

リサーチ・メモ

4月17日に日本銀行から公表された金融システムレポートにおける不動産関連の記述内容について（紹介）

2019年5月7日

（総括）

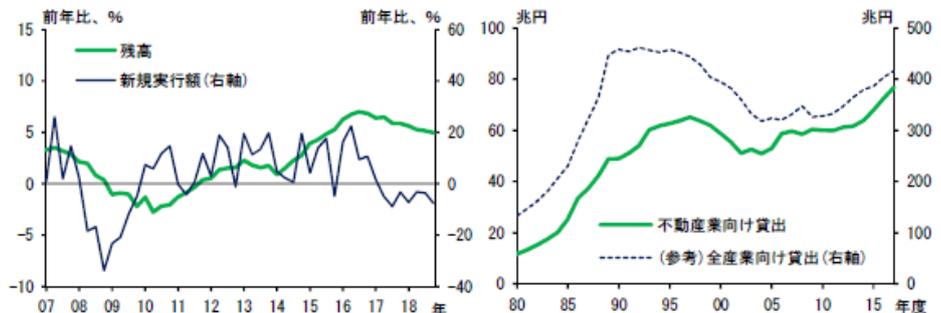
不動産業向け貸出はなお高めの伸びを示しており、その対GDP比率は、トレンドからの乖離幅がバブル期以来の水準となっている。地価動向など幅広い情報を総合すると不動産市場に過熱感は窺われないが、①貸出の伸びの中心が中小企業・個人による不動産賃貸業向けであること、②そうした貸出に積極的な金融機関に自己資本比率が低めの先が多いこと、③貸出とは別に、金融機関のREIT・不動産ファンド向け出資も増加していることから、不動産市場を巡る脆弱性を注視していく必要がある。

（不動産業向け貸出の動向）

不動産業向け貸出は、新規実行額（フロー）ベースでは、2017年度入後、前年対比減少が続いているが、残高（ストック）ベースでは、前年比5%程度の伸びとなっており、全産業向けの伸び（2%台半ば）を引き続き上回っている（図表Ⅲ-1-13）。金融機関の間では、与信の業種集中などが意識されているが、国内銀行の不動産業向け貸出の残高は、2018年12月末時点で約78兆円と、引き続きバブル期を上回る過去最高の水準にある。

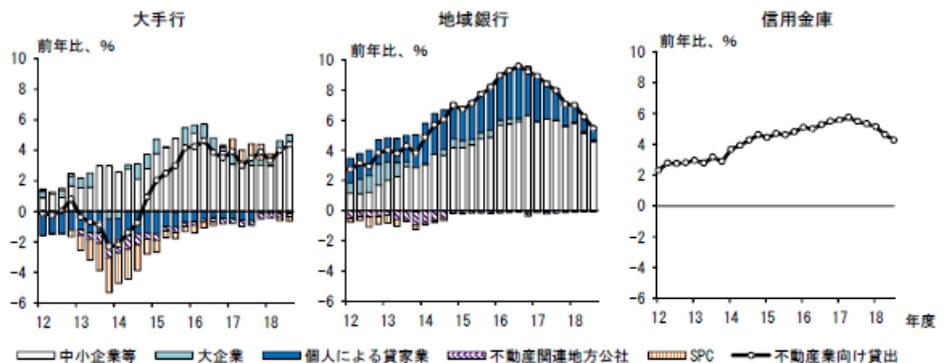
不動産業向け貸出の内訳を業態別にみると、大手行では、不動産投資信託（REIT）が分類されている中小企業等向けを中心に、貸出残高は前年比4%程度の伸びとなっている（図表Ⅲ-1-14）。地域銀行では、大手行に比べて残高の伸び率は依然として高いものの、個人による貸家業向けを中心に、2016年末をピークとして伸び率の低下が続いている。この背景として、供給側では、貸出スタンスを慎重化させる金融機関が増えていることが挙げられる。また、需要側では、空室率が一部エリアで上昇するなど貸家市場の需給に緩みが生じていることや、収益の見込める好立地の投資物件が減少していることなどが挙げられる。信用金庫でも、残高の伸び率は低下しているが、地域銀行に比べ減速ペースは緩やかである。

図表Ⅲ-1-13 金融機関の不動産業向け貸出

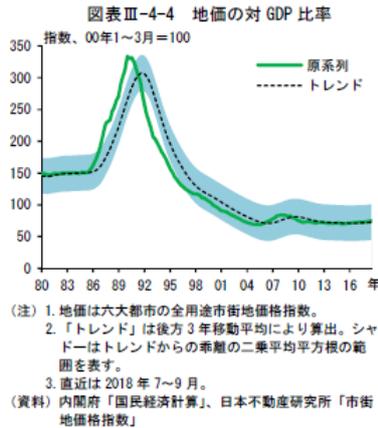


（注）1. 右図は長期時系列確保のため国内銀行ベースにより作成。
2. 直近は、左図の「残高」が2018年12月末、「新規実行額」が2018年10～12月。右図は2018年3月末。
（資料）日本銀行

