

商業用不動産(CRE)の プライベート・デット投資の 魅力

商業用不動産 (CRE) デットの概要

商業用不動産 (CRE) 市場は進化を続ける大規模な市場であり、物件所有者やオペレーター (管理運営会社)、貸し手は、景気サイクルを通じて継続的に課題に直面する一方で、投資機会も享受しています。貸し手の顔ぶれに注目すると、これまで市場を独占してきた大手金融機関 (銀行など) が融資業務を縮小する中で、非伝統的な貸し手に参入機会が生じています。プライベート・クレジットの投資家には、この資産クラスに投資することで、キャッシュフローの予測可能性、下落リスクの抑制、分散効果、そして魅力的なリスク調整後リターンなどの恩恵を享受するチャンスが到来しています。

▶ 商業用不動産デット市場 ————— 3

- ・ 進化を続ける大規模な機関投資家向け市場
- ・ 市場構造の変化

▶ 商業用不動産デットの主な特徴 ————— 4

- ・ 資本構成における位置付け
- ・ スポンサーと借り手のニーズに合わせて組成される商業用不動産デットの種類
- ・ リスク・リターンのスペクトラム上の投資の選択肢
- ・ 【注目コラム】 トランジショナル・レンディング

▶ 商業用不動産デットの潜在的メリット ————— 7

- ・ 高水準のリスク調整後リターンと分散効果の追求
- ・ ダイレクト・レンディング (直接融資) に対する比較優位性
- ・ 投資機会の持続性に裏付けられた、市場の揺るぎない成長可能性
- ・ 景気サイクルを通じて示された安定性

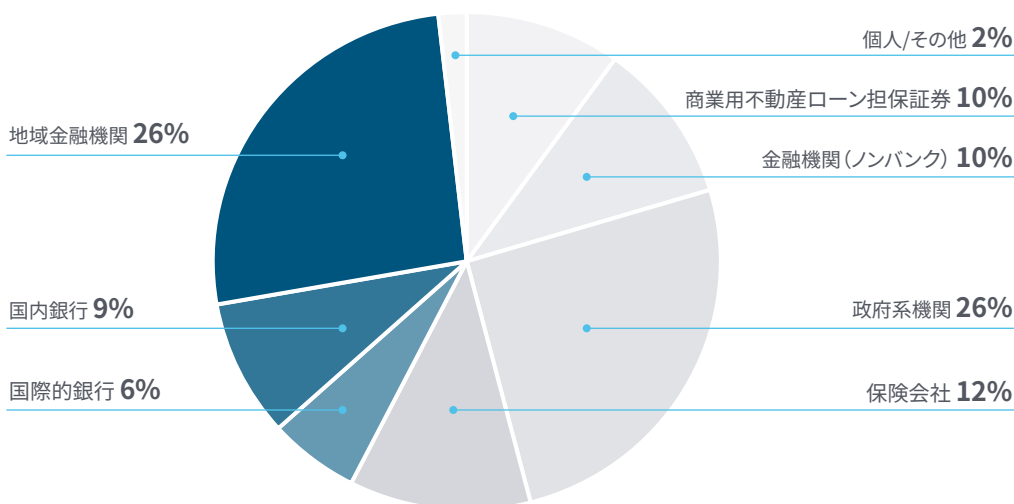


商業用不動産デット市場

進化を続ける、大規模な機関投資家向け市場

米国商業用不動産のデット市場は**約5.9兆ドル¹**の規模があり、多様な貸し手から構成されています。世界金融危機の後、2010年から2021年にかけて、緩和的な金融政策のもとで**商業用不動産の取引額は4.6倍に増加しました²**。取引の活性化に伴い、多様な種類の物件に関する新規開発や既存資産の取得などを目的とする、不動産向けの借り入れ需要は急増しています。

米国商業用不動産市場における貸し手の構成(2023年)



出所：モルガンスタンレー・リサーチ

市場構造の変化

上記の期間を通じて、主要な貸し手としては、大手金融機関(国内銀行/国際的銀行)から小規模な地域金融機関に至るまで、さまざまな規模の銀行が高いシェアを占めました。特に地方銀行は、プライベート・レンディングの規模を大幅に拡充し、その結果、**銀行業態全体が占める商業用不動産向けエクスポージャーの割合は63%に達しました³**。

2024年時点では、銀行は依然として高い市場シェアを握っていたものの、それは縮小傾向にあり、**2024年12月時点で新規融資の比率は前年比58%以上低下しました⁴**。

足元で銀行が融資業務を縮小している要因として、金融政策の引き締め、自己資本・流動性の制約、金融規制の強化、問題債権の増加に伴うリソースの制約が挙げられます。金融機関は、以下のような課題に直面しています。

