

プライベート不動産デットにおける投資機会

プライベート不動産デットは、インカム収入だけでなく、比較的低いボラティリティ、他の資産クラスとの低い相関など、投資家が魅力を感じる多くの特性を引き続き有しています。スコット・スミス（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）は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズに所属する各分野の専門家を招いて、当該市場における足許の投資機会、特にコア型の商業モーゲージローン、建設ローン、およびハイイールドの商業不動産デットについて議論を行いました。以下は、その概要です。



スコット・スミス

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



ダン・ディックマン

ポートフォリオ・マネジャー



サラ・ペダーソン

インベストメント・マネジャー



トロイ・コート、CFA

ポートフォリオ・マネジャー

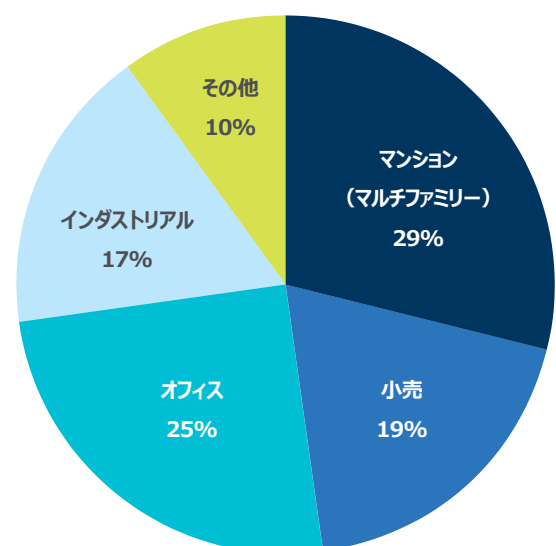
コア型の商業モーゲージローンは引き続き機関投資家ポートフォリオの中で重要な位置づけにある

ダン・ディックマンは、投資家のポートフォリオにおけるコア型の商業モーゲージローン（CML）の重要性について解説し、保険会社など機関投資家の中でもALMの観点から債券などの固定金利資産への投資が必須となる場合に特に重要性が高いと指摘しています。例えば、直近の生命保険会社のポートフォリオの構成比率を見てみると、投資額の約12%が不動産モーゲージに配分されており、その大半はコア型のシニアローンで占められています。

商業モーゲージローンには、ショッピングセンターなどの商業不動産やマルチファミリーが含まれます。保険会社の商業モーゲージローンのポートフォリオの物件タイプ別構成比率は、投資可能な物件全体のユニバースと類似していますが、一般的に保険会社はオフィスのエクスポージャーが低めで、それ以外の物件をより多く保有しています。また、ホテルなどのセクターも含まれるほか、最近ではライフサイエンス、データセンター、セルフストレージ（個人向け貸倉庫・トランクルーム）、およびマニファクチャード・ホームといった非伝統的なセクターへのエクスポージャーも増加傾向ではあるものの、オフィス、インダストリアル、小売、およびマルチファミリーといったセクターが引き続き大半を占めています。

保険会社のポートフォリオで保有されている各ローンの融資額は、物件の規模に加え、築年数やその他の要因によって左右されます。2021年第2四半期時点での平均融資額は約22百万米ドルであり、その多くは10百万米ドルから75百万米ドルの間に収まっています。

図表1：保険会社の商業モーゲージローンのポートフォリオの物件タイプ別構成比率



出所：American Council of Life Insurers、2021年第1四半期時点
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。

