

## 不動産私募ファンド・私募 REIT の LTV 分析-2026 年 1 月調査-

2026 年 3 月 27 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。その調査において、私募ファンドでは、平均 LTV が直近の 2026 年 1 月調査で 69.0%と過去 5 年間で最も高い数値となった。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、②コア投資以外のハイリスクハイリターン・バリュアード、オポチュニティ、開発型の割合増加、③金利上昇局面での利回り確保の 3 つの要因があると考えられる。

一方、私募 REIT はコア投資・オープンエンドファンドであり、各私募 REIT で維持すべき LTV 上限があるため同一の私募 REIT で LTV が急上昇する可能性は低いが、平均 LTV が「50%以上」の銘柄の割合が直近の調査では 4 割を超えている。不動産価格高騰で不動産の利回り低下が進む中、一般に当初発行投資口基準価額に対し 4%と言われる私募 REIT の利回りを確保するために、新興の銘柄が高い LTV を設定している可能性がある。

また、今後 1 年以内に組成予定のファンドの平均 LTV が 70.6%まで上昇し、引き続き運用中ファンドの平均 LTV を上回っている。上記①～③の動きが加速し、LTV は今後さらに上昇する可能性がある。その中でも、③による LTV 上昇には留意が必要である。

金利が一段と上昇すると、目標 IRR が引き上げられる可能性に加えてデットコストが一層増加し、デットの利払い後の利回り確保のために LTV を高める動きが強まる可能性もある。賃料上昇が期待できる環境が続く限りにおいては、このような動きもある程度合理的な判断となり得るが、足下はイラン情勢やそれに伴う企業業績悪化も懸念される状況にあり、過度に楽観的な市場見通しによる安易な LTV 上昇にはならないよう注意が必要である。

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 年以内に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。HP で公表している同調査レポートでは私募ファンドおよび私募 REIT を対象としており、両者を分けずに LTV の傾向を分析している。本レポートでは、私募ファンドおよび私募 REIT のそれぞれの傾向を分析するため、両者を分けて分析を行った。

<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 146 社 回答者数: 93 社(回収率: 63.6%) 調査時期: 2026 年 1 月～2 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

**私募ファンドの LTV は 70% 目前、私募 REIT も上昇傾向**

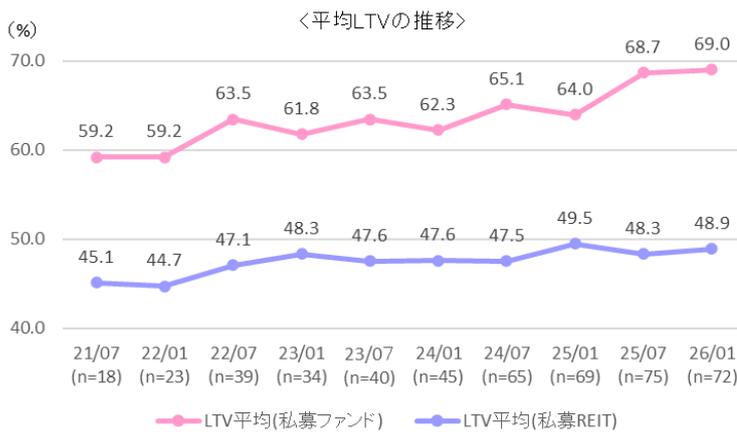
図表1は、運用中のファンドの平均 LTV を、私募ファンドと私募 REIT に分けて表示したものである。私募ファンド(クローズドエンドファンド)は、コア投資に加えてバリューアッドやオポチュニスティック等戦略上敢えて高 LTV を採用するファンドを含んでいる。一方、私募 REIT (オープンエンドファンド)は、コア投資にほぼ限定される、という特徴がある。

私募ファンドの LTV は、過去 5 年間で 9.8%ポイント上昇した。2025 年 7 月調査で 68.7%、直近の調査で 69.0%と 70% 目前の水準に切り上がっている。平均 LTV をレンジ毎に集計すると、2025 年 7 月調査以降「60%以上」の合計割合が 8 割を超えている(図表 2)。