図表Ⅲ-1-14 不動産業向け貸出の内訳



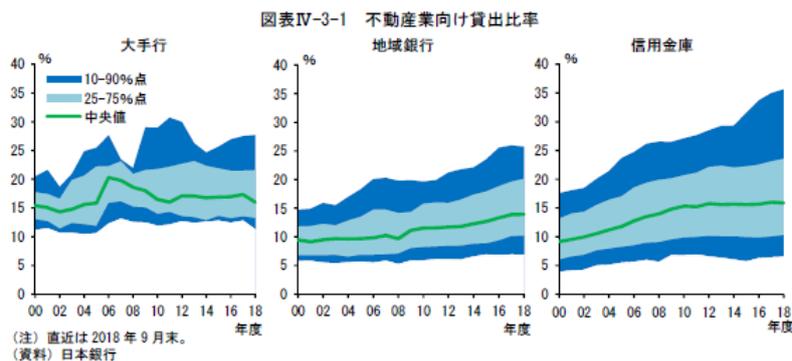
（注）直近は2018年12月末。
（資料）日本銀行



もともと、近年の不動産業向け貸出の増加は、バブル期とは異なり、REITや不動産ファンド、個人による貸家業といった賃貸収入目的の中長期投資向けが中心となっている点に特徴がある。人口や企業数の減少、潜在成長力の低下といった要素も、不動産を巡るファンダメンタルズにバブル期とは異なる影響を及ぼしていると考えられる。こうしたなかで、不動産業向け貸出残高がバブル期を大きく上回ってきていることについては、バブル期類似の過熱感を示すヒートマップのような指標には必ずしも表れない不均衡が蓄積されている可能性も含め、幅広い観点から注視していく必要がある。

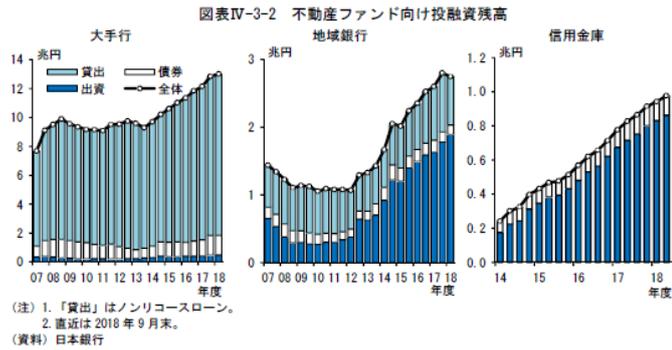
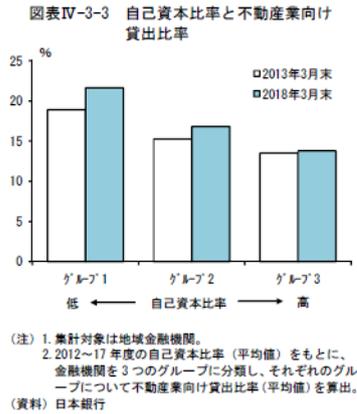
(不動産関連リスク)

銀行の不動産業向け貸出残高は、地価の全国的かつ大幅な上昇がみられていないにもかかわらず、バブル期のピーク水準を上回って増加を続けており、ヒートマップにおける対GDP比をみてもトレンドからの乖離幅が拡大し、過熱を示す「赤」へと転化している（前掲図表Ⅲ-4-1,2）。こうしたなか、地域金融機関では、貸出全体に占める不動産業向け貸出の比率が上昇を続けており、また、同比率が3割を超える先が少なからずみられるなど、そのばらつきも拡大している（図表Ⅳ-3-1）。



