

## SMTRI シリーズレポート【我が国のリアルアセットファンド市場の課題と展望】その2 高まるリスク環境下で求められる冷静な不動産ファンド投資

2025 年 10 月 3 日

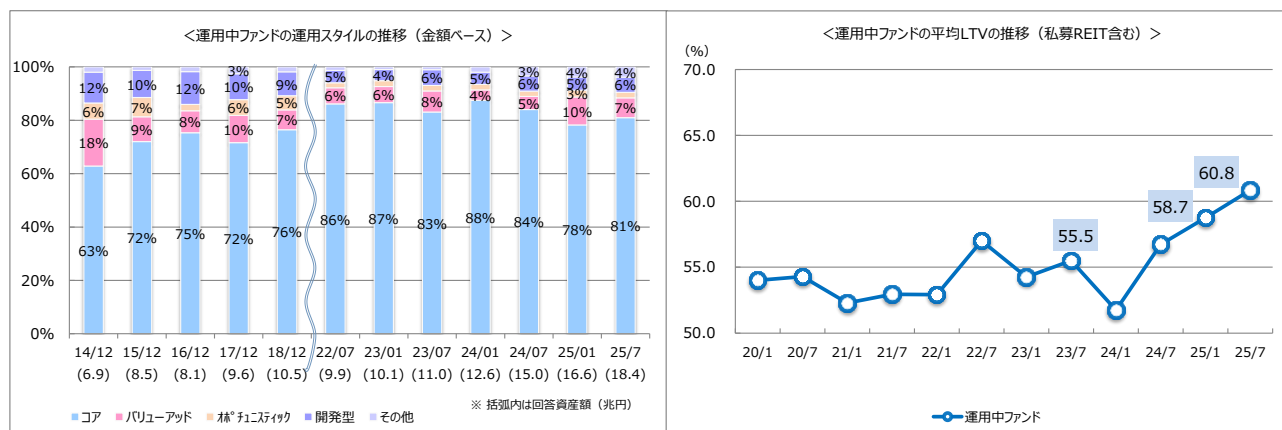
株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 部長 上席主任研究員 前田 清能

### ■リスクオン志向が強まる足下の不動産投資市場

近年、不動産私募ファンド市場においては、従来主流であった「コア」戦略から、物件の収益改善等バリューアップを通じてリターンを狙う「バリューアッド」戦略への投資家の関心が拡大しつつある(図表左)。加えて、LTV(Loan to Value、融資比率)水準の上昇も顕著である(図表右)。背景には、不動産投資市場に流入する資金の増加による不動産取得競争の激化と、コア投資戦略による利回り確保の難しさがある。安定的なキャッシュフローをもたらす優良物件の価格は高騰して期待利回り水準は低下、その結果、投資家はより高いリターンを求めて「バリューアッド」戦略など、よりリスクの高い領域へと踏み出さざるを得ない状況が生じていると考えられる。また、こうした不動産価格高騰に伴い、「コア」戦略・「バリューアッド」戦略に関わらず、不動産競争入札等においてより高い価格を提示して不動産の取得を成功させるために、より高い LTV 水準のファンドが組成検討される傾向も観察される。

【図表：運用スタイルの推移（左）、運用中ファンドの平均 LTV の推移（右）】



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」

物価・賃金上昇局面である現在の投資環境において、単に現行賃料を享受するコア投資よりも賃料交渉の活発化や物件の修繕・コンバージョンなどによって今以上に収益性の向上を目指す戦略の採用は理にかなった戦略転換といえよう。また、日銀による金融政策の転換により、日本経済は漸く「金利ある世界」に回帰したとはいえ、不動産私募ファンドの借入金金利は依然として一般的な不動産の期待利回りに対し低位といえ、LTV 水準を高めてファンドの期待リターンを嵩上げする投資方針の採用もリターンのみに着目すれば一定程度合理性のある判断といえる。しかしながら、より高いリターンが期待できる戦略を導入する、あるいは、借入を行ってまたはレバレッジを高めて不動産投資リターンの増幅を狙うと

いうことは、コア投資戦略の採用やフルエクイティ・低レバレッジで投資する場合に比べ、より高い投資リスクを負うことになる点を認識する必要がある。さらには投資家の身の丈に合わない過度なリスクテイクは、その高い不動産取得価格と高 LTV 水準ゆえに将来的な不動産私募ファンドのデフォルトリスクを高めることに直結することもあわせて認識したい。

