

# 不動産デットファンド投資

## 目次

- I. はじめに
- II. 不動産デットファンドとは
- III. 不動産デットファンドのリスクとリターン
- IV. 終わりに

運用商品開発部 不動産運用課 シニアプロダクトマネージャー 鈴木 立史  
 プロダクトマネージャー 時永 貴子

## I. はじめに

米国では利上げへの試みが続き、欧州でも資産買い入れの縮小が始まるなど世界的に金融緩和の出口を模索する動きが出始めているものの、依然として緩和的環境が継続し長期化している。そのような状況下、既に不動産価格は相応に上昇し、更に金融危機以降のバーゼル規制<sup>1</sup>の強化(図表1)を背景に銀行セクターが不動産融資を縮小しつつある中、銀行セクターに代わる資金需要の担い手として不動産デットファンドが台頭している。

図表1：バーゼル規制の歴史

時期	名称	規制内容
1988年	バーゼル I	銀行の自己資本比率の測定方法や達成すべき最低水準の国際的な基準を規定
1997年	バーゼル I 改定	バーゼル I の枠組みの高度化として、マーケットリスク規制が導入
2004年	バーゼル II	リスクアセットの精緻化
2009年	バーゼル 2.5	再証券化商品のリスク捕捉を強化
2010年	バーゼル III	自己資本の質・量の強化 流動性カバレッジ比率に対する最低水準の導入 レバレッジ比率に対する最低水準の導入
2017年	バーゼル III 最終化	リスクアセットの計測方法のバラつき軽減

(出所)三菱UFJ信託資産運用情報「バーゼル規制～情報提供の高度化」(2017年11月)を基に作成。

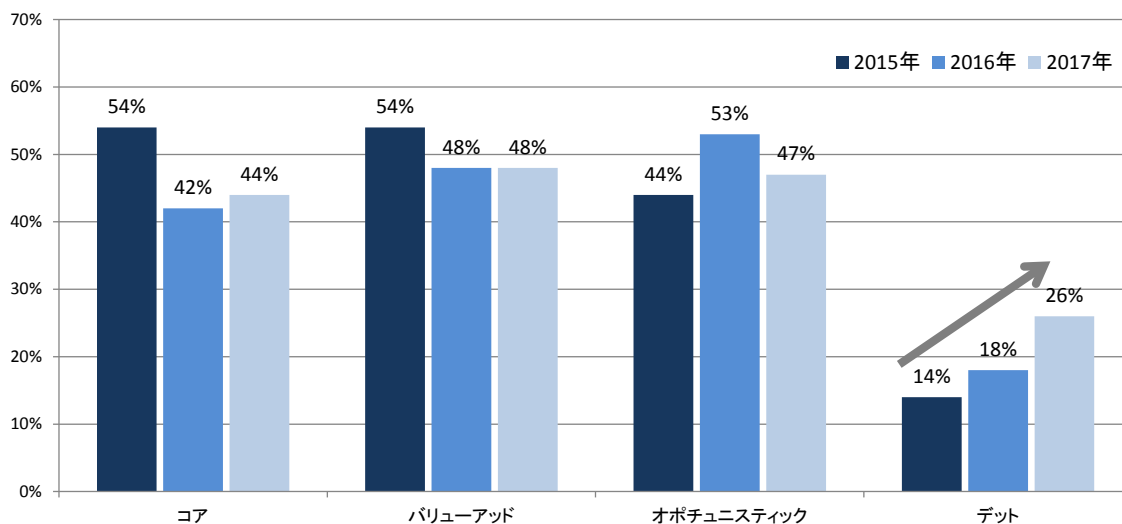
<sup>1</sup> 1975年G10中央銀行総裁会議によって設立されたバーゼル銀行監督委員会(Basel Committee on Banking Supervision)によって成立した国際的な金融規制。

近年、投資家の間でも、不動産ファンドへのエクイティ投資より安定したキャッシュフローが得られるとの認識で、不動産デットファンド投資を検討する動きがみられる。

特に海外では不動産投資の歴史が長く、既に不動産デットファンドの認知度が高いこともあり、図表2のとおり世界の投資家の意識調査において、近年の環境変化を背景に不動産へのエクイティ投資に代わって、不動産デット投資への注目が年々増していることが伺える。他方、国内ではデットの担い手である銀行等の財務基盤が盤石で、更に低金利下でもあるため不動産デットファンドの投資機会はなおも限定的である。

