

美國商用不動產市場評析

美國商用不動產 (Commercial Real Estate) 概括分為四類，包含：多戶住宅 (Multifamily)、辦公室 (Office)、零售賣場 (Retail)、工業廠房 (Industrial)。由於疫情後，辦公室閒置情況更加惡化，加上近期紐約社區銀行財報顯示辦公室相關貸款問題，再次引發市場擔憂。因此，以下將從辦公室不動產供需變化，進一步探討對金融市場影響。

辦公室空置率持續上揚反映需求疲弱

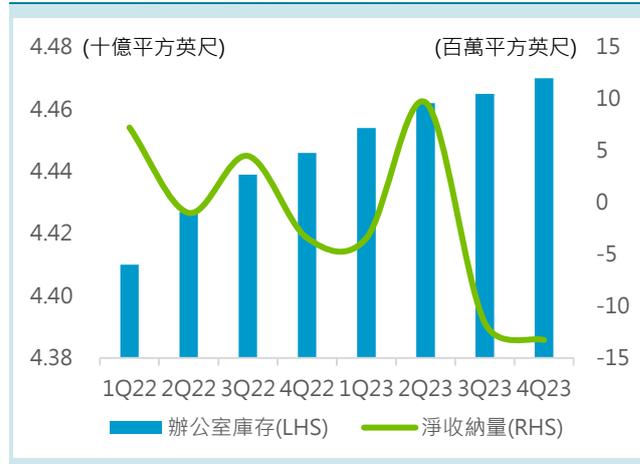
綜觀整體不動產市場的供需情況，雖然近半年新屋銷售有回溫跡象，但新屋庫存去化月數從疫情前平均 5-6 個月增加至 8-9 個月，以及成屋庫存增加情況未明顯改善，顯示需求復甦尚未平穩；供給面則反映在新屋開工量由疫情前月平均約 157.8 萬戶，至 2023 年降至 140.9 萬戶，2024/1 進一步降至 133.1 萬戶，相對於營建許可約維持在 147 萬戶，年增率從 2023/11 開始連續三個月為正成長，兩者數據呈現不同調或反映建商對不動產市場前景存有疑慮。

在商用不動產方面，根據不動產研調機構 Reis Inc. 統計，疫情後工作模式變化，導致辦公室不動產需求結構改變，如圖 1 顯示辦公室庫存明顯攀升至 2023 年第四季達 44.7 億平方英尺，而淨吸納量於 2023 年底降至 -1,326.5 萬平方英尺呈向下趨勢，顯示需求疲弱。2023 年辦公室新屋完工量較前一年下滑，透露出不動產建商對辦公室需求後市展望保守。供需疲弱同時反映在淨租金收入 (NOI) 下滑，市場以租金收入減去營運支出衡量房地產投資收益，2022 年以來淨租金收入年增率呈逐季遞減至 2023 年底達 -0.28%，反映辦公室不動產出租市場需求疲軟，投資收益下降。

疫情後商用不動產中零售賣場及工業廠房因消費動能強勁及電商銷售快速增長空置率已回落至低點，多戶住宅則因高利率房貸負擔重尚未見向下趨勢，而受疫情影響許多產業轉向混合式工作型態，減少商用不動產使用空間需求，以辦公室目前仍受影響最深，不少科技業為降低成本，維持遠距工作模式，導致疫情後

美國辦公室空置率如圖 2 顯示由疫情前的 16.8%，至 2024/2 達 19.6%，主要來自許多大城市的辦公大樓空置率還是居於高位，包括紐約、華盛頓、舊金山及洛杉磯等員工返回辦公室的比率仍低於五成，未達全美平均水準。辦公室空置率不減，連帶影響整體商用不動產價格維持下滑，根據 Green Street CPPI 顯示美國商用不動產價值指數截至 2024/2 較疫情前下跌超過 20%。

圖 1：辦公室不動產庫存及淨收納量



資料來源：Reis, Bloomberg
(註)淨吸納量指新增租用面積扣除不續租租用面積

圖 2：美國商用不動產價值指數及辦公室不動產空置率



資料來源：NAR, Bloomberg

美國商用不動產問題擴散至全球

美國商用不動產風險從 2023 年持續至今，隨著紐約社區銀行財務危機再次引發擔憂。2024/2 Moody's 調降

紐約社區銀行 (NYCB) 信評，由“Baa3”下調至“Ba2”，主要原因為該公司大幅削減股利並增提備抵呆帳以因應商用不動產相關的逾期貸款，導致其 2023 年第四季備抵呆帳由前季 6,200 萬美元攀升至 5.52 億美元，高出市場預期十倍之多，令市場擔憂商用不動產的信貸前景惡化。2024/3，Moody's 因 NYCB 提交 SEC 文件中，揭露其貸款審核有重大內控缺失，增提商譽減損後致 2023 年第四季損失修正值大幅擴大，而再次下調其信評至“Ba3”。在此同時，Fitch 也將該銀行信用評級從“BBB-”下調至“BB+”，兩家信評機構陸續下調 NYCB 評等至非投資等級，且將投資展望列為負向。

