

美國商業不動產

--美國商業不動產有隱憂，主要來自辦公室風險

--評估美國金融體系、經濟仍可承受

研究員 徐國安

03/07/2024

群益投顧



結論

- 美國商業不動產有隱憂，主要來自辦公室風險，因為大面積辦公室空置率較高，影響租金收入，或有違約風險。但其他如多戶出租公寓、工業與零售等不動產，空置率仍屬於較低的水平，且疫情過後，美國經濟強韌，相關物業如廠房、零售商場等出租率高，風險相對較低。
- 在矽谷銀行和第一共和銀行破產倒閉即將屆滿一週年之際，紐約社區銀行動盪，引起市場對矽谷銀行危機重演的擔憂。**評估美國金融體系、經濟仍可承受。**
 - 在美國商業不動產貸款中，16.7%屬於辦公室貸款，為目前風險較高的物業，因為空置率高+辦公室價格大幅下跌。相對多戶出租公寓、工業與零售分別佔CRE的44.2%、8%與9.4%。三種物業總共佔CRE的六成，由於空置率較低，同時，物業價格下跌幅度相對有限，預期違約的可能性較低。
 - 就銀行資產種類來看，CRE僅有三成，若前面所述的CRE貸款中，辦公室貸款不到2成，對銀行的衝擊性相對降低。
 - 美國聯準會救地區銀行措施與監管，小型銀行存款已見回流、流動性回升，增強銀行韌性。美國銀行CDS現處於相對穩定的低位，多家銀行被調升評等。
 - 商業房地產貸款（不包括農地）的違約率仍處於相對低的水位，銀行對商業不動產授信緊縮有所緩解。

高利率環境下 不動產風險已成為熱門議題

- 從美國聯準會開始激進升息，美國房市與商業不動產已經成為市場熱門的議題，市場擔心債務人在高利率衝擊下，無力支付每月還款，造成債權人無法回收債務，並認列虧損，風暴可能引發流動性問題。



資料來源：google 圖片，群益投顧彙整

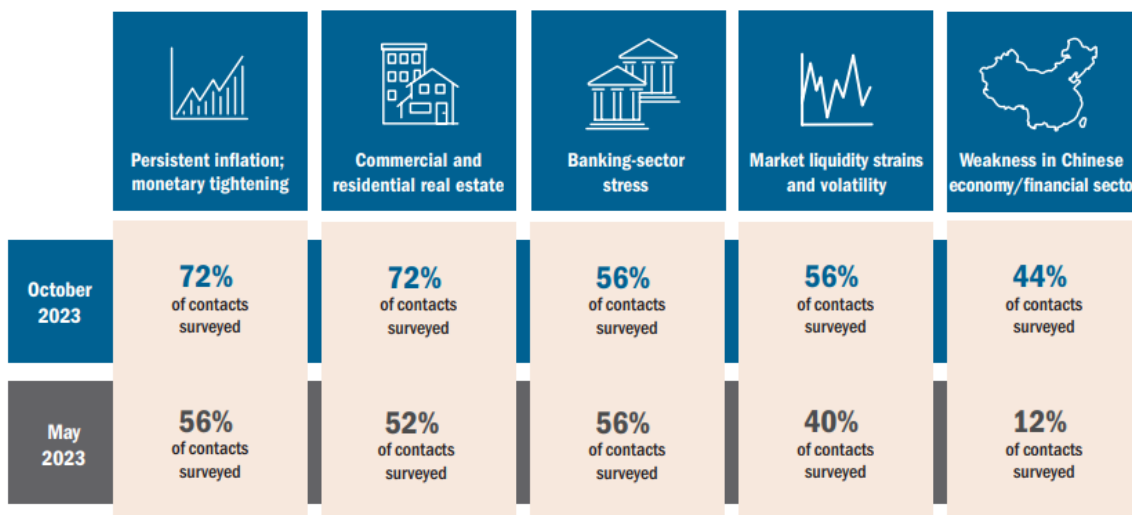
群益投顧

3

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國Fed金融穩定報告 通膨與貨幣緊縮、不動產為主要風險

- 調查受訪者列舉了幾個新出現和現有的事件或條件，這些事件或條件對美國金融體系和更廣泛的全球經濟構成風險。其中，通膨與貨幣緊縮、商業與住宅不動產被視為主要的風險。

