

中小規模銀行への不安と商業用不動産

I. 銀行の混乱がその問題にスポットライトを当てた。

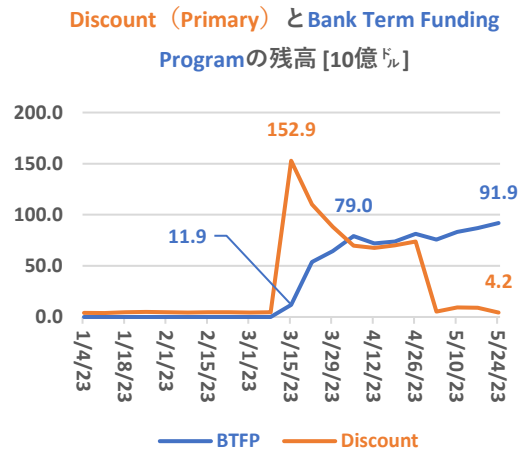
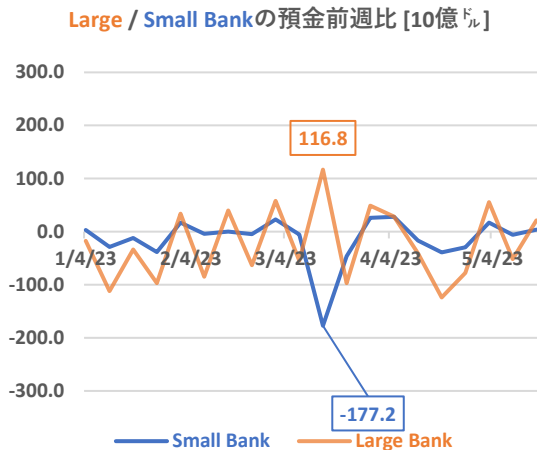
SVBの破綻で始まった中小規模銀行への不安は和らいだかに見える。

3月10日朝に Silicon Valley Bank (SVB) が FDICⁱの管理化に入ったのに端を発し、Signature Bank (Signature)、First Republic Bank (FR) と立て続けに中規模の銀行の経営危機(株価急落・預金流出)が表面化した(下テーブル参照)。当初、政権内外の専門家は「システミックリスクではない」「政府は民間銀行救済を行わない」を連呼。だが、その2日後にはその何れも覆さるを得ず、「システミックリスク除外」ⁱⁱを発動し SVB と Signature の大規模な預金者救済に走った。2行の破綻の後、同様の理由で FR の格下げ。3月半ばに市中11行による救済預金が供与されたが、それから6週間後の5/1、カリフォルニア州金融当局により同行は閉鎖。管財人の FDIC は同日 JP Morgan Chase Bank (JPM) に106億ドルで同行売却ⁱⁱⁱ。SVBの対応と異なり、預金全額保障に非ず=銀行救済ではないと政府は強弁するが、130億ドル負担の上での売却であり、純粋なビジネス・トランザクションとは見えない。これらの件を受け、小規模銀行から大規模銀行への預金の流出が起きた(次頁左図)が、その後は落ち着き、そうした対応で設定された**政府割引枠**の使用残は下がり、**与信枠**^{iv}も一時期の急増が収まっている。(次頁右図)

経営危機表面化	名称	対応	買収元	預金保護	FDIC 損	現状
08年7月11日	IndyMac*	FDIC 管財	Key Bank	50%	120億ドル	破綻
23年3月10日	SVB	FDIC 管財	First Citizen	全額	200億ドル	破綻
23年3月12日	Signature	FDIC 管財	NY Comm	全額	27億ドル	破綻
23年5月1日	First Republic	FDIC 管財**	JPM		130億ドル	破綻

* 金融危機時の例。今回の件との比較用。10か月程度の期間で売却。大口預金者の概ね50%相当が回収された。

** 3/16に市中銀行が300億ドルの預金・支援を実施。



(出所：連邦準備制度理事会)