近期美國商用不動產的信用風險，也對美國以外地區銀行構成威脅。包括德意志銀行最新一季財報針對美國地區不動產貸款的備抵呆帳提列金額由前季 2,600 萬歐元，大幅增加至 1.23 億歐元，日本青空銀行 (Aozora Bank) 將美國商用不動產相關貸款的備抵呆帳註銷 58% 致第四季損失規模明顯擴增，韓國四大金融控股公司 (KB 金融、新韓金融、友利金融、韓亞金融) 因美國不動產相關的金融投資，累計增提較以往高出數倍的不動產投資損失。

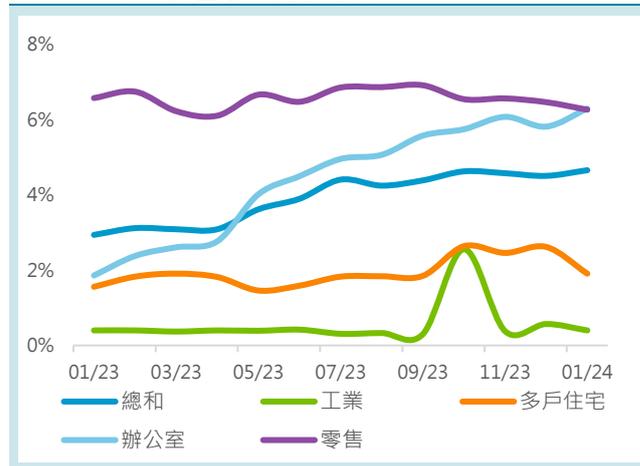
辦公室不動產相關貸款拖欠率上升

美國辦公室空置率居高不下，導致相關不動產貸款人清償能力惡化，進而降價拋售不動產，影響附近同類型房產價格。空置率攀升也連帶引起貸款拖欠率上揚，根據美國抵押貸款銀行協會(MBA)調查指出，2023 年第四季商用房地產抵押貸款 (CMBS) 的拖欠率有所提高，其中辦公室拖欠率逐季攀升至 6.5%，高於第三季的 5.1%，逾期 90 日以上的辦公室貸款佔比屢創新高，而其他如零售賣場、工業廠房、多戶住宅類的商用房地產不良貸款則是在 2021 年下半年開始皆有所回落。

另外，根據圖 3 商用不動產數據供應商 Trepp 統計的 CMBS 資料，也顯示辦公室貸款拖欠率及拖欠貸款金額維持領先其他類型不動產。2024/1 整體商用不動產貸款拖欠率上升 15bps，其中，辦公室出現自 2023/9 以來最顯著增幅，躍升 48 bps 至 6.3%。按不動產類別劃分如圖 4 顯示，辦公室 1 月拖欠率和去年同期相比佔

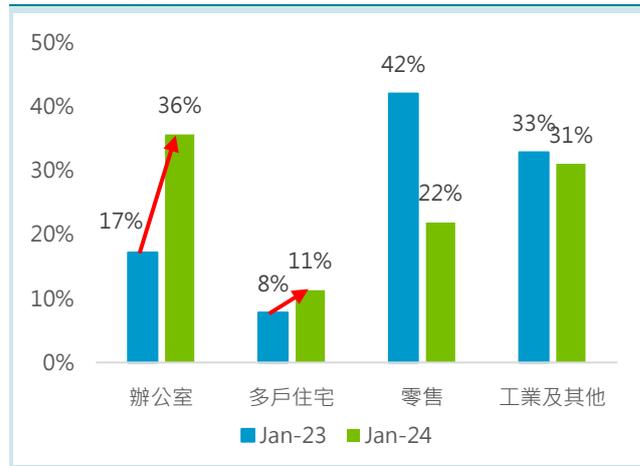
總拖欠率比率由 17.2% 攀升至 35.7%、多戶住宅由 7.8% 升至 11.3%，其餘包括零售、工業等比重皆相對回落。預期在 2024 年美國仍處於偏高利率環境下，以及辦公室空置率及員工返回辦公室比率皆未好轉的情境下，拖欠率有進一步上揚風險。