- ・ (リスク加重資産ベースの)自己資本比率の軌道修正
- ・ 世界金融危機後の過大なリスクテイク抑制を目的とする各種規制
- ・ バランスシート上で計上すべき貸倒引当金に関する会計処理の変更
- ・ 2022年以降の金利上昇・価格下落局面における問題債権の返済期限延長を主因とする、不良債権比率の緩やかな上昇⁵

1 Trepp、2023年第4四半期

2 MSCIリアル・キャピタル・アナリティクス(RCA)

3 モルガンスタンレー・リサーチ

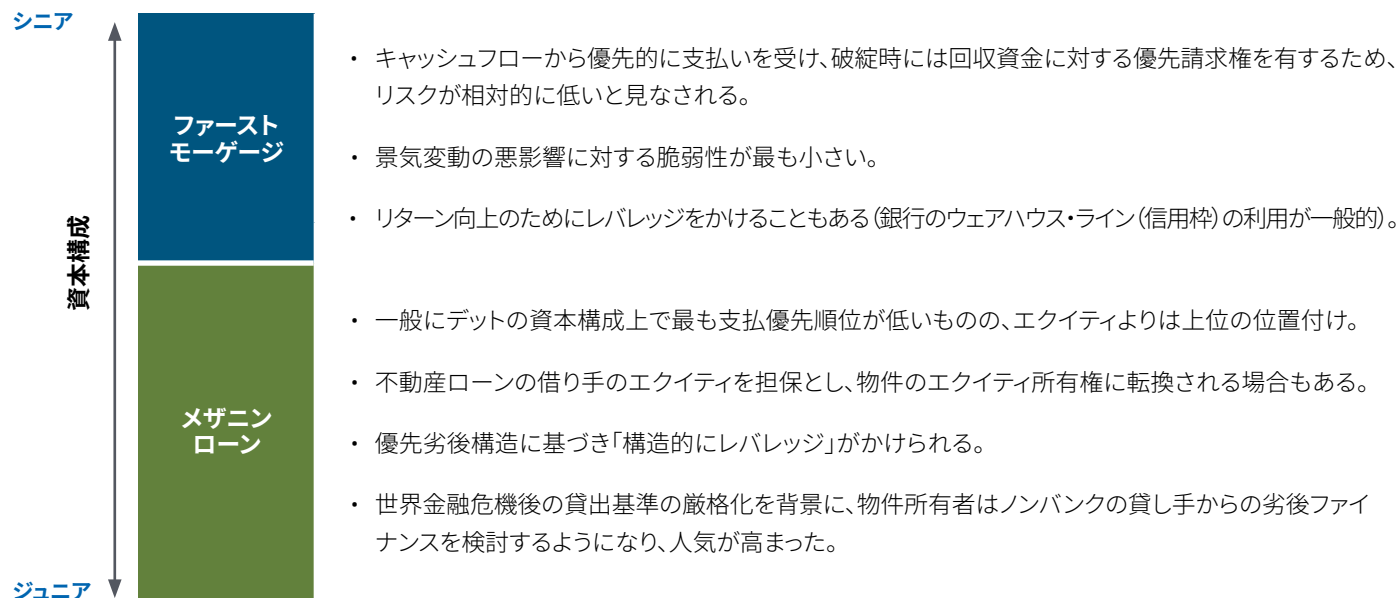
4 米連邦準備制度理事会(FRB)のデータ

5 FRBスタッフ・ペーパー「米国商業用不動産市場における問題の先送り(Extend-and-Pretend in the US CRE Market)」(2024年11月)

商業用不動産デットの主な特徴

商業用不動産デットは、物件から取得できるキャッシュフローの支払優先順位を決める資本構成上の位置付けに応じて、大きく分類されます。ファースト・モーゲージ (第一抵当権) のシニア債権者は最も優先的に支払いを受け、債務者の破綻時には資産の所有権を優先的に取得します。劣後債権者 (メザニン・デットの保有者など) の支払優先順位は低く、リスクが高いため、その分リターンが上乗せされます。

商業用不動産デットの資本構成上の位置付け



出所: PIMCO 上記図表は説明を目的としたものです。

スポンサーと借り手のニーズに合わせて組成される商業用不動産デットの種類

借り手の資金ニーズや担保不動産の状況に応じて、さまざまな特性を有する商業用不動産デットが組成されます。シニア・ローンの特性は、金利やLTV (資産価値に対する借り入れ比率) の水準によって異なります。 (トランジショナル・レンディングについては、p.6をご覧ください。)

