

# 今日のクレジット市場における不動産投資リスク

プレスコットグループ(LLC)  
マネージング・ディレクター  
Susan L Stupin

## 市場の変化

世界の不動産市場はボラティリティとリスクが拡大し、高い能力と豊富な資金を持った投資家にとって大きな収益機会がある局面に入りつつある。昨年表面化した米国サブプライム住宅ローン市場の問題が、全世界の債券市場全般のリスクと価格を見直すきっかけとなった。特に米国市場では、この結果として、借入コストの上昇、債券市場の流動性低下、商業用不動産担保ローンの査定基準の厳格化、およびキャップレートの上昇につながった。借入調達が必要があまり大きくなり、財務体質が健全な投資家は相対的な強みを活かし、魅力的な条件で住宅ローン、資産、ポートフォリオや事業の売り主と交渉する立場に立てるだろう。

現在、不動産資本市場の流動性が低下している。入念に計画されたプロジェクトでさえ、これまで以上に多くの出資が求められているにも関わらず、借り換えが難しくなっている。このような資金需要の高まりが、株式投資戦略を展開する可能性を導き出している。多くのファンドは、資本再構築の難しさなどの市場の非連続性から生まれる割安な投資から利益をあげるために軍資金を積み上げている。既に、数々の政府系ファンドが金融やその他セクターに資本を投入する大きな機会を見出した。また、多くの投資家が米国の不動産市場に再注目している。現在のリスク・プレミアム、および低い市場流動性が市場秩序の一次的、ないし永続的な現象であるか否かに関わらず、攻撃的な不動産投資家にとって、環境は変化している。単純に魅力を増した資本市場とキャップレートの低下から、高いリターンを享受できる投資家はほとんどいないだろう。

世界の投資家は、これまで大規模で、投資先として既に定着した欧米の市場に投資してきた。近年では、東欧、バルカン諸国、中東・北アフリカ、インド、中国、韓国、および中南米などの新興市場に投資を広げている。新興市場は期待リターンと実際のリターンが魅力的で、政府系を含むファンド、機関投資家や個人投資家など多くの投資家が地理的分散を拡大してきた。成長中の市場では、絶対リターンのみが優先され、不動産や資本市場リスクなどの伝統的なリスク要因や産業、政治、規制やソブリン・リスクは軽視されていた。しかし、今日の市況下では「リスク調整後リターン」という考え方、つまり、潜在的なリスクとリターンを明確に理解することが、不動産投資の機会を評価する上で非常に重要な要因となっている。

