

米国リート：米国商業用不動産の動向チェック

2023年5月2日

新聞等で、米国銀行破綻にからんで、商業用不動産向けローンの健全性や商業用不動産の動向などに関する懸念が報じられています。今回はそれら懸念を精査するためにも商業用不動産のファンダメンタルズや負債の状況を確認してみたいと思います。

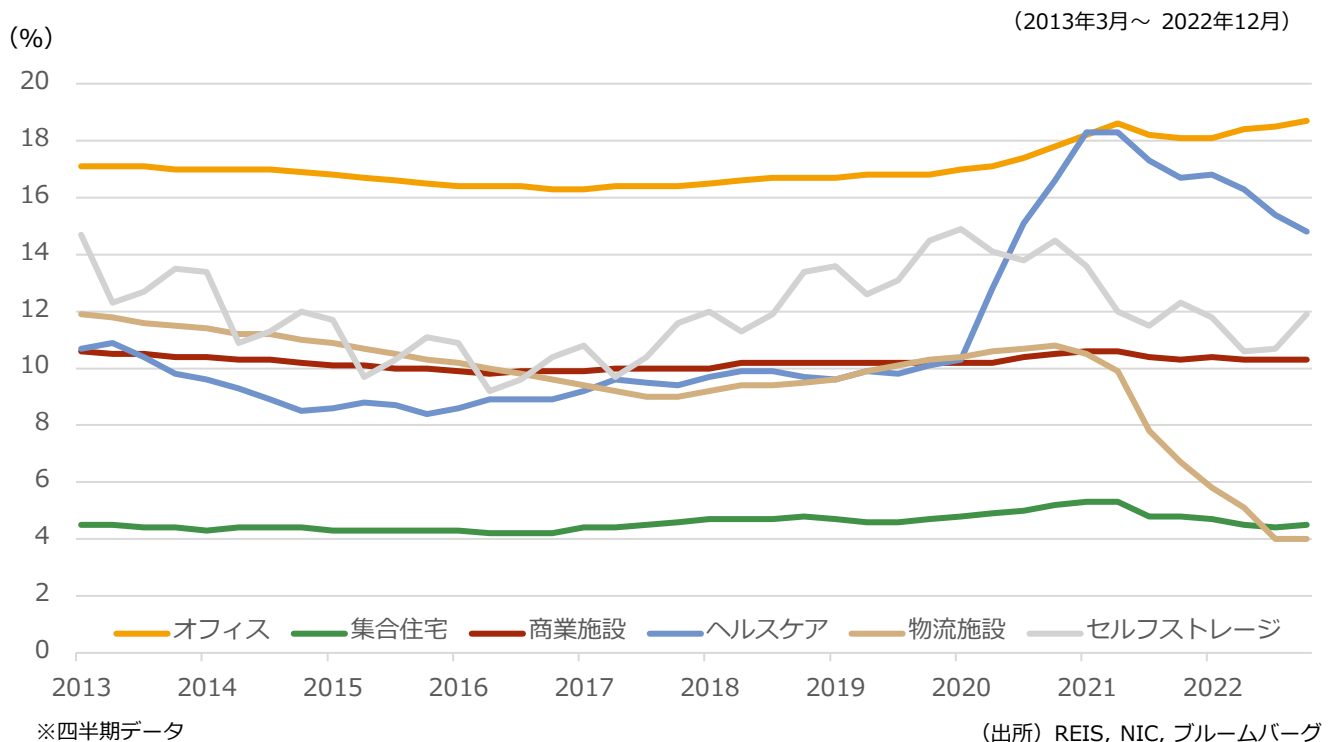
米国商業用不動産のファンダメンタルズの確認

■ セクター別の空室率：オフィスは弱め、それ以外はまずまず

まず始めに、セクター別の空室率を図1で確認します。オフィスの空室率はもともと高水準ですが、足元上昇傾向であり、過去10年で最も高い水準となっています。ヘルスケアの空室率は新型コロナを契機に大きく上昇しましたが、足元は改善傾向にあります。物流施設の空室率は2021年以降、急速に低下しています。その他のセクターはおおむね横ばいでの推移となっています。

オフィスの空室率は上昇傾向ですが、コロナ前と比較して2-3%程度の上昇です。通常の物件ベースでの2-3%の空室率の上昇は、そこまで大きくネガティブな変化ではありません。ただこのデータは米国全体の集計になるため、個別の物件では、立地やグレードなどの違いによって大きく差異が生まれています。足元米国のオフィス市場では、高品質で立地に優れる物件への選好が強まっており、条件に劣る物件の空室率が今後どの程度悪化していくかは、注意が必要だと考えます。

