



CMBSに隠された気候変動リスクを読み解く



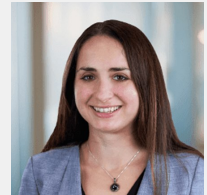
2021年10月4日



ジョン・フワン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
商業用不動産クレジット・リサーチ・アナリスト

モニカ・カールソン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
グローバル債券ビジネス推進部門 プロダクト・ディレクター

商業用不動産担保証券(CMBS)への投資で最も重要なのは、担保物件の価値評価だ。しかし、投資家が不動産の存続を脅かすようなリスクを無視しているケースが見受けられるのが実情だ。

環境、社会、ガバナンス(ESG)への配慮を通常の信用分析に組み込むことで、投資家はCMBSのリスクをより適切に評価することができる。もちろん、商業施設のリスクの大部分は、気候変動によって悪化した悪天候などの自然災害によるものだ。しかし、投資家はこれらのリスクを軽減するための保険の限界については分析が及んでいないかもしれない。

保険だけでは十分ではない

地震、ハリケーン、竜巻、山火事、洪水、厳しい冬の嵐など、CMBSにとっての主な危険は、保険ではカバーできない永久的な物的損害と、テナントからのキャッシュフローが損なわれる事業中断だ。この場合は全体的な損失は相当なものになる可能性がありえる。保険に加入していても、大災害による損失総額は、ほとんどの場合、保険による補償額を上回っている(次ページの図表1)。

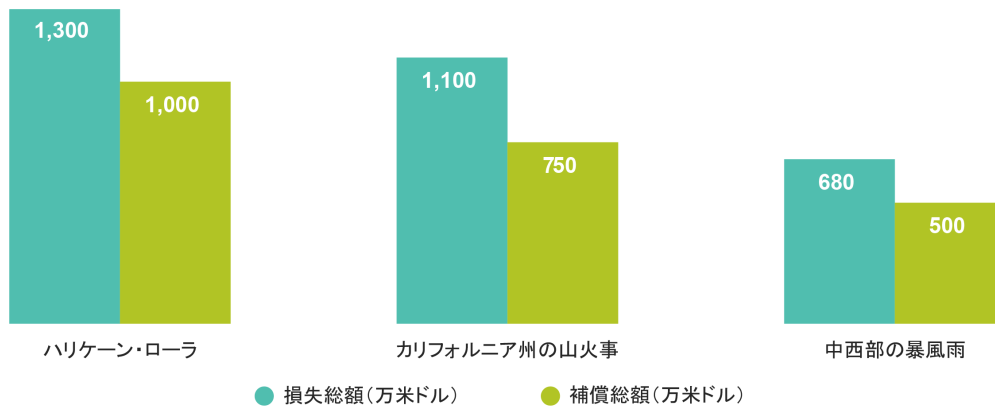
連邦危機管理庁(FEMA)が指定した洪水地帯では、多くの商業施設がハザード保険(火災や嵐などの天災に対する保険)をかけなければならないにもかかわらず

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年9月17日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言とみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABIはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 保険は自然災害による全ての損失を補償してくれない
米国で2020年に最も被害額が高かった自然災害上位3位



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2021年3月31日現在
出所: 米国保険情報協会、AB

ず、保険だけでは十分ではない。というも、商業施設に対する連邦洪水保険の価値は、通常、不動産の価値に比べてわずかだからだ。民間の補完保険は高額で、多くの借り手は自家保険(保険会社との契約に頼らず自ら一定額を積み立てる)を選択する。加えて、最近の暴風雨は過去に比べて激しく、頻繁に発生しており、洪水地帯に分類されていない地域でも、深刻な洪水被害を受けることがある。

海面上昇による洪水は沿岸地域で懸念されているが、高潮の通り道にもなっている可能性のあるハリケーン多発の沿岸地域ではさらに警戒する必要がある。例えば、2017年にハリケーン「ハービー」が米国テキサス州を襲った際、被害額は1,250億米ドルに達した事例がある。被害のほとんどは洪水に関連したものだったが、多くの物件が連邦危機管理庁(FEMA)の洪水ゾーンの外にあったため、保険での補償は300億米ドルでしかなかった。最近の暴風雨は、気象パターンの変化が内陸部にも深刻な影響を与えることを示しており、米国ではほとんどの地域で懸念事項が重複してきて、今や山火事や干ばつ、地震にさらされるのは西海岸地域だけとは言えなくなっている。

気候変動の影響で自然災害の頻度が高まり、壊滅的な被害が発生する中で、問題は深刻なレベルに達していると言っている。米国海洋大気庁(NOAA)によると、2020年には10億米ドル規模の気象・気候災害が22件発生したが、これまでの年間記録の16件を大きく更新している。

