

不動産デットにおける 足元の市場環境

不動産クレジットに関する懸念事項の考察



米連邦準備制度理事会（FRB）が 2022 年 3 月から 2023 年 7 月にかけて FF 金利を 11 回引き上げ、最終的には 525 ベーシス・ポイント上昇させたことは、資本市場全体に広範な影響を与えています。

この間、不動産ほど大きな影響を受けた資産クラスはほとんどないと言えます。金利上昇は、不動産評価額の低下、借入コストの上昇、不動産にファイナンスを行う金融機関の構造転換をもたらし、これらすべてが取引量の減少を招きました。

不動産評価の低下と借入コストの上昇は、歴史的な低金利が 10 年間続いた後、不動産評価が循環的に高水準となった 2021 年と 2022 年の市場ピーク時に組成された記録的な量のローンに対して、構造的な問題を引き起こしています。しかしながら、資本市場が顕著な混乱を引き起こしている一方で、オフィス以外の大半の不動産セクターでは、賃料の伸びや稼働率といった不動産ファンダメンタルズは比較的良好に推移しています。このため、金利上昇による既存投資案件の毀損が限定的であり、投資余力のあるアセットマネージャーは、この混乱から良好な投資機会を獲得する上で有利な立場にあります。本稿では、今後 12~24 カ月の不動産クレジットにおける、投資家にとっての機会とリスクについて説明します。

満期の壁

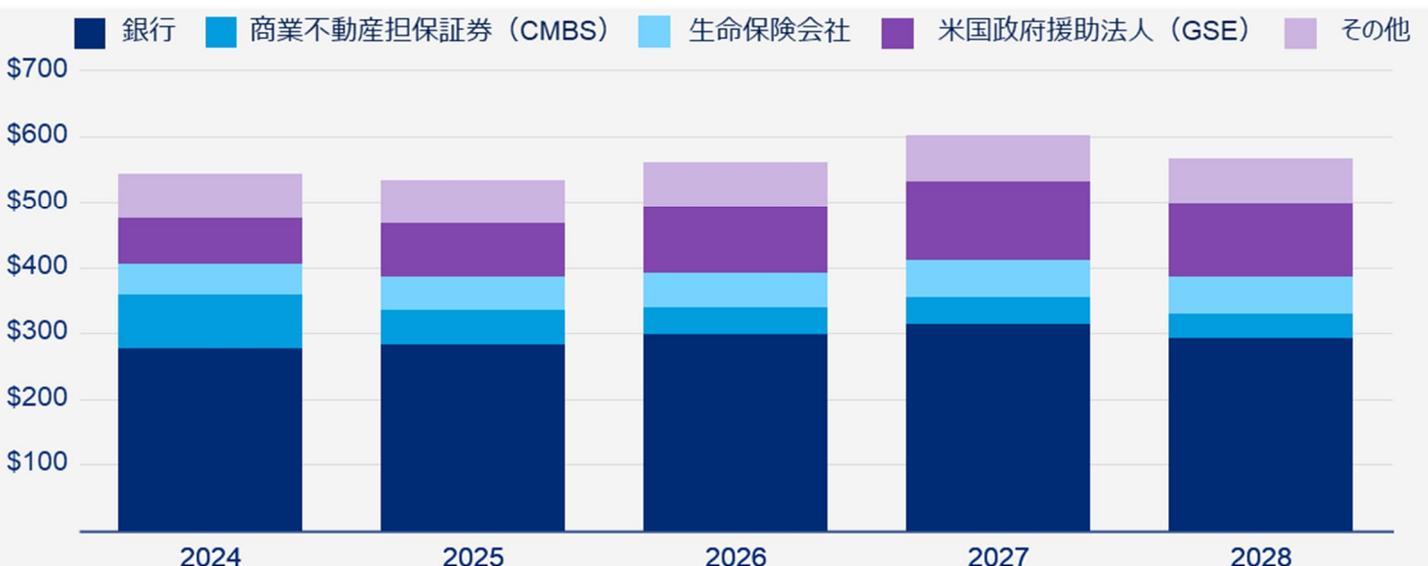
2018年から2022年にかけて、商業用不動産ローンの新規組成は47%増加しました¹。この間に組成されたローンの多くは、延長オプション付きの3年変動金利ローンでした。借り手は、大きな利益を得て不動産を売却するか、長期の固定金利ローンに借り換える前に、付加価値のある事業計画を迅速に実行するために、記録的な低金利となっていた短期ローンを利用しました。これらのブリッジ・ローンは現在、期間延長を終えて満期が近づいています。

