



# 需給のギャップについて考える 商業用不動産ローンと保険会社の投資機会

クラーク・コービー (アライアンス・バーンスタイン・リミテッド)  
欧州商業用不動産デット 最高投資責任者 兼 責任者

リチャード・ロバーツ (アライアンス・バーンスタイン・リミテッド)  
EMEA&APAC保険ビジネス・ディベロップメント 共同責任者 兼 EMEA&APAC保険ソリューションズ ディレクター

商業用不動産市場の地殻変動が進んでいる。金利水準が高まり、不動産のバリュエーションが下方修正される中、伝統的な貸し手である銀行は規制強化の流れから、貸出姿勢や与信基準を厳格化させている。一方、商業用不動産のエクイティ投資家によるローン需要は続いており、今後ますます強くなるとみられ、オルタナティブ・レンダーにとっては、そのギャップを埋める絶好の機会が到来している。

商業用不動産のプライベート・デット市場における投資機会は、固有の課題に直面している保険会社にとってとりわけ魅力的だ。この資産クラスは、ライアビリティ・マッチングやソルベンシー規制に対応する保険会社に対して魅力的なリスク調整後リターン<sup>1</sup>の獲得機会を提供することが可能である。

この投資機会が特に魅力的なのは欧州であり、同地域ではこれまで銀行が商業用不動産の貸し手の中心であったが、規制強化の流れから商業用不動産に対する規制強化の流れから商業用不動産向けのローンが着実に減少している。そのため、借り手はオルタナティブ・レンダーとの関係構築に動いており、これら貸し手はより優位な条件や高いリターンを求めて交渉できるようになっている。このようにして、保険会社は商業用不動産ローンへの選別投資を通じ、足元の環境下でも効果的に不動産のエクスポージャーを取ることが可能である。さらに注目すべきポイントは、商業用不動産ローンへの投資は、信用力水準やデュレーションが近い公募債券への投資と比べ、より魅力的なリスク調整後リターン<sup>1</sup>の獲得機会にもなることである。

## 商業用不動産市場は単一な市場ではない

商業用不動産ローンは多様かつ複雑な資産クラスであり、機関投資家のポートフォリオが抱えるさまざまなニーズを満たすことができる可能性がある。2022年にMSCIが発表したところによると、投資ユニバースは世界全体で19兆5,000億米ドルに達するとの見通しを示した。<sup>1</sup>これは中国の経済規模を上回り、米国に迫る水準である。

マクロ環境が変化する中、商業用不動産市場が課題に直面していることは否定できない。しかし、商業用不動産には多くのサブセクターがあり、サブセクターや所在地によっても、状況や見通しに大きな違いがあるため、商業用不動産市場を1つの単一セクターとして見るべきではない。

新型コロナウイルスのパンデミックによって、オフィス・セクターは厳しい環境が続いている。勤務形態に変化が生じたため、多くのテナントが既存の賃貸スペースの利用方法を変えざるを得なくなっており、商業用不動産市場における当セクターに対する評価は構造的に変化した。しかし、オフィスの状況は地域によって異なる。例えば、欧州のオフィス稼働率は、ハイブリッド型の勤務形態が定着している米国よりもかなり高く、オフィス・セクター内でもファンダメンタルズの状況は様々ではない。

オフィス以外では、産業用施設やホテルなど堅調なファンダメンタルズを維持する物件タイプは多く存在している。物流施設やデー

1 出所: MSCI <https://www.msci.com/documents/10199/9bfc5e27-67d0-48c7-c37e-7f72652d1406>

タセンターは、インターネット上での消費拡大やクラウド事業の成長を背景に、ここ数年で大きな成長を遂げている。

商業用不動産は個性が非常に強く、同一のリスクプロファイルを有する物件はない。物件タイプや地域が同一であっても、ファンダメンタルズの状況は個々の不動産によって異なる。

## 貸し手にとって優位な環境

上述のとおり、金利上昇は多くの商業用不動産ローンのリスクを高めたほか、規制強化の流れから銀行の貸出意欲は低下しており、不動産投資家はこれまでの規模でローンの提供を受けることが難しくなっている。こうした環境は、投資資金を持つオルタナティブ・レンダーにとって魅力的な機会をもたらしている。

特に商業用不動産のエクイティ投資と比較した場合、足元の環境下ではレンダーとして不動産エクスポージャーを取ることにメリットがより大きいと考えている。ローンは裏付不動産を担保に取っている。その担保は本源的価値を有しており、たとえ現時点でキャッシュフローを生んでいない物件でも将来期待できる価値が存在している。

また、商業用不動産ローンは原則として変動金利で組成されており、貸し手は金利が長期にわたって高位に留まる環境で大きな利益を得ることができる。さらに、銀行の貸出意欲が低下する中、これまでオルタナティブ・レンダーをあまり必要としていなかったような、特にクオリティの高い不動産投資スポンサーとの取引機会も増すとみられ、保守的なストラクチャリングを通じて、より魅力的で安定したインカムや絶対リターンを機会できる機会が増している。

