当資料は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ・エルエルシーが作成したレポート「THE IMPACT OF RISING SHORT-TERM RATES ON PRIVATE REAL ESTATE CREDIT」を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。

プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ

Principal®

特別レポート#1 | プライベート不動産デット

短期金利上昇のプライベート不動産デット市場への影響

著者：**トロイ・コート、CFA、ポートフォリオ・マネジャー、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ**

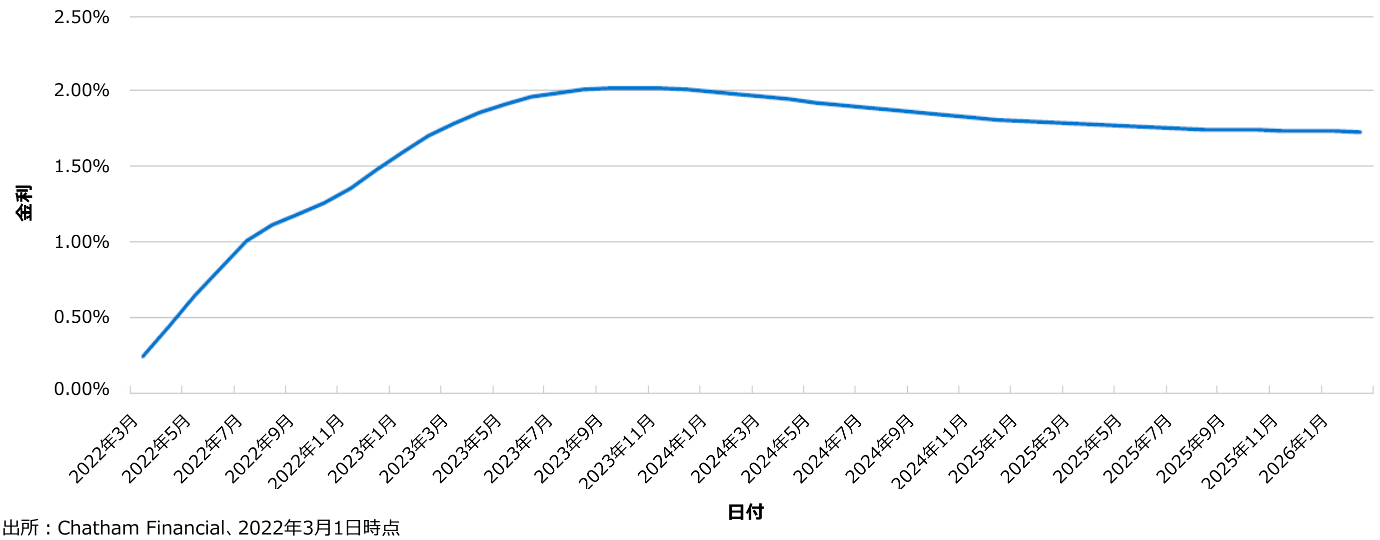
要旨：

- インフレを抑制するためにあと何回利上げが必要となるかは不透明（ウクライナ情勢などの影響で一層不透明化）
- 特にブリッジローン※に関して、担保付翌日物調達金利（SOFR）の上昇で、担保物件のキャッシュフロー改善が十分に実現されるまで、元利返済がボロワーに重荷となる
  ※改修工事やテナント退去などにより、一時的にキャッシュフローが減少している不動産を担保としたシニアモーゲージローン
- 市場における潤沢なエクイティ資金の存在および財務力が強いボロワー/スポンサーの多さから、信用リスクは重大な問題に発展することはないと考える
- SOFRが大幅に上昇した場合、不動産取引が減少する可能性があるが、いずれにしろ不動産価格の主な決定要因は長期金利になると考える
- 極端なシナリオを除き、プライベート不動産デットはエクイティ・クッションによって保護されていることから、ダウンサイドリスクは限定的と見る

