

不動産 投資 レポート

アメリカの商業用不動産市場 の動向

～FRBは中小銀行のリスク集中を懸念～

金融研究部 客員研究員 小林 正宏
e-mail: m-kobayashi@nli-research.co.jp

要旨

- アメリカの商業用不動産(CRE)の価格は歴史的な高値圏にあるが、下落基調にある。特に中心市街地のオフィスは空室率が上昇し、賃料の伸びも鈍化している。コロナ後もテレワークに慣れた労働者の一部が出社しなくなったことが要因の一つとされる。
- FRB(連邦準備制度理事会)の調査では、CREに対する金融機関の融資審査態度は急激に厳格化しており、資金需要も減退している。銀行部門全体で見ればCREに対するエクスポージャーはさほど大きくはないが、中小銀行では総資産の2割超がCRE向け融資となっている。
- REIT(不動産投資信託)の価格は株式と比較するとコロナ後のパフォーマンスが悪く、FRBによる利上げの影響が不動産部門により大きくのしかかっていることが示唆される。ただし、市場規模が急激に縮小するような事態には至っていない。
- 米国債の利回りは長期金利よりも短期金利が高い逆イールド状態にあり、景気後退に陥るリスクがあると見る向きもある。仮に景気後退に陥った場合、CRE市場も影響を受け、地域格差が大きいことから個別の中小銀行の経営を圧迫する可能性もある。市場動向とともに、監督当局の動向が注視される。

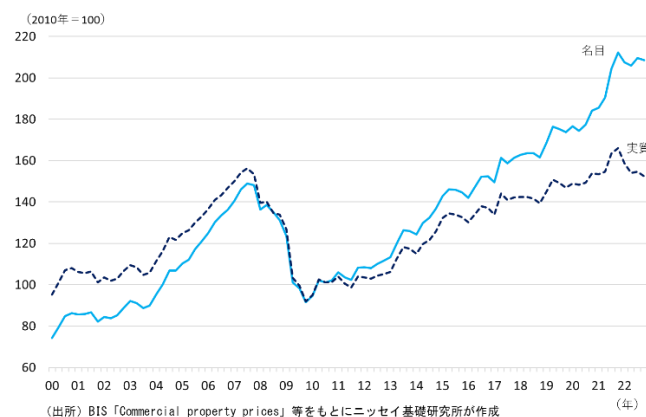
1. アメリカの商業用不動産価格動向

アメリカの中央銀行に相当する連邦準備制度理事会（FRB¹）は、2023年5月に公表した「金融安定性報告書²」の中で、アメリカの商業用不動産（Commercial Real Estate、以下「CRE」と略）市場の動向について懸念を表明した。

前回2022年11月の報告以降、2023年に入り、シリコンバレー銀行、シグネチャー銀行、ファーストリパブリック銀行が破綻し、利上げが続くアメリカの金融市場の脆弱性に対して懸念が広がる中、アメリカの債務上限問題も重なり、アメリカのCRE市場の動向に関心が高まった。

FRBは同報告書の中で、CRE価格指数としてCoStar Group, Incのデータを引用している。国際決済銀行（BIS³）の「Commercial property prices」も同じ出典となっており、それをグラフ化したのが（図表—1）の水色実線である。FRBは実質化した数値を同報告書に掲載しているが、米労働省が公表している消費者物価指数の総合（Consumer Price Index, All Items）で実質化したのが同図の紺色破線となっている。インフレ率が高い水準で推移していることから、実質値の方はやや下落気味となっている。

図表—1 アメリカのCRE価格指数



同報告書では、CRE価格は歴史的な高値圏にあるものの、すべてのセグメントで下落基調が広がっていると記載されている。また、同指数は実際の売買価格を活用するリピートセールス法を採用しているため、より厳しい状況にある物件は市場に売りに出されていない可能性もあることから、実勢価格はより厳しく、そのような状況が覆い隠されているリスクも指摘されている。