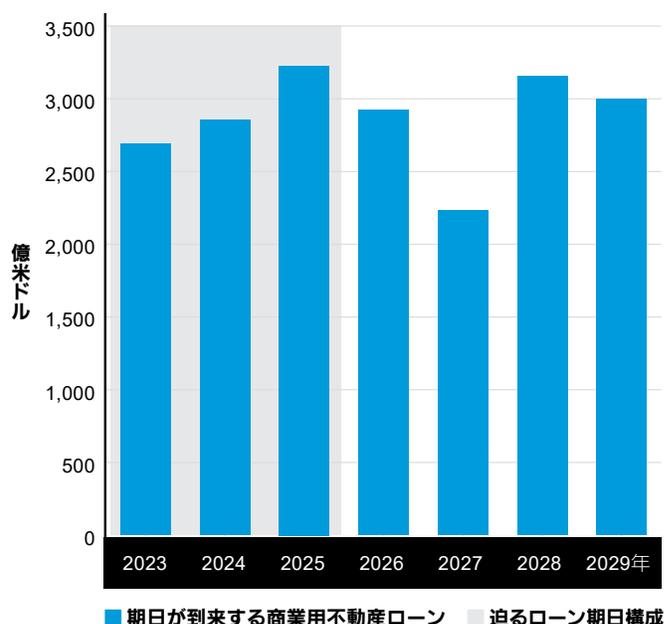
最後に、レンダーは資本構造の上位にあり、エクイティ投資家の厚い資本のクッションによってバリュエーションの低下から守られている。金利が長期にわたり上昇し、バリュエーションが一層抑制される環境においても、ローン投資が引き続きリターンを生み続けることを示唆している。エクイティ投資家は資本構成の下位に位置するため、不透明な環境下、損失を被るリスクが高く、極端な場合には投資が完全に毀損することさえあり得る。

## 保険会社にとっての投資機会

保険会社にとって、レンダーになることの利点に加え、マクロ環境、ソルベンシー、商業用不動産ローン投資のリスク・リターン特性を踏まえれば、今、この資産クラスへの新規投資や、配分引き上げを検討する好機だと思われる。商業用不動産の個別性の強さや、地域間の商業用不動産市場のトレンド、ファンダメンタルズの実態を理解している参加者は、最も多くの投資機会を手にすることができそうだ。

欧州商業用不動産市場では、ローンの返済期日がある程度分散されているが、2025年末にかけて増加傾向にあると分析している。欧州では2023年だけで2,500億ユーロを超す商業用不動産ローンの元本が満期を迎え<sup>2</sup>、英国で満期を迎えるローンも合わせると、その額は3,900億ユーロに膨れ上がる。2025年末までに欧州全域で満期を迎えるローンの総額は9,000億ユーロ近くに達すると推測される(図表1)。よって、リファイナンスに関連したローン需要は拡大するとみている。

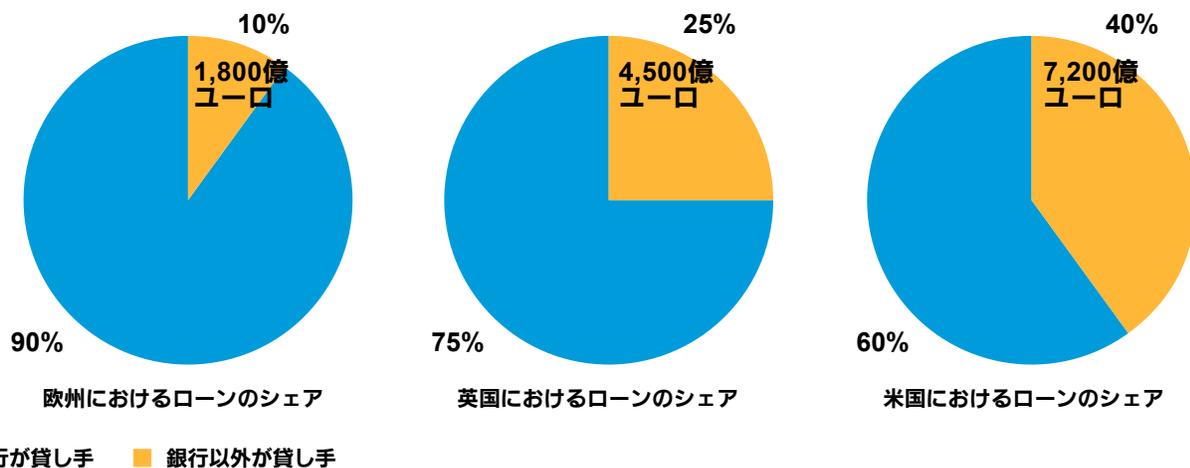
図表1:ローン期日の到来が近づく  
欧州の商業用不動産ローン:返済期日年ごとのローン残高予想



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。予想は今後変更される可能性があります。2022年3月31日現在 | 出所: ベイズ、ブルームバーグ、AB

