

調整が続く米国商業用不動産市場

— 本格的な回復は2011年以降 —

米国では、住宅価格に遅れて商業用不動産価格の調整が深刻化しており、本格的な回復は2011年以降になると予想される。商業用不動産貸出の不良債権問題は、中小金融機関に集中している。金融システム不安が再燃するリスクは限定的だが、中小企業を中心とする雇用創出が妨げられ、景気が下押しされるリスクには留意が必要だ。

2007年夏以降、サブプライム・ローン問題を契機とした金融危機により大きく揺らいだ米国の金融システムは、政府・金融当局の積極的な危機対応により安定化に向かっている。しかし、商業用不動産価格の調整が住宅価格に遅れて顕在化し、商業用不動産貸出の不良債権問題が新たな金融システム不安の火種として懸念されている。

果たして、商業用不動産問題によって、金融システム不安が再燃し、米国景気が二番底に陥るリスクは大きいのか。以下では、米国の商業用不動産市場の現状と金融システム・米国経済にとってのインパクトを検証する。

調整が続く商業用不動産価格

米国では、商業用不動産は、主に①オフィスビル、②工場等の工業施設、③ショッピングモールなどの商業施設、④賃貸アパートなどの集合住宅、の4分野を指す。商業用不動産市場は、金融危機による景気低迷と信用収縮という強い逆風を受け、調整局面にある。商業用不動産価格は、2005年以降大幅に上昇したが、需給悪化等により住宅価格にほぼ1年遅れて2007年半ばにピークアウトした。2008年9月のリーマン・ショック後には下げが加速し、2009年4～6月期にはピーク比▲39.2%まで下落した。ピークからの下落率は住宅価格（主要20都市、▲31.7%）を上回っている。4分野の内訳を見ても、いずれも2～4割の大幅下落となっている（図表1）。

過去の景気循環との関連で見ると、1990年代および2000年代初頭の景気後退期前後には商業用不動産価格は持続的な下落局面を経験しているが、今回は調整の振幅が極めて大きいことが特徴的である。80年代末から90年代初頭は、商業用不動産価格は約5年の長期にわたり調整したが、ピークからの下落率は▲27.3%と今回より小さい。2000年代初頭は、IT（情報技術）バブル崩壊後の過剰投資抑制により商業用不動産も打撃を受けたが、調整期間は1年程度と短く、ピークからの下落率も▲5.9%と軽微なものにとどまっている。

商業用不動産価格は、既に2年にわたり調整を続け、2005年のレベルまで下落してきた。2009年7～9月期には前期比で持ち直す兆しを見せているが、調整の終わりが近いと見ることができるのだろうか。

商業用不動産価格と実質GDP成長率および失業率の間には強い因果関係がみられる。商業用不動産価格（前年比）は、実質GDP（前年比）に2四半期程度遅行し、景気の遅行指標である失業率（前年比）と同時に推移する傾向があり、総じて景気全般に遅行する性格をもっている。

米国景気のコンセンサス予想によれば、成長率・失業率（ともに前年比）は2009年4～6月期が最悪期となる。商業用不動産価格も2009年10～12月期までには前年比下落率が底打ちし、徐々に落ち込みが緩和していく可能性がある。ただし、前年水準を上回るのは早くとも2010年後半で、本格回復は2011年以降となろう。

また、米国家計が直面する雇用問題は深刻であり、ジョブロス・リカバリー（雇用削減を伴う景気回復）の再来が懸念される。過剰債務の調整圧力も大きく、消費低迷が長期化し、景気回復も緩慢になる公算が大きい。このため、商業用不動産価格の回復ペースも、緩やかなものにならざるを得ないと予想される。

商業用不動産貸出の信用過剰と 借り換え問題

今回の商業用不動産市場の調整は、需要減退による「供給過剰」のみならず、商業用不動産貸出の急増、すなわち「信用過剰」の反動によって増幅されている。

商業用不動産貸出の規模は、2009年6月末時点で3兆4,671億ドルとなっており、そのうち1兆7,473億ドル（構成比50.4%）は預金取扱金融機関（商業銀行および貯蓄金融機関）に貸出債権として保有され、8,715億ドル（25.1%）が商業用不動産担保証券（CMBS）の担保として証券化され、残りはその他の投資家に保有されている。

