

欧州不動産 デット市場の現状

BARINGS INSIGHTS

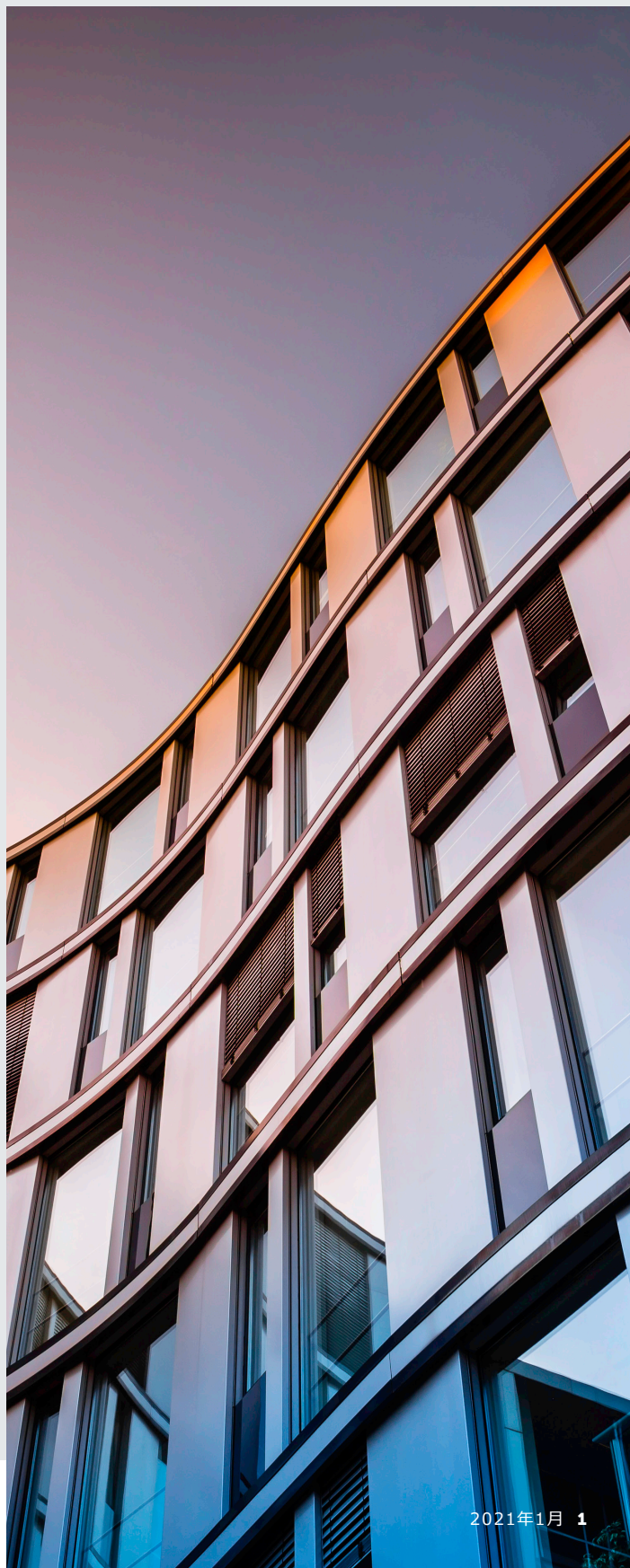
欧州不動産市場における不動産価格の安定性や、過去の不動産市況サイクルに比して低位のレバレッジ水準といった背景は、同資産クラスが他資産への相対的な優位性を有しコロナ禍を乗り切ることを示唆しています。



Paul Stewart
(ポール・ステュワート)
不動産リサーチ (欧州) 責任者



Joanne Warren
(ジョアン・ウォーレン)
不動産リサーチ
アソシエイト・ディレクター



ハイライト

- ・ 欧州不動産デットは、安定的なインカム収入及び十分に分散された実物資産を担保とするローンへのエクスポージャーを介し、魅力的なダウンサイドプロテクションを提供
- ・ 銀行に対する規制上の資本積み増し要求は、銀行が不動産融資への姿勢を硬化させると共に、ファンドのようなノンバンク・レンダーの存在感を中長期的に高める要因に
- ・ 資産間で比較した際に、不動産案件のデフォルトリスクはおよそ投資適格社債及びインフラストラクチャー・デットと同等、且つハイイールド社債よりも低い
- ・ 欧州不動産市場における価格面での下支え要因や、過去の不動産市況サイクルに比して低位のレバレッジは、同資産クラスが優位性を有しコロナ禍を乗り切ることを示唆