### ■高リスク投資スパイラルをもたらす不動産売買市場の構造的な課題

例えば、不動産の競争入札においては、あらゆるリスク・リターン特性を持った資金（投資家）が不動産を取得しようと入札に参加する。リスク許容度の高い資金（投資家）は LTV を高め、またバリューアッド等の投資戦略を採ればより高い不動産価格査定が可能で、すなわちより高い価格での札入れが可能となる。一方で、より保守的なリスク許容度の資金（投資家）は LTV を高めずに、また保守的に現行賃料の継続に基づく査定前提を採用すれば当然に保守的な不動産価格査定となって、前者のような資金（投資家）に対し価格面で競り勝って投資対象不動産を確保することは叶わないだろう。より高い価格を入札して他の投資家に競り勝つために、より高い LTV の活用を検討するあるいはより賃料の高いシナリオを描く。これが不動産競争入札等で不動産取得を成功させるための一般的なセオリーの一つといえる。しかしこのことは同時に、価格が高騰し将来の価格下落リスクが高まった状況となっても、参加投資家の多くが一樣に、リスクに目を向けることなくリターン水準の確保あるいは高い価格査定を優先し、資金の性質上とる必要のないあるいは本来とるべきでないリスクをとることになり、市場全体でより一層不動産価格を高騰させる一因ともなり得ることに留意する必要がある。

例えば株式市場において、株価が短期的に上昇すれば期待利回りが低下し、将来的な反落リスクも意識され投資を手控える投資家が登場することもあるし、為替市場では、為替が急激に円安方向に振れれば外貨ベースの運用を様子見する投資家も現れるだろう。市場における投資対象の期待利回りが下がったからと、例えば借入を行って期待利回りを上方へアジャストして株式投資や為替投資を行う市場参加者は（個人の信用投資等を除いて）一般的には少ない。このように、株式市場や為替市場等の金融市場においては多くの局面でリスクとリターンが適切に定量化され、市場の行き過ぎを抑止する市場のスタビライズ機能が健全に機能することとなる。一方で、不動産売買市場においては、価格が上昇して期待利回りが低下すると、前出のとおり市場参加者は LTV を高めたり、将来の想定賃料を高く想定したりすることで、低下した利回りを投資家の期待利回りにアジャストしようとする行動が採られやすい。市場の過熱局面で高い価格をより高騰に導き、価格が高騰することでさらにレバレッジを高めるような高リスク投資を加速させるスパイラルに突入していく現象は、過去のバブル経済や世界金融危機前夜の状況においても観察されている。今後の不動産売買市場において、過去に学びそのようなスパイラルの発現を抑止するには、不動産価格査定の妥当性を見極め、採用している投資戦略や財務戦略がはらむリスク量を適切に定量的に把握することがより重要といえる。

### ■ファンドごとに異なるリスク・リターン特性を把握し、投資の可否を冷静に見極める姿勢が重要

価格が上昇傾向にある不動産売買市場において投資家に求められるのは、目先の利回り水準に惑わされて短絡的に LTV を高めたり、賃料上昇シナリオを描いたり、あるいはそういった戦略のファンドを許容することではない。例えば、都心プライム立地の優良物件も価格高騰が進む中では市況悪化時の価格下落リスクが見掛け以上に大きくなっている場合もある。特にレバレッジを高める戦略では、一般的には今後の金利上昇リスクへの耐性は弱くなる。アセットやエリアにより、景気感応度やテナントリスク、運営コスト構造は異なり、特性上もともとリスクが高いと考えられるアセットもあるが、それらを含めてリスク・リターンを冷静に比較検討すること、アセットやエリア、投資戦略などのミックスにより分散効果を高め

ること、更にはそうした各種のリスクを定量化することで伝統的資産を含めた最適ポートフォリオの構築を検討するなど、運用の一層の高度化が望まれる。なお、不動産私募ファンドは、上場 REIT に比較して流動性が劣る点是否めないが、オープンエンド型とクローズエンド型を選択可能である、あるいは戦略に応じて投資期間の設定、保有するアセットタイプや立地などを選択する自由度は高く、そのリスク・リターンを見極める目を持てれば、運用の高度化には極めて有益なツールとなる。