2 ここに記載されたいかなる予測や予想も仮定であり、予告なく変更される場合があります。実際のデータは変化し、ここに反映されない可能性があります。

図表2: 欧州商業用不動産市場におけるオルタナティブ・レンダーの成長機会



過去の分析や現時点の予測は将来の運用成果等を保証するものではありません。

2020年3月31日現在 | 出所: ファクトセット、S&P、AB

### 銀行のシェアは後退

これまで欧州商業用不動産市場において物件購入資金の大半を提供してきたのは大手銀行であった。オルタナティブ・レンダーが参入し始めたのは2008年の世界金融危機以降で、これは銀行監督当局が銀行が維持すべき自己資本比率を引き上げ、システムリスクを抑えるために大手銀行の事業や資産に対する規制や監督を強化したことが背景にある。それでも、欧州における大手銀行は英国や米国の銀行に比べ、商業用不動産投資向けファイナンス分野で大きな存在感を維持してきた。

だが、欧州連合 (EU) が国際的な自己資本比率規制「バーゼルIII」を施行し、銀行が組成する商業用不動産ローンに求める資本を引き上げたことで、欧州の銀行による融資は縮小し始めた。欧州銀行監督機構は、最低所要自己資本の引き上げにより、合計1,250億ユーロの資本が不足する可能性がある<sup>3</sup>とみており、銀行にとって、全体の融資を減らす以外にほとんど選択肢はなくなっている。

こうした規制強化の流れは、欧州商業用不動産ローンの新規組成の約10%を占めているオルタナティブ・レンダーに投資機会をもたらすことになりそうだ (図表2)。欧州の銀行のシェアが10%低下すれば、オルタナティブ・レンダーのシェアはほぼ倍増する計算になる (以前の記事『A Lender’s Market in 2023』 (英語) 参照)。欧州における銀行以外の貸し手によるローン組成のシェアが英国と同じ4分の1に達すれば、商業用不動産市場に提供される流動性は約2,700億ユーロ拡大するとアライアンス・パーンスタイン (以下、「AB」) は推測している。米国における銀行以外の貸し手のシェアと並ぶためには、欧州の銀行以外の貸し手は、ローン組成規模を現在の4倍に拡大する必要がある。それは、彼らにとって成長のアップサイドが非常に大きいことを示唆している。

### 商業用不動産ローンに投資すべき理由

商業用不動産ローン投資は、損失リスクを抑えながら、エクイティ投資と似たリターンをもたらす可能性がある。銀行の貸出意欲が後退する中、オルタナティブ・レンダーは、ファンダメンタルズがより安定する不動産に対してローンを組成することができる。流動性のないプライベート・デット投資であるため、非流動性プレミアムがローン・スプレッドに上乗せされるだけでなく、案件固有のリスクを正確に反映させた高いスプレッドでローンを組成することができる。また、案件によって異なる固有のダウンサイドリスクを抑制するため、レンダーに優位なストラクチャリングをローン契約締結において交渉することも可能である。

足元の環境下、オルタナティブ・レンダーは、不動産投資のスポンサーである借り手に多くのエクイティ出資を求める傾向にあり、バリュエーション低下によるダウンサイドリスクをさらに抑制することが可能である。最近の案件では、資産に対するローンの比率を示すローン・トゥ・バリュー (LTV) は60~65%の水準に抑制されている。新型コロナウイルスのパンデミック前は、一部でLTV80%の案件も見られたが、足元は大幅に低下している。その結果、担保である裏付不動産のバリュエーションの低下を吸収する資本のクッションが増している。

銀行が商業用不動産ローンを抑制しており、オルタナティブ・レンダーはキャッシュフローに関するコベナンツをローン契約に定めるなど、より強固なストラクチャリングの交渉が行いやすくなっている。借り手が事前に定められた目標を達成できなければ、ローン・スプレッドを引き上げたり、さらなるエクイティ出資を借り手に求めたり、追加での不動産投資を規制することなどができる。欧州ではキャッシュフローとバリュエーションの2種類の財務コベナン

3: 欧州銀行監督局 ([www.europa.eu](http://www.europa.eu))

ツがローン契約に盛り込まれることが一般的であり、米国の商業用不動産ローン市場よりも強固なストラクチャーとなる傾向が過去からみられる。また、保険会社が求めるようなリスク選好度に応じたローンのストラクチャリングも欧州商業用不動産市場では可能である。こうした取り組みは、ローンのボラティリティ抑制につながるだろう。プライシングとリスク水準は、借り手であるスポンサーの不動産投資実績、担保に取る裏付不動産のクオリティや稼働状況など、複数の要素によって決定される。欧州の商業用不動産ローンのリスク・リターン特性は、保険会社が求める水準を満たすことができると考えている。

