

リスク軽減とリターン向上を目指す

欧州の商業用不動産デット投資

2023年2月

投資元本は変動し、投資から得られるリターンは上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。将来の状況やパフォーマンスを予測するものではありません。

商業用不動産 (CRE) デットは、魅力的なリスク調整後リターンを提供すると共に、実物資産が担保であることやローンの構造で元本の保全策が講じられていることで、不動産価格下落の影響を最小限に抑えることができます。商業用不動産デットへの投資は、シニアクラス、メザニークラス、または両クラスに同時に投資する戦略を通じて機関投資家にさまざまなリスク・リターン特性をもつディフェンシブなポートフォリオを提供します。

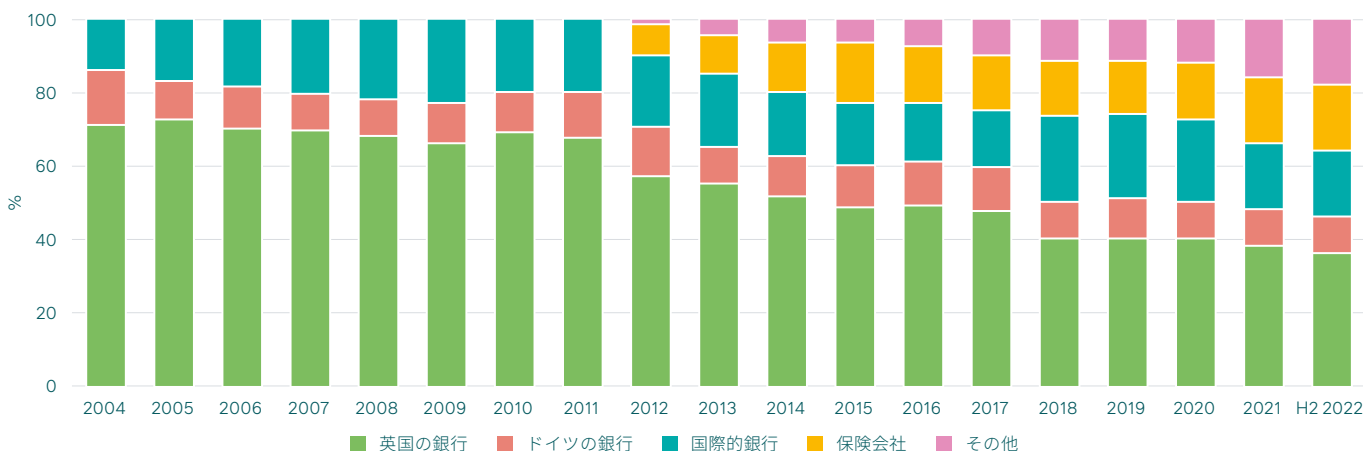
欧州の商業用不動産市場動向

欧州の商業用不動産デットへの投資は、まとまった金額が投資可能で魅力的な市場でリターンを獲得する機会を提供します。現在の市場規模は1兆8,000億ユーロ以上と推定され¹、ノンバンクは特に英国においては定着しており、欧州大陸各国においても徐々に定着化しています。

英国では、貸し手に占めるノンバンクの比率が2012年以降徐々に増加しており、2022年上半期では約36%を占めます²。欧州大陸においてはノンバンクの市場シェアは依然低いままで、6~7%程度に留まっています³。ただ、英国においても欧州においても、ノンバンクのシェアが35~40%の米国には後れをとっています⁴。

伝統的な貸し手である銀行は、規制上の資本要件が厳しいため、融資残高に占める、レバレッジ比率が高い不動産担保ローン残高の比率を高くすることができません。さらに、規制の進展次第では、リスクアセット算出の内部モデル手法に最低資本要件が導入される可能性があり、その場合は欧州銀行の中には低リスクのローンでさえ融資を躊躇する銀行が現れる可能性があります。このため、総資産有利子負債比率 (LTV) は保守的な水準を維持することが想定され、スプレッドは、絶対値においても相対ベースにおいても魅力的な水準を維持すると考えられます。

図表1：貸し手業態別ローン残高



出所：M&G、Bayes Commercial Property Lending Report (2022年第1半期)

¹ PGIM Real Estate、2021年9月

² Bayes Commercial Property Lending report (2022年第1半期)