本稿では、不動産デットファンドの特性と投資を検討する際の視点を述べていきたい。

図表2：不動産ファンド投資における戦略別投資意向変化



出所：Preqin Investor Outlook Alternative Assets 2H/2017 より三菱UFJ信託銀行が作成。関心のあるタイプを選択(複数回答可)。コア：低レバレッジのもとで安定したキャッシュフローの獲得を目指す戦略。バリューアッド：低稼働物件等に対するリースアップ等を実施して資産価値の向上を目指す戦略。オポチュニスティック：バリューアッド戦略に加えて、開発案件や市況のタイミングリスクを捉えてハイリターンを目指す戦略。

## Ⅱ. 不動産デットファンドとは

### 1. 不動産デットファンドの仕組み

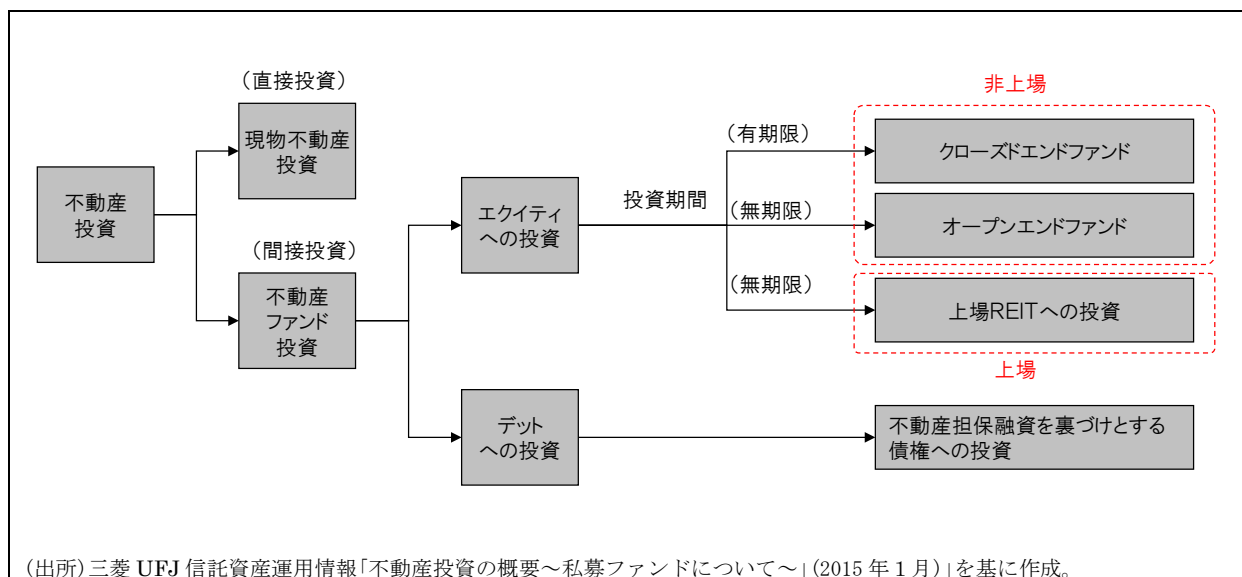
不動産投資は大きく分類すると図表3のように分類される。

まずは、直接投資(現物不動産投資)と間接投資(不動産ファンド投資)に分類された後、間接投資(不動産ファンド投資)はエクイティ投資とデット投資に分類される。エクイティ投資は、不動産ファンドにおけるエクイティ部分を対象とした投資である(図表4参照)が、それは非上場のクローズドエンド型ファンドとオープンエンド型ファンド、および上場REIT等に分類される。一方のデット投資は、不動産ファンドのデット部分を対象とした投資であ

り、ローン債権を対象としたものから、広義にはデット部分を証券化商品とした CMBS や上場 REIT の投資法人債など、多種多様な投資機会を提供できる魅力的な商品として存在感が高まりつつある。