2023年末現在、商業用不動産の借入残高は5兆8,000億米ドルであり、満期が到来するローンの残高は2024年から2027年まで年平均約5,600億米ドルと、過去最高水準に達しています²。一方で、2010年から2020年にかけて満期を迎えたローン金額は、年平均3,519億米ドルでした³。

間もなく満期を迎えるローン残高は歴史的な高水準ですが、レンディング業界が「満期の壁」を謳う見出しを目にしたのはこれが初めてではありません。2015年から2017年にかけて、レンディング業界が

近い将来に満期を迎える1兆800億米ドルのローンを処理できないのではないかという懸念が生じました。FRBは量的緩和を実施し、そのことが貸出金利の引き下げをもたらしました。その結果、借り手が借り換えの問題に直面することは、比較的限定的でした。このことは、満期を迎えるローン残高の水準が高いことは重要な要素ではあるものの、金利がどの水準で落ち着くかが、満期を迎えるローン残高自体の水準よりも、ローンがデフォルトに陥るリスク全体に大きな影響を与えることを浮き彫りにしています。金利が大幅に低下すれば、こうしたローンの多くは比較的容易に借り換えが可能となります。しかし、金利が現在の水準にとどまるか、もしくはわずかに低下するだけであれば、借り手と貸し手はローンをさらに延長するための解決策を講じるのに苦勞することが想定されます。最近のインフレ動向を考慮すると、金利が長期的に高止まりする環境はより現実的なシナリオになりつつあり、金利が低下するまで「持ちこたえる」ことができないと考える借り手が増加しています。

図 1. 貸し手タイプ別米国 CRE ローン満期額 (10 億米ドル)



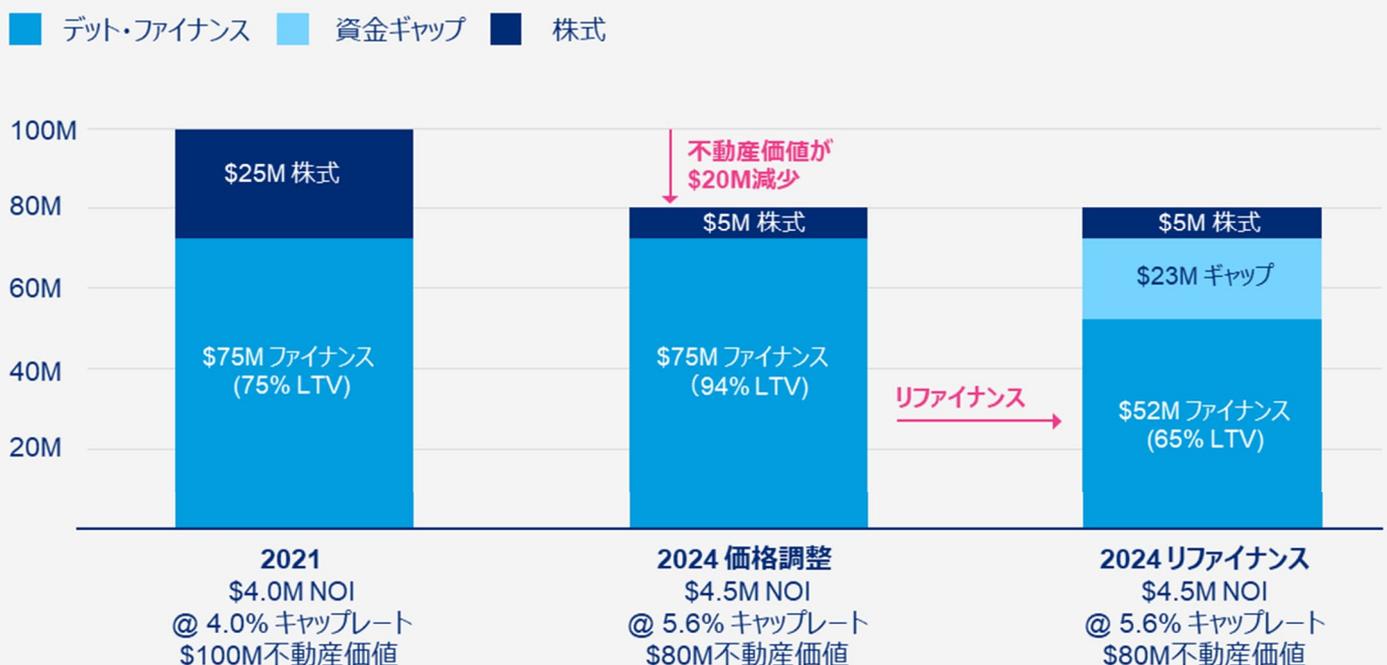
出所: Trepp Inc., based on Federal Reserve Flow of Funds Data