圖 3：商用不動產抵押貸款拖欠率



資料來源：Trepp

圖 4：商用不動產拖欠率比重



資料來源：Trepp

商用不動產貸款問題浮現

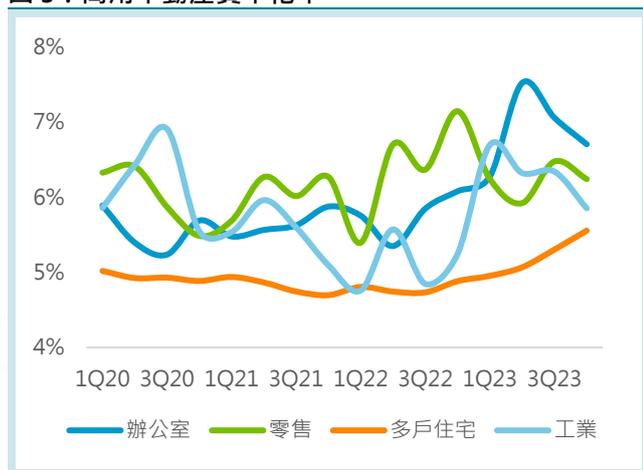
美國商用不動產交易量大幅萎縮，伴隨辦公室空置率的攀升，不論再融資，或貸款償還皆充斥不確定性風險。截至 2024/1，美國不動產貸款總額約為 5.5 兆美元，其中商用不動產占比超過五成，在辦公室不動產貸款拖欠率攀升下，貸款到期未能依約償付的風險相對提升。



根據 Moody's 針對 55 家美國銀行商用不動產貸款調查發現，超過一半以上公司商用不動產貸款的償債覆蓋率 (Debt Service Coverage ratio, DSCR) 小於 1 倍及貸款價值比 (Loan to Value ratio, LTV) 超過 70% 的不良貸款，兩者皆可視為貸款信用品質指標，高利率環境將持續侵蝕 DSCR 及不動產價值，進而推升 LTV，使潛在違約風險增加。此外，由於美國不動產貸款超過八成為採用固定利率承作，過去貸款利率遠低於當前水準，令銀行端面臨利率上升衍伸的資產管理風險，而就貸款人角度雖可保障償債負擔在原貸款期間內保持不變，但目前美國商用不動產的 30 年期固定利率約在 6-7% 區間波動，遠高於疫情前低於 4% 水準，當貸款到期，固定利率借款人將面臨貸款利率大幅攀升的再融資風險。所幸根據 Trepp 統計，2023 年美國商用不動產貸款到期規模約計 5,400 億美元，2024 年及 2025 年預計到期債務則分別約為 5,400 億美元及 5,350 億美元，在規模持穩下，短期內信用風險尚能獲得控制。

除再融資風險，辦公室供需失衡情況及升息環境同時墊高商辦的資本化率 (Capitalization rate)，進而降低其評估價值。相對於零售賣場及工業廠房之資本化率已在 2023 年顯著回落，辦公室類不動產則未有明顯下降，截至 2023 年第四季辦公室不動產資本化率較前季下滑至 6.7%，但仍居於歷史相對高點。

圖 5：商用不動產資本化率



資料來源：Bloomberg

資本化率攀升將侵蝕不動產價值，根據 RCA 的商用不動產價值指數 (CPPI) 顯示，辦公室不動產價值從 2023/8 高點至今跌幅達 20%，高於其它商用不動產類

別。Green Street 編制的 CPPI 指數，亦顯示整體商用不動產價值指數較疫情前下滑約 21%，其中辦公室不動產價值下跌超過 25%。不動產價值下降，當貸款到期以較低估值再融資時，為維持 LTV 比率，須增提額外資本，對貸款人風險增加。

小型銀行的商業不動產貸款比重高面臨較大風險

截至 2024/3 Fed 公布資訊中，美國所有商業銀行的商用不動產貸款總額約為 2.97 兆美元，其中資產規模介於 10 億~100 億美元的小型銀行持有約 1.99 兆美元，占比高達 66.9%。資產規模 100 億以上美元的大型銀行持有約 8,769 億美元，占比約 29.5%，其餘外資機構持有 1,075 億美元，占比 3.6%。大型銀行及小型商業銀行的商用不動產貸款佔整體不動產貸款比重分別為 35% 及 67%，在高利率環境下，商用不動產景氣面臨下行風險時，貸款拖欠率的上升將使小型銀行面臨的流動性風險高於大型銀行。

雖小型銀行對整體金融環境引起「直接風險」有限，但若區域銀行出現流動性問題，加深存戶對金融或銀行體系的不信任，致使存款大量流出銀行體系，所衍伸的「間接風險」將不容忽視。

