

# 米国商業用不動産市場と 実体経済のリンク

## <要旨>

米国の商業用不動産市場は、実需面から見れば、短期的には新規供給の増加等により市況が弱含む局面も想定されるものの、良好な実体経済を背景に、中長期的にはこれまでの上昇トレンドを維持することが期待される。

その一方で、米国・連邦準備制度理事会による歴史的な低金利政策の正常化が見込まれる中、何らかの事象を契機に長期金利が大幅に急上昇し、良好な実需にも関わらず商業用不動産市場が調整局面入りする事態もないとは言えない。

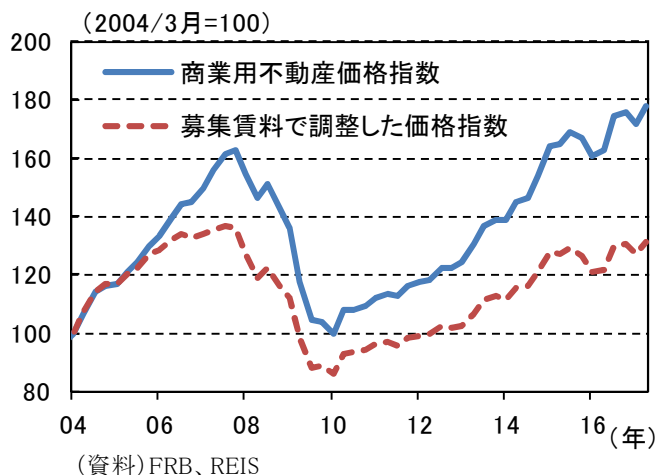
米国の歴史を振り返れば、金融環境の変化による不動産市場の変調が銀行を經由して経済危機に発展するという事象は、1980年代のS&L危機、2000年代のリーマン・ショック等、度々観察されている。大手行や中堅規模の銀行が、足元で商業用不動産向け貸出を増加させていることもあり、こうした動向にも注意する必要がある。

## 1. 商業用不動産市場の動向

イエレン議長等による市場とのコミュニケーションが奏功していることもあり、現在のところ、連邦準備制度理事会(FRB)による利上げは大きな混乱を引き起こしてはいない。ただし、今年には既に2回の利上げが実施されたことに加え、12月の連邦公開市場委員会(FOMC)での利上げも確実視されており、また、FOMCメンバーの見通しでは2018年も計3回の利上げが見込まれている。

米国の商業用不動産については、地域別に仔細にみると価格上昇ペースに鈍化傾向がみられるところもあるものの、全般的には上昇トレンドを維持している(図表1)。価格水準については、

図表1 商業用不動産価格指数



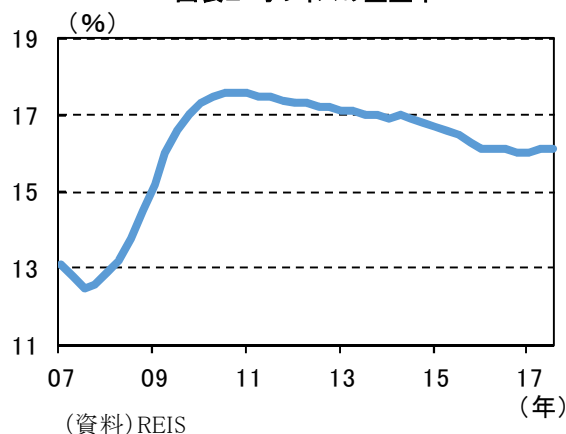
賃料で調整した指数<sup>1</sup>で見れば、ほぼリーマン・ショック時と同水準であり、現在の価格水準が過大なものとは言えないが、今後、FRBによる追加利上げのペースが加速すれば、商業用不動産市場もある程度の調整を余儀なくされるとの見方をする向きは少なくない。

