

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

商業用不動産市場の現状

【要旨】

- ◇ 米国の商業用不動産市場は堅調な回復が続いてきたが、ここに来て先行きを警戒する見方も増えつつある。
- ◇ 各種統計やベージュブック等で商業用不動産市場の状況を確認すると、最近の変化として、①商業用不動産価格の上昇ペースの急速な鈍化（特に「オフィス」）、②「集合住宅」の空室率の上昇、③商業用不動産ローン向け貸出基準の厳格化（特に「集合住宅」向け）等が指摘できる。
- ◇ 商業用不動産市場は、異例な低金利環境が長期間継続するなか幾分過熱気味であったと捉えられ、一定程度の減速自体は好ましい動きとも言えよう。FRBによる利上げペースも緩やかに止まるとみられるなか、持続可能な回復ペースへ軟着陸することは可能と考えられるが、これまでの商業用不動産市場の「過度な価格上昇」度合い、「過剰なレバレッジ」度合い、「過剰な建設」度合いによっては大幅な調整を余儀なくされるリスクもあり、十分に注意する必要がある。
- ◇ なお、米国経済全体にとって“建設”関連という括りで見ただけの場合には、商業用不動産市場の減速を、インフラ投資や住宅投資（一戸建て）の加速で補うことが期待されよう。

商業用不動産価格は上昇ペースが急速に鈍化

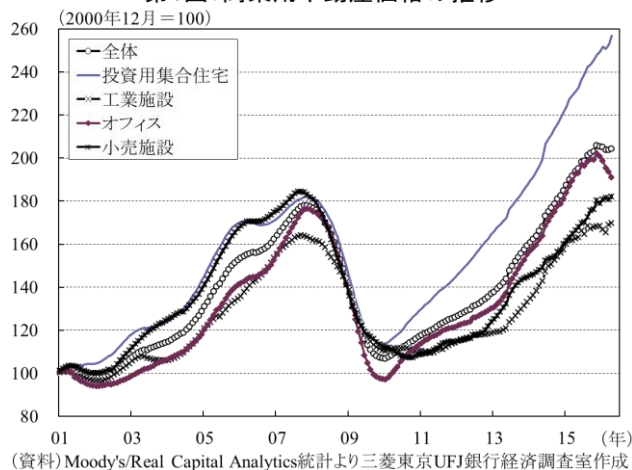
米国の商業用不動産市場は堅調な回復が続いてきたが、ここに来て先行きを警戒する見方も増えつつある。本 Weekly では商業用不動産市場の現状を確認しておきたい。

まず、商業用不動産価格は、Moody's 算出の指数によれば、2010 年頃より上昇傾向で推移し、2013 年半ば以降は前年比上昇率が 2 桁となっていたが、足元では上昇ペースが急速に鈍化している（第 1、2 図）^(注 1)。直近 4 月の商業用不動産全体の価格は、前年比+5.4%（3 月同+6.3%）。内訳では「投資用集合住宅」が同+11.3%、「工業施設」が同+4.4%、「小売施設」が同+9.5%、「オフィス」が同▲0.8%となっている。「オフィス」は、2015 年 11 月をピークに 5 ヶ月連続で前月比低下し、2010 年 6 月以来初めて前年比でマイナスを記録した。金融危機前のピーク水準と比較すると、直近の価格は「投資用集合住宅」が+41.1%、「オフィス」が+8.2%、「工業施設」が+3.5%高く、「小売施設」が▲1.2%低い状態にある。

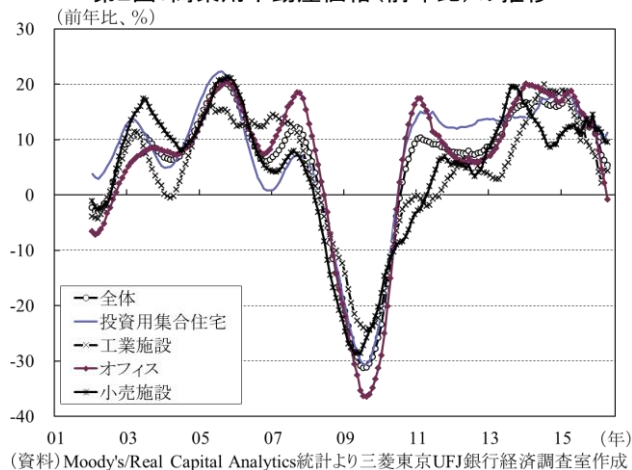
なお、ボストン連銀のローゼングレン総裁やカンザスシティ連銀のジョージ総裁等は、商業用不動産価格にバブルの懸念があると述べている。

