

III 海外だより

米国不動産マーケットの現状

日本生命

岩田 和宏

（在ニューヨーク）

NIL Properties, Inc. 勤務

I. はじめに

周知のように、わが国の対米不動産投資は、ここ数年急速に増加し、米国の不動産マーケットにおける日系投資家の存在もすっかり定着した感がある。こうした対米不動産投資の急増は、米国の不動産マーケットが自由で、かつ魅力あるマーケットであることの証左であるとも言えようが、一方では、最近になって、不動産王トランプ氏の破産騒動、不動産融資焦げ付きによる貯蓄金融機関（S&L）の大量閉鎖・大手商業銀行の赤字決算等、業界周辺はにわかに騒々してなってきた。そこで、本稿では、まず、米国不動産市場のマーケットメカニズムについて簡単に説明すると同時に、マーケットの現状を概観し、こうした現状がもたらされるに至った背景について分析するとともに、今後の展望を試みたい。

II. 米国不動産市場のマーケットメカニズム

広義の米国不動産マーケットは、以下の三つのマーケットから成り立っていると考えられる。

- ① 賃貸（リーシング）マーケット
- ② 建築（コンストラクション）マーケット
- ③ 物件売買（セールス）マーケット

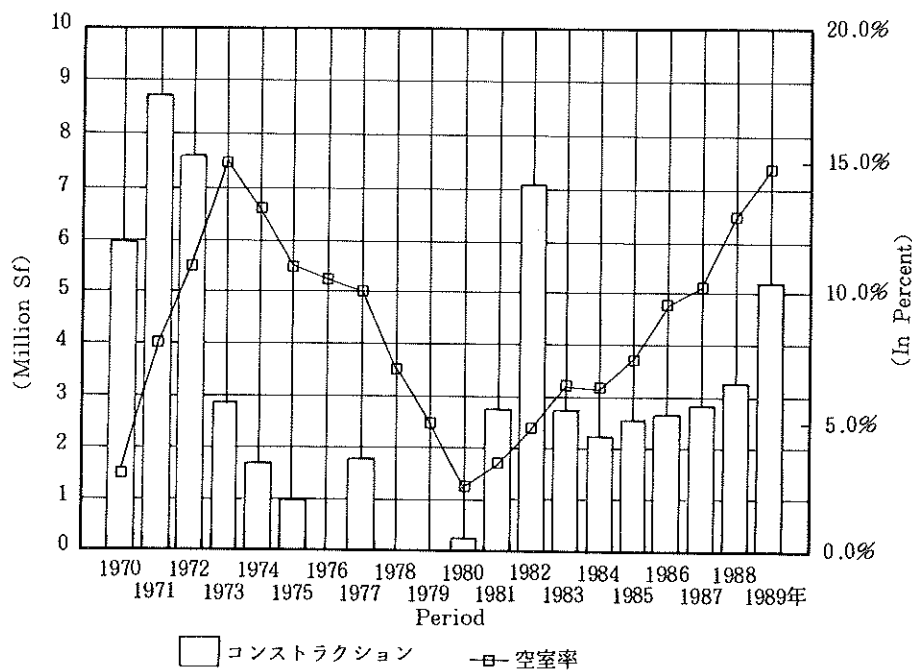
この三者の関係は通常、

- i) リーシングマーケットの需給バランスが崩れ供給過剰になると、空室率が上昇し、
- ii) テナント獲得のため、フリーレント等の提供により物件の収益性が悪化して、

- セールスマーケットがスローダウンし、
- iii) 一定のラグ（着工～竣工期間のズレ）を置いて、コンストラクションがダウンする。
 - iv) 一方、コンストラクションが下火になって、スペースの需給が調整され始めると、空室率が低下し、
 - v) 同時に、リース料の上昇等により物件の収益性が回復して、セールスマーケットも回復し、
 - vi) 引き続いて、コンストラクションが、やはり一定のラグを持って、上昇に転ずる。

というパターンを描いて機能しており、このマーケットのメカニズムが、一般には、“不動産マーケットサイクル説”として信じられている。表-1は、ニューヨーク・ミッドタウンのコンストラクションと空室率の相関グラフであるが、典型的にこうした関係（サイクル）が存在することがわかる。

