

(不動産投資)：米国商業用不動産は調整も二極化。今後はリファイナンスに注視

米国の商業用不動産市場は調整局面を迎えたが、二極化が進んでいる。セクター別に見ると、在宅勤務の普及に伴いオフィス市場の低迷が目立つ。その中でも、築年が浅く高グレードのビルは底堅く推移しているが、老朽化や陳腐化したオフィスは厳しい状況に直面している。オフィス市場の回復には時間がかかる見込みで、今後はリファイナンス動向に注目が集まる。

米国の商業用不動産市場はコロナ禍前から長引く低金利環境のなか加熱感が強まっていたが、いよいよピークアウトした。2022年以降の米連邦準備制度理事会（FRB）による大幅な利上げを受け、商業用不動産価格は下落に転じ、2022年7月のピークから2023年10月まで▲10%下落したⁱ。依然としてリーマンショック前の水準を大きく上回っているが、今後どこまで調整が深まるかが焦点となっている。

商業用不動産は市場全体として調整しているが、セクター間の二極化が顕著である。2023年第3四半期のセクター別のトータルリターンは前年比で、ホテル+12.0%、商業施設▲1.4%、物流施設▲5.3%、賃貸住宅▲7.6%、オフィス▲17.1%と、ホテルはコロナ禍からの回復に伴い堅調に推移する一方、オフィスは大幅なマイナスを記録している（図表1）。ただし、米国では不動産市場の多様化が進んでおり、オフィスセクターが実物不動産に占める割合は23%、REITに占める割合は5.5%にとどまるⁱⁱ。そのため、オフィス市場が低迷しても、商業用不動産が全体として危機的な状況に陥ることはないとの楽観論もある。

図表1：不動産セクター別の NCREIF Property Index（前年比）



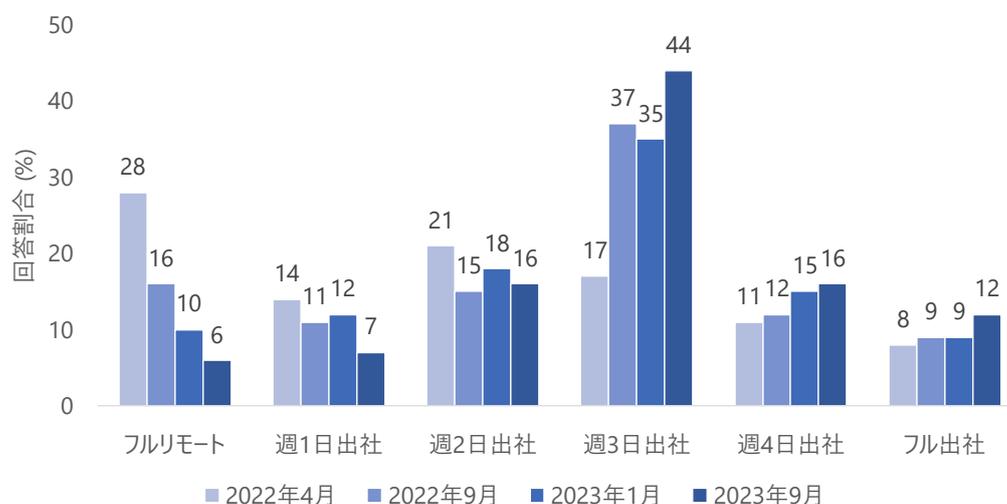
(出所) Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

しかし、金利上昇と在宅勤務普及の二重苦に直面し、オフィス市場は深刻な状況に陥っている。テレワークに適した IT 企業が集積するサンフランシスコでは、オフィス空室率が 2019 年第 4 四半期の 3.7% から 2023 年第 3 四半期の 34.0% に急上昇したⁱⁱⁱ。

米国では在宅勤務が浸透し、ハイブリッドな働き方が主流になっている。マンハッタンでは、一部でオフィス回帰が進み、フルリモートで働く人の割合は 2022 年 4 月の 28% から 2023 年 9 月の 6% まで減少した（図表 2）。しかし、フル出社した人は 8% から 12% に増加したに過ぎ

ず、コロナ禍前の働き方に戻っているわけではない。週3日出社した人が17%から44%に増加したように、ハイブリッドな働き方が定着しつつある。今後もコロナ禍前の働き方に戻る可能性は低く、新たな成長ドライバーが現れない限り、オフィス需要の早期回復は難しいだろう。

図表2：マンハッタンの週当たりオフィス出社日数



(出所) The Partnership for New York City のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

現在のオフィス市場の苦境は、コロナ禍前に見られた「Amazon Effect」と類似した構図である。Amazon Effect は、e コマースの台頭により米国などで小売業の廃業や商業施設の閉鎖が進んだ現象で、2010年代前半から徐々に顕在化した。現在の「Zoom Effect」も、デジタル化の長期的なトレンドによる商業用不動産の需要縮小という点で共通している。また、デジタル化の影響が明確になる前から、新規供給の過剰が課題視されていたことも両者に共通している。商業施設市場が Amazon Effect から回復するのに10年程度を要したことを踏まえると、オフィス市場の低迷も長期化する可能性がある。

尚、オフィス市場のなかでも二極化が進んでいる。「Flight to Quality (質への逃避)」の動きにより、築年が浅く、グレードの高いビルのオフィス需要が高まる一方で、老朽化・陳腐化したオフィスは苦戦している。マンハッタンの市況全体は低迷しているが、トロフィーオフィスと呼ばれる最上位のビルは高稼働を維持し、賃料も安定している。しかし、築50年以上のビルがオフィスストックの60%以上を占め、これらのオフィス需要回復は未だ不透明である^{iv}。

今後の焦点は商業用不動産のリファイナンスが滞りなく行われるかになる。現在はドライパウダー(投資待機資金)が高水準にあり、リーマンショック時の教訓から貸し手が「Pretend and Extend (目をつぶって返済期限を延長)」しているため、資金繰りに窮して不動産の投げ売りを強えられる例はまだ多くない。しかし、米FRBによる大幅な利上げにより、借入金利は急上昇し、米シリコンバレーバンクの破綻で顕在化した中小銀行の経営問題も依然として残っている。そのため、苦境が続くオフィス市場を中心に、商業用不動産は金融危機の潜在的な火種になりうるリスクとして、今後も注視が必要であろう。

(佐久間 誠)

ⁱ MSCI Real Capital Analytics

ⁱⁱ 実物不動産はNCREIF Property Indexのオフィス割合、REITはMSCI US REIT Indexのオフィス割合

ⁱⁱⁱ CBRE, “San Francisco Office Figures Q3 2023”, 9 October 2023.

^{iv} Colliers, “The Future of Office - 2023”, 27 January 2023.