

プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ

特別レポート#3 | プライベート不動産デット

ハイイールド不動産デット：柔軟な投資アプローチの重要性



著者：カルロス・ジョージ、マネージング・ディレクター、ポートフォリオ・マネジメント、プリンシパル・リアルエステート・デット

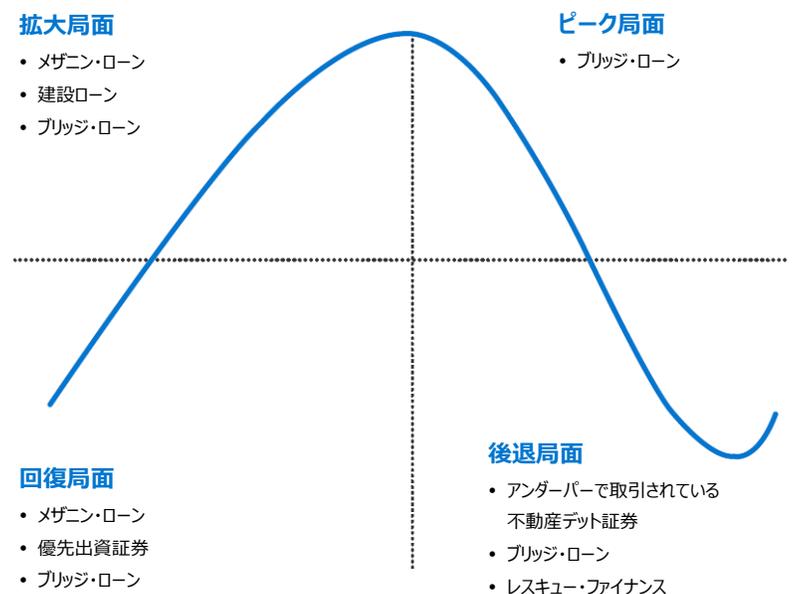
プライベート不動産デット市場の中でハイイールドに分類されるセクターには、メザニン・ローン、ブリッジ・ローン、建設ローン、優先出資証券など様々な種類が存在し、他にも大幅なディスカウント／アンダーパーで取引されているパブリック市場の証券も同じハイイールドに分類されます。

いかなる投資期間においても、市場が大きく変動した際には、投資資金の投入および投資戦略の実行時に想定する様々なシナリオが複雑になる可能性があります。実際に、直近の市場のボラティリティの高まりによって、債券投資家が今後直面すると思われる投資機会や課題に注目が集まっています。従って、様々なハイイールド不動産デットの相対価値を評価し、幅広い選択肢の中から投資機会を捉えられる運用会社こそが、市場が大きく動く環境下でも投資家に魅力的なリスク調整後リターンを提供することが可能であると考えます。

不動産市場サイクルを通じた投資実行

図表1は、不動産市場サイクルの各局面に応じた、ポートフォリオ構築に際して組み入れ推奨が想定される不動産デットの種類を示しています。しかし、実際の投資に際しては、市場全般や特定の不動産セクターに影響を及ぼし得る経済的な課題にも様々なものがあることから、推奨する不動産デットの種類も状況によって異なる場合があります。また、ハイイールド不動産デットへの投資においてより優れた投資機会を追求するのであれば、食料雑貨を主に取り扱っている小売店がテナントとなっている物件についてはブリッジ・ローンを通じた投資が適切であると考えられる一方、マルチファミリーの物件については優先出資証券を通じた投資が適切であると考えられます。これらは、柔軟な投資アプローチの採用が望ましいという当社の考えをさらに裏付ける内容であると考えます。

図表1：不動産市場サイクルの各局面でフォーカスすべき不動産デットの種類（イメージ図）



出所：Principal Real Estate Investors、2022年3月時点
グラフの縦軸は市場の景気循環局面、横軸は時間の経過を表します。
上記はイメージ図であり、完全な情報が記載されているものではありません。