■ 図1：米国不動産 セクター別空室率の推移

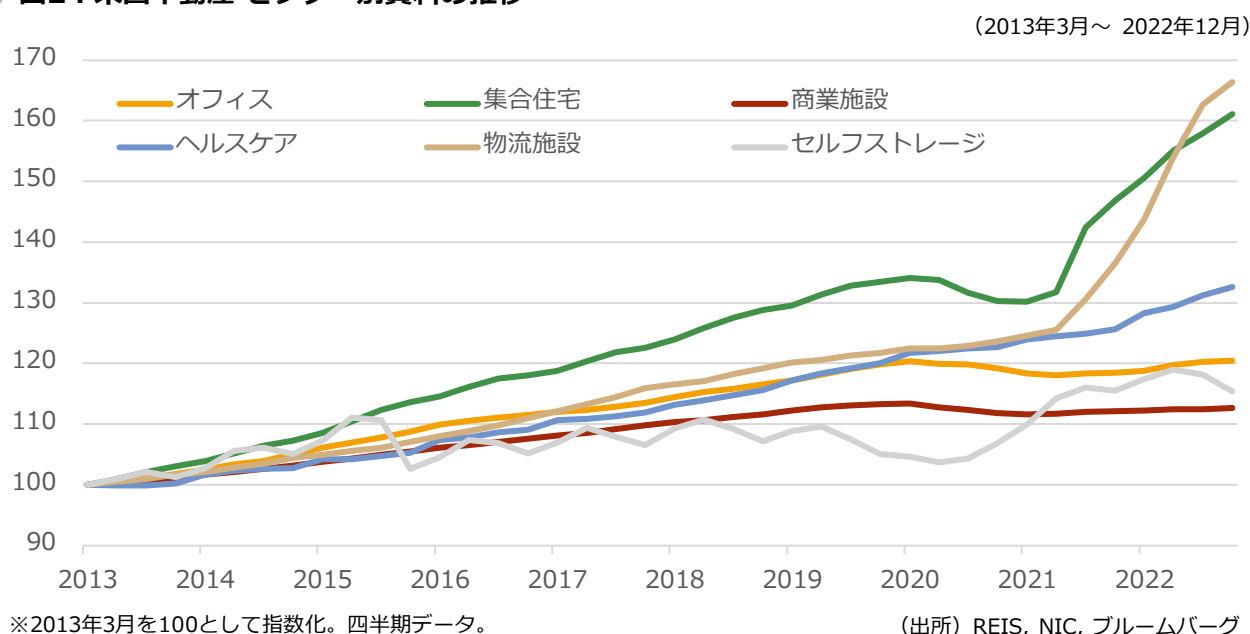


■ セクター別の賃料：おおむね上昇基調、住宅と物流施設が強い

次に、セクター別の賃料推移を図2で確認します。いずれのセクターも長期で見ると賃料は上昇傾向になっているのが分かります。米国ではインフレなどを背景に、賃料は時間の経過とともに上昇するのが一般的です。その中でも住宅と物流施設の賃料上昇が大きくなっています。両セクターとも好調な需給環境を背景に他のセクターを上回るペースでの賃料上昇が続いています。

特に物流施設の賃料上昇は空室率が大きく低下していたことも整合的です。Eコマースの拡大やサプライチェーンの安定化など構造的な変化を背景に物流施設の需要は強い状態が続いています。また物流施設は単位面積あたりの賃料水準が、オフィスや商業施設と比較すると低い傾向にあるため、テナントが賃料上昇を受け入れやすい側面もあります。ただ不動産業界では、好調な賃料上昇は新規物件供給を招くのが常です。今後も好調を維持できるか注意深く見守る必要があります。

