

J-REIT における LTV の捉え方

2026 年 4 月 16 日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

REIT 投資顧問部 研究員 小野寺 彩佳

- ▶ 本稿では、出資総額 LTV、総資産 LTV、時価 LTV という分母の異なる LTV の特徴と推移を確認し、相互の関係性などを整理する。最後に、投資家が J-REIT の LTV をどのように見るべきかを提示する。
- ▶ 分母に出資総額を用いる LTV は随時確認可能で、同一時点で銘柄間比較ができる。分母に総資産を用いる LTV は期末時点でのみ確認可能だが、不動産以外の返済資金も加味され、多くの銘柄が運用基準としている。総資産に保有不動産の含み損益を加算した時価ベースの LTV は、計算時点の返済力を最も的確に示している。基本的な大小関係は「出資総額 LTV > 総資産 LTV」となり、保有不動産が含み益であれば「総資産 LTV > 時価 LTV」、含み損であれば「総資産 LTV < 時価 LTV」となる。
- ▶ 総資産 LTV の水準や時価 LTV との乖離の大きさはセクターや銘柄間で差がある。総資産 LTV の水準はアセットタイプによる賃貸収入の安定性や不動産の流動性の違いに、時価 LTV との乖離はアセットタイプによる鑑定評価額の上昇度合いや銘柄による上場後の経過期間の違いなどに影響を受ける。
- ▶ 最近、LTV コントロールの基準を総資産 LTV から時価 LTV に変更する銘柄が複数見られるが、時価 LTV40%程度を上限に、総資産 LTV の水準にも配慮するケースが多く、インフレ環境下で不動産価格は緩やかな上昇が続く見通しのため、過度に懸念する必要はない。ただし、時価 LTV だけを基準に LTV を引き上げてしまうと、仮に不動産評価額が大幅に下落した場合には当然時価 LTV は大きく上昇し、同時に出資総額 LTV と総資産 LTV も他の銘柄より目立って上昇している状況になりかねない。
- ▶ 投資家が J-REIT の LTV を見るにあたっては、物件取得時には出資総額 LTV で資金調達バランスを把握し、短期的な分配金引き上げのためにデットに過度に偏った財務運営となっていないかを確認すること、決算時には総資産 LTV が他の銘柄より目立って高い水準になっていないか、また時価 LTV のコントロール水準と一定の乖離度、言い換えれば一定の余裕度が維持されているか、などを確認することが重要である。さらには、ひとつの LTV の一時点の水準だけでなく、各 LTV のこれまでの推移と今後の LTV の運営方針を確認したうえで、借入の活用余地がある銘柄かどうかを判断する必要がある。

主な 3 種類の LTV の特徴と推移

LTV (Loan to Value) は不動産価値に対する借入金の比率であり、J-REIT がどの程度のレバレッジをかけて運営されているかを示す尺度となる。一般に、LTV が高いほど財務リスクが増すと考えられている。もともと、LTV には様々な算出方法が存在するが、主に以下の 3 種類にフォーカスする。

- ① $\text{出資総額 LTV} = \text{有利子負債残高} \div (\text{有利子負債残高} + \text{出資総額} + \text{出資剰余金})$
- ② $\text{総資産 LTV} = \text{有利子負債残高} \div \text{総資産}$
- ③ $\text{時価 LTV} = \text{有利子負債残高} \div (\text{総資産} + \text{不動産評価額} - \text{帳簿価額})$

①出資総額 LTV はデット調達額とエクイティ調達額のバランスを確認できるシンプルな指標であり、任意の時点で確認することができる。つまり、各銘柄の決算期末における貸借対照表の開示を待たずに LTV 水準や変化を把握することが可能で、同一時点での銘柄間比較ができる。

②総資産 LTV は貸借対照表に計上されている総資産を分母として算出される指標で、決算期末の数字が発表された時点で確認することができる。分母には内部留保、当期末処分利益、テナントからの預かり敷金・保証金などが含まれており、「簿価 LTV」や「総資産有利子負債比率」とも表現され、多くの銘柄が LTV コントロールの基準としている指標である。基本的には①出資総額 LTV よりも低い水準となる。