CREの全てのタイプで価格下落基調となっている中で、特に中心市街地のオフィスのファンダメンタルズが弱く、空室率が上昇し、賃料の伸びも鈍化しているとされる。CREのタイプ別の空室率はFRBの報告書には記載されていないが、通貨監督庁（OCC⁴）が2023年6月14日に出した報告書⁵ではコロナ後にオフィスの空室率が他のタイプと比較してより顕著に上昇していることが示されている。テレワークが普及し、コロナ禍が収束した後もそれに慣れた労働者が入社しなくなったことが要因の一つとされる。

¹ Board of Governors of the Federal Reserve System

² [FRB “Financial Stability Report May 2023”](#)

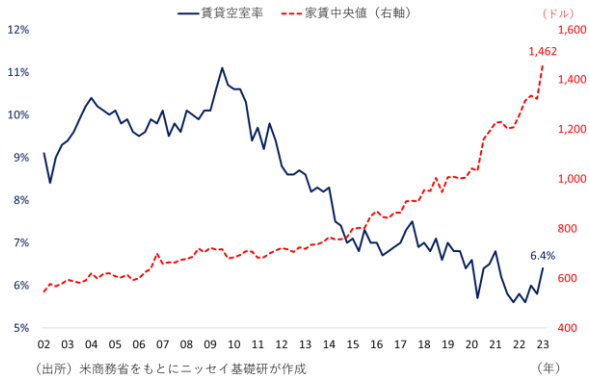
³ Bank for International Settlements

⁴ Office of the Comptroller of the Currency

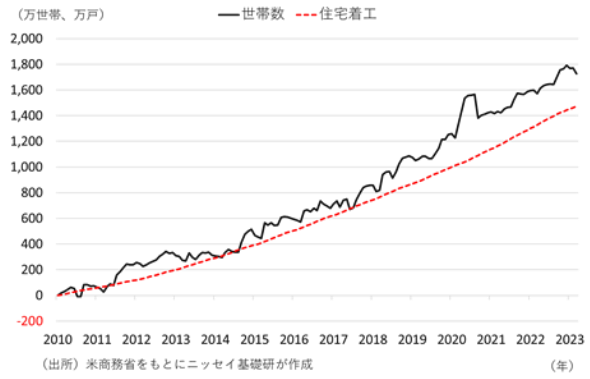
⁵ [OCC “Semiannual Risk Perspective, Spring 2023”](#) のFigure5 参照。

一方、賃貸住宅は活況が続いてきたが、足元、家賃の上昇が急激となり、若干空室率が上昇している（図表—2）。それでも過去最低に近い水準にとどまっているのは住宅市場の慢性的な需給関係の逼迫による。アメリカの世帯形成数に住宅着工が追いついていないことから、持家の住宅価格、賃貸住宅の家賃ともに金利上昇にもかかわらず上昇を続けている（図表—3）。