コア不動産／安定物件	ライト・トランジショナル	トランジショナル ヘビー・トランジショナル	開発中物件
典型的なLTV比率: <65% 金利の種類: 固定または変動 担保資産は、物件全体がほぼリース契約がされている、またはそれに近い状態で、キャッシュフローを生む不動産。	典型的なLTV比率: <70% 金利の種類: 変動 担保資産は、物件が安定する前の、小規模な変更 (軽度な改修やリースアップ) が進行中のプロジェクト。	典型的なLTV比率: <80% 金利の種類: 変動 担保資産は、物件が安定する前の、大規模改築が進行中のプロジェクト。一般にライト・トランジショナルよりLTV比率が高い。	典型的なLTV比率: <70% 金利の種類: 変動 新規不動産開発のファイナンス目的で活用。融資は分割して実行されることが多く、開発や建設が一定の段階に達した後に追加資金が提供される。

出所: PIMCO 上記図表は説明を目的としたものです。

リスク・リターン・スペクトラムにおける投資の選択肢

前頁で分類したローンは、それぞれリスク・リターン特性が異なります。この特性も、商業用不動産デットを評価するための1つの座標軸になります。貸し手は投資戦略において、さまざまな種類のローンを投資対象とすることが可能であり、投資家には、リスク特性の違いによって幅広い利回りの選択肢が提供されます。

コア不動産やトランジショナル、開発に関連するシニア・デットの他にも、スペシャル・シチュエーションズ戦略やディストレスト・デット戦略が投資の検討対象になります。両戦略に関連するデットはオポチュニスティックな性質が特に強く、優先劣後構造を伴います。問題を抱えた不動産や流動性の制約を受けるスポンサーへの対応といった、特異な状況を投資機会として捉える戦略です。物件の安定化には時間がかかり、リスクは高く、より複雑な経過を辿る可能性があります。物件の所有が最終的な目標になるケースもあります。また、資本構成上のギャップを埋めるため、既存の貸し手からディスカウントでローンを取得したり、新たに融資を実行する必要が生じることもあります。

スペシャル・シチュエーションズ

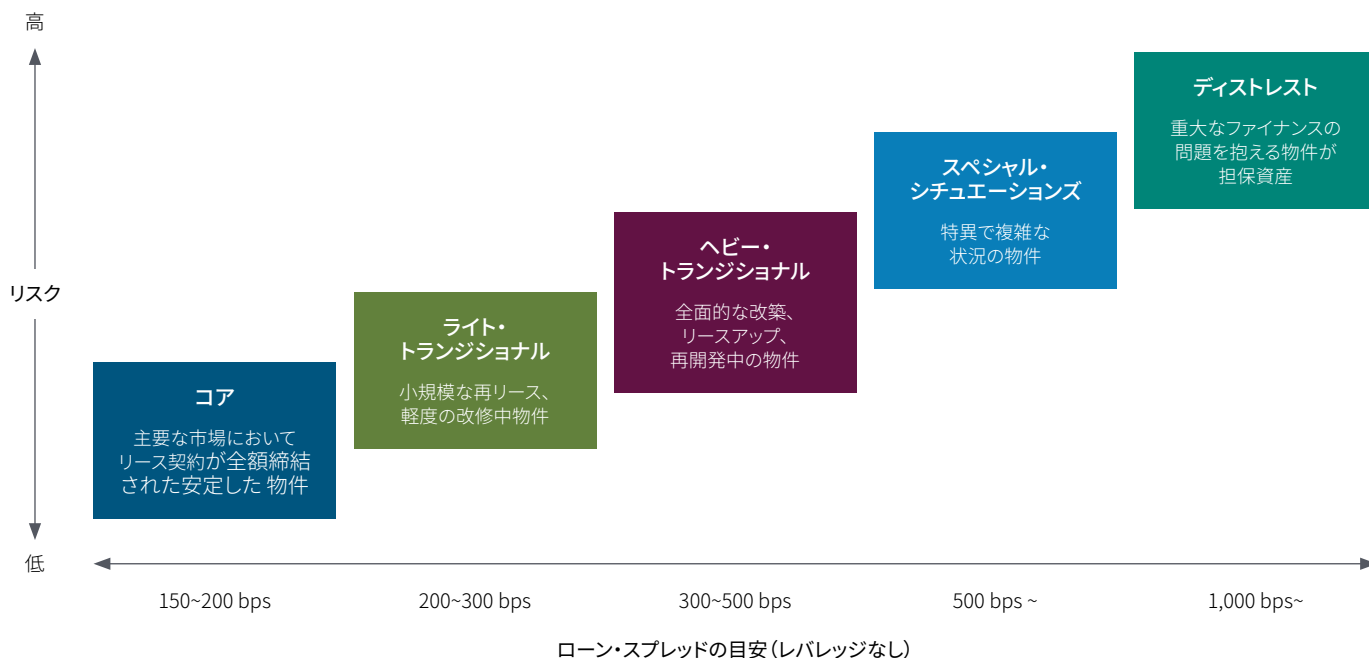
商業用不動産の分野におけるスペシャル・シチュエーションズ戦略は複雑であり、多くの場合、時限性の高い投資機会となります。不動産市場の専門性、ローンの組成能力、カウンターパーティーとの強固な関係を有する投資家にとって、非常に高いリターンが期待できる機会が提供されます。