③時価 LTV は、②総資産 LTV の分母に保有不動産の含み損益を加算するため、不動産価格の変動を敏感に反映し、計算時点の返済力を最も確に示している。ただし、不動産評価額が下落する局面では、①出資総額 LTV や②総資産 LTV が横ばいでも、③時価 LTV は上昇することに注意が必要である。

②総資産 LTV と③時価 LTV との大小関係は、保有不動産が含み益か含み損かどうかで変わる。含み益であれば「②総資産 LTV > ③時価 LTV」で、含み損であれば「②総資産 LTV < ③時価 LTV」となる。

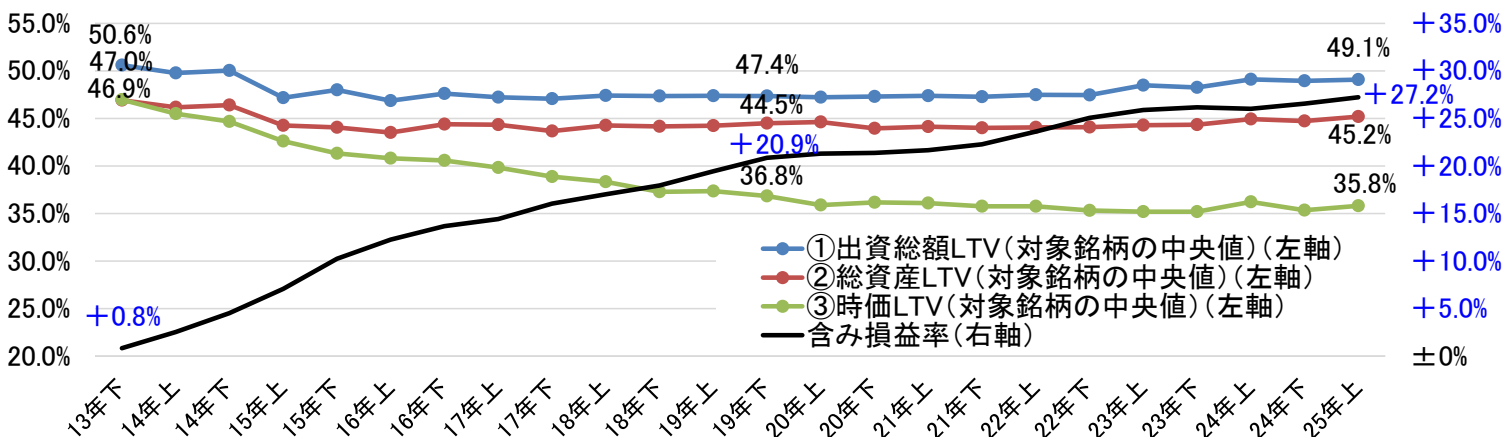
他にも、分子の有利子負債残高として預かり敷金・保証金を含めて算出する LTV や、保有不動産の取得価格の合計もしくは鑑定評価額の合計を分母として算出する LTV などがある。

図表 1 は J-REIT 全体の①出資総額 LTV、②総資産 LTV、③時価 LTV と含み損益率の推移である。①～③の LTV は 13 年下期以降の全期間比較可能な銘柄で、各上期は 31 銘柄、各下期は 32 銘柄¹を対象に、それらの中央値の推移を示している。含み損益率は、過去 6 ヶ月間に決算発表した銘柄の含み損益合計を、同期間の帳簿価額合計で除して算出した割合の推移を示している。

①出資総額 LTV と②総資産 LTV は同様の動きをしており、エクイティ調達環境が好転した 13 年下期から 16 年下期にかけて低下した後、概ね横ばいで推移していた。23 年上期以降は、コロナ禍前の 19 年下期の水準と比較すると緩やかに上昇しているが、13 年下期に比べると低い水準で推移している。

