



ALLIANCEBERNSTEIN®

米国商業用不動産投資 (CMBXシリーズ6) の魅力に迫る

商業施設の不振が米国商業用不動産投資の
アキレス腱になるという「常識」を検証する

ブライアン・フィリップス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー 商業用不動産債券 リサーチ・ディレクター

キンバリー・チャン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー 商業用不動産債券 リサーチ・アナリスト

エリック・ゴールドスタイン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー 商業用不動産債券 リサーチ・アナリスト

ジョン・ホアン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー 商業用不動産債券 リサーチ・アナリスト

当資料は、2019年10月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、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、データ等は作成時点のものであり、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。ABには、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。

CMBXシリーズ6を巡る論争にスポットライトを当てる

近年、米国ではモールの閉鎖に歯止めがかからないとの思惑から、ヘッジファンドなどの投機筋はモールなどの商業施設向けローンを多く含む商業用不動産担保証券（CMBS）に着目し、CMBSのパフォーマンスが指数化されたCMBXでショート・ポジション（売り建て）を構築している。CMBXはCMBSが組成された年別にシリーズ化されており、全シリーズの中で商業施設へのエクスポージャーが相対的に高いシリーズ6（2012年ビンテージ、以下「当シリーズ」と言うことがある）でこうした動きが目立つ。こうした動きは、米国のメディアでも度々取り上げられており、モールなど商業施設を対象とする不動産ローンのデフォルトが次なる大規模なショート・ポジション構築の対象として紹介されている。

これら投資家はモールの多くは衰退に向かっており、CMBXシリーズ6が対象とするCMBSのローン（以下、CMBXシリーズ6が対象とするローン）でデフォルトが相次ぎ、ローン損失率は高止まりすると主張している。たしかにアパレル関連企業は店舗網を縮小させており、入居するモールからの退店が散見される。このような状況が続けば、多くのモールが衰退に向かう可能性が高い。また、一部のモールの所有者は悲観的な見通しの下、設備投資に消極的になっているとの声も聞かれ、全米に現存するモールのうち、1/3程度は今後閉鎖に追い込まれるリスクがある。

ただ、モール業界の実態に目を向けると、こうしたネガティブな見方とは異なる複雑な状況が見えてくる。多くのモールの所有者はバリューアップのための投資意欲を失っておらず、特に地域の主要なモールでそうした傾向が強く見られる。継続的に投資を続け、魅力あるスペースを提供できる物件は、同地域の競合物件が閉鎖に追い込まれた場合でも、そこに入居するテナントを誘致することができる。

現在、CMBXシリーズ6が対象とするCMBS 25本にはモール向けローンが37本含まれている。これら全てのモールがこのまま存続できるとは考えていないが、多くは商圈における主要な商業施設として認知されている。今後も潤沢なキャッシュフローを維持することができると見ており、競争力を維持するための中長期的な修繕やローンの約定返済や利払い能力に特段の懸念は生じていない。また、物件所有者は大手の投資家が多く、大規模なバリューアップを行う資金力もある。

CMBXシリーズ6に含まれるモールの規模は、米国のモール業界全体の0.5%にも満たない。仮にアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）の予想に反し、モールを取り巻く環境の悪化により、市場全体でローンのデフォルトが加速したとしても、足元で積み上がっている大規模なショート・ポジションは行き過ぎであると言える。

ABのファンダメンタルズ分析では、CMBXシリーズ6が対象とするCMBSのローン損失率は、保守的に見ても低位で安定推移すると見ている。多くの市場参加者がCMBXシリーズ6をショートする中、逆にロング・ポジションを取ることで非常に高いリターンを獲得できると考えている。

CMBXのパフォーマンスは単純でなく、多くの要素が複雑に絡み合っている。さまざまな角度から検証を行う必要があり、ファンダメンタルズ分析が極めて重要な資産クラスである。当資料ではCMBXシリーズ6に対するABのファンダメンタルズ分析結果を詳しく解説し、特に注目度が高いモール向けローンにおいて、重点的にリスクの検証を行っている。また、同時にモール業界について、直面する課題や足元で見られるポジティブな変化を深掘りし、モール業界の衰退を巡る各種論争に対するABの見解を説明する。

目次

CMBXシリーズ6のショート・ポジションについて.....	1
CMBXシリーズ6について知る	4
オムニチャネルが生み出す好循環	10
米国の伝統的なモールの歴史.....	12
時代と共に変化するCO-TENANCY	20
CMBXシリーズ6のモールの個別分析	22
ケーススタディ： 物件実査がいかに関与する分析を強化するか.....	24
ケーススタディ： シュガーローフ・ミルズ向けローンの条件変更事例.....	44
多くのシナリオを検討した結果、1つの結論に至る	46
まとめ	48
補足資料.....	49



CMBXシリーズ6のショート・ポジションについて

CMBX シリーズ 6 でショート・ポジションを構築する投資家は、多くの重要なポイントに目を向けていないと AB では考えている。AB では以下のポイントに着目している。

- + CMBX シリーズ 6 が対象とするローンは商業施設に集中している訳ではなく、実際には大半が商業施設以外の不動産に対してファイナンスされたローンである。商業施設以外の不動産はネット・オペレーティング・インカム (NOI) が堅調な成長を続けており、不動産価格は当シリーズが組成された 2012 年の水準から大きく上昇している。また、デフィーザンス条項が行使 (実質的な返済にあたる) されたローン¹ の割合が平均よりも大きい
- + CMBX シリーズ 6 にはモール向けローンが 37 本あるが、多くは商圈において主要な商業施設として認知されている。それらの物件は潤沢なキャッシュフローを生み出し、債務返済能力に特段の懸念は生じていない。現時点でデフォルト・リスクは非常に低い
- + モール向け 37 本のローンの一部は、期日の延長手当てを受けるものも出てくるが、大半のローンは最終的に完済されると分析している。また、デフォルトするローンも元本の一部は回収されると予想している
- + デフォルトの可能性が高まったローンは債権回収を専門とするスペシャル・サービサーへ移管される。物件差し押さえによる強制売却は複雑で長いプロセスであり、また、逆に多額の手数料が発生して債権回収可能額を低下させる可能性がある。そのため、一般的には期日の延長といった条件緩和が行われ、まずデフォルト回避を目指すケースが多い
- + CMBS は優先劣後関係があるトランシェ別に発行されており、損失発生は一部の低位 (劣後) トランシェに留まり、CMBX シリーズ 6 全体では損失率は低位に留まると予想
- + 当シリーズは他のシリーズより商業施設向けローンの割合が大きく、たしかにリスク・ファクターではあるが、大量に積みあがったショート・ポジションを肯定できるものではない。このショート・ポジションに対し、ロング・ポジションの割安感は大きく増しており、中長期的に高いリターンが期待できる

CMBX シリーズ 6 が対象とするローンの分析や裏付資産のモールのファンダメンタルズについて後半で詳しく説明を行うが、まずは CMBX シリーズ 6 を巡る主な論点について紹介したい。

CMBX シリーズ 6 に含まれる商業施設向けローンは本当に多すぎるのか？

当シリーズをショートする投資家は商業施設向けローン残高の大きさに着目している。当シリーズが対象とする商業施設向けローンは全体の 36% あり、2010 年以降に組成された CMBS の平均 29% を上回っている。なお、商業施設以外のローンでは実質的なローン完済にあたるデフィーザンスが進んでおり、それらを控除すると、商業施設向けローンの割合は 44% へ上昇する。

この水準だけを見ると、たしかに商業施設向けローンの割合は高いが、表面的な事実だけにフォーカスすべきではない。まず、CMBS のトランシェ毎に設けられているクレジット・エンハンスメント (信用補完) に着目すべきである。個別ローンの損失率がクレジット・エンハンスメント水準に達しなければ、対象のトランシェでは損失が発生しない仕組みになっている。当シリーズが組成された 2012 年以降、約定返済に加え、デフィーザンスされたローン残高は増加しており、裏付資産であるローンのクオリティは改善している。その結果、クレジット・エンハンスメント水準は上昇が続いている。現状、BBB- トランシェは 10.7% (組成時点比 +3.9%)、さらに下位の BB トランシェでも 8.2% (組成時点比 +2.9%) の水準にある。当シリーズをショートする投資家の思惑どおり、商業施設向けローンでデフォルトが相次いだとしても、信用保管のスキームがあるため、多くのデフォルトケースで損失は一部の低位トランシェに留まる可能性が高い。

ではどの程度のデフォルトが発生すると、各トランシェでどの程度の損失が発生するか試算してみよう。前提条件としてデフォルト発生によるローン損失率を 50% とおき、CMBS のクレジット・エンハンスメントは CMBX シリーズ 6 が組成された 2012 年当時の水準を用いた。BB トランシェが全損して、BBB- トランシェにも損失が発生し始めるローンのデフォルト率を逆算すると 37% と高い水準となった。なお、足元の改善されたクレジット・エンハンスメント水準を使用した場合、この BBB- トランシェに損失が発生し始めるローンのデフォルト率は 49% まで上昇する。

ウェルズ・ファargoの調べでは 1995 年から 2017 年の期間における商業施設向けローンのデフォルト率は平均 10.1% に留まり (ローン債権が 3% 以上毀損した案件で集計)、これらの水準までローンのデフォルト率が悪化することは想定しづらい。CMBX シリーズ 6 組成時からすでに 7 年が経過しているが²、当シリーズで発生

1 デフィーザンス条項が行使されると、ローン債権は同価値・同年限の米国債または同国エージェンシー債と交換され、実質的にローンは完済された扱いとなります。
2 2012年以降、CMBXシリーズ6ではローン残高の17%が期限前返済され、8%が約定返済されました。約定返済率は残高に対して年間2-3%の規模。さらにデフィーザンスされたローンが14%も積み上がっており、実質、ローン組成額の1/3が返済されたこととなります。
当資料における格付は、S&P、ムーディーズ、フィッチの定義に基づきます。巻末の「無登録格付に関する説明書」をご参照ください。

した累積デフォルト率は1.78%しかなく³、累積ローン損失率も0.13%に留まっている(図表1)。

2008年から2009年にかけて発生した金融危機以降、米国不動産市場ではネット・オペレーティング・インカム (NOI) の堅調な成長を背景に、不動産価格は上昇基調が続いている。2012年以降、商業用不動産の価格は79%も上昇した(図表2)。商業施設以外の物件タイプでの価格上昇が全体の伸びをけん引しているが、商業施設でも47%の価格上昇が見られる。こうした流れを背景に、

CMBX シリーズ6が対象とするローンの延滞率は低位で推移し、期限前返済も進んでいる。

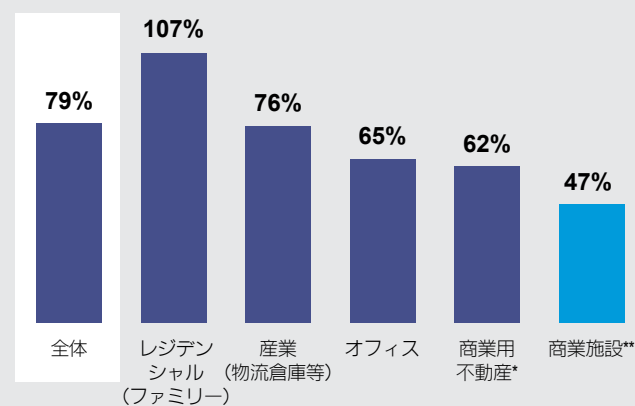
図表1: CMBXシリーズ6が対象とするローンでは、デフォルト率、デフォルト・ローンにおける損失率、CMBSで発生する損失率は全て相対的に低い

CMBXシリーズ	組成された年	累積デフォルト率	累積ローン損失率	デフォルト・ローンの損失率
CMBX.6	2012	1.78%	0.13%	21.60%
CMBX.7	2013	3.30%	0.28%	52.73%
CMBX.8	2014	1.80%	0.12%	42.36%
CMBX.9	2015	1.37%	0.00%	3.06%
CMBX.10	2016	0.23%	0.02%	61.40%
CMBX.11	2017	0.31%	0.00%	N/A
CMBX.12	2018	0.00%	0.00%	N/A

2019年3月31日現在
出所: インデックス・ソリューションズ、ウェルズ・ファーゴ証券

図表2: 2012年から2018年にかけて、商業施設は平均で47%も価格が上昇

RCAが発表する商業用不動産価格指数の変化(2012年-2018年)



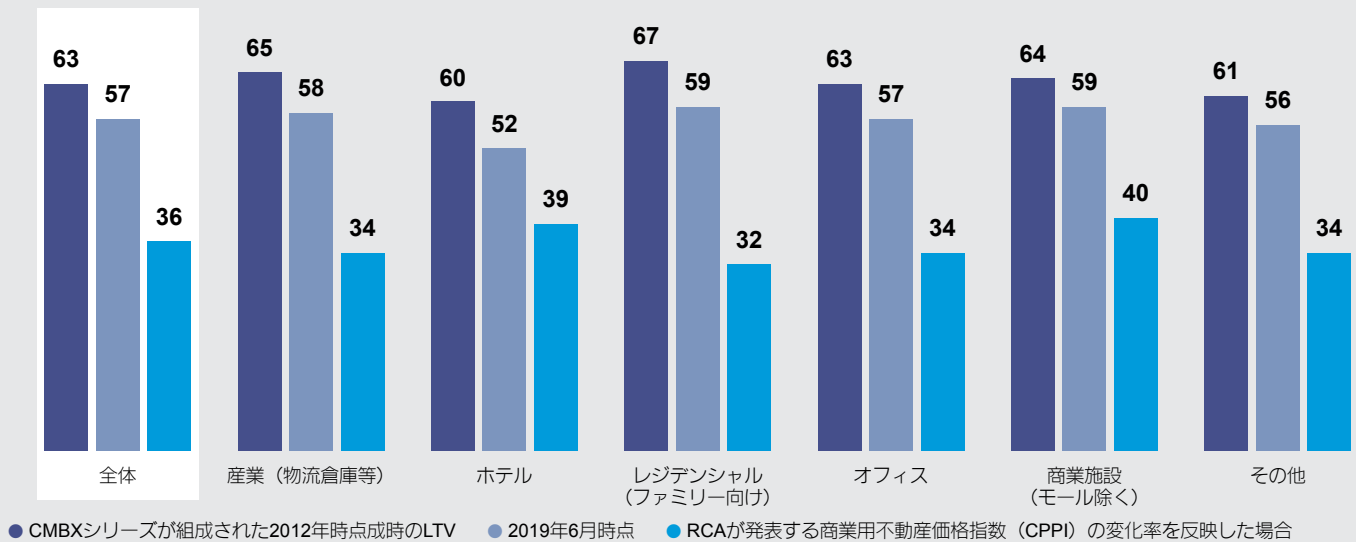
2019年6月30日現在
* 商業用不動産には、産業、オフィス、商業施設が含まれます。
** 商業施設の価格変化にはモールも含まれますが、取引実績が相対的に低い
ため、寄与度は小さくなっています。
出所: リアル・キャピタル・アナリティクス (RCA)

3 CMBXシリーズ6で過去7年間で発生した累積デフォルト率は、7年間で発生し得る長期平均を下回ります。



CMBXシリーズ6のクレジット・エンハンスメントは 2012年から改善している”

図表3: CMBXシリーズ6が対象とするローン（モール除く）のLTV（不動産価値に対するローン残高の割合）は大きく低下
LTV (%)



2019年6月30日現在
出所: RCA、トレップ、AB

CMBX シリーズ 6 のファンダメンタルズを下支えする材料は、改善が進むクレジット・エンハンスメントや堅調な不動産市場を背景とする低い延滞率だけではない。ローンのクオリティ、すなわち LTV（不動産価値に対するローン残高の割合）も改善が続いている。図表 3 で当シリーズが対象とするローンの LTV を物件タイプ別（モール以外）に比較した。一般的にローンは元本に対して年間 1 - 3% 程度の約定返済が設けられており、全体の LTV は組成時の 63% から 57% へ改善している。さらに不動産価格の上昇を加味すると、実質、LTV は 36% まで低下する（デフィーマンズ条項を行使したローンや債権回収サービサーが介入している案件は除く）。LTV の低下により、ローン期日におけるリファイナンス・リスクは低下し、また、物件売却を行う場合も、柔軟な価格交渉が可能となり、エグジットのがい然性が高まっている。これは全て CMBS 投資家にとって、損失発生リスクの低下を意味する。

デフィーマンズ条項を行使する動きにも注目している。2012 年の当シリーズ組成以降、デフィーマンズによって実質的に完済扱いとなったローン残高を含め、ローン組成総額の 1 / 3 がすでに返済されている。2019 年に入り、デフィーマンズする動きは加速しており、2018 年 12 月末時点で 8% だった実施額は 2019 年 6 月末時点で 14% へ上昇している。特にオフィス物件でのデフィーマンズ行使が多く、オフィスだけで 4.4% を占める（2019 年 6 月末時点）。商業施設での行使も増えており、2.9% ある（同時点）。

デフィーマンズ条項が行使されると、ローン債権は同価値・同年限の米国債または同国エージェンシー債と交換され、実質的にローン完済の扱いとなる。デフィーマンズ条項が行使される背景は、金利低下を受け、ローンの調達コストが低下、キャップレートも上昇圧力が弱まる中、新規物件の投資に資金を振り向けたい投資家が増えているということだ。当然、CMBS 投資家や CMBX でロン

(6ページへ続く)

CMBXシリーズ6について知る

CMBX は IHS マーケット社が提供する CMBS のパフォーマンスに連動したインデックスであり、ロング(買い建て)及びショート(売り建て)の取引を行うことができる。構成される CMBS は全て同じ年に組成され、合計で 25 本あり、構成割合は均等(1本当たり 4%)となっている。2009 年以降、CMBX の新規組成は一時停止されたが、CMBS 市場の回復とともに、2012 年の本件シリーズ 6 によって再開された。CMBX の対象となる各 CMBS は 40 以上の不動産ノンリコース・ローン(全て固定金利、期前返済に対するペナルティあり)を対象としており、ローンがプールされている信託は、ローンの融資対象物件に対して第一順位の担保権を有する。

CMBS は複数のトランシェに分かれており、それぞれのトランシェには格付が付与される。最も信用力の高い(優先順位の高い)トランシェが AAA 格、最も信用力の低い(優先順位の低い)トランシェは B 格となり、格付がつかないトランシェも存在する。格付に応じてクレジット・エンハンスメント(信用補完)が設定されており、ローンの損失率がクレジット・エンハンスメントの水準に達しなければ、そのトランシェは毀損しないことを意味する。クレジット・エンハンスメントの水準が高いほど、そのトランシェには高い格付が付与される。

担保物件の価値が減少すると、まず最初に毀損するのは借入人(不動産を購入した投資家)のエクイティ出資部分であることを覚えておきたい。当シリーズにおけるエクイティ出資比率の平均は 37% であり(すなわち LTV の平均が 63%)、物件の価値が 37% を超えて低下しない限り、理論上は最下位トランシェであっても CMBS で損失は発生しない。仮に 37% を超える物件価値の低下があった場合、BB 格トランシェはクレジット・エンハンスメントが 5% しかないため、損失が発生するリスクが高い。ただ、AAA 格では 30% のクレジット・エンハンスメントが設けられており、高格付トランシェまで損失が及ぶ可能性は非常に低いといえる。2009 年以

降に組成された CMBS の大半にこうしたクレジット・エンハンスメントが設けられている。

CMBX も CMBS に合わせ、格付別のトランシェが提供されている。また、CMBX は CMBS の満期に一致するようにストラクチャーされている。仮に CMBS が対象とするローンが予定返済日に完済されなかった場合、対象ローン債権の規模に応じて CMBS の年限が長期化し、あわせて CMBX も長期化する。

CMBX でポジションを構築する場合、投資家はクレジット・デフォルト・スワップ市場にてプロテクションを売買する。プロテクションの売り(ロング)は CMBS のエクスポージャーを取ることで、プロテクションの買い(ショート)は CMBS のエクスポージャーを外すことを意味する。

上述のとおり、CMBX は 25 本で構成され、それぞれの CMBS には 40 を超えるローンが含まれており、CMBX を通じて CMBS のエクスポージャーを取ることで、個別の不動産リスクをさらに分散させることが可能だ。また、CMBX の取引量は CMBS 25 本の総取引量を 20 倍も上回っている(CMBX シリーズ 6 の 2018 年実績)。CMBX の取引量は日によって差があり、必ずしも常に高い流動性を提供しているとはいえないが、多くの投資家が参加し、透明性が非常に高い市場であることは間違いない。

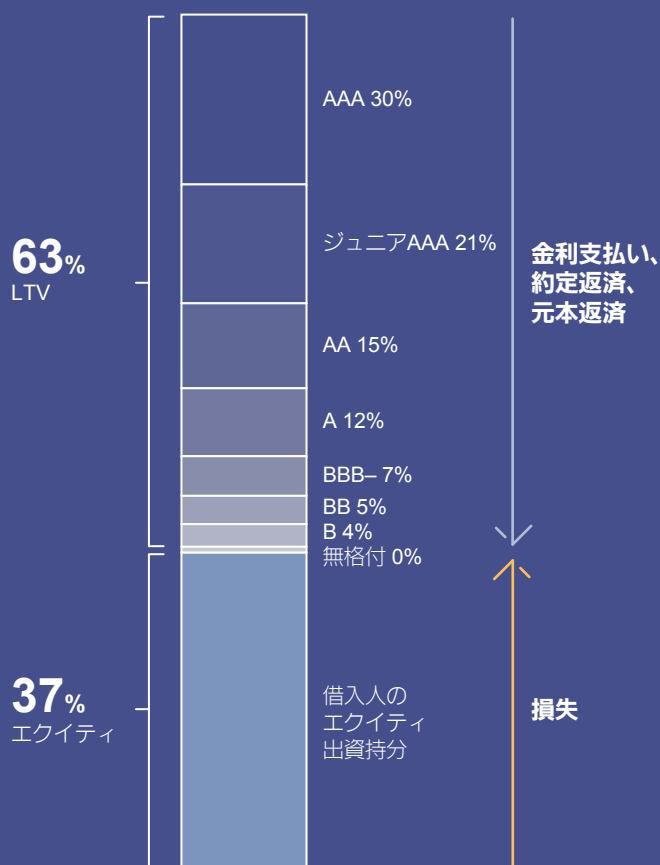
クーポン、アップフロント・ポイント、レバレッジ

CMBX でロング・ポジションを構築する際、クーポンを定期的に獲得することができる。さらにアップフロント・ポイントと呼ばれるプレミアムをポジション構築時に得ることができる。ただ、アップフロント・ポイントがマイナスの場合、逆に支払うことになる場合もある(頻度はプレミアムを享受する場合に比べて低い)。ポイントの計算方法は、額面(100 米ドル)から CMBX の価格を引いたものとなる。

CMBSのトランシェ構造：

どういった状況でCMBSの損失が発生するか？

CMBXシリーズ6：組成時点におけるクレジット・エンハンスメント
(平均)



例えば、CMBX シリーズ6のBB格トランシェが79米ドルで取引されていたとしよう。ロングする投資家は年率5%のクーポンに加え、21米ドル(100米ドル-79米ドル)をショートする投資家からアップフロントで獲得することができる。CMBS 1本当たりの構成ウェイトは4%であることから考えると、21米ドルは5本のCMBSのBB格トランシェが満期において全損する可能性を織り込んでいる。仮にそれ以上の損失が発生した場合、その規模に応じてクーポンは減額され、アップフロントを逆に支払わなければならない。

