

米国の商業用不動産市場の動向

吉田 二郎

ペンシルベニア州立大学助教授

はじめに

今回も、シリーズにしている「証券化の経済的な意義」を休んで、最近の米国不動産市場の状況について概観することとしたい。前回は米国住宅市場についてまとめたので、今回は商業用不動産についてまとめることにする。

前回、米国の不動産市場の状況を把握しておく必要性の根拠として、消費の資産効果と投資の資金制約の二つを挙げた。その二つの面から米国不動産市場の動向は、米国のマクロ経済にとって重要で、ひいては日本経済にとって重要である。

不動産のうち商業用のもの、つまりオフィス、倉庫、商業施設などの価格動向は、銀行経営を通じて投資の資金制約としてマクロ経済に影響を与える。米国の銀行でも商業用不動産融資の残高は多く、不

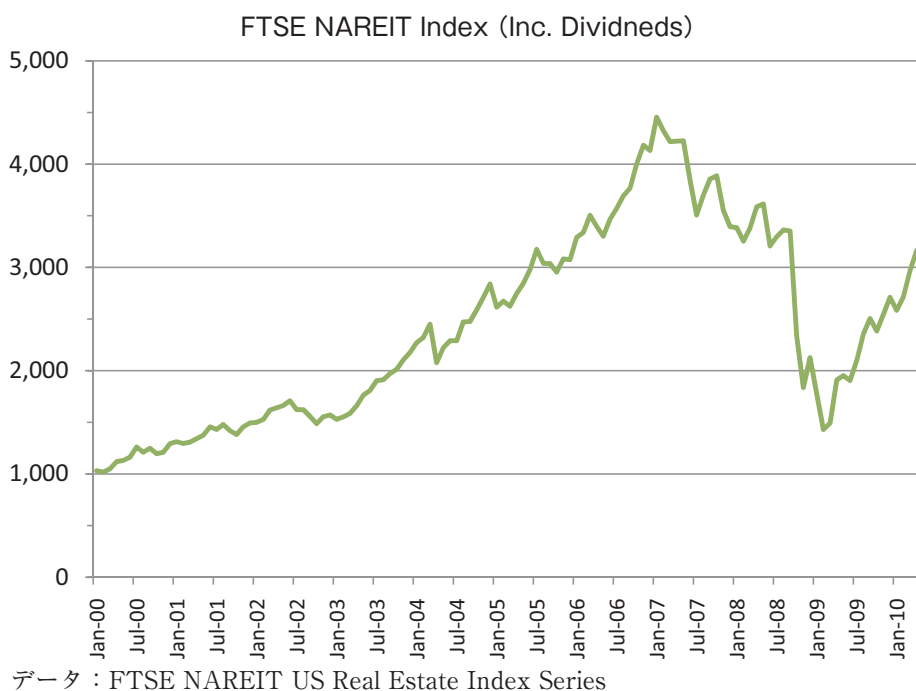
動産の価格動向は、90年代の日本の銀行の状況と同様に、銀行経営に大きな意味を持つ。

仮に不良債権の引き当てが済んでいたとしても、不動産の価格が関係なくなったというわけではない。もし債務不履行が起きなければ、その分は銀行の収益を押し上げ貸し出し姿勢を緩和させる。したがって、金融面を通じて不動産が实体经济に影響するルートは米国においても重要である。

REIT の価格

現在までの商業用不動産の価格動向はどのようなものだろうか。日本でも流れる米国不動産の悪いニュースからすると、バブル崩壊後の日本の不動産価格のように、ずるずると価格が下落し続けているのではないかと想像されるかもしれない。

下の図は、米国の不動産投資信託（REIT）の指



数（FTSE NAREIT US Real Estate Index Series）を2000年以降につきプロットしたものである。REIT とは、もっぱら商業用不動産に投資を行う上場投資会社で、その株価の推移は保有資産である商業用不動産の動向を反映している。