こうした状況のもとで、不動産業向け貸出比率を高める金融機関ほど、自己資本比率が低い傾向も窺われる（図表Ⅳ-3-3）。

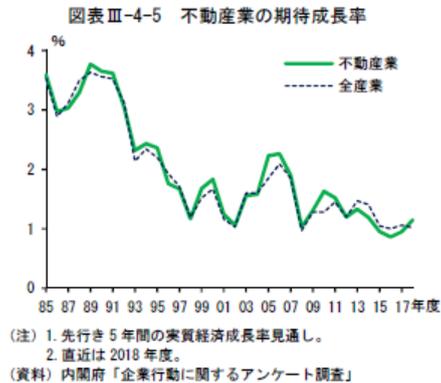
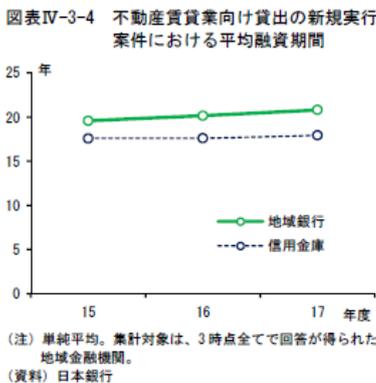
また、融資だけでなく、J-REITや私募REITなどの不動産ファンド向けの出資も、地域金融機関を中心に近年大きく増加している（図表Ⅳ-3-2）。



(不動産融資のリスク管理面の課題)

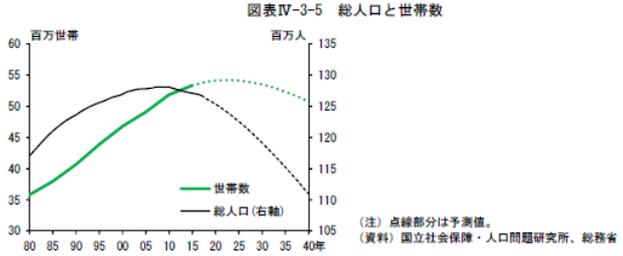
不動産業向け貸出の全体に占める比重の高さに加えて、金融機関が出資の面からもエクスポージャーを増加させていることは、特定セクターへのリスク集中の観点から注目される。そこで本節では、足もとの不動産業向け貸出のバブル期との違いを整理した上で、関連するリスク管理面の課題等を指摘する。

近年の不動産業向け貸出のバブル期との違いは、大型の不動産取引業向けよりも、不動産賃貸業向けの貸出が増加していることである。REITや不動産ファンドによるオフィスや商業・宿泊・物流施設、大型マンション等の取得、個人による貸家取得といった投資用資金の貸出がこれに該当する。賃料収入から所要経費を差し引いたキャッシュフローによって元利返済していくことを前提とする長期貸出(地域金融機関の新規実行案件で平均20年前後)が中心である(図表IV-3-4)。これが、新規実行額が減少しているなかでも、残高が高めの伸びを続けている基本的な背景と考えられる。これに対し、バブル期は、過度に楽観的な成長期待を背景に、地価上昇による転売益を狙った不動産取引のファイナンス需要が中心であった(図表III-4-5)。



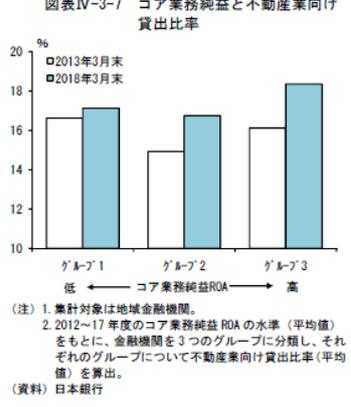
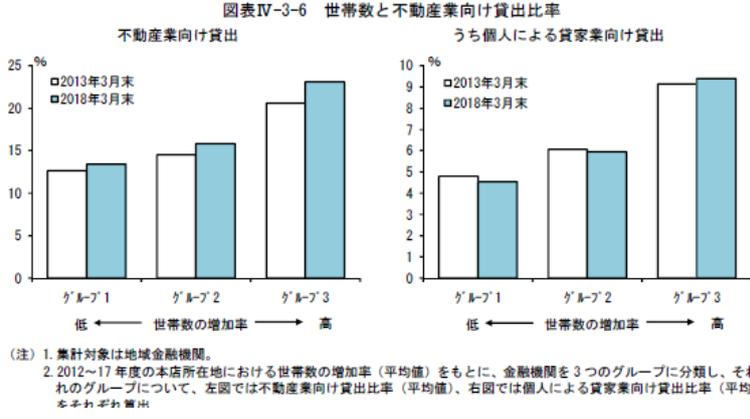
このため、バブル期に比べると、①貸家業を営む個人を含め、借り手が幅広い投資家に分散している(バブル期は、不動産業のほか建設、ノンバンクを含む大手関連業者が借り手の中心であった)。また、②借入期間が長期であることや物件の個別性・多様性から、不良債権化する場合でも時期的にある程度分散して発生すると考えられる。これらは、金融機関の不動産貸出ポートフォリオのストレス耐性を高める要素である。もっとも、①関連貸出が、全体として、中長期の空室増加・賃料下落といった共通リスクに晒されている点是不変である。人口や企業数の減少、成長期待の低下といったバブル期とは異なるファンダメンタルズのもとで、将来の物件需要に対して過大投資となっていないかという点は注視し