ローンの満期が近づくと借手が直面するリファイナンスの圧力について、具体例を用いて説明します。図 2 は、最近の金利上昇前の 2021 年に組成された集合住宅向けローンが、現在の環境で直面する可能性がある資金調達の必要性について示したものです。2021 年は、400 万米ドルの純収益 (NOI) を生み出す不動産は 1 億米ドルの評価を受けており、7,500 万米ドルのローンを調達することができました (LTV (Loan to Value) : 75%)。今日の高金利環境による不動産評価調整を考慮すると、現在 450 万米ドルの NOI を生み出している同不動産の評価額は 8,000 万米ドルとなり、2,000 万米ドルの自己資本は帳消しとなります。この場合 LTV は 94% となり、借り換え時の LTV の下限 (65%) を上回るため、借手はローンの満期時に困難な立場に追い込まれることになります。借り換えを行うには、借手は 2,300 万米ドルの「ギャップ」を埋める必要があり、現金の注入、もしくは新

たなジュニア・キャピタルの募集などを実施する必要があります。資本ギャップを埋めるための資金調達を望まない、またその手段を持たない借手は、資産のデフォルトを余儀なくされます。

「満期の壁」が商業用不動産に与える影響は、今後数年間の金利の方向性および変化率に大きく左右されると考えられます。FRB が 2024 年後半に利下げに転じれば、多くの貸し手は、借手が追加資本を投入する意思があれば、ローンの修正・延長を通じて借手と協力できる可能性があります。しかし、金利引き下げ開始時期が市場予想より遅れて 2025 年となった場合、多くの借手がデフォルトに陥る可能性があります。その結果、ローンの返済期限到来に伴い、特にオフィスや、(オフィスほど厳しくはないものの) 現在の金利や NOI の水準では不動産のファンダメンタルズが機能しない集合住宅などで、不動産価値が失われる可能性があります。