### 商業用不動産にかかわるエクスポージャーを拡大すべき時期か？

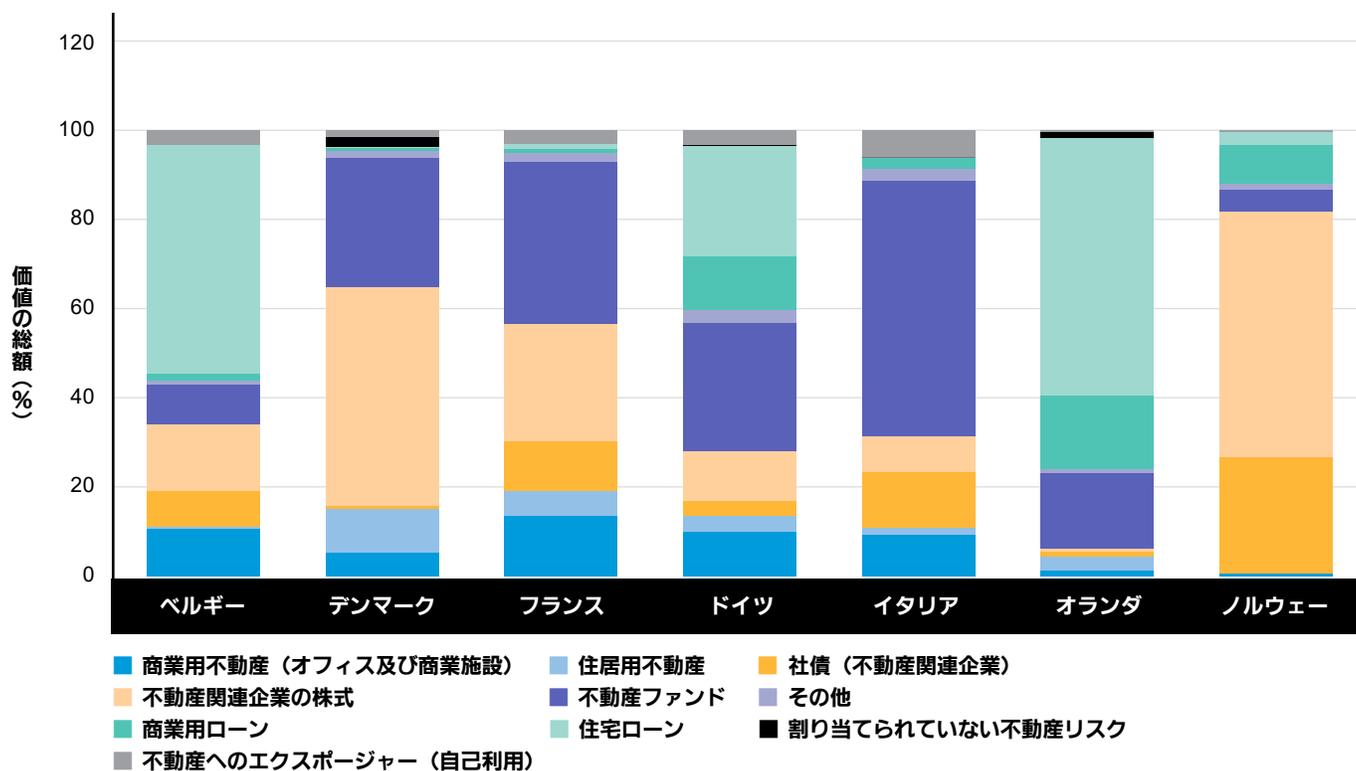
保険会社はどのような理由で商業用不動産へのエクスポージャー積み増しを検討しているのだろうか？ABと保険会社との対話から、主に2つの動機が浮かび上がった。

- 保険会社は現物資産の直接所有を通じ、すでに不動産に投資している。一部の保険会社はより効率的なエクスポージャーの取り方を求めており、現在の市場環境を踏まえ、既存の不動産エクスポージャーを再配分する方法や、別の不動産関連資産にもっと効率的に新規資金を投入する方法について検討している。

- プライベート市場への投資を見直そうとしている保険会社もある。ここ数年、多くの投資家がパブリック市場への投資を減らす一方で、プライベート投資を拡大してきた。今日の高金利環境を踏まえ、一部の保険会社はプライベート資産への投資から得られるプレミアムが、流動性を犠牲にすることに見合うほど十分な水準であるかどうか検証したり、現在保有している資産よりも好ましいタイプのプライベート資産があるのではないかと検証している。

まず前者から考えてみよう。保険会社は現物不動産に投資することで不動産エクスポージャーを取ってきた長い歴史がある。今日では、現物不動産の保有だけでなく、商業用不動産ローン投資や、不動産企業の社債や株式または個人向け住宅ローンに投資したりするなど、数多くの選択肢がある。現在の投資環境は、多くの保険会社に対し、不動産関連資産への投資から得られる期待リターンがリスクを完全に補うものであるかどうか見直すよう促している。

図表3: 欧州の保険会社による不動産関連資産へのアロケーション



2022年12月現在 | 出所: 欧州保険年金監督局、AB

まず、現時点における欧州の保険会社による不動産関連資産のエクスポージャー内訳を見てみよう（前ページ図表3）。保険会社の拠点によって状況は異なっている。北欧の保険会社は一般的に不動産会社の株式を好むが、オランダの保険会社は国内の住宅ローンを大量に保有している。フランスとイタリアの保険会社は不動産ファンドを通じて多く投資を行っている（ただし、欧州保険・企業年金監督機構（EIOPA）のデータでは、「不動産ファンド」は資産クラスではなく投資ストラクチャーとして扱われているため、これはやや曖昧な分類である）。

## ソルベンシーの観点：デットとエクイティの比較

これらの資産はすべて不動産と関連がある。しかし、これらはEUの規制枠組みであるソルベンシーIIの異なるモジュールに基づいて評価され、保険会社は1年間に最も極端な損失が生じるシナリオが発生した場合に、99.5%の確率で存続するために必要な資本を保有することを義務付けられている。デットとエクイティの扱いには明確な違いがある。こうしたソルベンシー評価の相違は、それぞれの不動産関連資産に付随する実際のリスクにばらつきがあることを示唆している。

