

インフレ環境下の不動産ファンド投資、 インフラファンド投資

目次

- I. はじめに
- II. 2022年の不動産ファンドとインフラファンドのパフォーマンス
- III. 不動産投資のインフレ耐性
- IV. インフラ投資のインフレ耐性
- V. インフレとファンド投資
- VI. 総括

運用商品開発部 リアルアセット運用課 時永 貴子

I. はじめに

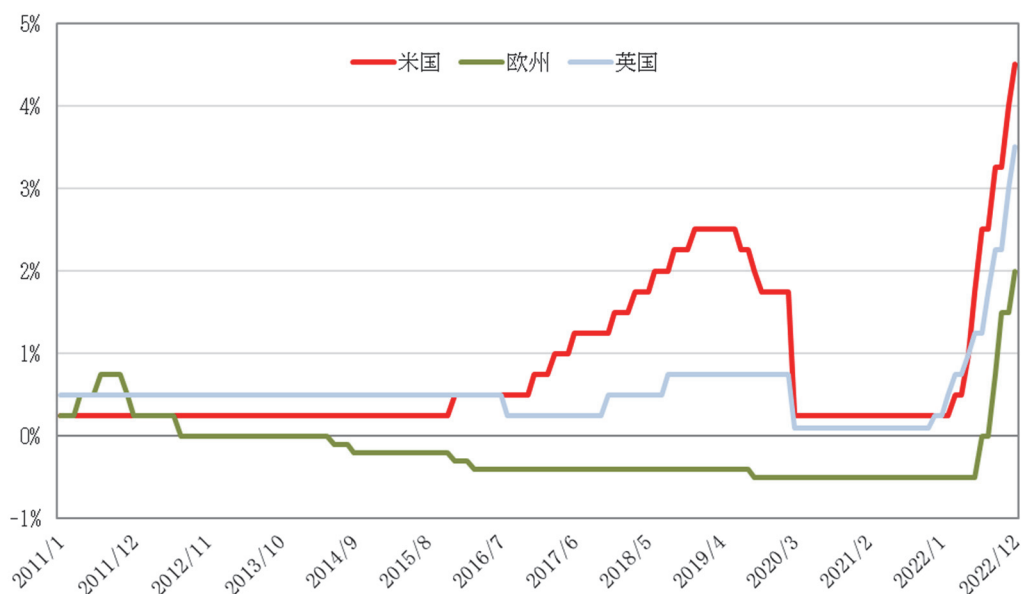
2022年は投資家を取り巻くグローバルな環境が大きく変わった1年であった。ロシアによるウクライナ侵攻に伴う地政学リスクの急激な高まりや消費者物価指数の大幅な上昇(図表1)、各国の政策金利の相次ぐ引き上げ(図表2)と大きな動きの中で投資環境には不確実性が増した。グロース株を中心に株価は下落し、基準金利上昇に加えて信用スプレッド拡大により債券価格も下落した。2022年は株・債券が共にマイナスリターンを記録する稀有な年となった(図表3)。景気後退懸念から政策金利を決定する各国の中央銀行のスタンスが注目されているが、アナリストコメント等によると、このインフレ環境は2023年も継続するとの見通しが大勢である。

図表1：消費者物価指数(CPI)の推移(前年比)



(出所) Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図表 2 : 政策金利の推移



(出所) Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 3 : 伝統 4 資産の年間リターンの推移

	伝統4資産			
	円債	円株	外債	外株
2011年	1.9%	▲17.0%	0.2%	▲8.9%
2012年	1.9%	20.9%	20.4%	31.9%
2013年	2.0%	54.4%	22.7%	54.8%
2014年	4.2%	10.3%	16.4%	21.4%
2015年	1.1%	12.1%	▲4.5%	▲0.9%
2016年	3.0%	0.3%	▲3.0%	5.4%
2017年	0.2%	22.2%	4.7%	18.7%
2018年	1.0%	▲16.0%	▲4.5%	▲10.2%
2019年	1.6%	18.1%	5.5%	28.0%
2020年	▲0.8%	7.4%	5.9%	10.8%
2021年	▲0.1%	12.7%	4.6%	38.3%
2022年	▲5.2%	▲2.5%	▲6.1%	▲5.8%

