

BARINGS

REAL ESTATE

欧州不動産デット： 足元の投資妙味

INSIGHTS

数十年ぶりの高いインフレおよび金利上昇を背景に、不動産デットは、魅力的なリターンやデューレーション・リスクの軽減、分散といった側面から、投資を検討するに値する資産クラスです。



Paul Stewart
(ポール・スチュワート)

欧州不動産リサーチ&戦略責任者



Joanne Warren
(ジョアン・ワレン)

不動産リサーチ
ディレクター



Sam Mellor
(サム・メラー)

欧州・アジアパシフィック
不動産デット責任者

ハイライト

- 不動産デットは、不動産エクイティ投資の代替ではないものの、高い補完性を有している
- 魅力的なリターン獲得の可能性など、不動産デットに対するアロケーションを積み増す理由が多数存在する
- 不動産ローンは変動金利であるため、債券投資家にとって長年の課題であるデュレーション・リスクを軽減する
- 不動産デットおよびエクイティは、主要な上場資産クラスをリスク調整後ベースで歴史的にアウトパフォームしてきている
- 特に欧州不動産デットは、投資家に強力な分散効果をもたらす
- 規制の強化やパンデミックが誘発した借り換えニーズの高まりが、ノンバンクの貸し手にとって大きな投資機会を生み出している

不動産デットとエクイティ：相補的な関係

長期的にリスク調整後リターンの最大化を追求する戦略的な不動産投資家は、不動産サイクルを通じて不動産デットおよびエクイティ双方にアロケーションすることにより恩恵を受けることが可能です。特に、不動産サイクルの局面に応じて、投資家の選好に合わせて不動産デットとエクイティのアロケーションを微調整することは検討に値します。例えば、不動産デットのエクスポージャーは、不動産サイクルの山の局面に積み上げることで、ピーク時のエクイティ・リターンは諦めることになる一方、今後避けられない将来のダウンサイドを抑制することが可能となります。一方、リターンに対する期待が高まっている不動産サイクルの谷からの回復期には、不動産エクイティのエクスポージャーを積み増すことが可能となります。

不動産デットに対する最適なアロケーションは、目標リターンやリスク許容度など、個々の投資家の投資目標によって異なります。分散投資の基本原則によれば、「平均的」な投資家にとって、不動産デットに対するアロケーションは最低でも15~20%程度であることが示唆されます。最もリスク許容度の高い長期的な投資家にとっては50%を超える可能性もあります。不動産デットは、不動産エクイティ投資の代替ではなく、むしろ高い補完性を有しています。

“不動産デットは、不動産エクイティ投資の代替ではないものの、高い補完性を有しています。”

インフレ環境

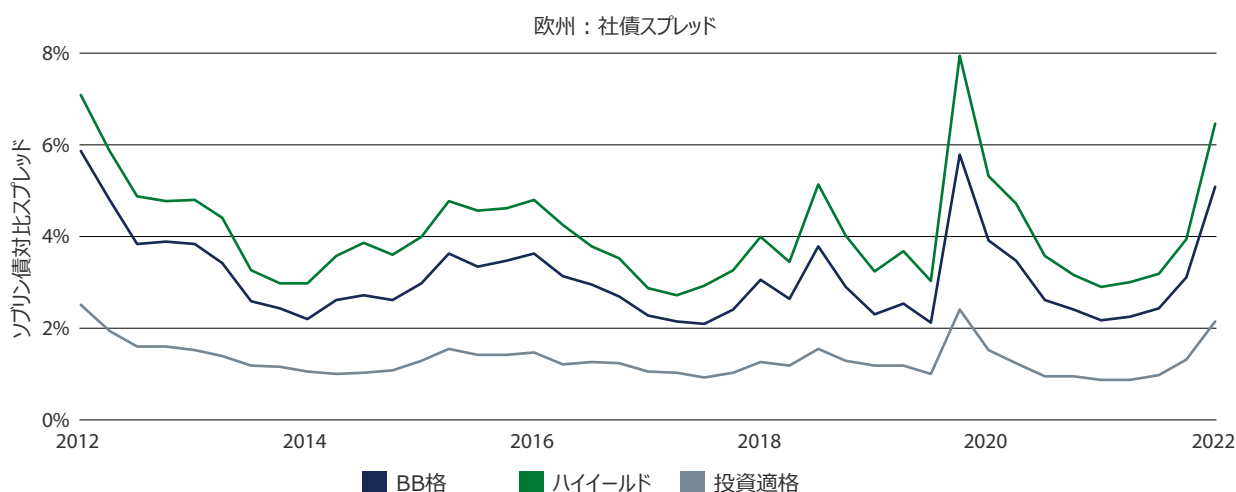
高いインフレ率は今後数ヶ月継続すると思われます。このような環境下、世界の資本市場において金利環境を先導してきた米連邦準備制度理事会（FRB）は、経済成長への影響にほとんど配慮することなく、インフレをコントロール可能な状態に戻すために、現在積極的な引き締め局面にあると見えています。したがって、世界的な景気後退リスクは高まっており、ロシアへのエネルギー依存度が高い欧州は特にリスクが大きいと見えています。欧州中央銀行（ECB）による金融引き締めは、FRBに遅れを取る形で、2022年7月の理事会で8年間続いたマイナス金利に終止符を打ち、10年以上ぶりに政策金利を50bps引き上げて0%としました。