図表—2 賃貸住宅空室率と家賃



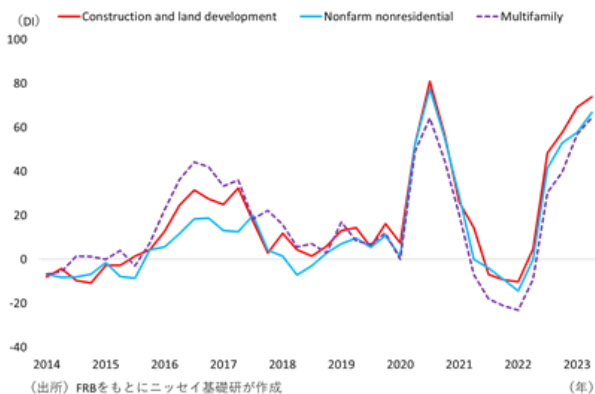
図表—3 2010年からの累積変化



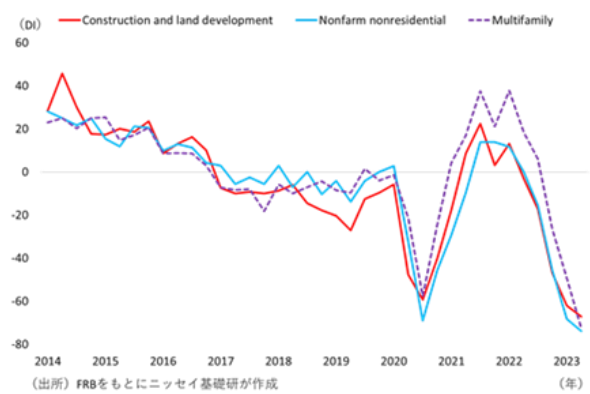
2. CRE に対する金融機関の動向

FRB が四半期に一度、金融機関の担当者に実施している調査（SLOOS⁶）によれば、CRE に対する融資審査基準を前期よりも厳格化したと回答した者の比率と緩和したと回答した者の比率の差分（DI⁷）は足元で大きくプラス方向、すなわち厳格化に傾いている（図表—4）。同様に、資金需要については、足元では大きくマイナス、すなわち資金需要は減退していると判断されている（図表—5）。CRE に対する資金需給は縮小均衡の方向に向かっているということになる。ではそれがアメリカの金融機関にどのような影響を及ぼすのであろうか。

図表—4 CRE への融資基準 DI



図表—5 CRE への資金需要 DI



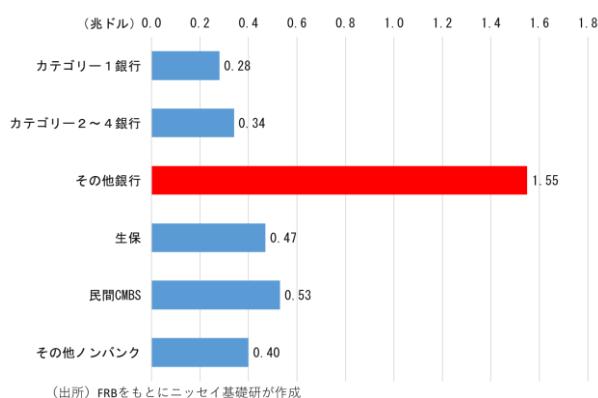
FRB の前記報告書によれば、2022 年第 4 四半期末時点でアメリカの CRE の市場規模は 23.796 兆ドルとされている。居住用不動産の 55.670 兆ドルの 4 割程度の規模で、株式の 46.819 兆ドル、米国

⁶ Senior Loan Officer Opinion Survey

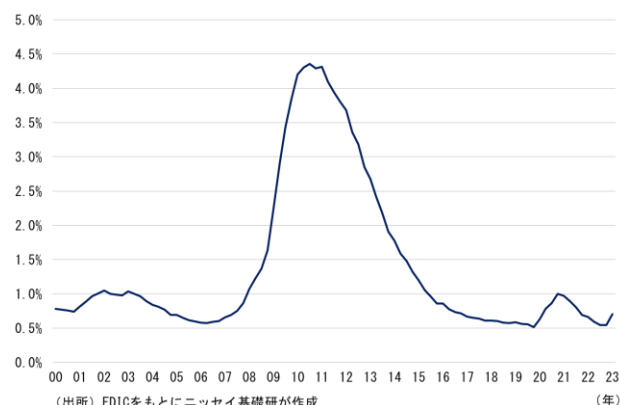
⁷ Diffusion Index

債の 23.845 兆ドルに次ぐ規模となっている。一方、CRE に対する融資等については、残高が 3.57 兆ドルで、うち 2.17 兆ドルを銀行部門が占めている。銀行部門の総資産 28.5 兆ドルと比較すれば CRE 向けのエクスポージャーはさほど大きくはない。ただし、カテゴリー 1～4 を除く「その他銀行」⁸に分類される規模の銀行は CRE 向け融資残高が 1.55 兆ドルあり、総資産 7.4 兆ドルに対する比率は 2 割を超える（図表—6）。

図表—6 CRE に対するエクスポージャー
(2022 年第4四半期末)



図表—7 CRE 向け融資の延滞率



連邦預金保険公社 (FDIC⁹)の Quarterly Banking Profile を見ると、CRE 向けの融資の延滞率¹⁰はリーマン・ショック後に急上昇し、その後低下を続け、コロナで一時的にやや上昇したものの、足元では低位にとどまっている（図表—7）。また、FRB の前記報告書によれば、CRE 向け融資の融資率 (LTV¹¹) は 50～60%程度が多く、価格下落に対するクッションが厚いとされている。ただし、銀行で LTV のデータが取得可能なのはカテゴリー 1～4 のみで、「その他」は不明であり、また、現在の CRE の価格自体が高い水準にあり、下落のリスクに晒されている点は注意が必要とされている。