(注 1) 商業用不動産価格は地域間の差が大きいほか、統計によって結果に差がある点にも留意が必要である。

第1図: 商業用不動産価格の推移



第2図: 商業用不動産価格(前年比)の推移



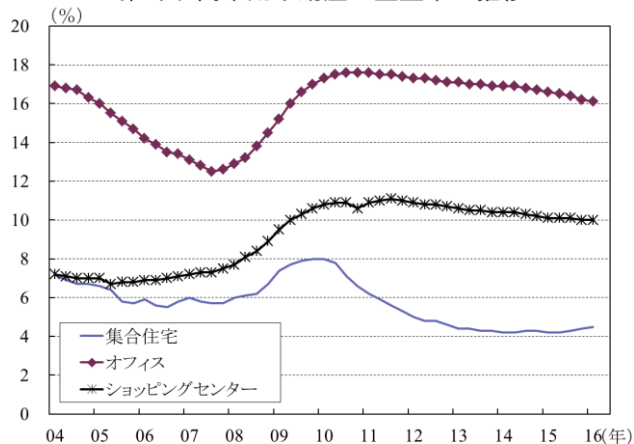
空室率は「集合住宅」が足元で幾分上昇

次に商業用不動産の空室率を調査会社 Reis の統計で確認すると、直近 1-3 月期は「オフィス」が 16.1%（前四半期比▲0.1%ポイント）、「集合住宅」が 4.5%（同+0.1%ポイント）、「ショッピングセンター」が 10.0%（同 0.0%ポイント）となっている（第 3 図）。「集合住宅」の空室率は、2015 年 4-6 月期の 4.2%から 3 四半期連続で上昇している。金融危機前との比較では、「集合住宅」は低め、「ショッピングセンター」は幾分高めと言えそうだ。

商業用不動産への建設支出額は、回復傾向が続いている。直近 4 月の建設支出統計をみると、「商業施設」向け支出額は前年比+5.0%、「オフィス」向けは同+24.4%、「宿泊施設」

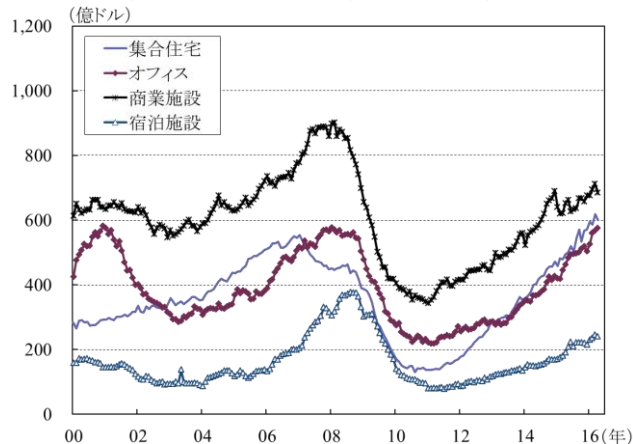
向けは同+25.3%、「集合住宅」向けは同+21.4%となっている（第4図）。金融危機前後のピーク水準との比較では、直近4月は「商業施設」が▲24.0%、「宿泊施設」が▲36.4%、「オフィス」が▲0.2%少なく、「集合住宅」が+8.4%多い。建設支出額は全体としてみれば高水準とまでは言えず、なかでも「商業施設」と「宿泊施設」の回復ペースは緩やかである。

第3図：商業用不動産の空室率の推移



(資料) REIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：民間事業用建設支出額の推移



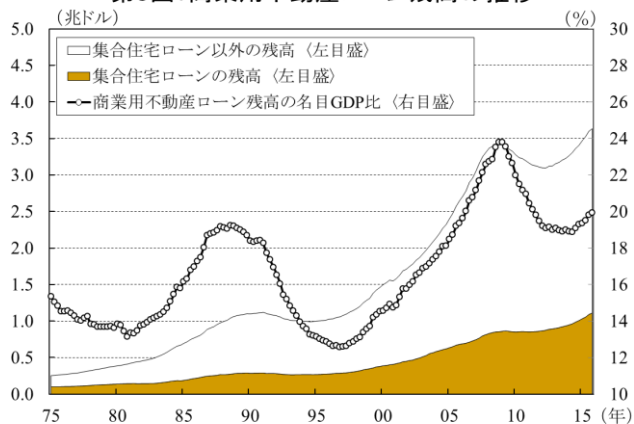
(資料) 米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

