 月調査では 8.0%と、2018 年 7 月調査以降最も高い数値となった。ファンドタイプに注目すると、2022 年 7 月以降はコア投資が 9 割前後を占めていたが、2024 年 7 月調査ではコア投資が 7 割強まで大きく減少し、コア投資以外のバリューアッド、オポチュニティ、開発型の割合が増加している(図表 3)。こうした変化を合わせ読めば、足元の LTV の上昇は、それまでの利回り維持を狙いとした結果に留まらず、よりハイリスクハイリターンを狙う新しいトレンドが生じている結果の可能性はある。具体的には、コロナ禍で低稼働となった、あるいは足下のインフレ経済下で周辺のマーケット賃料が上昇したにも関わらず賃料上昇を実現できていないオフィスビルのバリューアッド・オポチュニティ戦略や、インバウンドを見据えたホテル投資案件の増加等が見られる。

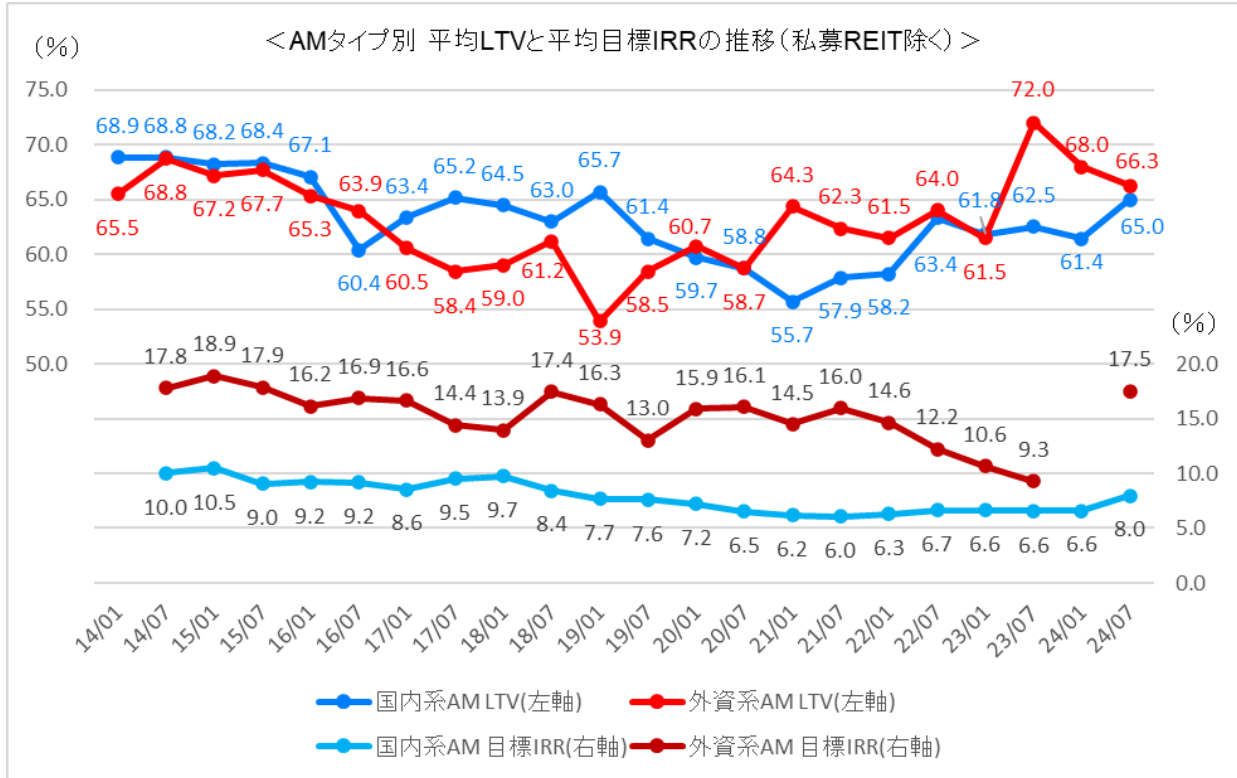
国内系 AM の平均 LTV をレンジ毎に集計すると、50%未満が 10%まで大きく減少、一方で 50%以上の各レンジの割合が何れも増加し、特に「60%以上」の合計割合は 7 割を超え、2016 年 1 月調査以来の高水準となった(図表 5)。コア投資は減少したとは言えなお 7 割を占めていることと照らし合わせれば、コア投資においても利回りを確保するための LTV 引き上げは一定程度続き、更に 70%以上の高 LTV が増えていることから、先に触れたコア以外の投資を増やす新しいトレンドが生じていることが伺える。

