

インフレと金利上昇という2重の脅威に直面しても、不動産 デットが価格弾力性を有する理由

2022年5月



安定したインカム収入を求める投資家は、インフレと金利上昇という2重の脅威に直面しています。本稿では、不動産デットがこの2重の脅威に対して有効な資産クラスである理由を説明します。

**ナタリー・ハワード**

ヘッド・オブ・不動産デット、シュローダー・キャピタル

金利上昇の見通しは、長期にわたり、投資家にとってホットな話題となっています。米国、欧州、英国にわたり、インフレ率は数十年ぶりの高水準まで急上昇しており、世界中の投資家の間ではインフレに関する話題でもちきりです。

1月に米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が、高水準にあるインフレ抑制のために、金融当局ができることはすべて行う、という方針を明確にして以降、市場は一連の利上げに備えています。

利上げに加え、米国、英国、欧州はいずれも量的緩和策のテーパリング（縮小）に向かっています。これは、近年の超低金利環境からの、金融政策の根本的な転換を意味します。

金利上昇とインフレは、債券市場にとっては言うまでもなく懸念事項であり、2022年の年初は債券にとって記録的に困難な運用環境となりました。

インフレと金利上昇に直面する中で、投資家が真に「安全なインカム収入」を得るためにはどうすべきか、という課題は非常に困難を極めています。本稿では、なぜ不動産デットがその課題の一助となりうるのかを説明していきます。

インフレ率の上昇が、不動産デットにどのような影響を与えるのか？

インフレ率の上昇と金利の上昇は、不動産に別々の、しかし関連した課題をもたらしています。このうち、最初のインフレ率の上昇に関しては、不動産はインフレに強い資産クラスであると言われています。原資産である不動産の価値は、インフレに対する自然なヘッジとして機能します。

商業用不動産のリース賃料は、インフレ率上昇による直接的な影響を受け、賃料が上昇するのが一般的であり、長期的なインフレ率と強い相関があります。原資産が生み出すキャッシュフローの関数で資産価値は決まるため、インフレ率と賃料収入の上昇に伴って、資産価値は増加します。

金利の上昇は、不動産デットにどのような影響を与えるのか？

金利引き締め環境に対抗するための重要なポイントの1つとして、不動産デットが有する柔軟性があげられます。不動産デットの資金調達には固定金利と変動金利がありますが、変動金利は金利上昇時に投資家のリターンを保護する機会を提供します。

変動金利は、欧州のEURIBORや英国のSoniaなどのリスクフリーレートを上回るマージンを提供し、金利上昇環境下では、変動金利ではない、柔軟性に欠ける債券と比較すると魅力的です。

インフレと金利上昇という2重の脅威に直面しても、不動産 デットが価格弾力性を有する理由

2022年5月



一方で、この柔軟性が、不動産ローンの借手側のコストの管理が難しくなることを意味するわけではありません。

不動産ローンの借手が変動金利を利用する場合、ローン金利に上限を設定することが可能です。これは、持続的な金利上昇時において、借手の保護につながります。

もちろん、資産担保型債券の所有者にとっては、バリュエーションと金利上昇が与える影響も重要な懸念事項です。しかし、その影響はセクターによって大きく異なります。今回の市場サイクルでは、資金調達コストの低下に伴い、不動産のバリュエーションが上昇しています。しかし過去10年間では、物流施設が史上最高値を更新する一方で、小売業などのセクターでは大きく下落するなど、セクター毎の大幅な乖離が見られました。

投資家は、資金調達コストの上昇に伴い、すべてのセクターにおいて、裏付けとなる不動産の価値への潜在的な影響を理解する必要があります。その際には、各セクターで起きている構造的な変化と重ね合わせて考える必要があります。

重要なのは、市場が穏やかな環境にある時に借入環境に惑わされず、市場の風向きが変わったときに、今後何が起こり得るかを考えることです。

好機となる投資機会をどのように生み出すか

私たちは、持続可能な利回りでローンの引受を行っています。即ち、現時点のバリュエーションに基づくのではなく、長期的な評価指標に基づいて引受の検討を行います。そのため、資産の原資産価値が下落した場合でも、当社の融資が継続できるように、相応のマージンを確保しています。

当社では、多くの時間をかけて、エクジット時（ローン終了時）の予想ポジションの分析を行います。ほとんどのケースでローンがデフォルトとなっているリファイナンス時のリスクを勘案し、引受時には、借手の資金調達コストの上昇を想定しておきます。

また、リファイナンス時のポジションが貸手にとって魅力的なものになるよう、償却（ローンの返済）または資産価値の上昇によって、融資期間中にレバレッジが減少するようモデルを組みます。また、借手のインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）が非常に低く、金利が上昇した場合に、借手が取引案件に対してさらに資本注入できるように条件を設定します。

最後に、私たちは常に取引において相応のエクイティ・クッションを確保しています。当社のローンは常に、長期にわたり一緒に共働してきた経験豊富なスポンサーからの多額の出資を受け、保守的なLTV（借入比率）を設定しています。

借手の将来性を評価する際には、たとえ借手自身に慎重な姿勢が不足していたとしても、貸手となる私たちは健全な懐疑心を持つことが重要と考えます。

借手側の前提に基づく賃料の上昇をベースに多くの事業計画がたてられているため、当社では、借手の事業計画を慎重に検討します。私たちは、資金調達コストが全体的に上昇すると仮定の元、裏付けとなるテナントがコスト上昇に直面する事態を想定するなど、非常に保守的な前提条件の設定を徹底しています。

冷静な判断が必要

不動産デット投資において重要なことは、冷静に物事を考えることです。不動産デットの変動金利が有する側面は投資家にとって魅力的ですが、資金調達コストの上昇はすべての資産に影響を与えるため、投資家はその意味を理解する必要があります。

当社では、金利上昇時におけるエクジットを想定した保守的な引受を行います。このようにして、多くの債券代替商品が有する金利リスクに晒されることなく、投資家に確実なインカム収入を提供する取引を設計することができるのです。

インフレと金利上昇という2重の脅威に直面しても、不動産
デットが価格弾力性を有する理由

2022年5月



【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・キャピタル（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。