一方、私募 REIT の LTV は、私募ファンドほどではないが過去 5 年間で 3.8%ポイント上昇した。2022 年 7 月調査以降緩やかな上昇傾向にあり、直近の調査では 48.9%となっている。平均 LTV をレンジ毎に集計すると、2022 年 7 月調査以降「50%以上」の合計割合が増加傾向にあり、直近の調査では 4 割を超えている(図表 3)。

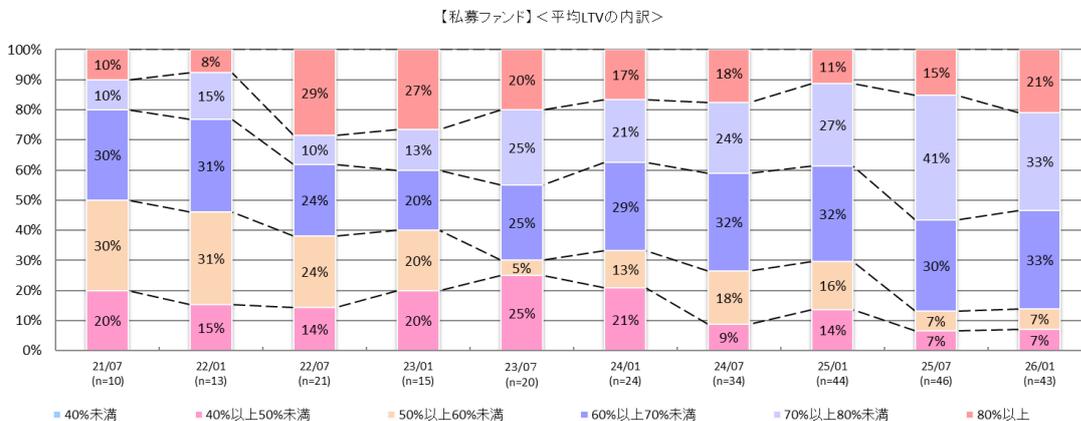
以下では、こうした私募ファンドおよび私募 REIT の LTV 上昇の背景にある動きを考察する。

図表 1 平均 LTV の推移



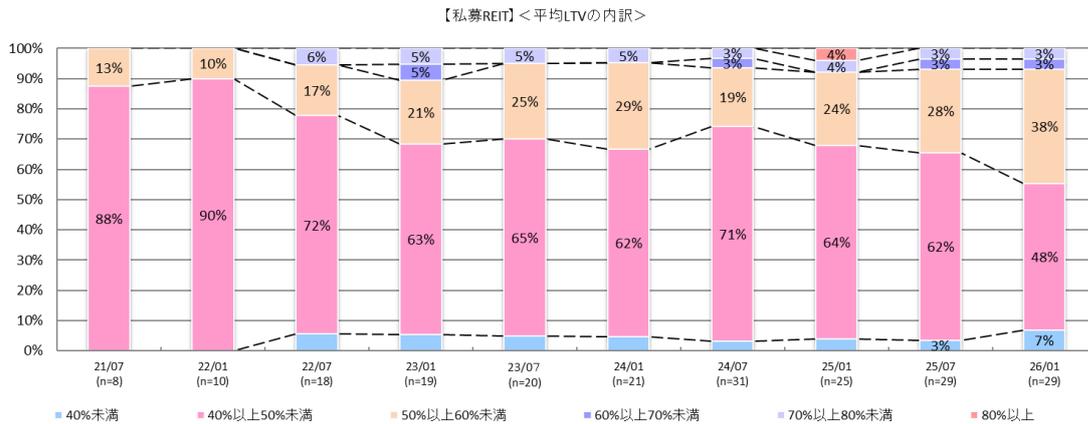
注) LTV 基準は、総資産額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を算出。  
出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表 2 【私募ファンド】平均 LTV の内訳



注) LTV 基準は、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3【私募REIT】平均LTVの内訳