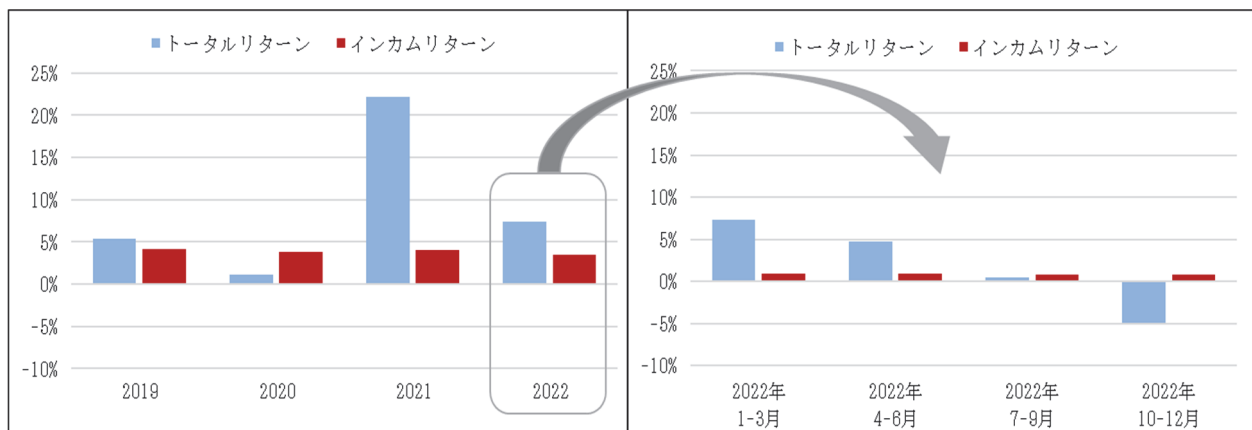
(出所) 各種インデックスデータより三菱 UFJ 信託銀行作成。(円債 : NOMURA-BPI(総合)、円株 : TOPIX 配当込、外債 : FTSE 世界国債(除く日本、円ベース)、外株 : MSCI-KOKUSAI(円ベース、税引前・配当込))

このような伝統資産の状況に鑑みて、改めてオルタナティブ投資、その中でもリアルアセットに分類される不動産投資、インフラストラクチャー投資(インフラ投資)がそのインフレ耐性やインカムリターンの相対的な安定性への期待から足もとで注目を集めている。筆者の主観ではあるが、2022 年後半以降はとくに、これまでオルタナティブ投資を行っていなかった、もしくは 2000 年代の金融危機時に不動産投資でマイナスを経験した以降はオルタナティブ投資を控えていた投資家からの問い合わせが増えた印象がある。本稿では、インフレ環境下にあった 2022 年のファンドパフォーマンスを振り返りながら不動産投資やインフラ投資の特性をインフレ耐性の観点から概観し、インフレ耐性を期待して不動産やインフラへ投資するファンドを選定する際に投資家の持つべき視点を考えたい。

II. 2022 年の不動産ファンドとインフラファンドのパフォーマンス

図表 4、図表 5 は 2019 年から 2022 年までの不動産ファンドとインフラファンド、それぞれのパフォーマンスの推移である。不動産・インフラともに年金基金など安定したリターンを追求する機関投資家の投資の中核となる、いわゆる「総合型¹」「コア型²」「オープンエンド型³」のエクイティファンドを対象としたデータである。

図表 4：不動産ファンドの年間リターンおよび 2022 年四半期リターンの推移



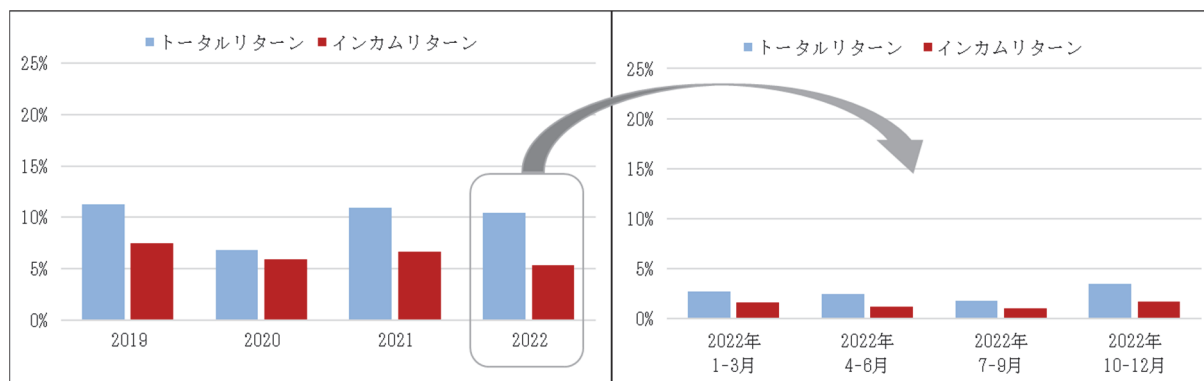
(出所) NCREIF-ODCE より三菱 UFJ 信託銀行作成。リターンは各期間収益率を表示。