ただ、ここで重要なことは、BB格トランシェで損失発生リスクが高くキャッシュフローが脆弱なモール向けローンは少なく、ダウンサイド・リスクは限定的であることだ。

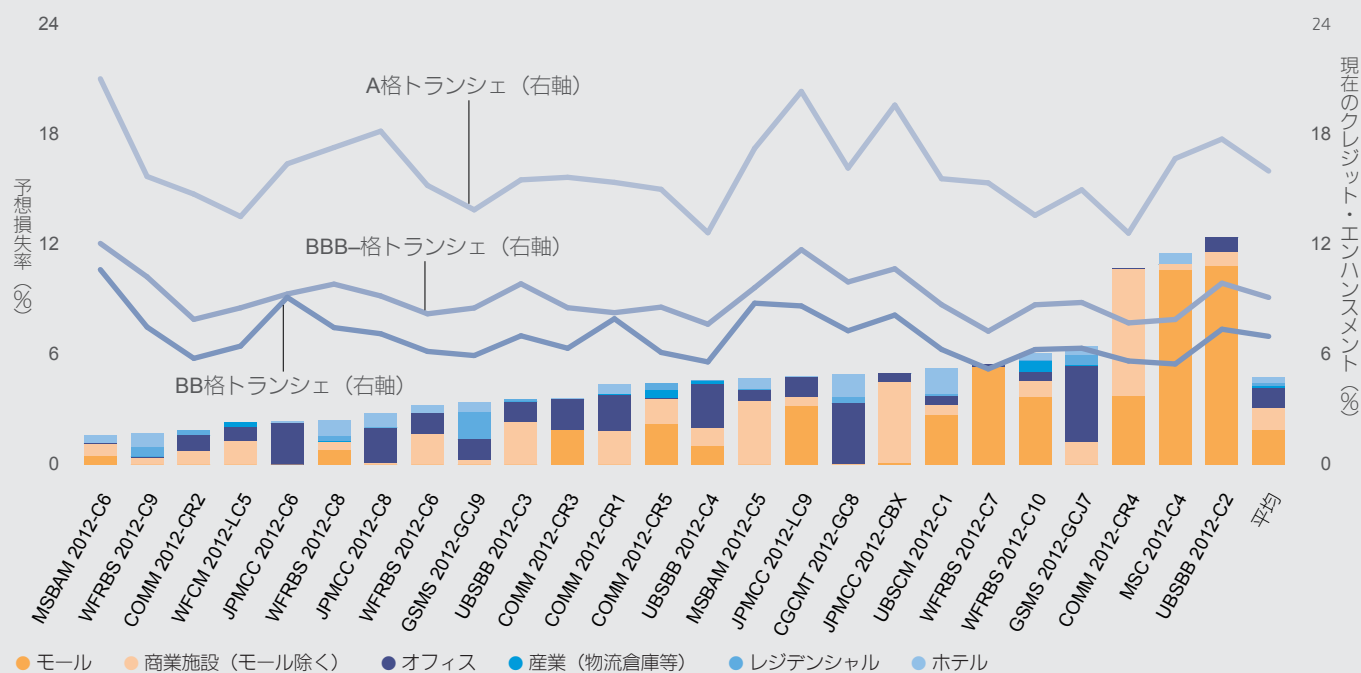
次に先ほどの例を用いて、期待リターンを計算したい。今回はCMBSの残存期間を4年とし、期中に12米ドルの損失が発生すると仮定しよう。この場合、BB格トランシェの期待リターンは累積ベースで28%となり、年率換算するとおおむね7%と高い水準となる。

大半のCMBXシリーズは差金決済の取引である。当初の証拠金は0% - 10%の範囲で行われ、リターンにはレバレッジがかかるため、非常に魅力的な水準となりやすい。例えば、CMBXシリーズ6のBB格トランシェをロングする投資家があり、先ほどの例において10%の証拠金で取引を開始したとしよう。レバレッジ後の期待リターンは280%にもなる(資金調達コストは加味せず)。逆にこれはCMBXシリーズ6をショートする投資家にとって、巨額の損失が発生することを意味している。

2019年6月30日現在
出所：CMBSのタームシート

図表4: CMBXシリーズ6が対象とするCMBS 25本では、相応規模の損失が発生するCMBSは3本のみであり、損失は商業施設向けローンに集中している

各CMBSの予想損失率（物件タイプ別）とクレジット・エンハンスメント*の水準（トランシェ別）



*ディファイザンス・ローン調整前
2019年6月30日現在
出所:トレップ AB

(3ページからの続き)

グ・ポジションを構築している投資家にとっては、物件固有のリスクが削減されるディファイザンス条項の行使は歓迎すべき流れだ。

図表4は当シリーズを構成する25本のCMBSにおいてABが予想する損失率(左軸)であり、物件タイプ別に集計している。右軸はCMBSのクレジット・エンハンスメント水準となる。棒グラフが折れ線グラフを上回る、すなわち損失率がクレジット・エンハンスメントの水準を超えているトランシェでは、損失が発生することを意味する。

棒グラフで示した予想損失率を見ると商業施設(特にモール)の割合が目立つものの、その絶対水準は低く、BB格トランシェが完全に毀損し、BBB一格トランシェも一部毀損すると予想するCMBSは25本中3本しかない。見方によってはリスクが高いように見えるが、各CMBSの構成比率はわずか4%に抑えられている。なお、他にも際どい水準ではあるが、BB格トランシェがわずかに毀損する可能性があるCMBSは3本あった。

商業施設やモールのリスクはどれくらいあるのか

ここからは、商業施設のファンダメンタルズについて説明したい。商業施設は1棟の建物に多数のテナントが入居するモールと、オー

ブン・スペースに多くの店舗物件が並ぶショッピング・センターの2つに大きく分類される。また、ショッピング・センターには、広大な敷地に複数の大規模小売業者が店舗を構え、中小規模の店舗が軒を並べるパワー・センターと呼ばれるショッピング・センターや中小規模の店舗が軒を並べるストリップ・センターと呼ばれるショッピング・センターがある。

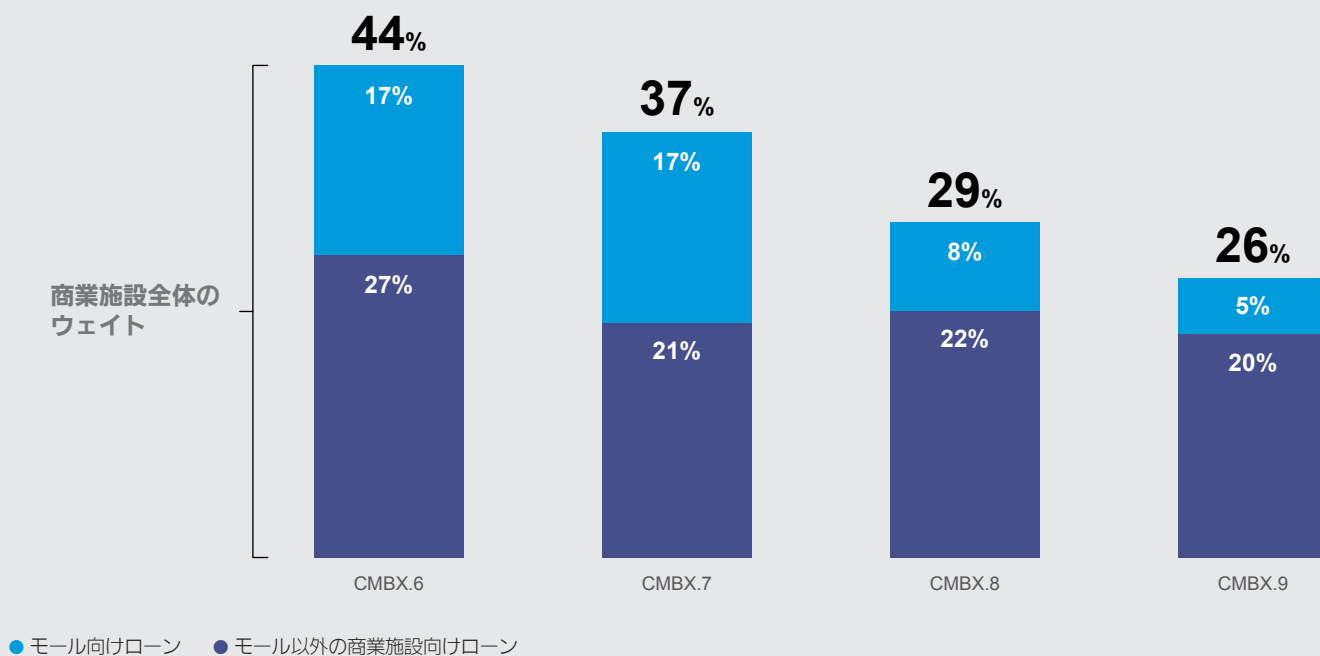
CMBX シリーズ6でショート・ポジションを構築する投資家は、商業施設向けローン残高の大きさに着目すると同時に、モール向けのローンが大部分を占めていると主張している。商業施設向けローン残高自体は全体の44%と他のシリーズより大きい。モール向けローン残高は17%に留まる(図表5)。その内訳は、最高級のAクラスが6%、B及びCクラスが11%となる(Dクラスは含まれず)。

モール業界の実態に迫る前にまずは、当シリーズで27%を占めるショッピング・センターのファンダメンタルズについて簡単に検証するが、全体的に安定していると判断している。一般的なショッピング・センターは食品や日用品などの生活必需品を取り扱う小売店舗を中心に形成される。食品スーパーやディスカウント・ストア(ウォルマートなど)に対する消費者の需要は底堅く、インターネット販売の脅威も相対的に低い。また、中小規模店舗への出店需要も増しており、百貨店やアパレルなどのテナント退去が目立つモールと状況は異なる。商業施設のリスクは一括りに見るべきではなく、物件によって状況が大きく異なることを認識する必要があり、物件によって着目すべきリスク・ファクターも異なる。

なお、ファンダメンタルズが相対的に安定するショッピング・センターについても決して楽観的な考えを持っている訳ではなく、ダウ

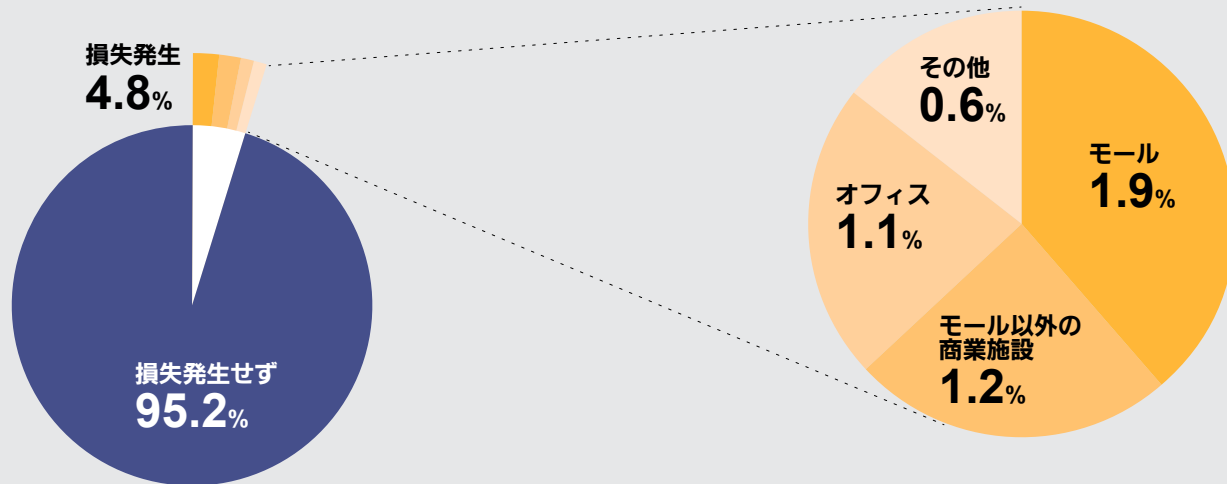
図表5: 商業施設全体のエクスポージャーは高いが、モール以外の商業施設が半分以上を占める

商業施設向けローンの割合(デフィーマンズ・ローン調整後)



2019年6月30日現在
端数処理の関係で合計が合わない場合があります。
出所: トレップ, AB

図表6：CMBXシリーズ6で発生すると予想する損失率の内訳（物件タイプ別）



2019年6月30日現在
出所：トレップ AB

ンサイド・リスクは存在している。例えば、ドラッグストア業界は近い将来に店舗統廃合を行う可能性がある。また、食品スーパーについてもディスカウント・ストアが食品販売へ参入する中、インターネット販売の脅威が徐々に高まり、価格競争が加速し、利益率の悪化から店舗閉鎖が進むリスクを警戒している。特に中小規模の食品スーパーはマージン低下への対応力が相対的に弱いため、特に注意が必要と考えている。

これらのダウンサイド・リスクは、ショッピング・センター向けローンの分析に保守的に織り込んでおり、その結果、当シリーズに含まれるショッピング・センター向けローンのデフォルト率は17%と予想することができる。この水準はCMBS（シリーズ6に含まれるCMBSに限らず）における商業施設向けローンの長期平均デフォルト率10.1%を上回る。しかし、クレジット・エンハンスメントや高い分散効果などの影響から、当シリーズ全体で見るとショッピング・センター向けローンのデフォルトを起因とする損失は1.2%に留まる（図表6）。

ABではファンダメンタル分析においてダウンサイド・リスクにフォーカスしており、極めて保守的なストレスをかけている。例えばショッピング・センターの担保物件の評価に採用するキャップレートは当シリーズ平均で15%にもなり、組成時の平均8%と比べても、相当なストレスを掛けていることが分かる。当然、賃料や稼働率など他の項目でも想定し得るダウンサイド・シナリオを考慮し、必要なストレスを掛けている。

デフォルトを想定するショッピング・センター向けローンでの損失率は30%を採用したが、この水準は市場全体の長期平均41.1%を下回る。CMBXシリーズ6が対象とするローンが組成された当時は不動産市場が回復し始めたころでもあり、課せられた年間約

定返済の比率は他のシリーズが対象とするローンより大きい点を勘案した。

なお、モール向けローンについても、保守的な目線で分析を行った結果、当シリーズ全体で見ると損失は1.9%に留まると予想している（図表6）。他の物件タイプでも同様の分析を行い、その結果、CMBXシリーズ6全体における損失発生は4.8%に留まると予想している。なお、上述のとおり、損失が発生するトランシェは一部の低位トランシェに限定されると考えている。

本当にモール業界は衰退に向かっているのか？

ここからはモール業界が直面する課題や足元で見られるポジティブな変化について深掘りしていきたい。

CMBXシリーズ6をショートする投資家同様、ABでもCMBXにおける損失はモール向けローンが最も大きいと予想しているが、上述のとおり、その絶対水準は低い。CMBXのポジションを見ても分かる通り、モールに対する見方は投資家によって大きく異なる。モールや小売業界を巡り、メディアや市場では活発な議論が行われているが、一部では偏った通説が生まれている。いくつか代表的なものを紹介し、その実態を明らかにしたい。

通説：消費者はいずれ全ての買い物をインターネットで行うことになる

現実：企業が販売チャネルをインターネット上にも拡大させる中、消費者は実店舗での商品購入とオンラインストアでの商品購入の併用に利便性を感じ始めている

小売企業は販売チャネルの近代化を目指し、直近数年間でインターネット販売のインフラ整備に積極的な投資を行い、実店舗と



小売業界において、実店舗は引き続き重要な販売チャネルと位置付けられている”

インターネット販売のバランスを最適化させることを目指してきた。消費者の中でも特にミレニアル世代は、実店舗とオンラインストアを併用する傾向が強く見られる。インターネット上での買い物は便利で、商品を自宅へ郵送、または実店舗で受け取ることもできる。返品オプションも複数用意されており、消費者にとって高い利便性が確保されている。

ここまでインターネット販売の優位性を紹介してきたが、興味深い調査結果がある。誰もが予想するおと、実店舗への来店者数は減少が続いている。しかし、調査結果によると、来店者が商品を購入する比率は上昇している。その比率はオンラインストアで商品を開覧して購入に至る比率を大きく引き離している。さらに重要な事実として、消費者一人当たりの月間購入総額は、実店舗がオンラインストアを7倍も上回っている。計画的に商品を購入するオンラインストアとは異なり、実店舗では予定にない商品購入や大口の衝動買いが少なからずあり、こうした消費者の行動が影響している(図表7)。

次に利益率に着目したい。インターネット販売を手がける企業で実店舗を併せ持たない企業は利益率が相対的に低い。配送拠点から購入者宅までの輸送コストを販売する企業側が全額負担するケースが多いことが大きく影響している。インターネット販売と実店舗の

双方を展開する企業は、商品受け取りを店舗でも行えるオプションを設け、輸送コストを抑制しており、利益率の悪化を可能な限り回避している。

小売企業にとって実店舗販売とインターネット販売の共存が業績を伸ばす上で最も効果的であり、そのためには両販売チャネルのインフラ投資を続ける必要がある。ただ、これは単に実店舗網を縮小し、削減された固定費で物流倉庫や配送センターを新たに確保すれば良いという単純な話ではない。近代的なスペックを有する物流倉庫はインターネット販売の拡大を受け、強い賃料上昇が続いているため、相応のコスト負担が生じる。一方、モールの賃料は伸び悩んでおり、両物件の賃料差は縮小を続けている。こうした状況を踏まえ、一部の企業はインターネット販売向けの在庫管理を物流倉庫ではなく、モールなどの実店舗で代替するといった動きが足元続いており、モールからの撤退に歯止めをかける一因となっている。

消費者が実店舗で消費する金額やその頻度はオンラインストアを大きく引き離している。小売企業、特にアパレル関連の企業はこの事実を深く捉えており、インターネット販売における戦略を見直している。インターネットでの売上高目標を全体の30 - 35%に抑える一方(2017年の業界平均は22%)、実店舗での売上高目標(11ページへ続く)

図表7: 実店舗の強み—店舗へ来店すると購入意欲が増し、より多くの商品を購入しようとする傾向がある



2018年6月現在
出所: 国際ショッピング・センター協会

オムニチャネルが生み出す好循環

多くの小売企業は最先端の在庫管理システムの構築に投資を続けている。在庫管理システムは、商品の受注から決済に至るまでの一連のフローをサポートするだけでなく、実店舗とインターネットという2つの販売チャネルの間に好循環を生み出している。

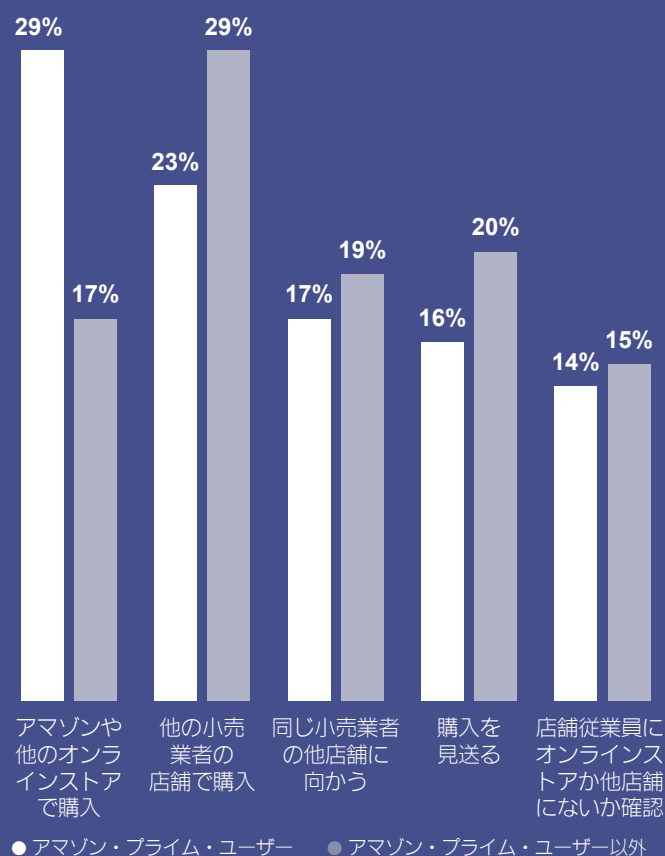
盤石な在庫管理システムがなければ、消費者が実店舗を訪れても、購入を希望していた商品が品切れという事態が容易に想定される。特に一定の利益率を維持するため、在庫を抑制している企業では、こうした事態が発生する。IHLによる最近の調査では、インターネットで商品を購入した人のうち、29%が実店舗で在庫切れだったため、最終的にインターネットで購入した。競合他社の店舗で購入した消費者も多くおり、IHLは実店舗での在庫切れが売上高を3%程度押し下げていると指摘している。

品切れを防ぐ在庫管理システムを構築できれば、実店舗はオンラインストアへ流出した消費者を一部引き戻すことができるだろう。例えば百貨店のメイシーズで青いラルフローレン・オックスフォードのシャツを購入しようとしたが、希望するサイズの在庫が店舗でなかったとしよう。販売員が在庫管理システムで全店舗の在庫を確認したところ、希望するサイズの在庫があることが分かった。販売員は在庫がある店舗または倉庫に直接電話することなく、システム上で顧客宛への配送まで無料手配した。こうしたサービスの提供により、競合（オンラインストアまたは他社店舗）への流出を防ぐことができる。

商品到着後、その商品に満足しなかった場合、購入者は郵送で商品を返送することができる。また、店舗に直接出向いて返品することも可能であり、このケースでは新たに別の商品を購入して帰る傾向も見られる。インターネット販売を手がける企業が実店舗販売も展開する場合も、店舗での返品を可能とすることで、消費者の利便性が増し、さらに売上高も増す好循環が期待できる。

インターネット販売の拡大によって、消費者は購入したい商品について、インターネットで十分なリサーチを行うことが可能となった。リサーチした上で実店舗に出向いて商品を購入する消費者も、仮に同じ商品がオンラインストアで低い価格で販売されていれば、実店舗を訪れている間にインターネット上で商品を購入することが可能である。実店舗販売とインターネット販売は相互関係にあり、好循環を生み出している。

訪れた実店舗で在庫切れだった場合に消費者が取る行動の割合



2018年6月30日現在
出所：IHL

(9ページからの続き)

を全体の 65 – 70% とすることが業界で主流になりつつある。衣類やベッド用品などを取扱う小売企業は、この目標をほぼ達成しつつあるが、他の業種ではインターネット販売のインフラ整備が遅れており、実店舗とインターネット販売のシェア最適化にはもうしばらく時間を要する見込みである。

インターネット販売が拡大する中、消費者がオンラインストアで商品を購入する機会は増えている。ミレニアル世代の高い支持を集めているのが、アマゾン・プライムであり、消費動向やトレンドを把握する上でアマゾン・プライムが最も効果的と言われている。なお、アマゾン・プライム会員は商品購入総額のうち、約 11% をインターネット上で行っており、衣類の購入が全体の 30% を占める。

実店舗とインターネット販売の最適化を進める中、小売企業の多くは不採算店舗の整理を続けており、現存する 10 – 15% の店舗がさらに閉鎖へ追い込まれる可能性があるとしている。

通説：モールに入居する全てのテナントはいずれ倒産する

現実：小売業界における倒産サイクルはピークを過ぎた可能性が高い

多額の負債を抱え込む小売企業やモールがターゲットとする中間所得者層に対して魅力ある商品やサービスを提供できていない小売企業は倒産リスクが高く、退去後の後継テナント確保の難しさなどから、これらの企業は、クオリティが相対的に低いモールにとつて大きなリスクになっている。小売業界を取り巻く環境は複雑であり、まずは現状に至るまでの経緯について簡単に紹介したい。