注) LTV 基準は、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」

### 私募ファンドでは、不動産価格高騰と金利上昇等を背景に LTV 上昇

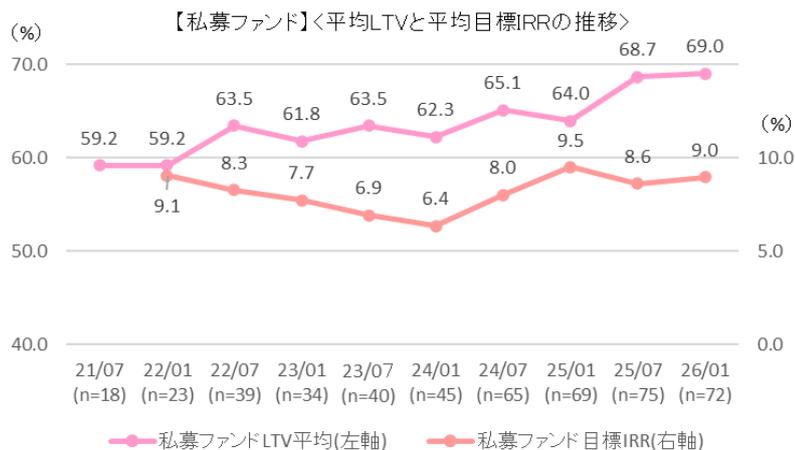
私募ファンドの LTV 上昇の背景について考察するため、各期間の平均目標 IRR およびファンドタイプに注目した。

2022年7月調査から2024年1月調査までのLTV水準は、それ以前から若干切り上がり、61%~64%のレンジで概ね横ばいとなった。この間、不動産の期待利回りが軒並み4%を下回って低下し続け(図表5)、私募ファンドの平均目標IRRも9.1%→6.4%に低下したが、ファンドタイプはコア型が8割前後と比較的高かったため(図表6)、6%以上のIRRを確保するためにはLTVは先の水準を維持する必要があったと考えられる。

その後の2024年7月調査および2025年1月調査では、LTV水準は64~65%まで上昇した。この間、2024年3月の日本銀行によるマイナス金利解除を受けて金利と共にIRRも9%前後まで大幅に上昇している。物価上昇が見通される状況下で、金利の先高感が市場参加者のコンセンサスとなり、それまでよりは高いIRRを期待する投資家が増加したものと考えられる。ファンドタイプは、コア型が8割前後から7割強まで減少し、賃料上昇が期待できるバリューアッド、オポチュニティ、開発型の割合が増加している。例えば、コロナ禍で低稼働となった、あるいは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等が該当する。これらのファンドタイプは、コアファンドと比較してLTVも高めに設定されることが多く、ハイリスクハイリターンを狙う戦略であり、これによりLTV水準は利回り維持を狙った水準からさらに引き上がった可能性が高い。

2025年7月調査および直近の調査では、LTV水準は68~69%にさらに切り上がっている。不動産の期待利回り、IRRおよびファンドタイプ構成はそれ以前の調査から大きな変化はないが、この間、インフレの定着や財政懸念などから長期金利が1.5~2.0%に切り上がっている(図表7)。金利上昇に伴いデットコストが増加し、デットの利払い後の利回り確保のためにLTVを一段と高める運用会社が増加した可能性がある。