¹ 個々のファンドで配分比率に違いはあるものの、不動産であれば、オフィスビル・レジデンシャル(賃貸マンション)・物流施設・商業施設・ホテルなど、インフラであれば公益セクター、輸送セクター、エネルギーセクターなどの代表的な資産クラスにバランスを取って投資し分散ポートフォリオを構築するファンドを指す。キャッシュフローの源泉を分散することでリターンのダウンサイドリスクの抑制が図られている。対となる概念には「セクター特化型投資ファンド」がある。

² 既に稼働しキャッシュフローを創出している資産(インフラではいわゆるブラウンフィールド案件)に中心的に投資するファンドを指す。建物や施設の竣工後、安定稼働に入っている状態の資産が主な投資対象となる。

³ ファンドの満期があり一定のタイミングでの投資資産売却が必須となる「クローズドエンド型」とは異なり、期間の定めがなく運用会社の判断により一部資産の入れ替えを行いながらも基本的には資産保有を永続するファンドを指す。

図表5：インフラファンドの年間リターンおよび2022年四半期リターンの推移



(出所) 各社データより三菱UFJ信託銀行作成。リターンは各期間収益率を表示。

【パフォーマンスデータの特徴と留意事項】

不動産ファンドの年間リターンおよび2022年四半期リターンの推移

NCREIF-ODCE ファンドインデックスを利用。トータルリターンはグロスリターンを表示。NCREIF-ODCE は米国の不動産ファンドのインデックスで、Web上に公表されており、広く投資家に利用されている。一定の基準を満たす30本弱のコア型・総合型・オープンエンド型ファンドのパフォーマンスを加重平均して算出されている。

インフラファンドの年間リターンおよび2022年四半期リターンの推移

インフラファンドには現時点において広く利用されている公表インデックスデータは存在していない。本データは複数のコア型・総合型・オープンエンド型インフラファンドの実績リターンの単純平均値を示している。トラックレコードが2019年以前から存在するファンドのデータを使用しており、グローバルファンド・北米ファンドの両方を含んでいる。トータルリターン、インカムリターンはそれぞれのファンドの定義による。定義の違いや単純平均により算出している性質上、本データはリターンの水準感や変動幅の計測には適しておらず、全体としての傾向を把握するために示しているに過ぎない点に留意されたい。

年間を通じてインフレ環境にあった2022年も、不動産ファンド・インフラファンドは共にプラスリターンでの着地となった。不動産は2022年第4四半期に一段階の価格調整が入ったものの(図表4、2022年10-12月期トータルリターンのマイナス)、インカムリターンの創出は継続しており、トータルリターンのマイナス幅は価格調整による評価減に比して緩和されていた⁴。インフラファンドは年間を通じて大きな変動はみられなかった。インフラファンドでも個別の投資資産では若干のマイナスを記録するケースもあったが、その幅は

⁴ NCREIF-ODCE は米国不動産ファンドを対象としたインデックスであるが、欧州不動産ファンドも2022年を通じて概ね同様の動きであった。地政学リスクと景気後退懸念がより強く意識された欧州では米国に比して早い時期から大きな値動きが観測されたが、年間を通じての調整幅は同程度となった。

極めて小さく、ファンドとして見ると年間を通じて安定的なプラスリターンの計上が続いた。

株・債券が不調な 2022 年において、不動産ファンド、インフラファンドのパフォーマンスはインフレ環境下にも関わらず底堅く推移した。市場動向に関わらずインカムリターンを裏付けとして比較的安定したリターンを出すというコア型の不動産投資・インフラ投資に期待される役割を果たした1年であったと総括することができよう。第Ⅲ章、第Ⅳ章ではこの背景にある不動産投資、インフラ投資の特性をみていきたい。

Ⅲ. 不動産投資のインフレ耐性

1. インフレ環境下の不動産キャッシュフロー

「不動産」と分類される中には居住用不動産、事業用不動産など様々な種類の資産が含まれている。本稿では一般的にファンドを通じた投資の対象となる、テナントから賃料を得て運営するオフィスビル、レジデンシャル(賃貸マンション)、商業施設、物流施設などのいわゆる「商業用不動産」について概観する。