取引例としては、リキャップ(資本負債の再構成)、プロジェクトの中断、債務満期時のデフォルト・条件変更、債券によるファイナンスと買い取りに関連するものが挙げられます。

ディストレスト

一般的に、不動産価格の下落、賃料収入の減少、経済全体の問題などの要因を背景に、資金面で深刻な問題に直面している物件を担保とするローンに関連する戦略です。魅力的な条件での所有権の取得を目的として、支払いの減免や差し押さえなどの結果につながることがあります。

例として、物件からのキャッシュフロー不足に起因して、スポンサーが債務を履行できない不良債権の買い取りが挙げられます。その場合、ローンの買い手にとっては、直接的な所有権を取得して安定した状態への移行を目指して管理する目的で、当該物件を差し押さえることが選択肢になります。



出所：PIMCO 上記図表は説明を目的としたものです。

金融市場動向やポートフォリオ戦略に関する説明は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に相応しいという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。見直しおよび戦略は予告なしに変更される場合があります。



【注目コラム】トランジショナル・レンディング

トランジショナル・レンディングは持続的な投資機会

不動産はその性質上、変化し続けるものであり、永続的なサイクルの中で移行に伴う新規資金が常に必要になります。その役割を果たすのがトランジショナル・レンディングであり、管理運営、資金繰り、リースに関連するニーズに対応するために実行されます。



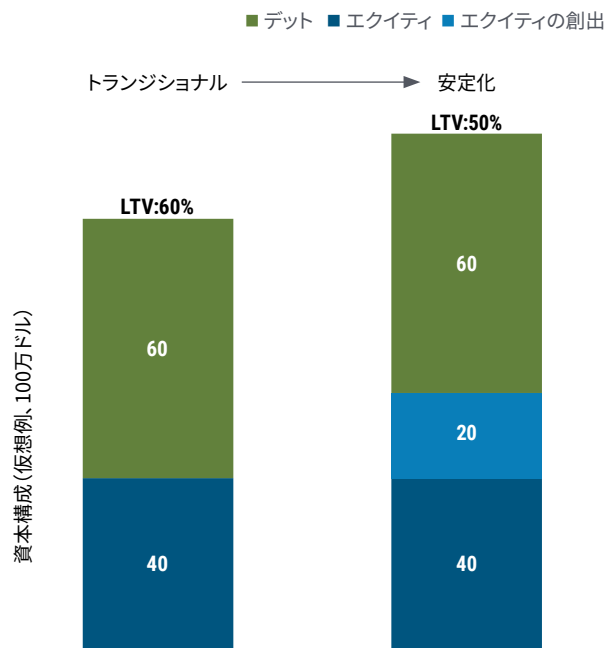
質の高い担保資産と強力なスポンサーによる、最適な資産活用をサポート

商業用不動産のトランジショナル・ファイナンスを活用することによって、質が高くキャッシュフローが安定した資産のパフォーマンス向上を目指します。プロジェクトが成功した場合、

- ・リースアップや管理運営の改善を目指した融資計画を通じて、**付加価値**が創出されます。
- ・シニア・ローンで補完する資産価値の**エクイティ・バッファ**が創出されます。
 - » このバッファは、堅固な信用力指標と合わせて、今後のリファイナンスと売却をサポートします。
- ・借り手のエクイティ投資を通じて、**借り手と貸し手の利害関係がより整合的**となり、安定化した資産と比べて価値創造の強化につながる可能性があります。

PIMCOの注目領域:「悪化するのは最後、回復するのは最初」と目される市場における、質の高い担保資産を裏付けとするトランジショナル・ローン。PIMCOは、強力な資本へのアクセスを有し、大規模なエクイティ投資の実行能力を備え、事業計画遂行の実績を誇る強力なスポンサーから恩恵を享受できると考えています。