現物不動産投資は、不動産サブモジュールの下で25%のソルベンシー要件資本（SCR）、つまり資本チャージを課されるのに対し、先進国の株式に対するSCRは38%強となっている。<sup>4</sup>

デットの分野では、社債と商業用不動産ローンはスプレッド・リスク・モジュールに基づいて扱われる見込みだが、異なるサブセクションに属することになりそうだ。社債の資本チャージはデュレシ

ョンと信用格付けによって左右される。商業用不動産ローンは通常、外部信用評価機関（ECAI）によって格付の付与を受けていないため、デュレシ

住宅ローンはさまざまな基準を満たすことを条件に、市場リスク・モジュールの外でカウンターパーティー・リスク・モジュールに基づいて評価される。その資本チャージはデフォルト時損失率（LGD）の15%と定められている。LGDはローンの価値からリスク調整後不動産価値の80%を差し引いた水準と定義されている。さらに、不動産のリスク調整後の価値は市場価格とみなされ、25%の価値ストレスが適用される。その結果、資本チャージはLTVが100%の場合は6%だが、LTVが60%以下のローンでは0%となる。

ソルベンシーの観点からどの資産への投資効率が高いか、ABは予想利回り（インカム）と要求資本チャージを比較測定している。前者がこの式の分子、後者が分母となる。この数値が高いほど、使用される資本1単位当たりのインカムが高くなることを意味する。

商業用不動産ローンはどうだろうか？投資効率はかなり高いことが分かった。保険会社にとって、商業用不動産ローンはソルベンシーの観点から投資効率が高く、90%を超える結果となった。これは住宅ローンを除き、他の不動産関連資産を大きく上回っている（図表4）。

なお、住宅ローンのソルベンシー効率が低い主な理由は、規制当局が保険会社に対し、不動産関連資産への投資において一般的に用いられる市場リスク・モジュールではなく、カウンターパーティー・リスク・モジュールに従って資産を評価するよう求めているからだ。

図表4:ソルベンシーを踏まえた不動産関連資産の投資効率は資産によって異なる

資産クラス	SCR水準	SII モジュール	予想利回り	ソルベンシー効率
現物不動産	25%	不動産リスク	6.0%	24%
社債（不動産関連企業）	12.5%	スプレッドリスク	5.0%	41%
不動産会社の株式	38%	株式リスク	5.2%	14%
欧州の商業用不動産ローン	9.0%	スプレッドリスク（無格付）	8.5%	94%
欧州の住宅ローン	2.25%	カウンターパーティーリスク	4.1%	182%

不動産会社の社債=2023年6月30日時点のパークレイズ・ユーロ・アグレゲート指数、フィナンシャル指数、REIT指数；デュレシ

4 先進国市場では株式に39%のチャージが課されますが、現時点における対称的な調整（-0.74%）により、最終的なチャージは38%強に縮小されます。

保険会社が保有する住宅ローン資産は、国によって多少の違いがあり、特定の市場属性や嗜好によって左右される。

- オランダでは、住宅ローンの半分以上をカバーする全国住宅ローン保証制度があるため、国内の保険会社にとって住宅ローンは魅力的な投資対象となっており、保険会社は他の欧州諸国の同業他社に比べ、住宅ローンの提供に大きな役割を果たしている（オランダ中央銀行の調べでは、同国の保険会社のシェアは約15%に達し、他の欧州諸国の2.5~5%を大幅に上回っている）。
- 一時払い年金の分野で積極的に事業展開している英国の大手保険会社は、通常、エクイティ・リリース・モーゲージを通じて大規模なエクスポージャーを取っている。マッチング調整ポートフォリオでモーゲージのプールを保有できるようにするため、オリジネーション、アグリゲーション、証券化を行うとともに、構造的要素を追加できる体制を整えてきた。それにより、保険会社は通常のリスク・フリー・レートよりも有利な割引率で長期負債のバリュエーションを割り引くことができる。これは小さなことではない。

しかし、保険会社にとって住宅ローンに参入したり撤退したりするのは容易なことではない。この市場に参入するには、大規模なインフラやオリジネーションに関するパートナーシップが必要である場合が多い。そうした理由から、英国やオランダ以外における保険会社のエクスポージャーは限られている。

商業用不動産ローンではこうした問題は発生しない。魅力的な利回りや比較的低い要件資本により、保険会社はソルベンシー資本をかなり有効に活用することができる。

## アジアの保険会社にとっての市場環境

アジアではさまざまな市場が、独自にリスクベースの資本フレームワークの草案作成に向けて動き出したり、その最終案をまとめたりしようとしている。それにより、アジアの保険会社はソルベンシー効率と資産・負債管理に向けた詳細なアプローチを取り入れようとしている欧州の保険会社に近づくことになりそうだ。