商業用不動産ローンの延滞率は引き続き低下

商業用不動産ローン（含む集合住宅ローン）残高は、増加が続いている。直近1-3月期の残高は、3.6兆ドル程度で前年比+6.7%（第5図）。内訳では、集合住宅ローンが1.1兆ドル程度、その他のローンが2.5兆ドル程度となっている。金融危機前後のピーク水準を上回っているが、名目GDP比では19.9%と金融危機前後のピーク水準（23.8%）を下回っている。

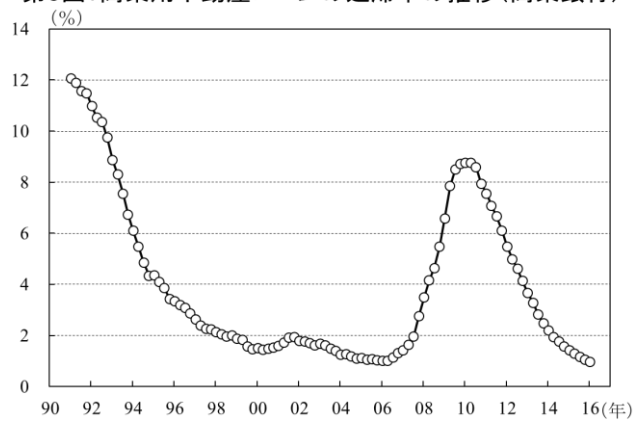
商業用不動産ローンの延滞率は、低下傾向で推移している。直近1-3月期は0.97%となり、2015年10-12月期（1.06%）から一段と低下した（第6図）。

第5図：商業用不動産ローン残高の推移



(注) 『商業用不動産ローン』には『集合住宅ローン』を含む。
(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

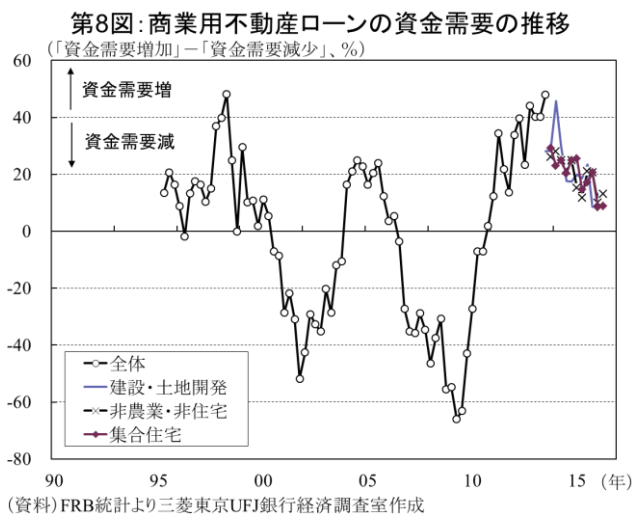
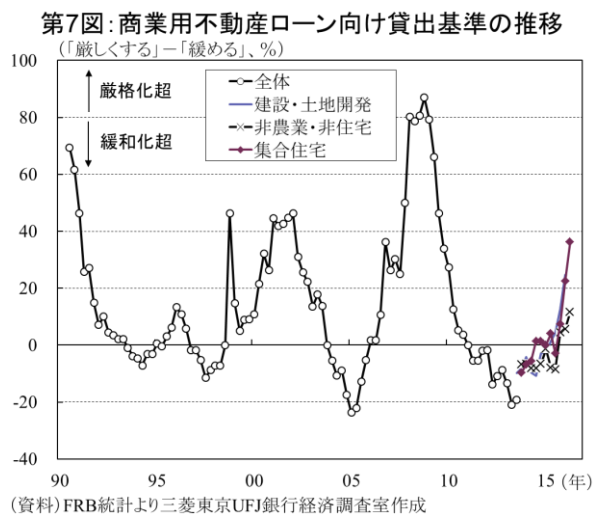
第6図：商業用不動産ローンの延滞率の推移(商業銀行)