商業用不動産のトランジショナル・プロジェクトの資本構成例



出所: PIMCO 上記図表は説明を目的としたものです。

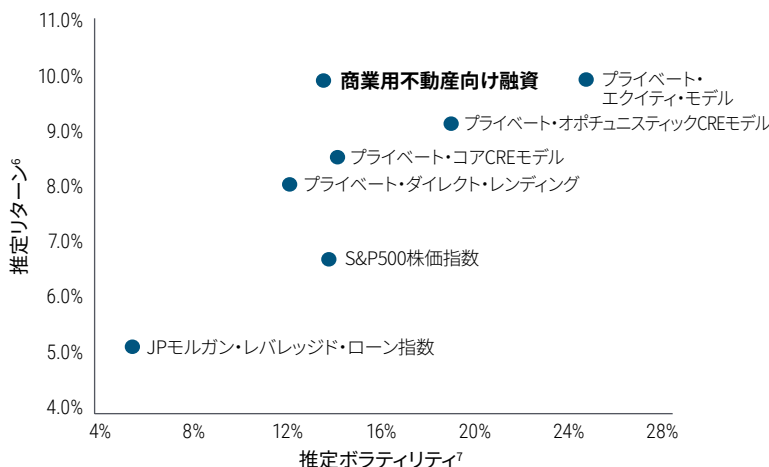
商業用不動産デットの潜在的メリット

高水準のリスク調整後リターンと分散効果の追求

プライベート・エクイティなど多くのプライベート資産に比べて、不動産のプライベート・デットは、平均的にボラティリティが非常に低いという特徴があります。株式、国債、ハイイールド債などのパブリック市場で取引される資産クラスと比較しても、同じ傾向が確認できます。商業用不動産向けデットは現物資産を裏付けとするため、下落リスクが低い資産クラスと位置付けられることが多く、これがボラティリティが低いことの主な要因と考えられます。

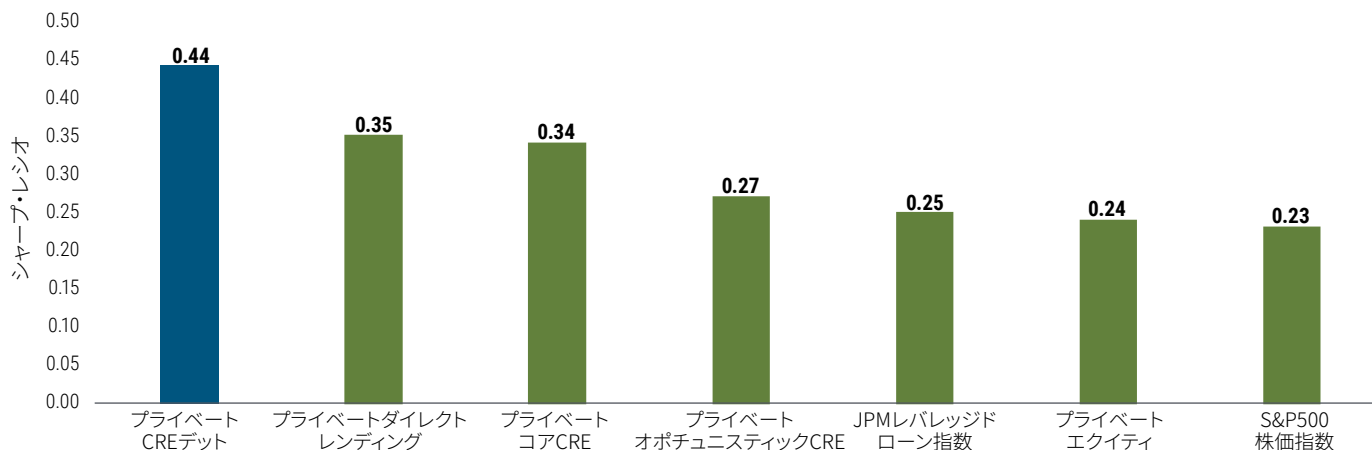
下の図は、シャープレシオを使ってその特性をわかりやすく視覚化したものです。シャープレシオとは、リスク（標準偏差）1単位あたりの超過リターン（リスクフリー金利対比）を示す指標です。商業用不動産のプライベート・デットは他の資産クラスよりシャープレシオが高く、下落リスクが抑制されていることがわかります。

各種資産クラスのリスク・リターン特性
(2024年9月時点)



出所：PIMCO。説明のみを目的としています。数字はPIMCOの商品あるいは戦略の過去または将来の運用成果を示すものではありません。記載された結果の達成を保証するものではありません。

トランジショナル・レンディングは他の資産クラスよりも下落リスクが抑制されている⁸ (2024年9月時点)



出所：PIMCO。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

ダイレクト・レンディングに対する比較優位性

不動産向け プライベート・デットは、プライベート・クレジットの他の分野(特にプライベート・ダイレクト・レンディング)を円滑に補完する役割を果たします。プライベート・ダイレクト・レンディングの仮想ポートフォリオにおいて、商業用不動産のプライベート・デット(トランジショナル・レンディング)への配分を追加することで、投資家はリターンの向上とボラティリティの抑制を実現できる可能性があると考えられます。

