

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 6 日)

次の危機は CRE 危機か？～ECB の警鐘～

今週 3 日、ECB は過去 10 年で急拡大してきた商業用不動産(CRE)への投資が金融安定のリスクになる可能性について論説を展開。現状、複数のユーロ加盟国で不動産投資ファンド(REIF)が強い影響力を有しており、当該国の不動産市況悪化に伴って REIF も不安定化する展開が懸念される。ECB は急成長した REIF が「流動性のミスマッチ」に直面し、これが金融不安の種になる可能性を強調。REIF の純資産総額は 12 年から 22 年の 10 年間で 3230 億ユーロから 1 兆 40 億ユーロへ 3 倍以上に膨らみ、このうちの 80%がオープンエンド型(つまり常時解約可能)という。パンデミックに至る直前まで極めて早いペースで価格が上がっていたこともあり、「調整余地も大きい」と捉える雰囲気は強い。目下、金融市場が注目するのは CRE 危機が注目される中、政策金利動向がどのような影響を被るのか。今回、CRE 危機にまつわる問題提起を行ったということは極めて緩やかながらも、引き締め路線のブレーキを踏む意図を持ちつつある可能性。5 月会合では+50bp から+25bp への利上げ幅縮小に踏み切るか。

～「次の危機の芽」は商業用不動産か～

今週 3 日、ECB は『ユーロ圏不動産市場における投資ファンドの強まる役割(The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations)』と題し、過去 10 年で急拡大したファンドによる商業用不動産(CRE:commercial real estate)投資が金融安定のリスクになる可能性に警鐘を鳴らしている。既に CRE が孕む危険性は米国についてもそこかしこで指摘されて始めているが、ユーロ圏のそれについて、しかも中央銀行自らが明確に警鐘を鳴らしていることは特筆される。現状、複数のユーロ加盟国で不動産投資ファンド(REIF:real estate investment funds)が強い影響力を有しており、当該国の不動産市況悪化に伴って REIF も不安定化する展開が懸念される。後述するように、ECB は急成長した REIF が「流動性のミスマッチ(the liquidity mismatch)」に直面し、これが金融不安の種になる可能性を指摘している。REIF の多くが投資家の払い戻し請求を認めるオープンエンド型ファンドとして資金調達しているため、不動産市況への懸念が高まれば、当然多くの資金引き出しに直面することが予想される。バランスシートの観点から言えば、顧客からの預り金である負債の流動性は非常に高い。

一方、REIF は多数の解約に応じるため保有資産の売却に踏み切る必要があるが、資産の性質上、CRE は容易に売却できない。つまり資産の流動性は低い。流動性が低い資産を急いで売ろうとすれば当然、投げ売り(fire sales)となり損失は拡がりやすくなる。しかし、流動性の途絶はファンドとしての「死」であり、損失を被っても売りを止めるわけにはいかない。こうしてファンドの経営難や破綻が多発し、金融安定に影響が及ぶというのが目下、ECB の懸念する展開である。SVB 破綻以降、「次の危機の芽」として CRE を指す論調は増えていたが、中銀自ら明確に指摘するのは珍しい。

～CRE 危機はシステミックリスクに～

ECB によればユーロ圏の CRE 市場に占める REIF の割合は 2012 年の 20%から 2022 年には 40%にまで倍増し、無視できない存在感を放つようになっている(図)。こうした REIF の存在感を踏まえれば、CRE 市場の不安定は REIF の不安定化に直結し、REIF の不安定化もまた、CRE 市場の不安定化に直結するという相互依存の関係が見出せる。当然、CRE 市場にエクスポージャーを持つ銀行や証券などの金融機関も不安定化するため、CRE 危機がシステミックリスクをもたらす「次の危機の芽」という理解になる。なお、CRE が崩れた場合、居住用不動産(residential real estate)市場にも影響が及び、不動産市場全体の流動性低下やこれに伴う価格下落が発生しやすくなるため、この経路からも金融機関の経営が不安定化する恐れがある。金融機関経営の不安定化は貸出厳格化などの信用収縮を通じて実体経済を下押しするため、「CRE 市場の崩壊→ユーロ圏景気の減速」といった展開を懸念するに至る。ECB は SVB 破綻やクレディスイス再編などの域外イベントを背景に、こうした展開が現実化する可能性が高まっていると考えているようだ。