当初混乱の落ち着き⇒
商業不動産への懸念
の声。

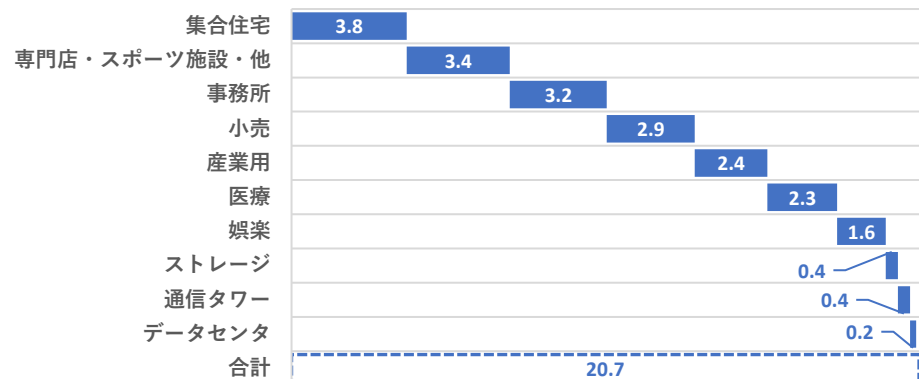
5月1日のFR売却完了で、混乱に一定の目途が付き、報道も落ち着きを見せた。その一方で、3月以降、囁かれる様になったのが商業不動産向け融資への懸念であった。

II. 米国商業不動産

米国商業不動産は20
兆規模。

最初に米国の商業用不動産の規模を概観する。2021年央のデータだが、その総額は**20.7兆**ドル。内訳は下図の通りである。

2021Q2 商業用不動産価値 [兆ドル]

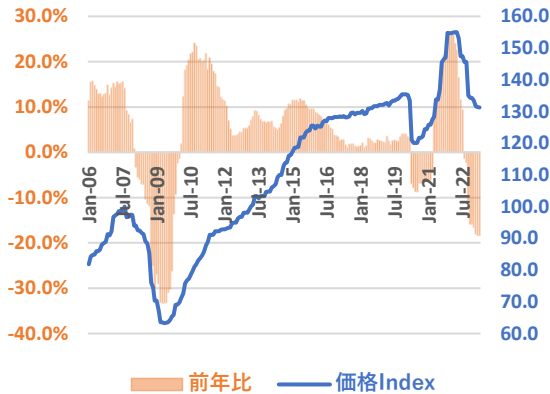


(出所：Nareit)

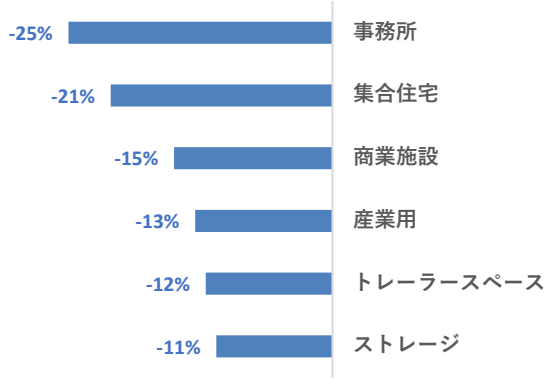
コロナ感染以降乱高
下した価格。但し直
近12ヶ月は下落基
調。

商業用不動産価格はコロナ以降大きく変動した(次頁左図)。感染直後半年の下落の後、集合住宅・産業用・ストレージ等が上昇。一方、直近1年(次頁右図)では事務所・集合住宅・商業施設・産業用等を中心に2桁の落ち込み。ハイブリッド勤務の定着に加え、直近の利上げの影響が考えられる。

2006- 商業用不動産価格推移



前年比 (22年5月-23年5月)

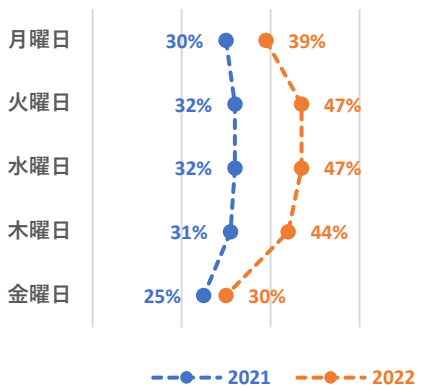


(出所：Green Street)

