

2024 OUTLOOK

COMING INTO FOCUS

REAL ESTATE

CONVERSATIONS

不透明な状況の中、今日の最大の課題に焦点を当てるとともに、米国、欧州およびオーストラリアで生じている投資機会について、ベアリングスの不動産デットおよび不動産エクイティの投資プロフェッショナルが解説します。



JOHN OCKERBLOOM
(ジョン・オッカーブルーム)
米国不動産責任者



NICK PINK
(ニック・ピンク)
欧州不動産&ポートフォリオ・
マネジメント責任者



ALASTAIR WRIGHT
(アラステア・ライト)
APAC不動産責任者



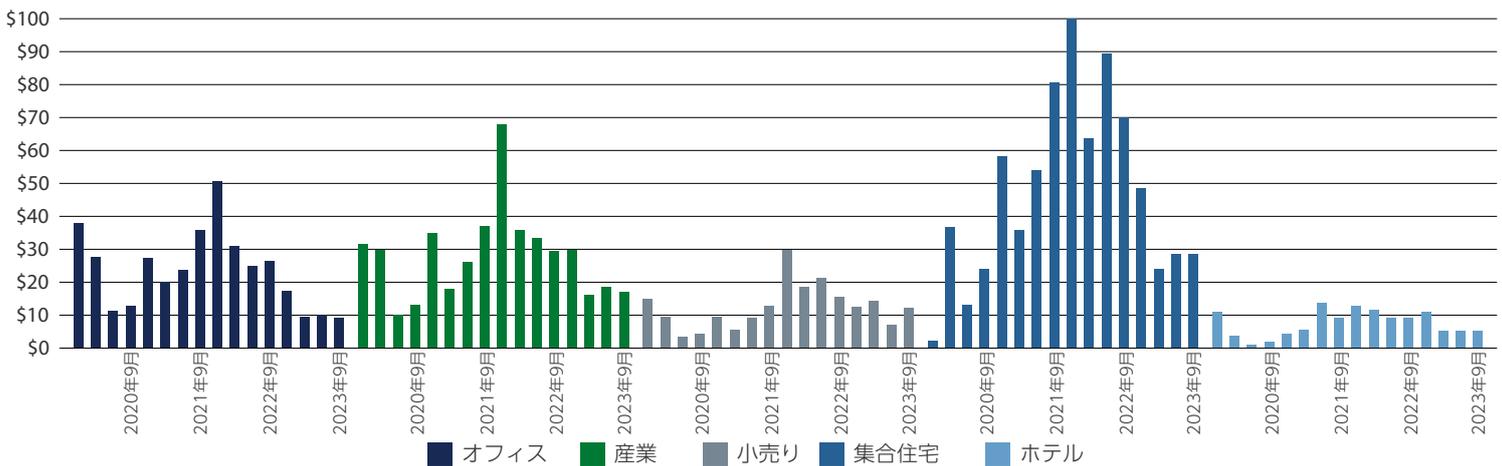
MAUREEN JOYCE
(モーリーン・ジョイス)
米国不動産アセット・マネジメ
ント&エクイティ・ポートフォリ
オ・マネジメント責任者

モーリン・ジョイス (モデレーター) : 金利の上昇が不動産にどのような影響を与えてきたのか、また「より長期的により高い金利水準 (HIGHER-FOR-LONGER) 」の可能性について、説明してください。

ジョン・オッカーブルーム : 金利の大幅な上昇を背景に、2023年の米国不動産市場全体の取引額は大幅に減少しました。リスクフリー・レートの倍増というシステムに対する打撃により、買い手と売り手の間に価格ギャップが生じ、その結果、取引パイプラインは近年の平均を60%ほど下回った水準となっています (図1)。さらに、米国のプライベートおよびパブリック不動産市場において、バリュエーションの調整が続いていると見ています。

今後も金利は長期的に高水準に留まり続ける可能性があるものの、これは不動産にとって必ずしも悪いことばかりではありません。例えば、足元では物価は上昇し続けているものの、資材や労働力コストはある程度落ち着き始めているため、不動産の開発および再開発活動は恩恵を受けてきました。また、金利の変動により米国国債が4%前後で推移していますが、これは安定性を示唆しており、長期的な平均と一致していると確信しています。

図1: ポートフォリオ・タイプ別米国の四半期取引額の推移 (B)



出所: Barings Real Estate Research, Bloomberg, FTSE/NAREIT, NCREIF, MSCI Real Capital Analytics 2023年9月30日現在。1,000万米ドル以上の取引を含む