3. REIT 市場の動向

REIT¹²(不動産投資信託)の価格動向について、セントルイス連邦準備銀行のデータベース (FRED) に掲載されている「Wilshire Associates, Wilshire US Real Estate Investment Trust Total Market Index (Wilshire US REIT) [WILLREITIND]」を見ると、2022 年以降、下落が顕著となっており、ダウジョーンズ工業平均株価 (Dow Jones Industrial Average [DJIA]) と比較しても、高値圏からの下落が大きく、戻りも鈍い（図表—8）。利上げの影響が不動産部門にはより重くのしかかっていることを示唆している。

一方、REIT の負債総額については、FRB の Financial Accounts of the United States - Z.1 を見

⁸ カテゴリー 1 は G-SIBs (Global Systemically Important Banks) の 8 行。カテゴリー 2～4 は資産規模等に応じ、その他は総資産 500～1000 億ドル。シリコンバレー銀行も「その他」に区分されている。[Requirements for Domestic and Foreign Banking Organizations](#) を参照。

⁹ Federal Deposit Insurance Corporation

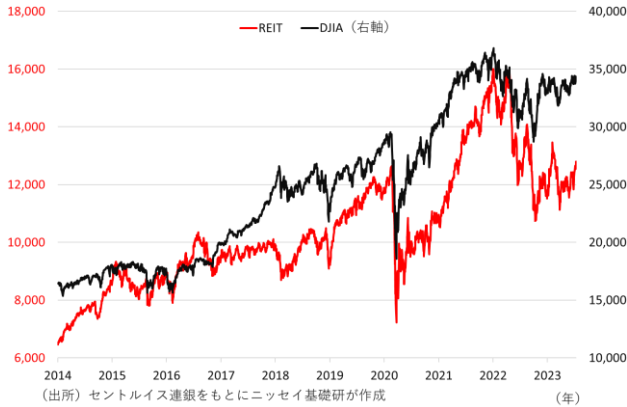
¹⁰ ここでは Real Estate Loans Secured by Nonfarm Nonresidential Properties の Noncurrent rate を引用。

¹¹ Loan to Value ratio

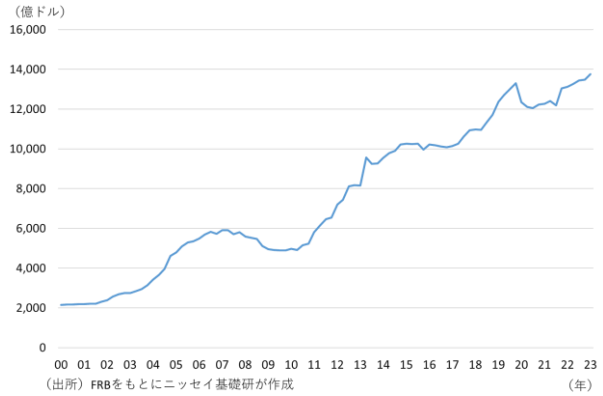
¹² Real Estate Investment Trust

ると、コロナ後に一度規模が縮小しているが、その後は順調に増加しており、現時点において市場機能が麻痺しているといった状況にはないものと推察される（図表－9）。

図表－8 REITと株価の推移



図表－9 REITの負債総額の推移



しかしながら、図表－4で見たように、金融機関のCREに対する融資態度は急激に厳格化しており、今後、リファイナンスの需要に応えられないようなことがあれば、市場環境が急変する可能性は排除できない。過去にアメリカで大規模な金融危機が発生した際には借換資金の需要に銀行が応えなかったことが幾度かあった。大恐慌時にはバルーン償還と呼ばれる住宅ローンの借換に応じなかったことがあり、また、2007年以降のサブプライム問題でも、Hybrid ARM (Adjustable Rate Mortgages) と呼ばれる固定期間選択型の住宅ローンの固定期間明け後のリファイナンスのタイミングで住宅価格が下落に転じて借換に応じなかったことが問題を増幅させたことは記憶に新しい。流動性が金融の血脈であることに鑑みれば、金融機関の融資態度が急変する局面というのは常に注視すべき局面であるとも言えよう。

