



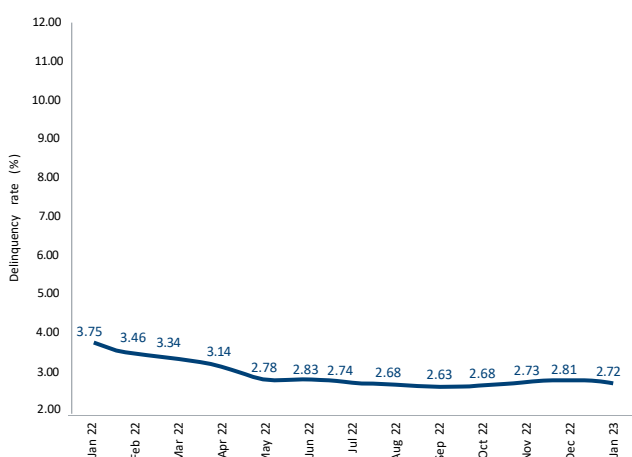
商業不動産市場の現状

商業不動産を取り巻く環境は、金利の上昇、経済の減速、不動産取引量の急減など、この1年間で大きく変化しました。新年を迎え、現在の投資環境、不動産タイプ別の見通し、今後の償還の壁について考察します。

昨年はネガティブなニュースがほとんどであったものの、この市場は2022年、そして2023年と継続して底堅く推移しています。商業不動産担保証券（CMBS）の延滞件数が前年比で103ポイント（bps）減少していることから分かります。1月の米国CMBS全体の延滞率は9bps低下し、2.72%となりました。

依然としてCMBSの延滞率は低いものの、これは過去の数字であり、2023年以降は延滞率は上昇すると考えており、なかでも懸念しているのは「オフィス」です。CMBS市場における様々な主要セクターにおける見通しを以下で示しています

図1: CMBSの延滞率



出所: Trepp, 2023年1月

不動産タイプ別では、「工業」が0.2%と最も低く、次いで「集合住宅」と「オフィス」が1.6%、「宿泊」が4.4%、「小売」が5.9%となっています。2012年7月に記録した10.34%が過去最高であり、新型コロナ以降は2020年6月の10.32%が最も高くなっています。

オフィス・セクター: ポストン・プロパティーズ社のCEOは最近、決算説明会で、現在オフィスセクターは景気後退期にあると発言しました。私たちもその見解に同意しています。オフィスセクターについて最も懸念しているのは、ハイブリッド型の勤務形態の新時代において、企業が必要となるオフィスの広さをまだ十分に決定していないからです。キャップレートの上昇に加え、需要が鈍化していることにより、特にアップグレードが必要な古いBクラスの物件を中心に、オフィス評価は見直されるでしょう。保守的な引き受けはターム・デフォルトの抑制につながると考えられるものの、シングルアセット・シングルボロー型（SASB）及びコンドユイト（マルチアセット・マルチボロー型）案件の中で、オフィスセクターは大きなエクスポージャーを占めています。SASBは一般的に優良なAクラス物件を担保としているため、コンドユイト・オフィスよりも厳しい局面を上手く乗り切ることが出来ると考えています。

小売セクター: 新型コロナのパンデミックによる休業やeコマース経済の継続的な発展により、小売セクターは苦境に立たされており、特に屋内ショッピングモールなど多くの小売業者が閉鎖に追い込まれました。パンデミックを乗り越え、消費者は実店舗に戻り、野外の生活用品店や食料品店を中心に小売業は回復しています。一部の小売企業は今後も苦境に立たされ、最終的には廃業するかもしれませんが、全ての小売企業が同様というわけではなく、供給の限られた成長市場に店舗を置く企業は今後も業績を伸ばすでしょう。

ホテルセクター: 移動が厳しく制限されたことで、パンデミックの影響を最も直接的に受けました。平常時の移動パターンに戻っていくなかで、ホテル業界は大きく回復しています。旅行によって新型コロナ以前の水準までホテル需要が回復しましたが、ビジネスによる出張と海外移動はまだ遅れており、ゲートウェイとなる都市はアンダーパフォームしています。景気減速により旅行需要が落ち込む可能性はありますが、消費者のペントアップ需要は十分にあり、ホテルは今後も力強い回復を継続すると考えています。

集合住宅: パンデミックから脱却するなかで非常に好調ですが、インフレが家計を圧迫し、住宅取得能力が制限されると考えられることから、このような物件の家賃の伸びは今年も鈍化すると見えています。集合住宅に対する逆風もありますが、米国では全体的に住宅の供給不足、一戸建て住宅の購入コストが上昇していることが、大きな混乱への埋め合わせとなるでしょう。