ニック・ピンク : 金利の大幅な上昇により、市場は確実に衝撃を受けましたが、多くの欧州諸国ではインフレ率が目標値に向かって低下してきました。今後1年間、金利が2021年の水準に戻る見込みはほとんどありませんが、金利不安はここ数ヶ月で緩和してきました。このような背景から、2023年に低迷した欧州不動産の取引額は、2024年には回復すると思料されます。

モーリン・ジョイス : 各不動産市場におけるバリュエーションの状況と、今後の明瞭化期待について、説明してください。

ニック・ピンク : 市場の価格と収益率という観点からは、不動産サイクルの変曲点、つまり欧州のバリュエーションは底値に近付いていると考えられます。欧州不動産のバリュエーションは、ロシア・ウクライナ戦争から物理的に距離が近い影響から比較的早期に調整され、バリュエーションは約15%下落しました (図2)。中央銀行が当面の利上げ見送りの可能性を示唆したことが後押しとなり、パブリック市場のプライシングは上昇傾向となりました。したがって、バリュエーションのさらなる下落が予想されるものの、最悪期は過ぎ去ったと見ています。

図2: 欧州商業用不動産サイクル (資本価値)



出所: Cushman & Wakefield 2023年10月31日現在

アラスデア・ライト: オーストラリアでは、センチメントよりもむしろ他の資産のバリュエーションに関する取引データに主に左右されるため、調整は遅行かつ長期間かかる傾向があります。市場は下落傾向にあり、バリュエーションは今後6ヶ月程度は下落し続ける可能性が高いと見ています。同市場の投資家は、簿価を下回る価格での資産売却を選好しないため、特に金利上昇が長期化した場合、バリュエーションが早期に下落し財務コベナンツに圧力がかけられれば、資産を売却し始める可能性が高くなります。その結果、取引が活発化して流動性が高まり、買い手と売り手の価格ギャップが縮小します。

ジョン・オッカーブルーム: 米国ではバリュエーションにはある程度の修正余地があるという点で、欧州よりもオーストラリアに似ていると思われます。しかし、もう1点追加したいのは、今後バリュエーションが調整されることによってパフォーマンスの差別化が進むため、私たちが考えるような銘柄選択市場が不動産業界にも生じると思われます。チームの経験や資質、資産選別能力により、荒れ狂う強気相場において多くが上昇気流に乗ることができた過去10年間に見られた以上のパフォーマンス格差が生じる市場となると思われます。

モーリーン・ジョイス: パブリック不動産市場と比較して、プライベート市場のバリュエーションにはどの程度自信を持っていますか？

ニック・ピンク: 欧州の複数の国・地域において事業を展開しているため、非常に複雑な様相を呈しています。しかし、一般的に、物流などの流動性の高い市場のバリュエーションは価格と一致しており、底値に近付いていると見られます。しかし、オフィス・セクターのバリュエーションは、同セクターの取引件数がほとんどないため依然として不透明であり、特にプライベート不動産市場におけるオフィス・セクターのバリュエーションが底値を正確に反映していないという懸念があります。その結果、オフィス・セクターは今後も困難な状況が継続すると思料されます。

“今日見られる案件の多くは、クレジット格付けの向上やアドバンス・レートの低下、資本力のあるスポンサー、実質的な竣工保証、エクイティ要件の改善などの特徴を示しています。”

アラスデア・ライト: 一般的に、オーストラリアのバリュエーションは今後数ヶ月間下落し続けると予想されており、その結果、簿価より5~10%低い価格で売却される資産も見られます¹。世界の他の地域と同様、オーストラリアにおけるオフィス・セクターの動きは限定的で、簿価を10~20%下回る水準で売却されています。これは、現在のバリュエーションはほとんど信頼性がないことを示唆しています。

ジョン・オッカーブルーム: 米国市場では、プライベート市場のバリュエーションが底値を反映していないという重大な懸念が確実に存在します。一般的に、鑑定評価には自発的な買い手と売り手の取引が考慮されますが、そのような取引がほとんどない場合、鑑定評価は過去の情報を参考にするケースが多いため、古く時代遅れになることがあります。また、欧州やオーストラリアと同様、現在のバリュエーションに関する懸念はオフィス・セクターで最も顕著に見られます。