³ Schroders、2021年7月

⁴ Schroders、2021年7月

商業用不動産デット：資本構成の中での優先弁済権

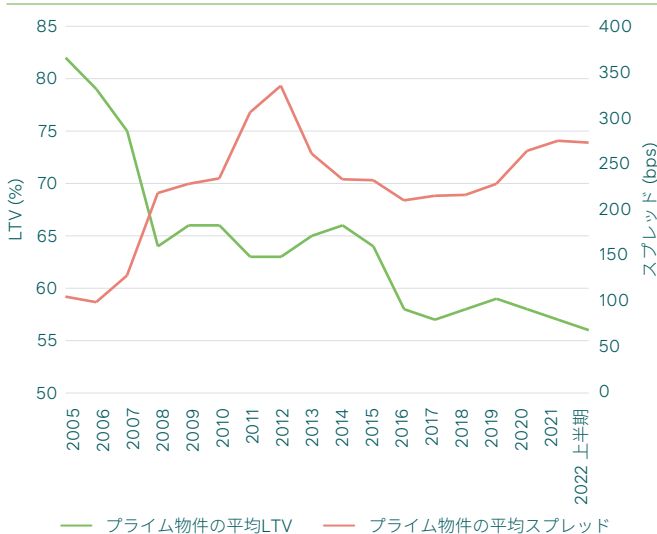
商業用不動産ローンのシニアクラスは、資本構成の中で最もリスクの低い資産クラスです。シニアクラスには保守的な総資産有利子負債比率 (LTV) が適用されており、LTV は世界金融危機後に大幅に低下したのち、現在では50%~60%の水準で安定的に推移しています。

保守的なLTV基準は、担保物件の価値が大幅に下落しないかぎり、シニアクラスの元本が毀損しないことを意味しており、元本の保全とリターン確保が期待できます。また、シニアクラスの貸し手にとっては、物件の第一順位の抵当権を有すること、及び不動産が挙げるキャッシュフローが優先的に返済に充てられるという有利性があります。

商業用不動産デッドは、投資適格級の債券と同等のリスク・リターン特性を獲得できるように構築することができ、通常、借り手が利払いを継続的にキャッシュで行うという条件が設定されており、投資家は継続的なキャッシュフローの配分を受けることができます。

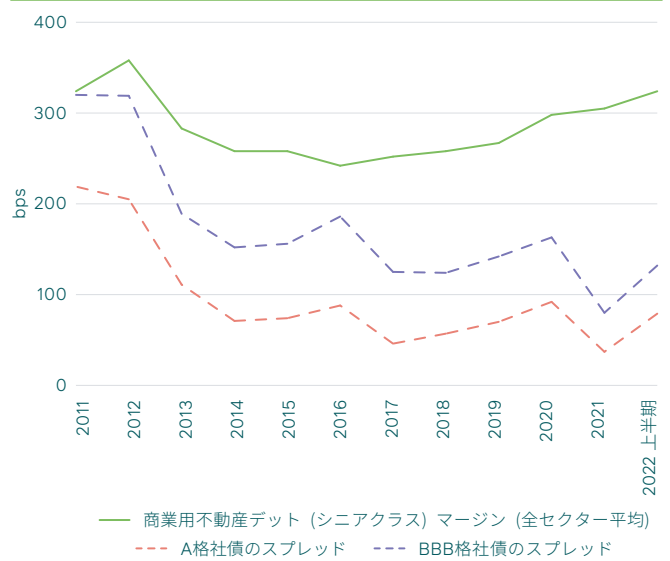
世界金融危機を契機に、それまで主要な貸し手であった銀行が融資を大幅に絞り始めたため、リターンは上昇しました。インカム収入が得られる物件が担保になっている商業用不動産デットのシニアクラスは一般的に、同等の格付けを有する社債より高いスプレッドを投資家に提供します(図表3)。トランジションファイナンスや開発ローンは案件数が少なく、一般的に利息が元加されるような特殊なスキームであるため、審査、組成、モニタリングに専門的知識が要求され、このような資産に投資することでリターンをさらに向上させることが期待できます。

図表2：英国商業用不動産デットのシニアクラスのスプレッドとLTV



注：オフィス、小売り、産業セクターのプライム物件
出所：Bayes Commercial Property Lending Report (2022年第1半期)