## リスクとリターンの現実的な評価が必要

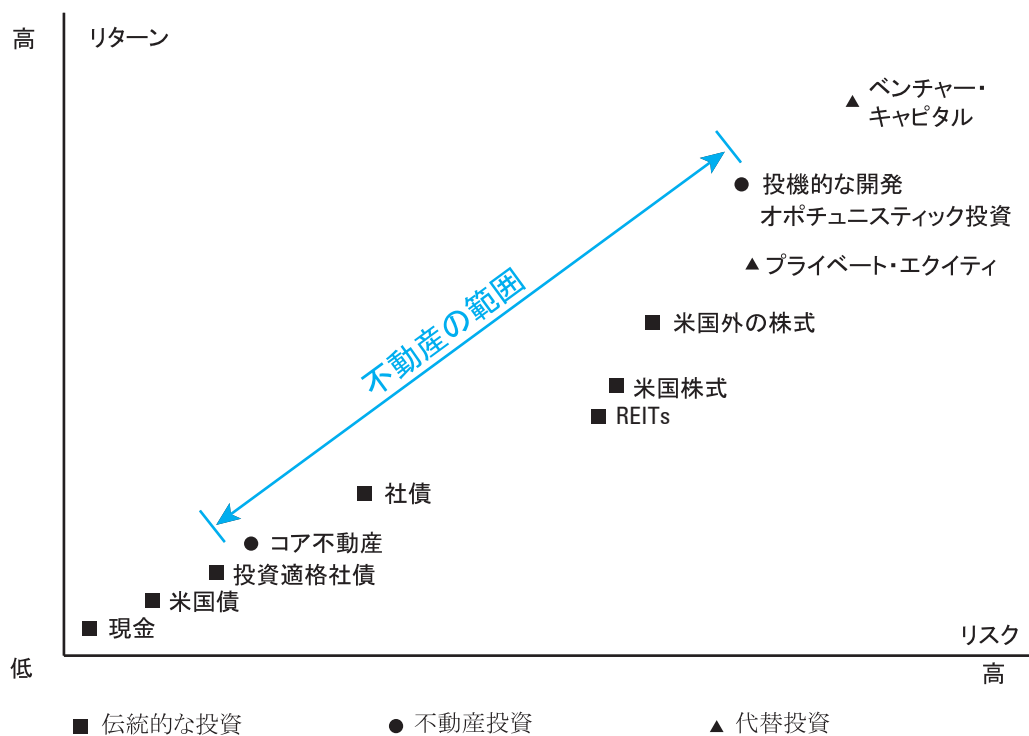
借入コストの急増と債券スプレッドの拡大は不動産資本市場が新たな市場サイクルに入りつつあることを示唆している。これまでの売り手市場が買い手市場に転換しつつあり、投資家にとって価格面では以前より有利になっている。しかし、価格が明らかに有利な場合は、注意深く検証する必要がある。まず、投資家の業務経験と再建戦略の実施能力を考慮し、投資先の資本構造および投資の現実的な価値とリスク、ならびに投資期間を判断する。さらに、事業レベルでは、期待収益と売上の増加または事業効率の向上要因にも注目する必要がある。プライベート・エクイティ市場は、（資本還元戦略ではなく）事業による収益と売上の増加を一段と重視するようになった。そのため、不動産市場はしっかり練り上げた事業戦略とその実行によってリターンを求めなければならない。特に米国、および英国・欧州市場の一部における経済環境が不透明な

中で、不動産投資家は投資予想の下支えとなる地域や国レベルの要素を特に注視する必要がある。米国では徐々に様々な不動産商品の開発と供給が増加してきた。多くの市場は過剰な需要の恩恵を受ける状況となる可能性がある。また、数多くの地域にダイナミックなマイクロ市場が存在することも考えられる。多くの投資分析の裏付けとなっている堅調な賃料と入居率の伸びは慎重に吟味する必要がある。売り出しに際しても、様々な下振れシナリオを検討することも特に重要である。こうした分析は投資のリスク特性、ならびに投資が期待通りの成果を上げない場合に求められる出資形態を理解する上で役に立つ。

## 不動産投資理念の構築

投資家はこれまで以上に不動産投資戦略のを調整することが求められるだろう。ポートフォリオに代替投資分野の1つとして不動産を活用している投資家は、不動産投資の選択によってポートフォリオの全体的なリスクを低減しているのか、高めているのか見極める必要がある。不動産投資はリスクとリターンの範囲全体の中で分けられるのみならず、リスクの水準を他の伝統的な債券や株式商品と比較することもできる。

