

AM タイプ別にみた不動産私募ファンドの LTV 分析

2024 年 3 月 12 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 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、過去最低であった 2021 年 1 月調査の 57.8%に対し今回調査では 63.5%となり、改めて上昇基調が確認された。特に、直近 3 回の調査期間において水準が切り上がっている。

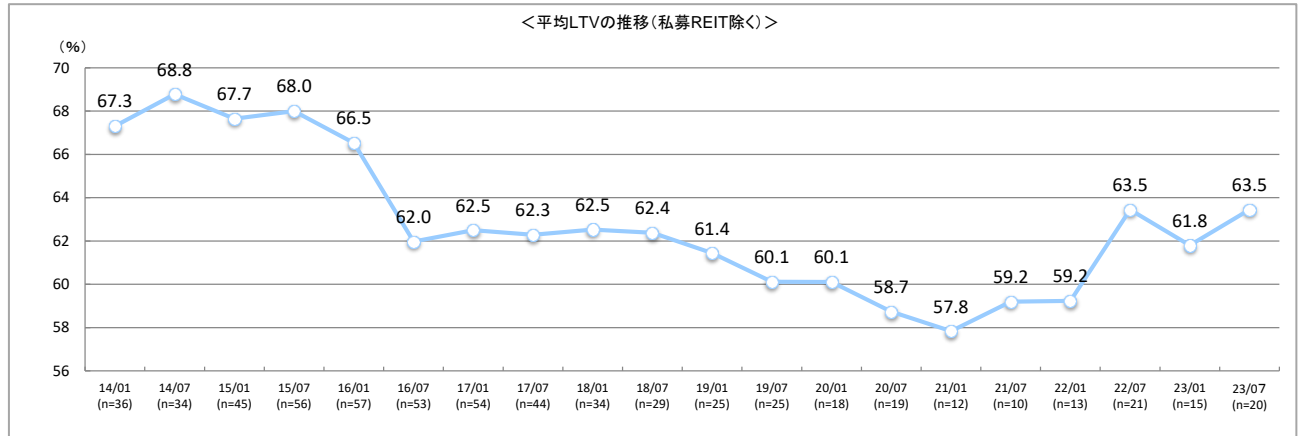
その背景には、キャップレート低下を主因に不動産価格上昇が続く中でも、投資家の期待利回りは下方硬直的なため、LTV 引き上げにより利回り確保を狙うファンドが増加したことがあると見ている。外資系 AM はコア投資以外が多く、高めの利回り確保が必要でコロナ禍でも高めの LTV を維持したのに対し、国内系 AM はコア投資が中心であり、コロナ禍のリスクオフで LTV は一旦引き下げられ、その後コロナ禍の出口が見えた直近 3 回の調査期間において水準が切り上がり、これが全体の LTV を押し上げている。

先の実態調査では、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。その水準はコロナ禍当初に一旦低下したものの、その後は直ぐに 65%前後に引き上がって推移している。これに対して、現在運用中の平均 LTV は直近 3 回の調査期間の上昇で漸く 65%前後の水準に追いつき、足元では利回り確保のため LTV をやや高めるファンドと先行き不安から LTV をやや抑えるファンドが混在する状況である。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も勘案すれば、足元の LTV の上昇にも歯止めがかかる見ている。

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¹」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の LTV(「ローン・トゥ・バリュー」。本稿では取得価格に対する負債比率。)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、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 は本稿の対象外とし、私募ファンドに絞って分析を行った。直近 2023 年 7 月に実施した調査(以下、「今回調査」という。)では、運用中ファンドの平均 LTV(私募 REIT 除く)が前回調査の 61.8%から 63.5%に上昇しており、過去最低であった 2021 年 1 月調査の 57.8%からの上昇基調が確認された。特に、直近 3 回の調査期間において水準が切り上がっている(図表 1)。世界金融危機以降、長期・安定的な運用を実現する観点から低 LTV の不動産私募ファンドが定着してきた一方で、近年では別の理由から LTV をやや高めるファンドが増加しているとしており、本稿ではこの直近の LTV 上昇傾向の背景にある動きを調査結果から考察する。