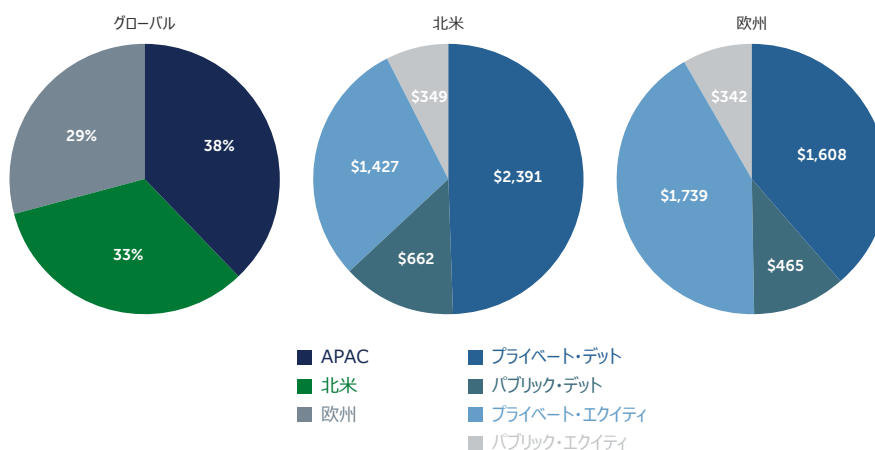
なぜ欧州不動産デットに投資するのか？

以下の3つの要素が、欧州不動産デットの投資優位性を示すと史料されます。

1. 著しい市場規模拡大の可能性を有する

- ・ 欧州の不動産市場はグローバル全体の商業用不動産市況のおよそ3分の1弱を占めており、欧州不動産を投資アロケーションから除外している投資家は、有益な投資機会を過度に限定している恐れ
- ・ 米国の不動産デット市場は成熟している一方、欧州の不動産デット市場は相対的に資金の貸し手が限定的であり、市場の発展途上段階にある
- ・ 欧州域内の多くの地域において、学生寮や集合住宅、物流施設といった新規の投資セクターが盛り上がりを見せているように、今後の著しい市場規模拡大の可能性を秘めている
- ・ 欧州不動産デット市場は1.6兆米ドルの規模を有する一方、足許の低位のレバレッジ水準は今後更なる成長余地を示唆

図1: グローバル商業用不動産の投資ユニバース (14.6兆米ドル)



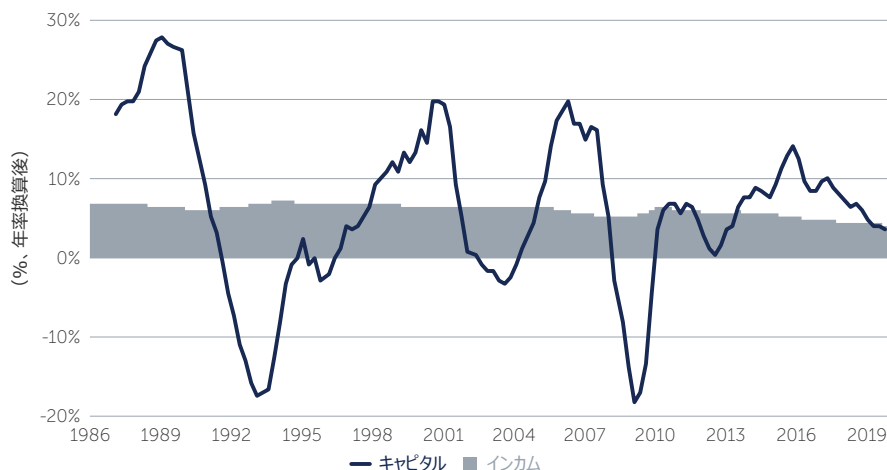
出所: Cushman & Wakefield, Money into Property 2018年1月現在 (単位: 10億米ドル)