インターネット・バブルが起こった 1990 年前半から 2000 年にかけて、プライベート・エクイティ・ファンドがレパレッジド・バイアウト (LBO) によって小売企業を買収する動きが相次いだ。買収によって小売企業は多額の負債を抱え、財務体質は弱体化する結果となった。また、ファンドに買収されたことで、経営の実質的なリーダーが不在となったことも、経営に大きな影響を与えた。こうした状況下、小売業界内で競争が激化し、近年、耐えきれなくなった企業の倒産が相次いだ。

2017 年から 2019 年半ばにかけて小売企業の倒産が加速し、一部は再生型ではなく清算型の倒産まで発生したが、AB では最悪期は過ぎたと見ている。また、モールの所有者についても、入居する各店舗の売上高の推移を見る限り、倒産サイクルの最悪期はすでに脱したとの見方が多い。小売企業の倒産は今後も発生し続ける可能性が高いが、直近発生したような清算型ではなく、企業の再生を前提とした倒産になるとモール所有者の多くは予想している。彼らは保有物件のテナントで退去リスクが高い先をリスト化しているが、社数や候補となる店舗数は以前と比べ確実に減少している模様だ。

なお、全米に展開する大手小売企業については相対的に安定した業績を維持し、EBIT (支払金前利益引前利益) マージン比率も健全な水準にあるなど、倒産にまで至るリスクは低いと考えている。2018 年に行われた 21% への大規模な法人税減税も追い風となっている。モールに入居するテナントはファンダメンタルズに懸念がある企業は少なく、全米のモールに入居するテナントの 7 割以上が全米に展開する、または地域最大級の規模を誇る大手小売企業

であり、ファンダメンタルズは全体として安定している。ただ、大手小売企業の中には信用力の低下が著しいものもあり、それら企業を主要テナントに抱えるモールではキャッシュフローの悪化リスクが高まっている。

ヘルスケア、学費、子育てなどのコストが上昇する中、中間所得者層の給与は伸びておらず、消費が伸び悩んでいる。クオリティの低いモール (B クラスの下位、C 及び D クラス) では店舗売上が停滞し、賃料引き上げが困難となっており、物件のバリューアップを行うこともできない状況だ。

他方、地域内で一定のシェアを持つ B クラスのモールでは、賃料収入から十分なキャッシュフローが生まれており、設備投資に対する所有者の意欲もあるため、バリューアップによって地域内でさらにプレゼンスを高めることができる。B クラスのモールは床面積当たりの売上高や賃料単価が A クラスに劣るものの、一定のフリーキャッシュフローが維持されており、物件の価値は緩やかに上昇している。テナント構成や施設のクオリティ次第では、B クラス・モールも衰退が進む C クラスや D クラスのモールからテナントを獲得することが可能である。CMBX シリーズ 6 に含まれる 37 件のモールのうち、29 件の B クラス・モールがこうしたポテンシャルを有しているとしている。

通説：衰退するモールに今から投資する投資家は少ない

現実：2018 年以降、全米で 37 件のモールが売買された (売買総額 7.5 億米ドル、ニューマーク・ナイト・フランク調べ)。実績が少ないように聞こえるが、モールは全米で 1,100 件しかなく、従来から他の物件タイプに比べ、売買実績が少ない

年度別では 2018 年に 24 件のモールが売買され (売買総額 4.1 億ドル相当)、2019 年は 7 月末時点で 13 件のモールが売買されている (売買総額 3.4 億ドル相当)。売買金額ベースでは 7 カ月で 2018 年の年度実績の 80% に達している。

モールの売り主は、ローンの貸し手 (レンダー) が多い (不動産ローンがデフォルトし、貸し手が担保権を行使)。一方、買い手については機関投資家、プライベート・エクイティ・ファンド、富裕層、米国外の投資家、地方の地場不動産会社など多岐にわたり、一定の需要は存在している。

2018 年から 2019 年 7 月末にかけて売買された B クラス・モールの取引を見ると、キャップレートは平均 14% であった。ただ、キャップレートのレンジは 10 – 20% と幅広い。一部の投資家はモールとして物件を取得するのではなく、大規模な改修による用途変更を前提として、将来の NOI 予想を算出したことが影響している。物件売買の入札において、買い手候補となる投資家はさまざまなポイントについて慎重な検証を行っており、それらには店舗面積当たりの売上高、既存の主要テナントやその他の大型テナントの動向、賃貸借契約の内容などがある。また、構造物がない部分の土地を個別に売却することが可能か、そこへ新たに物件を新規開発できるかといったアップサイドの可能性についても検証を行う。

買い手となる投資家は銀行からのローン以外にも、合理的な条件で資金調達する手段があり、デットファンド、保険会社、ノンバ

(14ページへ続く)

米国の伝統的なモールの歴史

モールが誕生する以前、郊外に住む消費者は衣類などを買うため、近隣都市にある百貨店まで運転することはしなかった。ダウンタウンで大渋滞に合う可能性があり、クック群（イリノイ州）の住人はシカゴのマーシャル・フィールド、ウエストチェスター群（ニューヨーク州）の住人はマンハッタンのメイシーズへわざわざ買い物に出向くことなく、地元で済ますことがほとんどであった。ただ、百貨店への憧れや需要は高く、1950年代、百貨店を主要テナントとして、大型都市の郊外地区にモールは誕生した。

米国初のモールは1956年にミネソタ州のエディナでオープンした。これを皮切りに、全米各地の都市部郊外で急速にモールが建設され、景気拡大を背景とする個人消費の伸びがモールの急速な拡大を下支えした。店舗面積当たりの売上高が最も高いAクラス・モールでは高級志向の商品が多く取り扱われ、主に高所得者層をターゲットとしていた。中間所得者層は商品の価格帯が下がるBクラス・モールを主に利用していた。

モールの建設ラッシュは1950年代から1960年代にかけて続き、1970年代に入ると経済成長の減速を受け、新規開発の動きは弱まった。1980年代に入ると新規開発の動きは再び加速し、インターネット・バブルの恩恵、個人消費の拡大、アパレルやライフスタイル・ブランドへの需要の高まりもあり、モールの供給は1990年代まで続いた。この頃、プライベート・エクイティ・ファンドは小売企業の買収を進めていた。目先の利益を得るため、モールへ積極的に出店を行い、店舗網を急速に拡大させた。

モールが誕生した1950年代、主要な顧客層は主婦であり、主婦は自分の買い物だけでなく、家族全員の買い物までモールで行っていた。当時、シーンに応じて異なる洋服を着ることが流行していた。自宅用、外出用、仕事用だけでなく、さまざまなシーンで着用すべきファッションの定義が細かく決まっており、家計の収

入の多くが衣類に費やされていた。こうしたファッションの流行もモール業界を急速に拡大させる原因となり、モールには非常に多くのアパレル企業が出店した。

現在のファッションに着目すると、以前のようにシーン別に服装を大きく変える必要性は低下しており、職場でもスーツを着る機会が減っている業種も多い。以前はディナーをレストランで食べる場合、晴れやかな身だしなみがドレスコードで決められていたが、現在は日中に着用していた服装のままレストランを訪れても全く問題はない。複数のクローゼットを持ち、大量の服を購入する必要があった時代はすでに過ぎ去り、生活トレンドの変化によって、アパレル系テナントが中心であったモールは大きな打撃を受けることになった。

モール業界の低迷は他にも要因がある。Bクラス・モールの主要な顧客層である中間所得者層の賃金が伸び悩んでいることも影響を及ぼしている。そんな中、家計の大部分を占める品目で価格上昇が目立つ。1996年から2016年にかけて消費財の価格は55%上昇した一方、学費は200%、教材は125%、ヘルスケアは120%も上昇しており、衣類の購入を控えざるを得なくなっている。また、最近では一般的になった夫婦共働きも、モールのファンダメンタルズに悪影響を及ぼしている。モールが誕生した時代は専業主婦が一般的であった。ただ、現在は子供を持つ夫婦が共働きしている割合が62%と高く、単純にモールで買い物をする時間的な余裕がなくなっていることも少なからずモールの低迷に影響している。

これら変化は全て百貨店やアパレル関連の小売企業がモールから撤退する要因となっている。2017年から2018年にかけての賃貸面積の変化は、百貨店で11%の純減、アパレル関連の小売テナントで29%の純減となっている（IHLグループ調べ）。1つの商圈

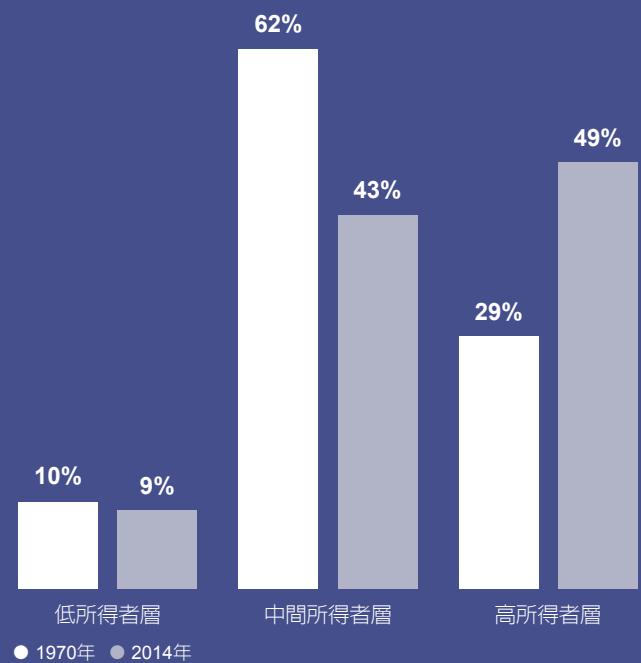
にモールが乱立する地域ではこれらテナントの撤退による影響は特に大きく、店舗面積当たりの売上高が劣るクオリティの低いCクラスやDクラスのモールでは空室となったスペースを埋めることが困難になっており、こうしたモールは確実に閉鎖へ向かっている。

小売業界はインターネットに飲み込まれ、モールは一定の売上高を維持するクオリティの高いAクラス・モールしか生き残れないといった声が聞かれるが、必ずしもその限りではない。現代の消費者が求めるものを理解し、多くのモールは新たなコンセプトを生み出すべく、進化している。こうしたポジティブな変化はBクラスのモールを中心に積極的に行われている。

ミレニアル世代が子供を持つ親に成長した今、多くのモールは家族で訪れることができる空間作りを目指している。具体的にはレストランや体験型の娯楽施設に加え、健康志向の高まりや定期的な来店が期待できるジムやスパなどヘルスケアや美容関連のテナント誘致にも力を入れている。こうした新たな分野（体験型）のテナントとAパレル系テナントの入れ替えは今後も進むと見ているが、モールのテナントは多くが小売企業であり続けることは今後も変わらない。低迷期にある小売業界はインターネット販売の強化を目指しているが、同時に実店舗販売と共存メリットも認識しており、モールで小売企業の撤退が大きく加速することは考えにくい。

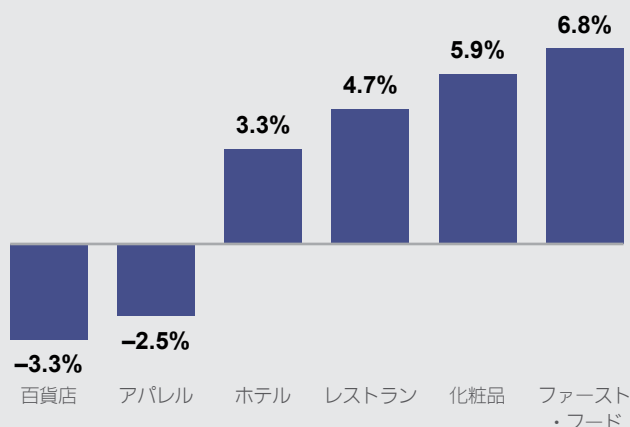
モール業界はたしかに低迷期にあるが、ファンダメンタルズにポジティブな変化が見られるモールも一定程度あり、勝者と敗者の二極化がさらに進むと考えている。環境の変化に対応できるモールの見極めが重要な局面である。

中間所得者層の割合は縮小している 米国の世帯収入別シェア



2015年12月9日現在
出所: ビュー・リサーチ・センター

図表8：外食、旅行、化粧品の消費が特に伸びている一方、アパレルの消費は低下している
セグメント別米国小売売上高の増減率（2012年7月－2017年1月）*



2017年2月7日現在
* 小売企業の発表データに基づきます。
出所：ドイツ銀行

(11ページからの続き)

ンクなどが挙げられる。これら貸し手によるモール向けローンは、物件のクオリティによって異なるが、LTV 目線は 50 – 75%、貸出金利は 5% – 12% の条件が一般的と言われている。CMBS には LTV が一定の水準に抑制され、ストラクチャーも借り手優位になり過ぎていないローンが選別的に組み入れられている。

通説：モールで空室が発生すると、次のテナントを見つけることは困難である

現実：成功を収めているモールはテナントの分散を強く意識しており、規模縮小が続くアパレル業種の比率を抑制している。以前はどのモールもアパレル系テナントを積極的に誘致し、アパレル系テナントの売上高はモール全体の 7 割を占めていた（家庭用品、レストランが続く）。ただ、外部環境が変化中、モールはアパレル業種のテナント集中リスクを警戒し、テナント業種の分散に努めてきたが、現状、モールにとっての最大の課題は、どのテナントで空室を埋めるかである。

ミレニアル世代の家庭は個人消費をけん引しているが、主な消費先はアパレルから他の分野にシフトしており、特に外食、美容、旅行にお金をかける傾向が見られる（図表 8）。こうした消費動向を踏まえ、モール業界では戦略を根本から変え、ショッピングにフォーカスしたコンセプトから脱却し、娯楽、健康、飲食などさまざまなサービスを提供する環境作りを目指す流れが主流となりつつある。具体的には、レストランやバーといった飲食、映画館やコンサートホールといった娯楽、スパ、ヨガスタジオ、ジムといった美容・健康関連の施設を誘致する動きが目立ち、モールの集客向上に貢献している。

CMBX シリーズ 6 が対象とするモールの所有者に直接ヒアリングも行っているが、同様のコンセプト作りを目指している。その他にもテナントの配置変更が行われており、アパレル系テナントは一箇所のエリアに並びで配置され、消費者が買い物を行いやすい環境へと改善が進んでいる。また、全米に展開する大手テナントは高い賃料を負担する体力があり、賃料単価が最も高いモール中央部への配置変更を進めている。百貨店などが入居していたモール両端の大規模フロアには、娯楽、レストラン、ディスカウント・ストアなどの誘致が進んでいる。規模の小さいテナントはモール中央と大規模テナントが入居する両端の間に配置し、スペースの有効活用を目指している。なお、モール中央部の賃料単価は横ばいから下落基調にあるが、両端の百貨店跡に誘致する新たなテナントとの賃貸借契約は、百貨店の大きく優遇された低い賃料単価（共益費含む）よりも高い水準での契約となることが期待されている。

こうした大規模なテナント入れ替えは、足元の困難期を乗り越えるために不可欠だが、それに伴う修繕やテナント誘致コスト負担は非常に大きく、全てのモールが対応できる訳ではない。潤沢なキャッシュローを維持しているモールや所有者の経済的な支援がないと計画を実行に移すことは困難である。

実際に変貌を遂げたモールでは稼働率が改善し（平均で 85% 程度まで上昇）、退去した百貨店フロアへ入居した後継テナントとは、より高い賃料単価で契約を結ぶことに成功している。ただ、ネガティブな影響もあり、賃貸借契約期間の短期化、配置変更した一部テナントの賃料単価の低下、店舗売上高の一時的な落ち込みなどがあった。これらの悪化を踏まえ、AB のファンダメンタル分析でもキャップレート⁴を保守的に高くしているが（B クラス・モールで 10 – 16%）、これら進化したモールに対する消費者の需要は徐々に高まると考えられ、モールの資産価値は中長期的に安定していくと見ている。

4 キャップレート：不動産の純収益（賃貸収入から諸経費を差し引いたもの）を現在の不動産価格で除して算出されます。



最適なテナント構成を見出すことがモール所有者 にとってのジレンマ”

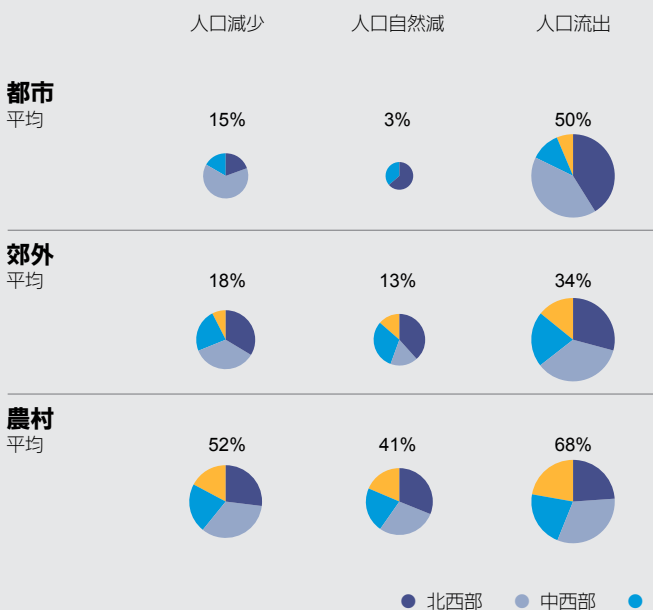
どういった属性のモール所有者が最適なテナント構成を実現しやすいのだろうか？ 上場する大手から中堅の REIT や各地域の大手不動産投資会社などが所有者の場合、経済的な支援が期待しやすい。これらの所有者は多数の物件を所有しており、収入源は対象物件からのキャッシュフローだけではない。財務面の体力もあり、負債調達に余力がある。また、テナントとの交渉力も強いいため、誘致交渉も優位に進めることが可能である。CMBX シリーズ 6 が対象とするローンの担保物件は 86% が上場 REIT が規模の大きい機関投資家が所有している (CMBS 全体の平均は約 80%)。

通説：もう誰一人もモールを訪れようとはしない

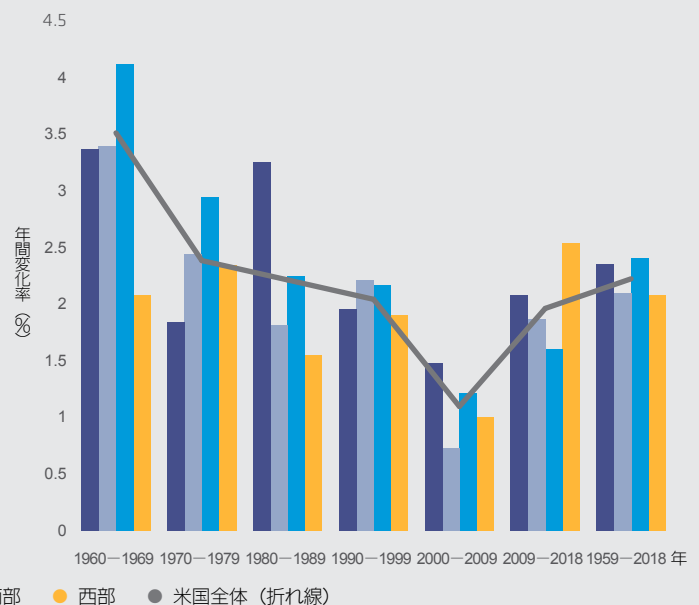
現実：人口構成やテクノロジーの進化がモールにとって向かい風となっているが、それは主に古い産業に立脚した地域でのテーマといえる

世界の経済危機を経て、全米及び地域経済の低迷や人口動向が一部地域のモール業界に大打撃を与えた。製造業が集まる地域では失業率が高止まりし、地域経済が低迷する中、人口の流出が見られた。職を求め、比較的若い世代の人口が相対的に堅調さを維持する他地域へ移り、後には高齢者が残される結果となった(図表9)。中西部は人口流出による影響が大きい。古くからある郊外の地域、特に昔に産業で発展を遂げた地域では、モールの衰退が目立ち、そうしたモールは C クラスや D クラスに位置付けられる。

図表9：中西部は人口流出による影響が大きい
地域別の割合 (2000-2004年)



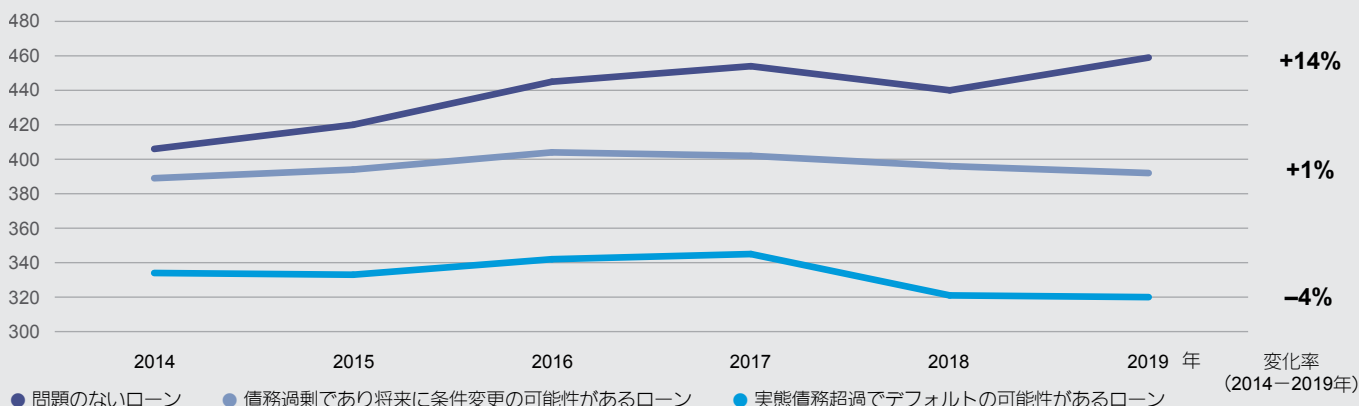
個人収入の成長率 (1960年以降の地域別トレンド)



左図：2018年5月22日現在、右図：2019年5月31日現在
出所：ピュー・リサーチ・センター、米国地域経済分析プロジェクト

図表10：店舗の売上高の成長はローンの損失率とある程度比例している

モールの店舗面積当たりの売上高推移（1平方フィート毎、米ドル、ローンの状態別）



2019年5月31日まで
出所:トレップ, AB

一方、人口流入のあった地域では、経済そしてモール業界に大きな影響は見られず、モールの売上高も安定した成長を見せた。

このような二極化の流れは CMBX シリーズ 6 の対象モールでも見られた。2013 年以降、19 のモールが健全な状態にあり（問題のないローン）、過去 5 年間で店舗売上高（1 平方フィート毎）は 406 米ドルから 459 米ドルへ 14% 上昇している（図表 10、モールのパフォーマンス別店舗売上高推移）。ローンが債務過剰にあり、将来に条件変更の可能性があるローンを見ると、店舗売上高（1 平方フィート毎）は、同期間で 389 米ドルから 392 米ドルへとおおむね横ばいで推移している。最後にローンのデフォルトが懸念されるモールを見ると、店舗売上高（1 平方フィート毎）は、同期間で 334 米ドルから 320 米ドルへと平均 4% 低下している。