次に、外資系 AM の動向として、前回レポートにおいて「2021 年 1 月調査から 2022 年 1 月調査にかけては、外資系 AM の主たる投資家である海外投資家の姿勢はコロナ禍でもリスクオフにはならず、不動産価格の上昇が続く中で、LTV をむしろ引き上げることで目標 IRR の低下を抑制する戦略が採られ、バリューアッドやオポチュニティファンドの投資機会の減少がこうした状況に拍車をかけた(図表 2,4)。その後の 2022 年 7 月と 2023 年 1 月調査では、コア投資の構成比が大幅に高まり、LTV が概ね横ばいの中で目標 IRR の低下が進んだが、2023 年 7 月調査では再びコア投資が影を潜めてバリューアッドが増加し、LTV は一段と上昇した」と分析していた。

直近の 2024 年 1 月および 2024 年 7 月調査では、LTV はそれぞれ 68.0%、66.3%と、2023 年 7 月調査の 72.0%から下降傾向にある。

平均目標 IRR は、2024 年 7 月調査で 17.5%と、2015 年 7 月調査以降最も高い数値となった。ファンドタイプに注目すると、コア投資が 3 割前後まで復活したことが LTV 低下の要因と考えられるが、コロナ禍期間の 2021 年 1 月調査から 2023 年 1 月調査における水準と比較すると未だ高い水準にある。平均 LTV をレンジ毎に集計すると、2023 年 7 月調査以降 60%未満のファンドはなくなり、「60%以上」のみで構成されている(図表 6)。外資系 AM についてはサンプルが少ないため推測の域をでないが、国内系 AM と同様に、コア投資でも不動産価格高騰下での利回り確保の動きが続き、同時に IRR 引き上げのためコア投資以外ではよりハイリスクハイリターンを狙う戦略が増加し、2 つの要因が合わさり、LTV が未だ高い水準にとどまっている可能性がある。

図表 2 AM タイプ別 平均 LTV と平均目標 IRR の推移 (私募 REIT 除く)