■ 図2：米国不動産 セクター別賃料の推移



■ セクター別のキャップレート：多くのセクターで上昇に転じる

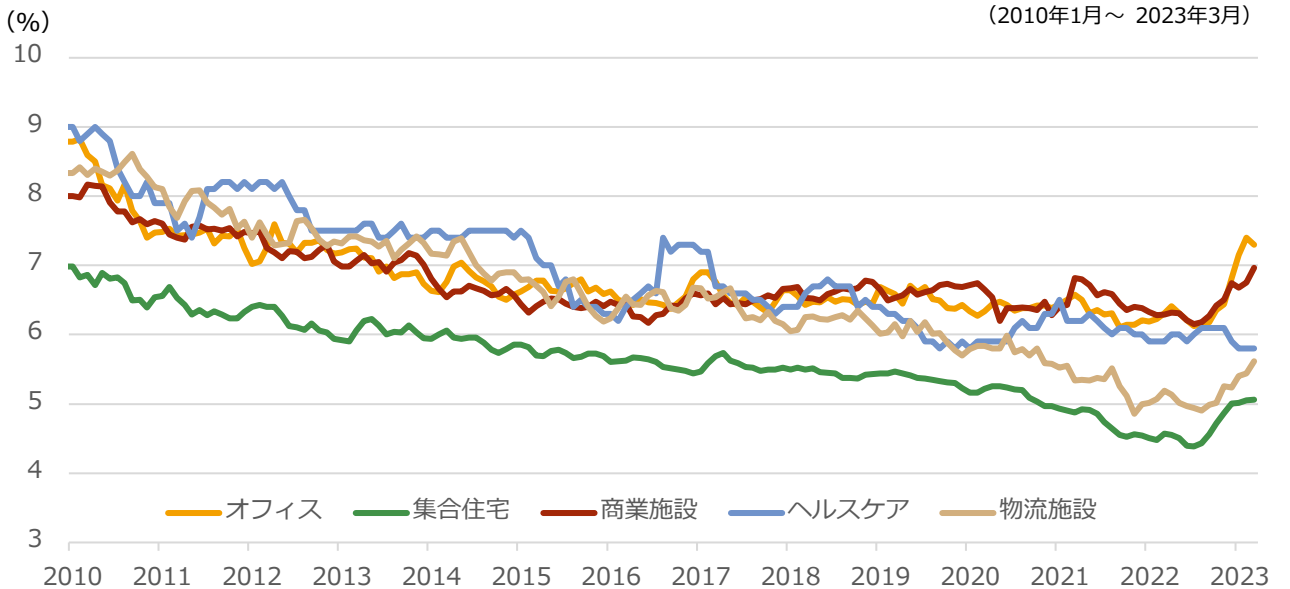
最後に、セクター別のキャップレートの推移を次ページ図3で確認します。キャップレートとは、還元利回りと呼ばれ、経費控除後の不動産収入÷物件価格で求められます。不動産収入が一定の場合、キャップレートは物件価格に応じて変動するため、不動産価格の動向を見る上でも有用な指標になります。

キャップレートは、過去10年総じて低下傾向となっていました。2022年の後半以降多くのセクターで上昇に転じており、不動産価格に下落圧力がかかっているのが分かります。集合住宅や物流施設では賃料が上昇しているために、キャップレートの上昇ほど不動産価格は下落していませんが、賃料上昇が緩やかなオフィスや商業施設におけるキャップレートの上昇は要注意です。

キャップレート上昇の背景には金利の上昇があります。多くの不動産投資家は負債を活用して投資を行っているため、負債調達コストより低いキャップレートの物件取得には慎重になります。そのためキャップレートは金利動向に遅行して上下する傾向があります。

図3：米国不動産 セクター別キャップレートの推移

(2010年1月～ 2023年3月)



(出所) RCA, ブルームバーグ

米国商業用不動産向け負債の状況を確認

そもそも商業用不動産とは

商業用不動産とはCRE(Commercial Real Estate)の日本語訳で、個人所有の住宅と対をなす不動産カテゴリーになります。リートの様な法人が投資する不動産は基本的には全て商業用不動産になります。住宅と比較すると市場規模は小さく、基本的にはプロが賃料収入等を目的として投資を行うため負債比率は低めにコントロールされています。

