情報提供資料
2023年5月12日

ユーロ圏の商業用不動産を巡る懸念がくすぶる

Topics

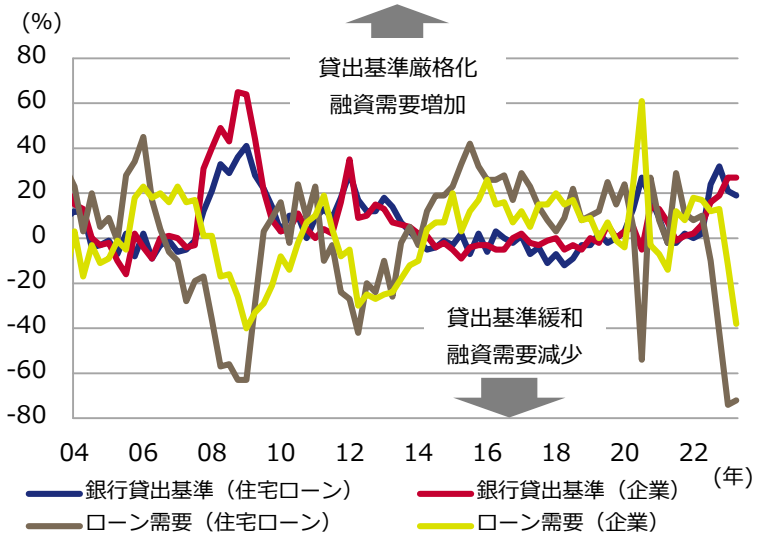
- 米国と同様に、ユーロ圏でも商業用不動産を巡る懸念がくすぶっている。ECBによる利上げなどの影響を受けて、ユーロ圏の商業用不動産価格は下落に転じている。
- ユーロ圏銀行のローンに占める商業用不動産の割合は、米国と比較すると低い。商業用不動産向けローンの不良債権比率は他のローンに比べると高いが、低下傾向で推移してきた。
- 企業の借入コストは上昇しており、今後、企業などで商業用不動産ローンの借り換えがより困難になる可能性が懸念されている。商業用不動産の下落により、さらに銀行貸出が抑制されれば、経済に対する影響も懸念される。引き続き商業用不動産価格や銀行貸出動向が注目される。**エコノミスト　門脇　大知**

欧州の銀行の貸出基準は一段と厳格化

ECB（欧州中央銀行）は、インフレ抑制のために、22年7月から利上げを継続しています。こうした中、米国のSVB（シリコンバレー銀行）の破綻やスイス金融大手UBSによるクレディ・スイスの救済合併などをきっかけに、欧米では金融不安が高まりました。

5月発表のユーロ圏の銀行貸出調査では、家計・企業の融資需要が減少するとともに、銀行の与信が厳格化していることが明らかとなりました（図表1）。企業の融資需要が減少したとの回答と増加したとの回答の差し引きは▲38%となり、融資需要の悪化がうかがえます。また、銀行の企業に対する与信基準が厳格化したとの回答割合は、差し引きで27%となり、ユーロ圏債務危機以降で最も高い水準にあります。銀行貸出の厳格化による経済への影響が懸念されます。

図表1　銀行の貸出基準とローン需要



期間：2004年1Q~2023年2Q（四半期）
出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州でも商業用不動産に対する懸念がくすぶる

急速な預金流出による中堅銀行の破綻を受け、米国では商業用不動産を巡って懸念がくすぶっています。ユーロ圏についても、EU（欧州連合）の金融システム監視機関であるESRB（欧州システミックリスク理事会）は、商業用不動産市場が急激に悪化して金融システムにリスクが生じる可能性があると指摘しています。

ユーロ圏の商業用不動産価格は長らく上昇してきましたが、足元で下落に転じています（図表2）。商業用不動産価格の下落により、銀行のバランスシートが悪化すれば、金融システムへの影響や銀行貸出の抑制による経済への影響が懸念されます。そこで、ユーロ圏銀行の商業用不動産向けローンの状況などを整理し、商業用不動産が銀行などに与えるリスクなどを考察したいと思います。