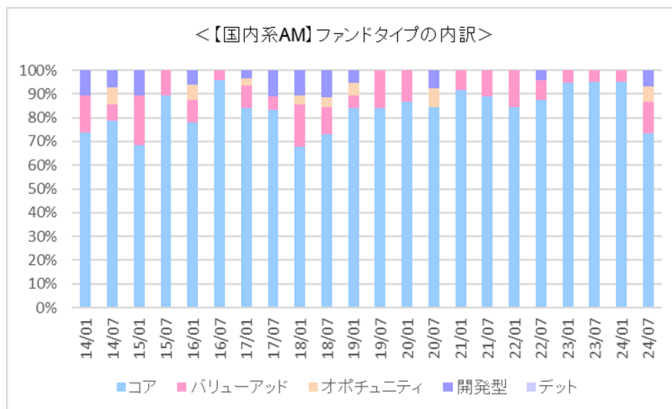


注 1) LTV 基準については総資産額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を算出。

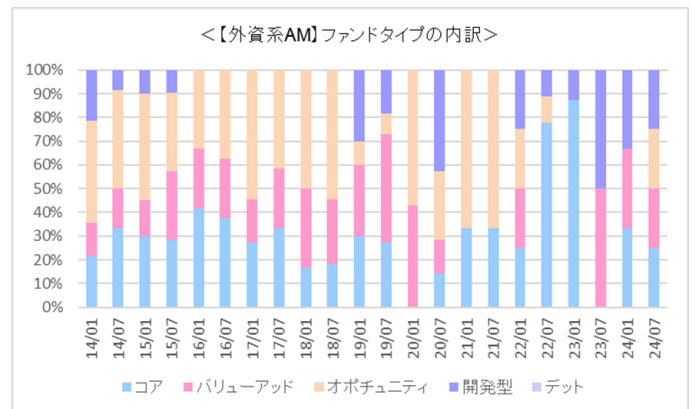
注 2) 平均目標 IRR は、前期との 1 年間移動平均を採用。

出所) 不動産証券化協会・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」

図表 3 【国内系 AM】ファンドタイプ別の構成比

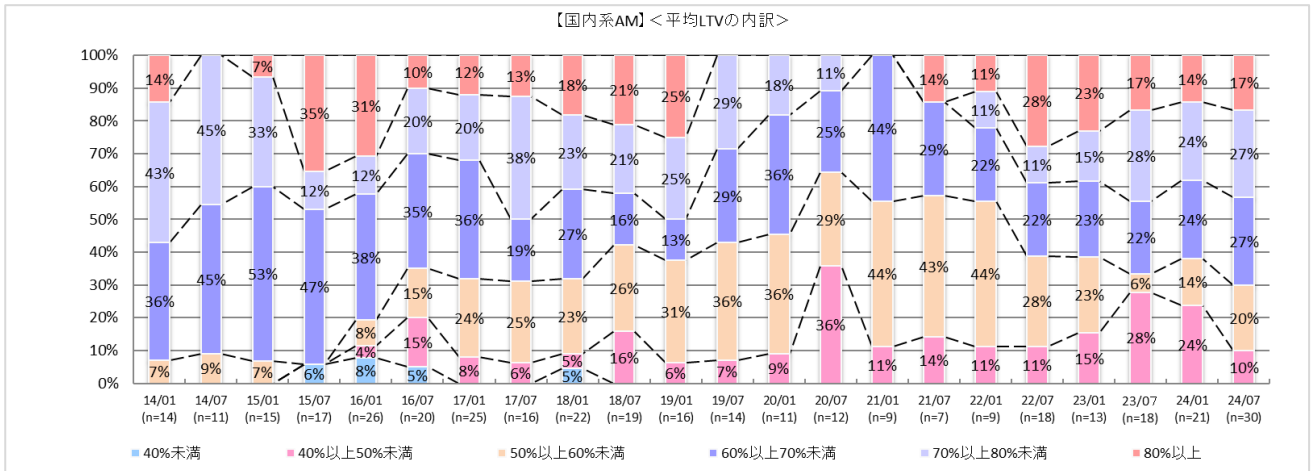


図表 4 【外資系 AM】ファンドタイプ別の構成比



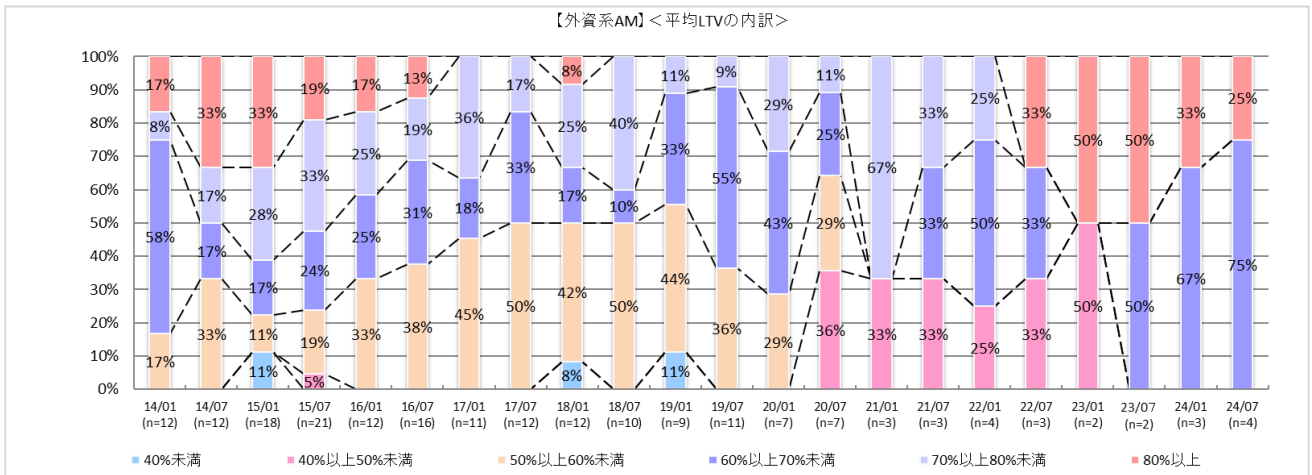
出所) 不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表 5 【国内系 AM】平均 LTV の内訳(私募 REIT 除く)