最初に、キャッシュフローの観点から考える。「商業用不動産は、インフレ環境下でもインカムリターンが底堅く、さらに賃料が上昇するためキャッシュフローが増加しインフレへの耐性をみせる」と長らくいわれている。このストーリーの背景をみてゆこう。

商業用不動産のキャッシュフロー(NOI)は、賃貸借契約に基づきテナントから受け取る賃料収入から固定資産税や保険料を含む物件運用費用を差し引いて求められる。

《一般的な商業用不動産のキャッシュフロー》

満室想定賃料
△空室損
その他収入
(+ 収入合計)

税務費用(固定資産税など)
火災保険費等
物件維持管理費
水光熱費
修繕費
プロパティ・マネジメント費
その他費用
(- 費用合計)

収支計(= 不動産キャッシュフロー = NOI)

キャッシュフローの変化について、時系列に沿って少し詳しくみてゆきたい。

インフレ環境に入っても、その直後は不動産の生み出す収入は変わらない。インフレの始まりはテナントの入退去の動きに直結するものではなく、稼働状況は変わらず、賃貸借契約に基づく毎月の賃料収入は不変であるためである⁵。一方で、まず直接的に水光熱費や物件の維持管理にかかる人件費が増加する。この費用増の動きは今般のインフレの動きの中で2022年から観測され始めている。費用増があっても、安定稼働している一般的な商業用不動産であれば利益率(NOI マージン)は7割程度と高いため⁶、この費用増がただちに不動産キャッシュフロー(NOI)をマイナスにするようなインパクトはない。リターン水準をほぼ変えない程度の若干のキャッシュフローの減少に留まるだろう。

それから遅れる形でインフレの動きに沿った賃料の上昇による収入の増加と税金費用の増加による費用の増加のフェーズに入る⁷。利益率の高さから賃料の上昇は十分に費用増を吸収可能となる。結果として「インフレ環境下にあってもテナントによる利用契約が継続する限りは、キャッシュフローは一時的に低下がみられるものの、中長期的には増加する」との構図が成り立っている。日本ではあまり一般的ではないものの、緩やかなインフレの状況が継続していた米国や欧州の不動産では、賃料がインフレ連動により年次で自動改定される仕組みを持つ中長期の賃貸借契約が一般的であり、費用の増加を十分に吸収する賃料上昇の確度を高めた設計がなされている。

2. インフレ環境下の不動産価格(バリュエーション)

商業用不動産の価格(バリュエーション)は、キャッシュフローを利回りで割り戻す収益還元の方法により求められる⁸。

$$\begin{aligned} \text{不動産キャッシュフロー} \div \text{投資期待利回り} &= \text{不動産価格} \\ \text{投資期待利回り} &= \text{リスクフリーレート} + \text{リスクプレミアム} \end{aligned}$$

不動産キャッシュフローが一定の場合には、投資期待利回りが上がれば不動産価格は下がり、投資期待利回りが下がれば不動産価格は上がるという関係にある。

インフレ環境下では投資期待利回りは通常は上昇する。インフレに伴い中央銀行が政策金利を上げると、投資期待利回りを構成するリスクフリーレートも上昇するためである。投資

⁵ 賃貸借契約の中で売上連動の変動賃料の設定がある商業施設やホテル物件はこの限りではない。

⁶ ご参考：総合型の国内の上場REIT 2社の直近期の NOI 比率は以下のとおり。各社決算資料より三菱UFJ信託銀行算出。日本ビルファンド投資法人(NBF)：65.1%(2022年12月期)、ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE)：67.3%(2022年9月期) ※NOIを不動産売却益収入を含まない賃貸事業収入で除して計算している。

⁷ 例えば日本では固定資産税の見直しは3年に一度であり、経済の動きに若干遅行する。

⁸ 本稿では収益還元の方法を簡易的に示している。実際の不動産鑑定評価では原価法、取引事例比較法、直接還元法・DCF法を併用した収益還元法の複数アプローチが採られており、商業用不動産のバリュエーションでは収益還元法がより重視されている。

期待利回りが上昇することで不動産価格には下方圧力が働くことになる。

一方で、前章のとおり、インフレ環境下では不動産キャッシュフローが上昇することが想定されている。キャッシュフローの上昇により投資期待利回り上昇の影響を抑えるため、不動産価格はある程度安定した水準で維持されるものと考えられる。