本稿では、近年、注目されるプライベート・デット<sup>2</sup>との類似性から、ローン債権を対象としたデットファンドを対象に解説を進めたい。

図表 3：不動産投資の分類



不動産ファンドの仕組みは、レンダー<sup>3</sup>からのデット調達と投資家からのエクイティ調達により不動産を取得し(図表4参照)、取得した不動産から得られるキャッシュフローを利払いや配当に充てるというものである。多くの不動産ファンドはデット調達を行っており、以下に述べるように、デット調達により物件取得の柔軟性を高めたり、レバレッジ効果によりエクイティ投資家へのリターンを高めたりすることができる。なお、これらの資金調達を含めた不動産ファンド全体の円滑な運営を担っているのが運用者たるアセットマネージャーである。

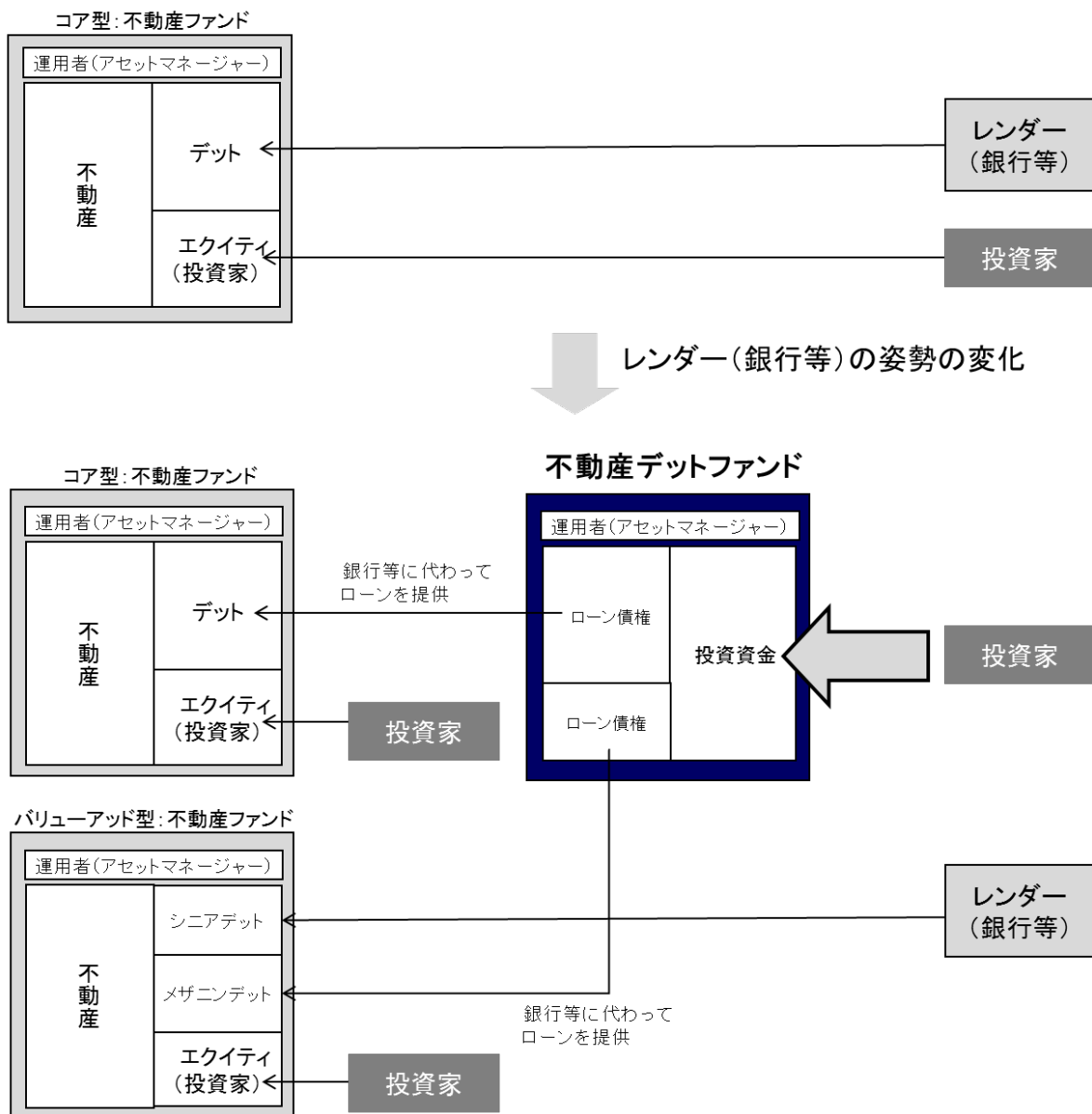
デット調達では、リスクコントロール手段のひとつとして、不動産の有するリスクに応じて調達を行うことがある。例えば、対象不動産の抱えるテナント数が少ないケースでは、

