

# 米国リートへの商業用不動産ローン懸念の影響

リートにとって新たなリスク要因の発生ではない

2024年2月9日

## 上場米国リートに懸念が波及する可能性は低い

1月31日の米地銀ニューヨーク・コミュニティ・バンコプ決算で発表された、想定を上回る与信費用計上を受けて以降、再度、商業用不動産とそのローンを資産に持つ金融機関に焦点が当たっています。

「商業用不動産」はその呼称から小売りテナント向け不動産と混同されることがありますが、居住用不動産に対置する区分であり、小売りだけでなくオフィス、集合住宅、ホテル、物流施設など多様な不動産を含みます。このうち、とりわけ問題視されているのは空室率上昇から賃料収入が減少しているオフィスビルへの融資です。パンデミック以降在宅勤務が定着したことや、一部企業で人員削減の動きが進んだことから、オフィス空室率が上昇しています（図表2：緑線）。加えて、借入比率が高い一部のオフィスビルにおいては、利上げ以前に低利で借りていたローンが満期を迎え、高い金利で借り換えなくてはならないことで、利払い不能に陥るリスクも懸念されています。しかし、これらは従前から想定済みのリスクで、2月4日に放映されたパウエルFRB（米国連邦準備制度理事会）議長のテレビインタビューや、6日のイエレン財務長官の議会証言では、商業用不動産ローンに関するリスクは大規模な金融不安へ発展しないように管理可能と述べられました。

上場米国リートに占めるオフィスセクターの比率は5%程度と低位であり、オフィス以外のセクターのファンダメンタルズは、図表2の空室率の低下傾向に見られるよう、おおむね良好です。図表1では、資産残高1,600億米ドル未満の一部金融機関において商業用不動産融資への偏重が見られます。1月の銀行上級貸出担当者調査では、引き続き商業用不動産融資について「厳格化」との回答が多い結果となりましたが、「厳格化」との回答数は過去4四半期と比較して減少しています。上場米国リートの主要な借り入れ先であるような資産残高トップ25行をみると、その資産全体に占める不動産融資の比率は4%程度と低く、貸出態度の厳格化などによりリートが資金調達難に陥るといった事態は現時点では想定していません。

図表1: 収益不動産ローンの銀行規模別保有比率

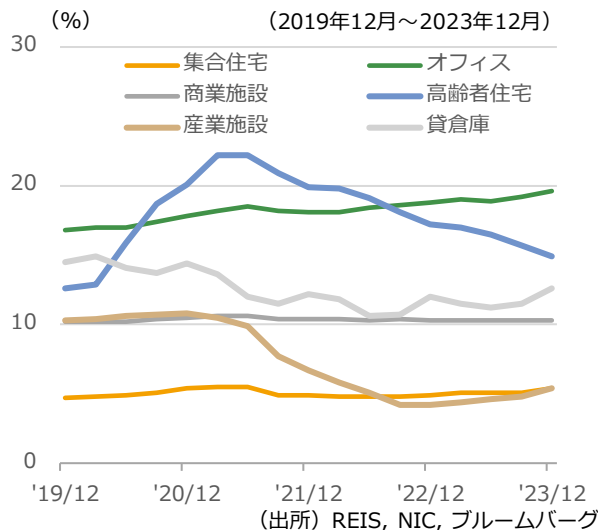
2023年9月末時点

資産残高	銀行数	シェア	資産に占める割合
トップ 25	25	31.7%	3.6%
100億-1,600億米ドル	92	33.7%	13.7%
10億-100億米ドル	848	26.3%	19.6%
1億-10億米ドル	2,890	8.1%	13.3%
1億米ドル未満	727	0.1%	4.8%
合計	4,582	100.0%	7.5%

※開発使途や、所有者が占有する不動産向けのローンなどを除く。

(出所) FDIC

図表2: 米国不動産セクター別空室率の推移



## 上場リートにおける負債コスト増加は軽微、今後割安な物件取得機会も

「収益不動産から得られる利回り」>「支払い金利」の場合（ポジティブ・レバレッジ）、借入比率を高めるほどレバレッジ効果により収益性を高めることができます。反対に、「利回り」<「支払い金利」の場合（ネガティブ・レバレッジ）には、借入比率を高めるほど収益性が低くなるため、高すぎるレバレッジにおいては不動産収益によって利払いを賄えない事態も起こり得ます。

上場米国リート全体としては借入比率は30%台であり、負債の借り換えによって徐々にポートフォリオ全体の支払金利水準が切り上がったとしても、その影響は比較的緩やかです。

■ 図表3: 利回り/金利/レバレッジの関係  
～収益不動産から得られる利回りを6%とした場合～

借入比率		ポジティブ・レバレッジ		中立	ネガティブ・レバレッジ	
		金利	4.0%		5.0%	6.0%
30%	支払金利	1.2%	1.5%	1.8%	2.1%	2.7%
	金利支払後利回り	4.8%	4.5%	4.2%	3.9%	3.3%
	レバレッジ後利回り	6.9%	6.4%	6.0%	5.6%	4.7%
50%	支払金利	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.5%
	金利支払後利回り	4.0%	3.5%	3.0%	2.5%	1.5%
	レバレッジ後利回り	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	3.0%
70%	支払金利	2.8%	3.5%	4.2%	4.9%	6.3%
	金利支払後利回り	3.2%	2.5%	1.8%	1.1%	-0.3%
	レバレッジ後利回り	10.7%	8.3%	6.0%	3.7%	-1.0%

※各数値はシミュレーションであり、特定企業の実績に基づくものではありません。（出所）大和アセットマネジメント作成

借り換え以外にも、空室率上昇などファンダメンタルズの悪化から収益性が低下し、利払い不能となるリスクがあります。返済不能となる場合、利払い延滞、融資期間延長等の返済猶予や、低利での借り換えなどの契約変更について債権者の合意を得るか、新たに資本を注入し借入比率を引き下げる必要があります。一方、当該物件を担保とするノンリコースローン（返済は担保の範囲に限定される）の場合、債務者は担保物件を債権者に譲渡することで弁済することもできます。物件の鍵束が「チリンチリン」と鳴る様子から、米国ではこれを「ジングルメール」と呼びます。商業用不動産価格は引き続き下落基調にありますが、2024年から2025年にかけて底打ちを見込んでおり、上場リートは他の不動産投資家と比較して健全な財務基盤を有していることから、今後上記のようなディストレスト（返済が行き詰まった）案件などから割安に物件を取得できる可能性をむしろポジティブな成長機会として評価しています。

### 当資料のお取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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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。