4. 結びにかえて

アメリカのCRE市場については、直ちに金融システムに甚大な影響を及ぼす可能性は低いものの、注視が必要といったところであろう。

2023年3月以降の金融不安の高まりは一部金融機関において急激な利上げが続く中で適切に資産・負債の総合管理 (ALM¹³) がなされず、ネットで瞬時に情報が拡散する時代に予測不可能な速さで預金が流出したことが契機となったとされる。金利上昇局面でのALMの失敗という意味では、1970年代後半からのS&L¹⁴危機を彷彿させる。

リーマン・ショックを経て、金融機関の規制・監督は個々の金融機関の規制・監督を重視したマイクロ・プルーデンスから金融システム全体の不均衡を監視・是正するマクロ・プルーデンスの観点に重心を移していった。しかし、今回のアメリカの金融不安はむしろ個々の金融機関の行動を十分に監視

¹³ Asset Liability Management: ここではすぐに引き出しの出来る短期の預金を原資として、長期の資産を取得したために、市場金利が急上昇し、かつ経営不安が流布した結果、預金が急激に流出して資金繰りに行き詰まり破綻に至ったことを指す。

¹⁴ Savings and Loan Association (貯蓄貸付組合)。短期の預金を原資に長期固定金利の住宅ローンを貸し出し、市場金利が上昇する中で逆鞘となり、預金が流出して多くの機関が破綻した。

できていなかったのではないかといった問題が指摘されており、やや揺り戻しが起こっている印象を受ける。

また、利上げは当然ながら景気にはマイナスである。アメリカでは国債の利回りが長期と短期で逆転する「逆イールド」になると程なくして景気後退（リセッション）に陥るというジンクスがあるとされる。2022年後半以降、長短金利差はマイナス幅を深堀りしており、2023年の早晩、リセッション入りする可能性があるとする向きもある（図表—10）。過去に多く該当したからといって必ず景気後退局面に陥るとは限らないものの、仮にそうなった場合、CREの市場は真っ先に影響を受ける可能性がある。

図表—10 米国債の長短金利差(10年—2年)



CREの価格動向は住宅よりも地域経済の状況をより敏感に反映することから、ある地域では全米平均と比較して相当な程度で下落するリスクがあり、また、そのような地域を地盤とする小規模な金融機関の経営には致命的なダメージとなる可能性はある。

なお、2023年6月28日にFRBは2023年のストレステストの結果¹⁵を発表した。対象はカテゴリー1～3の銀行で、資産規模1千億ドル以上の23行のみとなっているが、厳しい逆境シナリオ¹⁶下での損失は5,410億ドルに達するものの、それに耐えうる十分な資本を有しているとされた。このうち、国内CREは649億ドルと全体の12%を占めているが、クレジットカードや商工業向け融資等よりは低いシェアとなっている。

国内CRE自体での損失率¹⁷は8.8%とされており、クレジットカードの17.4%よりは低い数字となっている。同報告書では、個別行が厳しい逆境シナリオ下で被りうる国内CREの損失見込額も開示されている。ただし、繰り返しになるが、当該ストレステストの対象は大手行のみであり、CREの8割を保有する中小行について分析したものではない。

その後、7月14日に公開されたFRBの年次報告書¹⁸でもCREについて触れられているが、基調的な判断については上記内容を踏襲している。

¹⁵ [FRB “2023 Federal Reserve Stress Test Results”](#)

¹⁶ severely adverse scenario。国内CRE価格については40%下落することを想定している。

¹⁷ Portfolio loss rates

¹⁸ [109th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System](#)

いずれにしても、FRBはCRE向け融資のパフォーマンスの監視を強化し、特にCREが集中している金融機関の検査手続きも拡大していることから、今後、それらの結果を踏まえ、半年ごとの金融安定性報告書にどのような記載がなされるか、また、FRB幹部が随時どのような発言をするか、注視される。

(ご注意)本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。