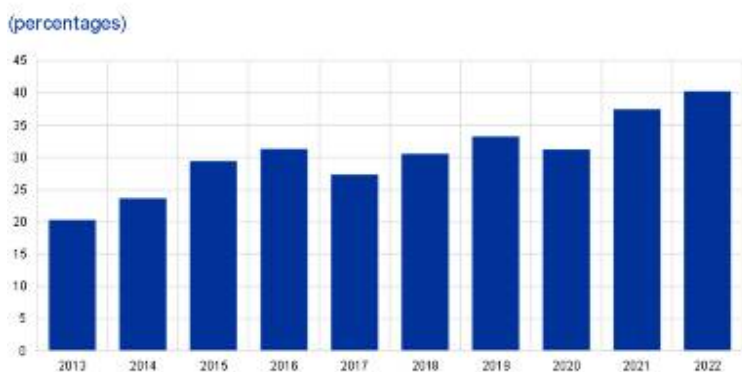
ちなみに、ECB は米大手資産運用会社ブラックストーンの不動産投資信託(REIT)である「ブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト(BREIT)」が最近、急増する解約請求を制限しなければならなかった例を挙げ、類似の事案が今後も増えてくる可能性を指摘している(英国でもそのような光景が出始めていることを指摘している)。当然、こうして窮地に陥ったファンドは流動性確保のため保有不動産売却はもちろん、資金調達にも動しむため、市場全体の資金調達コストは押し上げられる。後述するように、それは来たる利下げの可能性を高める動きになる。

ちなみに、ECB は米大手資産運用会社ブラックストーンの不動産投資信託(REIT)である「ブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト(BREIT)」が最近、急増する解約請求を制限しなければならなかった例を挙げ、類似の事案が今後も増えてくる可能性を指摘している(英国でもそのような光景が出始めていることを指摘している)。当然、こうして窮地に陥ったファンドは流動性確保のため保有不動産売却はもちろん、資金調達にも動しむため、市場全体の資金調達コストは押し上げられる。後述するように、それは来たる利下げの可能性を高める動きになる。

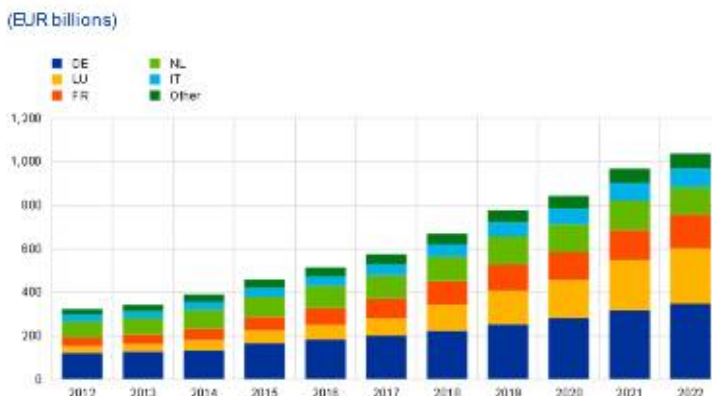
～部分的に現実化する危機～

ユーロ圏において CRE と REIF は過去 10 年で猛烈な伸びを示してきた。既に CRE 市場のシェアが 10 年で倍増したことは言及したが、絶対額で見た場合、REIF の純資産総額は 2012 年から 2022 年の 10 年間で 3230 億ユーロから 1 兆 40 億ユーロへ 3 倍以上に膨らみ、このうちの 80%がオープンエンド型(つまり常時解約可能)という。この所在地を国別に見た場合、REIF は 5 つの加盟国(ドイツ、ルクセンブルグ、フランス、オランダ、イタリア)に集中している模様だが、REIF が直接的に不動産投資をする形態以外に債券など

