

私募REIT

ダイヤモンド・リアルティ・マネジメント

環境変化に慌てず
有望領域で機会見出す金利のある世界こそ正常
私募REITは優勝劣敗進むか

先日、政策金利引き上げについて、不動産投資市場はひとまず大きな波乱なく受け止めた印象。当社が運用する私募REITでも、これまでのところリスクオフを目的とした大規模な投資口解約の動きは出ていない。

そもそもこれまでの日本のように金利がない世界が異常であったといつてよい。日本が多少でも金利のある世界に入ったということは、賛否両論はあるにせよ、経済や投資市場が体力を取り戻しつつある証左としてむしろポジティブに捉えたい。

とはいえ今後は、すべてのプレーヤーが順風満帆というわけにはいかないだろう。私募REITは58銘柄（2024年6月時点）を数えるなか、かつてのようにどの銘柄でも募集すれば資金が集まる状況は終わり、なかには増資に苦慮するところも見受けられる。

私募REIT投資家の動向を話すと、一部金融機関は外国債券の損失補填を目的に投資口をセカンダリー市場で売却し利益確定させる動きもあったと聞いている。それに関しては、私募REITの流動性が証明された格好なので一概に悪いとは思わない。また地方金融機関のなかには、より利回りの高い上場REITに資金をシフトさせるところもある。一

方で年金や事業法人、学校法人などは、オーバーサブが続く投資口を買いたくても買えない状況で、強い買い意欲を維持しているように感じる。

極端に低利回りな取引は成立しえず
融資交渉ではコベナンツにも着目を

不動産取引市場の動向については、第2四半期時点で昨年並の取引量を維持しており、価格調整の兆しは感じられない。ただし長期金利が1~2%まで上昇すると、Sクラスビルでみられたような利回り2%台の取引は成立しにくくなるだろう。またコア系のプレーヤーのなかには、将来におけるリスクフリーレートとのスプレッドを確保すべく、コアプラスやバリューアッドの投資に目を向けるところも出てきた。

金融機関によるファイナンスの動向をみると、足下でスプレッドはあまり変化していない。今後の金利上昇によって変化が起これるとすると、レバレッジが若干保守的になるのではないかと想定している。

ファンド運用に際し、より良い金利条件を引き出すのが重要なのは言うまでもないが、ここではあえてコベナンツとローン期間の重要性を指摘しておきたい。リーマンショックを経験した世代が徐々に少なくなってきた現在では想像しづらいかもしれないが、市場の風向き



石綿恒氏
代表取締役社長

が変わったときにファンドの生き残りを左右するのは、コベナンツの中身と時間的猶予なのだと考えている。

成長の踊り場迎えた物流施設
インフレ連動の賃料体系を模索

ここからは、アセットタイプごとの動向と当社の投資方針についてみていく。

当社の旗艦商品、DREAMプライベートルート（DPR、資産規模4,316億円）の投資対象のひとつである物流施設は、いったん成長の踊り場を迎えているよ

うに見える。一部エリアで需給が緩んでおり、施設に対するテナントの目も肥えてきた。それでもEC市場の成長余地はまだ見込めるうえ、建築費高騰で新規着工件数は抑制されるため、おおむね2年後には再び需給が締まり、稼働率・賃料ともに緩やかな成長ステージに戻るだろう。

物流施設に限った話ではないが、インフレに伴い継続的な賃料収入の増加が投資家から問われるようになってきた。DPRの一部保有物件でも、CPI連動賃料の導入や増賃改定を見据えた契約の短期化に向けた検討をはじめている。ただし当然ながらテナントの理解が重要であり、拙速な取組みは避けたい。

物流施設のサブセクターでは、危険物倉庫や冷凍冷蔵倉庫に関心をもって。前者はDPRで取得を控えており、後者は兄弟会社の三菱商事都市開発が高付加価値な冷凍自動倉庫の開発に着手したところ。そのほか、稼働が低迷している既存物件を取得のうえリースアップするバリューアッド型の投資も考えられる。

物流施設とともにDPRの投資対象となっている商業施設は、スーパーマーケットやホームセンターのようなNSCが底堅い業績を残しており、ハイストリートに立地する商業ビルもインバウンドの影響などで大幅な業績回復を示している。いずれも投資家の関心は強いものの、とくに後者は私募REITのリターン目線に合う出物が非常に少ない。Sクラスの極めて利回りの低い都心商

業ビルへの投資は、DPRだけではなく、SWFや富裕層を投資家とするセパレートアカウントの枠組みで行うことも視野に検討していく。

ホテルについては、同アセット中心の私募REITであるDREAMホスピタリティリート（DHR、資産規模420億円）の枠組みで主に投資している。ただし安定的な利回りを求められる私募REITの特性上、DHRがボラティリティの大きなMC契約の物件を取得することは現実的でなく、私募ファンドで取組むことを検討している。

当社私募REITの主要投資対象ではないが、オフィスについても触れておく。コロナ禍で欧米主要都市の稼働率が著しく低下したことから、海外投資家はオフィスを敬遠するスタンスだった。しかし彼らは出社を好む日本の企業風土、そして実際に稼働が回復している現状をすでに理解しはじめている。テナントの動きをみると、在宅勤務併用による借床面積の効率化と企業の好業績を背景とした、アップグレード型のオフィス移転が増えているようだ。逆に言えば、それによる空室が発生したような物件は苦戦を強いられることになるだろうと考えている。

利上げでも需要を見込める 投資商品をラインナップ

当社は私募REIT以外にも多種多様な商品を運用しているが、これからの成長を期待している商品をいくつか紹介し

たい。

1つ目はメザニンファンド。利上げに伴い、投資家からはデット性商品でありながら魅力的なリターンを獲得できると改めて高く評価されている。また外資系ファンドを中心とする借り手にとっては、利上げでLTVが保守的になった際のシニアローンの穴埋めとしても重宝されると考えられる。シニアレンダーから声掛けされるケースもあり、当社がメザニンで入ることで、安心感をもってシニアをもう少し深く入れようとするレンダーも見受けられる。

2つ目は不動産セキュリティ・トークン。2024年1月に第1号商品の運用を開始している。当社がこれまで顧客としてきた機関投資家ではなく、個人投資家を顧客とする試みだ。今後の利上げ幅によっては機関投資家の動静が変化しうるなか、新たな顧客層を開拓して継続的な資産残高拡大を図る狙いだ。今のところは流動性に多少の課題を残すものの、現在進行中のセカンダリー市場整備とともに徐々に解消されていくのではないかと。

3つ目はインフラファンド。2024年7月に同領域を専門に扱う丸の内インフラストラクチャーの全株式を三菱商事から取得し当社の子会社とした。同社では1号ファンドの投資期間が終了し、2号ファンド組成を計画。データセンターなどのデジタルインフラや再生可能エネルギー施設といった、市場の成長が期待されるアセットタイプの投資運用を担っていく。