



不動産デットへの投資：密を避けつつ、マスクは続けよう



2021年8月20日



臼井 はるな

アライアンス・バーンスタイン株式会社

責任投資推進室長

運用戦略部 シニア・インベストメント・ストラテジスト



米国経済の回復基調が鮮明となる一方で、投資家は新型コロナウイルスの変異株出現やインフレ圧力の高まり、中期的な利上げ期待など、さまざまな変化への対応を迫られている。アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）では、投資適格社債やハイイールド社債といった伝統的クレジット資産からの有効な分散投資先として、魅力的な利回りと比較的厚い投資家保護が享受できる不動産デット投資に以前から注目してきたが（[以前の記事『米国不動産の投資機会⑤：銀行規制の強化に伴い投資機会が拡大しているトランジション・ローン』](#)ご参照）、足元でこの資産クラスの魅力が高まりつつあると考えている。

環境変化を受けて、投資家はどのような点を考慮しながら投資をすべきなのか。長引くコロナ禍への対処と同様、分散により密を避けつつ、いたずらに回復期待に依存しすぎない、すなわちマスクを着け続ける姿勢が重要であろう。足元の状況やローンの変化、これから投資を行う際の留意点について改めて整理する。

不動産市場調査会社アーバン・ランド・インスティテュートによると、2020年の商業不動産取引額は2019

年対比で大幅な減少となったものの、2020年10-12月期以降は回復トレンドが鮮明となり、年央の予想を上回る水準での着地となった。ABが注目する不動産デット、特にトランジション・ローン（商業不動産の改装やテナント入れ替えに伴う資金の貸し付け）についても需要回復が鮮明となる一方、ローン案件の中身はコロナショック前と大きく異なってきた点に注目している。

コロナショック前は、堅調な景気と商業不動産価格動向を受け、改装対象であるオフィスビルやショッピングモールの物件取得から改装、そして売却によるエグジットまで、一連のプロセス全体をカバーするローンへのニーズが多く見られた。貸し手にとっては、改装プロセス全体のリスクを精査した上で受け入れる必要があった。また、全般的な借り入れコストの低下を受けて、貸し手にとってローンのリスクを表す指標であるローン・トゥ・バリュー（ローン金額を裏付け物件の価値で割ったもの。高いほどローンのリスクが高い）についても高止まりの傾向が見られていた。

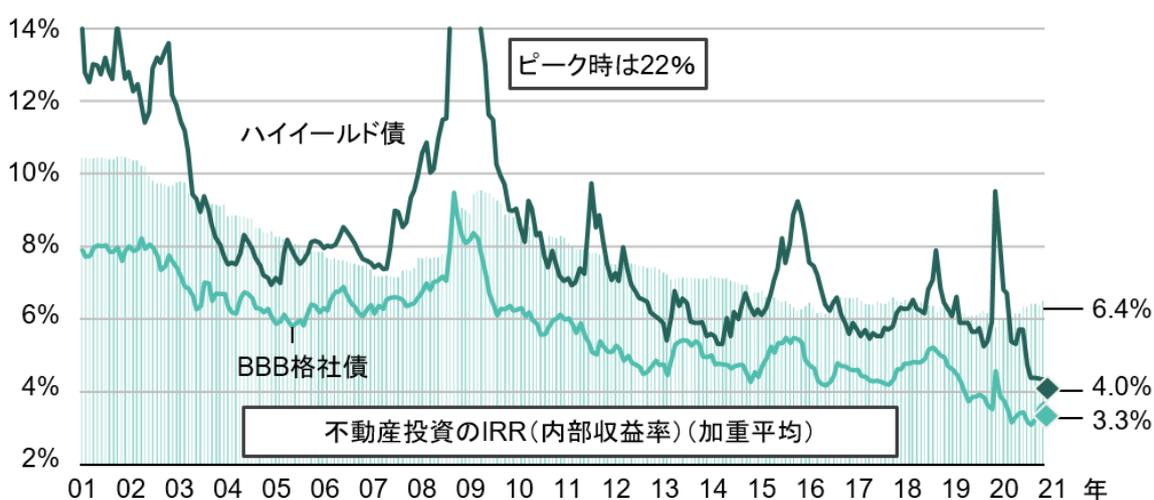
コロナショック後、これらの状況は一変した。トランジション・ローンの主な借り手であるプライベート・エクイティ・

