

# じわり高まる米商業用不動産リスクを考える



チーフ・ストラテジスト 石黒英之

## ポイント① 厳しさを増す米商業用不動産市場

米国で最高格付を付与されたCMBS（商業用不動産担保証券）が、世界的な金融危機の後で初めて損失を出すなど、米商業用不動産を巡る不透明感が強まりつつあります。Bloombergによると、今回損失が出たのはニューヨークにあるビルを担保とした3億800万米ドル相当のCMBSです。ローンが大幅なディスカウントで売却されたことを受けて、トリプルA格付部分の買い手は投資額の26%の損失を被り、これより下位の5つの債権者グループは全額が損失となったようです。

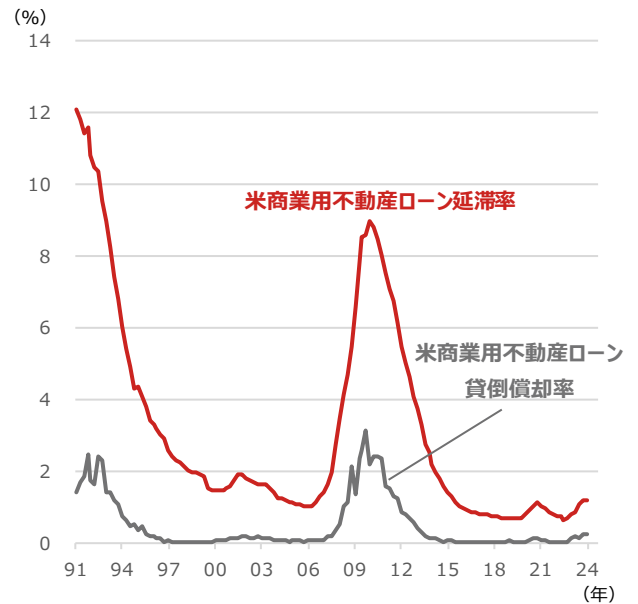
米国では高金利政策が長期化していることもあり、商業用不動産ローンの延滞率や貸倒償却率がじわりと上昇しています（右上図）。今回最上位の債権者にも損失が及んだことは、米商業用不動産市場の厳しさが増しつつあることを示しています。

## ポイント② 高金利政策の長期化が逆風に

Bloombergによると、政府系機関等の元利金支払い保証のないCMBSの発行残高は7,000億米ドルで、銀行のバランスシートには3兆米ドルもの米商業用不動産債権があるとみられており、米金融システムに対するリスクは大きいと考えられます。

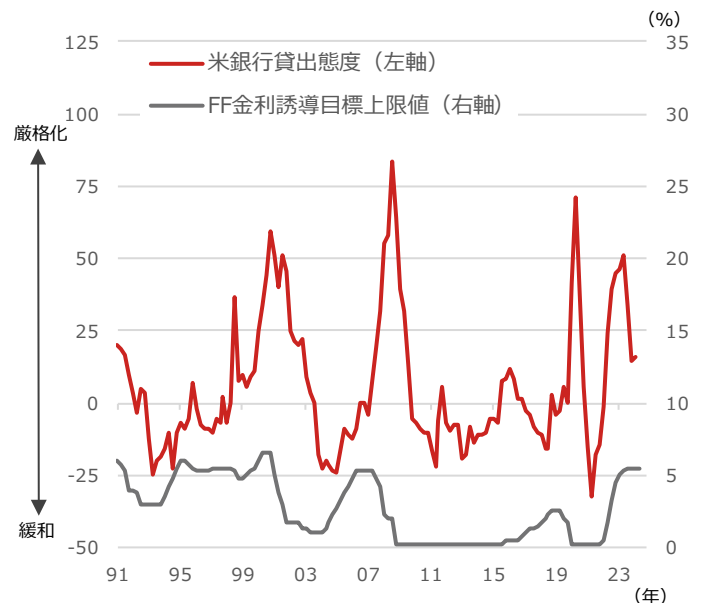
FRB（米連邦準備制度理事会）によるこれまでの大幅な利上げを受けて、米銀行の貸出態度は歴史的にみて厳格化された状態にあり、借りに依存する米商業用不動産の事業環境は逆風にさらされていると推測されます（右下図）。こうした環境下、米REIT（不動産投資信託）の一部で、換金売り圧力の高まりに対する流動性維持に向けて、投資家からの解約制限を設けるケースも散見されており、当面は米商業用不動産市場のリスクに目配りする必要があるようです。

### 米商業用不動産ローンの延滞率と貸倒償却率



期間：1991年Q1（1-3月期）～2024年Q1、四半期  
（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

### 米銀行貸出態度とFF（フェデラル・ファンド）金利誘導目標上限値



期間：（米銀行貸出態度）1991年Q1（1-3月期）～2024年Q1、四半期  
（FF金利誘導目標上限値）1991年3月末～2024年5月28日、四半期  
・米銀行貸出態度は大・中企業向け商工業用ローンの基準を厳格化した銀行の割合（ネット）  
（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

\*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一の見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（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。

## 野村アセットマネジメントからのお知らせ

### ■ ご注意

下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、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、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。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

### ■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### ■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2024年5月現在

ご購入時手数料 《上限3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

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、ご自身でご判断下さい。