(注) 集合住宅ローンを含む。
(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

商業用不動産ローン向け貸出基準は厳格化の動き

商業用不動産ローン向け貸出基準は緩和が続いてきたが、足元では幾分厳格化の動きがみられている（第7図）。特に「集合住宅向け」は3四半期連続して厳格化が続いており、厳格化度合いも強まっている。商業用不動産ローンに対する資金需要については、引き続き増加しているが、増加度合いは弱まっている（第8図）。



商業用不動産市場は軟着陸が可能と考えられるが、大幅な調整を余儀なくされるリスクも

これまでみてきた各種統計やページブック（第1、2表）等に基づく、商業用不動産市場の最近の変化として、①商業用不動産価格の上昇ペースの急速な鈍化（特に「オフィス」）、②「集合住宅」の空室率の上昇、③商業用不動産ローン向け貸出基準の厳格化（特に「集合住宅」向け）等が指摘できる。

商業用不動産市場は、異例な低金利環境が長期間継続するなか幾分過熱気味であったと捉えられ、一定程度の減速自体は好ましい動きとも言えよう。FRBによる利上げペースも緩やかに止まるとみられるなか、持続可能な回復ペースへ軟着陸することは可能と考えられるが、これまでの商業用不動産市場の「過度な価格上昇」度合い、「過剰なレバレッジ」度合い、「過剰な建設」度合いによっては大幅な調整を余儀なくされるリスクもあり、十分に注意する必要がある。

なお、米国経済全体にとって“建設”関連という括りで見ただけの場合には、商業用不動産市場の減速を、インフラ投資や住宅投資（一戸建て）の加速で補うことが期待されよう。