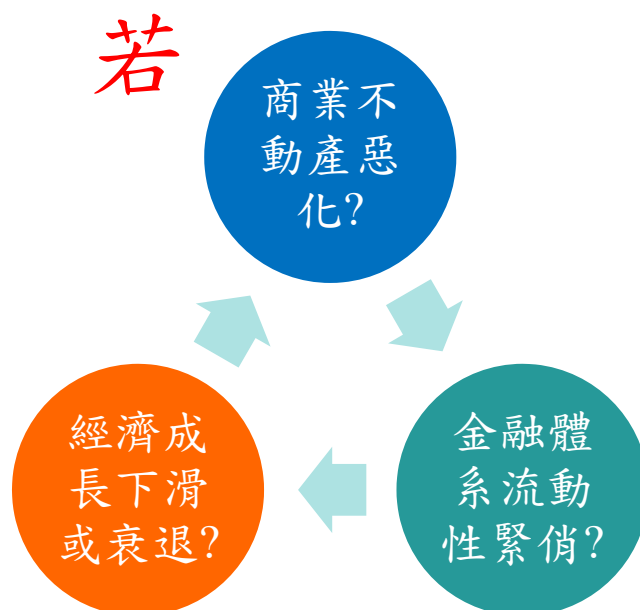


資料來源：FED，群益投顧彙整

群益投顧

4

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海



資料來源：群益投顧製圖

群益投顧

5

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國商業不動產定義

- 在一般人觀點中，住宅以外之不動產都統稱為商業不動產。就廣義來看，所有作為商業使用收益之不動產，以具有租金收益和資本利得為主要核心，都可統稱為商用不動產。

美國商業不動產-依功能分

辦公室	工業	零售	多戶公寓
<ul style="list-style-type: none"> 辦公大樓 	<ul style="list-style-type: none"> 廠辦 工業廠房 	<ul style="list-style-type: none"> 購物商場 百貨公司 超市 餐廳 	<ul style="list-style-type: none"> 出租公寓

資料來源：群益投顧彙整

群益投顧

6

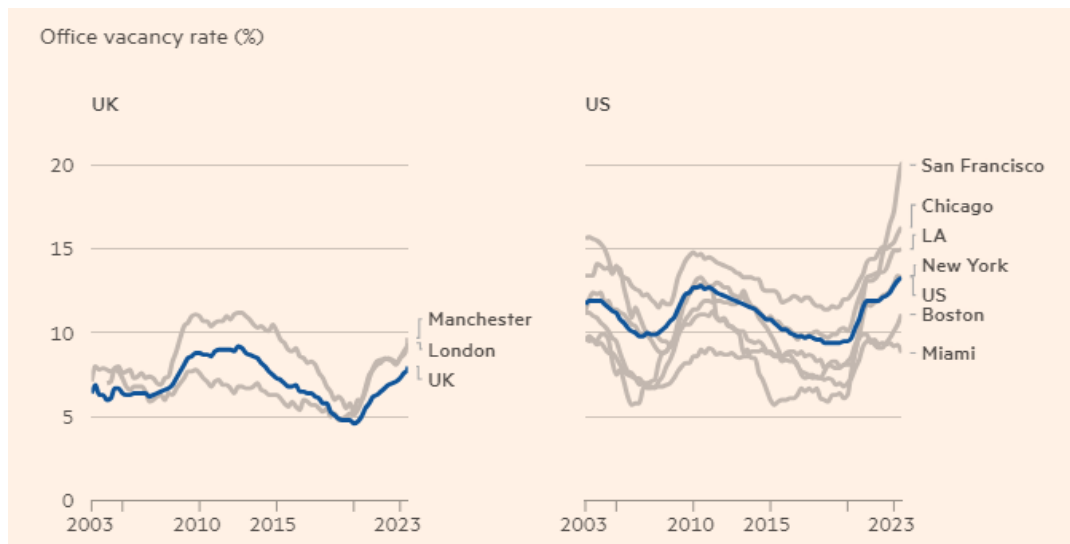
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國商業不動產現況與展望