図表3：英国商業用不動産デットのシニアクラスと社債のスプレッド



注：A格とBBB格の社債のスプレッドはアセットスワップ後
出所：Bayes Commercial Property Lending Report (2022年第1半期)、
BofA Merrill Lynch、2022年6月現在

不動産価格の変動に強い耐性を備える商業用不動産デットのメザニクラス

商業用不動産デットのメザニクラスは、資本構成においてエクイティとシニアクラスの間位置します。そのため、シニアクラスに比べて絶対値ベースで高いリターンを提供します。

メザニクラスは資本構成の中では負債であり、LTVが通常60%~80%であることから、エクイティ部分がクッションになり、魅力的なリターンが期待できます。不動産価格が下落した場合、まずエクイティ投資家が損失を負担するため、メザニクラスのリターンは不動産価格が下落する市場環境下でも安定的に推移すると考えられます。

両方に投資する

投資家にとっての選択肢は、シニアクラスかメザニクラスの二者択一ではありません。ポートフォリオ全体において、リスク水準はメザニクラスより抑えたいが、リターンはシニアクラスを上回ることを目指す投資家は、シニアクラスとメザニクラスの両方に投資する戦略に投資することで、ホールローンと同様のリスク・リターン特性をもつポートフォリオを構築することが可能です。

商業用不動産デットのリスク管理

リスク軽減策は、さまざまな方法で商業用不動産融資のどのクラスにも適用することが可能です。

慎重な審査

ローン融資を実行する際の審査にとって重要なことは、物件から生じるキャッシュフローが持続可能であるか、及びローンの元利払いが十分な金額であるかを確認するための広範なデューデリジェンスです。デューデリジェンスには、テナントの信用度、賃貸期間、現在の契約の賃料収入、継続的に賃料収入が得られる物件であるか、などの評価が含まれます。例えば、物件のデータを分析することにより、過去の賃料や利回りの変動を理解することができ、今後直面する可能性のあるさまざまな市場環境における債権回収の可能性の評価を可能にします。

利払いに関しては、契約にて利払いが定められているため、キャッシュフローは予測可能ですが、元本に関しては、契約によっては借り手がいつでも返済できるローンもあり、ローンのリターンに影響します。このようなローンにおいては、契約の中に、借り手が期限前返済をした場合のペナルティ条項を設けることでリスクを軽減することができます。

案件に合わせた契約

目標としているリターンを達成するためには、案件内容を十分に把握したうえでの審査とストラクチャリングが必須条件だとM&Gは考えます。財務面のコベナンツ(制限条項)などの与信保全策を契約に組み込むことで、投資元本の毀損リスクを軽減することができます。契約上の重要な条項は、投資物件がもつ特有のリスクと借り手の事業計画が確実に反映されるよう、案件の内容に合わせて作成され精査されます。

財務コベナンツを設ける理由は、借り手の債務返済能力や貸し手の回収に問題が発生する可能性が生じた際に、貸し手に対し警鐘を鳴らすことです。厳格な財務コベナンツを設定することで、貸し手は早期に対策を講じること、債権回収手続きを円滑に進められること、並びに借り手に改善策を講じる方が経済的であるという動機を継続的に与えます。一般的に、契約には、キャッシュフローのコントロールを可能にするキャッシュスイープ条項(余った現金を負債の返済に強制的に充てさせる)や、最悪の場合、強制執行を可能にするデフォルトのコベナンツが織り込まれます。

金利リスクの対処策

金利の上昇は、特に不動産からの収入が金利に連動しない場合、不動産デットにおける借り手の元利払い能力に影響を与える可能性があります。キャッシュフローを重視する審査は、金利上昇の許容範囲を予測する際に効果を発揮します。より強固な保護策が必要な場合は、借り手に金利のヘッジ策を実行させることで金利上昇リスクをさらに軽減することができます。

インフレ上昇リスクの対処策

インフレ高進のリスクは、商業用不動産ローン市場においてさまざまな形で影響を及ぼす可能性があります。例えば、資金調達コストの上昇は、物件が生み出す純営業利益を減少させるため、ローンの利払いに影響を与える可能性があります。開発ローンの場合、建設コストの上昇により開発計画を完成させるための十分な資金を確保できなくなる可能性があります。