そして、上記のようなリスク・リターンを冷静に比較検討する姿勢を保つには、第一に、アセットタイプや立地ごとの差異、そのリスク・リターン特性、市場動向を改めて理解することが重要である。オフィス、住宅、物流施設、商業施設、ホテル、高齢者施設、最近ではデータセンターなど、それぞれのアセットは景気感応度やテナントリスク、運営コスト構造等異なるリスク・リターン特性を有する。例えば物流施設投資は足下では過剰供給リスクや立地競争の激化、人件費や建築資材高騰・高止まりが懸念される一方、将来にわたっての E コマース拡大が追い風となる。ホテルは外的経済ショックや地政学リスクに最も敏感なアセットである一方で、当面続くであろうインバウンド需要の拡大が追い風となるアセットでもある。また立地に関しても同様である。例えばグローバル資金が日本不動産を物色する中で、都心部のプライム物件は価格が上昇し続けており、景気後退局面においても一定の需要は期待でき流動性が担保される可能性は一定程度高いものの、価格上昇に伴い価格下落リスクは高まっており、その結果、その他エリアへの投資との対比で、リスク・リターンが悪化しているかもしれない。一方で、首都圏の郊外エリアや地方都市では、景気後退局面において流動性が低下し売却が難しくなる「出口リスク」が顕在化する可能性もあるが、「出口リスク」が相対的に高いことを考慮しても魅力的な期待利回りであれば、ポートフォリオに組み入れることも選択肢に入ってくるはずである。このように、アセットタイプごとあるいは立地ごとのリスク要因の違い・大きさ、更に言えば投資家自らのリスクシナリオに見合った利回り水準か否かの見極めが重要であり、その上で自らのリスク許容度に応じた適切な利回りを確保できる不動産の組み入れを検討することが大切であろう。

第二に、マクロ経済・金融環境の変化に対する耐性を意識することである。金利の上昇は資金調達コストを高めるとともに、不動産価格評価に直接的な影響を及ぼす。今後、国内では更なる金利上昇も含め金融政策の不確実性は増していく局面であり、レバレッジを過度に利用した戦略は大きな脆弱性を有することにもなり得る。資金繰りの健全性を保ち、ストレスシナリオに耐えられるかどうか投資成否の分かれ目となる。

そして第三にして最も重要なのが、上記のようなアセットタイプ別、エリア別、投資戦略・LTV 水準に応じたリスク・リターン特性を、定量的なデータをもとに可能な限り把握できないか検討することである。不動産の投資判断においては、とかく定量化されやすい期待リターンや不動産のキャップレート(期待利回り)が注目されがちだが、本来投資判断はリスクとリターンの双方を比較検討して、例えばリスク調整後リターンの比較で投資決定されるべきである。賃料や不動産価格の変動リスクや借入金のリファイナンスリスクの定量化は業界においていまだ道半ばであるが、価格インデックスの整備やリスク計量手法の高度化など、この分野も日々着実に進歩している。定量化・可視化が進めば、伝統的資産のリスク・リターン特性との比較検討も可能となり、年金基金や金融機関などのポートフォリオ運用をより一層高度化することにも繋がる。またこのことは、投資家による不動産私募ファンド投資の運用会社選定においても、従来の判断尺度である投資判断従事者の経験や過去運用ファンドのトラックレコード、リスク・コンプライアンス管理態勢の精査に加え、アセットタイプ別、エリア別、投資戦略・LTV 水準に応じたリスク・リターンの定量化に積極的であるか否か、またこれら定量データに基づき投資家のリスク許容度に応じたリスク・リターン特性のファンドを提案しているか否かの観点が極めて重要となる。

## ■リターンの裏側に潜むリスクを見極めようとする姿勢の有無こそ投資家の力量を問う試金石

不動産投資市場は高 LTV 化の進行や採用戦略の変化など、足下でリスクオンの兆候が見られる。過去のバブル経済や世界金融危機での失敗を繰り返さないために、投資家は表面的な利回りや短期的な市場トレンドに流されることなく、アセットタイプや立地、金融環境といった基礎的要素に立ち返ったリスク・リターン分析をできるだけ精緻に行う必要がある。リターンの裏側に潜むリスクを直視し、長期的な資本保全と安定した収益を確保する姿勢こそが、今の時代における真の投資家の力量を試す尺度となるだろう。

### 【お問い合わせ】 私募投資顧問部

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

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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認され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。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。