美國辦公室空置率創新高

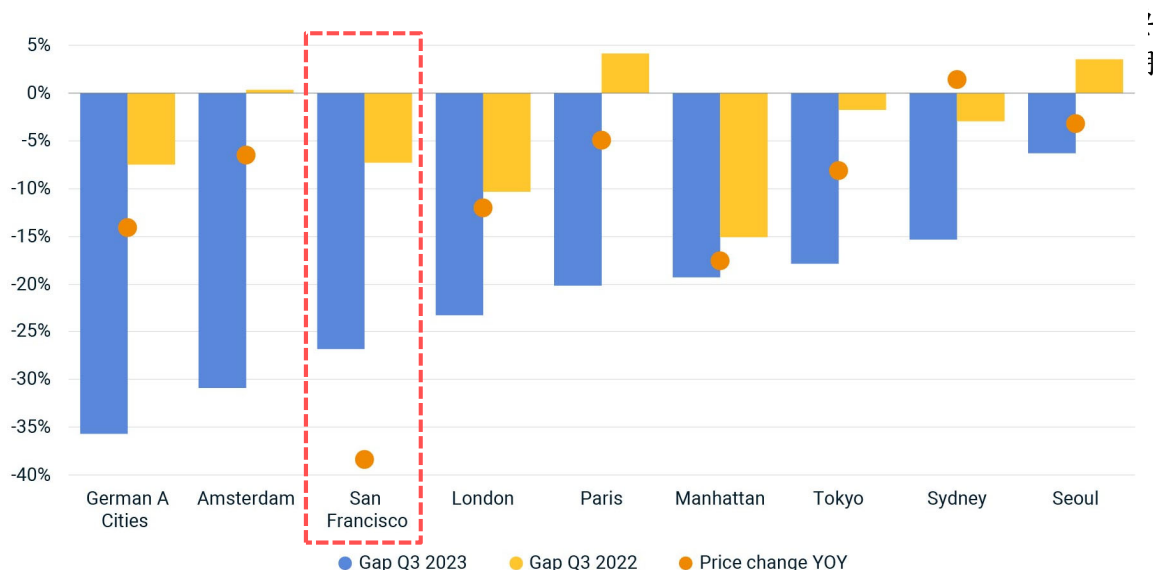
- 隨著工作模式從新冠病毒導致的在家工作，遠距辦公導致美國辦公室空置率創新高。
- 舊金山辦公室的空缺率創下二十年來的新高，第三季達到 20%，高於疫情爆發時的 6.3%。



資料來源：Financial Time，群益投顧彙整

辦公室買家和賣家的定價觀點差異擴大

- 目前許多全球辦公室交易市場的流動性不足，很大程度上是由於多年良性利率後利率急劇上升所造成的定價不確定性。買家和賣家之間對於房產定價的共識較少，這意味著完成的交易較少。最後導致空置率走高，商辦大樓售價下跌。