そこで、本稿では、商業用不動産市場の足元の状況を確認するとともに、商業用不動産価格が下落するような事態が発生した場合の、米国経済への影響について検討する。

## 2. 商業用不動産の足元の状況と見通し

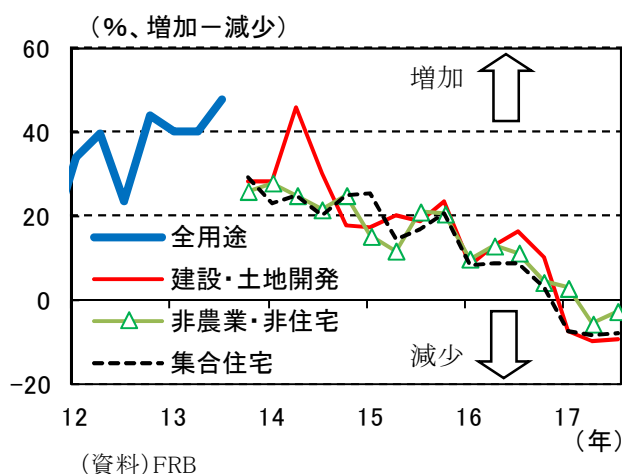
足元の商業用不動産市場を見ると、2016年後半以降、オフィスの新規供給が需要を上回って推移している。また、2011年頃から一貫して低下傾向にあった空室率も、足元で下げ止まりの兆しが見られる(図表2)。実際、地域によっては、新規供給に伴う需給の緩みにより、オフィス賃料等の上昇ペースが鈍化するところも見られている。

図表2 オフィスの空室率



FRBが四半期毎に実施している「シニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ」での商業用不動産向け貸出の貸出基準及び資金需要の推移を見ても、資金需要には以前ほどの力強さが見られなくなっている(図表3)。

図表3 資金需要



<sup>1</sup> 「商業用不動産価格指数」を実質化するために調整したもの。物価指数の構成項目には賃料が含まれているため、ここでは実質化するための指数として「オフィス賃料」を用いた。

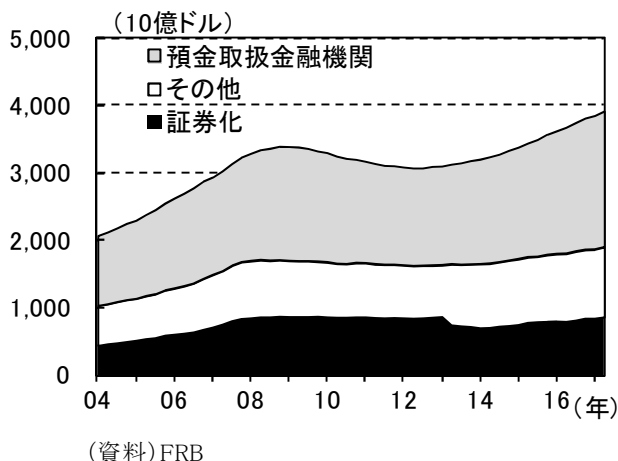
ただし、先行きを見通すと、米国経済は2四半期連続で3%を超える経済成長を遂げており、雇用市場は堅調で人口も増加し続けている。足元の商業用不動産価格がリーマン・ショック時を上回る高値圏にあることから、金利上昇等が引き金となり調整局面入りすることを警戒する向きもあるが、金利上昇が物価上昇(オフィス賃料上昇)に見合うものであれば、中長期的にはオフィス需要等も相応に増加し、商業用不動産価格も以前の上昇トレンドに回帰するものと期待される。

### 3. 不動産市況の悪化が銀行に与える影響

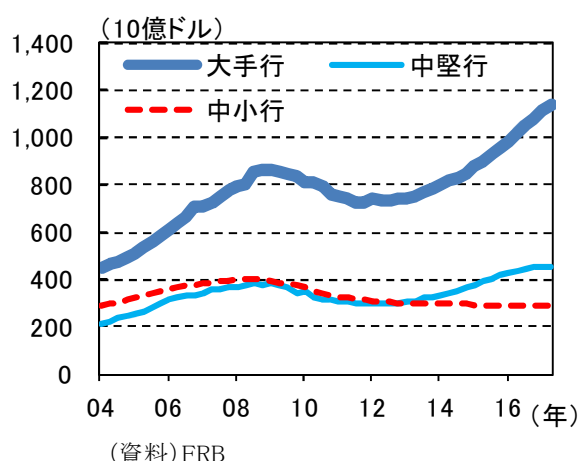
リーマン・ショック時には、商業用不動産市場に大きな調整が生じた結果、銀行のバランス・シートが毀損し、貸出も減少した。特に、中堅以下の規模の銀行からの融資に頼らざるを得ない中小企業にとっては、このことは非常に深刻な問題であり、実体経済の収縮を招くこととなった。

商業用不動産向け貸出の増加については、リーマン・ショック以後も、銀行等の預金取扱金融機関による貸出増加が最も大きく寄与している(図表4)。仔細にみると、大手行に加え、中堅行も貸出を増加させている(図表5)。