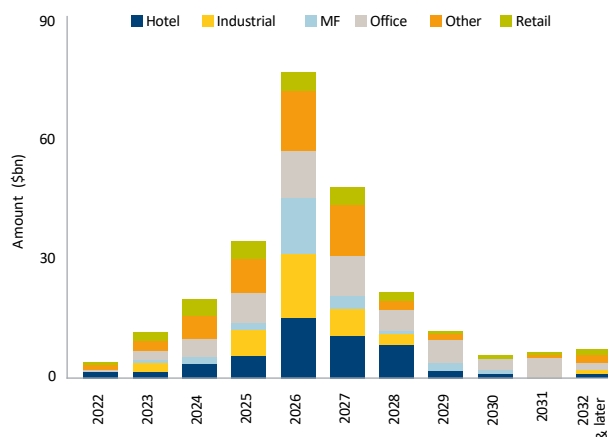
工業セクター: 米国経済のeコマースへの移行や、国際的な供給問題から米国に回帰する製造業の増加などの恩恵を受けており、工業セクターについては引き続き前向きな見方を持っています。特に新規供給が限られた場所では、キャッシュフローの成長が続くと考えています。

現在の厳しい資本市場の環境において、市場参加者は、市場が直面する償還の壁や、デフォルトの増加、バリュエーションを押し下げる強制的な売りの可能性に注目しています。コンデュイットの償還は今後数年間で徐々に増加し、これらのローンの大部分は上手く借り換えができるものと考えています。通常、2013年から2015年にかけて組成された10年ローンで、ローン期間中に純営業利益（NOI）が大幅に成長し、分割償還によってレバレッジの解消が進んでいることから、借り換えは上手く進むでしょう。オフィス、特に短期リースの契約更新を伴う物件は、この資産タイプに対する融資が大幅に引き締められているため、問題が発生する可能性があります。

「ローンのデフォルトや損失は増加するものの、全ての不動産が問題を抱えるとは考えていません。」

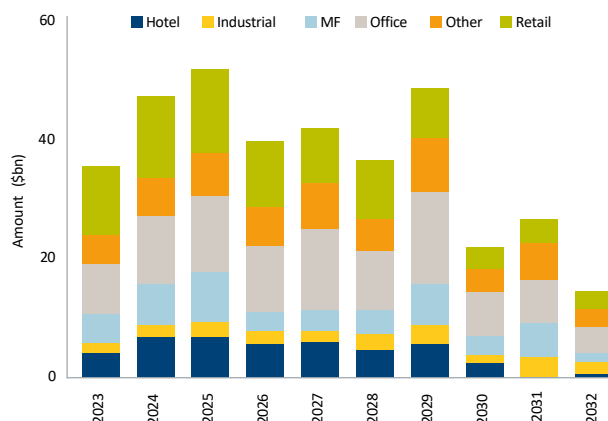
シングルアセット・シングルボロワー（SASB）取引では、2021年の発行が多かったため、満期は2026年に集中しています。2026年に多額の償還を迎えるものの、これらのローンは保守的に引き受けられ、また、堅調なNOIの伸びを示し続ける資産タイプ（工業、集合住宅、ホテル）であるため、金利及びキャップレート上昇による影響は低減されるでしょう。SASBのオフィス・セクターは、長期リース契約により優良資産を概ね担保としてきました。

図2: CMBS SASB償還スケジュール



出所: Intex, BofA Global Rese, January 2023.

図3: CMBS コンデュイット償還スケジュール



出所: Intex, BofA Global Research, 2023年1月

概して、商業不動産市場は、キャップレートが上昇し、バリュエーションが低下する移行期にあると言えます。

ローンのデフォルトや損失は増加するものの、全ての不動産が問題を抱えるとは考えていません。オフィスなどの一部の物件は厳しい状況になるかもしれませんが、集合住宅や工業など他の物件は引き続き好調に推移するでしょう。また、借り手は長期的な発展が見込める物件に資本を投入すると考えています。さらに、貸し手とスペシャル・サービサーは、世界金融危機やパンデミックの最悪期もそうであったように、借り手をデフォルトから救うために、ローンの修正と延長を含む選択肢を提供する可能性があります。ローンを清算するのではなく、そうした手法を用いると見えています。

ブライアン・オハラ

ポートフォリオ・マネジャー、CMBS、RBCブルーベイ・アセット・マネジメント



ブルーベイ証券化クレジットチームのポートフォリオマネジャー。2021年12月の入社以前、KLSダイバーシファイド・アセット・マネジメントでポートフォリオ・マネジャー及び投資委員会メンバーとして13年間勤務し、ホールローンとCMBSに投資するCRE/CMBSの責任者を務める。それ以前は、モルガン・スタンレーとUBSのCMBS証券化チームのセルサイドとして、CMBS取引の組成・販売・執行を担当。1998年にフィッチ・レーティングのCMBSグループでキャリアをスタートし、セルサイドのオリジネーションや証券化会社と連携し、コンデュイットや大型ローンの転換を分析した経験を持つ。コロンビア大学で経済学の学士号を取得。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーゼィング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。

以上