2007年にかけて次第に価格が上昇し、2008年の夏に所謂リーマン・ショックとともに暴落している。2007年のピークには約4500だった指数が、2009年初頭には約1500まで下落し、約三分の二の価値が失われたことが分かる。

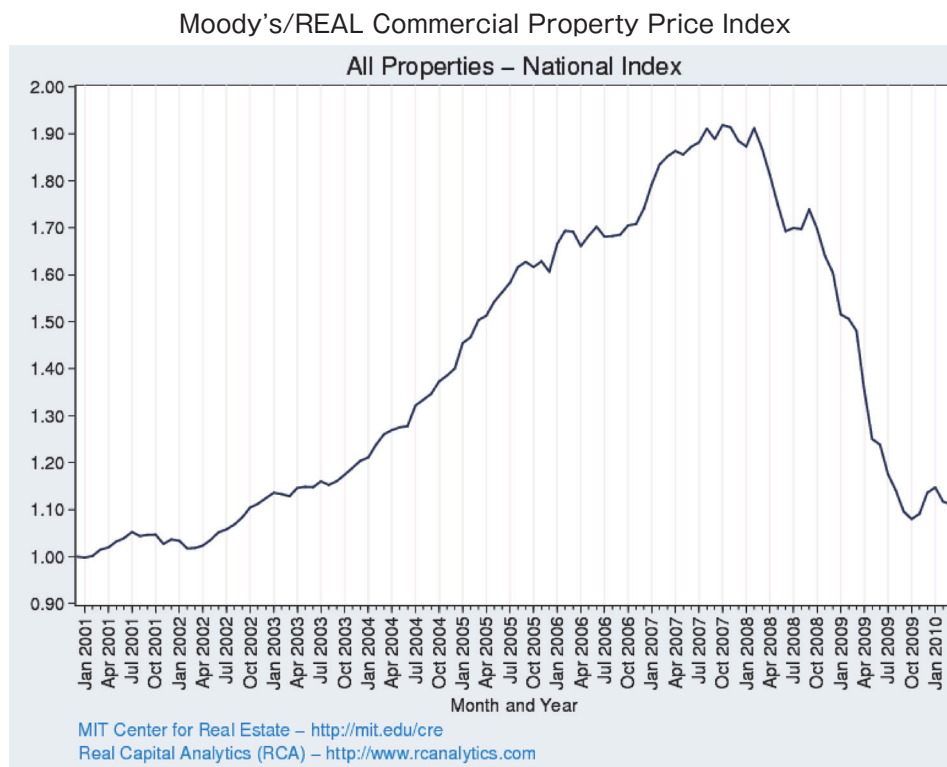
しかし意外なのはそのあとの展開である。2009年初頭に底をつけた後は、急速な価格上昇が続き、約1年後の2010年初頭には指数は約3000まで回復している。それは、ピークの水準の約三分の二で、2005年当時の水準である。2009年の底からすると、価格が約二倍に上昇しているのである。この価格動向をもう少し詳しく見ることによって、現状の市場環境

を考えてみよう。

実物不動産の価格

実物不動産の取引価格を用いたインデックスが下の Moody's/REAL Commercial Property Price Index (CPPI) である。この指数は、Real Capital Analytics 社が収集した一件2.5百万ドル以上の不動産の取引をもとに、リピート・セールス法によって品質や立地の違いを考慮した指数である。

2001年以降の指数がプロットされているが、その動向は REIT 指数とは少し異なっている。まず REIT 指数は2007年のうちから下落が始まっているのに対し、CPPI では2008年初頭までピーク水準が維持され大きな下落がない。また REIT 指数はピークから 6 - 7 割下落しているのに対し、CPPI はピークから 4 割下落しているだけである。REIT 指数は2009年の初頭に底打ちしてから価格が二倍に