“欧州不動産デット戦略は、安定的なインカム収入及び十分に分散された実物資産を担保とするローンへのエクスポージャーを介して、魅力的なダウンサイドプロテクションを提供”

2. 安定的且つ魅力的なリターン水準へのアクセス

- 不動産ローン案件は、事前に固定された時間軸における元利金の支払いを通じて安定的なキャッシュフローを提供
- 上記の通り、安定的なインカム収入が不動産案件への融資付けを可能にする一方、デット投資家にとっても市場変動へのリスクヘッジとなる (図2)

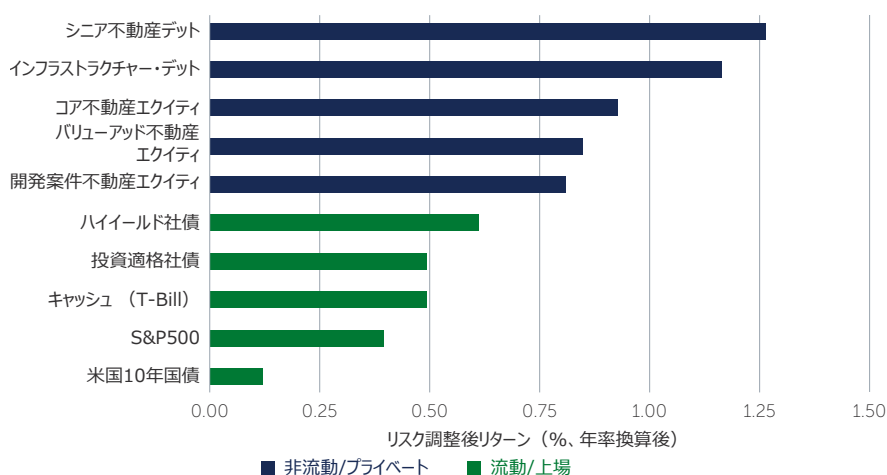
図2: 欧州商業用不動産エクイティ — 安定的なインカムリターン



出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings 2020年3月現在

- 一般的に、社債において担保設定がなされない一方、不動産ローン案件では担保設定がなされることにより、貸し手のダウンサイドの緩和に資する
- リスク調整後リターンベースで比較すると、シニア不動産デットのリターンは不動産エクイティやその他の流動性を有する資産を上回る

図3: 長期的なリスク調整後期待リターン



出所: Barings 2020年4月現在。リスク調整後リターンは以下の計算式により算出: $\text{リスク調整後リターン} = \frac{\text{トータル・リターン (年率換算後)}}{\text{リスク (ボラティリティ1単位当たり)}}$

- 不動産デット戦略の齎す「流動性プレミアム」は、セカンダリー市場がなくとも余りある魅力を投資家に齎すと思料

“不動産デット戦略の齎す「流動性プレミアム」は、セカンダリー市場がなくとも余りある魅力を投資家に齎すと思われます”

3. ポートフォリオ内の分散によるリスク軽減効果

- 欧州不動産デット戦略は、株式、債券及びその他の不動産資産と低位相関にあり、同戦略を組み込むことによりポートフォリオ分散の達成、及びリスク軽減が見込まれる
- 欧州不動産デット戦略において、各国ごとの案件が互いに低位相関であることから、同戦略ポートフォリオ構築に関しても十分な分散効果が齎される（図4）
- 不動産デット案件は実物資産を担保とすることから、担保が損失のクッションとなり、十分なダウンサイド・プロテクション効果が期待される（図5）
- 不動産デット戦略への投資は、不動産エクイティの投資家が苦心してきたようなオペレーション面での困難を避け、不動産市況への間接的なアクセスが可能
- 欧州不動産市場における、各国の市場環境やサイクルの成熟度などの違いから生じる統一感の欠如は、市場複雑性の増幅に加え、十分な資産分散に資する
- アップサイド面として、アノミーの発生によりある地域の案件価格に非効率性が生じた際、各国の市場環境の違いは追加リターン源泉と捉えることができる
- ダウンサイド面として、各ローカル市場の理解とネットワークを有するマネジャーにより各市場の機微を捉える必要性が求められる。具体的には、規制、法制度、貸し手側のコベナント条項、担保実行権、物件の値付け慣行などに対する各国での異なった対応が必要となる

