

「米国商業用不動産市場が示唆するリスク」

投資企画部：法村 裕紀

米国の商業用不動産市場の低迷が続いている。Moody's が公表している価格指数で見ると、'07年10月のピークから4割以上下落しており(図1)、また商業用施設への需要の強弱を示す指標の一つであるオフィス空室率の状況を見ると、直近で15%程度となっており、S&L危機時の不動産不況で記録した'92年の17.6%に迫る勢いで悪化を続けている(図2)。需要の弱さを鑑みると、今後当面は低迷が続くことが考えられる。本稿では、商業用不動産市場の低迷が経済や市場に及ぼす悪影響を考える上での視点の整理を試みたい。

米国の金融機関は、多くの商業用不動産向け融資を抱えている。ここでは金融機関の資産劣化が経済及び市場へ悪影響を及ぼす経路について、二つの視点から分析する。一つは損失拡大懸念による金融市場への影響、もう一つは貸出低迷による実体経済への影響である。

昨年9月のリーマンショック後は、金融機関相互の疑心暗鬼が高まり短期金融市場が機能麻痺に陥ったことが大きな混乱に繋がった。大手金融機関でさえ中央銀行による流動性供給に頼らないと破綻しかねない状況に追い込まれ、米国ではFRBからの支援を得やすくするために投資銀行が商業銀行に業態転換するといった歴史的な出来事も発生した。この時の問題資産は主にサブプライム証券であったが、商業用不動産向け融資の問題で同様の事態が再度発生するかについては、以下の理由からその可能性は低いと考えられる。

第一に、商業用不動産向け融資の不良債権化により悪影響を強く受けるのは主に地方銀行であり、市場への影響力が大きい大手行は比較的抱えているリスクが小さいことが挙げられる(図3)。新聞報道等で知られているように、既に100行を超える地方銀行が破綻しているが、短期金融市場での資金取引は順調に行われており、むしろ中央銀行が供給している大量の資金がリスク資産に流れ込むことで流動性相場の様相を呈していることから、リスクの低下が示唆されている。第二に、中央銀行が引き続き緩和的な姿勢を維持していることが挙げられよう。FRBは大量の資金供給を続けており、バーナンキ議長が「商業用不動産の問題は非常に深刻」とのリスク認識を示していることから、問題が燻っている間に性急な金融引き締め動く可

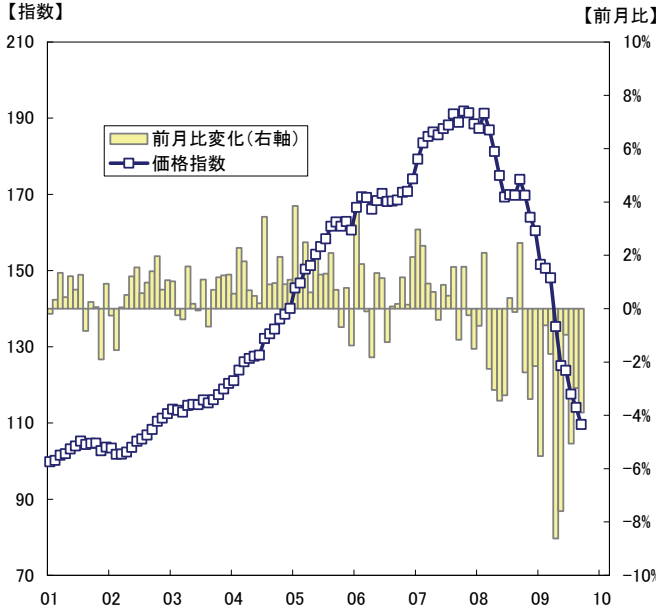
能性は低いと考えられる。第三に、政策面での対応が始まったことが挙げられる。例えばFRBと米連邦預金保険公社(FDIC)は、商業用不動産向け融資の評価について、仮に担保価値が融資総額を下回っても健全資産と位置づけることを認める指針を公表している。無秩序な損失の表面化を防ぐ目的であり、今後も同様の政策サポートが行われる可能性がある。

一方で経済への影響を考えると事態はそれほど楽観出来るものではない。前述のとおり商業用不動産価格の下落による地方銀行の不良債権増加は、中小企業向け融資を滞らせることに繋がり、中小企業の経営を直撃している(図4)。中小企業の雇用は米国全体の約半分を占めており、彼らが雇用創出能力を失っていることは、米国経済全体を考える上でも決して影響は小さくない。アトランタ連銀のロックハート総裁は、「過去2回の景気拡大期に、中小企業は雇用拡大創出において全体の3分の1に及ぶ貢献をした」とした上で、「'01年の景気後退時には9%しか雇用を喪失しなかったが、今回の景気後退では既に45%が失われた」と述べ、更に「前回景気後退時は半分以上の中小企業が銀行からローンを受けられたが、今回は銀行の中小企業向け融資基準は引き締まったままである」との認識を示し、懸念を表明している。

以上より、金融危機再発の可能性は低いが、経済への悪影響は続くものと理解するべきであろう。足元米国経済は政府の需要喚起政策の効果もあり持ち直しているが、政府需要から民間需要へバトンタッチした上での自律的な景気浮揚を展望するには、商業用不動産の問題への対処は避けて通れない。何もしなければ確実に景気回復の足枷となろう。2009年に政府によって救済されたのは、破綻した場合に経済を大混乱に陥れる可能性の高い大手金融機関や自動車会社等であった。しかしその影で手を差し伸べられることの無かった中小零細企業の経営は確実に悪化への道を辿っている。