さらに、不動産向けプライベート・デットは、投資家が既に保有するプライベート・ダイレクト・レンディングのポジションに対してさまざまな分散効果をもたらします。

- ・ 現物資産が担保であるため、差し押さえ手続きが容易
- ・ 取引条件が交渉に基づいて精緻に決定されるため、貸し手の権利・救済が強化される可能性

6 別段の記載がない限り、推定リターンは5年間の年平均リターンを表わします。推定リターンおよび資産クラスの定義に関する追加情報については、巻末の付録をご参照ください。推定キャッシュリターン=3.51%モデル・リスク・ファクター・エクスポージャーは、過去のインデックス・データと、第三者の学術リサーチ、および/またはPIMCOの経験豊富な投資プロフェッショナルからの定性的なインプットに基づきます。

7 資産クラスの定義に関する追加情報については、巻末の付録をご参照ください。CVaR(Conditional-Value-at-Risk)は、望ましい有意水準を超える平均期待損失の推定値を意味します。正の値は損失を表わします。モデル・リスク・ファクター・エクスポージャーは、過去のインデックス・データと、第三者の学術リサーチ、および/またはPIMCOの経験豊富な投資プロフェッショナルからの定性的なインプットに基づきます。

8 資産クラスの定義および推定ボラティリティに関する追加情報については、巻末の付録をご参照ください。

絶え間ない投資機会が支える力強い市場の可能性

さまざまな経済状況の中でも、不動産ローンには安定した需要が見られます。

- ・ **低金利の環境では**、比較的取引量が多くなり、不動産ローンに対する需要が牽引されます。
- ・ **高金利の環境では**、不動産価格は一般に下落し、借り手は借り入れ条件の見直しに直面するため、既存の資産について資本の再構成を行う機会が増えます。また、大きな流動性の問題を抱える借り手の場合は、「救済資金」の提供を行う機会も増加します。
- ・ **どのような金利環境であっても**、既存のローンの返済期限は時間の経過と共に到来するため、リファイナンスや新たな取得資金を要する売却の機会が増加します。

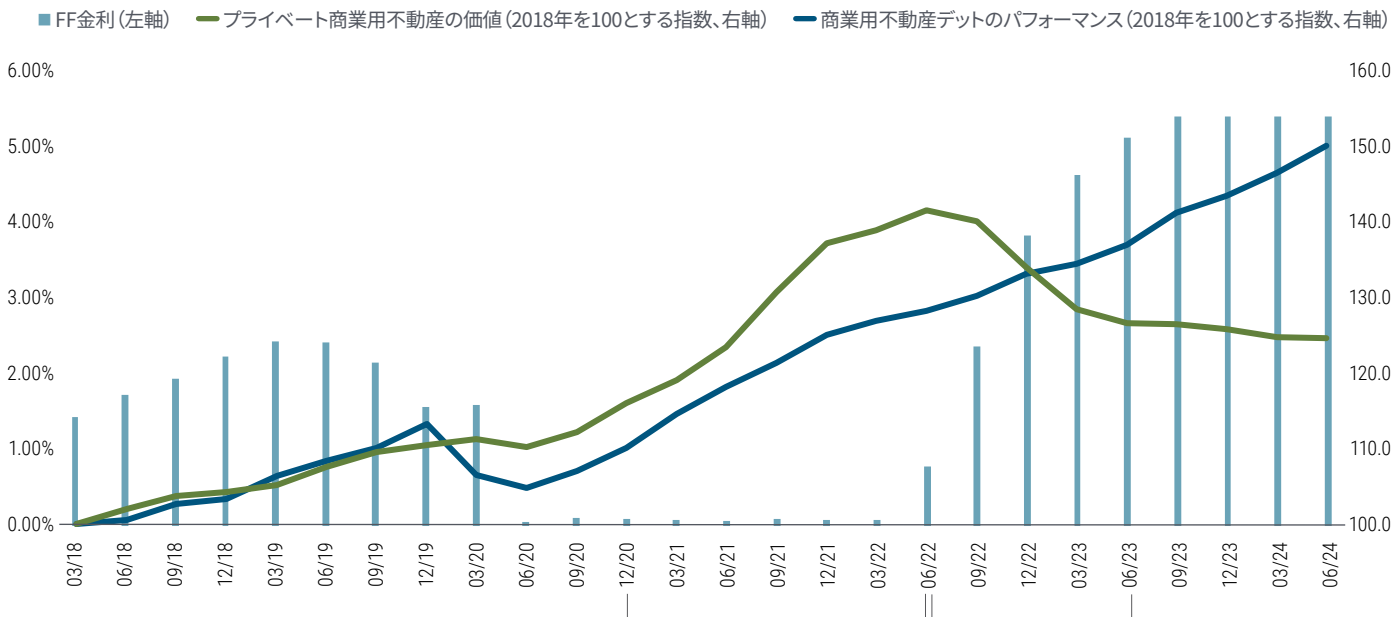
前述した通り、伝統的に商業用不動産デットの分野では、さまざまな規模の銀行が主な貸し手でした。しかしながら、自己資本規制の厳格化を背景に、銀行の出番は減少傾向にあります。非伝統的な貸し手は、銀行の業務縮小の恩恵を受ける有利な立場にあります。その背景には、市場の需要を満たす必要性や、この資産クラスへの投資配分の拡大を目指す機関投資家の意向があります。