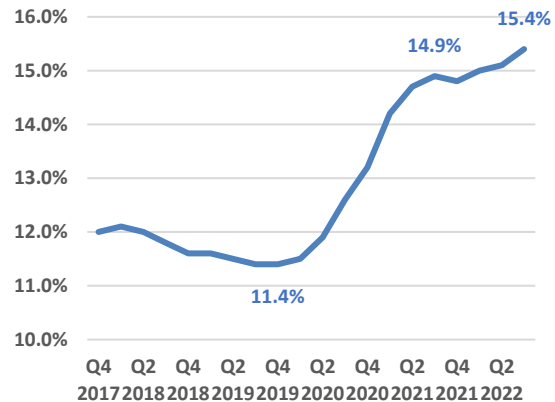
業務形態の変化に伴う「事務所」への悪影響

上右図で最も落ち込みの大きい事務所だが、前述の通りで一定の自宅勤務が常態化。下左図の通り、2022年(10月)でも月曜日は4割未満、金曜日は3割の稼働(occupancy)率となる。それを受けた空室(vacancy)率が高止まる中(下右図)での賃借更改が起き、借り手側が強気の水準を提示していることが想定される。結果、金利上昇も相俟って、オーナー側の支払能力の低下・債権不履行のリスク上昇が懸念される。

2021-22年 曜日別事務所稼働率推移



2017-2022 事務所空室率推移



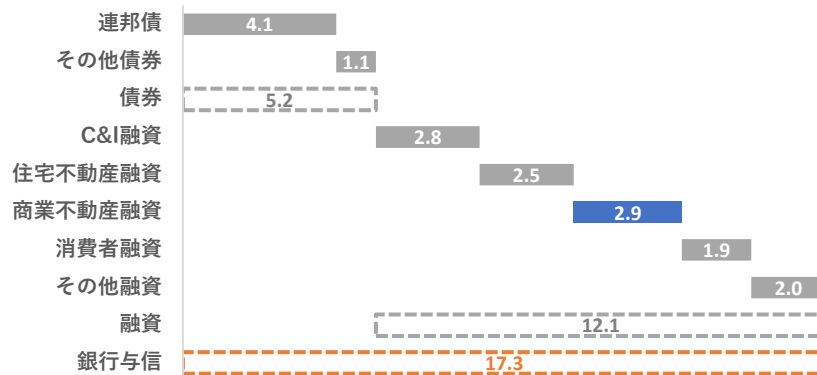
(出所：Kastle (左) / Statista (右))

III. 商業不動産向けの銀行債権

銀行与信の中で商業用不動産融資はどの程度の割合か。

銀行の、商業用不動産向け債権の規模を見る。今年3月15日時点で、銀行与信残 17.3兆円の内 2.9兆円 (16.6%) が商業不動産融資残であり、一定の大きさではあるが、全体で見れば特にこの分野への集中が見られるわけではない。

2023/3/15時点商業銀行与信残 [兆ドル]

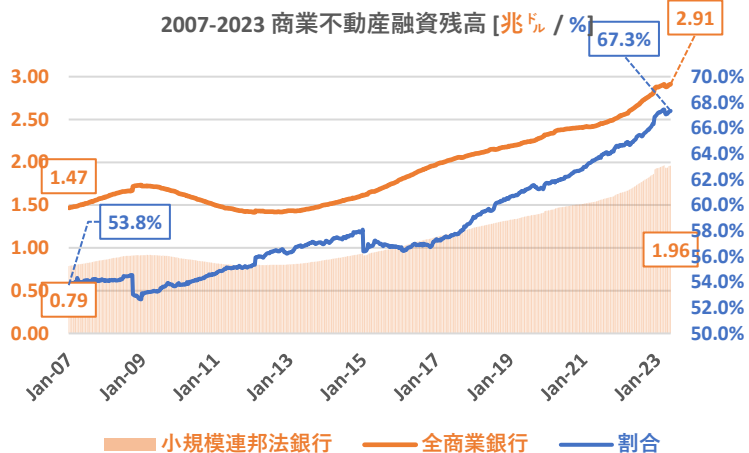


(出所：連邦準備制度理事会)

それでも懸念されるのは小規模銀行への集中度。

それに拘わらず懸念される原因に、今回の一件に含まれる 2 銀行の商業不動産融資残の多さがある。(First Republic は業界 9 位、Signature Bank は業界 10 位とされる^{vi})。