データ：MIT Center for Real Estate, Real Capital Analytics

なっているが、CPPIは2010年初頭に底打ちしてから大きな上昇はない。

REITの保有資産は商業用不動産であるから、REITの株価は商業用不動産の価格を反映したものではあるが、完全に一致しているわけではない。例えば金融市場においてREITに投資をしている投資家層と、実物不動産の投資家層は一致しない。今回の金融危機のように、金融市場で取引している投資家間で相互不信が生じたような場合には、専ら金融市場において資金調達コストやリスクプレミアムが高まることもあり得る。

CMBS利回りによるREIT指数の理解

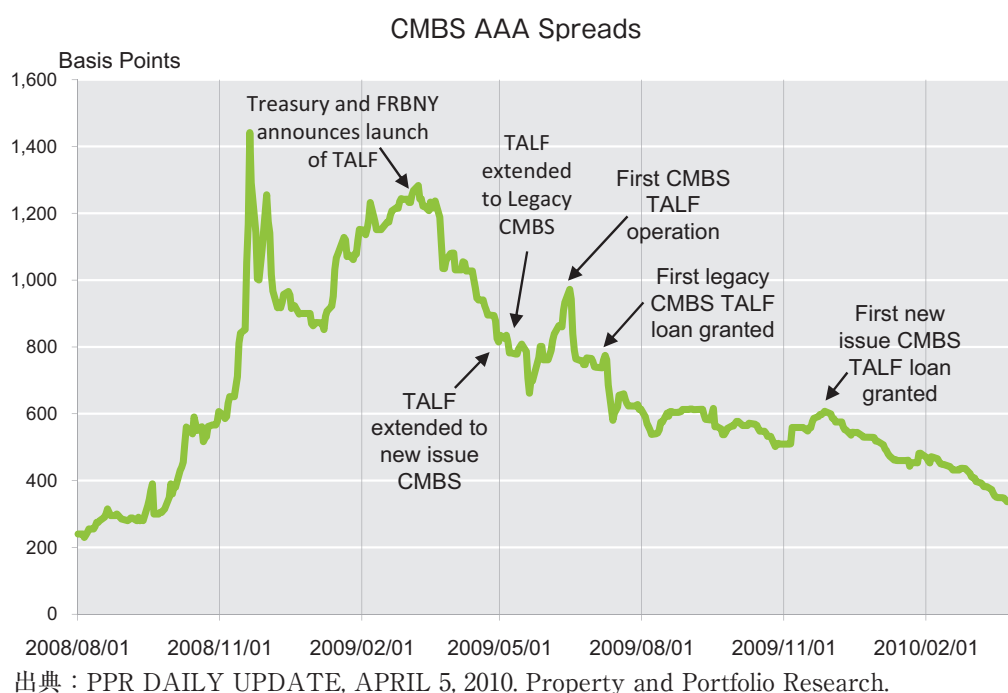
REITや実物不動産のリスクプレミアムや流動性プレミアムは、これらの資産の利回りデータから直接推計するのが最良であるが、キャッシュフローが固定されていないため、利回りスプレッドからリスクプレミアムだけを抽出するのは難しい。

AAA格の商業用不動産ローン抵当証券(CMBS)は約定キャッシュフローが固定されているため、利

回りスプレッドがリスクプレミアムや流動性プレミアムをより直接反映している。CMBSは不動産向けのノンリコース・ローンを集めて証券化した金融商品で、ヘッジファンドをはじめとした金融市場の投資家が主な投資家層である。REITの株価もCMBSの利回りも根源的には商業不動産の価格によって決まる。従って、CMBSのスプレッドを見ることによって、金融市場における投資家が商業用不動産に対して求める超過収益の動向をみることができる。

下の図は、CMBSのAAA証券の利回りと10年米国債利回りとのスプレッドを2008年8月からプロットしたものである。もともと200bps程度だったスプレッドは、リーマン・ショックをきっかけに数ヵ月後の年末にかけて1400bpsを超える7倍近い水準まで拡大した。この当時の国債利回りは4%から2.5%に低下しているため、利回り水準は6%から17%まで3倍近くになっている。