ていく必要がある（図表IV-3-5）。また、②REIT や不動産ファンド向けはノンリコースが多いこと、貸家業向けは中小企業や個人など必ずしも損失吸収力の高くない借り手の比重が高いことから、不動産収入の減少が債務返済能力の悪化に直結しやすい点にも留意が必要である。



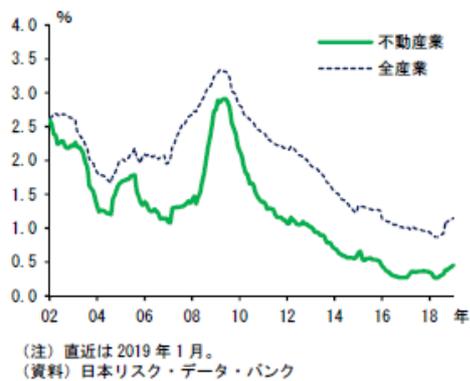
上述の「将来の物件需要に対して過大投資となっていないか」という点は、足もとの状況から判断することは難しい。この点を、例えば貸家業についてみると、近年の貸家の増加は周縁地域から市街地への移住や単身世帯の増加等に伴って世帯数が大きく増加している地域が中心であり、相応に実需を反映した動きとなっている。金融機関貸出の面でも、世帯数増加地域ほど、貸出全体に占める不動産業向け、個人による貸家業向けのウエイトが高くなる傾向が窺われる（図表IV-3-6）。

もともと、貸家の増加は、低金利下における土地所有者や富裕層の資産運用用節税ニーズの高まりといった供給側の要因が作用している面もある。このため、個人による投資用不動産の購入は、大都市圏はもとより、成長期待が低く、企業数の減少や無借金企業の増加に直面する地域においても増加している。また、金融機関にとっても、貸家業からの資金需要は、比較的高い貸出金利が確保できる、魅力的な融資機会となってきた。ここ数年、コア業務純益 ROA が相対的に高かった金融機関ほど不動産業向け貸出比率を上昇させている（図表IV-3-7）。

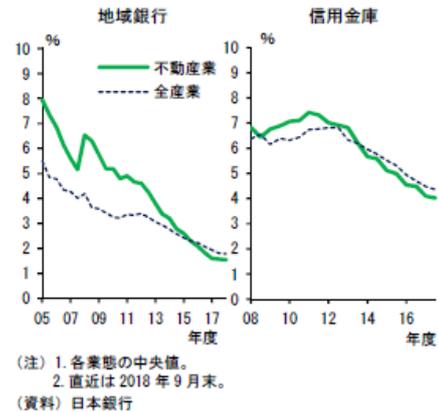


近年における不動産業のデフォルト率の低さ、不良債権比率の低さも、同産業向け貸出を積極化させる誘因となったと考えられる（図表 B2-11、図表IV-3-8）。

図表 B2-11 不動産業のデフォルト率



図表IV-3-8 不動産業の不良債権比率



こうした状況のもとで、金融機関の融資対象は、①土地保有者による上物建設資金から、②土地購入代金を含む建設資金、③中古賃貸物件取得のための投資用資金へと広がってきており、そうしたなかで、融資の大口化が進むとともに年収や保有資産等からみた借り手の信用力にもばらつきが出てきている。

(まとめ)

以上を踏まえると、わが国不動産市場については、バブル期のような過熱状態にはないとしても、貸出対象や期間等の面で、当時とは性質の異なるリスクが蓄積されている可能性には留意が必要と考えられる。景気後退等の下方リスクが生じた際の金融システムへの影響の出方も、バブル期とは異なるものとなる可能性がある。こうしたもとで、足もと、市場参加者の間では不動産市況のピークアウトを警戒する見方も出てきている。金融機関は、これらの点も踏まえて関連リスクの管理を行っていく必要がある。

REIT・不動産ファンドや個人による貸家業向けなど不動産賃貸業向けの貸出にあたっては、貸出実行時点における実査、キャッシュフロー計画の妥当性確認等を適切に行うとともに、実行後の管理（空室率・賃貸収入のモニタリング、適切な引当の実施等）を貸付期間を通じて継続していく必要がある。また、不動産ファンド向け出資に関しては、エクイティ（資本）という投資対象の性質上、不動産市況の悪化局面では、貸出よりも大きく価値が毀損し得る。REIT 価格については、不動産市況に限らず、広く金融市場におけるリスクアペタイトの変化からも影響を受ける。私募ファンドや私募 REIT は平時の価格変動は大きくないが、ストレス時に不動産市場の流動性低下により大幅な価格下落が発生する可能性も意識しておく必要がある。

(荒井 俊行)