下図は 07 年以降の商業銀行全体と小規模連邦法銀行^{vii}の商業用不動産融資残高であるが、2007 年初頭には後者の前者に対する割合が 53.8%だったのに対し、足許では 67.4%と、総残高の 2/3 を小規模連邦法銀行が保有する。預金流出が続く小規模連邦法銀行^{viii}への集中が巷間の不安の源と言って良い。

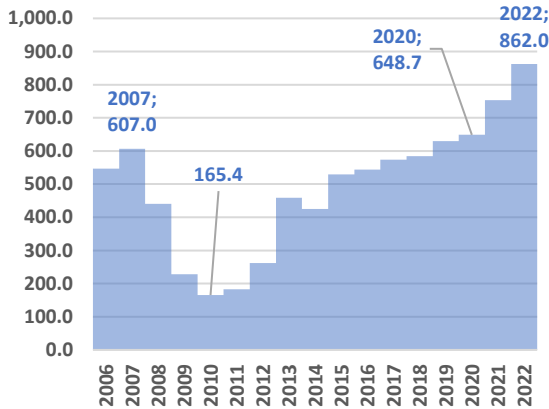


(出所：連邦準備制度理事会)

23 年期日到来債権 4,889 億ドルと急激な利上げ

商業不動産融資の貸付期間は 5 年～20 年等様々だ。次頁左図の通り、商業不動産向融資組成は急増。一方、今年期日の債権は 4,880 億ドル (内銀行分が 2,700 億ドル) と試算^{ix}される。金利急上昇局面 (次頁右図) での借換・金利負担急増への懸念も残る。

2006- 商業不動産融資組成額推移 [10億ドル]



(2006-) 5/20年債券利回 [%]



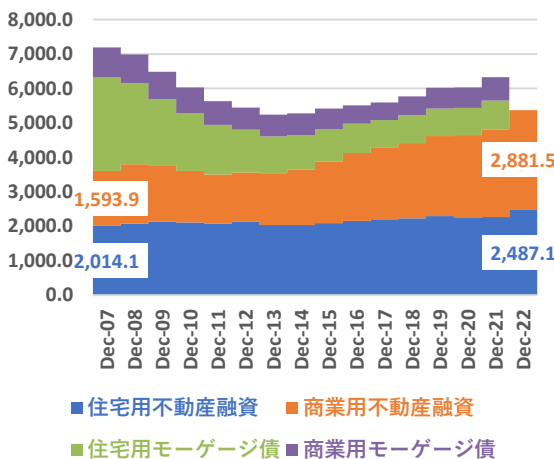
(出所: Trepp (左) / 連邦準備制度理事会 (右))

債券も含めた不動産
与信の推移。最近の
残高増による懸念。

2007年以降の不動産関連与信全体 (= **住宅用不動産融資: Residential Real Estate Loan** + **商業用不動産融資: Commercial Real Estate Loan** + **住宅用モーゲージ債: Residential Mortgage-Backed Securities** + **商業用モーゲージ債: Commercial Mortgage-Backed Securities**) の年末残高推移をまとめたものが下左図だ。金融危機以降の与信残増加の多くを、銀行による**商業用不動産融資**が占めている。(債券は22年データ未整備)

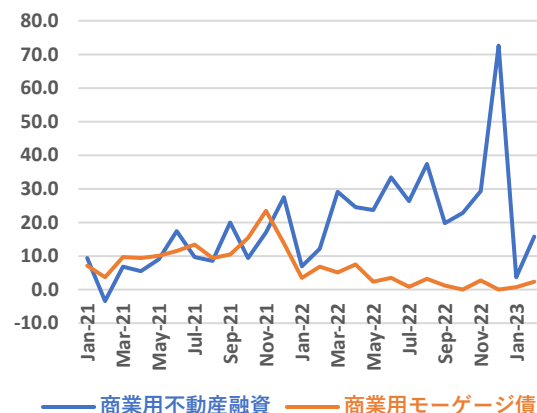
下右図は21年~22年の月次の数字だが、**商業用不動産融資**の月末残高の前月比(増減)・**商業用モーゲージ債**の各月の新規発行額を示す。利上げに伴い、**商業用モーゲージ債**の発行額は22年に入って減少する一方で、**商業用不動産融資**の残高は22年の間増加している。これらも今回の懸念の背景であろう。

2007- 不動産与信残高 [10億ドル]



2021- 商業不動産融資の残高増減

・発行高 [10億ドル]



