

不健康な関係性に対し市場が再び疑問を呈する

当レポートは、DWSグループが2023年3月27日に発行したCIO View “Europe’s banks and U.S. real estate”をドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものです。原文（英語）は以下サイトをご参照下さい。

CIO View : Europe’s banks and U.S. real estate

<https://www.dws.com/en-jp/insights/cio-view/cio-flash/cwf-2023/europes-banks-and-us-real-estate/>

<要旨>

- 米国の商業不動産に対するエクスポージャーへの懸念から、先週金曜に欧州銀行株は再び大幅下落しました。これはクレディ・スイスの救済後も市場が欧州の銀行に対し不安を覚えていることを示しています。
- 我々は、欧州銀行について、そして銀行セクターが米国の商業用不動産から受ける様々な影響について、いくつかの見通しを示しています。
- これまでも利上げサイクルの1年目には市場で大きな混乱が生じてきました。現状、中央銀行はブレることなく、インフレと戦う姿勢を継続する決意を固めています。

欧州銀行株が大幅下落中、米国の銀行は安定

2023年3月24日（現地時間）、欧州銀行株は大幅下落しました。Stoxx Europe600銀行株指数は場中に一時5.7%下落、終値は前営業日比マイナス3.8%となりました。またドイツ銀行は、一時15%近く下落し、終値は8.54ユーロ（前営業日比マイナス8.5%）と2022年の安値近くまで下落しました。これは我々の意見ですが、今回の下落はドイツ銀行の米国の商業用不動産に対するエクスポージャーで説明が付きまます。2022年第4四半期のレポートによると、ドイツ銀行のローン（4,890億ユーロ）のうち、7%が商業用不動産に投資し、そのうち米国が51%（170億ユーロ）で構成されています。なおドイツ銀行の総資産は1.3兆ユーロです。もしこのことに対する懸念が今回の下落の要因であるならば、なぜより多くのエクスポージャーを有する米国の地方銀行が下落しなかったのかという疑問が生じます。欧州市場が下落する中、米国の銀行株インデックスであるKBW銀行株指数は0.4%上昇しました。昨年末に比べ、Stoxx Europe600銀行株指数が1%の下落であった一方で、KBW銀行株指数が22.2%下落していることから、欧州と米国の銀行には大きな乖離があります。今回のことで景気減速懸念が強まったことを受け、金曜に米国の10年国債利回りは3.38%と年初来で見て最低水準（債券価格は上昇）となりました。

※ 上記見通しは当資料作成時点のものであり、今後変更となる場合があります。

<ご留意事項>

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにDWSグループが作成・発行したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。日本語訳とオリジナル英文資料の内容に相違がある場合には、英文資料の内容を優先します。当資料に記載の見解や見通し等は作成時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。

欧州の銀行と商業用不動産に対するいくつかの見解

現状、金利の上昇は、次のような理由から、欧州の銀行には恩恵を与えるものの、米国にはそうはなりません。第一に、預金の減少（2022年4月以降、6,000億米ドルの預金が米国の銀行システムから引き出されている）と米国での積極的な利上げにより、米国の銀行に対し、預金金利の引き上げ圧力が強まっていることが挙げられます。第二に、米国の銀行は、欧州の銀行に比べ、より金利上昇リスクがあるとされています。商業用不動産に対するエクスポージャー（中央値）は、欧州の銀行が6%程度であるのに比べ、米国では地方銀行で36%、また大手銀行では16%と欧州の方が低くなっています。

我々は、欧州の銀行は堅固な資本を有し（数十年来の高水準）、高いリターンと流動性を有していると考えます。また、高い配当利回りが期待されると共に、一部の銀行では今後数カ月の間に自社株買い再開の発表しています。また、米国の銀行とは対照的に、欧州の銀行の預金残高に大きな変動は見られません。信用状況は厳しさを増しているものの、欧州の銀行は今後の課題に対処するための強い態勢を整えていると我々は見ています。