ユーロ圏 CRE 市場における REIF 保有の不動産価値のシェア(資料: ECB)



不動産投資ファンドの純資産推移とその所在地内訳(資料: ECB)



金融商品の形態で保有している場合もあるため (ECB によれば 30% 程度ある)、CRE や REIF の不安定化がこれらの国々だけで限定されるとは限らない (もっとも、影響が広範囲に及ぶという点では悪材料だが、リスクが一極集中し危機が深刻化する可能性は低いという意味では好材料である)。CRE 市場の不調はパンデミックによるリモートワークや e コマースの隆盛、その他行動様式の変化が真っ先に指摘されるものの、その終息と入れ替わるように主要国で利上げが行われ資金調達コストが上昇し始めたことも無視できない。上述したように、パンデミックに至る直前までは極めて早いペースで価格が上がっていたこともあり、「調整余地も大きい」と捉える雰囲気は強い。

図に示すように、過去 1 年で投資家における高値警戒感は一方向的に強まっており、資金調達環境のタイト化もかなり進んでいる。市況の悪化を感じ取る投資家が多数となる中、直近では域外での金融不安も重なり、CRE を取り巻く環境はかなり悪化している。昨年 10～12 月期の CRE にまつわる取引がにわかに細っており、それが価格下落に繋がっているという事実も ECB から指摘されている。ここまで考えると CRE 危機は深刻化

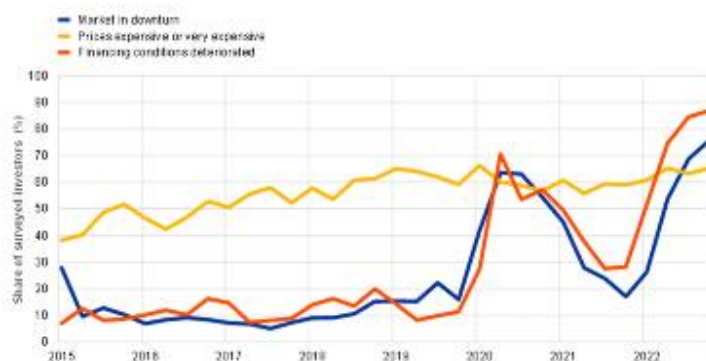
の余地を孕みながら、部分的には既に現実化しているとも言える。既に始まっている優良 (prime) な不動産の価格下落がこれを象徴するが、それ以外 (non-prime) の不動産価格についてはさらに酷い状況が懸念されるという指摘も見られている。

～鍵となるのはやはり「流動性のミスマッチ」～

冒頭述べた通り、危機が起きると想定した場合、やはり「鍵となる脆弱性 (A key vulnerability)」は REIF に対する解約請求が押し寄せた際に直面する「流動性のミスマッチ」問題だ。「解約請求に対応するまでの期間」と「保有資産を現金化するまでの期間」を比較し、前者が後者より顕著に短い場合、ファンドは資金繰りに行き詰まる (流動性のミスマッチに直面する) ことになる。現状、その危機に晒されやすい加盟国を特定するのは難しいものの、域内の金融安定を監視する欧州システミックリスク理事会 (ESRB) の調査によれば、2021 年 7～9 月期時点、オープンエンド型 REIF の 31% が流動性のミスマッチを抱えており、特に CRE 市場における REIF の存在感が大きいフランス、オランダ、アイルランドでは「オープンエンド型投信を抱えつつ現金バッファが小さい国」であるとしてその脆弱性が指摘されている (反対に