資料來源：MSCI，群益投顧彙整

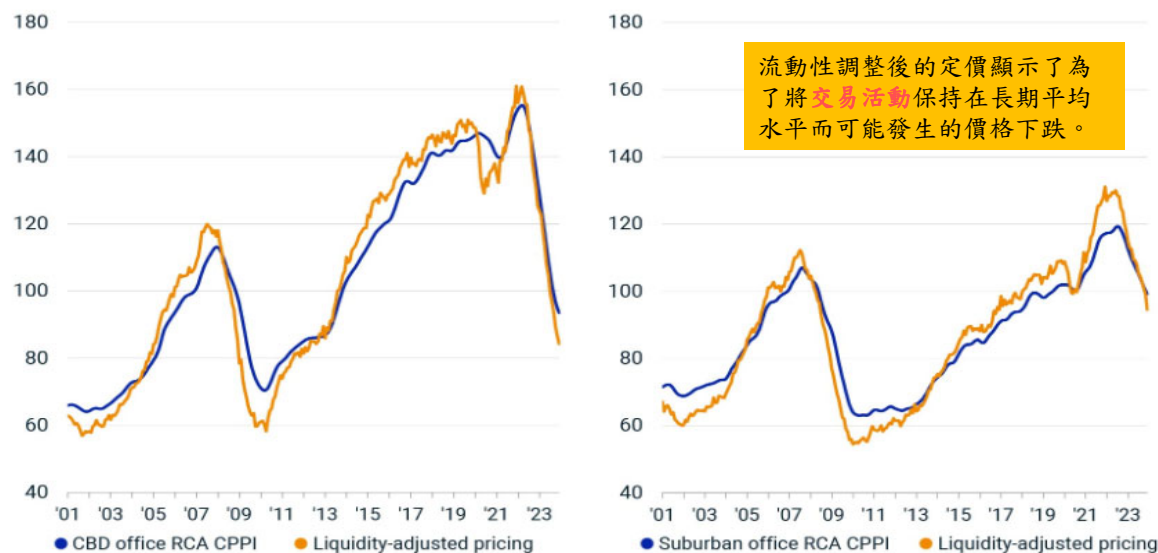
群益投顧

9

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

中央商務區辦公室價格跌幅更大

- 辦公大樓空置率創歷史新高，由於收入較低，潛在買家對辦公大樓的評價較低，CBD 辦公大樓資產的 RCA CPPI 在 1Q22 達到歷史最高水平，此後價格已累積下跌 40%。



資料來源：MSCI，群益投顧彙整

群益投顧

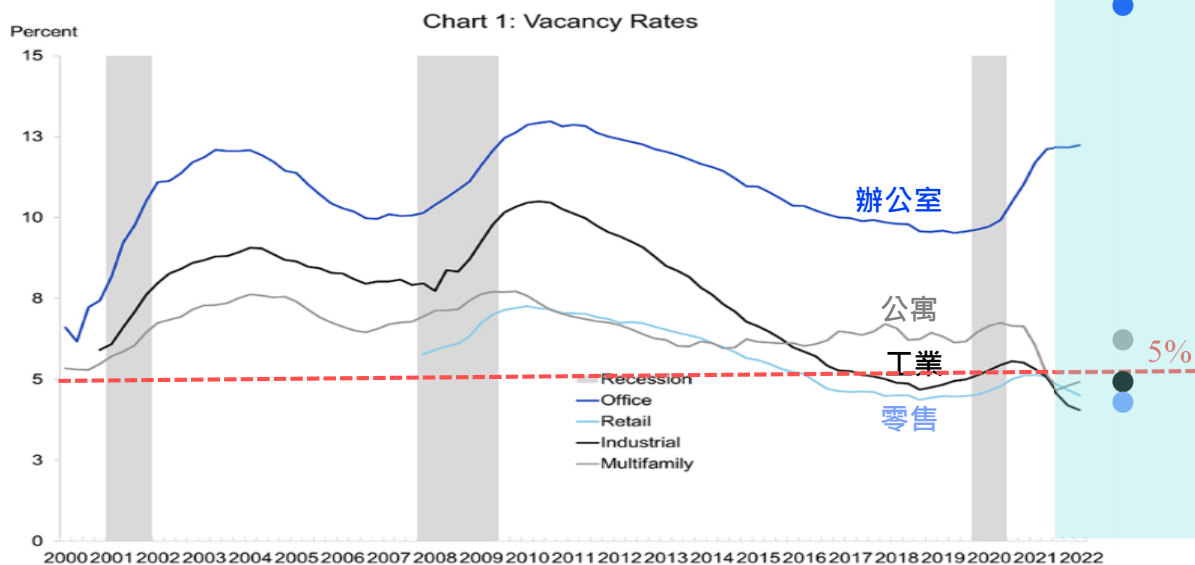
10

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

美國商業不動產

辦公室空置率高，其他物業較低

- 美國商業不動產中，辦公室空置率高，其餘多數行業隨著疫情解封，經濟復甦，不動產空置率維持低檔。根據最新數據顯示，01/2024辦公室空置率大幅上升至18%，4Q23公寓空置率上升至6.6%，01/2024工業空置率上升至4.8%，12/2023零售空置率上升至4.6%。