商業モーゲージローン投資のメリット

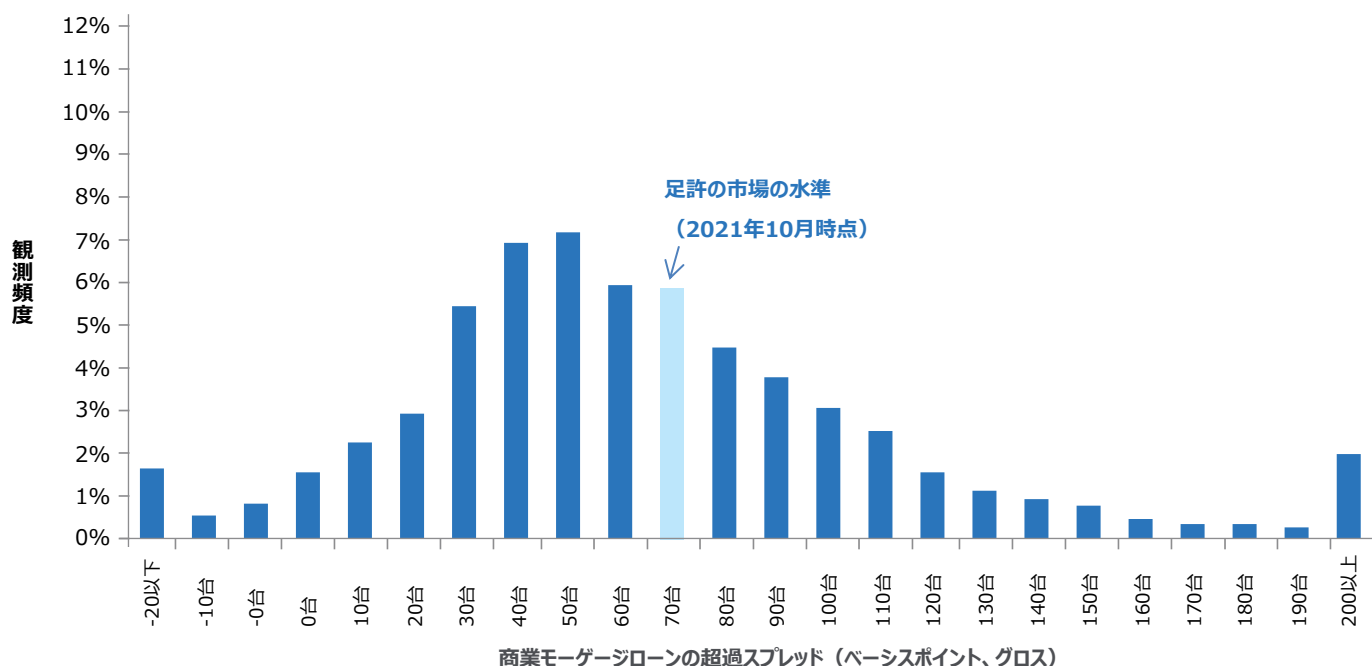
商業モーゲージローンは、多くの機関投資家にとって魅力的な水準のインカム収入を提供するほか、他の資産クラスとの相関性が低いことも特徴であり、投資家がポートフォリオに組み入れるメリットは多いと考えられます。また、歴史的に見てもボラティリティが低く、かつパフォーマンスも概ね堅調と評価出来ると思われます。

もう一つの特徴は、外部機関による信用格付けが付与されていない点です。商業モーゲージローンの多くは第三者の格付け機関による格付けが付与されておらず、各運用会社では過去の投資経験などに基づき、投資対象となるローンに独自の格付けを付与することが一般的です。

商業モーゲージローンの最も重要な特徴は、間違いなくその相対的なスプレッドの厚さであると考えています。商業モーゲージローンから得られる利回りは、ほとんどの市場環境下において、同等の質の社債の利回りよりも30～80ベースポイント高くなる傾向があります。商業モーゲージローンの組成および運用・管理に関わるコストは社債よりも高くなる可能性があるものの、相対的に高い利回りは想定されるコストを上回るプレミアムを提供すると考えています。

図表2：商業モーゲージローンの相対的なスプレッド／プレミアム水準（2000年以降）

期間：5年および10年、格付け：BBB+と同等もしくはそれ以上、弁済順位および残存期間は均等に加重、年率実効利回り基準



出所：Barclays, Aladdin, Principal Real Estate Investors, 2021年10月時点

加えて、過去20年間の不動産デットのリターンは平均5.87%となっており、その内インカム部分は5.72%となっています[※]。これは不動産エクイティのインカム・リターンに匹敵し、さらに社債や株式のインカム・リターンよりも高くなっています。

[※] 出所：NCREIF Property Index (NPI)、S&P、Giliberto-Levy、Bloomberg Barclays, 2021年10月時点

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。

建設ローン：特性、投資機会、およびリスク

サラ・ペダーソンは、プリンシパルが30年以上にわたって投資を行ってきた建設ローンの分野において、より高い利回りの獲得が可能であるとの見解を示しています。

建設ローンには、固定金利と変動金利のものがあり、期間も短期と長期のものが 있습니다。一般的には、プロジェクトの立ち上げ時に建設段階があり、物件の完工後は20年以上にわたって物件の運用・管理を行う恒久的な段階があります。建設ローンの多くはLTC^{※1}が55～70%であり、通常、貸手からすると比較可能なコア型の商業モーゲージローンと比べて25～75ベースポイントのスプレッド・プレミアムが期待できます。