住宅と比較した場合、商業用不動産の貸出規模は3分の1程度となっており、証券化されずに金融機関のバランスシート上に貸出債権として保有される割合が高い（証券化比率は住宅61.1%、商業用不動産25.1%）、という点が特徴として指摘できる。

近年、商業用不動産貸出は、住宅と同様に拡大が続いてきた。2000年初と比較すると商業用不動産・住

宅ともに近年の貸出市場は2.3～2.4倍の規模となっている。しかし、2007年半ば以降の商業用不動産価格下落に伴う担保価値の下落により、金融機関の貸出姿勢は厳格化し、貸出は縮小に向かっている。

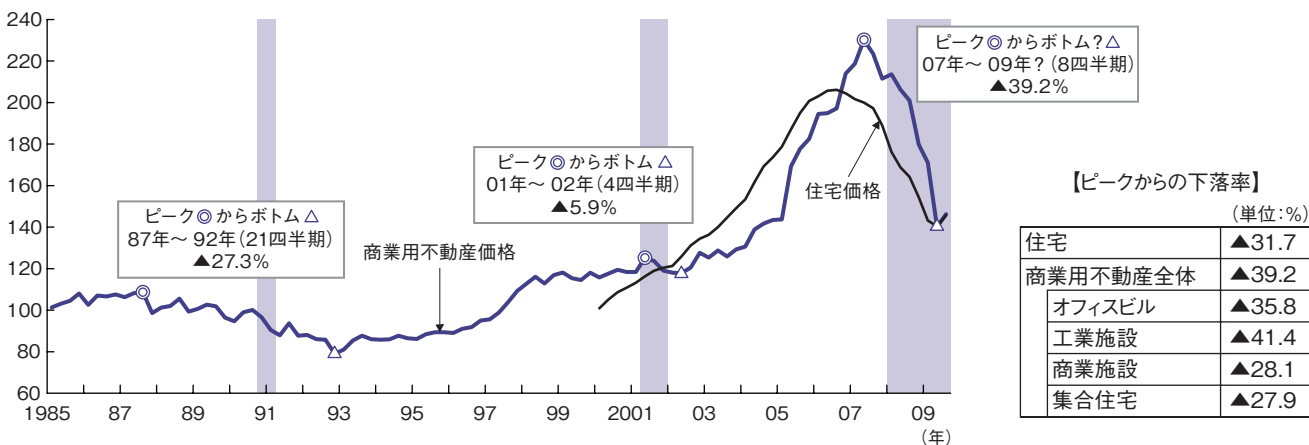
商業用不動産貸出については、返済期間が住宅より短く（5年物が中心）、今後数年は2005年以降急増したローンの満期が到来することが大きな懸念材料となっている。これまでのところ、大半の金融機関は返済期限の延長で対応しており、見かけ上借り換え問題は深刻でないようにも見える。しかし、裏を返せば、借り手の破綻を回避するためにも、金融機関の多くは貸出の延長で対応せざるを得ない状況にあるとの見方もできる。

不良債権問題の深刻度

商業用不動産貸出の延滞率は、2009年9月末時点で8.5%と、90年代初頭の長期調整期（92年9.5%）に迫る勢いで急上昇しているが、商業用不動産の不良債権問題はどの程度深刻なのだろうか。

商業用不動産貸出は、前述のとおり住宅に比べて証券化比率が低く、資本市場を通じた影響は限定的で、金融機関のバランスシートを通じた影響が大きいという点で、住宅とは性質が異なる側面がある。国際通貨基金（IMF）によれば、商業用不動産は住宅に比べ高い損失率が見込まれるものの（商業用不動産12.4%、住宅9.4%）、市場規模が小さいため、2010年末