まだかなり低い水準ではあるものの、負債コストの上昇と景況感の悪化が相まって、欧州の不動産利回りは上昇に転じつつあります。外的なマクロ経済リスクは依然として高い状況が続いていますが、不動産市場に内在するリスクは引き続き比較的低位水準にあります。欧州不動産市場の減速を緩和する可能性のある要因として、低い空室率や低調な新規開発、近代的な物件（特にESG認証を有する不動産）の慢性的な不足など、供給サイドが穏やかであることが挙げられます。また、不動産市場全体のレバレッジは、過去の不動産サイクルと比較して大幅に低下しています。その他、現在の不動産サイクルにおけるローン・トゥー・バリュー（LTV）の水準も、以前の不動産サイクルに比べてかなり低下していることを踏まえると、マクロ経済の減速や不動産借入れコストの上昇に対する不動産価値の感応度は、市場の回復力をはるかに上回ることを示唆していると考えています。

変動金利による下支え

中央銀行による政策実行と現在のマクロ経済の逆風により、リスクフリーレート（国債）に対する社債のクレジット・スプレッドは大幅かつ持続的に拡大しました。

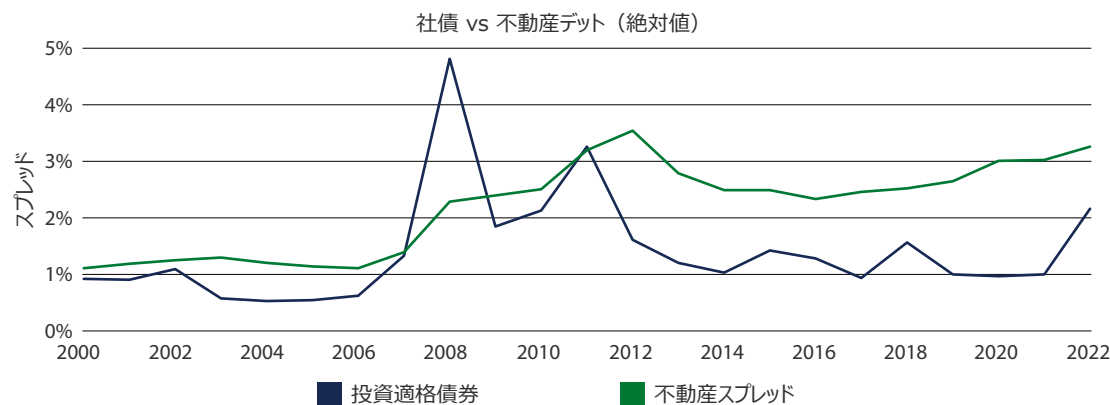
図1: 企業向け融資をめぐるリスク認知度の高まり



出所: Bloomberg 2022年第2四半期現在

社債スプレッドと不動産デットのスプレッドは、正の相関関係であるものの、過去20年間の相関は+0.4とかなり低い水準となっています。

図2: 社債と不動産のスプレッドには直接的な関係は見られない

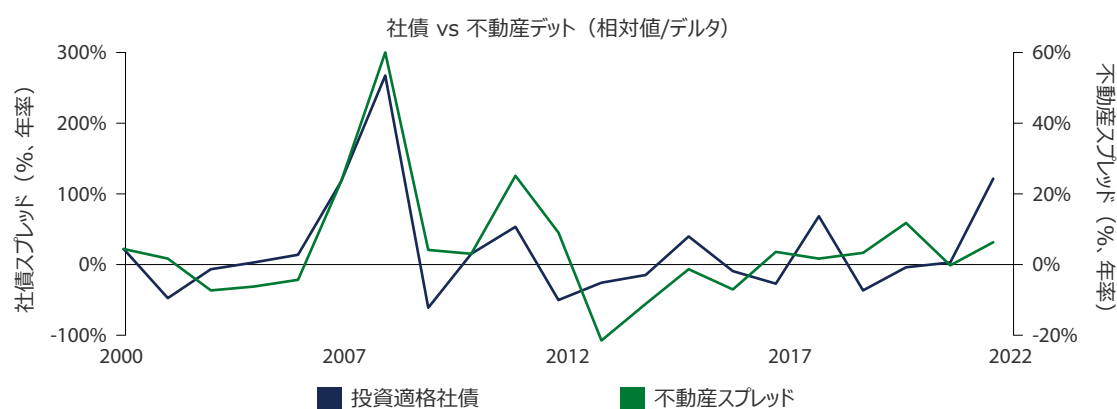


出所: Bloomberg, Bayes Business School 2022年8月現在