通説：主要テナントが退去した場合、賃貸借契約に含まれる条項（Co-Tenancy）に基づき、一般的に他のテナントの賃料は一時的に減額される。占有面積が大きい百貨店などが退去すると、そのモールに将来はない

現実：Co-Tenancy 条項は米国の商業施設における賃貸借契約に一般的に含まれており、2 件以上の主要テナントが退去した場合や

事前に定められた水準まで空室率が低下した場合、トリガーに抵触して他のテナントの賃料が一時的に減額される内容となっている。モールには 2 件から多くて 4 件程度の大規模なテナント（百貨店など）が入居しており、モール全体の 45% を占めている（床面積ベース、業界平均）。仮にトリガーに抵触した場合、一般的に残された中小規模のテナントは、賃料の減額または何らかの救済措置が最大 12 カ月間与えられ、その間にモール所有者との間で賃貸借契約の見直しを行う。当然、トリガーに抵触するとモールのキャッシュフローは低下する

Co-Tenancy 条項の内容はテナントによって差があり、モールによっても差がある。店舗面積当たりの売上高が高いモールであれば、所有者に優位な内容となりやすく、キャッシュフローに対する影響は限定的かつ一時的なものになる可能性が高い。一方、C クラスや D クラスに位置付けられる店舗面積当たりの売上高が低迷する物件では、テナント優位の内容となりやすく、トリガーに抵触すると負の連鎖に陥る可能性が高く、キャッシュフローを回復させることは容易ではない。

モールや小売業界のファンダメンタルズが悪化する中、モールの所有者は Co-Tenancy 条項の条件見直しを交渉し、信用力上の懸

念が高かったシアーズやメイシーズなどの主要テナントをトリガーイベントから除外し、代わりに床面積ベースで百貨店の半分程度のテナントとの入れ替え（または追加）を交渉してきた。多くの物件では長い交渉を経て、Co-Tenancy 条項のリスクを抑制することに成功しているが、完全に Co-Tenancy 条項を外すことはできず、引続きクオリティの低いモールは主要テナントの動向に警戒が必要である。

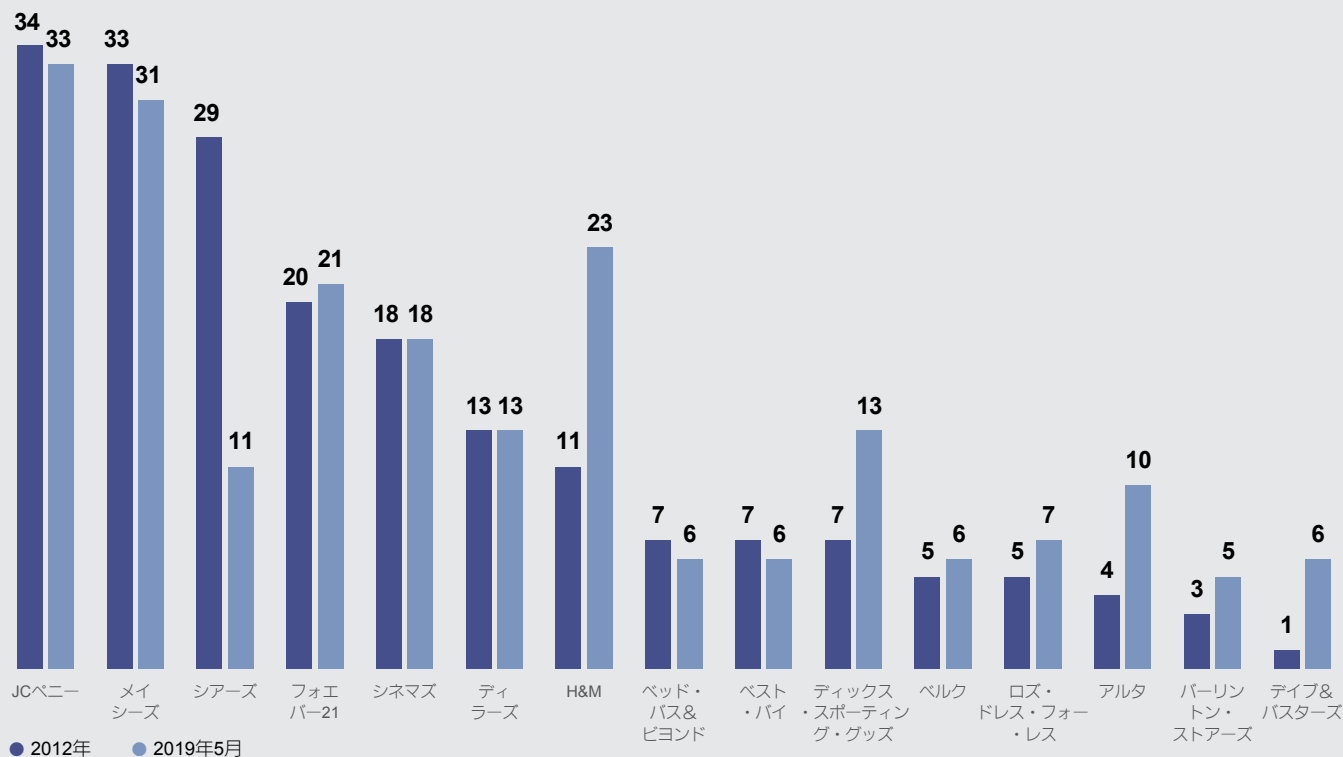
当然ながら、AB では CMBX シリーズ 6 が対象とするローンのモール物件で主要テナントの信用力を注意深くフォローしている。図表 11 は当シリーズに含まれるモールの主要テナント一覧（入居件数）であり、2012 年と 2019 年（5 月時点）を比較した。2018 年に倒産したシアーズは大きく数を減らし、現在は 11 件の入居が残

る。反対に入居が増加しているテナントは、H&M、ディックス・スポーティング・グッズ（スポーツ用具）アルタ・ビューティ、デイブ&バスターズ（レストランを併設する娯楽施設）などである。

賃貸借契約面積が 5 万平方フィートを超える場合、Co-Tenancy 条項のトリガー対象のテナントに指定されることが一般的になりつつある。例えば、ペンシルバニア・リアル・エステート REIT が保有するキャピタル・シティ・モール（ペンシルバニア州）では、シアーズ倒産前年の 2017 年にシアーズをディックス・スポーティング・グッズと入れ替えている。ただ、新たな賃貸面積はシアーズが占有していた約半分となり、残りのスペースはデイブ&バスターズを 2018 年に誘致した。なお、この物件のローンは 2019 年 4 月にディフィーザンスされ、実質的な完済扱いになっている。

図表 11: モールの主要テナントの顔ぶれは変化している (2012年と現在を比較)

CMBXシリーズ6におけるモールの主要テナント名及び入居数



2019年5月31日現在

出所: トレップ、ローン契約書等、各モールのホームページ、AB

当シリーズのモール向けローン 37 物件のうち、2 物件以上の百貨店が入居するローンは 23 本ある。これら百貨店全てとの賃貸借契約は 3 年以内に更新を迎える予定だが、仮に全てが継続されず、残るシアーズも全て退去した場合、Co-Tenancy 条項のトリガーに抵触するモールは 7 物件しかない。百貨店を主要テナントとする 23 物件のうち 4 物件はモール全体の店舗面積当たりの売上高が高く、後継テナントを比較的短期間で獲得できるがい然性は高いと見ている。

一方で残りの 14 物件は百貨店が全て退去しても、2 件以上の主要テナントを維持した状態が続くとみられる。シアーズについては、再建に向けた計画が進んでおり、現在（2019 年 6 月 30 日時点）も全米各地で約 200 件の店舗が営業を続けている。ただ、AB では当シリーズのモールに入居する全てのシアーズは賃貸借契約を中途解除するなどして、2020 年末までに退去する可能性が高いと予想している。

また、入居数が最も多い JC ペニーも信用力の更なる悪化を警戒している。JC ペニーの経営方針には不透明感が漂っており、信用力は中長期的に悪化すると AB では見ている。唯一ポジティブな材料は中途解約の可能性が残るものの、CMBX シリーズ 6 が終わりを迎える 2023 年までに期日が到来する賃貸借契約はない。直近では 2018 年 11 月にエメラルド・スクエア・モール（マサチューセッツ州）で JC ペニーとの賃貸借契約が更新に至り、契約期間が 5 年間延長された。

先ほど Co-Tenancy 条項のトリガーに抵触する可能性の高いモールは 7 物件であると述べたが、全てに JC ペニーが含まれている（図表 12）もののうち、1 物件は CBL プロパティーズ REIT が保有するジェファーソン・モール（ケンタッキー州）である。当該物件では、2018 年、メイシーズが退店したスペースにボーリングやカラオケ、ビリヤードなどのサービスを展開するラウンド・ワン・エンターテインメントが入居した。床面積は 5 万平方フィートあり、Co-Tenancy 条項のトリガー対象となり、JC ペニーの退去リスクは緩和された。Co-Tenancy 条項のリスクを抑制するため、百貨店のように 10 万平方フィートを賃貸するような大型テナントではなく、5 万平方フィート程度の準大型テナントを誘致するケースが増えている。トリガーの対象となるテナントが増えれば増えるほど、Co-Tenancy 条項のリスクは低下する。

なお、JC ペニーが入居する 7 物件のモールのうち、3 物件について、足元の厳しい状況が好転する見込みは極めて低いと AB では判断しており、担保物件は土地の時価でしか評価していない。

図表 12：CO-TENANCY条項のトリガー抵触懸念が高いモール
主要テナント2つのうち、1つがJCペニーであるモール

- 問題のないローン
- 実態債務超過でデフォルトの可能性のあるローン

ジェファーソン・モール
ケンタッキー州ルーイビル
ディラーズ、JCペニー

ルイス・ジョリエット・モール
イリノイ州ジョリエット
JCペニー、メイシーズ

サウスランド・センター・モール
ミシガン州テイラー
JCペニー、メイシーズ

バイセイリア・モール
カリフォルニア州バイセイリア
JCペニー、メイシーズ

タウン・モール
ケンタッキー州エリザベスタウン
JCペニー、ベルク

ピエール・ボシアー・モール
ラスベガス州ボシアー・シティ
ディラーズ、JCペニー

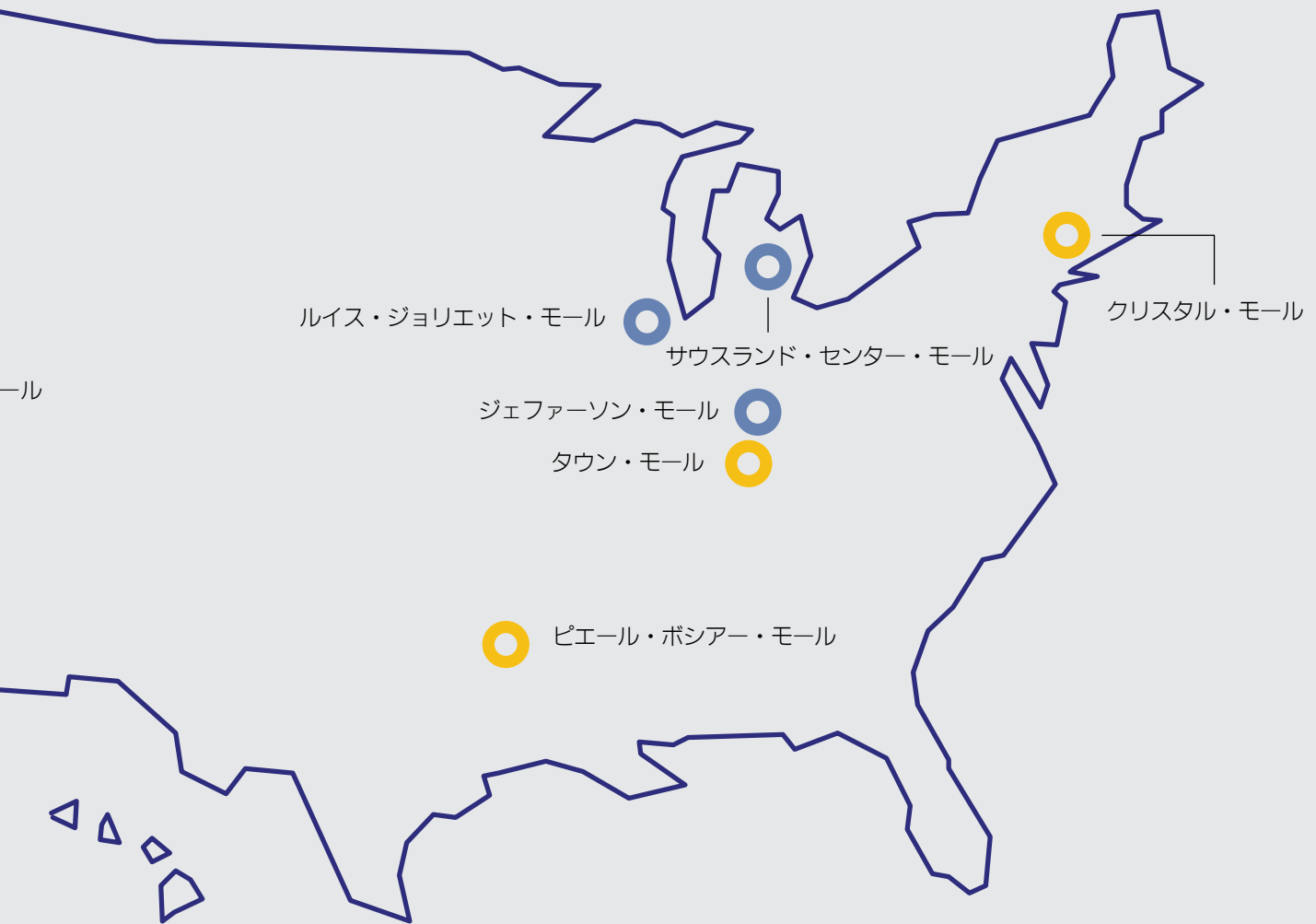
クリスタル・モール
コネチカット州ウォーターフォード
JCペニー、メイシーズ

● バイセイリア・モ

2019年6月30日現在
出所：トレップ、AB



Co-Tenancy条項がモールのキャッシュフローに
与える影響は低下する傾向にある”



時代と共に変化するCO-TENANCY条項

高級路線を貫く百貨店は唯一堅調さを維持しているが、百貨店業界全体を取り巻く環境は厳しさを増している。消費者は余暇に、ショッピングではなく、何かを体験したり、サービスを受けたりすることに時間やお金を費やすようになっている。そのため、レストランやエンターテインメント関連の娯楽施設を訪れる機会が増え、ショッピングはウォルマートなどのディスカウント・ストアで済ませる流れが主流となりつつある。

こうした流れの影響を大きく受けた小売企業の代表がシアーズである。シアーズはウォルマートなどのディスカウント・ストアとの競争に加え、アマゾンが筆頭にインターネット販売業者の台頭によって、業績の悪化に歯止めをかけることができなかった。事業規模が大きく、低一中価格の商品を主に販売する百貨店は、合併や店舗統廃合を進め、足元の低迷期を乗り越えようとしている(図表)。

店舗統廃合によって不採算店舗を整理し、業績が改善する小売企業もいるが、この流れはモール業界に大きな打撃を与えている。モール業界は百貨店と共に成長を遂げ、モールに入居する他の中小規模のテナントもその恩恵を受け、業績を伸ばしてきた経緯がある。モールを新規開発する際も、銀行からの融資条件の一つに百貨店との長期賃貸借契約の締結があったほど、モールにとって百貨店は不可欠な存在であった。そのため、百貨店は賃貸借契約上も優遇され、相場の賃料単価より低い水準で大規模なスペースを借りることができ、数十年にわたる延長オプションまで付与されていた。こうした過去の経緯が重荷となっている。

百貨店を巡る過去のレガシーを代表するものとして Co-Tenancy 条項がある。モールに入居する中小規模のテナントは信用力が低く、賃貸借契約は短期間になるケースが一般的であった⁵。これらテナントにとって、百貨店の存在は極めて大きく、百貨店が退去した場合、テナントが受ける影響は大きかった。こうした事

態を少しでも緩和するため、百貨店など主要テナント以外の賃貸借契約に Co-Tenancy 条項が盛り込まれるようになった。

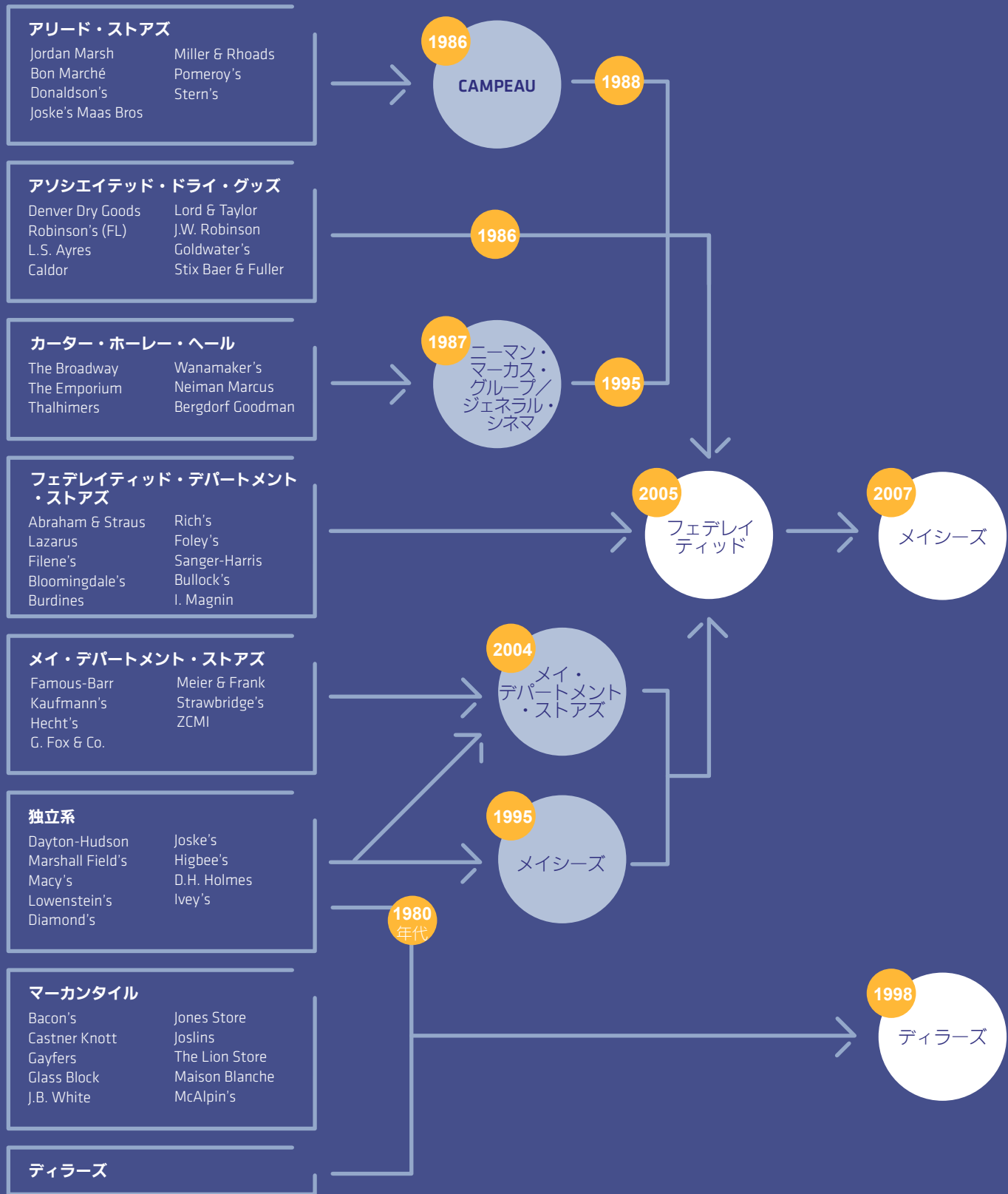
モール業界の構造は変わりつつあるが、現在の賃貸借契約を見ても Co-Tenancy 条項は存在している。Co-Tenancy 条項のトリガーは、賃貸面積 10 万平方フィートを超える主要テナント(最近では賃貸面積 5 万平方フィート超へ緩和)の最低入居数を主とし、最大空室率やモールの店舗面積当たりの売上高なども参照する場合がある。

モールから百貨店の撤退が続き、百貨店のプレゼンス自体が縮小する中、主要テナントの定義を緩和することは合理的である(賃貸面積 10 万から 5 万平方フィートへ)。仮に百貨店が入居していても、モールの不動産価値や他のテナントの売上高にプラス寄与するとは考えにくい。百貨店はかなり以前に締結した賃貸借契約が継続されている場合が多く、相場を大きく下回る賃料単価となっている先が多い。そのため、モール全体のキャッシュフローにおける貢献度は低く、全収入の 10% 程度にしかない場合もある。ローンのパフォーマンスを精査する上で、Co-Tenancy 条項がどういった条件になっているか、どういったテナントが主要テナントに位置づけられているかは重要な分析項目の一つである。

モールの賃貸借契約内容は時代と共に変化し、モールの構造変化を反映する形で Co-Tenancy 条項も修正されつつあるが、まだ過去のレガシーが残っている賃貸借契約も多い。一定の時間はかかるが、Co-Tenancy 条項の是正は進むと考えている。ただ、既存の賃貸借契約に延長オプションが付与されている場合、Co-Tenancy 条項を修正することができないケースもある。AB のファンダメンタル分析では、モールのキャッシュフローが中期的に Co-Tenancy 条項から影響を受けるとの前提を置いている。

5 中小規模のテナントの賃貸借契約期間は一般的に3から7年程度

小売業界の再編が大きく進んだ



2016年5月現在
 出所:ジェネラル・グロス・プロパティーズ (GGP)、ブルックフィールド・プロパティREIT (BPR)

CMBXシリーズ6のモールの個別分析

ABではCMBXシリーズ6が対象とするモール向けローンに限って、37本を以下のとおり3つのカテゴリーに分類した(図表13)。

1. 問題のないローン (19本/ローン残高ベース10%): 主にAクラスや一部のBクラス物件でファンダメンタルズは強い。LTVは抑制されており、正常債権の位置付け。ローン期日において完済される可能性が高い。

2. 債務過剰であり将来に条件変更の可能性のあるローン (10本/同上5%): 主に一部のBクラス物件で最低限のキャッシュフローは維持可能な物件。バリューアップ計画が進行中、または今後期待できる。ただ、時価ベースのLTVは一時的に100%を超え、ローン期日までに解消の可能性は低い。期日において債権の一部放棄やローン期日の延長が予想される。

3. 実態債務超過のローン (8本/同上5%): 主に一部のBクラスやCクラス物件でファンダメンタルズの悪化が止まらなると判断する物件。足元は最低限のキャッシュフローが確保されているが、ローン期日まで維持できない可能性があり、デフォルトの可能性が高い。時価ベースのLTVは100%を超え、実態債務超過が解消する可能性は低い。

軟調さが目立つCクラス・モール向けローンは1%程度しかなく(ディファイザンス・ローン控除後)、最もクオリティが低いDクラス・モール向けローンはない。なお、米国の不動産市場全体では、CクラスとDクラスに分類されるモールは38%もある。

(26ページへ続く)