(出所: 連邦準備制度理事会・SIFMA)

IV. まとめ

商業用不動産に留まらない可能性。

規模の小さい銀行のバランスシートで商業用不動産融資残が増加。その与信の根拠となる商業用不動産業界も、ポストコロナの勤務形態変化や利上げで先行き明るくない。そんな中で起きた今回の預金流出。現時点で言えば、このタイプの債権でのデフォルトが急増しているとは言い切れないⁱが、上で述べた逆風の地合いの中で、今後も経過観察は必要だろう。

この事態の原因を直近一年の急激な利上げにのみ求めるのはやや正確さを欠くだろう。利上げには、それに先行して物価高騰があり、その背景には未曾有の大規模財政出動があった。財政出動は政治の帰結だが、そういう政治の裏に、溢れかえった資金があり、その資金に後押しされた消費の制御が困難になった。その歓迎されざる結果の一部がこの商業用不動産の動きではないか。それが偶さか今回の預金流出騒ぎでハイライトされた。そう考えれば、今後、商業用不動産以外の分野で、原因を一にする別の問題が起きる可能性を排除しない。

以上/峰尾

本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、丸紅米国会社ワシントン事務所（以下、当事務所）はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。

本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当事務所は何らの責任を負うものではありません。

本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。

本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当事務所の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。

ⁱ 連邦預金保険公社: Federal Deposit Insurance Corporation

ⁱⁱ FDIC は民間銀行の経営破綻の責任は負わず、付保部分 (25 万ドル/人) 超の預金の担保はせず、政府支出を極小化しつつ破綻処理する義務があるが、システミックリスクと判断 (FRB と FDIC の理事会の 2/3 以上・財務長官の同意が必要) に限り、その例外対応が可能となるもの。

ⁱⁱⁱ JPM は FR の太宗の資産：融資債権 1,730 億ドル・証券 300 億ドルを取得。同時に負債：預金 920 億ドルと連邦住宅貸付銀行融資 280 億ドルを引受け。預金中 300 億ドル (JPM 等が 3 月に救済用に拠出したもの) は取引後に返済または連結消却。JPM は FR の商業負債と優先株式は引き受けず。JPM は FDIC に 106 億ドル支払い。FR の 84 支店は JPM 支店として同日に営業再開。FR の全顧客は JPM 顧客として預金全額保証。FDIC も保険付保継続。FDIC と JPM は損失負担取引に合意。JPM が買収した住宅、商業不動産向けローンにおける損失は両者で負担。FDIC は 500 億ドルの 5 年間固定ファイナンスを供与。FDIC は 7 年間、JPM が取得したローン資産の損失 8 割を補填。

FDIC は今後の損失として 130 億ドルと試算。JPM は一過性税後利益として 26 億ドル計上。リストラ費用 20 億ドルは現時点で反映されず。本取引で今後年間 5 億ドルの利益見込み。

- iv Discount Window と Bank Term Funding Program であり、預金流出の際に（SVB の様に、その対応の為に債券売却して損を出す代わりに）連邦政府債・モーゲージ債等を担保に資金融通を受けられる仕組み。
- v 使用可能なスペースに占める実際に使用されるスペースの割合。
- vi New York Times、3月22日記事。 <https://www.nytimes.com/2023/03/22/business/svb-signature-commercial-real-estate.html> American Banker の 21 年末上位 20 行リスト（ <https://www.americanbanker.com/list/20-banks-with-the-biggest-commercial-real-estate-loan-portfolios> ）にはこの 2 行は入っていないが、First Republic 銀行の 2022 年末残高 108 億ドルは十分規模感があり、NYT の記事も相応に根拠あるものと考ええる。
- vii small domestically chartered commercial banks の訳
- viii First Republic Bank と Signature Bank は Large Chartered Commercial Banks に含まれる。
- ix Trepp, 2023/3/21, <https://www.trepp.com/trepp-talk/cre-loan-origination-grew-15-face-bank-failures-recessions>
- x Trepp, 2023/3/8, <https://www.trepp.com/trepp-talk/special-servicing-rate-up-february-office-multifamily-distress> CMBS の Special Servicing Rate（デフォルトになり Special Servicer に移管された債権の率）は 5.18%。継続上昇基調ではあるが、一年前（22年2月）の 6.08%には届かず。