図1：不動産リターンの範囲

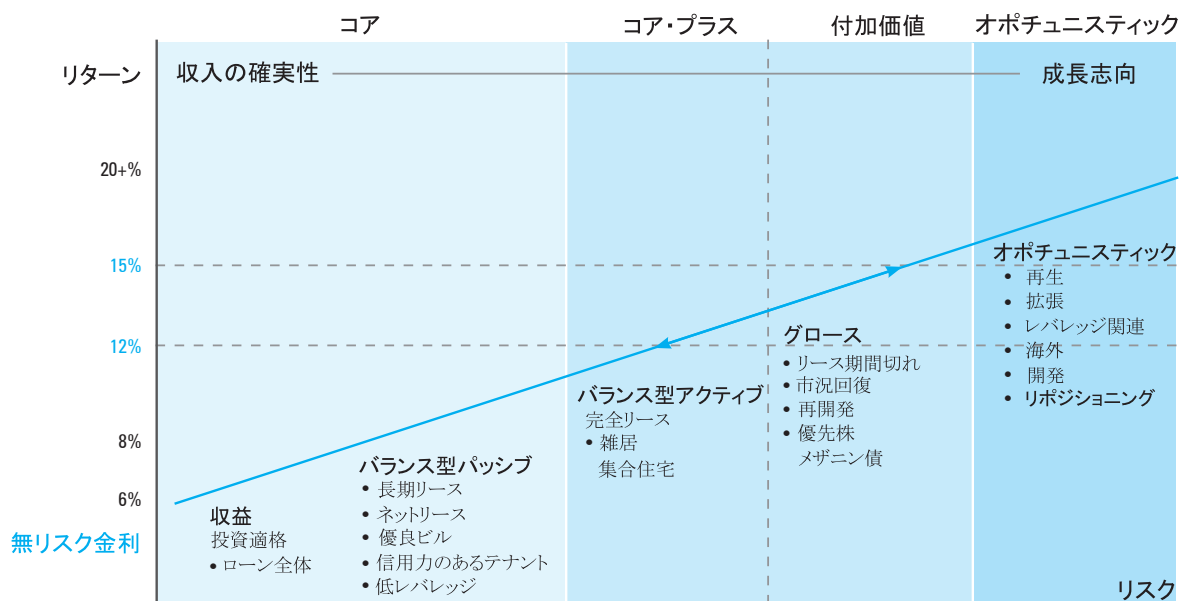


出典：プレスコットグループ

さらに、特定の投資のリスク特性が、不動産の物理的な側面、周辺の市場、運営会社、資本構造などの多くの要因に影響されることも理解する必要がある。資本を不動産債券または株式としてリターンの向上またはリスク軽減の手段として活用することができる。債券投資は第一抵当や上位返済順位のローン、メザニン債、出資債券などの多くの形態で行うことができる。通常は一定の現行利回りが生まれ、リターンの確度は高まるが、利回りの上限は低くなる。株式投資も普通株から優先株の仕組みまで同様にリスクに幅がある一方、投資の上振れと下振れがある。「リスク」が高い投資機会の追求を選択する程度に応じて、投資形態がリスクをある程度軽減できる可能性がある。したがって、スペシャル・シチュエーション、あるいは高利回り投

資ファンドは多くの場合、メザニン債や優先株に投資できるため、投資の形態によって投資リスクのバランスがとれている。

図 2：不動産投資の特徴



	コア	コア・プラス	付加価値	オポチュニスティック
リスク	最低	最低 - 中	最低 - 中	中 - 高
総リターン (IRR)	6-9%	9-12%	12-18%	20% +
リターン構成	現在のインカム	現在のインカム 値上がり	現在のインカム 値上がり	値上がり
保有期間	10 年以上	5-7 年	5-7 年	5年未満
レバレッジ	0-70%	50-70%	60-75%	70% +
投資プロファイル	都心のビジネス街の格調ある大型ビル、信用力のあるテナントが長期リースで入居している不動産	現在安定した収入がある安定したビル	付加価値のある資産運用により収益の上振れ余地を生み出せる建物	リポジショニングが必要な、十分に活用されていない資産

出典：プレスコットグループ

## 防衛的/攻撃的リスク調整

投資家は、不透明感が一段と増している投資環境でポートフォリオの防衛的な要素として、あるいは攻撃的に総リターンを大幅に向上させる手段として、様々な投資シナリオを検討している。いずれのシナリオもリスク調整後ベースでは魅力的となる可能性がある。どちらもリスクとリターン、手数料控除後のリターン、宣伝されている金利、その他コストを慎重に評価する必要がある。さらに、複数の資産クラスや地域に分散することで、いずれの戦略もリスク調整後リターンを高められる。

## 防衛的戦略

米国や世界の市場で信用力のあるテナントが入居しているネットリースのオフィスや工業用不動産は値上がり益に加えて、比較的安定した現行利回りをもたらす。ネットリース不動産には他の不動産や代替投資とは異なり、債券のような年間利回りと不動産投資による長期リターンを併せた独自の特徴がある。他の多くの不動産/代替投資は年間リターンがこれより低いか、売却時の実現価格に大きく依存している。単一テナントのネットリース商業用不動産は魅力的かつ安定したリスク調整後リターンを一貫して提供可能で、安定