図4: グローバル不動産のリターン（2005-2019年、%、年率換算後）

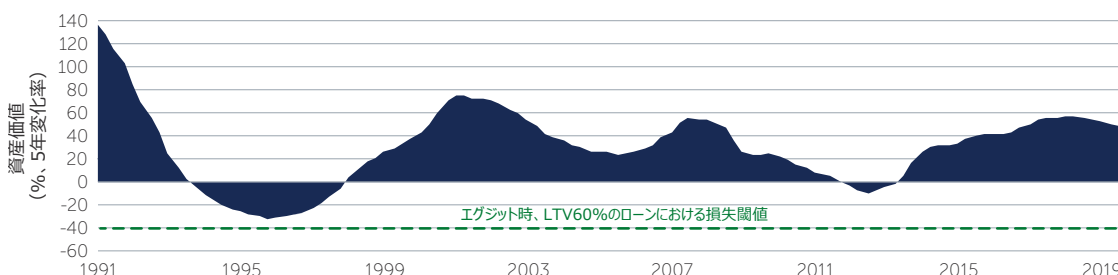
	Americas		Europe																APAC				Other Assets			
	U.S.	Can	Austria	Belg	Czech	Den	Finland	France	Germ	Hung	Italy	N'lands	Norway	Poland	Port	SA	Spain	Swd	Switz	U.K.	Auz	Japan	Korea	New Z	S&P 500	U.S. Treas. (10yr)
Total Return	7.7	9.8	6.1	5.5	7.7	7.3	6.7	8.4	5.7	7.0	4.9	7.1	8.9	8.0	6.5	15.2	7.0	9.4	6.2	6.4	10.2	5.7	8.5	10.5	8.9	4.2
Volatility (SD)	9.7	5.6	1.1	1.9	5.9	4.6	2.0	6.2	3.3	9.4	2.3	4.9	5.4	6.1	4.7	7.3	8.1	5.2	0.7	10.4	5.7	5.3	4.7	6.0	16.9	8.4

図5: 15年間の相関関係マトリックス

	Americas		Europe																APAC				Other Assets			
	U.S.	Can	Austria	Belg	Czech	Den	Finland	France	Germ	Hung	Italy	N'lands	Norway	Poland	Port	SA	Spain	Swd	Switz	U.K.	Auz	Japan	Korea	New Z	S&P 500	U.S. Treas. (10yr)
U.S.	1.00																									
Can	0.83	1.00																								
Austria	0.51	0.33	1.00																							
Belg	0.48	0.48	0.23	1.00																						
Czech	0.70	0.63	0.67	0.80	1.00																					
Den	0.50	0.65	0.28	0.67	0.74	1.00																				
Finland	0.49	0.59	0.48	0.84	0.76	0.67	1.00																			
France	0.77	0.82	0.46	0.82	0.86	0.84	0.85	1.00																		
Germ	0.04	-0.38	0.57	0.00	0.25	-0.33	-0.04	-0.17	1.00																	
Hung	0.60	0.46	0.71	0.60	0.91	0.69	0.59	0.67	0.36	1.00																
Italy	0.53	0.59	0.37	0.81	0.80	0.84	0.86	0.85	-0.08	0.77	1.00															
N'lands	0.37	0.23	0.60	0.67	0.86	0.64	0.65	0.61	0.44	0.90	0.77	1.00														
Norway	0.65	0.63	0.36	0.83	0.81	0.78	0.74	0.91	-0.06	0.63	0.81	0.63	1.00													
Poland	0.70	0.86	0.29	0.67	0.74	0.85	0.72	0.85	-0.34	0.66	0.83	0.51	0.66	1.00												
Port	0.43	0.23	0.35	0.81	0.79	0.67	0.66	0.68	0.28	0.72	0.75	0.87	0.76	0.50	1.00											
SA	0.52	0.78	-0.04	0.65	0.52	0.80	0.63	0.78	-0.61	0.36	0.70	0.27	0.69	0.83	0.44	1.00										
Spain	0.68	0.45	0.45	0.77	0.87	0.72	0.63	0.78	0.26	0.80	0.76	0.83	0.81	0.65	0.93	0.47	1.00									
Swd	0.76	0.58	0.60	0.68	0.85	0.64	0.65	0.85	0.23	0.72	0.70	0.70	0.90	0.56	0.75	0.43	0.87	1.00								
Switz	0.23	0.32	0.26	-0.02	0.10	-0.26	0.19	0.09	0.15	-0.04	-0.03	-0.10	-0.01	0.09	-0.25	-0.11	-0.14	0.13	1.00							
U.K.	0.60	0.42	0.22	0.25	0.36	0.43	0.07	0.49	-0.07	0.30	0.23	0.13	0.58	0.26	0.26	0.28	0.47	0.61	-0.30	1.00						
Auz	0.87	0.76	0.49	0.78	0.89	0.68	0.70	0.92	0.06	0.71	0.71	0.63	0.89	0.73	0.73	0.65	0.86	0.91	0.15	0.54	1.00					
Japan	0.76	0.64	0.52	0.76	0.91	0.73	0.65	0.83	0.13	0.79	0.70	0.69	0.80	0.73	0.79	0.63	0.89	0.81	-0.04	0.44	0.92	1.00				
Korea	0.32	0.49	0.11	0.80	0.55	0.42	0.78	0.66	-0.17	0.30	0.63	0.35	0.68	0.50	0.46	0.64	0.38	0.47	0.28	-0.02	0.60	0.53	1.00			
New Z	0.77	0.78	0.41	0.75	0.87	0.83	0.66	0.91	-0.14	0.71	0.72	0.59	0.85	0.81	0.70	0.79	0.81	0.79	-0.06	0.52	0.93	0.95	0.57	1.00		
S&P 500	0.12	0.02	0.36	-0.01	0.08	0.01	0.05	0.15	0.18	-0.04	-0.06	-0.05	0.31	-0.23	-0.01	-0.08	0.03	0.30	-0.14	0.54	0.13	0.09	0.05	0.09	1.00	