¹ 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
アンケート送付先数 149 社 回答者数:86 社(回収率:57.7%) 調査時期:2023 年 7 月~8 月
調査方法:E メールによる調査票の送付・回収

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」

不動産価格が上昇する中で LTV を高めて利回りを確保するファンドが増加

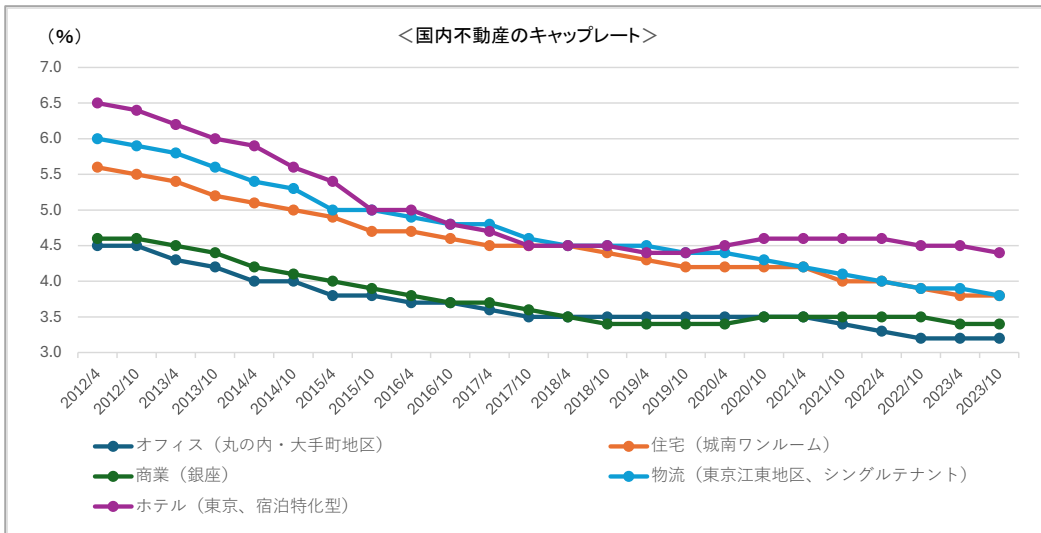
日本国内の不動産の収益性を表すキャップレート(還元利回り)は、アベノミクス政策の導入と大規模な金融緩和策によって、2012 年以降低下の一途をたどっている(図表 2)。一方で、投資家の不動産投資に対するリターンの要求水準である期待利回り(ここでは「単年度配当利回り」を参照)は、キャップレートに比べて緩やかに低下している(図表 3)。付言すれば、2012 年以降、キャップレートの低下を主因に不動産価格が上昇し、組成されるファンドの目標利回りは低下傾向をたどらざるを得なかった中でも、投資家の期待利回りは下方硬直的で低下しにくい傾向が確認された。

不動産に対する投資家の期待利回りについて、当社は年金基金・機関投資家を対象とした「不動産投資に関する調査²⁾」の中で期待するリターン水準として「単年度配当利回り」をヒアリングしている。その平均値は、直近 2022 年に年金基金・機関投資家ともに 4%前後のレンジにあるといえる(図表 3)。

これをメルクマールとした場合、従来は比較的利回りを確保しやすかった住宅・物流のキャップレートでさえも、2021 年頃には 4.0%を下回る水準となり、投資家の期待利回りとの接近(または逆転)が見られる。こうした状況から、私募 REIT を除く私募ファンドにおいて、キャップレートが低下し、不動産価格が上昇する中でも、LTV を高めることで投資家の期待利回りを確保するファンドが増加したと見ている。