多くの制度は、保険監督者国際機構 (IAIS) の保険資本基準 (ICS) 2.0の枠組みをベースに策定され、各国の市場の特徴を反映させるため、それに若干の変更を加えたものとなりそうだ。ICS2.0に基づき、商業用不動産ローンの資本要件は3つの方法で扱われる可能性がある。:

- ローン・トゥ・バリュー (LTV) とデット・サービス・カバレッジ・レシオ (DSCR) の関数として導き出される
- LTVのみの関数として導き出される
- LTVやDSCRに基づかない

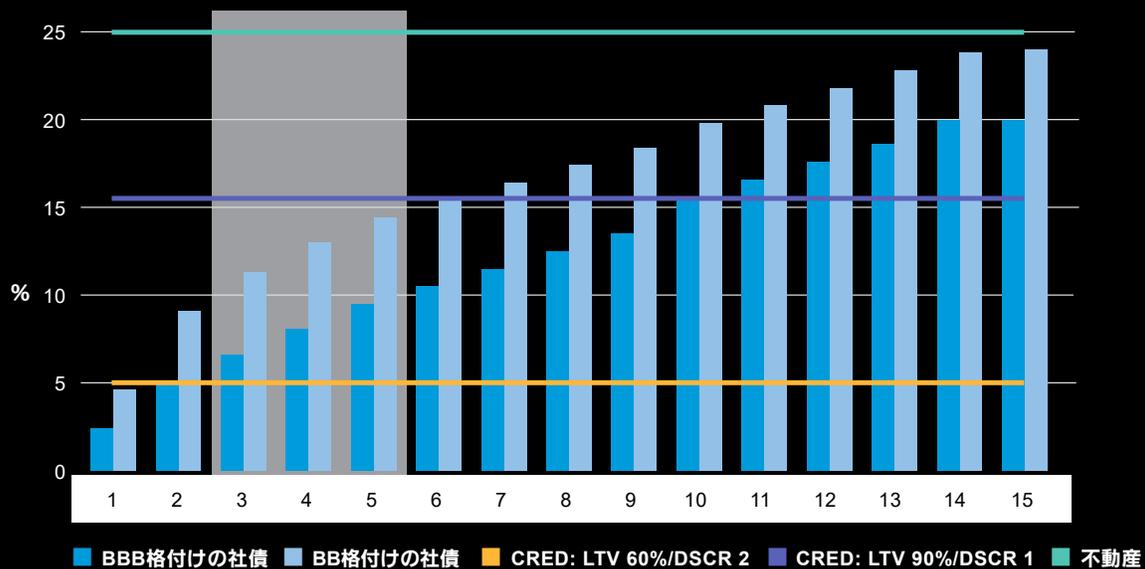
アジア地域では、上場企業の社債や現物不動産を直接保有することに比べれば、商業用不動産ローンはソルベンシー資本をかなり効率的に利用するツールとなる。LTVやDSCRにもよるが、その資本チャージはおおむね5～15%となる。それにはシニアからメザニンまで、あらゆるタイプのローンが含まれる。留意点としては、時間と共に変化し、近年は保険会社が資産配分を決定する際に考慮する重要な要因である為替ヘッジの影響が含まれていないことだ。

社債の資本チャージはデュレーションと信用格付けに基づいており、青い棒グラフの最初（左側）が投資適格社債、2つ目（右側）がハイイールド社債である。商業用不動産ローンと現物不動産は格付けされていないため、資本チャージはデュレーションのみの関数で、横線で表示されている。

商業用不動産ローン（CRED）の大半を占めるデュレーション3～5年のセグメントを見ると、引き受け審査が慎重に行われたローンは、公募社債市場におけるデュレーションが同じBBやBBB格付けの債券よりも資本要件の低いことが分かる。このことは、アジアの保険会社がリスクベースの資本ソルベンシー規制に適用していく中で、この資産クラスがより注目を集める可能性が高いことを物語っている。

## 商業用不動産の比較

ICS 2.0—提案されている資本チャージ



2023年9月現在 | 出所: IAIS インシュランス・キャピタル・スタンダード 2.0, AB

図表5:すべてが同じではないー不動産関連資産のリスクとリターンの比較イメージ

資産クラス	担保	市場へのアクセス しやすさ	流動性	価格上昇の可 能性	インフレヘッジ の可能性
現物不動産	—	中程度	低い	あり	高い
社債（不動産関連企業）	なし	高い	中程度	非常に低い	低い
不動産会社の株式	—	高い	高い	あり	高い
商業用不動産ローン	あり	中程度	低い	非常に低い	中程度
住宅ローン	あり	低い	非常に低い	非常に低い	低い

2023年9月現在 | 出所: AB

## リスクについて

次に、それぞれの不動産関連資産の特性について幅広く検証してみよう。なぜなら、保険会社がどんな不動産リスクを負っているかは、インカムや自己資本に関する要件以上に大きな影響を与えるからだ（図表5）。

現在の環境では、商業用不動産ローンの特性がとりわけ魅力的に見える。抑制されたLTV水準で組成されたローンは、不動産市場で発生し得る非常に大きなストレスに耐えることが可能である。不動産市場の先行きに懸念を抱く保険会社にとって、こうしたクッションは非常に魅力的だ。担保の存在も大きい。借り手が返済できなかったり、完全な債務不履行に陥ったりした場合に差し押さえることができる不動産担保が付いているのは、商業用不動産ローンと住宅ローンだけである。