《インフレ環境下の不動産価格のイメージ》

不動産キャッシュフロー ↑ ÷ 投資期待利回り ↑ = 不動産価格 ↑↓

3. インフレ環境下の不動産投資の留意点

前項で述べたロジックには留意点も多い。たとえば、「インフレ環境下でも賃料収入は本当に不変なのか」「インフレ時に賃料を上昇させることが可能なのか」等の様々な疑義が呈される。

たとえば、インフレ環境に加えて景気後退局面に入ると、その負の影響を受けるテナントは多く、固定費削減を目的に床面積縮小や移転による賃料支払の抑制を検討し始める。テナントの退去があるとその分のリースアップ(新たなテナントの誘致や既存テナントの増床の営業活動)が必要となる。多くの不動産で次々にリースアップが行われる景気後退局面では借手優位となり、競争力の高い不動産からテナントが入ってゆく。時間が経つにつれ、競争力の低い不動産ではテナントの退去による稼働率の低下が進むと想定される。この場合、インフレに伴い既存テナントで多少の賃料上昇があったとしても総収入は低下を免れないだろう。

また、日本では、賃料改定に関する賃貸借契約の規定も「改定後の賃料水準は経済情勢を踏まえて貸主と借主間で協議する」との書きぶりに留まっているケースが多く、必ずしもインフレが賃料上昇を担保していない。この点は長く緩やかなインフレ環境にあった海外の不動産の賃貸借契約の方がより明確化されている⁹。立地や設備水準に優れマーケットの中で優位にあり代替テナント候補が多くいる不動産であればテナントに対して賃料上昇の交渉も可能であるが、稼働率の維持自体に苦戦している不動産ではテナント流出を懸念して賃料交渉は難しいだろう。

健全で十分に競争力のある不動産については一般論としての不動産のインフレ耐性の発揮が期待されるが、劣後する不動産では費用増を補いきれないキャッシュフローの負の効果が次第に大きくなることには留意が必要であろう。

⁹ 日本でも外資系ファンドの保有不動産を中心にインフレ連動を織り込んだ賃貸借契約が採用されている場合もある。

さらに、インフレ局面が進行し不確実性が高まっている状態では、前章で見た投資期待利回りを構成する要素のうち「リスクプレミアム」が上昇している可能性がある。競争力の低い不動産であればあるほど取引の困難さやキャッシュフローの変動性の高さを鑑みてリスクプレミアムが上昇しやすい傾向にある。その結果、さらに投資期待利回りが上昇し、不動産価格を押し下げる要因となる。

《インフレ環境下の不動産価格のイメージ(競争力の高い不動産)》

不動産キャッシュフロー ↑ ÷ 投資期待利回り ↑ = 不動産価格 ↑↓

《インフレ環境下の不動産価格のイメージ(競争力の低い不動産)》

不動産キャッシュフロー ↑↓ ÷ 投資期待利回り ↑↑ = 不動産価格 ↓↓

不動産投資には一定のインフレ耐性が期待されるが、長期的なインフレ環境下ではいかに競争力の高い資産にアクセスしているかにより動きは異なってくると考えられる。投資資産の選別は極めて重要である。

IV. インフラ投資のインフレ耐性

1. インフラ投資のキャッシュフローの源泉

インフラ投資は一般的には「社会生活を営むために必要不可欠な各種サービスを提供する資産への投資」と位置づけられている。その投資対象は、上下水道サービス・配送電網・ごみ処理事業などの「公益事業」、有料道路・鉄道・空港・港湾等の人・モノの移動を支える「輸送インフラ事業」、従来型発電システム・再生エネルギー・脱炭素化ソリューションなど様々な広がりを見せる「エネルギーインフラ事業」、コロナ禍にあつて注目度が増した通信タワーやネットワーク回線などの「デジタルインフラ事業」など非常に幅広い。

インフラ資産は、キャッシュフローの源泉となる収入のタイプにより、1)規制型、2)(長期)契約収入型、3)景気連動型(GDPリンク型)の3つに大きく分けられる。

「規制型」は、上記の公益事業が主に該当する。元々は国や自治体が担っていた公的なサービスを、民間資金を活用して維持・発展させるために発展したスキームである。当局にとってサービスを安定的・効率的に維持するには信頼できる事業者地域独占的に運営させることが望ましく、事業者に対して事業の独占と一定の利益の確保を規制環境下で認めている。事業者はこの規制環境を背景に適切な維持費用負担や設備更新投資を実施して安定的にサービスを供給する。規制環境の安定性が重要な資産タイプである。