した長期キャッシュフローと不動産の値上がりにつながる。ネットリース不動産は機関投資家の不動産ポートフォリオの中で長期間、高い評価を受けてきた。バランスの取れたリターンは機関投資家、大学運用基金、財団法人、個人投資家、信託受託者に魅力的であった。更に、現在の資本市場の混乱によって、魅力的なコアのネットリース・オフィスや工業用資産を取得する機会が生まれていると同時に、コア以上のリターンをあげられる可能性もある。

こうした予測可能な年間リターンは次のような投資家には特に魅力的だろう。1) 不動産投資のバランス型、あるいは分散ポートフォリオの保有を目指す金融機関や政府系ファンド、2) 現在の負債または事業のその他ニーズに充当する資金を求めている機関投資家、3) 年間配当用の資金を求める大学運用基金や財団法人、4) 継続的な収益が他の関係者の利益となる信託の受託者、5) 投資ポートフォリオの一部としてリスク調整後の不動産リターンを求める個人投資家。ネットリース不動産投資は利回りが高い確定利付き投資を代替するとも考えられている。ネットリース不動産ポートフォリオの年間リターンは、同程度の潜在的な信用リスク特性を持つ同等の債券ポートフォリオより数百ベーシス・ポイント高いリターンを出す可能性がある。さらに、この商品は機関投資家の債券ポートフォリオにとって商業用不動産ローン担保証券や CDO より潜在的リスクが低く投資フローも期待できる代替商品でもある。

他の防御的戦略としては、景気不安定な局面で好調な成果をあげる特定のタイプの不動産に投資ができる。例として、ヘルスケア関連投資や、割安商品を販売したり、製造業にとって費用効果が高い流通経路となる割安な小売用物件などがある。集合住宅の資産も地理的な分散が可能で、キャッシュフローと景気変動に左右されないパフォーマンス特性がある。

## 攻撃的戦略

現在の市場では、数々のハイリターン/ハイリスクの手法を取ることができる。多くの場合、通常「最終段階で」高い総リターンを上げる代わりに投資後数年間はキャッシュフローが少なくなる特徴がある。このような戦略の成否は、効果的な執行、投資管理の熟練、資本へのアクセス、適切な価格と正しいタイミングで投資すること、ならびに利益を上げやすい時に売却時期を合わせることに大きく左右される。米国内、そして世界的に、特定の戦略とその成功の可能性、および投資ポートフォリオ全体に対する投資規模を評価する上で、各商品のタイプ、地域、関連する不動産市況、投資と資本構造、スポンサーあるいはファンド・マネージャーを慎重に見極める必要がある。したがって、こうした戦略は財務体質が堅固でリスクを分散できる機関投資家の規模を持つ投資家には最適だろう。

現在のクレジット市場の問題は、未払い債務の資本構成を株式、優先株またはメザニン債に変えられる投資家にとって有利になっている。入念に構築された不動産やポートフォリオの多くがここ数か月で資本不足に陥り、債券市場の非流動性を反映してスプレッド/マージンは拡大した。こうした状況が金融システム全体に広がっていく中で、不動産そのもの、不動産ポートフォリオや債券に可能性が現れる。また、収益機会が環境や市況のリスクと特に関わっている商品や市場セクターを標的とする戦略もあるだろう。例えば新興市場では、富裕層の拡大により、住宅や小売等のセクターに可能性がある。さらに、米国やその他市場では非伝統的な分野への投資が期待できる。1) 競合する資本が飽和状態に達しておらず、リスクとリターンが共に高い二次・三次市場、2) 過剰供給などの問題に直面している米国南東部の一部市場のマンションなど、3) ニッチな軍用住宅や注目度が低い地域などが挙げられる。一部の市場では開発プロジェクトや計画は十分に適っており、既存資産にリース期間切れおよび完了リスクと共に高いリターンを提供できるだろう。また、投資家は入念に計画された戦略がありながら成功するための資本、ノウハウ、その他の特徴がない企業あるいは事業体への投資も検討できる。