<sup>2</sup> プライベート・デットとは、ファンドなどの銀行以外の主体による企業のデットに対する投資であり、広義の意味ではインフラストラクチャー、不動産、農地・森林などの天然資源開発等に従事する事業者が借り手となるものを含むが、狭義の意味では一般企業が借り手となるものを指す。

<sup>3</sup> 不動産デットを提供するレンダーにはいろいろな主体がいる。代表的な担手は、銀行や保険会社などのバランスシートレンダー、CMBS組成を前提にローンを実行する証券会社などのCMBSレンダー、不動産担保ローンを取り扱うノンバンクが挙げられる。

キャッシュフローの安定性が低下してしまうため、デット調達を抑制する。これにより、ファンド収支に対するレバレッジ効果が緩和され、キャッシュフローを安定化させることができ、結果としてファンド全体のリスクを均すことに繋がる。不動産が有するリスクとデットの調達条件などの関係は後述する(「2. 不動産担保融資(ノンリコースローン)の特性について」で記載)。

図表4：不動産デットファンドの位置付け



(出所)三菱UFJ信託銀行

図表4は、不動産ファンドにおける資金調達のイメージ図である。不動産デットファンドは銀行等の伝統的なレンダーの立場に代わり不動産ファンドに貸出を行うため、その貸出機

会は銀行等の融資姿勢に影響を受けることになる。銀行等の融資姿勢は不動産市況と各国の金融規制の状況にもよるため、伝統的なレンダーが貸出を増やしやすい局面では不動産デットファンドの登場する機会は相対的に少なくなる。逆に、景気悪化局面に規制強化が加わることで貸出余力が低下すると、銀行等は毀損リスクを回避するためにローンの掛け目を抑えたり新規融資を停止したりするため、不動産デットファンドが登場する機会が増えてくる。

オープンエンド型の不動産ファンドへのエクイティ投資(以下、「不動産コア投資」と不動産デットファンドとの投資妙味は単純には比較できないが、短期で見れば、不動産デットファンドの方がリターン目線で投資妙味のあるものが多い傾向にある。長期で見れば、不動産コア投資は長期投資による価格変動リスクを抑制し、安定したイールドの獲得を目指す。デットファンドは、比較的短期で魅力的なリターンを創出する投資機会そのものを捉える(それぞれの比較は図表5を参照)。

世界的にプライム物件(優良物件)への長期投資を行う不動産コア投資の成熟度が高まっている中、エクスポージャーの一つとして不動産デットファンドが注目されていると考えられる。

図表5：不動産デットファンド投資と不動産コア投資の比較

	不動産デットファンド投資	不動産コア投資
ファンドの投資対象	不動産担保ローン債権 (最終投資対象は不動産)	不動産
直接的な投資対象	投資対象ヴィークルのエクイティ出資持分	
リターンの源泉① (インカムゲイン)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 期中の金利収入</li> <li>・ ローン実行時の手数料収入</li> <li>・ 早期償還手数料 など</li> </ul>	賃貸収入から賃貸経費、ファンドコスト(ローン利払い、運用者報酬等)を控除した残余
リターンの源泉② (キャピタルゲイン)	基本的には見込まない <sup>4</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 売却益相当の分配</li> <li>・ NAVに評価損益が計上される</li> </ul>
ファンドイメージ	運用者 (アセットマネージャー)	運用者 (アセットマネージャー)
	ローン債権① ローン債権② ローン債権③ ・ ・ ・	エクイティ (投資家)

出所：三菱UFJ信託銀行

## 2. 不動産担保融資(ノンリコースローン<sup>5</sup>)の特性について

不動産デットファンドの投資対象はローン債権等の不動産デットであることから、リターンの源泉は当該デットの性質に起因する。デットの代表的な形態は「ローン(レンディング)」であり、通常、ローン(レンディング)は担保となる不動産からの収益のみを引き当てとする「ノンリコースローン」として実行される。ここでは、一般的なノンリコースローンの特性を概観する。