「(長期)契約収入型」は、その資産の生み出す生産物やサービスの需要者(オフテイカー)との間に長期契約を結ぶことで一定の収入をマーケットによらず確保するものである。代表的な資産としては、発電量(売電量)に関わりなく施設が利用可能である限りオフテイカーが契約に基づく対価を支払い事業者が収入を得る、いわゆる「キャパシティ・ペイメント」形式により運営される石炭火力やガス火力発電事業が挙げられる。契約期間は20年から25年程度の長期にわたり、景気動向によらずプロジェクトコストや固定費・運営費を十分に賄う水準での対価設定による売電が一般的である。契約の相手方の信用力が問われるものの、事業者にとっては契約期間中のキャッシュフローの予見可能性が高い資産タイプである。

「景気連動型(GDP リンク型)」は、収入が市場や景気動向に左右される資産タイプであり、収入や利益のアップサイドもダウンサイドも事業者が引き受ける。伝統的なインフラ資産であり、航空機の離発着料や旅客の空港利用料が主な収入原資である空港事業などが挙げられる。空港事業はコロナ禍では旅客数の大幅減により大きなマイナスリターンを記録するなど、近年では景気連動型(GDP リンク型)の資産のダウンサイドリスクがクローズアップされることが多かったが、そのビジネスプラン(事業施策)によってはアップサイドを取りに行くこともできるため、事業者としてはその手腕によりバリューアッドを狙える資産でもある。

もちろん個々の案件により様々な条件や契約下で運営されておりセクターごとに一律に分類できるものではない。上記は代表的な事例を示している。

2. インフレ環境下のキャッシュフローの安定性

安定的なインカムリターンの創出を目指すコア型のファンドはその多くが「投資資産(事業)が生み出す将来キャッシュフローの予見可能性の高さと確からしさ」を重視して投資を行っている。そのため、上記3タイプの中では「規制型」「(長期)契約収入型」の資産への投資がポートフォリオの中心であることが多い。

「規制型」では、事業者に一定の利益を確保させるために、インフレによるコスト増加分をエンドユーザーに転嫁できる仕組が一般的である。「(長期)契約収入型」では契約の中で価格のインフレ調整機能を内包しているケースが多い。インフレ調整機能のない固定価格での長期契約が標準になっている事業もあるが、その場合はインフレヘッジ機能には劣るものの、インフレ環境が継続するような不確実性が増している局面でも経済動向に関わらず安定的な取引が継続されることでのキャッシュフローの堅確さが評価される。この結果、100%ではないものの、インフレの大部分をヘッジする仕組みが内包されていると見ることができる。実際に2022年のインフレ環境下にあっても、バリュエーションの過程で将来キャッシュフローに長期的な収入増が織り込まれる傾向が多く見られた。

3. インフレ環境下のインフラ資産価格(バリュエーション)

インフラ投資のバリュエーションでは、将来キャッシュフローをディスカウントレート(割引率)で割り戻して算出する DCF 法の利用が多い¹⁰。インフレ環境にあった 2022 年は基準金利の上昇によりディスカウントレートが上昇し結果としてバリュエーションが下がる事例もあったが、その程度は非常に軽微であった。ほとんどの案件ではディスカウントレートの上昇を将来キャッシュフローの増加のプラスの効果により打ち消しており、結果としてバリュエーションがプラスとなる事例が多くみられた。

4. インフレ耐性からのインフラ投資の選別

インフラ投資のインフレ耐性は 2022 年を通して期待どおりに発揮されていたように見受けられる。この耐性を期待するには、前項までに記載してきた各国の規制環境や契約の内容を吟味した投資であることが求められる。規制環境下で運用されている資産への投資は、その規制の枠組みの安定性がポイントとなり、安定性を担保するためには各国の政策や法規制の理解に加えて場合によっては当局への適切な働きかけを含むプロアクティブなアクションが必要となる。長期契約下にある資産への投資であれば、その契約の安定性が重要である。契約内容の精査、契約期間の確保、そして何よりも長期間にわたり確実に契約を履行する信用力の高い相手方の選定とそのコミットメントが求められよう。

V. インフレとファンド投資

1. 不動産投資ファンド・インフラ投資ファンド

前章までは不動産とインフラストラクチャー、それぞれの資産としての特徴を概観した。この章では不動産、インフラ資産への投資を目的とした「投資ファンド」について考えたい。