資料來源：CoStar，Nareit，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

台北 · 香港 · 上海

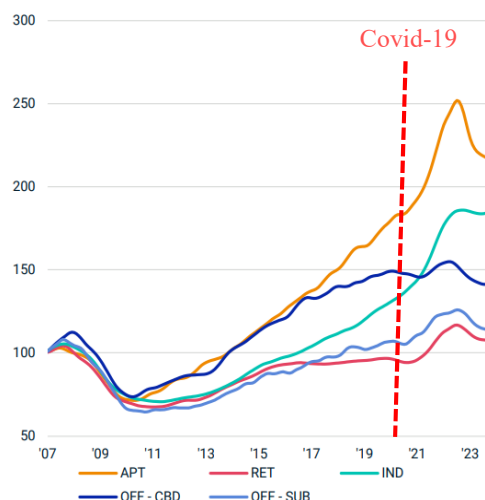
群益投顧

11

近一年美國所有商業地產價格下跌

- 房貸利率上升導致美國景氣略微降溫，近期大多數行業的價格開始的回落，在過去一年當中，RCA CPPI全國全房產價格指數同比下降9.0%，不過，工業跌幅有限。
- 從疫情以來至今為止，辦公室價格出現下滑，主要在大都會地區。

National Property Types



Change in RCA CPPI September 2023

	1-mth	3-mth	1-yr	3-yr	5-yr	10-yr
Office	-0.3%	-1.0%	-8.8%	5.6%	8.9%	51.5%
Office - CBD	0.0%	-0.3%	-5.6%	-4.2%	-0.7%	46.1%
Office - Sub	-0.3%	-0.9%	-9.0%	7.1%	10.0%	52.6%
Industrial	0.2%	0.4%	-0.8%	33.0%	58.9%	132.8%
Retail	-0.1%	-0.3%	-6.9%	14.3%	13.3%	36.8%
Commercial	0.0%	-0.2%	-5.1%	13.9%	21.7%	62.4%
Apartment	-0.3%	-1.0%	-12.8%	16.7%	33.1%	121.4%
All Types	0.0%	-0.1%	-9.0%	14.0%	24.5%	80.0%
6 Major Metros All Types	-0.2%	-0.6%	-7.2%	4.7%	12.3%	64.2%
Non-Major Metros All Types	-0.1%	-0.5%	-9.6%	16.9%	29.0%	86.2%