図表13: CMBXシリーズ6に含まれるモール一覧

ローンの状態	借入人/ 投資家の 属性	スポンサー名	モール 数	モール名	CMBXシ リーズ6 内のウェ イト	同左 (ディファイ ザンス・ロー ン控除後)	ローン残高 (億米ドル)
問題のないローン			19		8.6%	9.8%	21.17
		PUBLIC REIT	14		5.6	6.5	12.9
		CBL Properties (CBL)	4		1.5	1.8	2.94
				Arbor Place (GA)	0.6	0.7	1.08
				Jefferson Mall (KY)	0.3	0.4	0.63
				Northwoods Mall (SC)	0.3	0.4	0.64
				Southpark Mall (VA)	0.3	0.3	0.59
		Brookfield Properties Retail Group (BPR)	7		2.9	3.4	7.62
				Bellis Fair (WA)	0.3	0.4	0.82
				Chesterfield Towne Center (VA)	0.5	0.7	1.00
				Greenwood Mall (KY)	0.4	0.4	0.61
				Northridge Fashion Center (CA)	0.9	1.0	2.30
				Southland Center (MI)	0.3	0.3	0.7
				RiverTown Crossings (MI)	0.3	0.3	1.44
				Visalia Mall (CA)	0.2	0.3	0.74
		Pennsylvania REIT (PEI)	1	Cumberland Mall (NJ)	0.3	0.3	0.43
		Simon Property Group (SPG)	2		0.9	1.0	1.91
				Battlefield Mall (MO)	0.6	0.7	1.16
				Midland Park Mall (TX)	0.3	0.4	0.75
		JOINT VENTURE REIT	4		1.8	1.9	5.44
		CBL/TIAA	1	West County Center (MO)	0.7	0.7	1.88
		SPG/KanAm Grund	1	Concord Mills (NC)	0.4	0.4	2.35
		Starwood Retail Partners/ Unibail-Rodamco-Westfield (URW)	2		0.7	0.8	1.22
				Chicago Ridge Mall (IL)	0.3	0.3	0.80
				Louis Joliet Mall (IL)	0.4	0.4	0.42

ローンの状態	借入人/ 投資家の 属性	スポンサー名	モール 数	モール名	CMBXシ リーズ6 内のウェ イト	同左 (デファイ ザンス・ロー ン控除後)	ローン残高 (億米ドル)
		REGIONAL OWNER	1		1.2%	1.4%	2.82
		Pyramid Management Group	1	Crossgates Mall (NY)	1.2	1.4	2.82
債務過剰であり将来に条件変更の可能性があるローン			10		4.1	4.7	10.89
		PUBLIC REIT	4		1.6	1.8	4.09
		BPR	2		0.6	0.6	1.36
				Animas Valley Mall (NM)	0.2	0.2	0.46
				Florence Mall (KY)	0.4	0.4	0.90
		SPG	1	Town Center at Cobb (GA)	0.8	0.9	1.93
		Washington Prime Group (WPG)	1	Dayton Mall (OH)	0.3	0.3	0.80
		JOINT VENTURE REIT	2		0.8	1.0	2.13
		SPG/CPP/TIAA	1	Emerald Square (MA)	0.4	0.5	1.08
		Starwood Retail Partners/URW	1	Solano Town Center (CA)	0.4	0.59	1.05
		REGIONAL OWNER	2		1.2	1.5	3.58
		Pyramid	1	Poughkeepsie Galleria (NY)	0.3	0.4	1.48
		Wilmore Properties	1	Eastview Mall (NY)	0.9	1.1	2.1
		PRIVATELY OWNED	2		0.4	0.4	1.1
		Time Equities	1	Newgate Mall (UT)	0.2	0.2	0.58
		Brixton Capital	1	Rogue Valley Mall (OR)	0.2	0.2	0.52
実態債務超過でデフォルトの可能性のあるローン			8		1.8	2.0	3.71
		PUBLIC REIT	4		1.0	1.2	2.12
		CBL	1	WestGate Mall (SC)	0.2	0.2	0.33
		BPR	2		0.8	0.9	1.58
				Pierre Bossier Mall (LA)	0.2	0.2	0.43
				The Shoppes at Buckland Hills (CT)	0.6	0.7	1.15
		Macerich (MAC)	1	Towne Mall (KY)	0.1	0.1	0.21
		JOINT VENTURE REIT	1		0.4	0.4	0.87
		SPG/NYSTRS/J.P. Morgan Fleming	1	Crystal Mall (CT)	0.4	0.4	0.87
		PRIVATELY OWNED	3		0.4	0.4	0.72
		Namdar Realty Group	1	Fashion Square (MI)	0.2	0.2	0.35
		Private Third Party	1	Salem Center (OR)	0.2	0.2	0.3
		Lexington Realty International	1	Westgate Mall (MN)	0.0	0.1	0.07
合計			37		14.4	16.5	35.76

2019年6月30日現在
出所:トレップ AB

ケーススタディ： 物件実査がいかに物件に対する分析を強化するか

物件実査の重要度について紹介するため、デイトン・モール（オハイオ州）での実査を振り返りたい。足元の実績などを表面的に見る限り、デイトン・モールは高いパフォーマンスを上げているとは言えない。また、近隣には最近開発されたオースティン・ランディングやザ・グリーンと呼ばれる巨大複合施設（映画館などの娯楽施設やジムなども入居するモールに加え、集合住宅やオフィス、さらにはホテルも併設）があり、商圏内の競争環境は厳しい。また、15 マイル（約 25 キロ）しか離れていない場所にはデイトン・モールの系列モールであるザ・モール・アト・フェアフィールド・コムズがある。デイトン・モールを起点とした 15 マイル圏内には 72 万人の人口がいるが、果たして 4 件の大型モールを支えることができるのだろうか。

デイトン・モールの店舗面積当たりの売上高は 340 米ドルあり、グリーン・ストリート・アドバイザーズの定義に基づくと、下位グループである C+ クラスのモールに分類される。NOI は低下基調が増しており、2017 年度は 9%、2018 年度も 6% 低下し、ローンが組成された 2012 年当時と比べ、NOI は 16% 低下している。稼働率こそローン組成時の 92% から若干増加し、足元 95% にあるが、楽観することはできない。当該物件を保有する上場 REIT のワシントン・プライム・グループ（WPG）が発表した決算書で確認すると、2017 年は稼働率が 5% 低下し、2018 年は 2% 改善しているが、不安定な状態が続いている。実績やトレンドを踏まえ、実査を行うまでは、2022 年のローン期日における物件価値は組成時から 40% – 60% も低下しているとの予想を立てていた。

建物（モールのキャッシュフロー）の評価をゼロとし、土地の評価だけにするのは簡単である。ただ、現地を訪れ、物件を実査して初めて見えてくる事実もあり、このケースでは数字からは伝わらないポジティブな変化や兆候を確認することができた。

デイトン・モールは賃貸可能面積 140 万平方フィートある大型モールであり、WPG という商業施設特化型 REIT が保有する計 110 の物件の 1 つ。WPG は商業施設特化型 REIT 最大手であるサイモン・プロパティ・グループから 2014 年にスピンオフした REIT である。物件実査に先立ち、ファンダメンタル分析を担当する AB の証券

化分析チームは、WPG の本社（オハイオ州コロンバス）を訪れ、経営陣と当該モールの方針についてヒアリングを行った。

その後、デイトン・モールへ移動し、WPG の手配でモール支配人に物件や近隣エリアを案内してもらった。車で現地に向かう際、モールが目に入ったが、人目を引くような外観ではなく、競合物件に比べて視認性が低いと感じた。さらに建物正面に関しては 1970 年代のモールといった印象を受けた。

モールでは来場者にもヒアリングを行い、当該物件に入居していた百貨店（エルダー・ビヤマン）やシアーズの閉店を惜しむ声が聞かれた。シアーズ跡地の一部（自動車関連の商品やサービスを取り扱っていたスペース）では、同スペースを区分所有する上場 REIT のセリテージ・グロス・プロパティーズ（SRG）がレストランのアウトバック・ステーキハウスをすでにオープンさせていた。SRG はシアーズ・ホールディングスが自社保有の店舗などの不動産を 2015 年にスピンオフして立ち上がった上場 REIT である。また、WPG が保有するスペースではマッサージやフェイシャル・スパの店舗が新たにオープンして、賑わいを見せていた。レストランや体験型サービスを提供する施設は、消費者がモールに求める需要と一致しており、伝統的なモールから新たなコンセプトへ進化しようとする初期の胎動を確認することができた。

また、複数の小規模テナントが抜けたスペースと倉庫スペースを統合し、中規模なスペースを新たに作った結果、数年前に H&M を長期契約で獲得することに成功している。アパレル系テナントは苦戦している先が多いが、当店舗はメンテナンスが行き届いており、まるで新規オープンしたかのような店舗構えで、大きく賑わっていた。決算書上で確認していた NOI や稼働率からは想像も付かなかった期待を抱かせる物件との印象を受けた。

モール全体の稼働率は 95% と高いが、これまでモールの主要テナントであったエルダー・ビヤマンとシアーズ（レストランへ改修された部分を除く）のスペースは空きのままとなっている。これら主要テナントの退去によるモール来場者数への影響もヒアリングしたが、退去した 2 テナントへの来店者数は低迷していたため、大きな影響は見られないとのことであった。

モール全体を視察した結果、衰退に向かっていると思われたモールに明らかな変化が確認でき、モールの将来に対して期待を持つことができた。上記で紹介した変化以外にも、ディスカウント系アパレルのロス・ドレス・フォー・レスが2019年10月にオープンしている（賃貸面積は3万平方フィート）。賃料単価など詳細は開示されていないため一例となるが、同テナントが1平方フィートあたり10米ドルの賃料を支払った場合、年間の収入は30万米ドルも増えることになる。このスペースはhhgreggという家電量販店が入居していたが、倒産によって2017年から空きの状態が続いていた。

さらにインテリア関連の商品や家具を販売するThe RoomPlace向けに敷地内の空きスペースで新たな店舗兼ショールームの建設が進んでおり、賃貸面積は5.1万平方フィートになる予定。ロス・ドレス・フォー・レスと合わせ、こうした準大型テナントが増えることはNOIへの寄与だけでなく、Co-Tenancy条項の観点からもポジティブな動きである。また、所有者であるWPGは中小規模の5テナントの配置変更を行い、稼働率を高めようと計画しており（同時に賃貸借契約期日の延長も交渉）、800 - 1,000万米ドルの支出を予定している。

デイトン・モールが所在する地域（マイアミズバーグ）と長期的な関係を構築できている点にも目を向ける必要がある。モールの支配人は地域コミュニティの運営に深く関与しており、近隣の再開

発計画の議論などにも積極的に参加している。モールの実査を行っている際、地場企業（全て病院）が協賛してスポンサーする子供向けの広場がモール内で目に付いた。地元政府の支援も実査を通じて確認することができた。モールが所在する街区を2億米ドル以上掛けて再開する計画案が地元政府によって承認され、モールに繋がる道路の改修も180万米ドルかけて行われたばかりだ。

実査を通じ、モールに対する見方が変わり、今後の見通しはよりポジティブな見方を持てるようになった。物件を所有するWPGの支援姿勢も明確であり、消費者が求めるモール作りを目指していると確信を持つことができた。また、モール来場者からは一部テナントの退店を惜しむ声まで聞かれ、地場コミュニティでの当該物件に対する需要を確認することもできた。

デイトン・モールは伝統的なモールから、新たなコンセプトへ進化するモールの1つである。年間NOIはこれまでの予想レンジを600 - 900万米ドルへ引き上げ、デット・サービス・カバレッジ・レシオ(DSCR)も1.3 - 1.6倍の水準で推移すると見ている。これまでローンの損失率は40 - 60%を予想していたが、今回の実査を経て、0 - 20%まで上方修正している。

(22ページからの続き)

ローンの分析ではさまざまなポイントを精査しており、それらは所有者（投資家）の特性、商圈における競争力、賃料のアップサイド、店舗面積当たりの売上高、物件キャッシュフローの見通しなど多岐にわたる（詳細は末尾補足資料ご参照）。

AB が問題のない状態と判断する 19 本のローンは、期日までに完済となる可能性が高い。外部環境が悪化するダウンサイド・シナリオで NOI やキャップレートに一段とストレスを掛けた場合でも、LTV は平均で 70% を超えないと予想している。

解消の可能性があるものの、債務過剰であり将来に条件変更の可能性のあるローンは 10 本あり、AB が試算するそれら担保物件の時価は足元のローン残高を下回っている。よって、ローン期日において何らかの対応が必要となる可能性が高い。こうしたケースでは債権回収を専門とするスペシャル・サービサーへローンが移管され、ローン債権の損失を最低限に留める行動が取られる。債権の一部放棄によるエグジット（借入人も追加出資して LTV を下げた上で第三者機関がリファイナンス）やローン期日の延長（延長後の期日まで物件キャッシュフローの余剰を残高返済へ充当して LTV を下げる）が代表的な選択肢である。

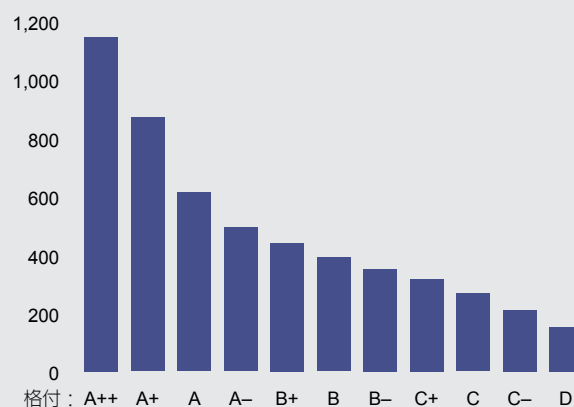
最後に実態債務超過の状態にあり、解消の可能性が低いローンが 8 本ある。ローン期日またはそれ以前にデフォルトする可能性が高く、担保物件は土地の時価のみで評価している。

所有者の評価について

CMBX シリーズ 6 が対象とするローンはノンリコースであり、担保物件の所有者（投資家）に遡及することはできない。しかし、投資家の特性を精査することは非常に重要である。まず重要なポイントは投資家の規模であり、規模が大きい機関投資家が好ましいと考えている。モール向けローン 37 本のうち、32 本はこうした規模の大きい機関投資家が投資家（実質的な借入人）である。

CMBS における代表的な投資家層は上場 REIT である。REIT は数多くの物件を保有しているため、広範囲に展開する大手小売企業が保有する複数の物件に入居していることが多く、賃貸借契約の条件交渉を柔軟かつ優位に進めることができる。また、多くの REIT は資金調達力も高い。REIT は物件紐付きのノンリコース・ローンを銀行などから調達することもあるが、資金用途を原則問わないリボルビング・クレジット・ファシリティを銀行から確保している。必要に応じて、このファシリティから資金を引き出し、物件紐付きのノンリコース・ローンを返済することができる（実質的なリファイナンス）。

図表14：クオリティの低いモール程、店舗面積当たりの売上高が低くなる傾向
1平方フィート当たりの年間売上高（米ドル）



2019年5月3日現在
* 2010年から2019年5月3日に発行されたCMBS
† CMBXシリーズ6にはD格は含まれません。
出所：グリーン・ストリート・アドバイザーズ

直近ではペンシルバニア・リアル・エステート REIT がリボルビング・クレジット・ファシリティを利用し、キャピタル・シティ・モール（ペンシルバニア州）向けローンをデファイゼンスして実質的に完済した。ペンシルバニア・リアル・エステート REIT のような特に中規模の REIT にとって、全体のポートフォリオに占めるモール 1 件の規模は小さくないため、強制売却によって物件のコントロールを失うことは極力回避したいと考える。

商圈内における優位性や競争力

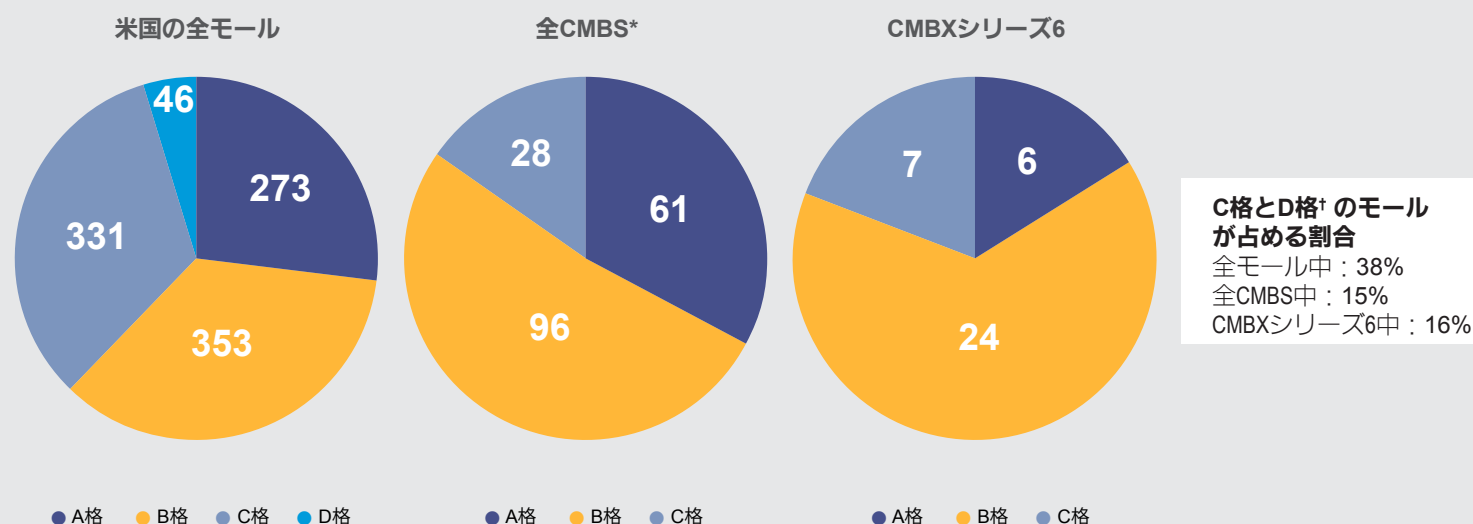
AB では物件所在地域の商圈分析も行っている。問題ないと判断するローンの担保物件に共通する特徴は、商圈において高い競争力を維持し、店舗面積当たりの売上高が上位にあるという点である。

債務過剰であり将来に条件変更の可能性があると位置付けた 10 本のローンの担保物件についても、多くが所在する地域において



CMBXシリーズ6が対象とするモール向けローンの 半数で完済が期待できる”

CMBXシリーズ6では、クオリティの低いCやDクラス・モールの割合は低い
モール件数 (グレード別)



1、2を争う高い競争力を有していると判断している。ただ、一部例外がある。WPG REITが保有するデイトン・モール（オレゴン州）は店舗面積当たりの売上高が2018年末時点で340米ドルであった。この水準は商圏内の競合3件の中で最も低い。所有者である上場REITは当該モールをポートフォリオにおける主要な資産の1つと位置付け、大規模なバリューアップ（800 - 1,000万米ドル）を計画している。具体的には既存テナントの配置変更や施設の改築などを早ければ年内に行う予定である。今後、NOIの改善が期待されるものの、現時点で物件のバリュエーションに織り込んでいない。

アニマス・バレー・モール（ニューメキシコ州）とローグ・バレー・モール（オレゴン州）にも着目したい。これらのモールではファン

ダメンタルズの大きな改善は想定していないが、商圏（160km範囲）に競合モールが一切ないため、新規開発がない限り、物件に対する安定した需要が中長期的に続くと考えている。足元は実態債務超過の状態にあるが、キャッシュフローは一定の水準が維持される可能性が高く、ローン期日の延長によって、一定の水準までローン残高を落とせば、完済の可能性が出てくると見ている。

最後に実態債務超過の8本のローンの担保物件については、商圏内に3 - 4ある競合モールの中で、競争力が下位または最下位にあり、将来的な閉鎖のリスクもあると判断している。強制売却手続きを取ったとしてもモールとしての評価が付かない可能性もあり、担保物件は土地の時価のみで評価している。

(32ページへ続く)

図表15:各モールの競合環境

問題のないローン

モール名	グリーン・ストリート発表のグレード	競合有無	店舗面積当たり売上高(米ドル)	稼働率	商圏内での順位(店舗売上高順)	競合モール名	対象モールからの距離(マイル)	店舗面積当たり売上高(競合)(米ドル)	競合モールのグレード(グリーン・ストリート発表)
Arbor Place	B-	有	359	99%	2(全3中)	Greenbriar Mall	15	210	C-
						Town Center at Cobb	22	435	B+
Battlefield Mall	B+	有	475	92%	1(全3中)	Tanger Outlets Branson	36	430	B
						Branson Landing	36	415	B+
Bellis Fair	B	有	370	91%	3(全4中)	Cascade Mall	23	300	C
						Everett Mall	62	465	B-
						Alderwood	67	610	A
Chesterfield Towne Center	B	有	390	89%	2(全5中)	Stony Point Fashion Park	4	485	A-
						Regency Square	7	225	C-
						Virginia Center Commons	14	210	C-
						Southpark Mall	21	365	B-
Chicago Ridge Mall	B+	有	555	71%	1(全4中)	Ford City Mall	3	380	C
						North Riverside Park Mall	9	340	B-
						The Promenade Bolingbrook	13	355	B+
Concord Mills	A-	有	500	100%	2(全4中)	Northlake Mall	8	390	B+
						Charlotte Premium Outlets	20	420	B+
						Carolina Place	22	525	B+
Crossgates Mall	A-	有	545	90%	1(全3中)	Colonie Center	2	475	B+
						Lee Premium Outlets	40	485	A-
Cumberland Mall	C+	有	371	88%	2(全5中)	Hamilton Mall	21	365	B
						Gloucester Premium Outlets	25	425	B+
						Harbor Square	26	200	D
						Voorhees Town Center	29	165	C-

モール名	グリーン・ストリート発表のグレード	競合有無	店舗面積当たり売上高(米ドル)	稼働率	商圏内での順位(店舗売上高順)	競合モール名	対象モールからの距離(マイル)	店舗面積当たり売上高(競合)(米ドル)	競合モールのグレード(グリーン・ストリート発表)
Greenwood Mall	B-	有	315	98%	2 (全4中)	RiverGate	48	295	C
						Lebanon Outlet Marketplace	54	425	B+
						Governor's Square Mall	54	245	B
Jefferson Mall	B	有	382	95%	3 (全4中)	Mall St. Matthews	8	400	B+
						Oxmoor Center	8	540	A
						Green Tree Mall	13	370	B-
Louis Joliet Mall	B	有	505	87%	1 (全4中)	The Promenade Bolingbrook	12	355	B+
						Fox Valley Mall	12	310	B
						Yorktown Center	20	365	B
Midland Park Mall	B+	無	480	99%	1 (全1中)	N/A			
Northridge Fashion Center	A-	有	480	98%	4 (全5中)	Westfield Topanga & The Village	4	640	A
						Panorama Mall	6	335	B-
						Westfield Fashion Square	9	580	A-
						Westfield Valencia Town Center	12	541	A-
Northwoods Mall	B	有	402	93%	3 (全4中)	Tanger Outlets Charleston	4	425	B+
						Citadel Mall	10	165	C-
						Shelter Cove Towne Centre	66	385	B+
RiverTown Crossings	A-	有	505	97%	1 (全3中)	Tanger Outlets Grand Rapids	6	420	B+
						Woodland Mall	9	450	A-
Southland Center	B-	有	415	93%	1 (全5中)	Fairlane Town Center	8	360	B
						Westland Shopping Center	12	370	B-
						Laurel Park Place	15	331	B-
						The Mall of Monroe	19	280	C-