この利回り上昇は極めて激しいものである。6%のクーポンを年一度支払う5年の債券を考えると、



利回りが6%の時には価格はパーの100だが、利回りが17%になると価格は65に下落する。6%のクーポンを永久に支払うような債券であれば価格は35まで下落してしまう。

2009年の第一四半期からはスプレッドが継続的に低下し、2010年の初頭にはリーマン・ショック前の水準を少し上回る300bps程度に戻っている。この期間でスプレッドは四分の一になっている。国債利回りはそう大きくは変動していないので、CMBSの利回りはおよそ15%から7%まで低下している。先程の5年の債券であれば価格は約4割上昇、永久債であれば価格は2.1倍になっていることになる。

先程見たREITの価格変化は、このCMBSの利回り変動と極めて整合的である。REIT指数は2008年の夏まではピークから3割下落した水準で推移していたが、リーマン・ショックを契機にそこから更に価格が半分以下まで下落した。2009年の第一四半期からは継続的に価格が上昇しリーマン・ショック前の水準をやや下回る程度まで回復している。

実はこの期間、CMBSだけではなく社債の利回りもほぼ同様の推移をしている。つまりこの期間のリスク・プレミアムあるいは流動性プレミアムの変化は、商業用不動産に特有のものではなく広く金融市場に共通したものである。専ら金融市場で投資を行っていた投資家間の相互不信が大きな要因と考えられる。従って、投資家層が異なる実物不動産の価格動向は異なるものとなる。

キャップ・レートによる実物資産価格の理解

実物不動産の価格は、ピークから4割下落した後いまだ大きな回復は見られない。投資家には、商業用不動産の価格がREITのように回復するシナリオを期待する向きもある。今後の実物不動産の価格は

どのように推移するだろうか。

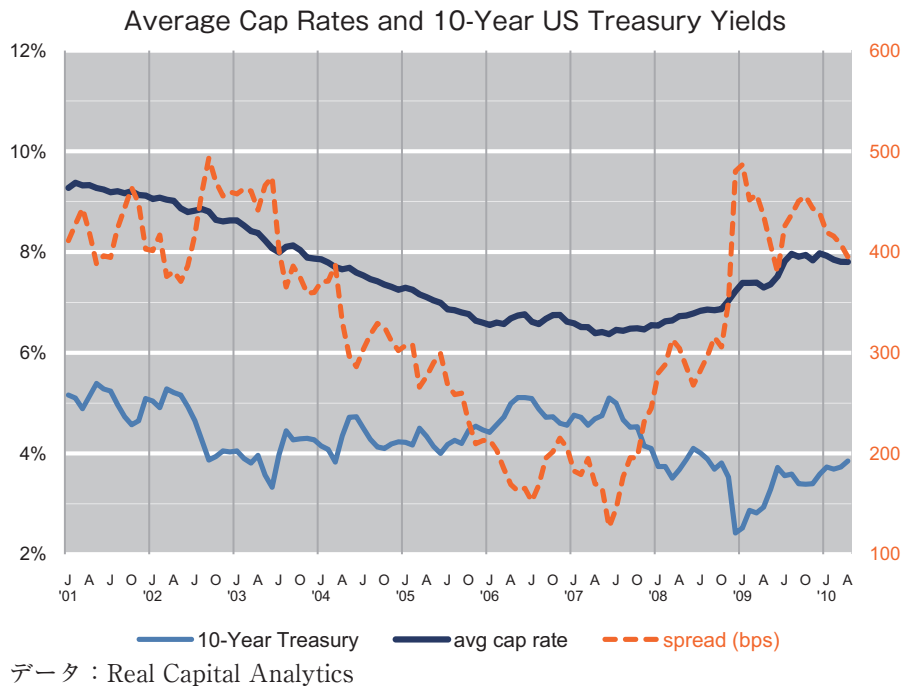
実物不動産の価格水準を表すときには、翌期のキャッシュフローと現在の価格の比を取ったキャップ・レート（還元利回り）が用いられる。価格回復は、キャップ・レートの低下である。