図表4【私募ファンド】平均LTVと平均目標IRRの推移

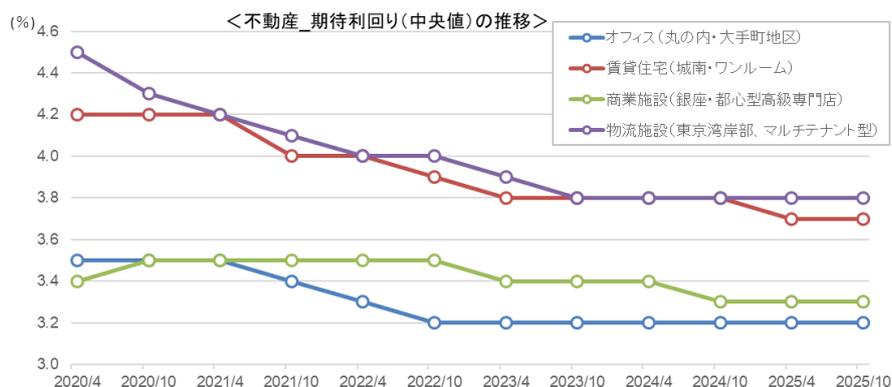


注 1) LTV 基準は、総資産額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を算出。

注 2) 平均目標 IRR は、前期との 1 年間移動平均を採用。

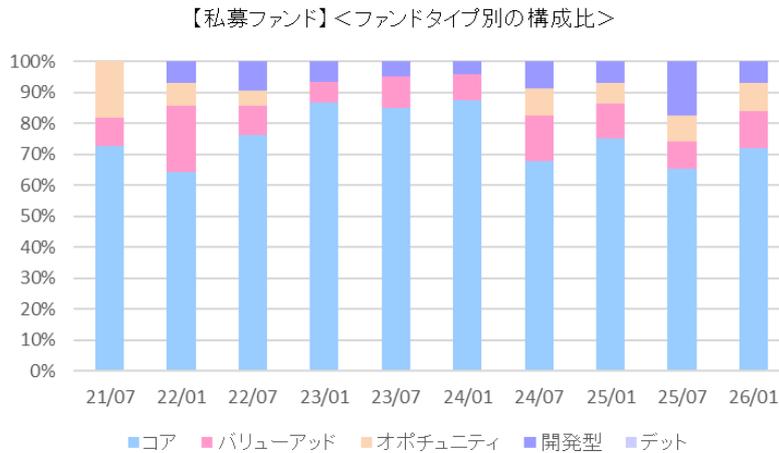
出所) 不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表5 不動産\_期待利回り(中央値)の推移



出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 6 【私募ファンド】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 7 10年国債金利の推移



出所)財務省公表情報をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

**私募 REIT の LTV 上昇の背景には、新興銘柄の台頭が影響している**

次に私募 REIT の LTV 上昇の背景について考察する。なお、私募ファンドで検証を行った平均目標 IRR について、私募 REIT 単独では回答を得ていないため、考察の対象とはしていない。

私募 REIT はコア投資・オープンエンドファンドであり、各私募 REIT で定められた維持すべき LTV 上限があるため、同一の私募 REIT で LTV が急激に上昇する可能性は低い。それでも、図表 3 の通り、私募 REIT としては高めの平均 LTV「50%以上」の銘柄の割合が増加しており、具体的な銘柄を確認したところ、1銘柄を除いて 2016 年以降に組成された銘柄であった。特に直近の調査では 2022 年以降に組成された比較的新しい銘柄が過半を占めた。2015 年以前はデベロッパー・金融系・商社系をスポンサーとした私募 REIT が多かったが、2016 年以降は不動産市場の活況を受けて、物流系、ゼネコン系等のスポンサーの参入もみられ、特に 2022 年以降はインフラ系(電鉄・電力・ガス等)やエリア特化型などの多様な銘柄が登場している。不動産価格高騰局面が続く中、後発の私募 REIT ほど比較的低位の利回りで不動産を

取得せざるを得ず、一般に当初発行投資口基準価額に対し4%と言われる私募 REIT の利回りを確保するために、先発の私募 REIT との比較で高い LTV を設定している可能性がある。

### 今後1年以内に組成予定のファンドの平均 LTV も上昇傾向

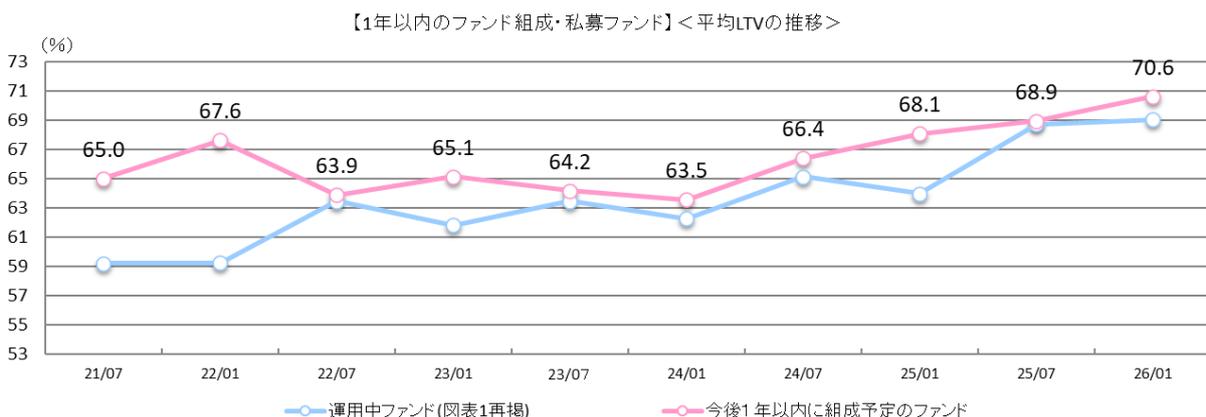
「不動産私募ファンドに関する実態調査」では、現在運用中のファンドの LTV (図表 1) と合わせて、今後1年以内に組成予定のファンドの LTV についてもヒアリングしている。なお、私募 REIT は、前述の通り財務戦略の中で LTV の上限を規定しこれを継続適用するため、以下は私募ファンドについてのみ考察する。