第1表：直近（2016年“5月”）のページブックにおける商業用不動産市場に係わる主な記述

連邦準備地区	商業用不動産市場に係わる主な記述
ボストン	・商業用不動産のリース活動は、管轄地区を通じて安定ないし改善。
	・ハートフォードでは、工業リースが大幅に増加、オフィスリースは安定。プロビンスでは、オフィスリース需要が第1四半期に低調だった後持ち直し。賃料は安定。ボストンでは、オフィスリース環境が引き続き強い。空室率は一段と低下。ポートランドでは、商業用不動産全般にリース需要の強い状況が継続。
	・ボストン、ポートランド、ハートフォードの投資売却市場は安定。ボストンの入札は1年前に比べ過熱感が緩和。
	・ハートフォードでは小売の環境に陰りがみられるなか、建設活動は引き続き限定。ただし、最近の堅調なリース活動を受け、向こう数ヶ月内に工業用建設は増加が見込まれる。
ニューヨーク	・ボストンのオフィス建設は引き続き増加も、ファンダメンタルズに基づく適正な水準は下回る。ボストンのアパート建設は引き続き活発。ただし、地域の中小金融機関は当該セクターへ事前設定した貸出限度額が制約となり、アパート建設向け貸出は減速。
	・管轄地域を通じて、商業用不動産市場は今後数ヶ月も安定・改善するとみられており、楽観視されている。ただし、ボストンではオフィスリースの若干の減速を指摘する声も。
	・集合住宅建設は引き続き強い。集合住宅販売はニューヨーク市で一段と減速（特にマンハッタンの高級住宅）。新たな供給が増える一方、需要は弱い。
	・ニューヨーク市とその近郊の集合住宅賃貸市場は区々も、高級住宅は弱い。マンハッタンやクイーンズは一段と弱含む一方、ニュージャージーやブルックリンは底堅い。
フィラデルフィア	・（集合住宅以外の）商業用不動産市場は概ね安定。マンハッタンのオフィスは空室率が上昇しつつも、賃料は横這いから若干上昇。それ以外の地域では空室率は低下し、賃料が上昇。
	・工業向けは引き続き逼迫。賃料は上昇し、空室率は低水準に。
	・非住宅分野では、建設・リースとともにごく緩やかに拡大。
クリーブランド	・オフィス需要は過去1年で強まり、工業用施設や倉庫ビルへの需要は数年にわたって力強い状態が継続。
	・ビジネス環境は引き続き良好。公的プロジェクトや工業用プロジェクト数が増加。公的プロジェクトの増加は、昨年12月に5年間の道路関連法案が連邦議会を通過したため。
	・建設業者はマージン拡大と労働コスト上昇をカバーするため、引き続き請負料率を引き上げ。2016年の収入は1年前と同等か上回る見通し。
	・建設雇用者数は引き続き増加もペースは鈍化。人員数を増やす新規採用もあるが、多くは後任採用が季節的な増加。業界は引き続き賃金上昇圧力に直面。下請け業者は多忙。労働力不足で、入札も選別。
リッチモンド	・リース活動は全般に緩やかに増加。リッチモンドでは、小売や食料品店の活動が活発。
	・ワシントンDCでは、賃貸向けオフィス用地が限られ空室率が低下している。
	・チャールストン、サウスカロライナでは、商業用リースが力強く、全てのリース分野において供給が限定的。チャールストンでは特に工業向けの需要が強い。
	・バージニアビーチのリース活動は、小売向けで回復も商業向けは弱い。
アトランタ	・商業用不動産建設は、チャールストン、サウスカロライナ、シャーロット、リッチモンド、ワシントンDC、ボルチモアで増加。
	・商業用不動産全般に需要は改善し賃料も上昇。ただし、改善ペースは地域や分野によって区々。
	・非住宅建設は1年前に比べて増加。受注残も向こう1-2年分有り。
	・アパートの供給過剰が懸念されるなか、建設計画を遅らせる動きも散見。
シカゴ	・先行きについて、今後数四半期は非住宅建設の若干の増加が予想されている。集合住宅の建設ペースについては見方が区々。半分は横這いから減速を予想する一方、半分は引き続き加速を予想。
	・非住宅建設への需要は全般に略変化無し。1社は工業向け建設の増加を指摘。
	・商業用不動産活動は売却、リースともに若干増加。特に都市部や小売向けは良好。
セントルイス	・賃料は上昇、空室率は幾分低下、サブリースの供給量は不変。
	・商業用不動産活動は一段と改善。商業用物件への需要は全てのセクターで1年前より僅かに強まる。在庫水準は一定。第3四半期にかけてこのトレンドは続く見通し。
	・商業用建設活動は引き続き若干増加。投資目的の集合住宅が引き続き強いほか、工業セクターでの増加も。
ミネアポリス	・商業用建設活動は若干増加。非住宅建設支出はミネソタ、モンタナで前年から増加した一方、ノースダコタ、サウスダコタは減少。
	・商業用不動産活動は緩やか。ミネアポリス/セント・ポールのオフィス・工業・小売の空室率は横這いしない僅かに上昇。オフィスと工業の賃料は、前年比2%未満の上昇。
	・原油採掘活動の減速を受け、ノースダコタ西部ではホテルの稼働率が25%との声も。
カンザスシティ	・商業用不動産活動は全般に増加も、販売は僅かに減少。
	・商業用不動産セクターは、向こう数ヶ月において拡大ペースの若干の加速が予想されている。
ダラス	・集合住宅向け建設は引き続き増加も、着工は特にヒューストンで緩やかに。
	・オフィス需要は、オースティンとダラスフォートワースで良好、サブリースのスペースが増加しているヒューストンでは悪化。
	・工業リースは全般に活発で、空き状況はタイト。ヒューストンの状況はミックス。石油化学業界や小売業界の拡大の恩恵を受ける一方、石油・ガス関連製造業の弱さにより、工業向けサブリースは供給増加。
サンフランシスコ	・集合住宅向けの建設ペースは引き続き一戸建てを上回る。
	・都市部では熟練労働者や建設資材の不足から、集合住宅建設の所要期間が長期化。
	・商業不動産への需要は一段と拡大。特に都市部におけるテクノロジーやヘルスケア産業。

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：年初（2016年“1月”）のページブックにおける商業用不動産市場に係わる主な記述