### (1) リスク量の評価

不動産ファンドは、エクイティ投資家の要求リターン水準を満たすためのレバレッジコン

<sup>4</sup> 投資対象のローンの早期回収によるIRRの向上が結果的にキャピタルゲインに相当するという見方もある。また、ローン債権を割り引いて購入するディストレス債権を投資対象とするデットファンドはこの限りではない。

<sup>5</sup> 非遡及型融資のこと。ローンの借り手が債務不履行(デフォルト)を起こした場合であっても、貸し手が求償できる範囲は返済原資として担保にとった特定の不動産およびその賃貸収入のみに限定されるローン。

トロールや物件取得の柔軟性確保のためにノンリコースローン調達などを実施する。レンダーは期中の利払いと満期日までの元本全額返済を条件にローンを実行するが、情勢の変化に備え、ローン期間を超長期とはせず5年前後に設定することが多い。

担保となる不動産からの収益のみを引き当てとするノンリコースローンのリスク量は、通常、期中の元利払いの確度を計測するDSCR(Debt Service Coverage Ratio、債務返済余力)や元本回収可能性を示すLTV(Loan to Value、担保掛目)の指標で表わされる。DSCRが1倍に近づき数字が小さくなるほど、また、LTV値が高くなるほどローンのリスクは大きくなる<sup>6</sup>。

レンダーにとっての獲得リターンとなる金利水準は、DSCRやLTVの数値とともに、担保となる不動産の種類、テナントとの賃貸借契約、立地等に応じたリスクの度合いやリーシングの難易度<sup>7</sup>、さらにはローンの借り手となる不動産ファンド自体の信用力等に応じて決定される。

図表6：DSCRとLTVの一般的な定義

$$\text{DSCR(Debt Service Coverage Ratio)} = \frac{\text{計測期間中の元利支払前キャッシュフロー}}{\text{計測期間中の元本返済額+支払利息}}$$

借入金の返済余力を示す指標。担保となる不動産から生み出されるキャッシュフローがローンの元利支払額の何倍であるかを表す。分子となるキャッシュフローが大きくなるほど返済余力が大きく、ローンのリスクは低くなる。逆に数値が下がり1倍に近くなると返済余力が低下していると看做される。DSCRは目的によって下記2つの計算方法がある。実務上は保守的視点から Stressed DSCR を指標として採用するケースが多く、基準値は1.2倍～1.3倍が一般的である。

- ・ Actual DCSR：約定条件通りの元利支払額に基づき計算される DCSR。実際の支払余力を測定するために使われる。
- ・ Stressed DCSR：約定条件にストレスをかけて計算される DCSR。レンダー目線で測定するために使われる。

基準値を下回るとエクイティ投資家への配当停止等の予め定めた手続きへ移行し、その

<sup>6</sup> 適切にストラクチャリングされたシンプルなシングルアセット・シングルボロワータイプのノンリコースローンの格付は、LTV35-40%程度水準でAAA格、LTV60-70%程度水準でBBB格(投資適格の下限)となることが想定される。同時にDSCR水準、物件、関係当事者、ストラクチャーの特性により案件ごとに調整されるため、ケースバイケースであることに留意されたい。