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、2024年1月調査以前は概ね65%前後の水準で推移していたが、2024年7月調査以降は上昇傾向にあり、直近の調査で70.6%となった。引き続き運用中ファンドの平均 LTV 69.0% を上回っている (図表 8)。

ファンドタイプに注目すると、2024年7月調査以降はコア投資が6割前後を占めるが、直近の調査ではコア投資以外の比率は4割超と、前回調査から増加している (図表 9)。また、平均 LTV のレンジ毎の集計をみると、2024年7月調査以降では「60%以上」の合計割合が8割を超え、直近の調査では「70%以上」の合計割合が過半を超えた (図表 10)。今後1年以内に組成予定のファンドにおいても、①コア投資でも LTV は引き続き高めに設定、②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、③ファンド全体でデットの利払い後の利回り確保のために LTV を高める動きの加速が浮き彫りとなっている。

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、目標 IRR が引き上げられる可能性に加えて、デットコストが一層増加し、デットの利払い後の利回り確保のために LTV を高める動きが強まる可能性もある。不動産が高値で取引され、賃料上昇も期待できる環境が続く限りにおいては、このような動きもある程度合理的な判断となり得るが、足下はイラン情勢やそれに伴う企業業績悪化も懸念される状況にあり、過度に楽観的な市場見通しによる安易な LTV 上昇にはならないよう注意が必要である。

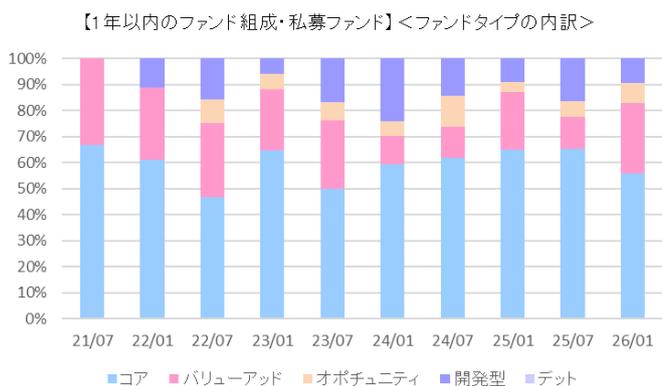
図表 8 【1年以内のファンド組成・私募ファンド】平均 LTV の推移



注) LTV 基準は、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。

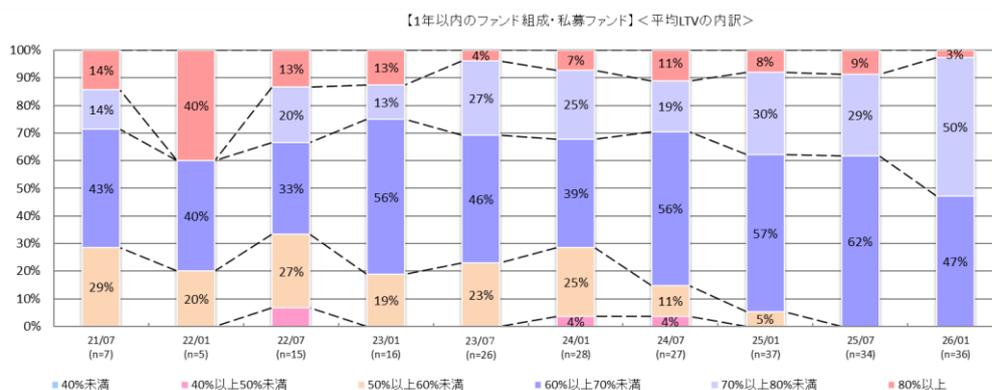
出所) 不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表 9 【1年以内のファンド組成・私募ファンド】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 10 【1年以内のファンド組成・私募ファンド】平均 LTV の内訳



注) LTV 基準は、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

<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。