投資ファンドは投資家から募った資金を用いて不動産、インフラ資産に投資する。その際にファンド運営の機動性や投資家リターンの向上を目的に一定程度の借入の活用が一般的に行われている。もしくは、各投資案件レベルで借入を活用している。インフレとファンドの関係を考えるときには、その投資資産自体のインフレ耐性の分析が重要であるとともに、「借入」を利用したファンドのバランスシートやキャピタル・ストラクチャー(資本構造)への理解が求められる。

また、投資手法として資産に対して「エクイティ」ではなく「デット」の形態で投資するデットファンドも存在し、そのインフレ耐性は高く期待されている。

この2つのテーマからインフレとファンド投資の関係をみてゆこう。

¹⁰ DCF 法で算出した評価を、EBITDA 倍率により取引事例と比較し検証するアプローチ等が用いられている。

2. インフレ環境下でのファンドの優劣～借入規律の観点から

インフレ環境下では、まず、変動金利で借入れを実施しているファンドでは借入コストの上昇が、投資資産からのキャッシュフローの集合体であるファンドのインカムリターンを直接的に押し下げる。さらにインフレ環境が進行し金利が上昇する局面では、利払いやリファイナンスに困難さが増し、ファンド運用の柔軟性を押し下げてゆく。高リターンを狙い借入比率を高めたファンドであればあるほど顕著にこのリスクが顕在化する。利払いやリファイナンスが予定どおりに行えない場合は、ファンド保有資産の売却による資金化を含む想定外のファンド運用を余儀なくされ、投資家にとってのリターンが著しく低下する懸念がある¹¹。この点からは、固定金利、長期、満期日分散を意識して借入をコントロールしているファンドであれば相対的にリスクが低い、との見方ができる。もちろん、変動金利の借入には多くの利点があり、特に日本のように低金利環境を享受している国では変動金利の適切な利用により投資家リターンの創出に寄与することができる。以下に固定金利と変動金利のメリットとデメリットをまとめている。これらの特徴を掴み、安定した借入方針を投資規律として定めて運営しているファンドを選別することが重要である。

図表6：不動産ファンド・インフラファンドから見た
固定金利借入と変動金利借入のメリット・デメリット

	固定金利借入	変動金利借入
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ・金利費用を固定化できる ・金利上昇局面では有利 	<ul style="list-style-type: none"> ・相対的にスプレッドが低い ・金利下落局面では有利 ・銀行を中心とした伝統的な貸手以外にも、デットファンドなどのノンバンクプレーヤーが存在する
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・相対的にスプレッドが高い ・金利下落局面では低金利環境の恩恵を受けられない 	<ul style="list-style-type: none"> ・金利上昇局面では金利費用が増加する

※ローン期間やコベナント設定など他の条件を同一と仮定している。

【インフレ耐性の高い、借入の自由度の高いファンド(例)】

- ・ファンドのスポンサーの信用力が高い
- ・借入比率(LTV水準もしくはデット/エクイティレシオ)が低い
- ・バランスの取れた固定金利・変動金利の選択を行っている

¹¹ このような環境下で即時の資金化が必要となった場合、ファンドとしてはその保有資産の中でも優良資産の売却を迫られると考えられる。その資産から得られる将来キャッシュフローが途絶えるとともに場合によってはスピードを重視して売却価格が抑えられる懸念が大きい。

- ・借入先が分散している
- ・満期日が分散していて、一度に借り替えが必要となる資金量が少ない
- ・投資家資金に余裕がある(場合によっては投資家資金による借入の一部/全部返済も可能)

3. デットファンドの着眼点

インフレに伴う金利上昇リスクへの対応として「デットファンド」への注目も高まっている。不動産デット投資やインフラデット投資のインカムリターンの源泉も、一般的な不動産投資やインフラ投資と同じく不動産やインフラ資産が生み出す賃料収入や事業収入であり、これまで見てきたとおりインフレ環境下でも一定の耐性が期待できる。さらにデット投資は資産を裏付けとした「融資(ローン)」の形態でファンドからの投資を実行してインカムリターンを「約定金利」として構成する特性がインフレ環境下では有利に働くとクローズアップされている。