連邦準備地区	商業用不動産市場に係わる主な記述
ボストン	・前回調査時から状況は略変わらず。オフィスリース需要は、ボストンとポートランドで力強く、ハートフォードで弱い。
	・コネチカットの投資売却市場は入札がやや注意深くなり、秋口に比べれば過熱（フロス）度合いが若干緩和。ただし、需要は依然強い。
	・ボストンの投資売却市場では1物件当りの入札件数が6か月前に比べて減少するも、価格は引き続き高い。
	・ボストンとポートランドでは、まとまったオフィススペースの確保が難しく、賃料が上昇中。今後、オフィス建設の増加が見込まれる。
	・プロビデンスでは、大統領選を控えた意思決定の遅れを懸念する見方がある一方、新たな工業用建設の話も。
ニューヨーク	・ポートランドでは2016年も工業用建設の増加が見込まれている。供給が限られており、企業活動も堅調なため。
	・ポートランドでは、商業用不動産市場の2016年の見通しは全般に良好。一方、ハートフォードの見通しは引き続き慎重（コネチカットやハートフォードから企業が退出するリスクが意識されている）。ハートフォードではポジティブな材料として、原油・ガソリン安による企業・消費者のセンチメント改善を指摘する声も。
	・商業用不動産市場の状況は変わらず。
フィラデルフィア	・オフィスの利用率は管轄地区の大半で変化無し。
	・小売向けリース市場には引き続き緩みがあり、空室率はニューヨーク市内・周辺で高い。
	・商業用建設は幾分ピックアップするも、依然抑制された水準。
クリーブランド	・非住宅分野では、建設・リースともに緩やかに拡大。
	・フィラデルフィアシティセンターや他の都市部では堅調。若年層を引き付けるため、都市部回帰の動きが後押し。
	・シティセンターではオフィスへのペントアップ需要により、賃料が2007年以来の水準まで上昇。
リッチモンド	・建設・リース活動ともに2016年も楽観視されている。
	・商業用建設は引き続き力強く、異例に温暖な天候にも後押しされた。
	・問い合わせ件数が増加。産業分野が好調で、2016年も楽観視されている。ただし、ダウンサイドリスクを指摘する声も（大統領選、海外景気の減速、建設セクターのキャパシティ等）。
アトランタ	・商業用不動産取引は、管轄地域全体として緩やかに増加。商業不動産建設は、チャールストン、サウスカロライナ、ワシントンDC、シャーロット、バージニアビーチで若干増加。
	・賃料は若干増加し、空室率は市場や地域毎に区々。チャールストン、サウスカロライナの商業不動産市場は好調（投資目的の商業ビル購入増加、供給制約によるオフィス賃料上昇）。
	・ワシントンDC、ボルチモア、リッチモンドではリース取引が安定的で力強く、販売も増加。
シカゴ	・ワシントンDCでは郊外のオフィス空室率が高く、新規のオフィス建設は減速。
	・商業用不動産への需要は引き続き増加しているが、増加ペースは都市・市場・物件種類によって区々。
	・非住宅建設活動は1年前に比べて若干増加。
セントルイス	・管轄地域の商業用不動産市場の見通しは引き続きポジティブ。
	・非住宅建設への需要は幾分増加。オフィス分野での拡大が複数から指摘され、自動車製造分野が良好との指摘も。
	・商業用不動産取引はやや鈍化したのが、小売・工業・オフィスの広範にわたって依然力強い。
ミネアポリス	・シカゴでは商業用スペースの供給が引き続きタイトと見込まれている。新たなビルの建設は遅れており、小規模なビルは住宅スペースまたは宿泊施設に変わりつつある。
	・空室率が僅かに低下するなか、商業用賃料も幾分上昇。
	・商業用不動産市場は大半の管轄地域で引き続き改善。
カンザスシティ	・商業用不動産建設は全てのセクターを通じて増加しており、2016年1-3月期も一段の改善が予想されている。
	・商業用建設は前回報告以来力強く推移。天候にも恵まれた。
	・管轄地区の活動水準は非常に高水準で、2016年も持続が見込まれている。
ダラス	・ミズーラ、モンタナは複数の主要な建設プロジェクトが進行中。2015年は歴史的な年になった。
	・ビルダングス、モンタナ、ビスマルク、ノースダコタの建設許可は11月も堅調維持。
サンフランシスコ	・商業用不動産取引は前回報告以来、緩やかなし力強いペースで拡大。
	・ミネアポリス/セント・ポールの小売、オフィス、工業用の空室は減少し、賃料は上昇。モンタナの空室率は5%で安定。
ダラス	・商業用不動産取引は引き続き緩やかなペースで拡大。販売量や価格が上昇し、空室率は横這い。
	・商業用不動産セクターは向こう数ヶ月、引き続き緩やかなペースで拡大するとみられている。
サンフランシスコ	・オフィス需要はオースティンとダラスフォートワースでは力強いが、ヒューストンは引き続き弱い。
	・ダラスフォートワースでは工業用建設が高水準。
サンフランシスコ	・既存物件のリース料が上昇し、全般に販売価格を押し上げ。
	・新規の商業用不動産建設は、依然としてサンフランシスコのベイエリアやシアトルの一部地域に集中。
サンフランシスコ	・引き続き人手や資材不足で建設が遅延。新規建設プロジェクトの受付を停止する会社も。

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2016年6月13日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.