建設ローンは、いくつかの標準的な特性を有しています。第一に、借手がプロジェクトに自己資本を全額投じるまで、貸手は融資を行わないことがほとんどです。例えば、LTCが60%のマンションに対する建設ローンの場合、貸手から実際に融資を受けるまでに、借手は建設費用の40%をまずは自ら拠出する必要があります。第二に、通常、融資は建設期間中に毎月行われ、（建設期間中はキャッシュフローが発生しないことから）利子は物件の収支がプラスに転じるまでローン残高に加算されます。また、融資で調達した資金で建設費用が賄える状態を維持する旨の条項を設けることで、借手がプロジェクトを完了するのに十分な資金を確保できるよう担保します。これによって、建設期間中にコストが上昇した場合や、借手が部屋数や新たな設備を追加することになった場合でも、貸手は不足資金を補うため、自己資本を追加するよう借手に要求することが可能です。第三に、通常、建設ローンの貸手は借手に対して完成保証^{※2}を設けることを要求します。この保証は、貸手がプロジェクトの完了を確認できた時点で解消されます。

建設ローンのリスクとしては、プロジェクトの完工までに時間がかかること、予算上の問題が生じる可能性があることなどが挙げられます。また、未稼働物件であることから、建設プロセスの他、完工後のリースアップも不動産開発業者（デベロッパー）に大きく依存することになります。従って、建設ローンを通じた融資には、アンダーライティング、運用・管理、不動産の建設に関わる高い専門知識および豊富な経験が必要になりますが、一方で、前述の通り、投資家はコア型の商業モーゲージローンと比較してより高いリターンを獲得することが可能です。加えて、他のローンタイプに比べてアクセスがやすく、プロジェクトが完工すれば、新築または改修済みの物件として不動産市場での価値が高い点も魅力的であると考えています。

借手は、建設資金の融資を受けるにあたり、標準的な建設ローン以外の方法でも融資を受けることが可能です。例としてメザンローンや優先エクイティがありますが、これらは標準的な建設ローンに比べて期間が短いことが多く、物件の種類や融資条件によっては相対的なリターンが低くなることがあります。また、シニアローンの貸手が借手によるメザンファイナンスを忌避する傾向があることから、借手にとってメザンローンを通じた資金の確保はより困難になっています。さらに、メザンローンによる融資はLTCを押し上げ、最大90%にまでなる場合があります。他の例として、リターン参加型建設ローンがあります。これは、エクイティの投資家を避け、個別の貸手との融資交渉を行いたい不動産開発業者にとっては魅力的な手法になっています。この融資形態では、LTCは最大で90%まで上昇しますが、貸手は完工後のキャッシュフローや物件の売却益に少数株主として参加できる仕組みになっています。