出所（図4、図5）：MSCI、S&P 2020年7月現在

図6: 融資担保 — LTV (ローン・トゥ・バリュー) が60%の水準では無損失 (5年エグジット)



出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings Research 2020年3月現在

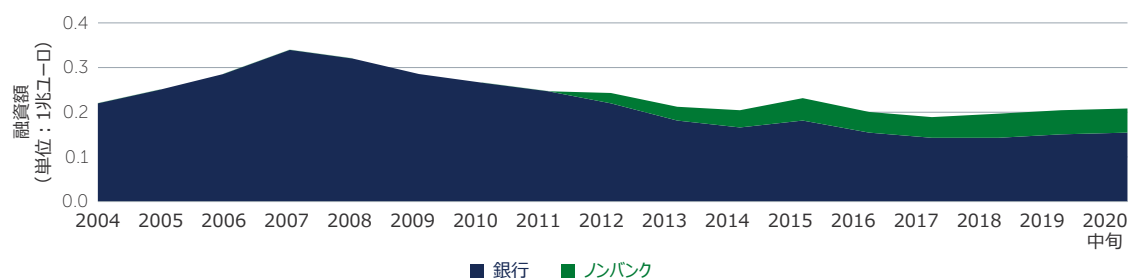
不動産デット戦略への投資に適切な時期は今なのか?

差し迫ったデット・ファンディング・ギャップ

引き続き、銀行融資が欧州不動産デット市場の貸し手の太宗を占めています。2007年から2008年にかけて生じた金融危機後の規制強化の余波を受け、銀行に対する資本積み増し要求やスロッシング（金融機関が特定の貸し出しエクスポージャーを4つのリスクカテゴリー：strong、good、satisfactory、weakへの紐づけを行う）と呼ばれる監督基準の導入が、銀行の不動産案件融資を縮小させる要因となっています。伝統的な銀行不動産融資の縮小は、ノンバンクの貸し手に貸出機会の扉を開きました。英国ではノンバンクの貸し手の市場シェアが安定的に伸長し、簿価ベースの融資額において、目下およそ25%¹を占めるに至ります。一方、欧州大陸におけるノンバンクの貸し手が持つ市場シェアは、英国の比率を大きく下回り、およそ9%²に過ぎません。更に、銀行は規制に対応すべく貸出案件全体の質の向上を志向し、既存案件への集中を強めています。