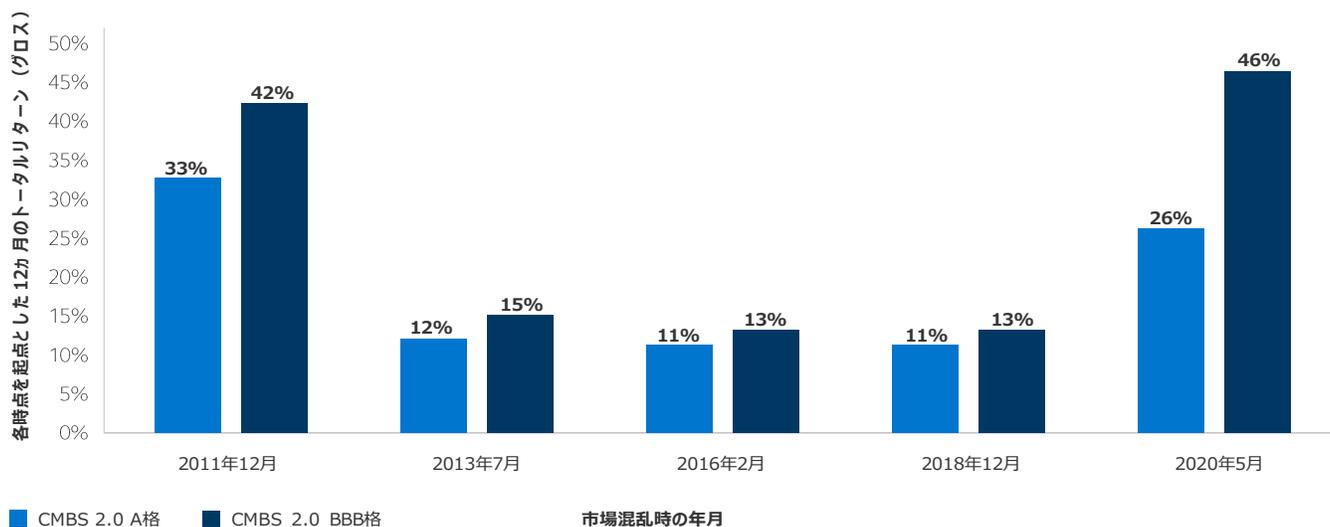
当レポートでは、前述のプライベート不動産デット市場の中でハイイールドに分類されるセクターそれぞれについて解説し、さらにそれぞれの特性がどの市場サイクル局面で有利に働くかをご紹介します。

- シニア・モーゲージ・ブリッジ・ローン**：ブリッジ・ローンは、不動産市場サイクルのいずれの局面においても投資妙味があると考えます。回復局面および拡大局面においては、物件の買収、リノベーション（改修）、または不動産開発による資金需要がその他の局面よりも高いほか、ピーク局面ではダウンサイド・リスクの低減の観点、後退局面ではレスキュー・ファイナンスの観点でそれぞれ資金需要が存在します。また、資本構造において上位にあるため、物件評価額の下落による想定回収率の低下が限定される一方で、借入によるレバレッジが適度な水準であれば、インカム収入が目標とするリターン of 達成に寄与すると考えられます。
- メザニン・ローン**：回復局面および拡大局面においては、リスク調整後リターンの水準を考慮すると、メザニン・ローンが魅力的であると考えます。メザニン・ローンは、資本構造の中でシニア・ローンとエクイティの間に位置することから、借手のエクイティ資本が十分な水準であれば、それがクッションとしての役割を果たすことで元本の保全に寄与すると考えられます。また、不動産価格の上昇局面であれば、LTVはオリジネーション後に低下が見込まれることになります。
- 優先出資証券**：優先出資証券は債券としての特性がより強いことから、債券投資の一環としてより頻繁に活用されています。回復局面および拡大局面には、建設、リポジショニング（改築）、再開発、またはリノベーション（改修）の段階にある物件が多くなるため、

より豊富な投資機会が存在します。また、優先出資証券は、メザニン・ローンと同様にシニア・ローンに劣後します。一方で、パートナーシップ契約や合同会社（LLC）といった形態に基づいて発行されることから、メザニン・ローンのような債権者間の契約に基づくものではありません。優先出資証券は、物件の収益に対する配当率が予め定められているほか、物件の売却益に応じて追加で配当が支払われる場合があるなど、貸手やより資本集約的なプロジェクトの投資家にとって有利な条件が付帯されていることが多く、よりリスクの高い物件で活用されるようになってきています。