モール名	グリーン・ストリート発表のグレード	競合有無	店舗面積当たり売上高(米ドル)	稼働率	商圏内での順位(店舗売上高順)	競合モール名	対象モールからの距離(マイル)	店舗面積当たり売上高(競合)(米ドル)	競合モールのグレード(グリーン・ストリート発表)
Southpark Mall	B-	有	387	90%	2(全4中)	Chesterfield Towne Center	21	385	B
						Regency Square	26	225	C-
						Virginia Center Commons	30	210	C-
Visalia Mall	B+	有	495	98%	1(全5中)	Tulare Outlets	6	285	B-
						Hanford Mall	20	335	C+
						Sierra Vista Mall	40	290	C
						Manchester Mall	42	165	C-
West County Center	A-	有	430	98%	3(全5中)	Plaza Frontenac	3	635	A
						Saint Louis Galleria	6	530	A
						Chesterfield Mall (MO)	7	300	C+
						Chesterfield Outlets (MO)	9	360	B-

債務過剰であり将来に条件変更の可能性があるローン

モール名	グリーン・ストリート発表のグレード	競合有無	店舗面積当たり売上高(米ドル)	稼働率	商圏内での順位(店舗売上高順)	競合モール名	対象モールからの距離(マイル)	店舗面積当たり売上高(競合)(米ドル)	競合モールのグレード(グリーン・ストリート発表)
Animas Valley Mall	B	無	355	87%	1(全1中)	N/A			
Dayton Mall	C+	有	340	96%	3(全4中)	The Greene Town Center	7	470	A-
						Towne Mall (OH)	8	閉鎖	D
						The Mall at Fairfield Commons	12	360	B-
Eastview Mall	A-	有	415	90%	2(全4中)	The Marketplace Mall	14	390	B+
						The Mall at Greece Ridge	21	415	B+
						Waterloo Premium Outlets	31	348	B-
Emerald Square	B+	有	415	87%	2(全5中)	Providence Place	9	565	A
						Swansea Mall	15	閉鎖	C-
						The Silver City Galleria	16	330	C
						Warwick Mall	17	375	B-
Florence Mall	B-	有	395	92%	1(全4中)	Northgate Mall (OH)	18	255	C
						EastGate Mall	22	365	B-
						Tri-County Mall	23	235	C

モール名	グリーン・ストリート発表のグレード	競合有無	店舗面積当たり売上高(米ドル)	稼働率	商圏内での順位(店舗売上高順)	競合モール名	対象モールからの距離(マイル)	店舗面積当たり売上高(競合)(米ドル)	競合モールのグレード(グリーン・ストリート発表)
Newgate Mall	C+	有	355	92%	2 (全3中)	Layton Hills Mall	8	361	B-
						Trolley Square	31	320	B
Poughkeepsie Galleria	B+	有	460	90%	1 (全5中)	Newburgh Mall	11	165	C-
						Jefferson Valley Mall	22	360	B-
						Hudson Valley Mall	24	230	C-
						Galleria at Crystal Run	26	365	B
Rogue Valley Mall	B	無	375	78%	1 (全1中)	N/A			
Solano Town Center	B+	有	325	87%	2 (全5中)	Vacaville Premium Outlets	9	348	B-
						Napa Premium Outlets	14	381	B
						Sunvalley Shopping Center	20	560	A-
						Somersville Towne Center	21	285	C
Town Center at Cobb	B+	有	450	98%	2 (全3中)	The Outlet Shoppes at Atlanta	8	425	B+
						Cumberland Mall (GA)	11	460	A-

実態債務超過でデフォルトの可能性のあるローン

モール名	グリーン・ストリート発表のグレード	競合有無	店舗面積当たり売上高(米ドル)	稼働率	商圏内での順位(店舗売上高順)	競合モール名	対象モールからの距離(マイル)	店舗面積当たり売上高(競合)(米ドル)	競合モールのグレード(グリーン・ストリート発表)
Crystal Mall	B	有	385	86%	3 (全5中)	Westbrook Outlets	17	225	C+
						Clinton Crossing Premium Outlets	21	381	B
						The Shops at Somerset Square	34	480	B+
						Westfield Meriden	36	279	C+
Fashion Square	C	有	255	79%	4 (全4中)	Bay City Town Center	15	295	C-
						Midland Mall	24	310	C+
						Genesee Valley Center	41	370	B
Pierre Bossier Mall	B	有	375	82%	1 (全3中)	Louisiana Boardwalk Outlets	2	285	B-
						Mall St. Vincent	4	300	C+

モール名	グリーン・ストリート発表のグレード	競合有無	店舗面積当たり売上高(米ドル)	稼働率	商圏内での順位(店舗売上高順)	競合モール名	対象モールからの距離(マイル)	店舗面積当たり売上高(競合)(米ドル)	競合モールのグレード(グリーン・ストリート発表)
Salem Center	B	有	375	86%	2(全4中)	Heritage Mall	22	230	C-
						Bridgeport Village	34	305	A-
						Clackamas Town Center	41	515	B+
The Shoppes at Buckland Hills	B	有	380	98%	3(全4中)	The Promenade Shops at Evergreen Walk	1	455	A
						The Shops at Somerset Square	7	480	B+
						Enfield Square	13	285	C
Towne Mall	C	有	245	90%	3(全3中)	Jefferson Mall	30	384	B
						Green Tree Mall	41	370	B-
Westgate Mall (MN)	C-	有	205	71%	2(全2中)	Crossroads Center	62	425	B+
WestGate Mall (SC)	C+	有	339	82%	2(全5中)	Gaffney Outlet Marketplace	19	353	B-
						Cleveland Mall	35	215	C-
						Blue Ridge Mall (NC)	38	230	C-
						Anderson Mall	47	200	C

2019年6月30日現在
出所: グリーン・ストリート・アドバイザーズ、トレップ、AB

(27ページからの続き)

賃料のアップサイド

賃料単価の上昇余地は店舗面積当たりの売上高のトレンド、稼働率、賃貸コスト負担率⁶などをベースに分析している。2019年度については、アパレル企業の倒産、退去した百貨店スペースでの後継テナント確保の難しさなどを踏まえ、賃料成長率はプラス圏を維持するものの、インフレ率を下回ったと見ている。

賃料交渉において重要なポイントとなる稼働率は、中小規模の店舗スペースを中心にさらに低下し、アパレル系テナントの退去が続くと予想している。中小規模の店舗スペースに入居するテナントの10 - 15%は退去リスクが伴うと考えている。

賃貸コスト負担率については、賃料引き下げリスクがあり、モール全体で8 - 10%へ引き下げた。モール中央部は賃料単価が相対的に高いため、12 - 14%の水準を維持している一方、⁷モール両端の大規模な空きスペースへ新たに誘致したテナント(ディスカウント・ストア、家具、娯楽施設など)の賃料単価は相対的に低く、5 - 8%の水準にある。

賃料のアップサイドは限定的と見ており、稼働率も若干低下する可能性がある。稼働率の低下に合わせて、運営管理費を削減できるモールもあるが、思ったようにコストを抑制することができないモールもあり、キャッシュフローは下方圧力が増すと見ている。ただCMBXシリーズ6に含まれるモールの多くは、物件クオリティを維持するための中長期的な修繕費用や元利金の支払いに必要なキャッシュフローを十分に確保している。

キャッシュフロー見通し

CMBXシリーズ6に含まれるモールの多くは、潤沢なフリーキャッシュフローを生み出しており、ローンのデフォルト率は低位に留まると見ている。また、積み上がった余剰資金を物件のバリュアップに充て、キャッシュフローをさらに強化することも可能である。CMBXシリーズ6をショートする投資家は、比較的近い将来にローンのデフォルトが相次ぎ、CMBSで損失が発生すると期待しているが、足元のキャッシュフローを見る限り、今すぐにそういった事態が発生する可能性は非常に低いといえる。

6 賃貸コスト負担率は、賃貸コストを店舗売上高で除した割合

7 賃貸コスト負担率は、モール所有者からのヒアリングによります。

問題ないと判断するローン 19 本のモールでは、賃料と稼働率にストレスをかけて分析した年間フリーキャッシュフローが平均 600 万米ドル、DCSR が平均 1.9 倍と高い水準にある。今後、2022 年にかけてローンは期日を迎えるが、フリーキャッシュフローは平均 2000 万米ドル（残存期間で累積）、DCSR も 1.8 倍を超える水準が維持されると分析している（図表 16）。ローンの出口において、物件の評価額はローン残高を大きく上回り、完済される可能性が高いと判断している。

債務過剰であり将来に条件変更の可能性があると位置付けたローン 10 本については、大半の担保物件でフリーキャッシュフローは一定の水準（平均で約 280 万米ドル）が維持され、DSCR も水準は 1.5 倍程度で安定している（いずれもストレス後）。今後、2022 年にかけてこれらローンは期日を迎えるが、平均でフリーキャッ

シュフローは 1,100 万米ドル（残存期間で累積）、DCSR は 1.4 倍程度の水準で推移すると予想している。

これら物件に対するローンは、キャッシュフローこそ安定しているが、LTV が高いため、予定された当初期日で完済となる可能性は低い。そういったケースでは、スペシャル・サービサーが介入し、借入人との交渉を経て、ローン損失率を最も抑制するベストなソリューションが実行される。それらソリューションは、債権の一部放棄によるエグジットやローン期日の延長である（3 - 5 年程度）。ローン期日が延長された期間は、キャッシュフローの余剰資金が追加の元本返済に充当され（約定返済に加え）、リファイナンスのがい然性が高まる水準までローン残高を圧縮する。担保権行使による強制売却でローン債権を一部回収することもできるが、回収率が大きく低下する上に、想定以上に時間や労力を伴うことから、

（35ページへ続く）

図表 16：モール向けローンの大半は約定返済や利払い能力に懸念は生じていない

	余剰キャッシュフローの推移予測（ベースケース、万米ドル）						DSCR ¹ の推移予測（ベースケース）				
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	合計	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
問題のないローン											
Arbor Place	600 -900	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	1,200 -1,500	1.75-2	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5
Battlefield Mall	900 -1,200	600 -900	600 -900	300 -600	300 -600	2,000 -2,500	2-3	2-3	1.75-2	1.5 -1.75	1.5 -1.75
Bellis Fair	600 -900	300 -600	300 -600	600 -900	600 -900	2,000 -2,500	2-3	1.5 -1.75	1.5 -1.75	1.75-2	2-3
Chesterfield Towne Center	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	1,200 -1,500	1.5 -1.75	1.25- 1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5
Chicago Ridge Mall	600 -900	600 -900	600 -900	900 -1,200	900 -1,200	3,000 -3,500	3-4	2-3	2-3	2-3	3-4
Concord Mills	2,500 -3,000	2,500 -3,000	2,500 -3,000	2,500 -3,000	2,500 -3,000	8,000 -10,000	3-4	3-4	3-4	3-4	3-4
Crossgates Mall	600 -900	600 -900	600 -900	300 -600	300 -600	2,000 -2,500	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1-1.25	1-1.25	1-1.25
Cumberland Mall	300 -600	0-300	0-300	0-300	0-300	600 -900	2-3	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1-1.25	1-1.25
Greenwood Mall	300 -600	600 -900	600 -900	600 -900	300 -600	2,500 -3,000	2-3	2-3	2-3	2-3	2-3
Jefferson Mall	0-300	0-300	0-300	0-300	0-300	600 -900	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5
Louis Joliet Mall	0-300	600 -900	300 -600	300 -600	300 -600	2,000 -2,500	2-3	2-3	2-3	2-3	2-3
Midland Park Mall	900 -1,200	600 -900	600 -900	600 -900	600 -900	2,500 -3,000	2-3	2-3	2-3	2-3	2-3
Northridge Fashion Center	900 -1,200	600 -900	600 -900	600 -900	N/A*	2,500 -3,000	1.5 -1.75	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1.25 -1.5	N/A
Northwoods Mall	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	1,200 -1,500	2-3	1.75-2	1.75-2	1.5 -1.75	1.5 -1.75

	余剰キャッシュフローの推移予測 (ベースケース、万米ドル)						DSCR ¹ の推移予測 (ベースケース)				
	2018年	2019予	2020予	2021予	2022予	合計	2018年	2019予	2020予	2021予	2022予
RiverTown Crossings	900 -1,200	600 -900	600 -900	600 -900	N/A	2,000 -2,500	2-3	1.5 -1.75	1.5 -1.75	1.5 -1.75	N/A
Southland Center	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	1,200 -1,500	2-3	1.5 -1.75	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1.25 -1.5
Southpark Mall	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	1,500 -2,000	1.75-2	1.25 -1.5	1.5 -1.75	1.75-2	1.5 -1.75
Visalia Mall	600 -900	600 -900	600 -900	N/A	N/A	1,200 -1,500	3-4	3-4	3-4	N/A	N/A
West County Center	900 -1,200	600 -900	600 -900	600 -900	600 -900	3,000 -3,500	2-3	1.75-2	1.5 -1.75	1.75-2	1.75-2
Performing Mall Average	600 -900	600 -900	600 -900	600 -900	300 -600	2,000 -2,500	2-3	2-3	1.75-2	1.75-2	1.75-2
債務過剰であり将来に条件変更の可能性があるローン											
Animas Valley Mall	0-300	0-300	0-300	0-300	0-300	300 -600	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1-1.25	1-1.25	1-1.25
Dayton Mall	300 -600	0-300	0-300	0-300	300 -600	900 -1,200	1.5 -1.75	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1.5 -1.75	1.5- -1.75
Eastview Mall	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	1,500 -2,000	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5
Emerald Square	300 -600	0-300	0-300	0-300	0-300	600 -900	1.25 -1.5	1-1.25	1-1.25	1-1.25	0.9-1.1
Florence Mall	600 -900	300 -600	300 -600	300 -600	300 -600	1,500 -2,000	2-3	2-3	1.75-2	1.5 -1.75	1.5 -1.75
Newgate Mall	300 -600	0-300	0-300	N/A	N/A	300 -600	2-3	2-3	2-3	N/A	N/A
Poughkeepsie Galleria	-100-0	-100-0	-100-0	-100-0	N/A	-100-0	0.9-1.1	0.9-1.1	0.9-1.1	0.9-1.1	N/A
Rogue Valley Mall	0-300	0-300	0-300	0-300	0-300	300 -600	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5
Solano Town Center	600 -900	300 -600	600 -900	600 -900	600 -900	2,000 -2,500	2-3	2-3	2-3	2-3	2-3
Town Center at Cobb	300 -600	300 -600	0-300	300 -600	300 -600	1,200 -1,500	1.25 -1.5	1-1.25	1-1.25	1-1.25	1-1.25
DPO Mall Average	300 -600	0-300	0-300	300 -600	0-300	900 -1,200	1.75-2	1.5 -1.75	1.25 -1.5	1.25 -1.5	1.25 -1.5

	余剰キャッシュフローの推移予測 (ベースケース、万米ドル)						DSCR [†] の推移予測 (ベースケース)				
	2018年	2019予	2020予	2021予	2022予	合計	2018年	2019予	2020予	2021予	2022予
実態債務超過でデフォルトの可能性があるローン											
Crystal Mall	0-300	-100-0	-100-0	-100-0	-100-0	-100-0	1.25 -1.5	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1
Fashion Square	0-300	0-300	-100-0	-100-0	-100-0	0-300	1.25 -1.5	1-1.25	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1
Pierre Bossier Mall	0-300	-100-0	-100-0	-100-0	-100-0	-100-0	1-1.25	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1
Salem Center	0-300	0-300	N/A	N/A	N/A	0-300	1.25 -1.5	1-1.25	N/A	N/A	N/A
The Shoppes at Buckland Hills	0-300	-100-0	-100-0	-100-0	-100-0	-100-0	1.25 -1.5	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1
Towne Mall	0-300	0-300	0-300	0-300	-\$1-\$0	0-300	1.5 -1.75	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1
Westgate Mall (MN)	0-300	0-300	0-300	0-300	-100-0	0-300	1.75-2	1-1.25	1-1.25	0.5-1.1	0.5-1.1
WestGate Mall (SC)	0-300	0-300	0-300	0-300	-100-0	0-300	1.5 -1.75	1-1.25	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1
Obsolete Mall Average	0-300	0-300	0-300	0-300	-100-0	0-300	1.25 -1.5	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1	0.5-1.1

2019年年6月30日現在

* 期日到来のため

† Debt Service Coverage Ratio (DSCR) ローンの返済能力を示す指標 (倍)。物件から生まれる年間Net Operating Income (NOI) をローンの年間元金返済額で割って算出。指標が高いほど、デフォルトするリスクが低いことを意味します。

出所: トレップ, AB

(33ページからの続き)

実務上、スペシャル・サービサーにとって最も回避したい選択肢である。なお、ウェルズ・ファーゴの調べでは、2000年から2007年の期間に強制売却を通じてローン債権を回収した案件のうち、無事に全額回収に至った割合は全体の6%あった⁸。

ABではこのような成功事例を前提としてCMBS分析を行っておらず、一定の損失を織り込んだ保守的なシナリオを想定している。ただ、実際にはローン期日が延長される案件は多く、延長され

ば、その期間にクーポンを獲得し続けることができるため、CMBXをロングする投資家にとってはアップサイドになる。

最後に実態債務超過と位置付け、デフォルトの可能性が高いローン8本については、担保物件の賃料や稼働率などがさらに悪化し、必要なキャッシュフローが維持できなくなると予想している。近い将来、DSCRは1倍を下回り、ローンはデフォルトし、一定規模のローン損失が発生する可能性が高い。

8 ウェルズ・ファーゴ「The 2019 CMBS Default and Loss Study」(2019年3月21日)

キャップレートは大幅な高まりが予想される

AB のベース・ケースでは、NOI の低下の可能性を織り込んでおり、さらに採用するキャップレート水準にも大きなストレスをかけている(組成時は6 - 10% の範囲)。ファンダメンタルズが改善するモールでは、アパレル系の大手テナントに代わって、地場の小売やサービス業のテナントが入居する動きが見られるが、テナント企業の信用力という観点では悪化している。また、新規テナント誘致のため、通常よりも賃貸借契約期間を短くするなどの優遇措置を行ったため、テナントの入れ替えリスクも高まった。これら将来のリスクに鑑み、物件の価値を評価する際、キャップレートは組成時と比べ大幅に高い水準を採用している。

ローン期日における想定キャップレート(ターミナル・キャップレート)は、問題ないと位置付けるローンで平均9%、債務過剰であり

将来に条件変更の可能性があるローンで平均11%、実態債務超過にあり、デフォルトの可能性のあるローンで平均15%を採用した。この水準とストレスをかけたNOIの予測から、ローン期日における物件評価額を算出したところ、実勢のキャップレートとNOI実績から算出した物件評価額はおおむね一致している。

デフォルトした場合の手続きは想像以上に複雑である

デフォルト発生に伴う清算手続きは、CMBXシリーズ6をショートする投資家が思うほどスムーズに進むものではない。DSCRが1倍を超えている状況においては(元利払いができていない状況)、借入人は大半のケースでローン期日まで利払い及び約定返済を続ける。そのため、物件差し押さえや借入人がレンダーに自由に担保物件を売却させてローン債権を回収するといった手続きは、デフォルト後、一定の時間が経過してから行われるケースが多い。

(38ページへ続く)

図表17: ターミナル・バリューは悲観的な水準へ高まった足元のキャップレートを織り込んでいる

ローンの状態	モールの名前	CMBX6におけるローン残高のシェア	キャップレート		足元のキャップレート	CMBX6におけるローン残高のシェア(デフィーフザンス・ローン調整後)
			CMBX6組成時	ターミナル		
問題のないローン	Arbor Place	0.6%	7.4%	10.0%	11.0%	0.7%
	Battlefield Mall	0.6%	6.8%	9.0%	12.1%	0.6%
	Bellis Fair	0.3%	7.6%	10.0%	10.6%	0.3%
	Chesterfield Towne Center	0.5%	6.6%	9.0%	10.7%	0.7%
	Chicago Ridge Mall	0.3%	8.3%	8.5%	7.6%	0.3%
	Concord Mills	0.4%	6.9%	8.0%	9.7%	0.4%
	Crossgates Mall	1.2%	6.1%	8.0%	9.2%	1.4%
	Cumberland Mall	0.3%	7.1%	10.0%	9.6%	0.3%
	Greenwood Mall	0.4%	7.9%	8.3%	8.7%	0.4%
	Jefferson Mall	0.3%	7.1%	10.0%	10.1%	0.3%
	Louis Joliet Mall	0.4%	7.6%	8.0%	10.3%	0.4%
	Midland Park Mall	0.3%	6.9%	9.0%	11.1%	0.3%
	Northridge Fashion Center	0.9%	6.5%	8.0%	8.4%	1.0%
	Northwoods Mall	0.3%	7.6%	10.0%	12.1%	0.4%
	RiverTown Crossings	0.3%	7.1%	9.0%	11.2%	0.3%
	Southland Center	0.3%	7.4%	10.0%	10.5%	0.3%
	Southpark Mall	0.3%	7.2%	10.0%	10.1%	0.3%
	Visalia Mall	0.2%	7.2%	9.0%	10.0%	0.3%
	West County Center	0.7%	6.7%	8.5%	9.7%	0.7%
	合計/平均		8.6%	7.1%	9.1%	10.1%

ローンの状態	モールの名前	CMBX6におけるローン残高のシェア	キャップレート			CMBX6におけるローン残高のシェア (ディフィーザンス・ローン調整後)
			CMBX6組成時	ターミナル	足元のキャップレート	
債務過剰であり将来に 条件変更の可能性がある ローン	Animas Valley Mall	0.2%	7.3%	12.0%	15.1%	0.2%
	Dayton Mall	0.3%	7.7%	11.3%	12.1%	0.3%
	Eastview Mall	0.9%	5.9%	8.0%	9.1%	1.1%
	Emerald Square	0.4%	7.7%	12.0%	14.4%	0.5%
	Florence Mall	0.4%	7.5%	9.7%	12.2%	0.4%
	Newgate Mall	0.2%	8.5%	12.0%	12.1%	0.2%
	Poughkeepsie Galleria	0.3%	6.7%	12.0%	13.2%	0.4%
	Rogue Valley Mall	0.2%	7.9%	12.0%	14.5%	0.2%
	Solano Town Center	0.4%	7.7%	8.5%	10.5%	0.5%
	Town Center at Cobb	0.8%	6.2%	10.8%	11.4%	0.9%
合計/平均		4.1%	7.3%	10.8%	12.5%	4.7%
実態債務超過で デフォルトの可能性が あるローン	Crystal Mall	0.4%	7.4%	14.0%	21.2%	0.4%
	Fashion Square	0.1%	10.1%	17.0%	34.4%	0.2%
	Pierre Bossier Mall	0.2%	7.7%	18.0%	18.9%	0.2%
	Salem Center	0.2%	9.0%	10.0%	27.9%	0.2%
	The Shoppes at Buckland Hills	0.6%	6.8%	12.0%	24.5%	0.7%
	Towne Mall	0.1%	7.6%	20.0%	20.8%	0.1%
	Westgate Mall (MN)	0.0%	8.4%	12.0%	28.1%	0.0%
	WestGate Mall (SC)	0.1%	9.0%	18.0%	25.1%	0.2%
合計/平均		1.8%	8.3%	15.1%	25.1%	2.0%
(全体) 合計/平均		14.4%	7.7%	10.8%	14.5%	16.5%