銀行の商業用不動産融資に対する一層のキャピタルチャージの導入は、ここ数年の間に同ビジネスにノンバンクの貸し手が進出する呼び水となっています。今日、貸出案件のリスクの高さに比例してキャピタルチャージが高まることから、銀行がより高いリスクの貸出案件を避ける傾向にあります。この事象が意味することは、過去に比して開発案件のようなリスクが高いと見做される貸出案件が、銀行にとって魅力的ではなくなっていると思料されます。

図7: 英国のプライベート商業用不動産デットの推移



出所: Business School (formerly Cass) Commercial Real Estate (CRE) Lending Report 2020年10月現在

コロナ禍により、銀行におけるコアのシニア案件の貸出は、一般的な企業貸出との比較競争に晒される中、2020年だけでなく2021年にさえ、より一層取り組み難く且つ高い貸出利率が必要となりつつある様に見受けられます。商業用不動産取引量は短期的には急激な縮小を余儀なくされる一方、2020年から2021年にかけては英国だけで、430億英ポンド³ものローンが満期を迎えるため、多額の借り換え需要が想定されます。新規の借り換え案件においては、資産の再鑑定が求められ、貸出期間が現在の市場水準に変更される必要が生じます。これらの想定を銀行の要求資本コストの観点に当てはめると、借り手がより良い融資条件を求めて既存の銀行融資からノンバンクの借り手に乗り換えることが想定されます。

1. 出所: Business School (formerly Cass) Mid-Year U.K. CRE Lending Report 2020年10月現在
 2. 出所: Cushman & Wakefield Money into Property 2017
 3. 出所: Business School (formerly Cass) U.K. CRE Lending Report 2020年5月現在

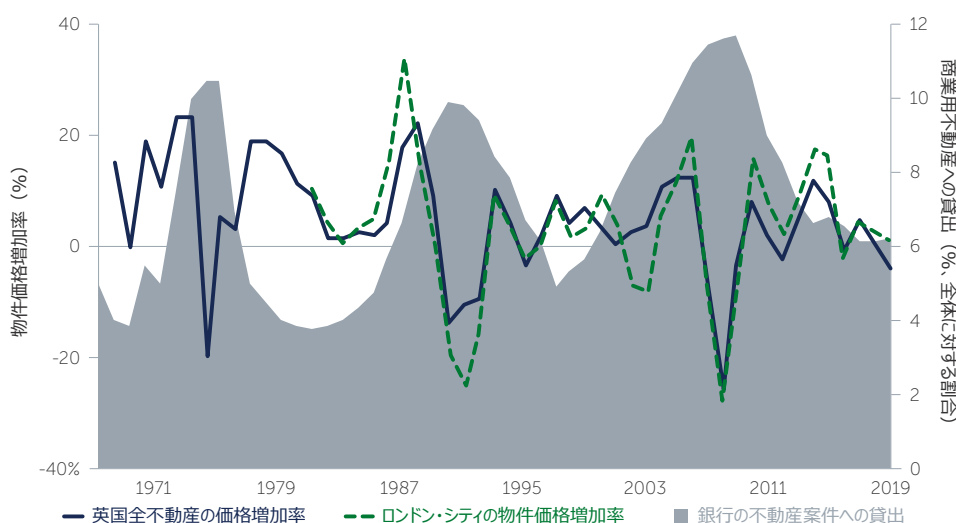
ハイールド案件やバリュー・アッド案件の借り手にとって、100%キャッシュフローを得ることができない案件における融資を銀行から引くことは特に困難と史料されます。弊社では、特に「アクティブマネジメントによる物件のコア化」戦略を行う不動産エクイティ投資家への貸出機会の増加を予想しています。他方で、このような貸出案件はファンダメンタルズの構造上、足許の危機への耐性を有する立地条件を持つ物件に限って融資実行が可能と史料されます。長期的には、新たなアウトプットフロア導入⁴（内部モデルによるリスクアセット計測に対する、標準的手法ベースの下限：2023年の50%に始まり、2028年の72.5%まで段階的に引き上げ）を含むバーゼル4の施行に伴う銀行への一層の資本積み増し要求が銀行貸出の柔軟性及び競争力の低下を招き、ノンバンクの貸し手が市場シェアを拡大させる可能性があると思料されます。上述のような欧州不動産市場における貸し手の多様化進展は既に始まっており、弊社の見通しでは引き続き、中長期的に投資機会の創出に資するものと思料されます。