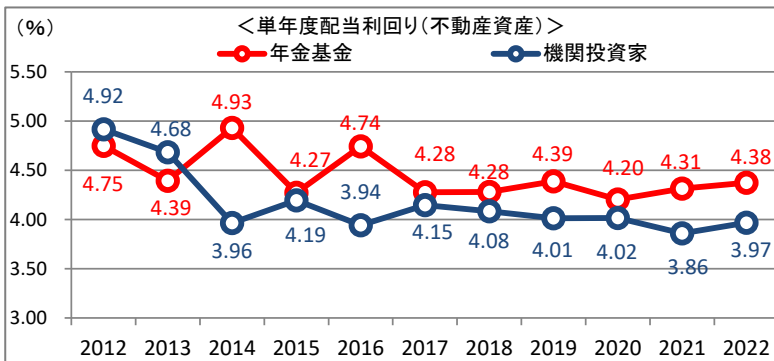
²⁾ 調査対象: 送付先が特定可能であった公的年金、厚生年金基金、確定給付企業年金および機関投資家(銀行・保険会社等)
アンケート送付先数 284 社 回答者数: 92 社(年金基金 55、機関投資家 37)(回収率: 32.4%) 調査時期: 2022 年 11 月~12 月
調査方法: 郵送による調査票の送付・回収

図表 2 国内不動産のキャップレート



出所)一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」の調査結果(中央値)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 3 投資家の不動産投資における期待利回り