しかし、社債スプレッドと不動産スプレッドの変化率の相関は過去20年間で+0.7であり、より強い相関関係が存在します。そして、欧州委員会の景況感指数を単純回帰分析で分解すると、相関関係が+0.95とほぼ1に近い状態となります。これは、社債スプレッドが上昇し、景況感が悪化する中、不動産デットと社債の相対価値が低下していることを示唆しています。このような動きから、不動産デットのスプレッドが拡大する必要性を説明することが可能となります (図表3)。

スプレッドの上昇は不動産エクイティの価値やリターンにとってはマイナスですが、不動産デット投資家にとっては好材料です。さらに、欧州の不動産デットは通常、5年変動金利または変動金利で組成されており、債券投資家の長年の課題であるデュレーション・リスクの軽減に役立っています。

図3: 社債スプレッドの変動は、不動産デットのスプレッドに反映されやすい



出所: Bloomberg, Bayes Business School 2022年8月現在

このような潜在的恩恵に加え、循環性はないものの、長期的には欧州の不動産デットに大きくアロケーションを行うべき理由が数多く存在しています。

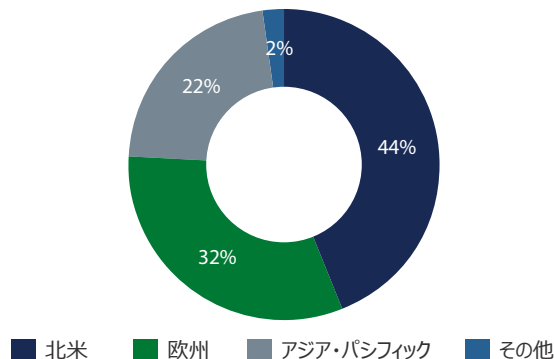
拡大する投資機会

グローバル不動産デットの市場規模は約6兆米ドルと推計され、その内訳は、北米が2.6兆米ドル、欧州が1.9兆米ドル、アジア太平洋地域が1.3兆米ドルとなっています（図4）。なかでも、米国の不動産デット市場は、最も奥深くかつ成熟した市場です。一方、欧州では貸し手が少ないことから銀行への依存度が90%以上と高く、大きな投資機会があります。