③時価 LTV は 13 年下期から 22 年下期にかけて大きく低下し、②総資産 LTV との乖離も拡大している。同期間に、不動産鑑定評価額の上昇により含み損益率が大きく上昇していることが背景にある。23 年上期以降は、積極的に借入を活用して物件を取得する動きがみられ、①出資総額 LTV と②総資産 LTV はやや上昇しているが、同期間には含み損益率が一段と上昇して、25 年上期で +27.2%と過去最高を更新しており、③時価 LTV は概ね横ばいで推移している。将来の不動産価格下落による悪化リスクは拭えないものの、各時点における返済力は悪化していないことを示している。

図表 1. J-REIT の 3 つの LTV と含み損益率の推移



注 1) 上期は各年 1 月期～6 月期、下期は各年 7 月期～12 月期。上場廃止期は対象外

注 2) ①出資総額 LTV、②総資産 LTV、③時価 LTV は対象銘柄の中央値の推移

注 3) ①出資総額 LTV、②総資産 LTV、③時価 LTV の対象銘柄は全期間比較可能な銘柄で、各上期が 31 銘柄、各下期が 32 銘柄¹

注 4) 含み損益率 = 含み損益 (= 不動産鑑定評価額 - 帳簿価額) ÷ 帳簿価額

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

¹ ジャパン・ホテル・リート投資法人は、12 月の年 1 回決算で下期のみ対象に含む

総資産 LTV と時価 LTV のセクター間での特徴

図表 2 は 2025 年 6 月末時点の J-REIT 全 57 銘柄のうち、年 1 回決算のジャパン・ホテル・リートを除く 56 銘柄について、2025 年上期 (2025 年 1 月期～2025 年 6 月期) の期末時点の②総資産 LTV を横軸、③時価 LTV を縦軸として分布を示している。

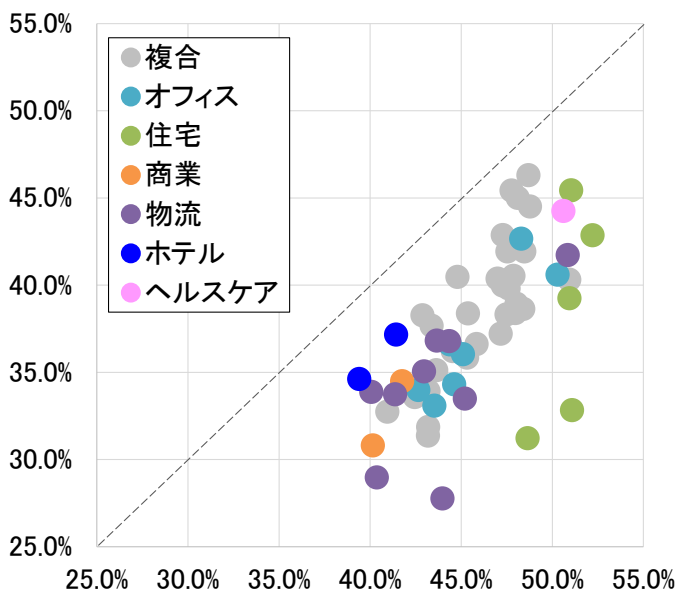
2025 年 6 月末時点では全銘柄が含み益で、「②総資産 LTV > ③時価 LTV」となっている。③時価 LTV は②総資産 LTV に比べ平均で 8pt 低いが、②総資産 LTV の水準や③時価 LTV との乖離の大きさはセクターや銘柄間で差がある。②総資産 LTV の水準はアセットタイプによる賃貸収入の安定性や不動産の流動性の違いに、②総資産 LTV と③時価 LTV との乖離はアセットタイプによる鑑定評価額の上昇度合いや銘柄による上場後の経過期間の違いなどに影響を受ける。

具体的には、オフィスセクターの②総資産 LTV は銘柄間格差が大きいものの、40% 台半ばの銘柄が多い。上場後の経過期間が長い銘柄が多く、③時価 LTV は②総資産 LTV に対して平均 9pt 低い。

