

不動産 投資 レポート

アメリカの商業用不動産向け融資

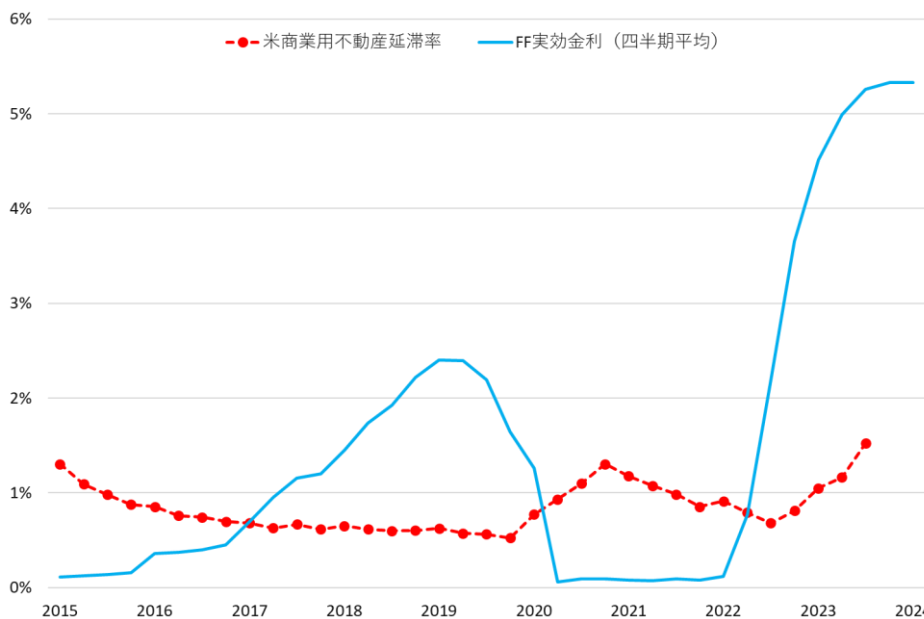
～延滞率上昇は懸念材料、しかしより重要なのは個別行の状況～

金融研究部 客員研究員 小林 正宏

e-mail: m-kobayashi@nli-research.co.jp

アメリカの商業用不動産（Commercial Real Estate、以下「CRE」と略）市場の苦境は昨年7月にも書いたが¹、その後もリモートワークの影響等でオフィス市場は低迷している²。更に、2024年1月末には一部米銀がCRE関連で損失を出したことが報じられた³。

図表1 米CREの延滞率と政策金利⁴



(出所) FDIC、FRB をもとにニッセイ基礎研究所が加工作成

米CREの延滞率⁵は確かに上昇しており、コロナ禍の2020年の水準を超えている（図表1）。これはアメリカの中央銀行に相当するFRB（連邦準備制度理事会）が2022年3月からインフレ対応で急激な利上げを行った影響もあるが、今回の利上げの前に、2015年から2019年まで利上げを実施した際には米CREの延滞率は上昇していない。

¹ 小林正宏「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～」(ニッセイ基礎研究所 2023年7月21日)

² 佐久間誠「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」(ニッセイ基礎研究所 2024年1月9日)