<sup>7</sup> キャッシュフローの安定性は賃料収入の安定性に依拠するため、リーシングの難易度はローン条件を左右する。

後も返済余力が改善しなければ最終的には回収行為に移行する。

~~~~~

$$\text{LTV(Loan to Value)} = \frac{\text{借入れ元本残高}}{\text{不動産評価額}}$$

ローンの元本回収可能性を示す指標。値が小さいほど安全性が高いと判断される。不動産評価額が下落し、LTV が基準値を超えるとエクイティ投資家への配当停止等の予め定められた手続きに移行し、その後も LTV 水準が改善しなければ最終的には回収行為に移行する。LTV は毀損リスクに対する指標であり、基準値は75%～80%程度とされる。

ローン債権における変動金利と固定金利の選択は、借り手である不動産ファンドによる選択に委ねられることが多い。変動金利を選択した場合には、将来の金利上昇局面への備えとして不動産ファンド側の判断で、もしくは、期中利払いの確度を高めたいレンダーからの要請で金利ヘッジが利用されることがある<sup>8</sup>。低金利環境が長く続き、当面の間、金利上昇が見込まれないような状況下では、変動金利を選択しつつ金利ヘッジを行わない、もしくは、現行水準よりも一段階の金利上昇をトリガーとして金利ヘッジ策を実施するストラクチャリングを施すことによって、当面の低金利による利点を借入人が享受することが可能となる。

## (2) コベンナツの設定

コベンナツとは、ローンの出し手(貸手)を守るための財務制限条項のことであり、融資契約の際に定めることが出来る特約条項である。ローンの出し手の期待は当初予定通りの金利受取と元本満額回収にあるため、不動産のアップサイドよりもダウンサイドリスクに留意することになる。ローンの元利払いの確度をより高めるために、一定金額の内部留保や期中元本の一部約定返済などの仕組みが組み込まれ、さらに、借り手となる不動産ファンド(借入人)が遵守すべきコベンナツが定められる。

不動産ノンリコースローンの代表的なコベンナツとしては、LTVやDSCRの基準値維持やレンダーへの各種報告が挙げられる。LTVやDSCRの数値が基準値を下回ったり、不動産からのテナント退去等のイベントが発生したりした場合、その状態が解消されるまで不動産ファンド(借入人)への配当が停止されるキャッシュトラップが発動することが一般的である<sup>9</sup>。状況が改善しない場合には、留保されたキャッシュがローンの元利払いに当てられ

<sup>8</sup> 代表的な金利ヘッジ策としては変動金利と固定金利を交換する金利スワップ取引、手数料の支払いと引き換えに変動金利が一定値を超えて上昇した場合にその上昇分を受け取るオプションを買うことで金利上限を固定する金利キャップ取引が挙げられる。

<sup>9</sup> キャッシュトラップ…例えば、オフィスビルを運用していると、大型のテナントの退去に伴い一時的に稼働率がひどく落(次ページへ続く)



たり、不動産を運用する権利を借入人からレンダー側に移すいわゆるAMキックアウト条項が発効したり、最終的にはローンがデフォルト(期限の利益の喪失)して担保となる不動産自体の処分権がローンの出し手へ移行したりする。

コベナンツの設定に関しては、ローンの安全性を高めたいレンダー側と、リターンおよび運用の自由度を確保したい借入人側との利害が相反しており、レンダーと借入人が議論を重ねることになる。将来の市況悪化局面やイベント発生を見越した、いかに有効なコベナンツを設定できるかがレンダーの腕の見せ所となる。

### Ⅲ. 不動産デットファンドのリスクとリターン

#### 1. 不動産デットファンドの種類

図表7は、不動産デットファンドの事例としてシニアローンとメザニンローンを投資対象としたファンドの概要を示している。ターゲットリターンに応じて投資対象とするローン債権のLTV水準や裏付け資産である不動産の質に差異があるだけでなく、ローン債権の回収方法等にも違いがある。

投資対象とするローン債権がシニアローンであればローン金利の水準そのものは低くなるが、早期回収と再投資によりIRR<sup>10</sup>は額面のローン金利を上回る水準を達成することが可能となる。不動産デットファンドの運用者は、各不動産ファンド<sup>11</sup>の事業計画を吟味し、不動産デットファンドのローン債権ポートフォリオを構築する。

代表的なシニアローンは、コア型の不動産ファンドが調達するローン(安定稼働しているAクラスのオフィスビルなどの収益物件を担保とした低LTVローン)であり、不動産デットファンドの投資対象となることはあまりなく、このようなローンは主に銀行や保険会社などが実施している。デットファンドの投資対象となるようなやや高めのリターンが確保できるシニアローン(ホールローン<sup>12</sup>含む)には、「既存リースの残存期間が短く、テナント入替え

---

ち込み、収入が激減し、期中の利払いに窮する事態となる場合がある。そのようなケースに備えて、大型テナントから退去通知の受領をトリガーに(通常は退去日の数か月前から1年前までの通知が必要とされる)配当を止め、余剰キャッシュを強制的に留保する仕組みがある。この仕組みを用いてテナント退去までの数ヵ月間にキャッシュを積み上げておけば、実際にテナントが退去した後においてもしばらくは利払いを継続することができる。その間に新たなテナントが見付かれれば良く、レンダーにとっては安定した利息収入を守る仕組みが確保され、借入人にとっても利払い不能によるデフォルトから自らを守る手段となる。

<sup>10</sup> IRR…内部収益率、投資利回り。一般に投資判断の指標として用いられる。

<sup>11</sup> 不動産デットファンドの運用者は、複数の不動産ファンドへのデットを提供する。各不動産ファンドはアセットマネージャー(General Partners)が事業計画を策定して運用を行っている。

<sup>12</sup> LTV70~80%程度のローン。シニアとメザニンに分割した上で不動産デットファンド化されることが多い。

に伴う賃料増額が見込まれる」、「物件売却が予定されている」といった特徴があり、資産価値上昇や元本の早期回収によるLTV低下(ローン回収可能性上昇)の蓋然性に不動産デットファンドのリターンの源泉があるといえる。

投資対象とするローン債権がメザニンローンであれば金利水準はシニアローンに比べて高くなるが、LTV もより高い部分に相当するため元本毀損リスクが高くなる。メザニンローンを受け入れる案件は、そもそもの案件の規模が大きく、中には「プロジェクト」といえるような大規模案件も含まれている。ファイナンスの出し手も含めて関係当事者の数が多く、その権利調整は複雑なものであるケースが多い。不動産デットファンドの運用者がどれだけ良質な案件にコンタクトできるかというソーシング力、および、多くの関係当事者の中でも自らの経済的利益を確保するための交渉力やドキュメンテーション力を持っているか、が重要になるといえよう。

また、開発型案件のように期中にキャッシュフローが発生せず利払いが償還時に寄せられているタイプ(インカム収益の繰り延べ)のローンもある。高めのリターンが設定されるが、リスクも相応に高いものとなる。このように、不動産デットファンドの投資対象となるローン債権には多様性があり、ファンド運用者の力量が求められよう。

図表 7：不動産デットファンドの事例

|                 | デットファンドA                                                                                                                                              | デットファンドB                                                                                                       |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|-----|--------|--|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|--|-----|--------|---------|-------|