価格面における追い風

優良物件の利回りが記録的な水準に落ち込む一方、商業用不動産におけるリスクプレミアムは相対的にも魅力的な水準を提供する可能性を秘めています。欧州中央銀行やイングランド中央銀行が非常に緩和的な金融政策を採用し、過去に例を見ない超低金利が不動産市況を底上げしていることから、リスクフリーレート対比のスプレッドを拡大させていることが背景となっています。コロナ禍の甚大な実体経済への影響及びインフレ圧力が引き続き抑制されている現状を鑑みると、予見可能な短中期的な期間における低金利環境の継続が想定されます。

超低金利環境は、引き続きコア不動産価格の下支え要因であると想定されます。物件のロケーションやセクターに関しても、人口動態やテクノロジー面といった同資産の構造的な魅力を引き続き備え、長期的な価格上昇ストーリーを有することはポジティブな材料です。また、今後の成長予想におけるサブセクター毎の差異が際立ってきたことも、テクノロジー面等の観点が一因です。セカンダリー市場における小売りやビジネスホテルといったセクターの案件は、コロナ禍を受け苦境に立たされている一方、優良オフィス案件や物流、住宅といったセクターは恐らく中期的に恩恵に浴するものと思料されます。更に、低いレバレッジ水準による足許の不動産市場サイクルの立ち位置を鑑みると、想定外のインフレ率や金利の急上昇、通貨の急変動イベントに対し、これらの前途有望なセクターの価格弾力性は比較的緩やかなものと思料されます。過去50年間の英国商業用不動産におけるレバレッジの高まりが価格下落を助長した3度の大きな価格修正局面とは、決定的に異なると史料されます。

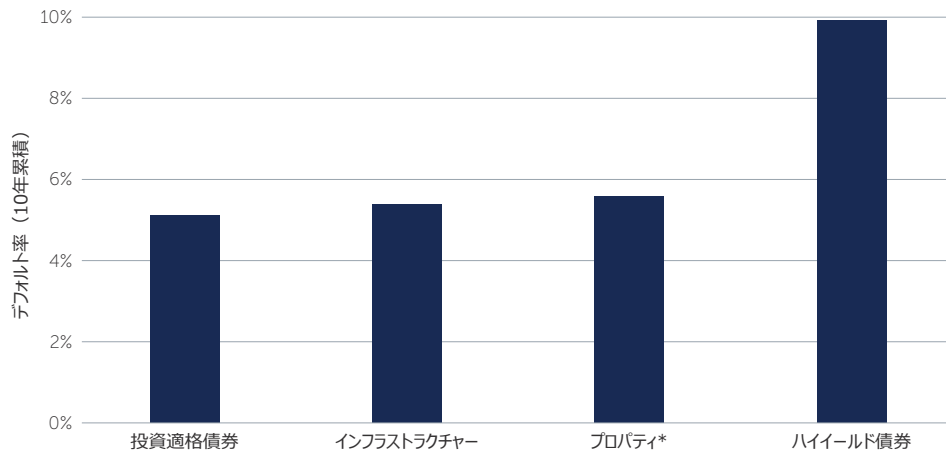
図8: 英国不動産貸付と資本成長



出所: Bank of England, MSCI 2020年11月現在

4. 出所: Business School (formerly Cass) CRE Lending Report 2020年5月現在

図9: 資産クラス別デフォルト率 (1983-2019)



出所: Moody's, Business School (formerly Cass) CRE Lending Report 2020年5月現在

*プロパティ: プロジェクトファイナンス・ローンは、優先担保付不動産ファイナンス・ローンに相当する優先担保付ローン・ファシリティと定義

反対に、低金利環境下における懸念事項として物件価格の頭打ちのリスクが高まっています。シニア及びコア案件に対する貸出戦略は、盤石な信用力を有するテナント且つ安定的な賃料収入が予期できる、完全に運営が安定した案件の選択に特化しています。不動産案件の価格は、社債スプレッド及び一時的なキャッシュフローの中断を吸収するようにストラクチャリング（キャッシュトラップやレントリザーブといった構造上の特性を避けた）されたローン対比の相対価値ベースで値付けされていくものと思料されます。投資適格格付相当の資産間の比較において、不動産デット戦略は低リスク低リターン水準の特性を有する一方、当戦略はリスク調整後リターンベースで魅力的であると見ています。