³ Bloomberg「米NYCB株急落は銀行への警鐘、商業用不動産のリスク再認識」など。

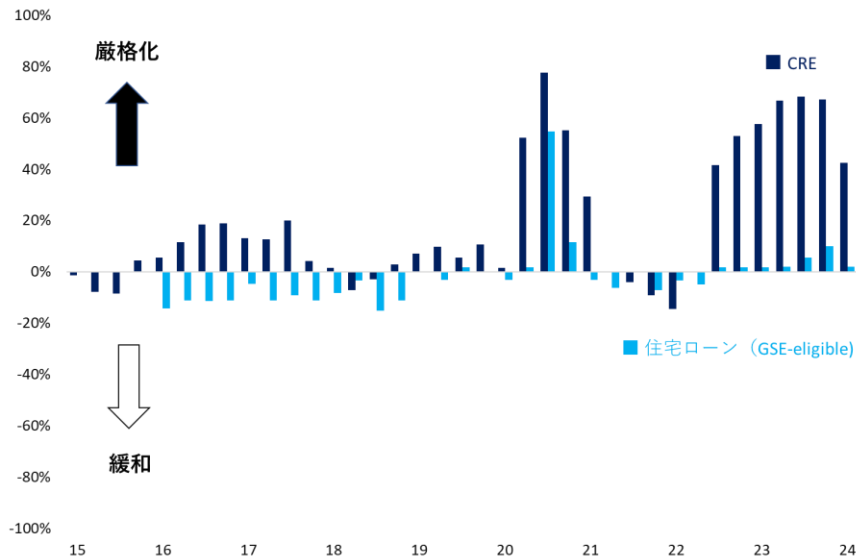
⁴ FF実効金利の2024年の数字は1月のみの月中平均。

⁵ Noncurrentと30-90 Days Past Dueの合計。なお、Noncurrentは90日以上延滞のこと。

前回の利上げサイクルとの違いは、

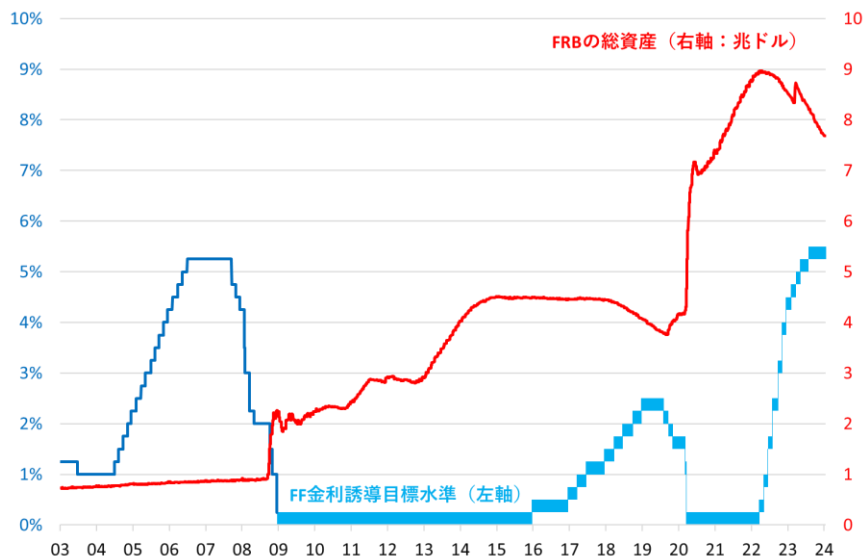
- ① 今回は銀行の米 CRE 向け融資審査基準⁶が大幅に厳格化したこと（図表 2）
 - ② 前回と比較して今回は利上げペースや資産圧縮のペースが急激である（図表 3）
 - ③ 前は CRE の実質価格は上昇基調にあったが、今回は下落に転じている（図表 4）
- ことにある。