| ターゲットIRRイメージ    | 7~9%(※)                                                                                                                                               | 9~12%                                                                                                          |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| 投資対象ローン         | シニアデット(ホールローン含む)                                                                                                                                      | メザニンデット                                                                                                        |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| ローン掛目(LTV水準)    | 0~60/70%                                                                                                                                              | 60~85%                                                                                                         |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| ローン期間           | 5年前後                                                                                                                                                  | 3~4年                                                                                                           |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| デットファンドへの投資期間   | 8~10年程度                                                                                                                                               | 8~10年程度                                                                                                        |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| 対象不動産           | キャッシュフローが安定した不動産                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>一部でリースアップリスク等のキャッシュフローの安定性が劣る不動産</li> <li>キャッシュフローの発生しない開発物件</li> </ul> |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| 運用戦略            | 不動産売却による早期回収                                                                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>不動産売却による早期回収</li> <li>再投資</li> <li>インカム収益の繰り延べ</li> </ul>               |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| 投資対象とするローンのイメージ | <table border="1"> <tr><th colspan="2">運用者(アセットマネージャー)</th></tr> <tr> <td>不動産</td> <td>シニアデット</td> </tr> <tr> <td></td> <td>エクイティ</td> </tr> </table> | 運用者(アセットマネージャー)                                                                                                |  | 不動産 | シニアデット |  | エクイティ | <table border="1"> <tr><th colspan="2">運用者(アセットマネージャー)</th></tr> <tr> <td rowspan="3">不動産</td> <td>シニアデット</td> </tr> <tr> <td>メザニンデット</td> </tr> <tr> <td>エクイティ</td> </tr> </table> | 運用者(アセットマネージャー) |  | 不動産 | シニアデット | メザニンデット | エクイティ |
| 運用者(アセットマネージャー) |                                                                                                                                                       |                                                                                                                |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| 不動産             | シニアデット                                                                                                                                                |                                                                                                                |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
|                 | エクイティ                                                                                                                                                 |                                                                                                                |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| 運用者(アセットマネージャー) |                                                                                                                                                       |                                                                                                                |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