図 2. 想定される複合住宅資産



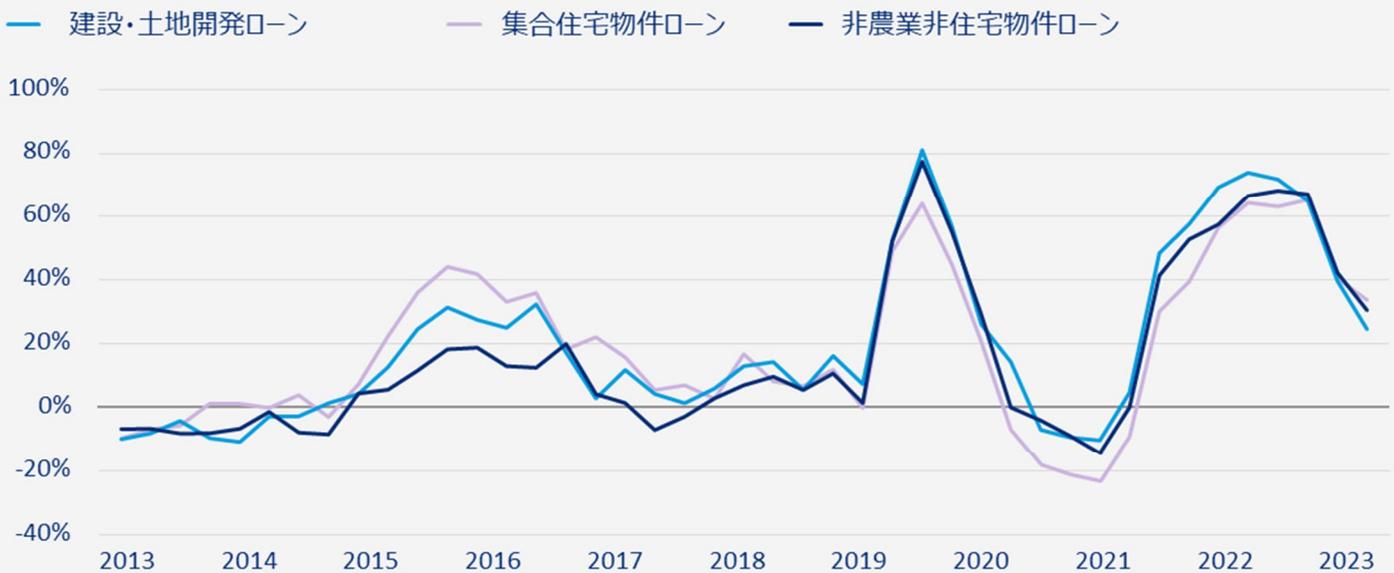
出所: Starwood Capital Group。説明のみを目的としています

銀行エクスポージャー

商業用不動産における2つ目の重要なポイントは、資本供給サイドにあります。すなわち、商業用不動産における資産と負債のミスマッチが引き起こす、金融危機です。しかし、この問題は、多くのメディアが報じているよりも、不動産ローン全体に与える影響は極めて小さいと考えています。2023年3月にシリコンバレー・バンクとシグネチャー・バンクという米国の地方銀行2行が破綻して以来、銀行のバランスシートは、特に資産プールの中で最もレバレッジの高い分野の一つである商業用不動産へのエクスポージャーに関して、より厳しい監視下に置かれています。さらに2024年第1四半期には、ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ、あおぞら銀行（日本）、ドイチェ・ファンド・ブリーフバンク（ドイツ）の3行が、米国での不動産不良債権増加に伴い、バランスシートを補強す

るための増資を発表しました。こうした最近のニュースにより、他の多くの地方銀行が不動産市場への融資を引き締めるか、もしくは停止するのではないかと懸念がさらに高まっています。米連邦準備制度理事会（FRB）が実施した銀行貸出に関するシニア・ローン・オフィサー意見調査によると、2024年1月現在、過去3ヵ月間に商業用不動産、集合住宅、建設・土地開発向けの融資を引き締めた銀行のネット比率（厳格化と回答した比率 - 緩和と回答した比率）は、長期平均と比較すると依然として高い水準にありますが、図3で示されているように、最近のピークからは低下しています。この結果、伝統的な金融機関が提供する融資総額は2022年の8,160億米ドルから2023年には4,440億米ドルに減少しています⁴。

図3. 引受基準を厳格化する銀行のネット比率



出所: Senior Loan Officer Opinion Survey of Bank Lending - Federal Reserve

図 4. 銀行規模別商業用不動産融資比率

銀行区分	銀行数	総資産額	集合住宅 CREローン	商業用 CREローン	提供済CRE 建設ローン	合計CRE 融資比率
最大手25行	25	> \$160 B	1.4%	2.1%	0.8%	4.4%
地方銀行	133	\$10 B - 160 B	4.8%	8.9%	4.0%	17.8%
コミュニティバンク	849	\$1 B - 10 B	6.0%	14.0%	5.8%	25.7%
小規模銀行	2,890	\$100 M - 1 B	3.1%	10.3%	5.3%	18.7%
小規模銀行	726	< \$100 M	0.9%	3.9%	2.5%	7.3%