図4：商業用不動産と住宅の特徴比較

	商業用不動産	住宅
所有者	法人	個人
保有目的	賃料収入	居住
投資金額	大	小
レバレッジ	低	高
市場規模	中	大

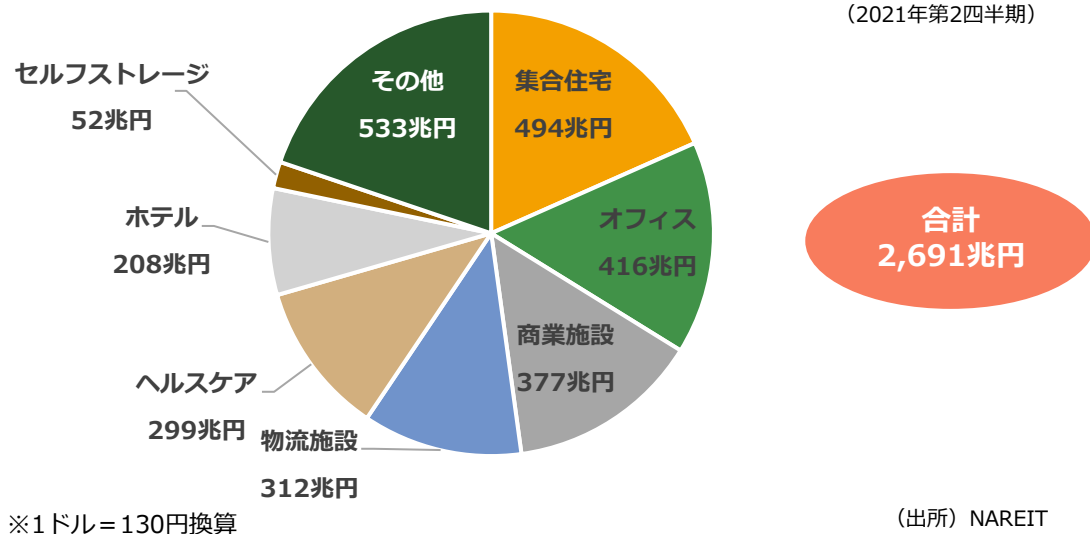
米国商業用不動産の市場規模を確認

NAREIT（全米不動産投資信託協会）によると、米国の商業用不動産の市場規模は2,691兆円（1ドル＝130円換算、2021年第2四半期）と推計されています。一方、不動産サービス会社のZillowによると米国の個人所有の住宅の市場規模は5,642兆円（1ドル＝130円換算、2021年）と推計されています。推計方法も推計主体も推計のタイミングも異なるため正確な比較はできませんが、商業用不動産の市場規模は住宅のおおむね半分程度と推察されます。

またNAREITは同調査の中で、セクター別の商業用不動産の市場規模（図5：次ページ）も推計しています。オフィスの市場規模は416兆円で全体に占める割合は15%程度になります。同様に商業施設は377兆円で、割合は14%程度になります。

図5：米国商業用不動産 セクター別市場規模

(2021年第2四半期)



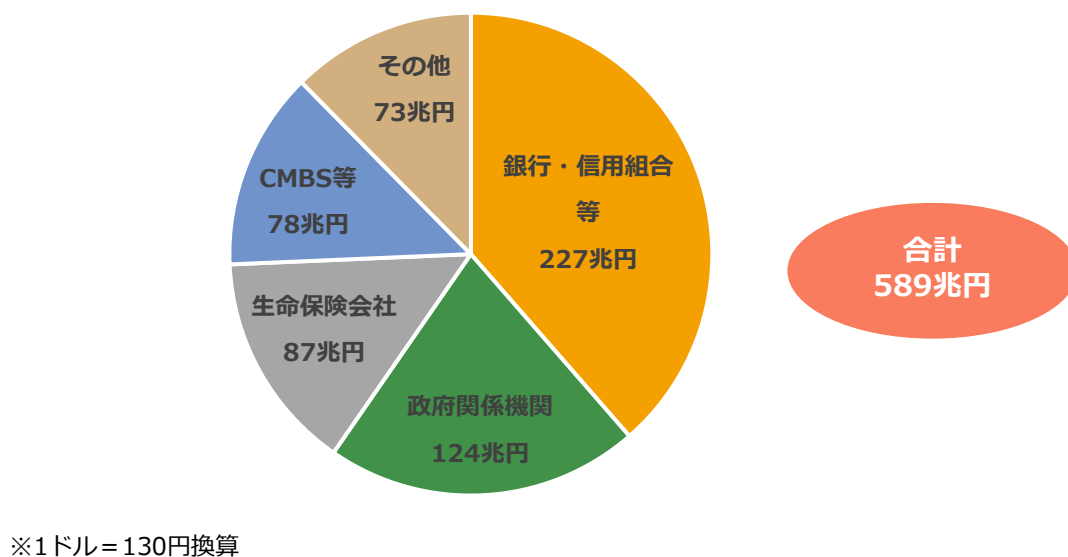
米国商業用不動産向けローンの規模を確認

MBA (Mortgage Bankers Association : 米国モーゲージ銀行協会) によると、米国商業用不動産向けの貸付総額は589兆円 (1ドル=130円換算、2022年第4四半期) となっています。集計対象も集計タイミングも異なり、比較するには正確性に欠けますが、NAREITの市場規模データを使ってLTV (Loan to Value) を求めるとおおよそ2-3割程度ということになります。

MBAは債権者の業態別の集計 (図6) も発表していて、保有残高・ウェイトは銀行・信用組合等が227兆円・38.6%、政府関係機関が124兆円・21.0%、生命保険会社が87兆円・14.7%、CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) 等が78兆円・13.3%となっています。この中でも特に注目が集まる銀行の保有状況とCMBSについて次ページで詳しく見ていきたいと思います。

図6：米国商業用不動産向けローン 債権者業態別残高

(2022年第4四半期)