図表2　ユーロ圏19か国の商業用不動産価格指数の推移

期間：2008年1Q～2022年4Q（四半期）
出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州銀行のローンのうち商業用不動産向けの比率は抑制されている

ユーロ圏銀行の商業用不動産向けローン残高は、15年以降、増加傾向で推移してきました。銀行規模別にみると、特に中小銀行で20年以降の増加が目立っています。ただし、銀行の総ローンに占める商業用不動産向けローンの割合をみると、銀行全体では、17年頃から7%前後の横ばい

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

Asset Management One　アセットマネジメントOne
商 号 等 ： アセットマネジメントOne株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第324号
加入協会： 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

圏で推移しています（図表3）。銀行規模別では、中小銀行で最も低くなっており、最も比率が高い中堅銀行でも8%台と高いわけではありません。米銀のローンに占める商業用不動産向けの割合は約2割とみられます。ユーロ圏銀行の商業用不動産向けローンの割合は米国に比べると低いといえます。

オフィスのファンダメンタルズは良好

各種報道等によれば、欧州の商業用不動産のうち40%をオフィスが占め、他の商業用不動産よりもシェアが高くなっているとしています。民間不動産会社の調査によれば、米国ではリモートワークの普及などにより、オフィス空室率が20%程度と依然高く、商業用不動産のリスクが懸念される要因の一つとなっています。一方、欧州のオフィス空室率は8%程度と米国よりもかなり低く、コロナ禍を経てなおオフィス需要は比較的堅調といえます。オフィスを巡る需給環境は米国ほど懸念される状況ではないと考えられます。

不良債権比率は低下してきたが、引当不足が指摘されている

EBA（欧州銀行監督局）の22年12月時点のデータによると、EU/EEA（欧州連合および欧州経済領域）の商業用不動産向けローンに占める不良債権比率はローン全体の不良債権比率と比較して、高くなっています。ただし、19年以降、商業用不動産ローンの不良債権比率は低下傾向にあり、足元では3.7%となっています（図表4）。

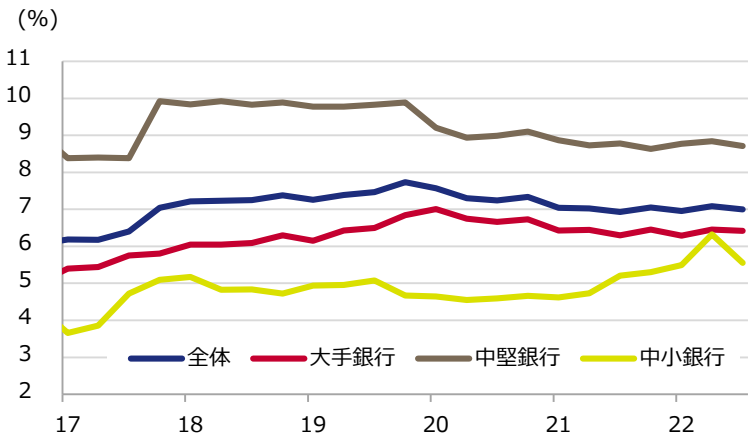
一方、EBAは商業用不動産向けローンの不良債権カバレッジレシオ（貸倒引当金／不良債権）は、30%台と低いことに懸念を示しています。ただし、ユーロ圏銀行は、債務危機以降に自己資本を厚くし、金融システムのリスク耐性を高めてきました。22年第4四半期時点のTier1比率（中核的自己資本比率）は16%前後と強固な資本を有していることなどを考慮すると、大幅な景気後退を伴わず、商業用不動産を巡る問題だけで金融システム危機が発生する可能性は低いとみられます。

ECBは銀行以外のファンドなどノンバンクの動向に懸念を示す

ECBの利上げを受けて、足元では企業の新規借入コストは上昇しており、商業用不動産価格の下落の程度次第では、企業などで商業用不動産ローンについて借り換えがより困難になる可能性があります（図表5）。また、商業用不動産の資金調達先の約4割を占めているというREIF（不動産投資ファンド）に焦点を当て、市況悪化に伴ってREIFが抱える流動性のミスマッチなどが懸念されるとしています。不動産市況の悪化で投げ売りが相次いで発生すれば、銀行のバランスシートにも悪影響を及ぼすと考えられます。