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」

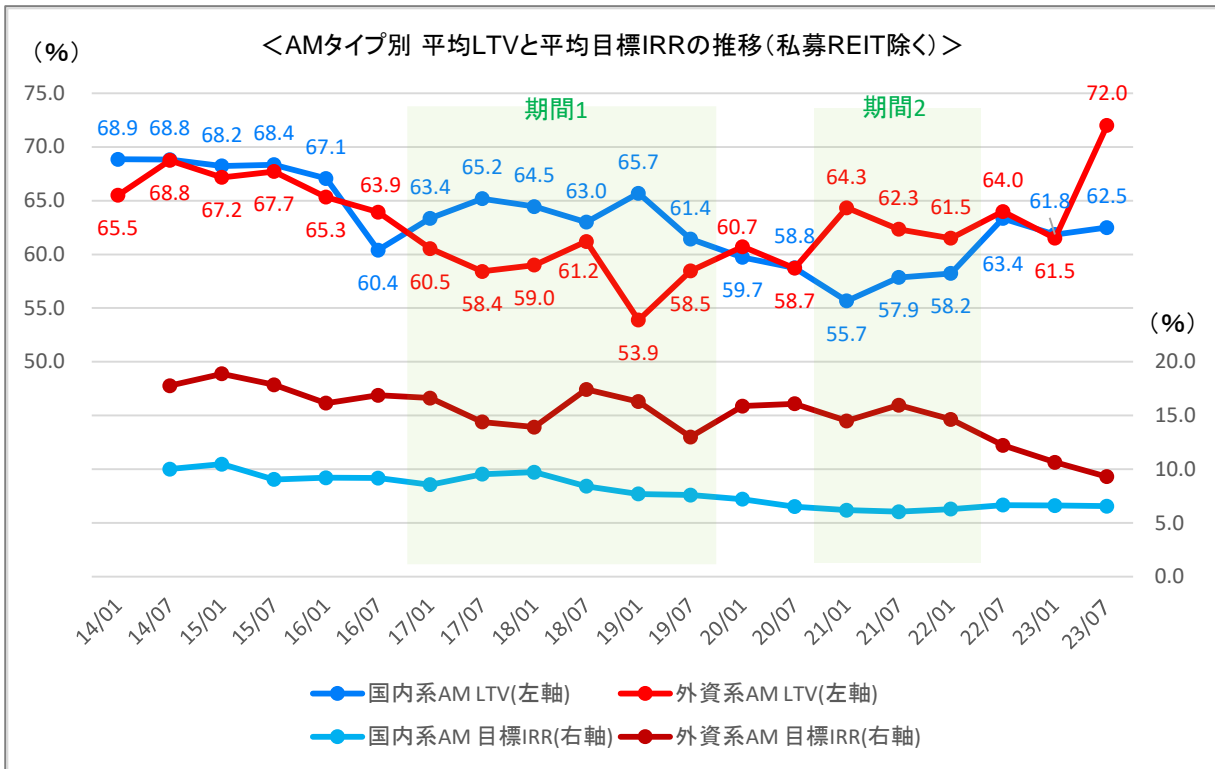
国内系 AM と外資系 AM ではコロナ禍を挟み平均 LTV は異なる動き

次に、図表 1 の運用中の平均 LTV を、国内系 AM と外資系 AM に分けて見ると、新型コロナウイルス感染症拡大による第 1 回緊急事態宣言発令³(図表 4 では 2020 年 7 月調査が該当)前後で、両者で異なる動きがみられた(図表 4)。

2017 年 1 月調査から 2019 年 7 月調査までを「期間 1」、その後の 2021 年 1 月調査から 2022 年 1 月調査までを「期間 2」とすると、期間 1 では国内系 AM の平均 LTV が外資系 AM の平均 LTV を上回っているのに対し、期間 2 では反対に国内系 AM の平均 LTV が外資系 AM の平均 LTV を下回る状況が続いた。当該逆転現象は目標リターンと戦略の違いに起因すると考えて、更に国内系 AM と外資系 AM それぞれについて平均 LTV、平均目標 IRR(図表 4)およびファンドタイプ別の構成比(図表 5,6)をあわせて検証した。

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

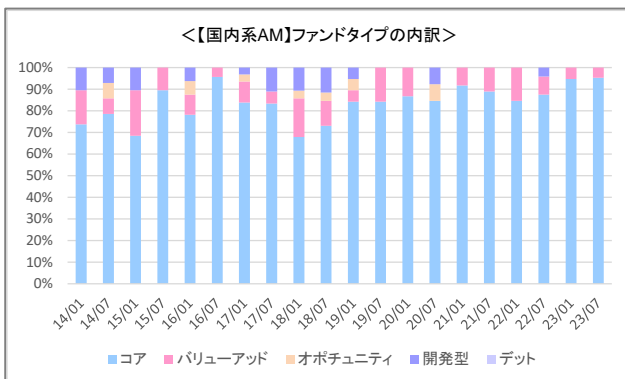


注 1) LTV 基準については総資産額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を算出。

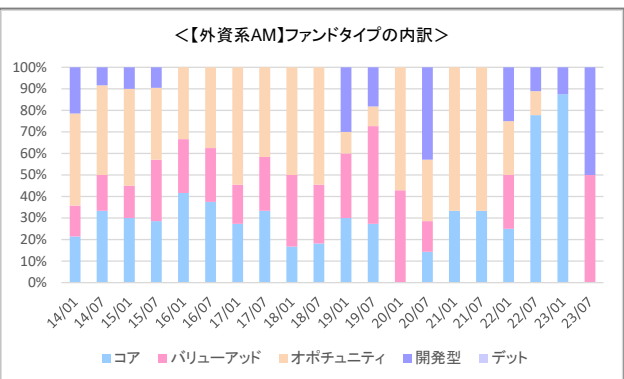
注 2) 平均目標 IRR は、前期との 1 年間移動平均を採用。

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 5 【国内系 AM】ファンドタイプ別の構成比



図表 6 【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」

まず、国内系 AM の特徴として、ファンドタイプは全期間を通してコア投資が過半を占め(図表 5)、平均目標 IRR は相応の 5%-10%のレンジで推移している(図表 4)。これを更に期間 1 と期間 2 で分けると、平均 LTV の水準が低下し、それと共に平均目標 IRR の水準も低下が確認された。

詳細には、期間 1 では概ね LTV60-65%のレンジで目標 IRR7-10%を維持できたが、期間 2 では国内系 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と見ている。

直近3回は、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、なお不動産価格が高止まりしている状況において、再びLTVを高めて利回りを確保する戦略に転換したと見ている。