●図表1 大幅に下落する商業用不動産価格



までの米金融機関の予想損失額は住宅の3分の1程度（商業用不動産1,630億ドル、住宅4,190億ドル）にとどまる。

金融機関の規模別に過去の長期調整期（92年）と比較してみると、対応余力は金融機関の規模に応じてかなりの差がある（図表2）。大手金融機関は、証券化への関与度合いが大きい分、証券化市場の混乱が貸出減少に結びつきやすい。しかし、商業用不動産貸出が貸出全体に占める割合は17.2%と低く、延滞率、不良債権の償却負担は92年より改善している。不良債権比率、貸倒引当率は92年並みのレベルにあり、過去の経験を踏まえた対応が可能であると考えられる。大手の対応余力は大きいことから、商業用不動産を起点として金融システム不安が再燃するリスクは限定的であろう。

他方、中小金融機関は、商業用不動産貸出への傾斜を急速に強めている。延滞率、不良債権比率、引当率、償却負担いずれをみても、92年を上回るかつてない苦境に直面している。中小金融機関の貸出は抑制基調が続くとみられ、その影響を最も受けるのはこれら金融機関に依存する中小企業である。米国の非農業雇用者数の半分、新規雇用創出の約65%を占める中小企業の資金調達難は、更なる雇用回復の遅れを通じて景気を下押しし、それが商業用不動産価格の回復を遅らせるという負のスパイラルにより、浮揚感なき景気回復を長引かせるリスクがある点には十分留意が必要である。

中小金融機関には引き続き政策的支援が必要

商業用不動産問題に関する政策対応は、7,000億ドルの公的資金を活用する不良資産救済プログラム（TARP）が中心となっている。TARPでは、①ターム物資産担保証券貸出制度（TALF）によるCMBSを担保とする貸出、②官民共同投資プログラム（PPIP）による不良貸出債権・証券化商品の買い取り、③優先株等を取得する資本注入プログラム（CPP）等を通じて、不良債権処理を支援している。また、米連邦準備制度理事会（FRB）等の連邦金融監督当局は、商業用不動産貸出の債権回収を最大化するため、貸出条件の変更等の問題処理の指針を示している。

公的資金による金融機関救済に対する批判が強まっていることから、今後、大手金融機関については、金融安定化を大義名分とした公的資金依存からの脱却を図ることが求められる。他方、商業用不動産問題の影響の大きい中小金融機関に、危機対応からの脱却を求めるのは時期尚早である。中小金融機関のための政策的なセーフティーネットは温存せざるをえない局面が続くと予想される。◆

みずほ総合研究所 政策調査部

主任研究員 西川珠子

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

●図表2 不良債権問題の深刻度

	2009年9月末時点				1992年12月末時点			
	商業銀行全体	中小行	中堅行	大手行	商業銀行全体	中小行	中堅行	大手行
商業用不動産貸出への傾斜(%)	24.2	45.8	45.0	17.2	17.9	22.9	19.7	13.2
商業用不動産延滞率(%)	8.5	6.8	8.3	9.4	9.5	4.2	8.1	17.2
不良債権比率(%)	2.8	2.3	3.0	2.8	1.8	1.0	1.5	2.5
貸倒引当率(%)	62.3	51.2	51.5	65.0	87.6	107.1	108.7	73.3
償却負担(年分)	0.68	1.12	0.93	0.63	0.63	0.41	0.47	0.91
金融機関数	6,911	6,386	440	85	11,463	11,083	329	51

(注) 1. 中小行は資産規模10億ドル未満、中堅行は同10～100億ドル、大手行は同100億ドル以上。

2. 商業用不動産貸出への傾斜＝商業用不動産貸出/貸出・リース資産×100。

延滞率＝(30日以上延滞＋利息計上停止債権)/貸出×100。

不良債権＝90日以上延滞＋利息計上停止債権。不良債権比率＝不良債権残高/総資産×100。

貸倒引当率＝貸倒引当準備金/不良債権残高×100。

償却負担＝不良債権残高/貸倒引当金計上前利益(2009年は9月末までの累計の年率換算値)。数値が大きいほど償却負担が大きい。

(資料) 米連邦預金保険公社(FDIC) [Statistics on Banking]