63% 今後1年間に不動産
デット投資を拡大する
方針を示した
機関投資家の割合⁹

景気サイクルを通じて示された安定性

商業用不動産のプライベート・デットは、不動産価格や市場全体の金利が大幅に変動する中でも、底堅いパフォーマンスを発揮してきました。

商業用不動産デットのパフォーマンス(他のベンチマーク対比)
(2024年9月時点)



出所：MSCI、リアル・キャピタル・アナリティクス (RCA)、プレギン。"プライベート商業用不動産の価値"は、MSCI RCA商業用不動産価格指数の2018年から2024年第2四半期までの変動を反映するため、2018年を100とする指数を用いています。"商業用不動産デットのパフォーマンス"は、プレギン不動産デット指数の2018年から2024年第2四半期までの変動を反映するため、2018年を100とする指数を用いています。

過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

パンデミック発生時から直近の利上げサイクル開始時(2022年)までの間に、不動産価格は29%上昇して過去最高の水準に達した。この間、不動産のプライベート・デットの価格は22%上昇した⁷。

米連邦準備制度理事会 (FRB) は2022年に大規模な利上げサイクルに着手、FF金利を5%以上引き上げた。その結果、不動産価格は11%下落したものの、不動産デットのパフォーマンスは上昇の勢いを保ち、11%上昇した。

9 Hodes Weill, 「2024 Institutional Real Estate Allocations Monitor (2024年11月)」

付録

用語の定義と推定ボラティリティに関する追加情報:

商業用不動産 (CRE) プライベート・レンディング・モデル: モデルのリスク・ファクター・エクスポージャーは、商業用不動産レンディング・セクターと整合的なPIMCOのシステム上の保有データを用いて推計しています。レバレッジの想定は、PIMCOの既存の運用口座の情報をベースとして、プレキンのカテゴリーにおけるアルファの分布実績 (プライベート不動産のPMEベンチマーク対比) に基づく流動性プレミアムと個別性リスクに関する調整を加味しています。**プライベート・オポチュニスティックCREモデル:** モデルのリスク・ファクター・エクスポージャーは、NCREIFオポチュニスティック不動産インデックスを対象とする回帰分析を通じて推計しています。会計に基づくレポーティングに由来するバイアスを除外するために、リターンをスムージングしています。**プライベート・コアCREモデル:** モデルのリスク・ファクター・エクスポージャーは、NCREIF (ODCE) コア不動産インデックスを対象とする回帰分析によって推計しています。会計に基づくレポーティングに由来するバイアスを除外するために、リターンをスムージングしています。**プライベート・エクイティ・モデル:** モデルのリスク・ファクター・エクスポージャーは、同等のパブリック・ベンチマークに基づいて推計しています。アルファの推計は、プレキン・プライベート・エクイティ・ユニバース (ベンチャーキャピタルを除く) に含まれるプライベート・ファンドの過去データに基づきます。同等のパブリック・ベンチマークとは、公開市場で取引される米国株のカスタム・インデックスを意味し、プレキンのデータベース上のプライベート・エクイティ取引から観察された規模、EBITDA倍率、および収益倍率をマッチングさせています。また、バリュエーション (簿価時価比率上位半分、利益回り上位半分)、レバレッジ、株式リターンボラティリティに関するフィルター (HY CDXインデックス構成銘柄と平仄を合わせるようにフィルタリング) を追加することで、異常値を除外しています。その上で、プレキンのカテゴリーにおけるアルファの分布実績 (PMEベンチマーク対比) に基づく流動性プレミアムと個別性リスクに関する調整を加味しています。中央値と上位4分の1のモデルは、それぞれアルファの分布実績の中央値と75パーセンタイルに基づくアルファの推計値を反映しています。別段の記載がない限り、モデルはアルファの分布実績の中央値を反映します。**プライベート・コーポレート・レンディング・モデル:** モデルのリスク・ファクター・エクスポージャーは、企業向け融資セクターと整合的なPIMCOのシステム上の保有データを用いて推計しています。レバレッジの想定は、PIMCOの既存の運用口座の情報をベースとして、プレキンのカテゴリーにおけるアルファの分布実績 (プライベート・クレジットのPMEベンチマーク対比) に基づく流動性プレミアムと個別性リスクに関する調整を加味しています。