2019年6月30日現在
出所: トレップ AB

図表18：債務過剰であり将来に条件変更の可能性があるローンの担保物件の多くは、困難期を乗り越えることができる

モール名	ローン期日における予想 NOI 名変化	ターミナル・キャップレート	累積余剰キャッシュフロー (万米ドル)	ローン期日における借入人 (投資家) の投資リターン	所有者	ターミナル・バリュー (万米ドル)	不動産価格の変化率 (CMBX組成時の不動産価格を左記と比較)
Animas Valley Mall	-21%	12%	500	14%	RSE Capital Partners	3,400	-54%
Dayton Mall	-6%	11%	1,100	20%	WPG	7,100	-46%
Eastview Mall	-9%	8%	1,900	12%	Wilmorite	16,500	-55%
Emerald Square	-17%	12%	700	10%	SPG/ CPP/TIAA	7,200	-57%
Florence Mall	-26%	10%	1,600	23%	GGP	8,200	-48%
Newgate Mall	-22%	12%	500	20%	Time Equities	4,900	-41%
Poughkeepsie Galleria	-9%	12%	0	0%	Pyramid	9,900	-58%
Rogue Valley Mall	-17%	12%	600	17%	Brixton	3,800	-53%
Solano Town Center	-7%	9%	2,500	29%	WFD/STWD	11,000	-42%
Town Center at Cobb	-6%	11%	1,200	8%	SPG	14,800	-54%
平均	-14%	11%	1,100	15%		8,700	-51%

2019年6月30日現在

* 利回りは物件のNOIをローン残高で割った割合

出所:トレップ, AB

(36ページからの続き)

なお、上記で述べた後者、「レンダーに自由に担保物件を売却させてローン債権を回収するといった手続き」、は必要とする期間が差し押さえに比べて大幅に短い。一見、デフォルト後の手続きとして多用されているかに思われるが、借入人にとって税務上の懸念材料が発生する。CMBSのローンがデフォルトし、物件が貸し手へ移った場合、米国の税務当局は売買が行われたものとして取り扱う。よって、仮にデフォルト債権の残高が借入人の税務上の簿価を上回った場合、売買益が発生したとみなされ、相当規模の税金負担が発生する。不動産は39年かけて減価償却することができるので、簿価は徐々に低下していく一方、ローン残高は期中のわずかな約定返済分しか減少していかない。こうした背景からも、貸し手主導で物件が売却され、ローンの毀損が確定するという流

れは実際にはハードルが高い処理であると判断している。また、主要な借入人であるREITは利益の9割を配当しなければならないため、この選択肢を取る可能性は非常に低い。

CMBXシリーズ6をロングする投資家にとって、DSCRが1倍以上確保されている状態は、非常にポジティブであり、こうした状況下ではローンの毀損を極小化させるため、デフォルトの発生が先送りされやすい。なお、ABの分析では、実態債務超過にあり、デフォルトの可能性のあるローン8本は、保守的に担保物件の評価を土地の時価のみとしている(ローン期日が延長される可能性はある)。

ターミナル NOI (万米ドル)	期日におけるローン残高 (万米ドル)	LTV60-70%でリファイナンスする場合のローン金額 (万米ドル)	左記におけるローン利回り (NOI÷左記ローン金額)*	リファイナンス後 (左記ローン金額)の年間元利金返済額 (万米ドル)	元利金支払い後のフリーキャッシュフロー (万米ドル)	新たなエクイティ出資額 (万米ドル)	左記エクイティ出資の年率リターン	リファイナンスしたローンのDSCR (倍)
1,600	17,000	8,900	18%	600	1000	5,900	17%	2.7
1,100	10,500	6,600	16%	400	600	4,400	15%	2.5
1,400	21,000	11,600	12%	800	600	5,000	12%	1.8
1,200	13,500	6,000	20%	400	800	4,000	20%	3.0
900	9,300	4,300	20%	300	600	2,900	20%	3.0
700	9,000	4,900	15%	300	400	3,300	13%	2.3
500	4,800	2,300	20%	200	300	1,500	20%	3.0
500	5,800	2,900	16%	200	300	1,900	14%	2.4
400	4,100	2,100	20%	100	300	1,400	20%	3.0
800	7,500	4,300	19%	300	500	2,800	18%	2.8
900	10,300	5,400	18%	400	500	3,300	17%	2.7

ローン損失率を予想

債務過剰であり将来に条件変更の可能性のあるローンは10本ある。これらローンの担保物件は、土地の時価で評価するほど悲観的な状況にはなく、困難期を乗り越えられるポテンシャルを持ったモールと位置づけている。

しかし、それは簡単なことではない。ローン残高は恐らく物件の時価評価を上回った状態で期日を迎える可能性が高い。ローン残高が物件時価を上回った状況では、第三者機関からリファイナンスを受けることできない。何の対応も取られずにデフォルトすることは想定していないが、さまざまなシナリオが想定される中、ABの分析では、保守的なシナリオを予想している。

これらのローンにおいて損失率を分析する際、一律にキャッシュフローへストレスを掛けたり、一律にローン債権の何%かを損失扱いとすることはしない。ローンごとに置かれている状況は異なるた

め、ローンごとのさまざまな要素を考慮し、踏み込んだ分析が必要になると考えている。

最終的なゴールであるローンの損失率を予想するため、担保物件を適切に評価する必要がある。過去実績などをベースに将来のキャッシュフローを精査し、そこにストレスをかけたターミナルキャップレートは不確実性に鑑み、悲観的と言える高い水準を採用している。また、ローン期日においてローン債権の一部放棄を前提としている。その結果、物件評価額は組成時と比べて平均で51%も低下している。

ローン債権の一部放棄の規模の予想を立てる上で、まず、最大限調達可能なリファイナンス金額を決める。リファイナンス可能額と物件時価との差を埋めるため、借入人(または第三者の投資家)による追加出資が必要であり、必要な金額を算出し、期待リターンの観点などから、追加出資のハードルについても検証を行っている。

キャッシュフロー予測では主要な収支項目にストレスをかけており、それらは賃料単価、稼働率、テナント入れ替えコストなど多数の項目にわたる。その結果、10 物件の平均で NOI には足元の実績比 14% のストレスが掛かっているが、それでもローン期日までの約 3 年間で、1 物件当たり平均で 1,000 万米ドルのキャッシュフローの余剰が生まれると分析している。これほどのキャッシュフローが維持されていれば、物件所有者は物件に対するコミットメントを失うことはないだろう（エクイティ出資部分に対する想定リターンは平均 15%）。以上を踏まえ、これら 10 本のローンの担保物件は、ローン期間を通じて安定したキャッシュフローを維持し、約定返済や利払いに懸念は生じないと予想している。

ローン期日における対応として、完全に排除することはできないが、スペシャル・サービサーが物件を差し押さえ、強制売却によってローンの清算を行う可能性は低いとの見方をしている。州によって手続きが異なるが、差し押さえには裁判所の決定が必要であり、決定を得るまで長い時間を要する。また、差し押さえても買い手がつかない、購入希望者はいるが、資金繰りが付かないといったケースも十分想定されるため、一定の不確実性も伴う。さらには一連の手続きで発生するコストは大きく、物件の売却代金の最大 10 - 15% にまで上ることがある。

これらの点から、借入人が引続き物件を継続保有していきたい意向があり、一定のキャッシュフローが維持されている場合、1つの選択肢として、スペシャル・サービサーは借入人とディスカウント・ペイ・オフ (DPO) について協議を行う。DPO はスペシャル・サービサーがローン債権を物件の時価程度まで放棄した上で、借入人の追加出資を前提に新たなレンダーが適正な LTV 水準でリファイナンスを行い、スペシャル・サービサーがローン債権の大半を回収するという取引である。損失は発生してしまうものの、担保物件の強制売却よりは回収できる金額が大幅に増す。

AB ではこれら 10 本のローンで、5 - 30% のローン債権（期日における残高）を放棄することになると見ている。大半は B クラス以下のモールであり、リファイナンス・ローン（新ローン）は LTV60% 程度しか引けず¹⁰、クーポンは 5.25%、約定返済は期間 30 年のフルアモチを想定。期中の元本返済額が大きいいため、DSCR のトリガーは 2.5 倍を予想し、これは CMBS 向けの新規ローンの水準対比 40% も高い。

LTV を含め、新ローンの条件は極めて厳しいものになることが予想され、LTV60% を前提とした場合、借入人は 1,400 - 6,000 万米ドルの追加出資を行わなければならない。増資または新た

な投資家 (JV) 探しはハードルが高いように思えるが、この点に関しては楽観的な見方をしている。それは DPO において新たに出資されるエクイティの期待リターンが非常に魅力的であるからだ。保守的な NOI (足元の実績比 14% のストレス) で計算しても、追加出資部分の期待リターンは平均で 17% の水準になると予想している。

実態債務超過のままローンの期日が到来した場合、DPO は最も効果的な債権回収方法の 1 つであり、回収率や CMBS 投資家の利益を極大化させることができる。スペシャル・サービサーを監督するオペレーティング・アドバイザーの存在も CMBS 投資家の利益に繋がっている。オペレーティング・アドバイザーは、スペシャル・サービサーが CMBS 投資家の利益を第一にしていないと判断すれば、入れ替えを行うことができる。プーリング契約及びサービシング契約において、オペレーティング・アドバイザーがスペシャル・サービサーの監督及び必要に応じた入れ替えを行わなければならないと規定されている。CMBX をショートする投資家はスペシャル・サービサーの役割やその結果について、より目を向けるべきである。

なお、スペシャル・サービサーはモラルハザードを感じることもある。なぜなら、DPO は新たなデフォルトの可能性を作り出すからである。スペシャル・サービサーは別の選択肢として、既存ローンの期日延長 (3 - 5 年) を行い、リファイナンスの蓋然性が高まる水準までローン残高を落とすケースもある。ローンの期日延長は、所有者が物件に対して強いコミットメントがあり、物件の競争力を維持させる十分な資金力があると判断した場合に採られやすいソリューションの 1 つである。

このようにローンの期日が延長された場合、CMBX シリーズ 6 が対象とする CMBS も延長される。ローン期日の延長は損失率の抑制に繋がるだけでなく、延長された期間も CMBX をロングする投資家はショートする投資家からクーポンを受け取り続けることができる。

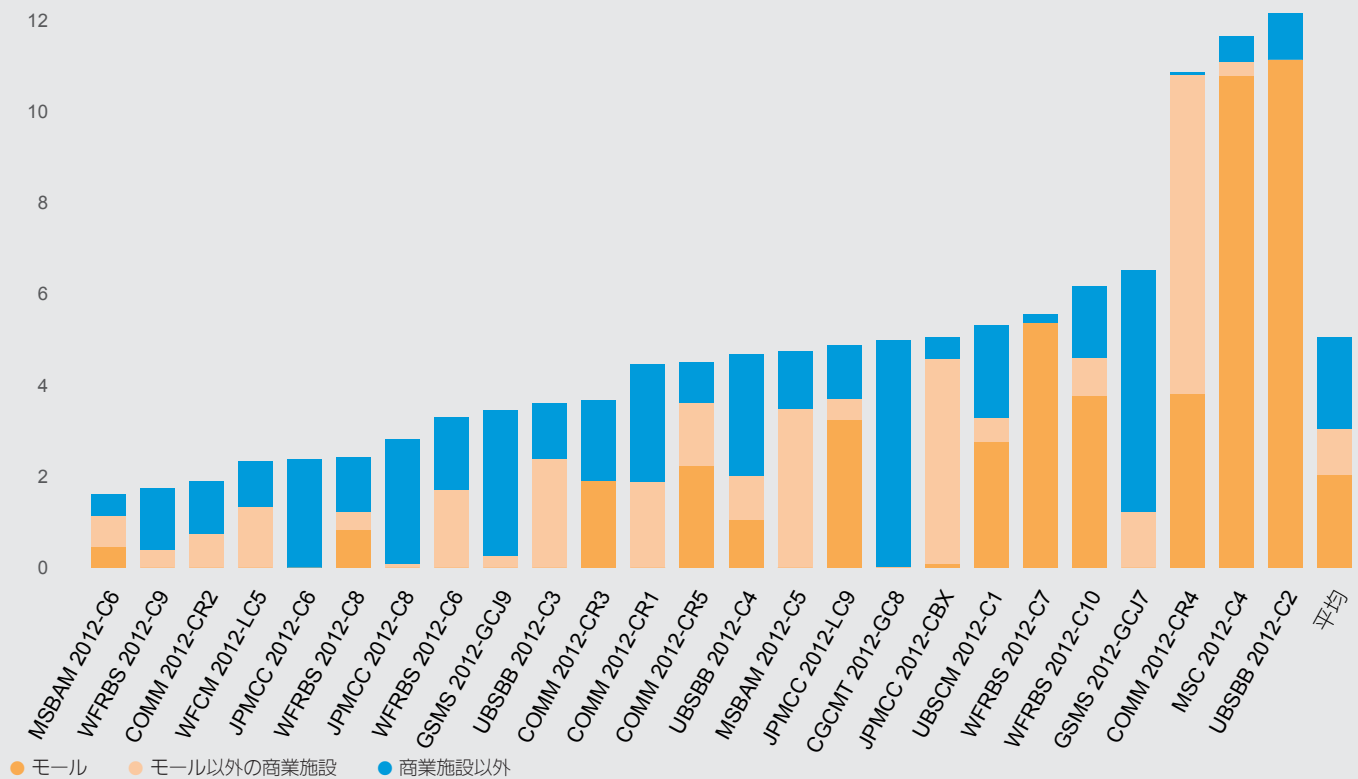
CMBX シリーズ 6 で損失率がどれほどの水準になるか トランシェ別に検証

CMBX シリーズ 6 が対象とするローンは商業施設向けの残高が 44% を占め（ディフィーゼンスされたローンを除く）、最大のエクスポージャーとなる。当シリーズで発生が予想される損失率は全体で 4.8% であり、商業施設はモール (1.9%) とモール以外 (1.2%) を合わせて 3.1% となる。モールで発生する損失は大半が B クラ



予想損失率はCMBSによって異なる”

図表19：各CMBSの予想損失率（物件タイプ別、%）



2019年6月30日現在
出所：トレップ AB

スとCクラス・モール向けローン（残高ベースで全体の11%）で発生すると見ている。

図表19は当シリーズが対象とする25本のCMBSで予想する損失率となり、商業施設（モール）、商業施設（モール以外）、商業施設以外に分類した。CMBSによって損失率はバラつきがあるよう

に、裏付資産である個別ローンの分析が重要である。ABの独自の損失率分析モデルは、CMBSレベルの損失率を最低で2%と予想し、CMBSの大半は損失率が低位に留まり、10%を超える高い水準（最大で12%）となるCMBSは一部に限定されると予想している。当シリーズが対象とするCMBSの大半はクオリティが高いことをモデルは示唆している。

また、損失の発生時期もモデルは予想しており(図表20)、2021年末まで損失率が3%を超えることはなく、大半の損失は最終年である2022年、または2022年以降(ローン延長を想定)に発生すると予想している。担保物件の多くは約定返済や利払い能力において特段の懸念はなく、ローン期間中に損失が発生する可能性は低い。予想損失率をCMBSの格付別クレジット・エンハンスメントと比較すると、損失がどのランシエで発生するかまで予測することができる。BB格トランシエが完全に毀損し、BBB-格トランシエも一部毀損するリスクのあるCMBSは25本中3本に留まると予想している。それらは、COMM 2012-CR4(発生時期2020年後半)、UBSBB 2012-C2(同2021年後半)、MSC 2012-C4(同2022年中)である。CMBXのBB格トランシエをロングする投資家は、2020年まで5%のクーポンを受領した後、損失発生によって、2021年は4.8%、2022年は4.7%、ローンが延長されるであろう2023年はクーポンの水準が2.6%に低下すると予想している。

ローン残高の大きさやデフォルト状況によって、ローンが完全に清算されるまでの期間にバラつきはあるが、平均で1年から2年程度との前提を置いている。なお、ローン期日でデフォルトする場合、ローンの清算までにかかる期間を保守的に1年としているが、実

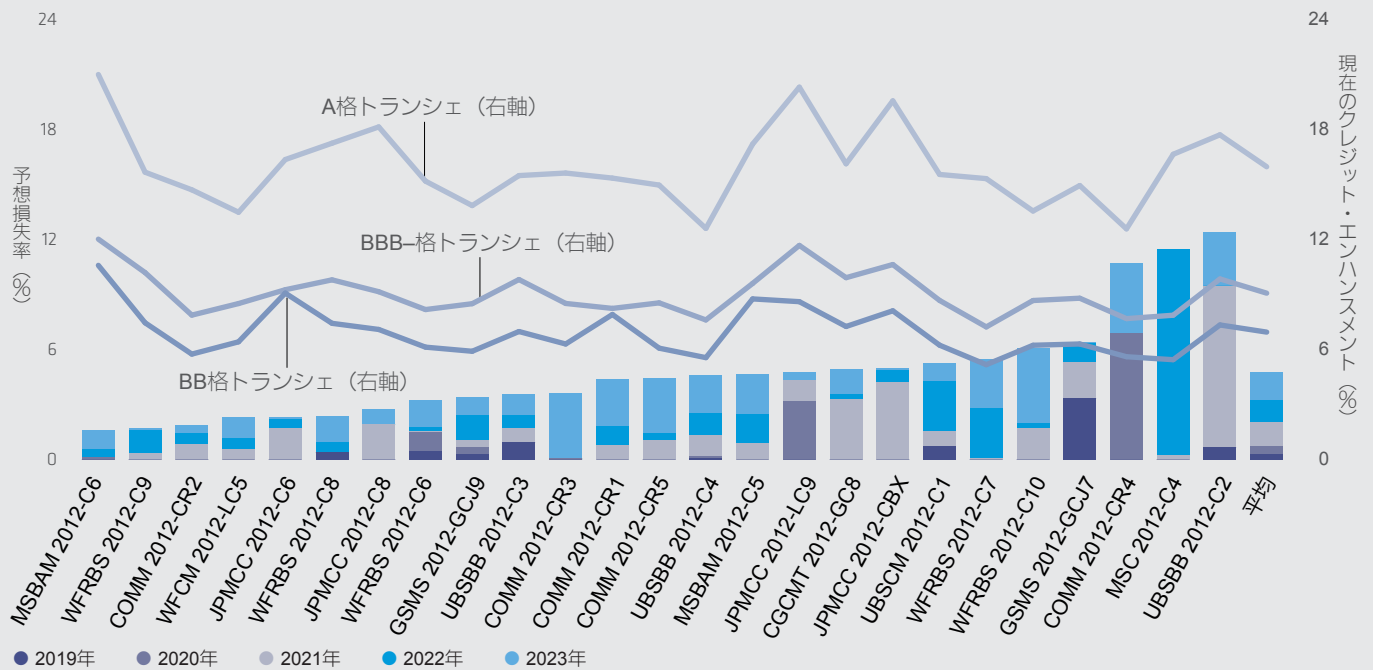
際には1年を大幅に上回るプロセスが控えており、最大で5年もかかったデフォルト事例もある。

過去の事例を紹介しよう。ファッション・アウトレット・オブ・ラスベガス(ネバダ州)はローン期日の2017年8月にデフォルトした。ローンはすでにスペシャル・サービサーへ移管されているが、物件差し押さえによる強制売却を経て、最終的に清算される時期は2021年末(4年超のプロセス)になると予想されている。

なお、ローンは清算プロセスに入ってからでも、デフォルトする前と同様に物件から生まれるキャッシュフローを原資とし、元本返済や利払いが継続される。時間を要するプロセスではあるものの、この間もローン残高は圧縮され、最大損失も低下する。ABでは保守的にデフォルト後の元本返済継続をベース・ケースに織り込んでおらず、これはリターンアップのアップサイドになる。

独自モデルでは17のシナリオ分析も行っている。複数の景気後退シナリオや複数のDPOにおける債権放棄シナリオがあり、これらのシナリオ分析によって、当シリーズ6の損失調整後利回りや損失発生時期について、高い確信度を持つことが可能となる。

図表20：CMBSで予想された損失は大規模なものではなく、差し迫ったものでもない
 CMBS 25本の予想損失率（発生を見込む年別）、格付ごとのクレジット・エンハンスメント*水準



*デフィニエンス調整前
 2019年6月30日現在
 出所: トレップ AB

ケーススタディ： シュガーローフ・ミルズ向けローンの条件変更事例

シュガーローフ・ミルズはジョージア州の州都アトランタから 26 マイル（約 42 キロ）離れた郊外に位置する大型モールで物件の賃貸可能面積は 120 万平方フィートある。商業施設特化型 REIT の最大手サイモン・プロパティ・グループ (SPG) が保有している。アトランタの 560 万人が商圏の対象となるが、競合物件は多い。

当該モール向けローン組成額は 1 億 5,870 万米ドル、当時の物件評価額は 2 億 1,000 万米ドル、LTV は 75% であった。ローンは 2 つのトランシェに分かれ、それらは A ノート（シニア 1 億 3,500 万米ドル、クーポン 6.08%）と B ノート（ジュニア 2,370 万米ドル、クーポン 7.30%）と呼ばれ、A ノートは B ノートに対して優先する。A ノートのみが証券化対象となり、B ノートは CMBS の裏付資産に含まれない。なお、ローンが組成されたのは 2006 年であり、今回の CMBX シリーズ 6 の対象 CMBS には含まれない（CMBS は JPMCC 2006-LDP9 CMBS）。

2011 年 12 月、シニアローンに当たる A ノートは初回ローン期日で返済できずにデフォルトし、スペシャル・サービサーへ移管された。CMBX をショートする投資家が当時からいれば、速やかに物件を差し押さえ、強制売却によるローン債権の回収を想定しただろう。ただ、不動産市場の回復初期であった当時、大型の本件モールを購入できる資金力を持った投資家をすぐに見つけることは困難であった。

シュガーローフ・ミルズは元利金支払い後の余剰キャッシュフローが年間 700 万米ドルを超えており、モール自体のパフォーマンスは比較的堅調であった。所有する SPG が物件を諦め、スペシャル・サービサーへ渡すことは考えにくかった。また、スペシャル・サービサー側も売却が容易ではないことが分かっており、急いで強制売却を行う理由は見当たらなかった。

幸いなことにプリーング及びサービシング契約でローンの延長が最大 5 年間許容されていた。CMBS 投資家にとって、ローンの回収を急ぐことがベストな選択肢でないと判断できる場合、スペシャル・サービサーは契約の範囲でローンを延長することが許容されていた。

結果、スペシャル・サービサーはローンを 2 年間延長し（延長後期日 2013 年 12 月）、ローンを当初のマスター・サービサーへ再度移管した。ローン契約書は修正され、余剰キャッシュフローは都度スイープされ、ローン返済へ充てられる条件が付いた（B ノート残高とのプロラタ返済）。

ローン期日延長後の最終年である 2013 年は DSCR が 1.5 倍の水準にあったが、物件時価はまだローン残高を下回っており、実態債務超過の状態を解消できずにいた。そのため、再び、スペシャル・サービサーが介入し、ローンが一気に 5 年間延長された。同時に物件の評価額を見直し、組成時の 2 億 1,000 万米ドルから 1 億 5,200 万米ドルへ引き下げた。2 度目のローン延長となったが、スペシャル・サービサーの方針はローン残高を圧縮し、ローンの損失発生を可能な限り回避するというものであった。なお、余剰キャッシュフローをローン残高の圧縮に充てることを米国ではハイパーアモチゼーションと呼び（日本ではキャッシュスイープと呼ぶことがある）、本件のような LTV が 100% を超え、エグジットが困難なローン案件で効果的である。2019 年 6 月時点で A ノートの残高は組成時の 1 億 3,500 万米ドルから 1 億米ドル（26% 減）へ返済がさらに進んでいる。余剰キャッシュフローはプロラタで B ノートの返済にも充当されるため、B ノートは組成時の 2,370 万米ドルから 1,750 万米ドルへ返済が進んだ。サービサーから展開される月次レポートを見ても、A ノートは年間 750 万米ドルのペースで返済を続けている。