また、より高いリターン水準を追求する、リスク許容度の高い投資家にとって、バリューストック及びハイイールド案件のスペースに投資機会が顕在化してくるものと予期しています。これらの案件において、注視すべきはローン期間に亘って信用力の向上及び案件価値の創造の両面が期待できる投資機会を見定めることです。実際の貸出の成否は、借り手が投下済みのCAPEX（Capital Expenditure、資本的支出）に沿った形で有効なビジネスプランを実行する能力を示せるかどうかにか左右されます。

低位デフォルトリスク

2019年末時点で、デフォルトした融資自体の絶対金額水準は上昇している⁵一方、英国商業用不動産における貸出の加重デフォルト率は、3.2%という低水準に留まってい

ます。同資産クラスのデフォルト率の安定性は、2000年から2020年前半までの1,000件の英国商業用不動産融資（合計1,810億ユーロ相当）に関するバンクオブアメリカ⁶の分析においても反映されています。総計16%（金額ベース）という当期間のデフォルト率は高いように見受けられますが、これらのデフォルト案件の多くが2005年から2007年のヴァインテージ案件に偏在しているという事実により説明が可能です。2007年以前、平均LTVは足許の水準と比して非常に高水準にあり、ローン規模を拡大するための過度なレバレッジが散見されました。多くのローンが物件価格に対して高位相関のリスクを有し、金融危機の余波を直に受けました。金融危機以降は、新規で490億ユーロが設定されましたが、僅か3件（1%）しかデフォルトを経験しておらず、何れも小売セクターの案件であり、オンラインショッピング等の流れを受けた卸売業界の構造的な変革の最中に生じました。

Moody's⁷における、資産クラスごとの10年累積デフォルト率に関する分析において、ハイイールド社債が長期的にみて最も高いデフォルトリスクを内包している一方、不動産デットや投資適格債券、インフラストラクチャー・デットはおおよそ同水準のデフォルト率を示しています。ローン・デフォルト・イベント発生時、インフラストラクチャー・デットの約70%及びディストレスト資産の約50%に対して、プロジェクトファイナンス・ローン（担保付不動産ローンに類似）は約78%と歴史的に最も高い回収率を誇っています。

コロナ禍の経済的影響が拡がり始めると、短期的に商業用不動産のデフォルト率及び回収不能案件数の上昇が確実に示現してくるものと思料されますが、厳格な資本規制コントロールの存在や不動産市況サイクルにおいて非常に低位のレバレッジ環境にあることを勘案すると、急激なデフォルト率の上昇や、副次的に発生する資産の叩き売りは避けられるものと思料されます。

結論

コロナ禍が、主要な不動産セクターの一部に対し景気循環上の悪影響を及ぼした一方、程度の差こそあれ、欧州不動産市場全体として危機を乗り切る相対的な優位性を有した資産クラスであると思料されます。当資産クラスの価格面でのファンダメンタルズは、金利カーブの一段のブルフラット化といったサポート材料を有しています。また、レバレッジ水準は引き続き過去の不動産サイクルに比して低位に留まっており、短期的にもコロナ禍後の世界においてもデフォルト率の急上昇を抑制するものと期待されます。

しかしながら、いくつかの不透明要因は引き続き混在しており、市場の変動性についても継続的に注視しています。ダウンサイド・プロテクションを求める不動産投資家にとって、欧州不動産デット戦略は、安定的なインカム・リターンに加え、分散が効いた実物資産を担保とするローンであり、ニーズを満たす特性を有していると思料されます。

5. 出所: Business School (formerly Cass) CRE Lending Report 2020年5月現在

6. 出所: BofA Global Research—Which European CRE loans suffered losses and why? 2020年3月現在

7. 出所: Business School (formerly Cass) CRE Lending Report 2020年5月現在

Barings is a \$354 billion global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve*

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2020 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ヘアリングスLLCが作成した資料をヘアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者: 関東財務局長(金商) 第396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。Complied (東京):2021年1月12日 M20211Q07

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

**As of September 30, 2020*

20-1404813