次に、外資系AMの特徴として、2022年1月調査まで長期にわたりバリューアッドやオポチュニティ等のコア投資以外が過半を占め(図表6)、平均目標IRRは概ね13-20%のレンジで推移していた(図表4)。その間、LTVと目標IRRはおおむね連動する特徴がみられた。これに対して、直近3回は大きく状況が変化している。

詳細には、期間1では概ねLTV50-60%のレンジで目標IRR15%前後を維持できたが、期間2では外資系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と見ている。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開発型が増加し、LTVは一段と上昇している。

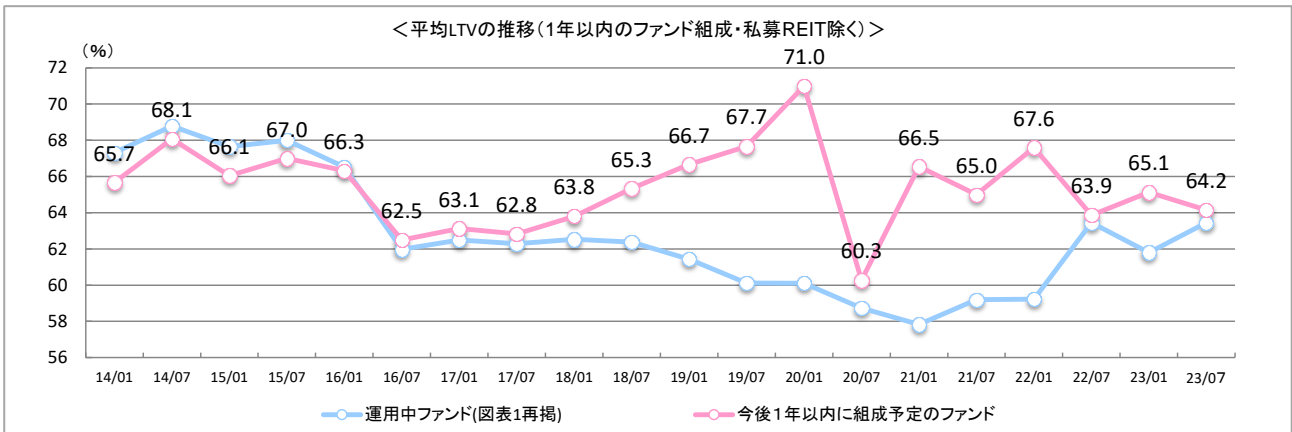
今後組成予定のファンドの平均LTVは直近下落

前述の「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65%前後の水準で安定的に推移している。今回調査では64.2%と前回調査の65.1%からやや低下した(図表7)。足元では利回り確保のためLTVをやや高めるファンドも散見される一方、オフィス賃貸市場の不振や首都圏における物流施設供給量の高止まり、価格上昇トレンドの転換懸念等の先行き不安からLTVを抑えるファンドも出てきている。

今後1年以内に組成予定のファンドのLTVと現在運用中のファンドのLTVとの乖離に目を向けると、長期にわたりキャップレートが低下し、不動産価格が上昇する中で、コロナ禍前には目標IRR引き上げのために組成予定ファンドのLTVは段階的に引き上がり、両者は大幅に乖離。コロナ禍当初の2020年7月には組成予定ファンドのLTVが急低下することで両者は急接近したが、2021年1月には組成予定ファンドのLTVが65%前後の水準まで引き上がり、両者は再び乖離。その後に運用中ファンドのLTVが徐々に引き上がることで直近3回の調査期間において両者の乖離は小さい状況が続いている。

こうした状況に加えて、日銀のマイナス金利解除が近づく見方が広がる中で、キャップレートの低下と不動産価格の上昇にも歯止めがかかると見ていることから、LTVの引き上げにより目標IRRを引き上げる戦略が更に広がる可能性は低く、直近3回の調査期間において顕著に上昇したLTVにも一旦は歯止めがかかると考えている。

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」

【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。