2018 年 12 月に再びローン期日が到来したが、スペシャル・サービサーはさらに 3 年のローン延長が必要と判断し、期日を 2021 年末へ延長した。次回期日において、A ノートの残高は 8,200 万米ドル（組成額の 42%）まで圧縮され、B ノートについても 1,000 万米ドルへ圧縮される見通し。この水準までローン残高が低下するとリファイナンスの蓋然性は大きく高まるが、万が一、環境が変わり、リファイナンスが困難となった場合もローンを延長して、リファイナンス機会を待つことが可能である。

当該モールのパフォーマンスは堅調であり、商圏自体も成長していることから、アップサイドも十分期待できると見ている。最近では近隣で 200 戸クラスのアパートの開発計画が立ち上がり、当該モール敷地内でも空きスペースにホテル（マリオット系のアロフト・ホテル）の建設が進む。今後、当該モールへより多くの消費者が流れ込むことが予想される。また、当該モールに入居しているタイプ・アンド・バスターズ（レストラン及びスポーツ・バー、さらにはアーケード・ゲームなども併設）が近隣店舗を閉鎖したことも追い風になると考えている。

CMBX をショートする投資家は、LTV が非常に高いモールは差し押さえされた後、強制売却を経て、デフォルト後短期間でローンが清算される（損失が確定する）と考えているが、実際には異なる場合が多い。

デフォルトは必ずしもCMBS投資家に損失を与えるものではない。それはなぜか？

シュガーローフ・ミルズ・モール：ローン期日の延長実績

	2006年	2011年	2013年	2018年	2021年
	ローン組成及び証券化	第一回目の期日延長 (2012年2月)	第二回目の期日延長	第三回目の期日延長	次回のローン期日
ローンの状況	期間5年、期限一括返済の条件でローンが組成された。当時の稼働率は96%	2011年末に到来した期日に完済できずにデフォルト。その後、2012年2月に期日を2013年12月まで延長する条件変更を実施。以降、余剰キャッシュは全てスweepし、元本返済に充当	再び期日に完済できずにデフォルト。物件自体はキャッシュフローを安定して生み出しており、2018年12月まで期日を延長する条件変更を再び実施	再び期日に完済できずにデフォルト。物件自体はキャッシュフローを安定して生み出しており、2021年12月まで期日を延長する条件変更を再び実施	次回期日におけるローン残高やLTVを試算
稼働率	96%	79%	84%	85%	85%
ローン残高 (米ドル)	135,000,000	135,000,000 (返済されたローン 元本の割合:0%)	130,000,000 (返済されたローン 元本の割合:4%)	103,000,000 (返済されたローン 元本の割合:24%)	82,000,000 (返済されたローン 元本の割合:40%)
鑑定評価額 (米ドル)	210,000,000	210,000,000	152,000,000	152,000,000	152,000,000
NOI (米ドル)	13,100,000	15,300,000	15,500,000	17,370,000	17,370,000
インプライド・ キャップレート	6.2%	7.3%	10.2%	11.4%	11.4%
LTV	64%	64%	86%	68%	54%

2019年6月30日現在
出所:トレップ、AB

多くのシナリオを検討した結果、1つの結論に至る

ダウンサイド・リスク：CO-TENANCY 条項のトリガーと深刻な景気後退

ここからはシナリオ分析のいくつかを紹介したい。

1つ目は Co-Tenancy 条項である。Co-Tenancy 条項は米国の商業施設における賃貸借契約に一般的に含まれており、賃貸面積が極めて大きい主要テナントの退去が2件以上発生した場合や事前に定められた水準まで空室率が上昇した場合、トリガーに抵触して他のテナントの賃料が一時的に減額される内容となっている。モールの顔でもある主要テナントを失うことで、モールへの来場者数が低下する可能性があり、売上高への悪影響を軽減する目的である。このシナリオ分析では、影響を受けるテナントにおいて一定規模の中途解約を想定して稼働率を70%とした（主要テナントの床面積を除いた前提）。また、各テナントの賃料単価も10%減額し、キャッシュフローへの影響を精査している。

2つ目は深刻な景気後退リスクが差し迫ったシナリオである。このシナリオではモール全体の稼働率と各テナントの賃料単価に一律ストレスを掛け、NOIを足元実績比15-20%低下させた。このNOIのストレス幅は2008年から2009年にかけて発生した世界金融危機のNOI下落率とおおむね一致する。

これら悲観的なシナリオ分析における損失調整後の利回りは、当シリーズのベース・ケースにおいて算出した利回り水準の範囲内となった。利回り水準はA格トランシェで両シナリオの結果と一致し、BBB一格とBB格でもシナリオの水準を若干下回る程度であり、ベース・ケースは十分保守的であることが分かる。なお、信用力が同等の米国社債利回りと比較すると、当シリーズの相対的な利回りの高さが際立つ。

アップサイド・リスク：ローン期間の延長

シナリオ分析ではダウンサイドだけでなく、アップサイドも同時に検証している。先ほど説明したとおり、デフォルトしたローンは清算に至るまで1-2年程度の期間を要する前提を置いている。ただ、実際のケースではスペシャル・サービサーがローン期日を3-5年間延長することが多く、金融環境が良好な足元は特にその傾向が強くと見られる。

期間30年のフルアモチを想定としたローンが新規に組成され、クーポンが5%であったとしよう。元本返済は最初の10年間が残高に対して約2%、その後は比率が上昇し、ローン期日である

図表21：CMBXシリーズ6の各トランシェはストレス・シナリオにどう影響されるか？

CMBXトランシェ	クーポン	スプレッド (ベース・ポイント)	クレジット・ エンハンスメント
CMBX.6.A	2%	196	16%
CMBX.6.BBB-	3%	656	9%
CMBX.6.BB	5%	1,314	7%

2019年6月30日現在
賃貸面積が大きい主要テナントが2件以上退去した場合、他のテナントの賃料が一時的に減額されます。深刻な景気後退を想定したシナリオ（2008-09年の金融危機のような状態）では、全ての担保物件で賃料減額、稼働率の低下を見込みます。
出所：トレップ、AB

2022年末時点ではローン組成額の19%が返済されると仮定する。このタイミングで5年間ローン期間が延長され、約定返済は残高に対して約3%とすると、延長された期日までに追加でローン組成額の14%を返済することができる。結果、当初のローン期日では実態債務超過にあったローン残高は、第三者機関からリファイナンスを受けられる水準までLTVが改善し、ローンでの損失を可能な限り回避することができる。ベース・ケースではローンの延長を織り込んでおらず、アップサイドは相応にあり、ローンが延長される可能性も高いと考えている。

CMBXシリーズ6が対象とするローンでは、現時点でデフォルト率や損失率は低位で推移しており、商業施設を除くローンのファンダメンタルズは特に堅調である。そのため、CMBSのトランシェでも損失は発生していない。キャッシュフローの健全さは何度も触れてきたが、市場全体で不動産価格が上昇しており、商業施設以外のローンを中心にLTVは大きく改善している。この点もCMBXのファンダメンタルズを下支えしている。なお、現在CMBXシリーズ6における累積損失率は0.13%しかない。これに対して、BB格トランシェのクレジット・エンハンスメント（ディファイザンス・ローン調整後）は平均で8.2%の水準にあり、下位トランシェでもこれだけのバッファが存在している。

クレジット・エンハンスメント (デファイザンス・ローン調整後)	損失調整後の予想スプレッド			損失調整後の予想利回り		
	ベース・ケース (ベース・ポイント)	Co-Tenancy シナリオ (ベース・ポイント)	ストレス・シナリオ (ベース・ポイント)	ベース・ケース	Co-Tenancy シナリオ	ストレス・シナリオ
19%	200	180	200	3.5%	3.3%	3.5%
11%	430	250	300	6.0%	4.0%	4.5%
8%	900	500	500	10.0%	6.5%	6.5%

AB のベース・ケース

ベース・ケースの前提を整理したい。ローン期日の延長については、発生する可能性が非常に高いものの、ベース・ケースには織り込んでおらず、大半のローンは期日において完済または DPO され、デフォルトは一部に限定されると想定している。ダウンサイドとして、ある程度の景気後退が 2020 年に到来し、小売業界やモールに大きな影響を与える想定もしている。こうした前提の下、CMBS25 本に含まれる 1,300 件超もある全てのローンでキャッシュフロー見通しを立て、デフォルトや損失率を予想している。

これらシナリオに関連してさまざまな項目にストレスを掛けているが、こうした保守的な前提であっても、CMBX シリーズ 6 が提供する利回りは魅力的な水準が維持され则认为している。損失調整後の期待利回りは A 格トランシェで 3.5% を超え、BBB- 格トランシェでは約 6.0%、BB 格トランシェでは 10% を超える水準になると予想している。これら水準はレバレッジがかかっていない前提となるが、実際のトレードでは最大 10% の証拠金で行われるため、利回りは最大 10 倍まで拡大することになる。

まとめ

米国のモール業界は衰退に向かっており、モールなど商業施設を対象とする不動産ローンのデフォルトが次なる大規模なショート・ポジション構築の対象だというストーリーは、悲観的であり、モール業界の実態を反映していない。たしかに全米にある最大 1/3 のモールは消費者需要や生活のスタイルの変化に対応することができず、閉鎖の危機に瀕している。しかし、残りの 2/3 のモールでは消費者が求める空間作りが多く見られる。モール業界は二極化しつつあり、たしかに一部は衰退に向かってはいるが、多くは環境の変化に合わせて進化しており、足元で続く困難期を乗り越えることができると考えている。

AB ではこの点に着目し、CMBX シリーズ 6 の魅力に迫ってきたが、改めてポイントを以下に整理し、この資料を終わりたい。

- + CMBX シリーズ 6 に含まれるモールは米国全体の 0.5% にも満たず、当シリーズで積み上がった大規模なショート・ポジションはそれに見合うものではない
- + CMBX シリーズ 6 はモールを含め商業施設向けローンのエクスポージャーに注目が集まりやすいが、商業施設向けローンのエクスポージャーは 44% に留まり、過半は商業施設以外の物件に対するローンである。当シリーズに含まれる B クラス・モールの一部や C クラス・モールは衰退に向かうと予想しているが、全体に占める割合は非常に小さい
- + 米国不動産市場は成長が続いており、CMBX シリーズ 6 が組成された 2012 年以降、不動産価格は大きく上昇し、多くのローンで LTV の低下が見られる。また、オフィスなど商業施設向け以外のローンではローンをディフィーゼンスして実質的に期限前返済する動きも目立つ
- + モール所有者は物件に対するコミットメントを失っておらず、特に商圏で高い地位を確立したモールでは強い支援姿勢が確認で

きる。こうしたモールは近隣で閉鎖されたモールから退去するテナントの受け皿にもなることも予想される。CMBX シリーズ 6 が対象とするローンにはモール向けローンが 37 本含まれるが、これらの多くが商圏内で高い競争力を維持するモールであり、潤沢なキャッシュフローを生み出している。これらモールの所有者は資金力も十分あり、環境変化に対応するバリューアップを行うことが可能である

- + モールの閉鎖規模や当シリーズに含まれるモール向けローン 37 本の損失率は、当シリーズをショートする投資家の想定を大きく下回る可能性が高い。大半のローンが期日において完済または一部の債権放棄に留まり、デフォルト率及びローン損失率は上昇しないと予想している。一部のローンはデフォルトを回避できないと予想しているが、実際に損失が確定するまで相当な時間を要するため、当シリーズをショートする投資家が期待するほど、早期に損失が発生する訳ではない
- + CMBX シリーズ 6 が対象とするローンは約 1,300 本もあり、高い分散効果が機能している。また、各トランシェにはクレジット・エンハンスメントがあるため、損失は一部の下位トランシェに留まると見ている
- + CMBX シリーズ 6 のファンダメンタル分析では、相当規模の景気後退に見舞われ、モール業界や小売業界が大きな影響を受けるなど、さまざまな保守的なシナリオを前提としている。相当なストレスを掛けているが、損失調整後の利回りは非常に魅力的な水準が維持され则认为している

これらの特性や AB の分析は CMBX シリーズ 6 をロングする投資家を支援するものである。今回、商業施設（特にモール）の実態を深掘りしたことで、CMBX シリーズ 6、ひいては米国商業用不動産の投資家の皆様の分析における一助になれば幸いである。

補足資料

AB 独自の分析モデルや一連の分析プロセスを通じ、CMBS のそれぞれのトランシェにおけるクレジットやコンベクシティのリスクを的確に捉えることができる。また、さまざまな保守的なシナリオを前提条件とし、CMBX のプライス・モメンタムやデフォルト率などを基に、損失調整後の期待リターンを CMBS のトランシェ毎に算出している。

損失調整後の期待リターンを求めるため、CMBX シリーズ 6 が対象とする 25 本の CMBS の裏付ローン全てを分析対象としている。専用の独自分析モデルを用いて、主に担保物件のキャッシュフローの見通しを精査している。また、各 CMBS のサービサーから定期的に発信される情報や不動産市場の動向などを踏まえ、モデルの分析結果に必要な調整を行っている。残高が相対的に大きいローンや全てのモール向けローンは、四半期に一度開催されるコミティでのレビュー対象となっており、キャッシュフローの見通しに変化が生じていないか確認している。これら分析から得た個別のローンにおける損失規模やその発生時期などの情報は、トレップ・アナリティクス社が提供する CMBS のキャッシュフロー分析モデルへ反映している。

CMBS クレジット・リスク分析モデルやその分析手法

AB の独自分析モデルは担保物件の将来キャッシュフローを予測するものであり、ローン期日まで約定返済や利払い支払い能力が維持されるかを精査することができる。また、ローン期日において第三者機関からリファイナンスを受けることが可能なキャッシュフローを維持しているか、という観点からも見極めを行っている。そして、独自分析モデルは個別ローンの損失規模やデフォルト発生及び債権回収時期についても示唆し、これら情報はトレップ・アナリティクス社が提供する CMBS のキャッシュフロー分析モデルへ反映している。

トレップ・アナリティクス社のキャッシュフロー・モデルでは CMBS レベルのキャッシュフローを分析し、25 本ある CMBS の各トランシェが受ける影響を予想し、損失発生日やその規模を予想することもできる。ローン・レベルの分析も可能であり、CMBX が対象とする約 1,300 件のローンのデフォルト率を予想する。

なお、物件の将来キャッシュフローを予測する際、単にモデルだけを活用するのではなく、マクロ経済やテナント企業の動向も分

析し、キャッシュフローへ織り込む必要がある。AB では盤石なりサーチ体制を敷いており、テナント企業の信用力分析では債券のファンダメンタルズ・アナリストや株式アナリストと連携し、個別企業の信用力見通しや業界動向の分析などでサポートを得ている。また、マクロ経済の分析においては、エコノミストと連携を図っている。

こうした連携によって得られた情報は、稼働率、賃料単価、運営管理経費率、各主要地域のキャップレートなどの予測へ反映され、景気が後退した場合と後退しなかった場合の 2 つシナリオが立てられる。そして、最終的に物件のキャッシュフローがどの水準まで低下するとローンがデフォルトするか判明する。

各物件における賃貸借契約期限の構成変化（前年対比）にも着目しており、変化を踏まえた調整をキャッシュフロー予測で行っている。調整を行う項目は、テナント入れ替えコスト、新規テナント獲得に伴うフリーレント、中長期修繕更新費、賃料へのストレス幅、稼働率へのストレス幅、仲介手数料、物件運営管理費用などがある。その結果、キャップレートやローン定数には必ずストレスが掛かる。

ローンごとの損失率や時期など分析結果をトレップ・アナリティクス社のモデルへ反映すると、損失調整後の加重平均残存年数が CMBS のトランシェ毎に算出される。ここから、CMBS の各トランシェの Z スプレッドを求めることが可能となる。AB の分析モデルはクレジットとコンベクシティのリスクを CMBS のトランシェ毎に分析することができる。

モールの評価方法

成功を収めている B クラス・モールでは着目すべきポイントが変化しており、これまでの分析手法を使用することは適切でない。モールのビジネスモデルは変化しており、近年更新される、または新たに締結される賃貸借契約の内容も過去から若干変化している。賃料はより細かく区分されるようになり、契約期間も短期化している。また、稼働率の損益分岐点は過去と比べて高まっている。新たな分析手法は、バリューアップに伴って発生するリスクやテナントとの賃貸借契約内容の変化がキャップレートに反映する仕組みとなっており、キャップレートは上昇しやすい。一部のモールには過度なストレスの場合もあるが、稼働率、賃料単価、店舗面積

当たりの売上高が安定するまで一定のリスクが常に伴うと考えている。当面の間、キャップレートは高い水準を適用する必要があり、キャッシュフローを左右する稼働率や賃料単価などのファクターに相応のストレスをかける必要がある。

商圏内で高い競争力を有する物件は、衰退が進み、閉鎖の危機にある競合モールから流出するテナントの受け皿になることができるため、モール業界の構造変化から恩恵を受ける可能性がある。ただ、こうした動きは今すぐ起こるものではなく、閉鎖の動きが加速するにはまだ時間を要すると見ている。衰退が進む多くのモールは、運営管理費やローンの約定返済及び利払いをカバーできるキャッシュフローを現時点では確保できている。

物件所有者からの経済的支援が期待できる物件かどうかを見極めることは、CMBSの分析において非常に重要である。そのためには、CMBSサービサーより提供される月次資料、物件を所有するREITの公開情報、グリーン・ストリート・アドバイザーズが発表する商圏動向や競合物件の分析情報などを注意深くフォローすることが重要である。ただ、これだけでは十分とは言えない。

ABでは不動産関連資産に広く投資を行っており、REITの株式投資（普通株及び優先株）、社債投資（公募及び私募債）、商業用不動産向けファイナンスなどを手掛けている。これら分野で獲得した情報はもちろん有益だが、それ以上に発行体や借入人（投資家）との間で構築されたリレーションがCMBS分析において非常に重要となってくる。CMBSに含まれるローンの担保物件のうち、86%が上場REITによって保有されている。REIT発行体とのリレーションはABのCMBS分析において大きな武器となっており、多くの物件でABが所有者であるREITと個別物件に対する戦略をヒアリングしたり、現地を実査を行える理由でもある。

単に物件を訪問するだけであれば、どのマネージャーでも可能であるが、ABでは物件実査を行う際、物件を所有するREIT経営陣や対象モールの総支配人と面談を行い、店舗面積当たりの売上高のトレンド、賃料単価、稼働率などといった数字面だけでなく、

物件に対する今後の方針やテナント動向（次回賃貸借契約期限における方針（継続／退去））などをヒアリングしている。2018年後半（7－12月）、ABではCMBXシリーズ6が対象とするローンの担保物件20箇所で行った実査を行っている。

モールの評価プロセスでは、まず第一に商圏内におけるポジションを確認し、今後シェアを維持または拡大できるか見極めている。これらを見極めるため、物件全体のキャッシュフロー、稼働率、店舗面積当たりの売上高、所有者（投資家）特性、商圏の収入水準などを精査している。また、商圏自体も分析する必要があり、世帯収入、人口密度、雇用環境を主に見ている。立地の優位性を分析する際は、幹線道路へのアクセスや主要なショッピング・エリアに位置しているか確認している。

次にモールの実力を分析しており、賃料単価や稼働状況、テナント構成やテナント・レベルの店舗面積当たりの売上高なども細かく精査している。現行賃料は市場実勢と比較し、必要に応じてストレスを掛けている。テナントとの賃貸借契約期限がローン期日より手前に到来する契約、テナントの信用力に懸念がある契約は特に注意深く管理している。稼働率や賃料収入の低下に応じて、運営管理費を縮小することができるモールもあるが、稼働率や賃料収入が低下しても、運営管理費は保守的に一律の割合を適用している。物件所有者が計画するモールのバリューアップや地元自治体が計画する再開発計画などはアップサイドの可能性として内容は精査するものの、それらによる影響が実際にキャッシュフローへ現れるまでは、キャッシュフロー予測には織り込まない。

土地の価値を精査

ローン期日まで物件が十分なキャッシュフローを維持できず、ファンダメンタルズの悪化に歯止めが掛からないと判断した場合、土地だけを評価することになる。こうした物件を購入する投資家はモールとしての価格提示は行わず、大規模な改築による用途変更や再開発前提で対象不動産を評価する傾向にあり、商業施設として生み出されている残ったキャッシュフローは評価されない。用途



損失調整後の利回りは保守的に見ても 魅力的な水準にある”

変更や再開発の事例として挙げられるのが、倉庫としての利用や更地にして集合住宅を新規開発するものがある。その場合、土地の価格は商業施設としての価格より単価が落ちる傾向にある。利用方法や立地によってばらつきはあるが、ABでは土地価格を1平方フィート当たり0米ドルから最大20米ドルで評価している。

CMBXの相対価値を分析

CMBXのトランシェ毎の相対価値を比較するため、CMBXの損失調整後スプレッドを債券のZスプレッドに置き換えてみたい(以下の式に基づく)。

$$100 / [(1 + r_{(1,2)} + z)^{t_{(1,2)}}] = [(1 - P_{d(1,2)}) \cdot 100 + P_{d(1,2)} \cdot R] / (1 + r_{(1,2)})^{t_{(1,2)}}$$

$P_{d(1,2)}$: 1と2の期間のデフォルト率

$t_{(1,2)}$: 1と2の期間

R : ローン回収額

$r_{(1,2)}$: 1と2の期間のフォワードレート

z : Zスプレッド

この式によってさまざまなシナリオにおけるCMBXのスプレッドを現物債券の損失調整後スプレッドと比較させることができる。例えば、CMBXシリーズ6のBBB-トランシェの修正デュレーションが2.8年と仮定する。債券に置き換えて利回りを求めるためには2.1%(デュレーションが一致する米国債の利回り)をZスプレッドに上乗せすることになる。仮にローンが期日においてデフォルトし、清算まで2年を要したとすると、デュレーションはその分長期化し、延長されたデュレーションに一致する米国債の利回りを使用することになる。

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等をお客様に告げなければならないこととされており、

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利益衝突防止・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・説明書類の公開閲覧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
格付会社グループの呼称等について	<ul style="list-style-type: none"> 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） 	<ul style="list-style-type: none"> 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）
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。
信用格付を付与するために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「無登録格付情報」（ http://www.standardandpoors.co.jp/nc/register/ ）に掲載されており、	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」に掲載されており、
信用格付の前提、意義及び限界について	<p>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もなく、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。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、要付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。</p> <p>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るだけの十分な品質および量の情報が提供され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、審査、デューデリジェ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。</p>	<p>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受取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、公正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。</p> <p>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、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。</p>

フィッチレーティングス

格付会社グループの呼称等について	<ul style="list-style-type: none"> 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「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。
信用格付を付与するために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	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/japan/ ）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、
信用格付の前提、意義及び限界について	<p>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裏すものではなく、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た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、リスクの顕著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。</p> <p>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等、全般的な範囲で行いますが、格付に関して依頼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真実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、格付付与又は措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。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「格付及びその他の種類の意見に関する定義」をご参照ください。</p>

当情報は、2019年12月30日にアライアンス・バンス・スタイン株式会社から提供され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、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。

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に投資します（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。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。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、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。

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