図表3：建設ローンに共通する特性

借手は建設費用を自己資本からも拠出することが求められる

建設期間中は毎月融資が行われる

利子は物件の収支が均衡するまでローン残高に加算される

借手は融資で調達した資金で建設費用が賄える状態を維持することが義務付けられる

完成保証は必須（ただし、返金保証は必須ではない）

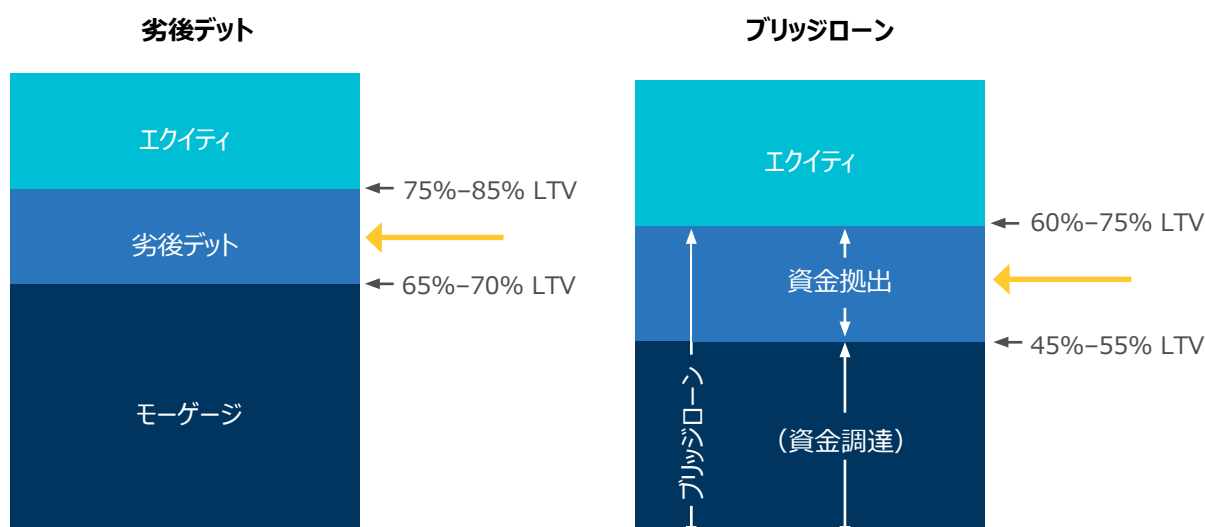
※1 LTC=Loan to Cost、開発総費用に対する債権額の比率

※2 ローンの借手がデフォルトした場合でも、保証人が完工までの費用などを負担する仕組み

ブリッジローンおよび劣後デット

トロイ・コートは、さらに2種類のプライベート・クレジット、劣後デットとブリッジローンについて紹介しています。劣後デットは、借手の資本構造（優先劣後構造）の中でモーゲージとエクイティの中間に位置します。劣後デットの利回り水準を決定する要因は様々で、借手の資本構造や物件の状況（立地や物件の改善余地など）がそれぞれ異なることから、同一条件の劣後デットは一つとして存在しません。また、劣後デットの多くはメザンローンの形態で融資が実施されます。

図表4：商業不動産プライベート・クレジットの資本構造の中での位置付け



出所：Principal Real Estate Investors, LTV=Loan to Value（担保掛目）

ブリッジローンは一般的に変動金利のシニア・モーゲージで、借手は改修やリースアップなどの事業計画を実行し、その後、不動産を売却する、または長期ローンに借り換えを行い運営・管理を継続します。不動産デッドファンドのマネージャーは、ブリッジローンにレバレッジをかけることで目標とする利回りの達成を目指します。実際の投資対象となるのは、ブリッジローン全体と銀行からの借り入れとの差額部分となります。

資金調達の手法には、銀行借り入れの利用、ローン担保証券（CLO）の発行、およびシニアデットの売却が含まれます。

なぜ、プライベート不動産デットに投資すべきか

プライベート不動産デット戦略に投資することで期待されるメリットには、以下が含まれます。

- 市場の80～90%が変動金利であることから、デレーション・リスクは限定的。
- 実物資産によって担保されているほか、借手の信用力というクッションが存在することから、損失を被るリスクが軽減される。
- 特定のシナリオにおいて株式をアウトパフォームすることがあり、さらに社債よりも相対的に高い利回りを提供。
- ダウンサイド・リスクはローンのストラクチャーによって軽減することが可能であり、また、リターンは不動産の評価額の下上に依存しない。

加えて、デットは本質的にディフェンシブな性質があり、さらに不動産デットは不動産賃貸料を裏付けとした安定的なキャッシュフローを投資家に提供します。また、インフレ圧力が高まっている現在の市場環境下では、変動金利は金利上昇に対するヘッジ手段として有効であると考えます。日々変化する市場環境を乗り越えられる豊富な知識や経験などを有する不動産デッドファンドのマネージャーを採用することは、投資家のポートフォリオを保護し、同時に超過収益獲得のための新たな投資機会を発掘する上で非常に重要です。

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

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance is not a guide to future returns. Fixed Income investments are subject to interest rate risk; when interest rates rise, the price of debt typically declines. 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. Commercial mortgages are subject to the basic risk of lending and direct ownership of commercial real estate mortgages - borrower default on the loan and declines in the value of the real estate collateral. 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. Subordinate Debt may or may not include loans that are not secured by interests in the underlying real estate but share all of the risks similar to senior commercial mortgages and in addition, the subordinate debt lender will not have the primary security interest in the real estate collateral that increases further the risks of subordinate debt lending.

Important information

Unless otherwise noted, the information in this document is accurate as of December 2021. 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.

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").
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- 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 (Chapter 289). 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.
- 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.

© 2021 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：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