例えば、バーゼル銀行規制の枠組みのもとで強化される自己資本規制は、不動産を含む信用リスクの高いエクスポージャーに対する銀行の融資意欲を制限するよう設計されています。ローン・トゥー・バリュー（LTV）の低いシニアローンはそれほど影響を受けませんが、LTVが中位から高位のホールローンやメザニンローン、投機的開発のようなバリューアッドやオポチュニスティックといった不動産投資活動は、現在、銀行にとって魅力的ではなくなっています。これは、このような種類のローンに対して、より多額の資本準備金を積み増す必要があるという規制があるためです。また、規制の強化やパンデミックが誘発した借り換えニーズの高まりが、銀行以外の貸し手にとっての投資機会は拡大し、魅力のあるリターンを獲得する一方で、今後数年間は不動産デットの資金需要を埋めることが重要であると考えられます。

図4: 欧州商業用不動産デット市場が追隨する可能性

グローバル商業用不動産デット市場（市場規模：6兆米ドル）

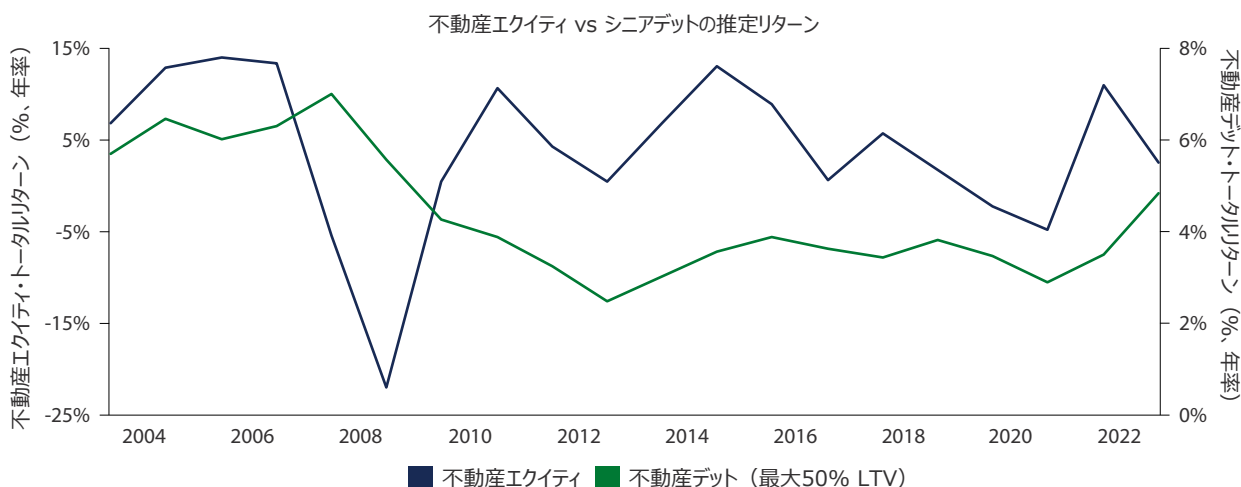


出所: PGIM, Barings 2022年7月現在

非流動性プレミアムの活用

低リスクの不動産シニア・デット投資は、安定した不動産キャッシュフローに支えられ、あらかじめ決められた利息と元本の支払いスケジュールのもと、定収入の獲得が可能です。こうした安定したシニア・デットのインカム・リターンは、市場ボラティリティに対するヘッジにもなり、不動産サイクルを通じて特に魅力があります。また、人口動態やテクノロジーのトレンド、ESGなどの構造的な追い風に支えられている不動産セクターや市場の資産を慎重に選択することも重要です。このような資産の将来のキャッシュフローは、長期的なインカム成長の可能性を秘めていると考えています。これは、コアの投資家であれ、メザニンあるいは開発に対するファイナンスを提供し、短期的なバリューアッド型のビジネスプランを有する投資家であれ、借り手（不動産エクイティ投資家）にとってより高位の出口流動性の創出につながります。

図5: 欧州不動産デットは不動産エクイティに対し高い補完性を有する



出所: Bayes Business School, Oxford Economics, MSCI, Bank of America, バアリングスの推定 2022年8月現在