当資料は、2021年8月10日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

ファンドが、商業不動産価格が回復しきらない状況での物件売却を避けるために売却タイミングを先送りしたことから、売却までのつなぎ融資としてのローンニーズが発生した。また、パンデミックの影響で改装やテナント確保に遅れが出た案件について、ローンの借り換えを行って改装計画の見直しを行うケースも多く見られた。こうしたローンは、改装プロセス全体ではなく、トランジションの最終局面を主に対象とすることから、裏付けのリスクは相応に低下することとなり、ローンの投資家にとって魅力的な投資対象となり得る。

さらに、コロナショックによる一時的混乱が落ち着きつつある一方で、回復動向は物件タイプや地域、借り手ごとに差が出始めており、個別のローン案件を精査して選別的な融資を行う貸し手にとっては腕の見せ所となる局面が到来している。コロナショックの影響が比較的軽微であった家族向け集合住宅やデータセンターといった物件タイプに加えて、足元では高品質のオフィスやライフサイエンスビルディングなどで需要が出てきている。また、一部の地域にとどまってはいるものの、ホテルや小売りといった景気連動性の高い物件タイプについても、徐々に検討に足る案件が出始めている。

【図表】 不動産リターンと債券利回り(グロス・ベース)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。グロス・ベースのリターン(には各種手数料や諸経費は含まれないため、実際のリターンは上記より低くなります。上記はあくまでも例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。また資産運用における組み入れを示唆・保証するものではありません。格付けはムーディーズの定義に基づきます。2021年7月8日まで。出所:バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ(ハイイールド債)、ムーディーズ(Baa格社債)、グリーン・ストリート(不動産投資のIRR)、AB。巻末の「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

トランジション・ローンはプライベート・アセットとしての特色から、貸し手が専門家としてのネットワークを駆使して魅力的なトランジション案件を見つけ出し、リスク分析をしっかりと行った上で適切な組成を行い、分散を通じてローン・ポートフォリオ全体のリスクを低減することが安定した投資リターンを確保する上でのポイントとなる。現在のように、全体的には回復しつつも個別案件による差が大きい環境においては、リスク分析に裏付けられた機動的な融資判断が大きなカギを握るが、これを担保する上で重要なのが借り手との1対1の交渉権を可能な限り確保することだ。複数ではない単独のシニア・レンダーとしての融資を選好し、かつ借り入れによるレバレッジを使用せずに利害関係者を可能な限り減らすことによって、機動的な組み入れや返済計画変更への対応を行うことができる。貸し手にとって最終

的な回収価値を最大化するための施策を、他の利害関係者に左右されずに実行できるためだ。

市場性クレジット資産の利回りが低水準で推移し、中期的な利上げ観測も強まる中、コロナショック後の回復期待が依然まだら模様となっているトランジション・ローンは密を回避する分散投資先としての魅力を増している。そして、不確実性が再び高まり得る環境下だからこそ、一本調子に回復期待を追いかけるのではなく、マスクの着用、つまりリスクをしっかりとコントロールできる仕組みを確保しておきたいところである。個別案件ごとに異なる環境やリスク特性をしっかりと見極めた上で、貸し手の機動性と柔軟性を担保する仕組みでの投資を行うことが、トランジション・ローンからの安定したインカム確保を実現する上で肝要となろう。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されており、これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義をお客様に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

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・説明書類の公表義務等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴収・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。

	S&Pグローバル・レーティング	ムーディーズ・インベスターズサービス	フィッチ・レーティングス
格付会社グループの呼称について	+ 格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」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：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5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（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）	+ 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。） + グループ内の信用格付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）
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「フィッチ・レーティングス」の付与した信用格付のうち「フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	S&Pグローバル・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」（ www.standardandpoors.co.jp/unregistered/ ）に掲載されています。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（ https://www.moodyys.com/pages/default_ja.aspx/ ）の「信用格付事業」をクリックした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」に掲載されています。	フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（ https://www.fitchratings.com/ja/ ）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されています。
信用格付の前提、意義及び限界について	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た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、デュデリジエンスまたは独自の検証を行っており、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、利用可能な非財務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。	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いない。 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、公表情報を基盤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。	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的対象とはせず、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順位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実や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご確認ください。

当情報は、2021年6月30日にアライアンス・バーンスタイン株式会社から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・完全性を保証するものではありません。詳しくはS&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社、ムーディーズ・ジャパン株式会社及びフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様にご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等を投資対象とします（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%（税抜3.0%）です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%（税抜1.880%）です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。