借り手に対するコントロール力も考慮すべき重要な点である。商業用不動産関連の公募社債や企業に対するダイレクト・レンディングなどでは、通常、大規模なシンジケートの一員として参加することが多い。シンジケートである以上、他の参加者と協調しながら意思決定しなくてはならない。それに対し、商業用不動産ローンでは、多くの場合、貸し手は議決権や意思決定権を完全に確立している。何らかの問題が発生した場合、貸し手は自らの利益を守るべく、借り手や発生した問題に対して積極的にアプローチし、投資資産の保全強化に対して機動的に対応することが可能である。

また、商業用不動産ローンではコベナンツが信用リスクのダウンサイドを抑制している。

変動金利もインフレから資産を守る役割を果たしている。なぜなら、インフレ率の上昇を食い止めるため金利が引き上げられれば、ローンの金利も上昇するからだ。それに対し、社債や大半の住宅ローンは固定金利であるため、インフレから資産価値を守る効果があまり期待できない。

商業用不動産ローン市場に新規参入するのは簡単ではなく、すぐにできるものでもない。管轄区域の法律、オリジネーション能力、ストラクチャリングに関する専門知識などは、それぞれ異なっている。また、魅力的な案件を見つけ出すために必要な情報源や関係を開拓するには時間がかかる。しかし、保険会社はこの資産に精通しており、求める要件を満たす投資が可能な運用会社と手を組めば、それらは大きなハードルとはならないだろう。

保険会社が不動産関連資産へのエクスポージャーをどのように取るかは、会社によっても様々であり、達成したいと考えているゴールに左右される。しかし、今日の市場環境においては、商業用不動産ローンには、投資検討すべき大きな妥当性があると考えている。

## パブリック vs プライベート投資

最後に、商業用不動産ローンが公募市場における同等の投資対象と比べ、魅力的な利回りプレミアムを提供しているかどうか、そして、それがソルベンシーの観点からどうか、について考えてみたい。

「[Has the Market Reshuffled the Public-Private Mix for Insurers](#)」と題するレポートでは、パブリック市場とプライベート市場への投資比率に関するABの見解を紹介し、短・中期的に考慮すべき3つの点に焦点を当てた。

- プライベート資産の潜在的リターンは上乗せされたリスクを十分に補っているか？
- 特定のプライベート資産はリスクの分散やバランスシートの強化に役立つか？
- これから流動性のない資産に投資する余力があるか？

ここまで述べてきた商業用不動産ローンのリスク特性や、非流動的な資産を保有する保険会社の投資余力を踏まえ、1つ目の点に注目したい。図表6では、商業用不動産ローンの利回りとスプレッドについて、デュレーションが同等の3種類の通貨（ユーロ、ポンド、米ドル）建ての投資適格社債及びハイイールド社債と比較している。

欧州の商業用不動産ローンは、公募市場におけるBBB格の社債よりもソルベンシー要件資本がわずかに高いが、代わりに利回りがはるかに高く、スプレッドも大きい。また、BB格の社債と比べても利回りが高く、スプレッドが大きい一方で、資本チャージは少ない。

商業用不動産ローンはスプレッドのリスク・モジュールの中で無格付けの資産として評価されるため、原則、その資本チャージはデュレーションに影響されるが、保険会社は商業用不動産ローン担保物件の資産価値をベースにソルベンシー要求資本において有利な扱いを受けられる場合もある。ただ、それには対象不動産が数多くの条件を満たす必要があり、実際にはそのようなケースはほとんどないため、ソルベンシー要求資本を算出する上で、担保が信用力に与え得る影響は考慮していない。