不動産ローンはまた、強固な担保で保証されているため、これらの資産は延滞やデフォルトの際にもダウンサイド・プロテクションを提供します。また、リスク調整後ベースでは、不動産デットおよびエクイティは、上場している主要資産クラスを歴史的にアウトパフォームしてきました。これは事実上、商業用不動産 (CRE) ローンに内在する非流動性プレミアムであり、確立された流通市場が存在しないことにより投資家に齎されています。同時にデット資金が不足し、銀行の投資意欲が低下していることから、不動産デットのスプレッドも上昇し、同資産クラスに対する期待リターンが高まります。現在の金利上昇の状況は、こうした変動金利ローンを後押しし、魅力的なリターンをもたらす可能性をさらに高めています。

図6: 長期的には不動産デットと不動産エクイティはアウトパフォーム

20年 (%、年率)	英国不動産シニアデット	英国不動産エクイティ	欧州株式	ドイツ国債	欧州投資適格社債
トータルリターン (TR)	4.3	7.2	7.5	4.1	2.9
リスク (標準偏差、2003-2022)	1.3	9.7	17.7	6.6	6.1
リスク調整後比率	3.2	0.7	0.4	0.6	0.5

出所: Bayes Business School, Oxford Economics, MSCI, Bank of America, バアリングスの推定 2022年8月現在

外的なマクロ経済リスクは高まっていますが、不動産市場に内在するリスクにはほとんど変化は見られません。このため、同じリスクであればより高いリターンを得られる可能性があり、不動産デットに対するアロケーションの魅力が高まると考えています。資金調達機会は、非シニア不動産デット戦略において最も大きくなると思われ、ホールローンやメザニン、新規建設に対するファイナンスにおいて、スプレッドが大幅に拡大する可能性があり、その結果、魅力的なリターンの獲得が期待できると考えます。

分散の可能性

この資産クラスのもう一つの利点は、複合資産またはマルチ・ストラテジー投資ポートフォリオにおいて、欧州不動産デットのリターンは強固な分散投資の可能性を提供するということです。欧州の個々の不動産市場が一律でないことから更なる分散投資機会が生まれ、また、価格のアノミーを利用できる可能性があります。この分散の源泉は、欧州各国の経済の分断、特に不動産市場の慣行や規制、法的枠組みが異なることを反映したものです。不動産デットに対するアロケーションは、不動産エクイティ投資家が直面する運用上の課題や余分なコストの回避が可能となりますが、その一方で、多様性によって複雑さが増しています。現地の不動産市場に精通した投資家やアセット・マネジャーは、課題を克服し、価格アノミーを特定するのに有利な立場にあります。

図7: 各資産クラスとの相関

相関	英国不動産 シニアデット	英国不動産 エクイティ	欧州株式	ドイツ国債	欧州投資適格社債
英国不動産シニアデット	1.00	0.03	-0.08	-0.04	-0.20
英国不動産エクイティ	0.03	1.00	0.64	-0.18	0.15
欧州株式	-0.08	0.64	1.00	-0.32	0.56
ドイツ国債	-0.04	-0.18	-0.32	1.00	0.41
欧州投資適格社債	-0.20	0.15	0.56	0.41	1.00

出所: Bayes Business School, Oxford Economics, MSCI, Bank of America, ペアリングスの推定 2022年8月現在

結論

2022年には、数十年にわたる穏やかなインフレと金利低下への期待に終止符が打たれることになりそうです。その結果、投資家およびアセット・マネジャーは投資戦略を調整し、魅力的なリターンを達成するための代替投資を見出す必要があります。

このような背景から、以下の理由により、不動産デットは検討に値する資産クラスであると言えます。

- 不動産デットの期待リターンが上昇しているのと同時に、目先の不動産エクイティの期待リターンは低下しています。
- 欧州の不動産ローンは変動金利であることからデュレーション・リスクの軽減につながり、足元の金利上昇環境下では有益であると考えます。
- 規制の強化やパンデミックが誘発した不動産融資の借り換えが滞っている状況は、ノンバンクの貸し手にとって、欧州不動産デットのギャップを埋めるかなり魅力的な価格の投資機会を生み出しています。

“欧州の不動産ローンは変動金利であるため、デュレーション・リスクの軽減につながり、現在の金利上昇環境下では有益であると考えます。”

Barings is a \$349+ 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 its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

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, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

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 © 2022 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が変更されたり修正されたりすることがあります。2426456

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

*As of June 30, 2022

22-2402173