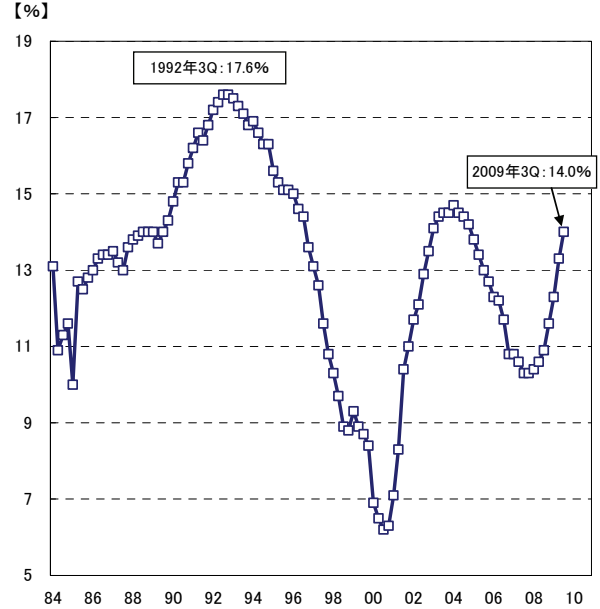
米国株式市場は目先の危機は去ったとの認識下、年初来の高値を窺う展開となっているが、今後の株価を占う上で、2010年の政策の舵取りはどのようなものになるのか、どのように地方銀行や中小企業に手を差し伸べていくのかは一つの論点となろう。今後の動向を注視していきたい。(2009年12月16日記)

図1：米国商業用不動産の価格



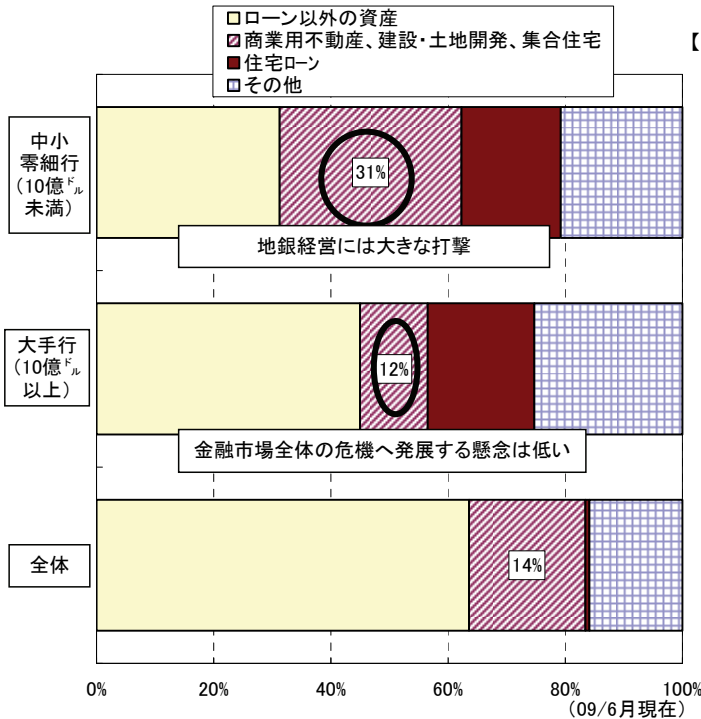
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：米国オフィス空室率(商業地区)



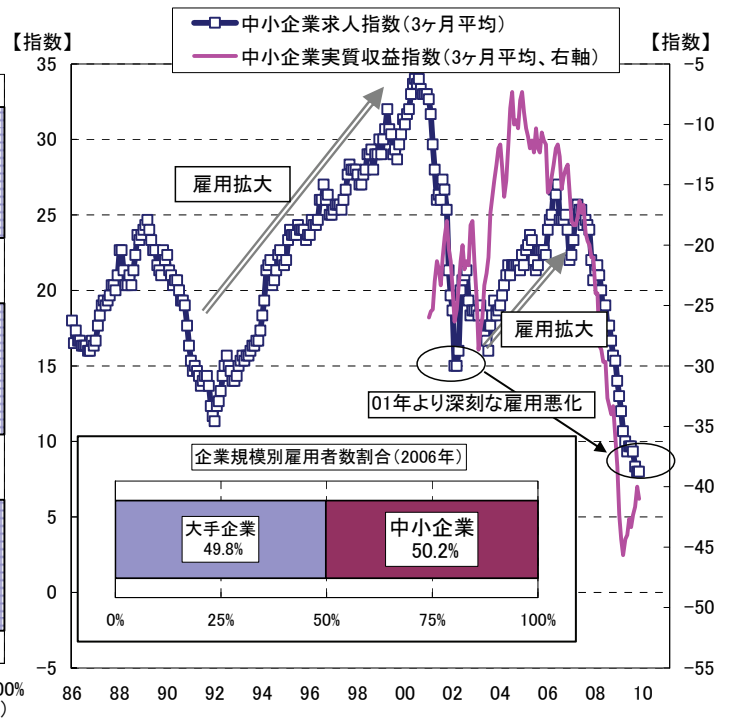
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図3：規模別 米国銀行の資産構成



出所：FDIC より三菱UFJ信託銀行作成

図4：中小企業の収益と雇用



出所：NFIB、SBA、Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）