出所: FDIC, Moody's Analytics, AEW (2023年12月末時点)

しかしながら、苦境の多くは中小の地方銀行に集中している一方で、大手銀行はバランスシートをより慎重に管理していることから、不動産融資の劇的な引き締めは限定的と想定されます。図 4 は、米国全銀行の不動産融資比率を、銀行規模別に示したものです。大手 25 行の不動産融資比率は、中小銀行に比べてはるかに小さく、不動産への直接融資額は銀行総資産の 4.4%にすぎません⁵。さらに、現在の苦境の多くはオフィスビル、特に融資期限が近く、リースのロールオーバーが多い物件に集中していますが、大手銀行のエクスポージャーは極めて低水準です。不動産の評価下落が継続し、金利の高止まりが長期化するとしても、大手銀行は不動産への全体的なエクスポージャーが低く、資本準備金の水準が高いことから、ダウンサイド・プロテクションが働き、オフィス以外の不動産借り手への融資を継続できると想定されます。

最近の不動産における動向は、世界金融危機（GFC）のような、より広範な銀行のシステミックな問題を示唆するものではないと考えられます。しかしながら、特に地方銀行にとっては、80 年代後半の S&L 危機の時のように、大手銀行と比較して、より多くの困難が予想されます。マーサーの確信度が高いファンド・マネージャーは、2023 年の地方銀行の破綻の影響を受けておらず、大手銀行や代替金融機関と強い関係を築いています。これらすべての要因が、不動産投資家が利用できる金融機関および融資の減少に伴うリスクを抑制するのに役立ち、資本市場との強い関係を持つ不動産エクイティ・マネージャーや不動産デット・マネージャーが、地方銀行を中心とした苦境を投資機会に利用できる可能性があります。

今後の投資機会

キャップレートの拡大や割引率上昇は、米国で推定1,450億米ドルの負債調達ギャップをもたらしています⁷。米国のクローズドエンド型不動産デットファンドは約420億米ドルのドライパウダーを有する一方で、クローズドエンド型不動産エクイティファンドは2,170億米ドルのドライパウダーを有します（全ての不動産エクイティファンドが、ギャップ資本やオポチュニスティック/ディストレスト戦略のみにフォーカスしているわけではないことを留意する必要があります）⁸。現在の環境は、不動産戦略全体で明確な勝者と敗者をもたらすと想定されますが、ドライパウダーを有する資金余力があるファンド・マネージャーは、現在の困難な市場環境から生じる投資機会を利用することができます。金利が大幅に上昇し、銀行からの資金調達が減少していることから、不動産デット戦略は、短中期的には株式並みのリターンを実現できる可能性があります。

以下は、短中期（1～3年）における不動産投資機会を示したものです：

- ・ **オポチュニスティック・エクイティ**：2024年から2026年は、オポチュニスティック不動産ファンドにとって魅力的なファンド設定タイミングになると考えられます。資本が潤沢でドライパウダーを有するファンドは、市場の苦境に伴う魅力的なバリュエーションの不動産投資機会を見出すことができる可能性があります。経験豊富なオポチュニスティック・マネージャーは、デフォルトに陥った不動産の取得や、魅力的な投資条件でのギャップに対する資本提供などの投資機会獲得が可能となり、イグジット時点で資本市場が回復に転じていれば、投資家に強力な絶対リターンを提供できる可能性があります。