次頁の図は全タイプの商業用不動産の平均キャップ・レートと10年米国債の推移を2001年からプロットしたものである。キャップ・レートは2007年半ばに約6.5%まで低下した後、2009年末にかけて8%まで上昇した。キャッシュフロー水準がこの間変化していなければ、価格は2割下落しているはずである。キャップ・レートのスプレッドは、2002年から2007年にかけて低下し130bps程度になった後、2008年から急上昇し2009年末には490bps程度に達した。

ただしここで注意が必要なのは、キャップ・レートのスプレッドは必ずしもリスク・プレミアムや流動性プレミアムと対応しているわけではないということである。翌期以降のキャッシュフローが大きく成長すると期待されていれば、翌期のキャッシュフローに比した価格は高いので、スプレッドは小さくなる。つまり、キャップ・レートのスプレッドは、リスク・プレミアムと流動性プレミアムに加えてキャッシュフロー期待成長率の複合指標である。

問題はキャップ・レートが今後大幅に低下すると見込まれるかどうかである。REIT価格の動きが実物不動産の取引価格の動きに先行するとすれば、今後急速な低下があることになる。しかし筆者自身は、CMBSやREITでみられた利回り低下は期待できないだろうと考えている。

CMBSとREITの市場で起きたのは、2008年の夏から2009年初頭にかけての金融市場崩壊の危機と、結果として市場崩壊を回避できたことによる2009年を通じた超過収益率の正常化の過程である。つまり、2009年初頭からのREITの急速な価格上昇



はその前の特殊な状況の解消に他ならない。

実物不動産の市場においては、2008年の夏から2009年の初頭にかけてスプレッドが275bps から490bps へと上昇したが、長期金利低下もありキャップ・レートはあまり上昇しなかった。金融市場の特殊な状況の影響をリアルタイムで受けなかったからには、その解消に伴う価格急上昇もないはずである。

実際、REIT 指数は2008年9月時点ではピークの四分の三の水準だった。その後の急落と急上昇を経て、現在はピークの三分の二である。実物不動産のCPPIは現在ピークの6割程度の水準なので、ピーク対比ではどちらもそう変わらない水準にある。

キャップ・レートのスプレッドが変動するのには、キャッシュフローの期待成長率の変化も影響している。仮に低下していたキャッシュフローの成長率が高まれば、その分キャップ・レートが低下する。

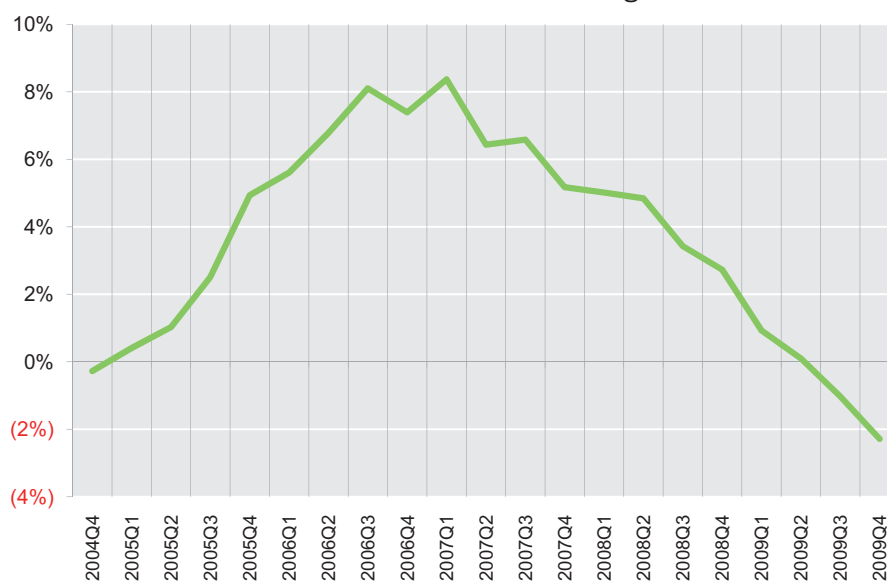
次頁上の図は、SNL 社が提供する REIT 保有不動産の同一物件ベースのキャッシュフロー成長率を時系列でプロットしたものである。2007年の第一四