図表 2 米銀の融資審査基準 DI⁷



（出所）FRB をもとにニッセイ基礎研究所が加工作成

図表 3 FRB の総資産と FF 金利

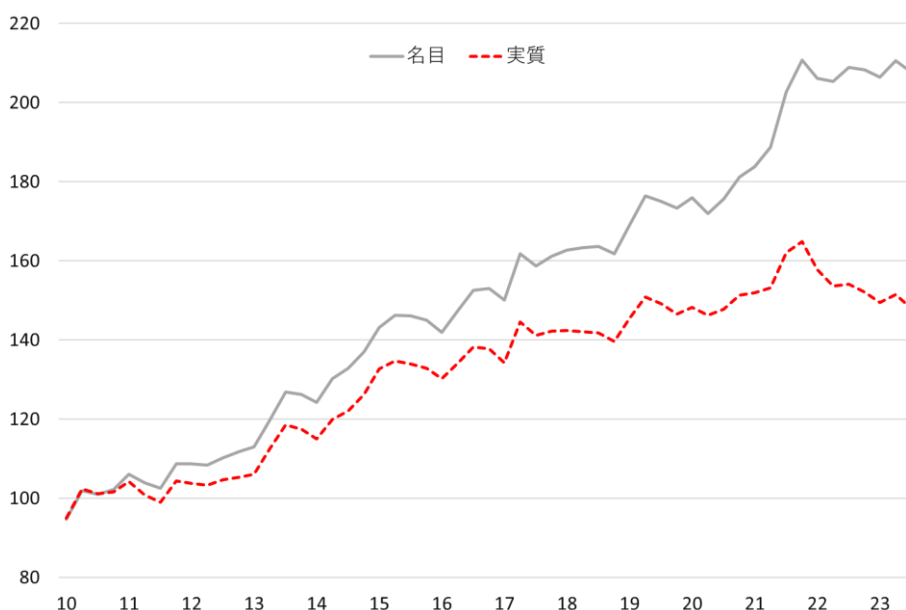


（出所）FRB をもとにニッセイ基礎研究所が加工作成

⁶ FRB の Senior Loan Officer Opinion Survey における「Net percentage of domestic banks tightening standards for commercial real estate loans secured by nonfarm nonresidential structures」を適用。

⁷ Diffusion Index。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。2024 年第 1 四半期は 42.4 と 2023 年第 4 四半期の 67.2 より縮小しているが、なおプラスにあるので緩和ではなく厳格化が続いている。

図表4 CRE 価格指数 (2010年=100)



(出所) BIS⁸、米労働省をもとにニッセイ基礎研究所が加工作成

アメリカの利上げの影響については、思いの外、実体経済が底堅い動きをしているとされ、特に金利感応度が高いとされる住宅⁹市場は同じ不動産でも CRE よりも堅調と言われる。その要因として、アメリカでは住宅ローンは30年固定が一般的で、利上げ前の低金利のうちに金利をロックした多くの債務者が利上げの影響を受けないことがしばしば指摘される。一方、CRE はそもそもの融資期間が短く、満期に借り換えでロールオーバーするケースが多く、リファイナンスの可否が重要になる。そこに、上記のように審査基準の厳格化と、借換時の金利の上昇がダブルでヒットしたことが、住宅市場とは異なる。

リファイナンス時の金利上昇による返済額の急増（ペイメントショック）と審査基準厳格化による借換の困難という構図はリーマン・ショック前のサブプライム問題¹⁰に酷似している。しかしながら、当時の住宅ローン¹¹の延滞状況と比較すると、足元のCREの延滞率はかなり低い¹²。足元で上昇してきているとはいえ、足元でも住宅ローンよりも低い。

CRE への与信は大手銀行よりも中小銀行の方が集中度が高い。FDIC（連邦預金保険公社）は銀行の総資産の規模を5区分にしてCRE向け融資の総資産に占める比率を公表している（図表5）。2023年第3四半期末時点で総資産2,500億ドルを超える大銀行14行では同比率は6%だが、その次の区分である100億～2,500億ドルの規模の銀行142行では18.8%と3倍に跳ね上がる。その次の区分の10～100億ドルの842行では33.8%と更に高い。同時期のFDIC加盟行は4,614行であり、昨今話題になっているNew York Community Bancorp, Inc. (NYCB)¹³は1,100億ドル余で30位である。

⁸ Bank for International Settlements (国際決済銀行)。

⁹ 住宅は居住用不動産 (Residential Real Estate) だが、居住用でも賃貸住宅は通常、CREに分類される。

¹⁰ 最近のアメリカの住宅ローンの9割は固定金利になっているが、サブプライム問題の頃は3割程度が変動金利を利用していた。小林正宏「住宅ローンの固定金利利用率、アメリカが9割超に対して日本は1割未満にとどまる～日本では低金利が続いていたからなのか～」(ニッセイ基礎研究所 2023年9月13日)。

¹¹ Closed-End First Lien 1-4 Family Residential Mortgagesの延滞率(同上)を適用。]