住宅セクターの②総資産 LTV は 50% 程度と、他セクターに比べて高い。住宅は他用途よりもテナントの分散性が高く、不動産市況が悪化する局面においても賃貸収入は比較的安定しやすい。そのため、金融機関や投資家から安定資産として評価されやすく、許容されるレバレッジ水準は相対的に高くなる。住宅セクターの③時価 LTV は②総資産 LTV に対して平均 13pt 低く、全セクターの中で最も乖離が大きい。住宅の鑑定評価額の上昇幅はオフィスより大きく、上場後の経過期間が長い住宅 2 銘柄は、③時価 LTV が②総資産 LTV に対して 18pt 程度も低い。

物流セクターの②総資産 LTV は、非物流施設への投資割合が高い 1 銘柄を除くと 40～45% 程度と低水準である。物流は大規模で郊外に立地する物件が多いため、他用途よりも物件の流動性に対する評価がされにくく、許容されるレバレッジ水準は相対的に低くなる。加えて、2021 年までは成長期待で選好されて投資口価格は堅調に推移し、各銘柄とも適切なタイミングで増資ができた。そのため、②総資産 LTV を低い水準で維持することができたとみている。物流セクターの③時価 LTV は②総資産 LTV に対して平均 9pt 低い。上場後の経過期間はオフィス、住宅に比べて短いのが、住宅と同様、鑑定評価額の上昇幅が大きいため、オフィスと同程度の乖離となっている。

図表 2. J-REIT の総資産 LTV (横軸) と時価 LTV (縦軸) の分布 (2025 年上期時点)



注 1) 対象銘柄は 56 銘柄

注 2) 対象銘柄の各セクターは [SMTRI J-REIT Index](#) の構成銘柄をもとにセクターを分類 (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

最近の J-REIT における LTV コントロールの傾向

前述のように②総資産 LTV と③時価 LTV の乖離が拡大し、エクイティ調達容易でない環境も続く中、積極的に借入を活用する方針を示す銘柄が散見され、まだ少数ながらも、LTV コントロールの基準を総資産ベースから時価ベースに変更する銘柄もみられる。③時価 LTV に運用基準を変更した銘柄であっても 40%程度を上限に、②総資産 LTV の水準にも配慮してコントロールする方針を示しているケースが多い。え、インフレ環境下で不動産価格は緩やかな上昇が続く見通しであることから、過度に懸念する必要はないと考える。ただし、②総資産 LTV の水準を意識せずに、③時価 LTV だけを基準に LTV を引き上げてしまつと、仮に不動産評価額が大幅に下落した場合には当然ながら③時価 LTV は大きく上昇し、同時に①出資総額 LTV と②総資産 LTV も他の銘柄より目立って上昇している状況になりかねない。

以上を踏まえると、投資家が J-REIT の LTV をみるにあたっては、時価ベースを運用基準とする銘柄を含めて、物件取得時には①出資総額 LTV で資金調達バランスを把握し、短期的な分配金引き上げのためにデットに過度に偏った財務運営となっていないかを確認すること、決算時には②総資産 LTV にも目を配り、目立って高い水準になっていないか、また③時価 LTV のコントロール水準と一定の乖離度、言い換えれば一定の余裕度が維持されているか、などを確認することが重要である。さらには、ひとつの LTV の一時点の水準だけでなく、各 LTV のこれまでの推移と今後の LTV の運営方針を確認したうえで、借入の活用余地がある銘柄かどうかを判断する必要がある。

当社では、J-REIT の運用状況をまとめたレポート「[J-REIT レビュー](#)」を年2回（3月、9月）公表しています。

本レポートでご紹介した「出資総額 LTV」は、「[J-REIT レビュー2025 年下期](#)」にも掲載しておりますので、併せてご覧下さい。

【お問い合わせ】REIT 投資顧問部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/115/>

- 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。
- 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う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。