- ・ **シニアローン／ホールローン**：多くの不動産エクイティ・ファンドマネージャーは、既存のキャピタル・ストラクチャーのリファイナンスや、既に出資を行った「シヨベル・レディ・プロジェクト（すぐに着工可能なプロジェクト）」において、場合によっては建設資金の調達を目指しています。シニアローンやホールローンのリスク調整後リターンは、現在非常に魅力的な水準であることから、市場での評価が高い不動産エクイティファンド向けのローンであれば、投資家は「利回り」や「リスク」を過度に追求する必要はないと考えます。
- ・ **メザニンローン／ハイールド債**：メザニンローンやハイールド債は従来、利回りがピークに達し、スプレッドが拡大する不況時に、最も魅力的な投資機会とされてきました。現在の市場環境では、特に資金供給が不足している建設案件で魅力的な投資機会が見られており、またバリュー・アッドの必要性が高い物件はスプレッドが拡大しています。しかしながら、クレジット市場は全般的に苦境に陥っておらず、大半のクレジット資産はソフトランディング・シナリオに基づいたプライシングとなっています。

レスキュー・ファイナンス / 不良債権： 投資機会が増加するのは、1～2年後となる見通しです。過去実績によると、銀行はバランスシートの大幅な損失が顕在化するのを避けるため、より問題のある不動産を継続保有する傾向がみられます。商業用不動産担保証券（CMBS）やローン担保証券は、苦境の兆しが見え始めていますが、様々な損失を先延ばしにする方法を用いることで、その期間は長期化する傾向が見られます。世界金融危機（GFC）時は、CMBSのストレ

スがピークに達したのはGFC発生の数年後でした。現在金利が大幅に上昇しているとはいえ、不動産市況にさらなるストレスを与えるような大幅な景気後退がない限り、返済を延長できる可能性がある借り手も存在すると思われます。従って、この投資機会が完全に顕在化するのには2025年以降になる見通しですが、投資家はこの投資機会を十分に見極めるために、直ちに潜在的なマネージャーとの面談を開始すべきだと考えます。

結論

不動産に関して、我々は現在ユニークな市場環境の中にいます。

金利環境は短期的には複数の難題を引き起こすことが見込まれますが、多くの不動産セクターのファンダメンタルズは引き続き良好です。投資家は資本投下先について引き続き慎重であるべきですが、不動産の現在の市場環境には勝者と敗者が存在することから、慎重に対応すれば投資家に強力な投資機会を提供できる可能性があります。

注釈

1. 出所：Trepp Inc. 米連邦準備制度理事会（FRB）の資金循環データに基づく
2. 注1参照
3. 注1参照
4. Mortgage Bankers Association（住宅ローン銀行協会）
5. FDIC, Moody's Analytics, AEW
6. マーサー独自の格付けプロセスに従い、ファンドに付与された格付けは過去の実績と整合的である場合もあれば、整合的でない場合もあります。格付けは、各戦略に対応した時間枠における将来のパフォーマンスに関する当社の予想を反映していますが、これらの予想が達成されることを保証するものではありません。詳細については、マーサーの投資戦略格付けガイドをご参照ください。
7. CBRE Econometric Advisors, Mortgage Bankers Association, Barings Real Estate Research
8. 注7を参照

Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer (US) LLC and/or its associated companies.

© 2024 Mercer (US) LLC. All rights reserved.

This contains confidential and proprietary information of Mercer and is intended for the exclusive use of the parties to whom it was provided by Mercer. Its content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercers prior written permission.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

Past performance does not guarantee future results. Mercers ratings do not constitute individualized investment advice. The value of investments can go down as well as up, and you may not get back the amount you have invested. Investments denominated in a foreign currency will fluctuate with the value of the currency. Certain investments, such as securities issued by small capitalization, foreign and emerging market issuers, real property, and illiquid, leveraged or high-yield funds, carry additional risks that should be considered before choosing an investment manager or making an investment decision.

Actual performance may be lower or higher than the performance data quoted. Actual statistics may be lower or higher than the statistics quoted. The expectations for the modelled portfolio are a compilation of return volatility, and correlation expectations of the underlying asset classes.

Portfolio expectations are forward looking and reflective of Mercers capital market assumptions, as defined by asset class and incorporating return, standard deviation, and correlations. Our process for setting asset class expected returns begins with developing an estimate of the long term normal level of economic growth and inflation. From these two key assumptions, we develop an estimate for corporate earnings growth and the natural level of interest rates. From these values, we can then determine the expected long-term return of the core asset classes, equity and government bonds. We combine current valuations with our expectations for long term normal valuations and incorporate a reversion to normal valuations over a period of up to five years. Volatility and correlation assumptions are based more directly on historical

experience except in cases in which the market environment has clearly changed. Manager impact on performance is not incorporated into expectations. The views expressed are provided for discussion purposes and do not provide any assurance or guarantee of future returns.