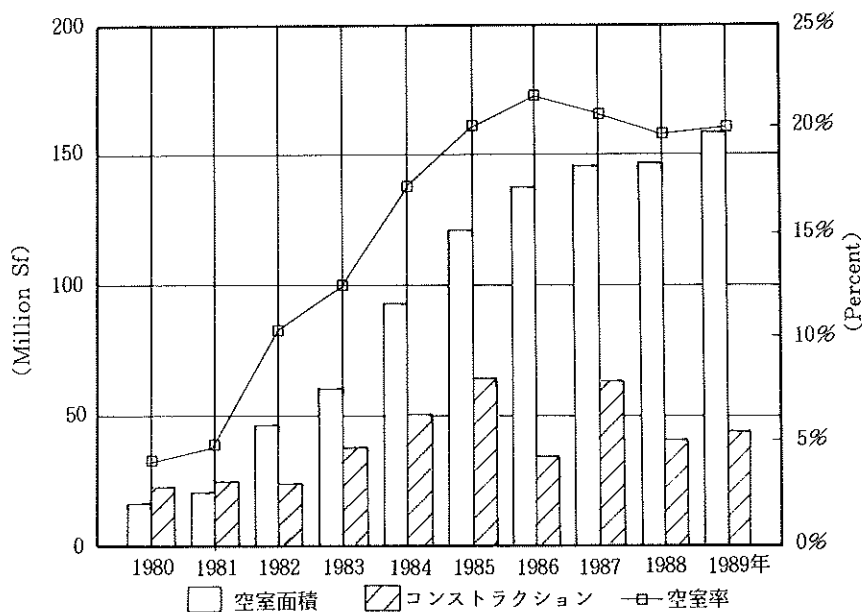
表-1



ところが、'80年代の全米主要26都市の空室率、空室面積の相関グラフをみると、'70年代末から'80年代初まで5%内外で安定していた空室率が、'82年を機に急上昇し、'86年以降は20%程度の水準で高位安定した状態が続いている。一方、供給（コンストラクション）面では'86年以降も、過去のパターンとは異なり、供給は急

激に減少することなく、供給過剰の状態が続いており、表-1に見たマーケットメカニズムが作用しなくなったかにみえる。そこで次章では、このように'86年以降も高水準の空室率の下で、コンストラクションがある程度続けられた背景について分析してみたい。

表-2



(資料) Coldwell Banker 他

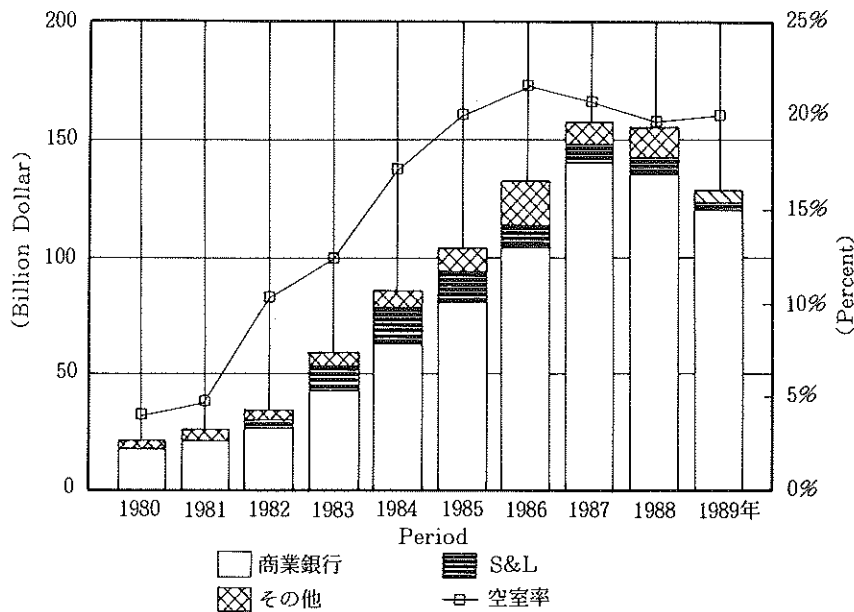
III. コンストラクションとその資金供給

米国では、不動産建築資金は、建築に伴う種々のリスク軽減という観点から、金融機関からの借り入れ（コンストラクションローン）で、賄われるのが一般的である。従って、金融機関の動向、とりわけ金融機関による貸出条件としての『着工前リース率』は、リーシングマーケット好況時には低く、不況時には高く設定されることから、開発業者による着工タイミングを通じてコンストラクションの促進、抑制の面で大きな影響力を与え、マーケットメカニズムの形成に深く関わっている。本章では、資金供給サイドから、コンストラクションの動きを追ってみたい。

(1) 建設融資の推移

米国金融機関の商業不動産向け建設融資は、'80年の215億ドルから、ピークの'87年には1,571億ドルに増加しており、実に年平均33%の増加を示している（表-3）。如何に大量の資金が不動産建設に向けられたかが、現解できよう。

表-3 商業不動産向け建設融資—新規貸出額推移(単位:10億ドル)