過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

仮想例

仮定上の説明には多くの本質的な限界があり、そのうちの一部を以下で説明します。いかなる口座についても、ここに示された運用成果を達成する、あるいはその可能性が高いことを表明するものではありません。実際、仮定上の運用成果と特定のトレーディングプログラムや戦略によって達成された実際の運用成果との間には、しばしば大きな差異が生じます。

仮定上の運用成果の限界のひとつは、通常、事後的に作成される点です。また、仮定上のシナリオは金融リスクを考慮しておらず、また、どのような仮定上の説明も、実際のトレーディングにおける金融リスクの影響を完全に考慮することはできません。例えば、損失に耐えられる能力やトレーディングによる損失が発生しつつも特定のトレーディングプログラムを継続できる能力は、実際のトレーディング結果に悪影響を及ぼしうる重要なポイントです。その他にも、仮定上の運用成果を示すにあたって完全には考慮することができない、市場全般や特定のトレーディングプログラムの実践に関連する数多くの要因があり、それらすべてが実際の運用成果に悪影響を与える可能性があります。

インデックス

インデックスに直接投資することはできません。

全ての投資にはリスクが伴い、価値は下落する場合があります。住宅用/商業用不動産担保ローンおよび商業不動産デットへの投資には期限前返済、支払遅延、担保権執行 (フォークロージャー) に関するリスク、損失リスク、サービシングのリスク、規制変更リスクを伴い、不良債権の場合にはそれらが高まる可能性があります。不動産および不動産に投資するポートフォリオの価値は、災害または収用による損失、地域経済または経済全般の状況の変化、需給、金利、固定資産税率、家賃に関する規制、都市計画法また運営費などにより変動します。モーゲージ担保証券や資産担保証券に対する投資は極めて複雑なものであり、金利水準の変化や期限前返済リスクにさらされる場合があります。不動産投資信託 (REIT) は、運用不振、不利な税法改正、収益非課税パススルー対象除外などによりリスクを負う可能性があります。債務担保証券 (CDO) などのストラクチャード商品も極めて複雑な投資対象で、通常、高度のリスクを伴います。このような商品を投資対象とすることで、投資元本以上に損失が発生する可能性のあるデリバティブが含まれる場合があります。ローン担保証券 (CLO) は高水準のリスクを伴う場合があり、適格投資家への販売が想定されています。投資家は投資した資金の一部、もしくは全部を失う可能性があります。また、投資家に対してキャッシュフローが配分されない期間が生じる可能性もあります。CLOへの投資は、デフォルト・リスク、流動性リスク、マネジメント・リスク、価格変動リスク、金利リスク、クレジット・リスクなどを負うことになります。データセンターを含む実物資産への投資は、投資の価値およびリターンに影響を与える、以下の様々な固有リスクにさらされる可能性があります。一般的な経済情勢の変化、地域の状況 (床面積の供給過剰や需要の減少など)、経営陣の質と方針、賃料に基づく競争、物件の魅力と立地、物件の物理的状態、テナントおよび物件の買い手と売り手の財務状況。プライベート・クレジットとプライベート・エクイティには、非流動性リスクにさらされる可能性がある非公開証券への投資が含まれます。プライベート・クレジットに投資するポートフォリオではレバレッジが利用される場合があり、投資の損失のリスクを増加させる可能性のある投機的な投資行動を伴うことがあります。プライベート・エクイティ投資は、資金調達リスクや資本コミットメントの不履行の可能性、市場リスクの影響を受ける可能性もあります。プライベート・エクイティ投資は、投機的と見なされており、投資損失の高いリスクを伴います。

本資料内で説明された傾向が継続する保証はありません。金融市場の動向に関する記述は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に適するという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。

本資料には、本資料作成時点でのPIMCOの見解が含まれていますが、予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料内の情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。個人投資家は、個人の経済状況に応じた最も相応しい投資の選択肢を決めるため、金融の専門家にご相談ください。IMCOは、アリアンツ・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エルエルシーの米国及びその他の国における商標です。©2025

ピムコジャパンリミテッド

東京都港区虎ノ門2-6-1 虎ノ門ヒルズステーションタワー19階

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第382号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会