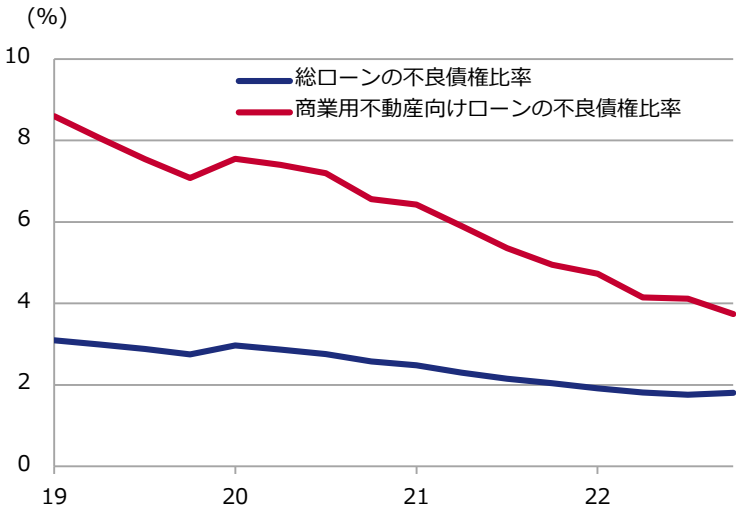
IMFは、3月以降の銀行株の下落などによる銀行貸出の抑制により、ユーロ圏の1年後の実質GDPを0.45%押し下げる、との試算を示しています。今後、商業用不動産の市況悪化により、さらに銀行貸出が抑制されれば、IMFの試算以上にGDPを押し下げる可能性もあります。当面、引き続き商業用不動産価格や銀行貸出動向が注目されます。

図表3　総ローンに占める商業用不動産の割合



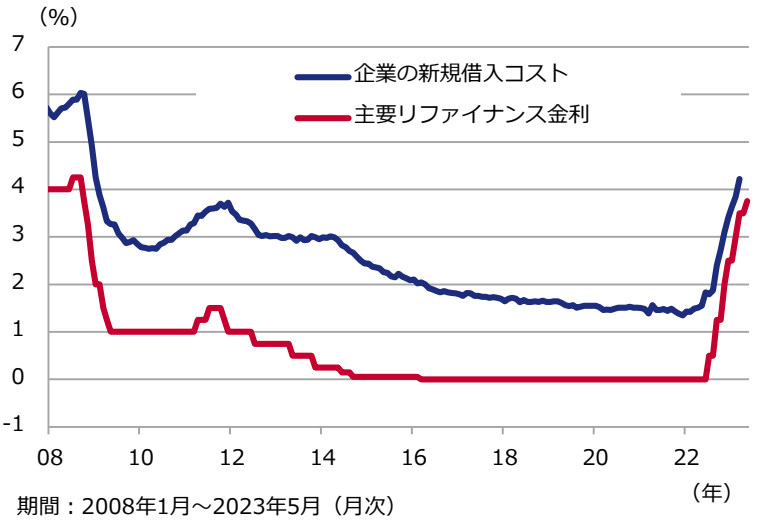
期間：2017年1Q～2022年3Q（四半期）
出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
注：総ローン＝企業向けローン+中央銀行向けローン+預金取扱法人向けローン（除く中央銀行）+金融機関向けローン+政府向けローン+家計向けローンで算出

図表4　不良債権比率の推移



期間：2019年1Q～2022年4Q（四半期）
出所：EBAのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5　企業の新規借入コストと政策金利



期間：2008年1月～2023年5月（月次）
ただし、企業の新規借入コストは23年3月まで
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

- **投資信託に係るリスクについて**

  投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

- **投資信託に係る費用について**

  ［ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。］

  ■ **お客さまが直接的に負担する費用**

  購入時手数料：上限3.85%（税込）

  換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

  信託財産留保額：上限0.5%

  ■ **お客さまが信託財産で間接的に負担する費用**

  運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

  ※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

  その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。