(資料) U.S. Dept. of Housing & Urban Development

機関別にみると、まず高金利下で資金の運用先に窮していた貯蓄金融機関(S&L)が、'80年代初頭に建設融資を大幅に伸ばしているが、'85-'86年に至り、南部サンベルト地帯の石油不況により、南部不動産マーケットが壊滅的打撃を被り、多数のS&Lが経営破綻したこともあって、急速に貸付額を減らしている。これに対し、建設資金の大半を供給している商業銀行は、この時期にも貸出額を引き続き増加させており、'89年に至りようやく減少の兆しが見え始めている。先に述べたように、'85年以降の空室率は20%程度で推移しており、通常のマーケット・メカニズムが働いていれば、ビル建設はストップすべき時期にきていたはずである。それにもかかわらず、ビル建設は比較的高水準で続き、それを資金面から支えたのは、商業銀行(Commercial Bank)であったと言えよう。

(2) 銀行による不動産融資急増の背景と展望

こうした銀行による不動産建設融資の急増がもたらされた直接的な原因としては、Garn-St. Germain法('82年施行)による、商業不動産融資枠の緩和(総資産の20%→40%)が挙げられるが、より基本的な要因としては、いわゆる証券化の流れの中で、一般企業が資金の直接調達をすすめ、銀行からの借入を減らしたこと、また、消費者金融等に於いて、ノンバンクとの競合が激化したこと、さらに、'80年代初頭から注力していた、中南米等への開発途上国融資、農地融資の行き詰り等により、新たな貸出先の確保が必要であったことが指摘できよう。

現在、米国商業銀行、およびS&Lは、自らその原因の一つを作った供給過剰の不動産マーケットの中で、不動産融資の焦げ付きに苦しんでいる。S&Lについては、サンベルトから始まった経営破綻の動きが北東部へ拡がり、昨年夏に連邦政府がRTC (Resolution Trust Corporation) という機構を設立し、閉鎖S&Lの資産肩代わりに乗り出したが、現在のところ、閉鎖S&Lの数は約500、資産額は2,400億ドル (37兆円—最終的には5,000億ドルに達するという予測もある) にも上っている。一方、商業銀行でも、全米上位23銀行に於ける商業不動産融資残高の内、'89年度末で7.1%が不良資産となっており、不動産融資の焦げ付きが10%を超える大手銀行もでてきている等、トラブルが表面化しつつある。

こうした状況に対処すべく、行政サイドも動きをみせ、RTCの設立と同時にFI RREA (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act) を制定し、不動産融資を初めとするリスクの高いローンは、1992年までに、自己資本の一定限度におさめるよう規制した。

以上のような流れの中で、今年になって建設融資縮小の傾向が顕著となってきた。長期に亘ったビル建設ブームも、ようやく沈静化への動きが見えてきたと言えよう。

IV. 米国不動産マーケットの今後の見通し

以上、コンストラクションマーケットを中心に、不動産マーケットを見てきたが、つぎに、リーシングマーケット、物件売買 (セールス) マーケットについて、概観し、今後の見通しについて述べてみたい。

(1) リーシングマーケット

リーシングマーケットは、高い空室率に応じてビル建設が止まるという、伝統的なメカニズムが働き始め、在庫が減る方向に向かっている。しかしながら、空前のビル建設ラッシュによってもたらされた在庫は依然として膨大であり、当面はテナント主導の軟調なマーケットが続くとの見方も強い。Salomon Brothers社では、全米ベースで空室率が健全な状態 (5%) に回復するには、約7.6年かかると試算している。

(2) 物件売買 (セールス) マーケット

セールスマーケットについては、二極分化が進んでおり、当面マーケットの停滞が見込まれる中で、今後この傾向はさらに強まると予想される。つまり、大都市中心部のオフィスビル、大規模ショッピングセンター等の優良物件については、軟調なマー

ケットにおいても比較的安定した収益が望めるため、引き続き投資家の関心を呼ぶと思われるが、一方、都市部でも、クラスB、クラスCとされる物件や、効外物件等その他の物件は、軟調なリーシングマーケットでの競争力に不安があるため、今後市況は停滞する可能性があるだろう。

V. 結び

'90年代の米国不動産マーケットは、これまで述べてきたように、当面軟調な推移が予想されることもあって、リーシング、コンストラクション、セールスいずれの分野に於いても、より専門性の強いマーケットになるといわれている。つまり、投資家サイドから見た場合、物件取得の際には、物件自体の評価のみならず、地域経済も含めたうえでの、長期的な安定性、収益性を見極める必要があり、従来にも増して選別的投資が重要となるであろう。また、物件取得後も、既存テナントの確保、新規テナントの獲得のために継続的に物件の整備、拡充を行なう等、中長期視点から物件価値の上昇を図るべく戦略的な物件管理が重要となると思われる。日系投資家にとっての次なるステップも、この様な、EXPERTISE（専門的知識・技術）の涵養にあると考える。