近年、プライベート不動産デット市場には、過去最高水準の不動産売買取引量と超低金利環境を背景に大量の資金が流入しました。一方、当初は一過性と見られていたインフレに対し、金融市場は、その制御の失敗を懸念しています。米連邦準備理事会（FRB）は量的緩和（QE）とゼロ金利政策から、量的引き締め（QT）と利上げに舵を切り、景気後退の回避とインフレ抑制という難しいゴールを同時に目指しています。

短期金利が上昇した足許の市場環境では、担保付翌日物調達金利（SOFR）の水準は不動産デットのリスク評価において、より重要な要素になると思われます。金利がゼロに近い状態では、仮にボロワーが物件運営の梃入れ（改修、リポジショニング、リースアップなど）の途中にあっても、利払い負担が小さいため（担保物件が利払いに必要なキャッシュフローを生み出すことが比較的容易なため）、計画に狂いが生じるリスクにそこまで神経質にならずとも問題になることは多くありませんでした。しかし、現在のように短期金利の上昇が意識される環境下では、変動金利ローンの貸手は、担保物件の将来キャッシュフロー分析にさらに時間をかけるとともに、ラストリゾートとなり得るスポンサーの財務力（自己資金でローンを返済することや仮に物件キャッシュフローが利払いに対して不足した場合に手金で補填することが出来る能力）を、より注意深く評価する必要があります。

図表1：SOFRのフォワードカーブ



出所：Chatham Financial、2022年3月1日時点

上記は2022年3月1日時点の状況であり、市場環境等により変わる可能性があります。

デット・サービス・カバレッジ・レシオ（DSCR）が再び注目される

ここではシンプルに、ブリッジローン市場（改修中あるいはリースアップ中など、運営の転換期にある不動産を担保としたシニアモーゲージローン。貸手は別途レバレッジ目的の借入を行うケースが多い）にフォーカスして説明します。例えば、ボロワー/スポンサーがマルチファミリー物件を購入し、ユニットを改修した後、売却または長期ローンに借り換えるとします。この過程で、物件の改修が完了し、賃料の引き上げを行い、キャッシュフローの大幅な増加を実現するまでには時間がかかることがあります。この間、SOFRの上昇により、DSCR（デット・サービス・カバレッジ・レシオ、元利金返済カバー率。物件NOI（ネット・オペレーティング・インカム、営業純利益）÷元利金返済額）が1.0倍を下回る可能性があります。その時、DSCRが1.0倍超を維持するためには、NOIが増加している必要があります。では、仮にNOIが増加しない場合、SOFRがどの程度まで上昇しても利払いに耐え得るか、図表2に分析の一例を示します。ここで想定すべきSOFRの変動レンジは、今は上方シフトしているかもしれません。その一方で、下方サイド（図表の左側）のデータは、金利の急上昇が始まる直前の、スタート地点における状況の目安になるでしょう。

図表2：SOFRの上昇がDSCRに及ぼす影響

	SOFR											
	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
ローンAのDSCR	1.66	1.53	1.42	1.33	1.25	1.17	1.11	1.05	1.00	**0.95**	0.91	0.87
ローンBのDSCR	1.42	1.33	1.25	1.17	1.11	1.05	1.00	**0.95**	0.91	0.87	0.83	0.80

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

注1：ローンAのスプレッドは275bps、ローンBのスプレッドは325bpsを前提とします。

注2：表中のDSCR分析は、物件利回り（ここではキャップレート）が3.75%の想定の下、LTP/LTV（ローン・トゥー・プライス/ローン・トゥー・バリュー、ローン金額÷物件価格）が70%、負債利回りが約5%（期中の約定追加貸付を含む。将来のNOI増加は加味せず）のローンをモデルとしています。

上記表は説明を目的としたものであり、表中のモデルローンは実際に投資可能なローンではなく、また将来のローンが上記と同様の特性を有することを保証するものではありません。

図表2の例の通り、ローンのスプレッドによりますが、SOFRが2.0%から2.5%程度に上昇するまでは、DSCRが1.0倍を下回りません。物件利回り（ここではキャップレート）、ローン実行時のLTV水準、追加貸付の実行条件など、分析の結果に影響を与える要因はいくつかあります。