物件に対するリスクは高まる一方、ハザード保険が解決策にはならない。この良くない流れを考慮しなくてはならない。

気候変動リスクの現実的な評価

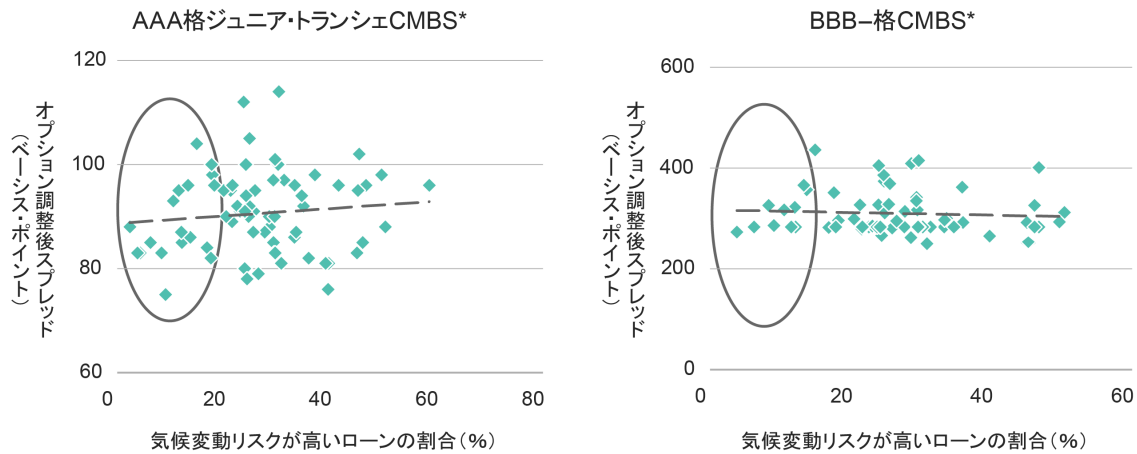
気候変動リスクのある物件をすべて回避することや、気候変動リスクの高い州の物件を除外することも、あまり現実的な解決法ではない。気候変動リスクが高い物件は、カリフォルニア州が3,743件で全米トップ、次いでフロリダ州、テキサス州となっており、これらの人口密度の高い州はCMBS案件全体の25%以上を占めている(次ページの図表2)。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、地域ごとに特定の種類の災害を考慮したモデルに基づいて、個々の不動産のリスクを定量化するアプローチが有効だと考えている。このような詳細な分析を行うことで、投資家はCMBSのリスク・エクスポージャーをより深く理解し、リスクの高い案件に対してより良い価格を要求したり、完全に回避したりすることができる。

単一のローンであれば、一般に公開されているデータを用いて評価を行うことができる。多くの投資家は、LEED認証(Leadership in Energy and Environmental Design、米国グリーンビルディング協会(USGBC)が開発した環境性能評価の認証プログラム)を受けた物件への投資を積極的に求めている。市場がこれらの証券をグリーンとみなしているためだ。LEEDは、健康的で高効率かつコスト削減可能な建物のためのフレームワークを提供しており、LEED認証は持続可能性のレベルに応じて異なる認証のレベルが与えられる。

グリーンな投資機会は魅力的だが、それだけでは十分ではない。物件のLEED認証は、気候関連の投資分析の出発点に過ぎず、他の脅威をカモフラージュしてしまう可能性がある。LEED認証を受けた建物であっても、周辺地域の環境にも影響を受けるからだ。

【図表3】 現在のCMBSの価格には気候変動リスクは織り込まれていない



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 格付けはムーディーズ、S&P、フィッチ、クローラ、DBRSの定義に基づきます。
 *組成時
 2021年6月30日現在
 出所:RMS、Trepp、AB。以下の「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならぬこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公表閲覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

	S&Pグローバル・レーティング	ムーディーズ・インベスターズサービス	フィッチレーティングス
格付会社グループの呼称等について	格付会社グループの呼称:S&Pグローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) + グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)	格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。) + グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)	格付会社グループの呼称:フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) + グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「フィッチ・レーティングス」の付与した信用格付のうち「フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(http://www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(www.standardandpoors.co.jp/unregistered)に掲載されております。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodyys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。	フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/jp/)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。
信用格付の前提、意義及び限界について	S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&Pは、信頼しうる判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができると十分な品質および量の情報が確保されていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュデリゼーションまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行いません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現できません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接的対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的順位に依拠する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等情報に依拠すると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

当情報は、2021年6月30日にライオンズ・バースタイン・ワシントン・パートナーズ株式会社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。詳しくはS&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社、ムーディーズ・ジャパン株式会社及びフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。