図表4 商業用不動産向け貸出の貸出割合



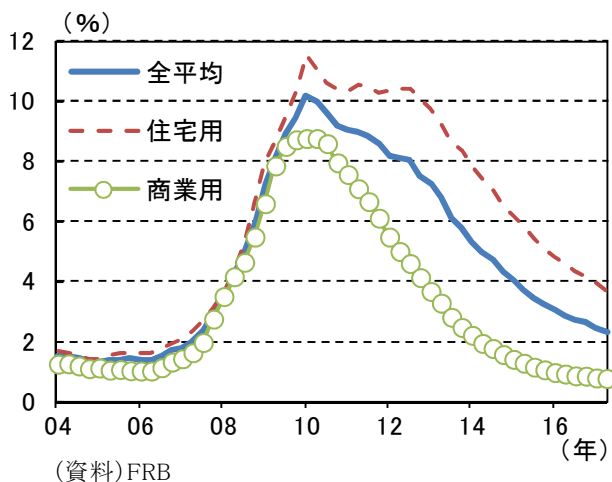
図表5 商業用不動産向け貸出(商業銀行)



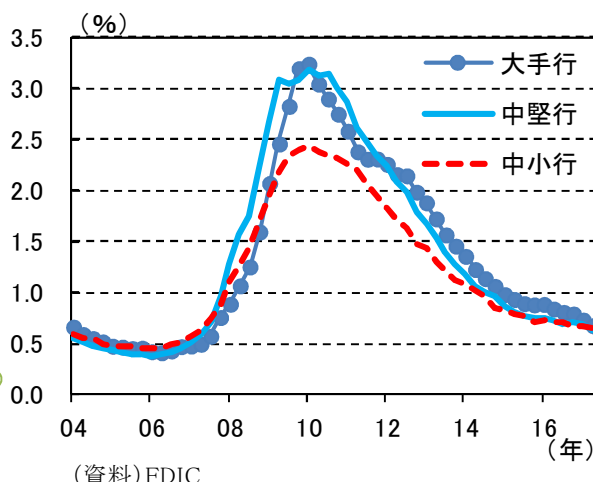
足元の商業用不動産向け貸出の延滞率や不良債権比率は現状では低いものの、こうした指標が低水準であることは、歴史的な低金利政策に支えられている要因もあるので、今後の金利上昇次第では様相が大きく変化する可能性がある。このことは、ストレス事象の発生、例えば、米国の長期金利が物価水準(オフィス賃料等)の推移から大きく乖離するほど上昇し商業用不動産価格が調整局面入りした場合、銀行のバランス・シートを相応に毀損させる可能性があることを示唆する。前述のように、大手行・中堅行が商業用不動産向け貸出を増加させる中、銀行貸出の減少を通じたルートで米国経済が悪化するメカニズムは残っていることを意味する(次頁図表6、7)。

また、図表4で示されている預金取扱金融機関以外の貸出主体を見ても、「証券化」、「その他(生命保険等)」の残高は、引続き、一定の割合を占めている。こうした状況からも、実需面で特段の問題がなくとも、海外資金を含めて銀行貸出以外の資金が商業用不動産市場から一斉に逃避し、「売りが売りを呼ぶ」という事象が突発的に発生する可能性を依然内包していることも指摘できる。

図表6 不動産向け貸出の延滞率



図表7 不良債権比率



(注)「大手行」は資産規模 100 億ドル以上、「中堅行」は資産規模 100 億ドル未満 10 億以上、「中小行」は資産規模 10 億ドル未満、の商業銀行。

#### 4. まとめ

一昨年、昨年と年1回のペースに過ぎなかった利上げも、2017 は計3回実施されることが確実視されていることに加え、2018 年も3回の利上げが見込まれるなど、FRB が金利の正常化を推し進めている。実体経済の動向や金融市場へのインパクトを無視してまで、FRB が利上げペースを加速させるとは想定しにくい、FRB のバランス・シート縮小開始やトランプ政権下の税制改革がもたらす財政赤字の拡大等、これまでよりも長期金利に上昇圧力が生じ易い状況が生まれていることも確かである。

米国の商業用不動産市場は、短期的には弱含む局面がみられる可能性はあるものの、実体経済の良好なファンダメンタルズに支えられ、FRB が推し進める緩やかな利上げの下で、中長期的にはこれまでの上昇トレンドに沿って推移することが期待される。ただし、金融市場の地合が軟化中、何らかの事象をきっかけに長期金利の大幅な上昇が生じ、商業用不動産市場が調整する可能性も排除できない。勿論、仮に、商業用不動産市場が調整する場合であっても、資本規制の導入等もあり銀行には一定の耐性が備わっていることから、リーマン・ショックが当時の様相のまま再発するとは考えにくい。とはいえ、これまでも銀行を経由した経済危機が度々発生した経緯もあり、そうしたルートにも、引続き目を配る必要がある。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe\_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。