- 建設ローン**：建設ローンは、不動産市場サイクルの中でも、物件の供給が重視される局面で注目される傾向があります。また、優先出資証券やメザニン・ローンの形で発行される傾向にありますが、伝統的な建設ローンや、より高いリターンが求められる場合には、リターン参加型建設ローンとして発行される場合もあります。
- 不動産デット証券**：市場ストレス時やボラティリティが高まった際には、不動産デット証券は優れたリターンの源泉となり得ます。図表2では、市場のボラティリティが高まった際に、幅広い格付けクラスにおいて2桁台のリターンとなった過去5回の事例を示しています。

図表2：CMBS 2.0[※]を基にした指数の各時点を中心とした12カ月のリターン(USドルベース)



出所：JP Morgan Research, Bloomberg Index Services Limited, Principal Real Estate Investors, 2021年12月時点

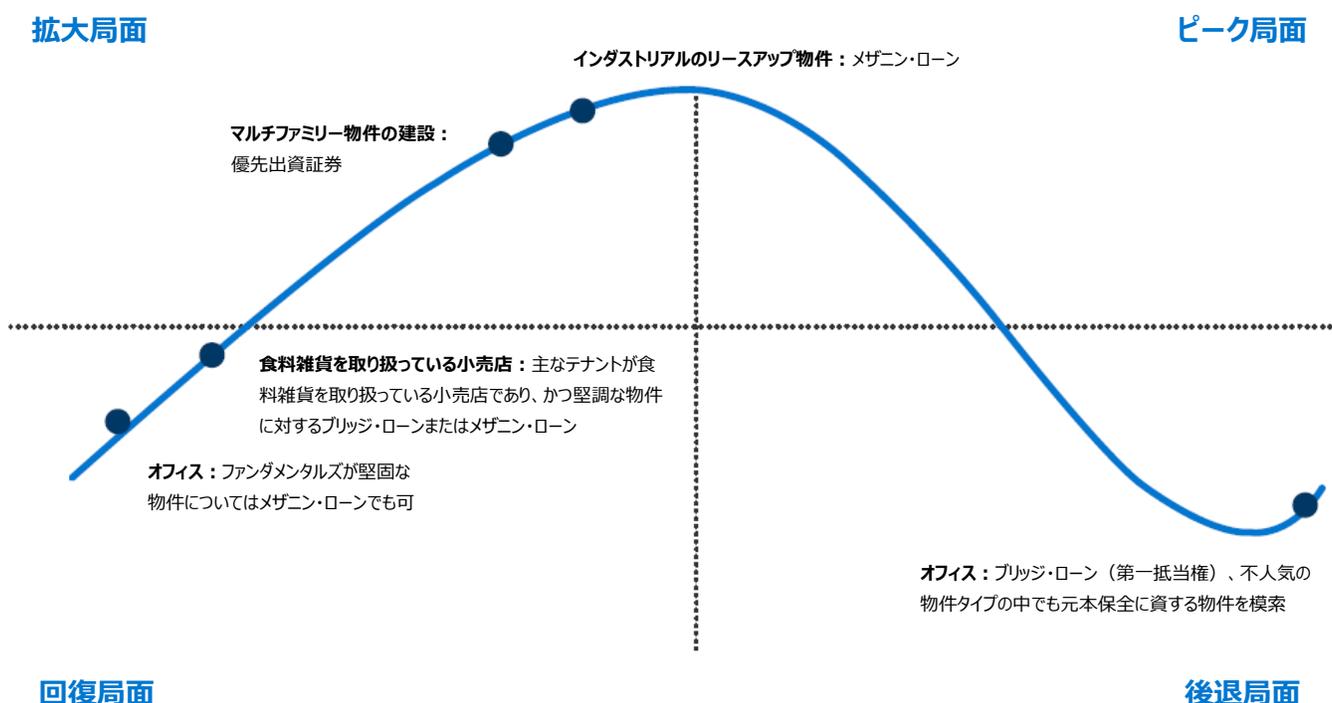
※ CMBS 2.0は、2009年以降に発行されたCMBSを指します。CMBS 2.0 AはBloomberg US CMBS 2.0 A Index、CMBS 2.0 BBBはBloomberg US CMBS 2.0 Baa Indexをそれぞれ参照しています。