モーリーン・ジョイス: 一般的に、不動産エクイティよりも不動産デットの方が人気があるようですが、不動産デットに見られる投資機会について教えてください。

ジョン・オッカーブルーム: 米国不動産デットの現在の市場環境は、複数の理由から貸し手にとって非常に有利となっています。理由の一つは、通常、特に建設分野などでは銀行のような伝統的な貸し手が融資の大部分を占めていましたが、そのような貸し手による融資が大幅に減少していることです。より不透明な状況も一因となっていますが、多くの借り手が有利な条件でローンを組んだため、繰り上げ返済するよりも長期保有することを選択したことも減少の原因となっています。その結果、資本の不足が生じたため、アセット・マネジャーのような非伝統的な貸し手が参入し、そのギャップを埋めてきました。

資本不足に加え、基準金利の大幅な上昇と市場のスプレッドの拡大が相まって、不動産デットのリスク・リターン・プロファイルがより魅力的な水準となっています。 建設ローンのスプレッドが150~300bpsも大幅に拡大したため特に魅力的に見えますが²、ローン・プロセスのほぼすべての要素が貸し手に有利に傾いているように見えます。実際、今日見られる案件の多くは、クレジット格付けの向上やアドバンス・レートの低下、資本力のあるスポンサー、実質的な竣工保証、エクイティ要件の改善などの特徴を示しています。

ニック・ピンク: 大局的には欧州も同様の動向を示していますが、市場構造は若干異なります。多くの欧州諸国の不動産市場は、現在も銀行が支配力を有しています。しかし、欧州の銀行セクターにおける規制は強化されているため、銀行が提示するコベナンツやローン・トゥー・バリューは制限される傾向にあり、その結果、市場の流動性は低下しました。これは、欧州不動産のレバレッジが米国よりも低いことを反映しています。このような状況により、今日、特にドライパウダーを有し、現在のリスク環境下での構築が可能な場合、代替の貸し手となることは非常に有利な状況となっています。

1. 出所: Baringsの観測に基づく 2023年10月31日現在

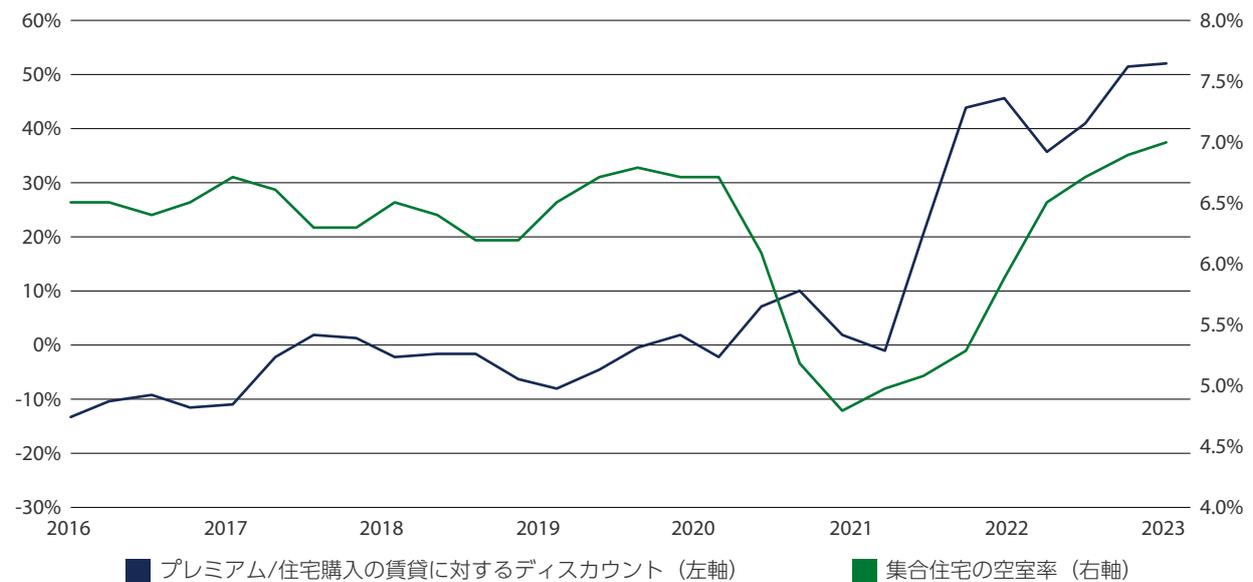
2. 出所: Baringsの観測に基づく 2023年10月31日現在

モーリン・ジョイス: 足元では、不動産エクイティは、金利上昇環境下においてより厳しい状況にありますが、投資機会は依然として存在します。不動産エクイティ市場において、特に魅力がある分野について説明してください。