担保不動産からの収入は(例えば、小売物価指数(RPI)や消費者物価指数(CPI)に連動した契約)、ある程度はインフレ率に連動しており、コストの上昇を部分的に相殺できると考えられます。ただ、インカム収入の増加がコスト上昇を完全に賄えるとは言い切れません。

リスク軽減策として、利益率が低下した場合に備えた積立金の設定に加え、建設コスト上昇に備え、建築費を事前に確定させることや適切な次善策を予め策定することなども可能です。

モニタリング

ローンのモニタリングは投資のパフォーマンスを検証し、目標リターンを達成するために不可欠です。当社は、ローンの満期までの間、コベナンツを継続的にモニタリングし、パフォーマンスに対する継続的なテストを行っています。また、ローン期間中に事前に合意した目標を測定する重要業績評価指標(KPI)も、積極的なリスク管理の一環として追跡調査する必要があります。

運用会社の選択

商業用不動産デットへの投資は、十分な運用規模と不動産市場に関する専門知識を必要とします。広範な市場で運用し、不動産やリストラクチャリングに関する専門知識を備えた運用会社は、市場に関する深い見識を駆使して、案件の発掘、リスクの審査、万が一デフォルトが発生した場合の債権回収を円滑に行うことが期待できます。

独自のファイナンス提案、強力な案件発掘能力、長期的な信頼関係にある運用会社は、投資対象の地域やセクターを問わず、魅力的なリスク調整後リターンを提供できる可能性が高いと考えています。M&Gは、シニアとメザニンの両クラスのローンを自社で組成し、満期まで保有することを重視しており、お客様に規模の大きなデット案件を提供することに力点を置いています。

注目が高まっている商業用不動産 デットにおけるESG要素

不動産のオーナーやローンの貸し手は、環境・社会・ガバナンス (ESG) 要素にますます注目するようになってきており、商業用不動産デット市場においても非常に速い速度で注目が高まっています。

貸し手がESG要素を確実に把握するためには投資プロセスにESG原則を組み込む必要であり、そのためにはESGの枠組みを構築することが有効です。ポートフォリオへのグリーンボンドやサステナビリティ・リンク・ローンの最低組み入れ比率、テナントの行動に対する厳格な除外規定、ローンが満期になるまでの間の物件のエネルギー指標やグリーンエネルギー認証の改善をモニタリングするための主要業績評価指標 (KPI) を設定するなど枠組みに採り入れることが考えられます。

テナントとオーナーがデータを共有する傾向は高まっており、また、業界関係者と貸し手が協力することで、データの共有がさらに高まると考えられます。M&Gは、貸し手の代わりにオーナーがどのようなデータを収集するかの統一基準を策定するうえで主導的な役割を果たしています。また、第三者による二酸化炭素の推定排出量計測技術の開発は、テナントと物件が排出する量を測定するのに寄与すると考えられます。

M&G：価値を高めるための他社とは 違った投資提案

M&Gは、商業用不動産融資にいち早く取り組んだ結果、現在では欧州最大級のノンバンクの貸し手になりました⁵。M&Gのプライベート&オルタナティブアセット部門の運用資産残高は767億英ポンドであり⁶、同部門に所属する不動産ファイナンスチームは、英国、欧州、米国において130件以上で計132億英ポンドを超える商業用不動産ローンにコミットしました⁷。M&Gは、100を超える世界的な機関投資家の資金を、商業用不動産デット戦略でシニアとメザニンのクラスに投資した実績があります。

M&Gは、投資家が求める魅力的なリターンを提供することを目的に、10年以上、多額の投資実績があります。不動産デットチームは、広範な知識をもつM&Gの不動産エクイティ及びリストラクチャリングの専門家と緊密に連携しながら、多くの案件を発掘し、急速に発展しているESGの分野を含め、投資家と借り手の両方の需要に応えることを目標に新たな投資案を提案し続けています。□

⁵ Real Estate Capital 『Europe's Top 50 Lenders 2022: The Alternative Lenders』2022年12月

⁶ M&G、2022年9月現在

⁷ M&G、2023年1月現在

www.mandg.com/institutional



機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係もありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)の認可、規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語)に差異がある場合は、原文を優先します。

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第2942号

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

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.(以下あわせて「海外関連会社」といいます。)の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。FEB 23 / 827701