貸手は、ローン期間中に元利金返済原資たる物件キャッシュフローに大幅な不足が生じることが予想される場合、予めボロワー/スポンサーにエスクロー（準備金・積立金勘定）の設定や特定のリコース（債務保証）の義務を契約で負わせることで、ローンに信用補完の仕組みを組み込むことが出来ます。準備金の水準は、例えば、フォワードカーブを用いて算定することも出来ます。担保物件が十分なキャッシュフローを生み出すようになった段階で、準備金をボロワー/スポンサーに返金する取り決めも可能です。当然ながら、ボロワー/スポンサーにとって、より厳しい信用補完の措置を講じれば、より小さいスプレッドの提示を求められるでしょう。万一の場合に不足金を補填することが可能な、安心感のあるボロワー/スポンサーが相手の場合は、なおさらです。最近のマルチファミリー物件向けローンでは少なくなりましたが、特定の水準の負債利回りの達成を追加貸付の実行条件にすることも出来ます。また、ボロワー/スポンサーによる金利キャップ購入の義務の有無もローン条件の構成要素の一つとなります。但し、オプション料を踏まえ、金利キャップの水準は、一般的にフォワードレートをベースに設定されます（将来のスポットレートが当水準を上回るケースにおける信用力への影響（利払い負担）の拡大回避が主眼）。

ポジティブな不動産ファンダメンタルズと潤沢なエクイティ資金がプライベート不動産デット投資家にとって好材料

マルチファミリーセクターの見通しでは、堅調な経済、一戸建て住宅価格の上昇、建設コストの上昇を背景に、賃料収入の伸びが続くと予想されています。また、NOIの上昇に加え、貸手は25%以上のエクイティ・クッション（不動産価値から借入金を除いた残りの比率）に守られています。DSCRが1.0倍を下回っても、ローンは直ちにデフォルトになる訳ではありません。マルチファミリーセクターのファンダメンタルズや期待パフォーマンスに大きな変化がない限り、仮に物件キャッシュフローが一時的に不足した場合に、ボロワー/スポンサーは、追加資金を投入してでも期限の利益を防衛し、物件運営の梃入れ完了までの時間を稼ぐと思われます。また、もし新たに取得した物件であるならば、フレッシュな資金を投入したばかりのその物件に対するボロワー/スポンサーのコミットメントは、より強いはずです。資金力の高いスポンサーが付いていれば、当初出資額の5%から10%の範囲の不足は　過度に心配する必要はないと思料します。

結論：当然ながら言い切ることはできないが、プライベート不動産デット市場は、まだ短期金利の上昇に耐え得ると考える

ローン満期時の予想負債利回りが妥当な水準であれば、市場は、追加的なローン条件（信用補完措置）、物件の優良さ、スポンサーの信用力の強さなどと引き換えに、ある程度の期中のDSCR低下リスクを許容すると考えます。しかし、短期金利が2.5%から3.0%の範囲まで上昇した場合には、LTV水準やローンスプレッドなどの条件は影響を受けることが予想されます。その結果、不動産取引が減少し、ひいては長期金利の水準と経済状況次第で不動産バリュエーションが下押しされる可能性があります。また、FRBのインフレ対策の長期化、或いは過度な金融引き締めの結果、景気後退が発生する可能性もあります。しかし、仮にこれらの点が顕在化した場合においても、一定のエクイティ・クッションの存在がプライベート不動産デット投資家を保護する役目を果たすことが想定されます。

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、予測および運用方針は作成時における判断であり、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

Past performance does not guarantee future results. Investing involves risk, including possible loss of principal. 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.

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.

MM12799 | 2065328-123123

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：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生じた際には、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。

運用報酬について

主な不動産関連戦略の報酬は以下のとおりです。

【不動産デット投資：プライベート】

ご提供方法や投資一任契約に係る報酬料率等は現時点で確定しておりませんので、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。

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

広告資料：2299628（2299479）
(EXP:2022/12/31)