半期まではキャッシュフローはむしろ加速度的に増加している。2007年第二四半期からは成長率が徐々に低下し、2009年に入るとキャッシュフローは減少し始めている。従って、2008年からのキャップ・レートの上昇は、その後のキャッシュフローの成長率鈍化、そして更には減少についての予想を反映していると考えてよいだろう。

今後、キャッシュフローが急速に回復することはあるだろうか。もちろん人によって見方には差があるが、限界的な投資家の予想としては当面キャッシュフローの減少が続き本格的な回復までには数年はかかるというものであろう。資産価格には、数年先までのキャッシュフロー期待が最も強く影響するので、その部分の見通しに大きな変化がない限り、キャップ・レートが大きく影響を受けることはない。

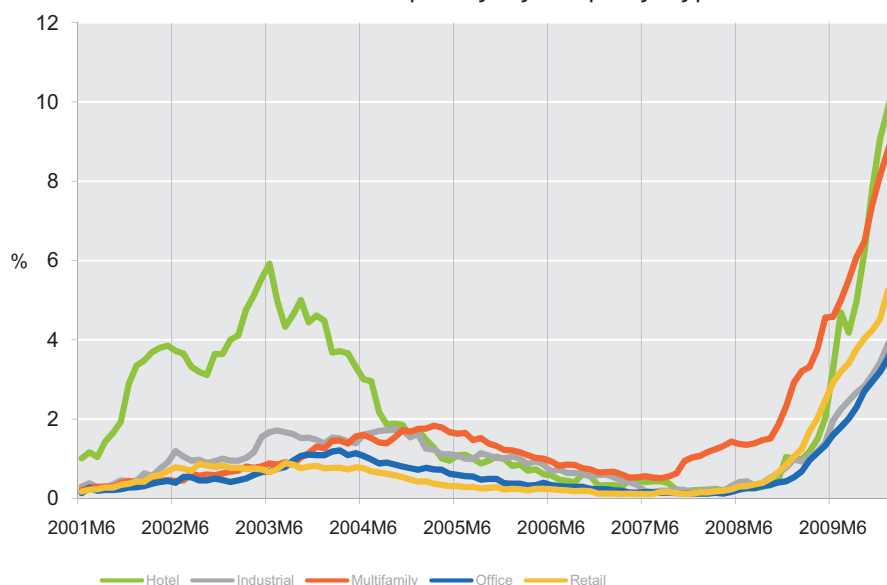
実際、商業用不動産のキャッシュフローの低迷は本格化しており、ファンダメンタルズの面では回復の兆しはまだ見られない。次頁下の図は、CMBS の裏付け債権の延滞率の推移を示したものである。2007年から徐々に延滞率が上昇し始めた後は、加速

Annual Same-Store NOI Change



出典：PPR DAILY UPDATE, APRIL 13, 2010. Property and Portfolio Research.
データ：SNL

CMBS Loan Delinquency By Property Type



出典：PPR DAILY UPDATE, APRIL 5, 2010. Property and Portfolio Research.
データ：Moody's Investors Service

度的に上昇している。現在、オフィスで約4%、商業施設で5%強、賃貸住宅で9%、ホテルで10%に達している。

商業用不動産の延滞は、投資家や銀行の経営を圧迫し、企業や家計の資金調達を圧迫するようになる。1990年代後半の日本でみられたように、収益力

の低下→資産価格の低下→不良債権→資金制約という流れは、再度経済全体に負の影響を及ぼし、更なる収益力や資産価格の下落をもたらす可能性がある。米国の商業用不動産の状況は、まさにそのフィードバックが強化される瀬戸際にあるといえるだろう。