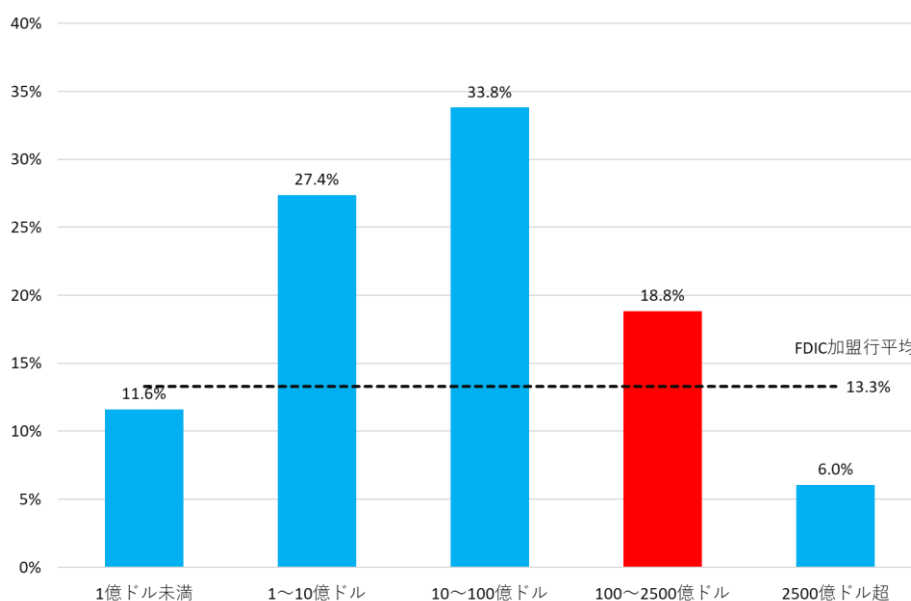
¹² 住宅ローンの延滞率はピーク時には14%近くまで上昇したが、CRE向けの足元の延滞率は全体の平均では1.52%にとどまっている。

¹³ NYCBは銀行持株会社(Bank Holding Company:BHC)であり、FDIC加盟行の持株会社としては3,849社中30位である。なお、FDICのQuarterly Banking ProfileではNYCBの総資産は111,167,131千ドルとなっているが、第4四半期の同社のプレスリリース資料では9月末時点で111,230百万ドルと微妙に数字が違う(第4四半期末時点は116,322百万ドル)。

NYCB の総資産に占める CRE 向け融資の比率は4割¹⁴を超えており、この資産規模の区分の平均と比較しても突出して高い。そして総資産の規模が1千億ドルを超えた¹⁵ことで規制上の区分が一つ上のカテゴリIVに変更になり、引当金を積み増したことで赤字に転落したという特殊要因もある。また、NYCB の CRE 向け融資で多くを占めているのは集合住宅向け融資 (Multi-family) であり、テレワークで苦境が報じられているオフィス向けではない。その意味でも、マクロ的な動向よりも地域別、更には個別行の状況がより重要になる。

とはいえ、2023年3月のシリコンバレー銀行破綻の際にも見られたように、金融市場は相互に深く繋がっており、どこにどう波及するかを予見することはなお困難であり¹⁶、そのような影響を見逃さないためにも、全体の動向を注視し続ける必要は残るだろう。

図表5 銀行の資産規模別の総資産に占める CRE 向け融資の比率



(出所) FDIC をもとにニッセイ基礎研究所が加工作成

¹⁴ 図表6と同じ第3四半期で45.9%、直近の第4四半期で43.5%。同社のプレスリリース資料では第4四半期のCRE向け融資は134億ドル弱となっているが、集合住宅向け融資 (Multi-family) が別項目として373億ドル弱あるとされ、これを足すと4割強という数字になる。

¹⁵ 2023年3月に破綻したシグネチャー銀行の資産を一部承継したことにより資産規模が拡大した側面もある。

¹⁶ ドイツの銀行にも波及したと報じられている。「[米商業用不動産懸念が欧州に飛び火、ドイツのPBBなど銀行債急落](#)」(2024年2月8日、Bloomberg)等。

(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。