上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

不動産市場サイクルにおける物件タイプ別の投資魅力度

不動産市場サイクルのどの局面にあるかによって物件タイプ別の投資魅力度は異なります。（図表3に示した例は、全ての物件が同じような特性を有するわけではないことから、あくまである程度の方向性を示すことを意図しています。）例えば、下図の中で「オフィス」は2回登場しますが、これはオフィス物件の中でも異なる段階／サイクルが存在するためです。そのため、一方ではよりシニアな構造での資金調達が必要となり、他方では堅固なファンダメンタルズや物件レベルでの資本集約度が相対的に低いことから、メザニン・ローンでの資金調達が可能となります。同様に、優先出資証券は、魅力的なマルチファミリー物件の建設案件や、より資本集約的なインダストリアル物件のいずれにおいても活用されています。このように、物件タイプおよび資金調達に使用される不動産デットの種類ごとに、市場サイクルが進むにつれて投資魅力度が変化すると考えられます。

図表3：不動産市場サイクルにおける物件タイプ別の投資魅力度の変化（イメージ図）



出所：Principal Real Estate Investors, 2022年3月時点

グラフの縦軸は市場の景気循環局面、横軸は時間の経過を表します。上記はイメージ図であり、完全な情報が記載されているものではありません。

結論

柔軟性のある投資アプローチは、異なる時期に、異なる物件タイプで、異なる不動産デットへの投資を可能にします。ポートフォリオの投資期間中の経済状況にかかわらず、柔軟性のあるアプローチは、目標リターンを諦めることなく、投資機会を見出すことを可能にすると考えます。

当戦略の運用は、弊社の海外グループ会社であるプリンシパル・リアルエステート・インベスターズが行っています。当資料中の意見、予測及び運用方針は作成時点に置ける判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また、将来起こり得る事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく変わる可能性があります。

Risk Considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past Performance does not guarantee future return. All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income from it will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. All these risks can lead to a decline in the value of the real estate, a decline in the income produced by the real estate and declines in the value or total loss in value of securities derived from investments in real estate. Investments in private debt, including leveraged loans, middle market loans, and mezzanine debt, second liens, are subject to various risk factors, including credit risk, liquidity risk and interest rate risk.

Important Information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided. All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted. Investing involves risk, including possible loss of principal.

This material may contain 'forward looking' information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

This document is issued in:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Europe by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland.
- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- United Arab Emirates by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act (2001). This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Global Investors (Hong Kong) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.
- Other APAC Countries, this material is issued for institutional investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

© 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world. Principal Global Investors leads global asset management at Principal®. Principal Real Estate Investors is a dedicated real estate investment management group within Principal Global Investors.

リスクについて

下記はプライベート不動産デット投資に伴う一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

【プライベートデット】

価格変動リスク：実質的に米国商業用不動産を担保とする貸出債権への投資を行います。貸出債権の評価額等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、担保不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元利金支払いの遅延や不履行が担保証券や貸出債権の差し押さえ、場合によっては保有する他の資産の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：外貨であるため、為替の変動により投資資産の円換算価値が下落することがあります。

流動性リスク：不動産を担保とする貸出債権は流通市場がないため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。このため、組入貸出債権を売却する必要がある際には、相対で買い手を見つける必要があり、買い手が見つかった場合でも、その価格は売り手に不利な条件となることが想定されます。こうした場合、価格が下落する要因となります。また、市場サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、投資する不動産デットの元利金回収が遅延ないしは不能となる可能性があります。

倒産リスク：取引相手の支払不能や倒産等によって著しい損失を被る可能性があります。

法規制および税制上のリスク：不動産投資に係る固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

運用報酬等の費用について

主な不動産関連戦略の報酬は以下の通りです。

【不動産デット投資 :プライベート】

投資一任契約に係る報酬料率等は現時点では確定しておりませんため、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載することができません。その他の費用同様、それらを含む手数料の合計額、または上限額についても、事前に表示することができません。

本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

無登録格付に関する説明事項 (Moody's)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.moody.co.jp>）の「信用格付事業」をクリック後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項 (S&P)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス（以下「S&P」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項（Fitch）

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号： フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を無登録業者から入手する方法」

フィッチ・レーティングスのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく記載戦略の情報提供を目的としたものであり、個別商品の勧誘を目的とするものではありません。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会