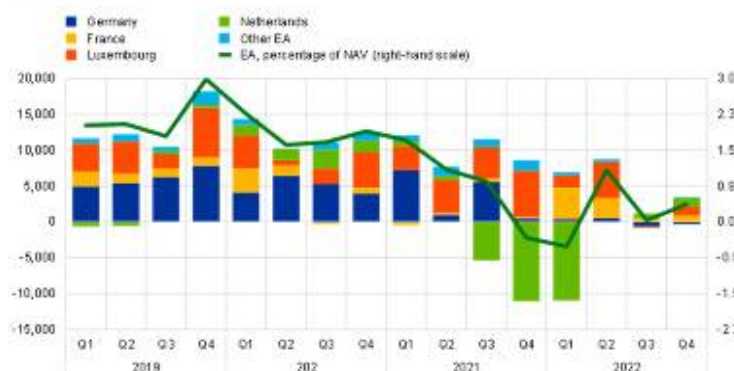
高値警戒と資金調達環境のタイト化を示す投資家調査 (資料: ECB)

(percentages)



RBF への純流出入状況 (資料: ECB)

(EUR millions)



イタリアやポルトガルが現金バッファが大きいとされている)。

実際、CRE 市場の雰囲気が悪くなるのに従って REIF への資金流入は細っており、既にオランダなど一部の国では大幅な純流出に直面している。前頁図を一瞥するだけでも、REIF を取り巻く環境が一変しているのは間違いなく、ショックに対して脆弱性が増している状況が読み取れる。一連の金融引き締めや 3 月以降続いている国際金融不安は CRE 市場やそれを主戦場とする REIF にとって「泣きっ面に蜂」とも言える動きであり、依然として利上げや量的引き締めを政策オプションから外せない ECB は大きな葛藤を覚えていることだろう。

～今後想定される政策対応とは～

既に論じたように、多くの REIF が流動性のミスマッチに備え始めれば資産売却と資金調達が増えることになる。それは資産価格の下落と資金調達コストの上昇に繋がる。ECB は今回の論説の結びとして考えられる政策対応を示している。現状、オープンエンド型ファンドには解約請求の停止という手段が与えられているものの、これはファンド経営の不安定化を宣言するようなものであり、いわゆるスティグマ(汚名)リスクを伴う。よって、ファンド出資に対しては解約コストや最低保有期間の導入、解約通知期間の長期化など、多様な流動性管理手段(LMT:Liquidity Management Tool)を導入させたり、そもそも REIF に関しては解約が容易なオープン型ではなくクローズド型しか認めないなど規制面からのアプローチも提唱されている。実際、構造的に REIF の抱える資産(不動産)が流動性に乏しいことは不可避の問題であるため、解約自体のハードルを上げるというのは根本的な一手ではあり、既にいくつかの国では導入されているという。不動産投資を行うファンドに対し、解約のハードルを上げようとする方向に傾くのは合理的な帰結である。

しかし、目下、金融市場が注目するのは、CRE 危機が注目される中、政策金利動向がどのような影響を被るのかだ。既に論じたように、流動性危機に怯えるファンドの挙動によって資金調達コストが押し上げられ、それがシステミックリスクに直結する可能性が見えている以上、中央銀行が何もしないということもあるまい。上述したような REIF 運営にまつわる制度的な修正は中長期的に進めていく必要はある。しかし、短期的には無リスク金利である政策金利を下げることも求められやすくなっていくだろう。現状では CRE 危機というフレーズが市民権を得るほどの事態にはなっていないが、仮にそうなってしまえば、眼前のインフレを犠牲にしてでも利上げ路線が急旋回を強いられるリスクはある。急激な政策金利の上げ下げは市場にボラティリティをもたらすため望ましくない。今回、CRE 危機にまつわる問題提起を行ったということは極めて緩やかながら引き締め路線のブレーキを踏む意図は持ちつつあるのかもしれない。5 月 4 日の政策理事会では+50bp から+25bp への利上げ幅縮小に踏み切る可能性が増しているように思う。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基礎的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEビークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～