Mercer universes: Mercers universes are intended to provide collective samples of strategies that best allow for robust peer group comparisons over a chosen timeframe. Mercer does not assert that the peer groups are wholly representative of and applicable to all strategies available to investors. One cannot invest directly in a Mercer universe.

Private funds are for sophisticated investors only who are accredited investors or qualified purchasers. Funds of private capital funds are speculative and involve a high degree of risk. Private capital fund managers have total authority over the private capital funds. The use of a single advisor applying similar strategies could mean lack of diversification and, consequentially, higher risk. Funds of private capital funds are not liquid and require investors to commit to funding capital calls over a period of several years; any default on a capital call may result in substantial penalties and/or legal action. An investor could lose all or a substantial amount of his or her investment. There are restrictions on transferring interests in private capital funds. Funds of private capital funds' fees and expenses may offset private capital funds' profits. Funds of private capital funds are not required to provide periodic pricing or valuation information to investors. Funds of private capital funds may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information. Funds of private capital funds are not subject to the same regulatory requirements as mutual funds.

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular clients circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

For Mercers conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>.

Information contained herein has been obtained from a range of third-party sources. Although the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications. Not all services mentioned are available in all jurisdictions. Please contact your Mercer representative for more information.

Investment management and advisory services for US clients are provided by Mercer Investments LLC (Mercer Investments). Mercer Investments LLC is registered to do business as "Mercer Investment Advisers LLC" in the following states: Arizona, California, Florida, Illinois, Kentucky, New Jersey, North Carolina, Oklahoma, Pennsylvania, Texas and West Virginia; as "Mercer Investments LLC (Delaware)" in Georgia; as "Mercer Investments LLC of Delaware" in Louisiana; and "Mercer Investments LLC, a limited liability company of Delaware" in Oregon. Mercer Investments is a federally registered investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended. Registration as an investment adviser does not imply a certain level of skill or training. The oral and written communications of an adviser provide you with information about which you determine to hire or retain an adviser. Mercer Investments' Form ADV Parts 2A and 2B can be obtained by written request directed to: Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited. Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited are regulated by the Central Bank of Ireland under the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulation 2017, as an investment firm. Registered officer: Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Ireland. Registered in Ireland No. 416688. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited.

Investment advisory services for Brazil clients are provided by Mercer Human do Brasil (Mercer Brazil), a company regulated by the Brazilian Securities and Exchange Commission to provide Financial Advisory services.

Investment advisory services for Mexico clients are provided by Mercer Asesores en Inversion Independientes, S.A. de C.V., regulated by the Comision Nacional Bancaria y de Valores, with number of authorization 30125-001-(14754)-30/01/2019

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：〒107-6216 東京都港区赤坂 9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 454 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

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、本資料で触れられている有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 投資にあたっては、契約締結前交付書面を必ずご確認ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は一般的な投資助言、あるいはお客様の状況を考慮した個別の投資助言を含むものではありません。お客様の状況を考慮することなく、また正式な投資助言を受領することなく投資判断をすることの無いようお願いいたします。
- 本資料で使用されているシミュレーションによる運用実績等の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性や将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料に記載の情報は、信頼できる第三者から提供されたものを含みます。本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではなく、当該情報の齟齬、脱落、不正確さにより発生した損害（間接的損害、付随的損害等）については責任を負いません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサー・レーティングとその意味の詳細な説明については、当社営業担当者にお問い合わせください。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社営業担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- ご案内の投資ユニバースは、一定の時間軸における同様のアプローチにより運用する他の戦略との比較をしやすいように提供されているものです。従って、当該投資ユニバースは当該戦略を代表すること、お客様にとって最適であることまたお客様の採用が可能であることを保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 当社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じた定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。