アラスデア・ライト: オーストラリアでは、不動産エクイティ市場の中でも構造的なテーマに支えられている分野に注目しています。例えば、住宅セクターのファンダメンタルズは堅調です。移民は引き続き多く、新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いたことから留学生も再入国している一方、建設コストの上昇を受けて供給は依然として抑制された水準にあります。この需給のアンバランスは今後5~10年続くと思われ、賃料と資産価値の双方に好影響を与えられと思います。このため、資本投下を検討する際には、中期的に開発の機会を提供する住宅用資産が特に魅力があると確信しています。

ジョン・オッカーブルーム: 私たちが米国市場で注目している最大のテーマのひとつは、住宅の取得可能性です。住宅を所有することがますます困難な状況の中、賃貸人口は過去10年間で大幅に増加しています。同時に供給も増加しているものの、賃貸の増加に見合うほどではありません。今後も、同様のペースではないにせよ、このテーマは継続すると予想され、集合住宅から戸建て賃貸住宅、高齢者向け住宅、学生向け住宅まで、不動産エクイティとデットの両分野において住宅セクターに魅力的な投資機会が形成されると見えています。

図3: 集合住宅の空室率と持ち家プレミアム/賃貸割引率



出所: Barings Research, CoStar, CBRE, Freddie Mac, U.S. Census Bureau, Realtor.com, FHFA 2023年9月30日現在

さらに、インフレ環境下で料金を引き上げられるというメリットがあることから、ホテル・セクターに価値があると思っています。同セクターはまた、旅行者の裁量支出の増加からも恩恵を受けています。その他では、産業セクターのファンダメンタルズは引き続き健全であり、小売りセクターもここ数年好調に推移しています。



ニック・ピンク: 私たちは、構造的なテーマに支えられているセクターにも投資機会を見出しています。欧州では、持続的に良好な需給環境により賃料の伸びを下支えする物流や住宅セクターに価値があると見ています。また、世界的なマクロ経済の動向次第では、ディストレスト・ローンにも投資機会が生じると見ています。

モーリン・ジョイス: 現在、市場が直面している最大のリスクについて説明してください。

アラスデア・ライト: 私たちが直面している最大の課題のひとつは、特に現在の大規模な開発活動においてコストが30%も大幅に上昇していることです。これはプロジェクトの実現可能性に影響を及ぼしており、特に住宅プロジェクトでは、総コストの大部分が建築費に関係します。また、数多くの建設業者が会社更生法を申請もしくは申請中であるため、今日の状況は非常にネガティブなものとなっています。**したがって、私たちにとって重要なのは、提携する建設業者を厳しく見極めるだけでなく、こうした戦略に適した資本パートナーを確保することです。**これにより、ボラティリティの高い時期を忍耐強く乗り切ることで、魅力的な潜在的リターンの獲得が可能となると思われます。

ニック・ピンク: 短期的には金利は高止まりする可能性がある中、リファイナンス・リスクは市場の不安定化要因となる可能性があり、特に、短期のリファイナンスの多くがより困難なセクターに集中していることを考えれば当然のことだと思われれます。しかし同時にそれは投資機会となる可能性もありますが、そのためには欧州の貸し手が投資家に対し、ある程度の柔軟性と調整力を持って歩み寄る必要があります。地政学もまた市場が待ち望んでいる回復に大きな影響を与える可能性があるため、今後1年間に於いて管理すべきリスクのひとつとして挙げられます。

今後を展望すると、政治サイクルが成熟するにつれて、欧州における法整備が大きな関心事となっています。例えば、住宅セクターでは、英国やスペインなどの国において、政府に家賃統制を導入させるための社会的圧力が確認され始めています。また、これらのセクターの多くでは、堅調なファンダメンタルズが賃料の伸びを支えてきましたが、これが脅かされる可能性があります。

とはいえ、市場全体には、本日ここで議論した多くの魅力的な投資機会が生じています。**特に、過去の景気減速期は、不動産投資にとって最も魅力的なヴィンテージとなりましたが、今回のサイクルも同様に、米国、欧州およびオーストラリアにおいて今後2、3年のうちに魅力的な投資機会が出現すると考えます。**

このインサイトは2024年グローバル不動産見通しに関するラウンドテーブルからの抜粋です。ポッドキャストは以下よりお聞きいただけます。

<https://www.barings.com/en-us/guest/perspectives/viewpoints/2024-global-real-estate-outlook>

Barings is a \$347+ 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 © 2023 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、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・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。 3287658

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

*As of September 30, 2023

23-3258190