注) 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。  
出所) 不動産証券化協会・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」

図表 6 【外資系 AM】平均 LTV の内訳(私募 REIT 除く)



注) 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。  
出所) 不動産証券化協会・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」

### 今後 1 年以内に組成予定のファンドの平均 LTV は直近上昇

「不動産私募ファンドに関する実態調査」では、現在運用中のファンドの LTV (図表 1) と合わせて、今後 1 年以内に組成予定のファンドの LTV をヒアリングしている。今後 1 年以内に組成予定のファンドの平均 LTV (私募 REIT 除く) は、コロナ禍当初の 2020 年 7 月調査では急低下したが、2021 年 1 月調査以降は概ね 65% 前後の水準で安定的に推移している。その中でも、2024 年 1 月調査の 63.5% から、2024 年 7 月調査では運用中ファンドの平均 LTV 65.1% を上回る 66.4% となり、足元の上昇がやや目立つ (図表 1, 7)。

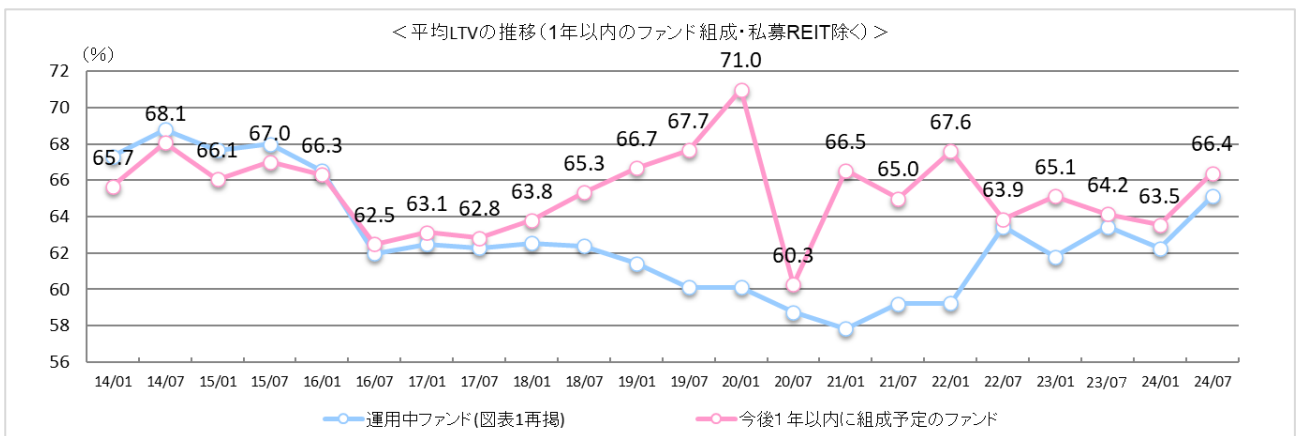
ファンドタイプに注目すると、依然としてコア投資が 6 割弱を占めるが、コア投資以外の比率は 4 割超と、前回調査からわずかながら増加している (図表 8)。平均 LTV のレンジ毎の集計をみると、2024 年 7 月調査では「60% 以上」の合計割合が 8 割超と、2020 年 1 月以降最も高い数値となったことを合わせ読めば、今後 1 年以内に組成予定のファンドにおいても、運用中ファンドと同様に、コア投資でも LTV は引き



続き高めに設定され(図表 9)、コア投資以外ではよりハイリスクハイリターンを狙う戦略が続く可能性が高いと考えられる。

ただし、金利の動向には今後も注視していく必要がある。金利が一段と上昇すると、デットコストが一層上昇し、デットの利払い後の利回り確保のために LTV を高める動きが再び増加する可能性がある。一方で金利の上昇がキャップレート上昇に目立った影響を及ぼすまでになると、不動産価格低下を見据えて金融機関の貸出意欲が低下し、一転してコア投資の LTV が低下する可能性がある。不動産価格の低下が現実化すると、バリューアッドやオポチュニティファンドの物件取得が活発になり、当該ファンドの LTV の上昇に繋がる可能性があるものの、国内市場においてはバリューアッドやオポチュニティファンドと比較してコアファンドの市場規模が大きく、全ファンドの平均 LTV は低下に向かうと考えられる。