銀行の規模別に商業用不動産向けのローン残高を見てみると…

図7にあるように、銀行の規模別に商業用不動産向けのローン残高を見てみると、トップ25行以外の銀行が銀行の資産規模と比較して、より多くの商業用不動産向けのローンを保有していることが分かります。大手行は銀行規制強化の影響もあり、不動産など特定のセクターに貸出を集中させないよう管理が行われています。一方、中小銀行はここ数年、商業用不動産向けの貸し付けを拡大してきた経緯があり、リスク管理も含めて注意が必要と考えます。

図7：商業用不動産向けローンの銀行規模別残高

(2022年12月末)

	銀行数	資産残高 (10億ドル)	商業用不動産向け ローン残高(10億ドル)	マーケット シェア	資産に 占める割合
トップ 25	25	15,443.75	663.82	30%	4%
100億-1,600億ドル	135	4,804.01	792.59	36%	16%
10億-100億ドル	829	2,313.06	561.11	25%	24%
1億-10億ドル	2,965	1,098.23	200.46	9%	18%
1億ドル未満	761	46.28	3.34	0%	7%
合計	4,715	23,705.33	2,221.33	100%	9%

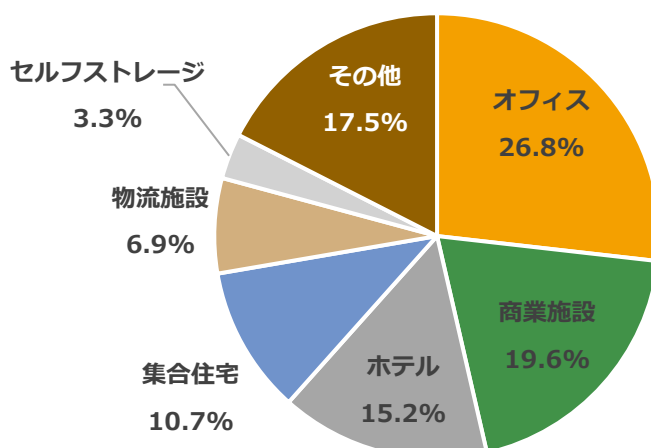
(出所) FDIC, MBA

CMBSのセクター別の残高を見てみると…

図8にあるように、セクター別のCMBSの残高ウェイトを見てみると、おおむねNAREITのセクター別市場規模（図5）に沿った分布になっていますが、オフィスや商業施設のCMBSのウェイトが市場規模比較で大きくなっており、逆に物流施設や集合住宅のCMBSのウェイトは市場規模比較で小さくなっています。CMBS自体に問題があるとは思いませんが、不動産ファンダメンタルズの良好なセクターのCMBSの残高が比較的少なく、不動産ファンダメンタルズの軟調なセクターのCMBSの残高が比較的多いことは注意が必要と考えます。

図8：CMBSのセクター別残高ウェイト

(2022年9月30日)



(出所) Trepp LLC

まとめ

■ 現状、全体としては大きな問題は見られないが、一部に注意すべき点

米国の不動産ファンダメンタルズは現状おおむね堅調に推移しています。金利の上昇は疑いもなく不動産市場にとっては逆風ですが、堅調な需要や高いインフレ率などがそれを相殺する形でバランスをとっています。ただセクター別ではオフィスなど軟調なセクターも存在します。オフィスの中でも特に条件の劣る物件では厳しい状況が続くと考えています。

商業用不動産向けの負債の面では、大手行に関しては大きな問題はないと考えますが、一部中小銀行ではリスク管理の面からも懸念が残ります。またCMBSではファンダメンタルズが軟調なオフィスセクターなどで残高が多いのが懸念材料です。

商業用不動産は住宅と比較すると市場規模も小さく、負債比率も低いため、金融システムへの影響は住宅市場と比較するとずっと小さくなると想定しています。また現状、ファンダメンタルズ面で問題が発生している商業用不動産は部分的なものにとどまります。商業用不動産向けの負債の面でも、脆弱性が懸念されるのは一部の金融機関にとどまると考えています。

金融引き締めや金利上昇の影響は、キャップレートが上昇に転じてきているように、今後時間をかけて発現してくるものと考えます。今後、金利がより高く、また高い金利の状態がより長く続くことになれば、影響はそれだけ大きくなります。また金融引き締めの影響は不動産だけでなく経済全体に及びます。一方で、金融引き締めも永続的に続く訳ではなく、金融システムに不安定さが見られる場合は様々な政策的なサポートが想定されます。今後も、不動産ファンダメンタルズを含め、経済動向を丁寧にモニターしていくことが重要と考えます。

当資料のお取り扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。