15年に渡る金融緩和策が特定の領域の資産に対し、ミスバリュエーションというリスクを残したことは確かであり、その影響を予測することは困難です。しかし、理論上は、米国の金融システムにおける商業用不動産のリスクは低いものと見られます。なお銀行の総資産のうち、商業用不動産の割合は14%で、オフィスセクターは3%~4%となっています。2022年6月の米連邦準備制度理事会（FRB）のストレステストでは、全ての大手銀行（米国の銀行のうち65%を占める）は、2007年-2008年の金融危機のような失業率が10%にまで上昇し、商業用不動産価格が40%下落する経済シナリオを乗り切ることが可能との結果となりました。

しかしながら、商業用不動産に対する地方銀行のリスクは上昇しています。商業用不動産は銀行の融資のうち50%を占めており、中小の地方銀行においては70%（銀行の総資産に占める割合は35%）となっています。つまり、中小の地方銀行は商業不動産への融資の35%を占めていることとなります。このような銀行への波及度合いは不明ながら、米連邦預金保険公社（FDIC）に加盟している割合が多いことも確かです。

我々は、今後の融資縮小により、商業用不動産価格は短期的には下落する可能性もあると見ています。そのため、米国国債や投資適格社債とのズレが生じる可能性もありますが、他のチャネルからの資金流入により、そのギャップもいずれ解消されるものと見ています。また、不動産開発に対する制約や、建設事業の調整は、2024年~2025年にはファンダメンタルズの改善をもたらす可能性があるとも見ています。地方銀行による融資が大幅に縮小することで、質の分散が起き、小規模かつ高リスクの融資には影響が出るかもしれません。ちなみに、米国の商業用不動産市場は、40%が物流、30%が住宅（集合住宅）、20%がオフィス、10%はリテールで構成されています。

我々は今後どうすべきか？

市場の混乱も3週目となりましたが、米国の銀行が補うべき預金の金額からして、この状況をさして重要ではないと考えることは難しいと見ています。我々は現時点で危機は終わったとすることにためらいを感じています。米国の地方銀行は深刻な収益性の問題に直面しており、預金が流出したことで、一部のコメンテーターの中には1980年代の貯蓄貸付組合（S&L）危機と比較するケースも見られます。当時は1,000を超える金融機関が不動産及び商業ローンの損失により破綻しました。なお、前財務長官であるラリー・サマーズ氏はイエレン財務長官に対し「預金に関する状況を明確にする必要がある」と指摘しました。

我々は、中央銀行がインフレとの戦いと金融の安定性確保のどちらか一方を今選択する必要があるという誤った考えを投資家が有していると考えています。たとえ金融システムにストレスを生じさせるとしても、インフレとの戦いが最優先であるということは、欧州中央銀行（ECB）及びFRB双方のコメントからも明らかです。このことは、金融環境の引き締め、ひいては経済活動を落ち着かせることにつながると見ています。今後、中央銀行の許容範囲を超える景気後退につながるのであれば、利上げサイクルを再考することになるかもしれません。しかしそのことを事前に中央銀行が約束すると期待すべきではないでしょう。なぜなら、その結果、金融引き締めという使命そのものを危険にさらす可能性があるからです。例えばサッカークラブのトップマネジメントがヘッドコーチを解任しようとしているものだと考えてみてください。その日まで、方向性についてのヒントを出すことはないでしょう。

ご留意事項

●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値が変動します。したがってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

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、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

●投資信託に係る費用について

【お申込みいただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。】

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税抜3.50%）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・運用管理費用（信託報酬） 上限2.068%（税抜1.88%）
- その他費用・・・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）、契約締結前交付書面等でご確認下さい。

«ご注意»

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、ドイチェ・アセット・マネジメント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。投資信託の運用による損益は、すべて受益者に帰属します。投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本及び利息の保証はありません。投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険及び保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。登録金融機関を通じてご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。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、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

なお、当社では投資信託の直接の販売は行っておりませんので、実際のお申込みにあたっては、各投資信託取扱いの販売会社にお問合せ下さい。

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第359号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会