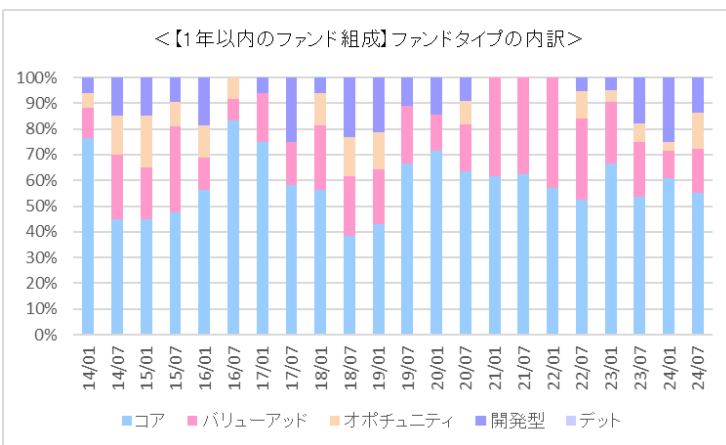
図表 7 平均 LTV の推移(1年以内のファンド組成・私募 REIT 除く)



注) 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。

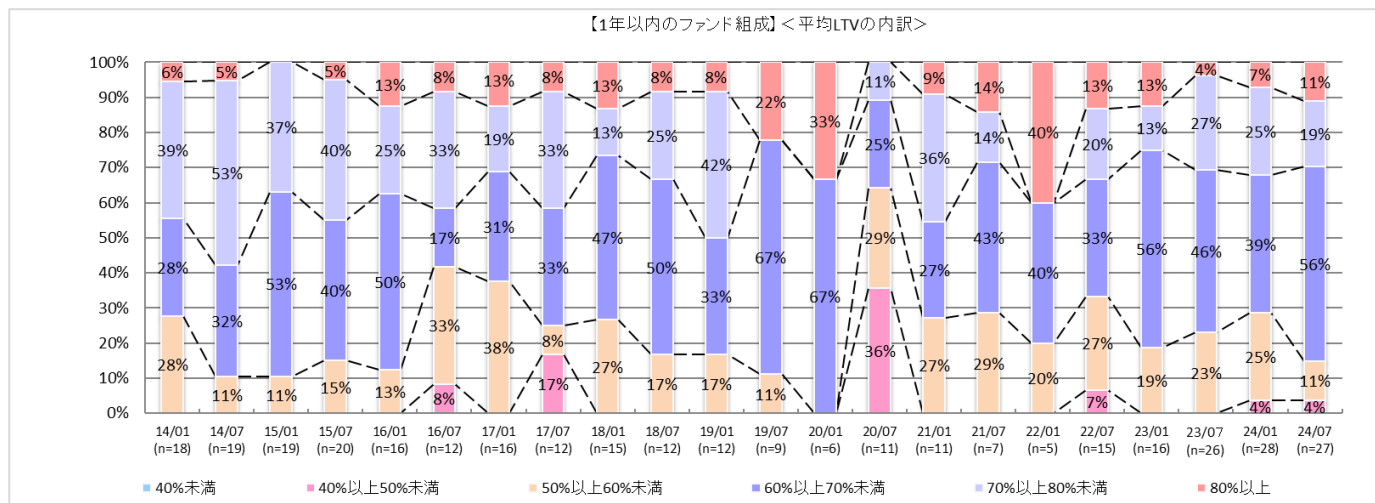
出所) 不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表 8 【1年以内のファンド組成】ファンドタイプ別の構成比



出所) 不動産証券化協会・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」

図表9【1年以内のファンド組成】平均LTVの内訳(私募REIT除く)



注) 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。

出所) 不動産証券化協会・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」

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

TEL : 090-9138-9422

<https://fofa.jp/smtri/a.p/116/>

## 株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-8574 東京都港区芝 3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル 11F

<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、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、今後の見直し、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。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
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。