商用不動產問題拖累市場指數表現

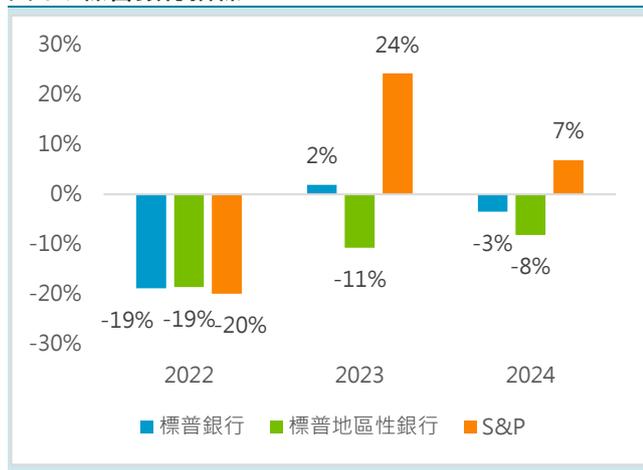
商用不動產市場抵押貸款證券指數 Markit CMBX，追蹤 25 檔 CMBS 市場指數，基於不同年份、不動產地區及類型、信用評級等組合為一系列指數，反應不動產抵押貸款市場信用風險狀況，每六個月調整指數成份，並於新年度納入新不動產抵押證券推出新系列指數，指數走勢主要受標的抵押貸款證券信用風險影響。各系列 CMBX 於 2023/3 開始因升息、辦公室不動產空置率攀升下全面重挫，顯示整體不動產市場的悲觀氛圍；其中，CMBX S15 對辦公室不動產的風險敞口最高，有 33% 屬於此類別，隨著升息步調的尾聲，評級最差的 BBB- 部分於 2023/5 觸底，跌幅達 28%，仍未見回升至指數推出時的價位，仍有 10% 左右跌幅，因當高利率維持期間愈久，拖欠率持續的攀升，不良品質



貸款拖欠風險加劇，在商用不動產，尤其辦公室部分前景依舊悲觀下，指數價位回升空間將受到限制。

2023 年 S&P 指數從 2022 年-20%回升至 24%，主要受科技類股帶動，相關科技類指數在 Nvidia 及 AMD 股價翻倍下增幅達 56%，同期地區性銀行因流動性受關注，伴隨辦公室不動產的高空置率及工作模式結構性的轉變，市場對商用不動產後市展望悲觀，進而導致 S&P 區域型銀行指數 (KRE) 於 2023 年表現明顯落後 S&P 銀行指數 (KBE) 及 S&P 指數整體表現，迄 2024/2 S&P 指數持續受科技類股帶動延續上揚趨勢，區域銀行類股表現仍相對疲弱，KRE 下跌 8%，幅度大於 KBE 及 S&P 指數，相比大型銀行於 2023 年股價表現已略為好轉，區域型銀行明顯面臨較大的評價下跌壓力。

圖 6：標普銀行指標



資料來源：Bloomberg

營運表現亦可看出，KBE 前五大持有成分股 2023 年獲利表現除美國銀行及花旗銀行受美國聯邦存款保險公司 (FDIC) 特別保費 (special assessment) 支付一次性費用影響外，多數銀行 2023 年淨利皆較 2022 年改善，反觀 KRE 2023 年營運表現多仍呈衰退趨勢，透露區域性銀行面臨經濟下行時營運風險明顯高於大型銀行。

免責聲明：

本報告由富邦金控經濟研究處編製，其中所載內容、數據及預測乃秉持誠信原則提供，並取自可靠資料來源，惟本公司並不就其準確性、完整性及即時性作出任何明示或默示之保證，亦不負任何責任或義務。本報告內容僅供參考，並不提供做為任何投資依據，亦不為獲利之保證；所提及之各項內容、數據及預測皆有時效性限制，本公司可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。本公司對因信賴此報告所為之行為或不行為所生之各項損失、成本、損害賠償及費用，亦不負擔任何法律責任。富邦金控保留報告內容之一切著作權，非經本公司同意，不得以任何形式或方式引用、轉載、翻印本報告全文或部分內容。

表 1：KBE 及 KRE 主要成分公司營運表現

	淨利		每股盈餘	
	2022	2023	2022	2023
S&P 銀行指數 (KBE)				
富國銀行	-37%	40%	1.32	1.09
摩根大通	-22%	32%	3.53	4.15
美國銀行	-14%	-4%	0.95	0.81
花旗集團	-32%	-38%	1.95	1.50
紐約梅隆銀行	-32%	28%	1.10	1.08
S&P 區域型銀行指數 (KRE)				
公民金融集團	-11%	-22%	1.32	0.78
區域金融公司	-11%	-8%	0.62	0.46
杭庭頓銀行公司	73%	-13%	0.39	0.29
M&T 銀行公司	7%	38%	4.55	3.23
齊昂銀行	12%	-25%	1.62	0.93

資料來源：Bloomberg

徐力雯
經濟研究處資深研究員
anny.lw.hsu@fubon.com