| 不動産             | シニアデット                                                                                                                                                |                                                                                                                |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
|                 | メザニンデット                                                                                                                                               |                                                                                                                |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |
|                 | エクイティ                                                                                                                                                 |                                                                                                                |  |     |        |  |       |                                                                                                                                                                                     |                 |  |     |        |         |       |

※投資したローンの早期回収と新たなローンへの再投資によりファンドが得る各種手数料収入が原資となり

ファンドとしてのIRRは投資対象ローンの額面金利を上回る水準を得ることが可能となる。

(出所)三菱UFJ信託銀行

2. 不動産コア投資(不動産ファンドへのエクイティ投資)とのリスク比較

キャッシュフローの源泉が不動産の賃貸収入である点は、不動産コア投資も不動産デットファンドへの投資も共通である。したがって、立地、セクター、テナントとの賃貸借契約や賃料水準、稼働状況、築年数のような物理的な特性に応じたリスクの所在は共通する部分が多い。ただし、両者の財務リスク(≒毀損リスク)の水準は異なるため、両者の期待リターンが同程度であれば、自ずと不動産のリスク量に応じた違いが現われることになる。

一般に不動産デットファンドは、クッションとなる劣後部分にエクイティが存在しており、毀損リスクが相対的に低いことから、過度に不動産のリスクを嗜好するというケースは少ない。不動産デットファンドのイメージとしては、外部環境や銀行等の姿勢の変化を受けて、コア型の不動産ファンドへのエクイティ投資よりもやや高いリスク・リターン水準をターゲットとするコアプラスファンドやバリューアッドファンドのデットを投資対象とすることで、豊富な投資機会と期待リターンを獲得するファンドといえよう(図表8の網掛け部分が主な投資機会)。

そして、このような投資機会のある不動産デットファンドにエクイティ投資家が資金をシフトすることで市場における需給がバランスし、不動産市況を支えている。

図表8：不動産ファンドの戦略と対象不動産・ローン種別等の主な対応関係

|                            |            | 対象不動産<br>の質                 | ローン種別      |            |             |
|----------------------------|------------|-----------------------------|------------|------------|-------------|
|                            |            |                             | シニア<br>ローン | ホール<br>ローン | メザニン<br>ローン |
|                            |            |                             | 主なプレイヤー    |            |             |
|                            |            |                             | 銀行・生保      | デットファンド    | デットファンド     |
| 不動産<br>ファンド<br>の<br>戦<br>略 | コア         | プライム                        | ◎          | —          | —           |
|                            | コアプラス      | 準プライム                       | ○          | ◎          | ○           |
|                            | バリューアッド    | 低稼働物件等<br>を含む <sup>13</sup> | —          | ◎          | ◎           |
|                            | オポチュニスティック | 開発物件等<br>を含む <sup>14</sup>  | —          | ○          | ○           |

(出所)三菱UFJ信託銀行

<sup>13</sup> 低稼働であったり、既存テナントの賃貸借契約の残存期間が短期であったりする物件を対象として、賃料収入を上げることで等により物件価値の向上を狙う戦略。キャッシュフローが発生していない期間が発生することから、コアやコアプラスに比べて投資リスクは高い。

<sup>14</sup> 開発期間中はキャッシュフローが発生しておらず、また、竣工リスクもあるため、投資リスクはコア、コアプラス、バリューアッドよりも一般的には高いものと考えられる。

#### IV. 終わりに

2000年代後半のグローバル金融危機後に北米を中心に広がった不動産デット投資は、2010年代半ばに欧州へと大きく広がりを見せた。近年は伝統的な不動産デットのプレイヤーであった銀行が規制強化の下で保守的な姿勢をとる中、不動産デットファンドの存在感が高まっている。

一口に不動産デットファンドといっても、その投資対象はホールローン債権、メザニンローン債権、CMBS、開発物件に対するローン債権、ディストレス債権等と幅広く、リスクやリターン特性も多様である。本稿では代表的なデットファンドとしてホールローン債権やメザニンローン債権を投資対象とするファンドを中心に挙げた。国内の不動産デットファンドの投資機会は限定的ではあるものの、正しい理解と期待のもとで国内外の不動産市場にデット資金が継続的に供給され、このマーケットがさらに洗練され、健全に発展していくことを願っている。

(2018年9月21日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

#### 【参考文献】

- ・『バーゼル規制～情報提供の高度化(資産運用情報 2017年11月号)』三菱UFJ信託銀行 [2017]
- ・『不動産投資の概要～私募ファンドについて(資産運用情報 2015年1月号)』三菱UFJ信託銀行 [2015]

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）