次のページの図表7では、ソルベンシー要求資本を利回りやスプレッドの観点から、商業用不動産ローンと主な公募社債ごとに比較している。

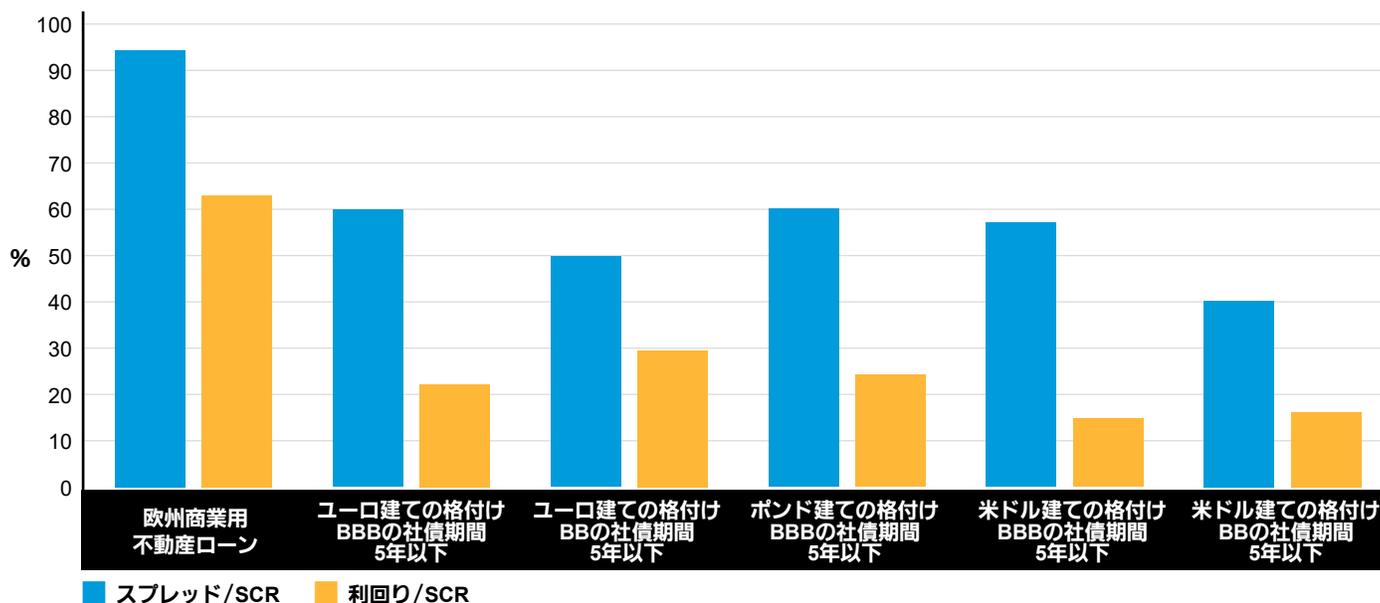
図表6:商業用不動産ローンVS.デュレーションが類似する公募社債

資産クラス	利回り	ユーロでのヘッジ後利回り	スプレッド	SCR
欧州の商業用不動産ローン	8.50%	8.50%	567	9.0%
ユーロ建てのBBB格の社債: 期間5年以下	4.49%	4.49%	166	7.5%
ユーロ建てのBB格の社債: 期間5年以下	6.37%	6.37%	378	12.8%
ポンド建てのBBB格の社債: 期間5年以下	6.73%	4.69%	189	7.8%
米ドル建てのBBB格の社債: 期間5年以下	5.73%	4.17%	108	7.3%
米ドル建てのBB格の社債: 期間5年以下	6.98%	5.59%	225	13.9%

2023年7月現在 | 出所: パークレイズ、EIOPA、AB

図表7:ソルベンシー要求資本を踏まえた各資産の魅力度

欧州商業用不動産ローンと公募社債の比較



2023年7月現在 | 出所: パークレイズ、EIOPA、AB

どちらの指標でも、商業用不動産ローンは、デュレーションや信用力が同等とされる公募社債よりも魅力的に見える。

デュレーションや信用格付以外の部分で、商業用不動産ローンが追加の潜在的なリスクを抱えているか、またそれに見合う十分なリターンが期待できるのか、保険会社は当然ながら確認しようとするだろう。しかし、リスク要素ごとのリターンを定量化することは難しい。明らかなリスクとして挙げられるのは、流動性の差である。

欧州の商業用不動産ローンの利回りは、本稿で取り上げた他の公募社債に比べ、1~3%高い水準にある。ABの経験に基づけば、これは多くの保険会社がパブリックからプライベート投資に移行する際、「非流動性プレミアム」として要求しているハードルを満たしているか、それを上回る水準にあると考えている。

こうした観点から見れば、欧州の商業用不動産ローンのリターンは、プライベート投資に余力があり、関心の高い保険会社にとって、魅力的な投資資産であるとABは考えている。ABの見解では、流動性が乏しい点は、マイナス要因でもあるが、それを補う潜在的な高いリターンやローンに対する高いコントロール力によって補うことができる。これらは、借り手が苦境に陥った場合に重要な役割を果たす。

## まとめ

欧州では商業用不動産向けローン市場において、伝統的な貸し手である銀行に代わり、オルタナティブ・レンダーなどプライベートな貸し手の存在感が急速に高まっている。銀行が融資姿勢を厳格化させ、不動産ローンのエクスポージャーを縮小させようとする流れの中、市場のパワーバランスは借り手から貸し手にシフトしている。足元の環境下、貸し手は優位な立場で借り手に対し、より低いLTVやより高いスプレッドをローン組成交渉において求めやすくなっているため、商業用不動産ローンへ投資可能な機関投資家にとって非常に魅力的な市場が形成されている。

保険会社は、市場におけるこうした構造変化を生かす上で有利な立場にあるとABは考えている。特に魅力的な機会 は、市場から撤退しようとする銀行の動きが加速している欧州に存在している。商業用不動産ローンに対する資産配分の拡大は、保険会社の不動産関連エクスポージャーの維持に効果的な手段となる可能性がある。

また、同じようなリスク特性を持つ公募社債市場よりも高いリターンが期待できるほか、ローンストラクチャーなど損失を被る可能性を抑制する強力なサポート要因もあることから、保険会社は市場リスクに関するソルベンシー予算を効率的に活用することができよう。



当資料は、2023年11月28日現在の情報を基にAB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、投資助言としてみなされません。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。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。アライアンス・バーンスタイン及びABIには、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。

## 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。
- ・ 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。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、元金及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。上記の個別の銘柄・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