主に商業銀行や保険会社が安定的なコア型の資産に対して提供する低利息・固定金利・長期のローンとは異なり、デットファンドは相対的にリスクが高い、いわゆるコアプラスやバリュニアド、開発型資産に対して一定程度のリスクプレミアムをのせたミドル～ハイリターン・変動金利・短中期のローンを中心に取り組んでいる¹²。変動金利ベースのローンはインフレ環境の中で基準金利が上がればインカムリターンとなる受取金利の絶対額が直接的に増加する。日本と諸外国の金利差が開いた 2022 年は投資家の中でヘッジコストの上昇がかつてなく意識されたが、この変動金利ベースの受取金利増加によりヘッジコスト上昇を相殺できるため、デットファンドへの注目はより高まっていたように感じる。確かにこの1年間でデットファンドのインカムリターン水準は全体的に上昇傾向にあり、かつヘッジコスト上昇に対して有効なソリューションを提供していた。ではこのインフレヘッジ性はインフレ局面で常に担保されるものなのだろうか。

例えば不動産で考えてみよう。ローン(借入)を活用して不動産を保有している不動産投資ファンドは、不動産収益(NOI)の中からローンの金利を支払い、さらに設備更新などの資本的支出やファンド維持費用・運用報酬の支払いを行った後の手残り(手元に残る資金)をファンドのリターン(インカムリターン)として投資家に分配する。金利が上昇し始める局面ではテナントからの賃料収入が増加する前に金利費用が増加する。金利費用増加により手残りは減少するが、不動産ファンドはローンのデフォルトを回避するためにも手残りから金利を支払うことを継続する¹³。緩やかに金利が上昇する局面では手残りを減らし続けることで金利

¹² 担保となる資産の特性によって期間は様々である。開発許可取得前、建設中、竣工直後、安定稼働中などその資産の状況によっても期間は変わる。デットファンドが実行するローンは不動産であれば2-4年程度、インフラであれば5年程度の期間設定が多い。

¹³ 不動産デットファンドが実行する、いわゆる案件ベースの「ノンリコースローン」では、不動産キャッシュフローからのコスト支払のウォーターフォール(支払順位)が事前に規定されており、不動産保有者の意思に関わりなくウォーターフォールの最上位で金利が支払われる。

払いを継続することができるが、金利が相当程度上昇すると、ある時点で不動産収益が金利費用を下回ることになる。このような事態に備えて事前に留保していた予備資金(リザーブ)の活用により一時的には対応を行ったとしても、インフレ環境が長期化する局面では金利払い継続のために借手である不動産投資ファンドは①貸手との間でローンの条件変更の合意、②金利払いを目的としたローンの増額、③自らの資金拠出により利払いの維持等、何らかの手段を講じる必要が出てくる。ローンの貸手であるデットファンドから見た場合には、元利回収の確からしさに不確実さが増すことになる。このように、インフレヘッジ機能は期待できるものの、限界があることには留意が必要であろう。

一般的にデットファンドはこのような金利上昇リスクに備えて借手に対して何らかの金利ヘッジ手段¹⁴を義務付けていることが多い。そのヘッジが有効である限りはインフレヘッジ機能が働いていると見ることができよう。このような借手の義務は、ローンを実行する時点における貸手と借手のパワーバランスによって決まってくる。最近では、2010年代後半が借手優位のレンダー間競争が激しい環境であり、借手の義務を弱める方向にマーケット全体が向かう傾向にあった。そのときにどのような規律で借手と交渉してきたか、今後一段と金利が上昇した際にも有効なヘッジ契約を締結できているか、デットファンドの優劣が出るのはこれからとなるだろう。

VI. 総括

インフレが進行し、株・債券がマイナスリターンを記録した 2022 年において、不動産ファンドやインフラファンドはその投資資産のキャッシュフローの特性からインフレ耐性を見せた。今後、インフレ環境が長期化する場合には、それぞれのファンドの投資資産の優劣やファンドレベルの運用方針の違い等により、ファンドパフォーマンスの二極化が進行する可能性があるだろう。

ファンドのインフレ耐性は、インフレになってから決まるものではなく、いかにその前からインフレを織り込んだポートフォリオ構築やファンド運営を行っているかにより決まる。2000年代以降の景気サイクルの中でファンド運用者たちは金融危機、景気後退、欧州債務危機、経済成長、コロナ禍など様々な環境変化を経験してきた。その中でも起こりうるリスクの一つとしてインフレは早い段階から運用者の間では意識されていたように見受けられる。インフレを意識した投資規律の設定や開示資料の作成は多くのファンドにおいて行われている。2022年の実績を受けてインフレ耐性を意識して不動産投資、インフラ投資を検討する投資家の皆様がファンドを選択する際に本稿がその一助となれば幸いである。

(2023年4月20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

¹⁴ 代表的な金利ヘッジ手段には、事前に定めた上限金利を基準金利が上回った場合にその差額を受け取る金利キャップの購入がある。

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）