資料來源：MSCI，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您

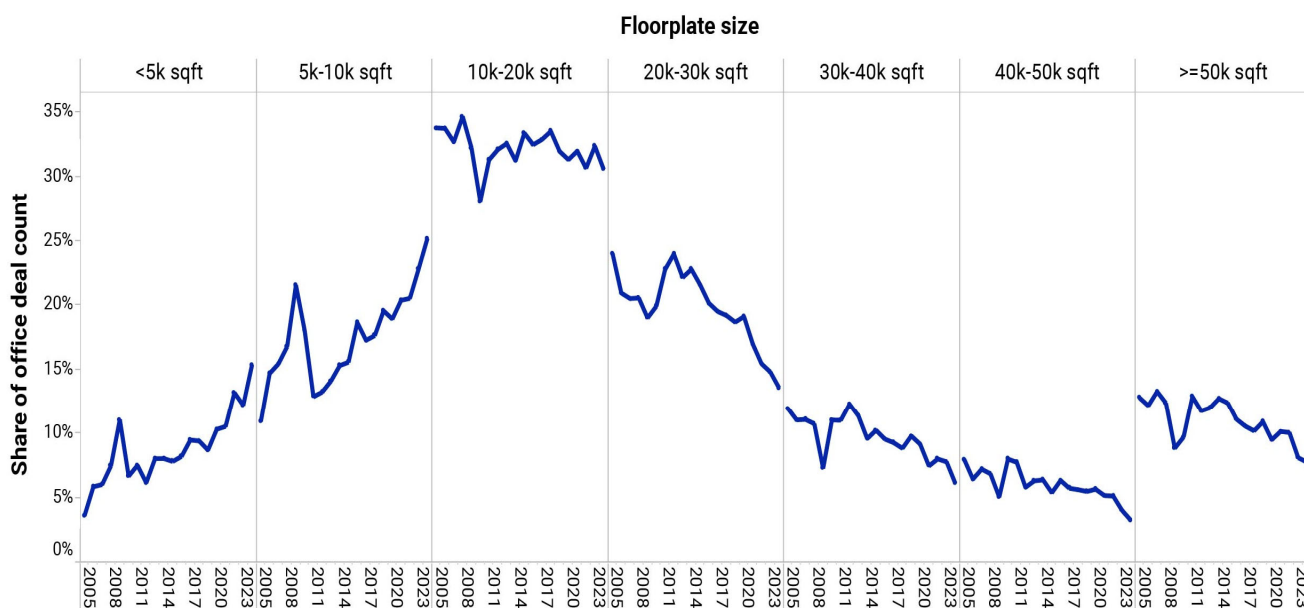
台北 · 香港 · 上海

群益投顧

12

美國小商辦需求上升，大面積需求下滑

- 自次貸危機以來，美國因面積較小而導致的辦公大樓交易比例穩步上升，而且自疫情爆發以來，這一趨勢有所加速。其中面積小於 10,000 平方英尺的辦公室交易非常活絡。但面積較大(如A級商辦大樓)需求一直下滑。



資料來源：MSCI，群益投顧彙整

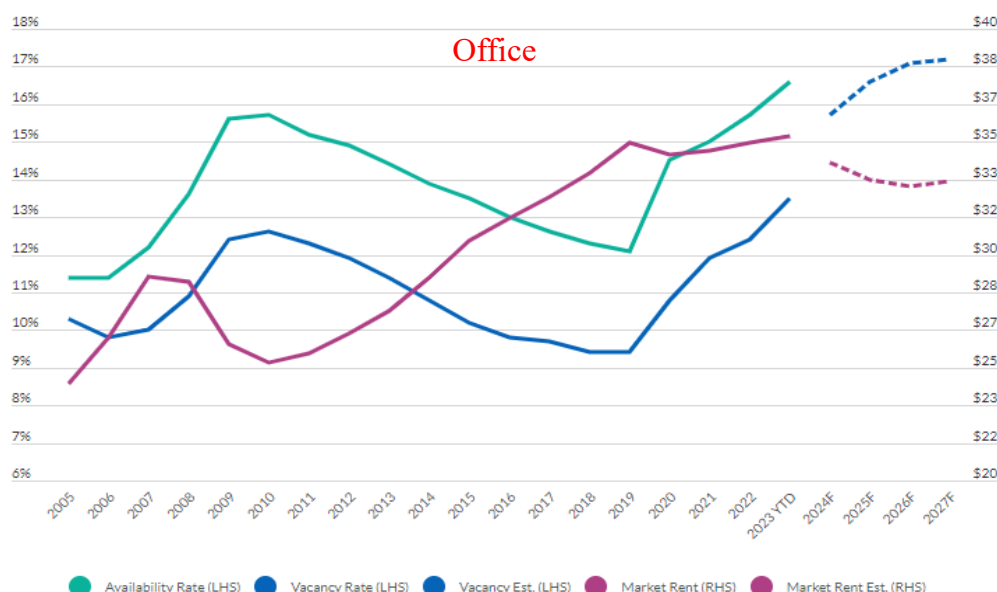
群益投顧

13

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

未來美國辦公室仍面臨空置率升高，租金下跌

- 由於疫情過後，辦公室生活形態改變和高利率或導致到期違約增加，辦公大樓物業將主導惡化。預計零售、旅館、多戶住宅和工業物業受到疫情解封，經濟具強韌，影響程度較輕微。



資料來源：Fitch Ratings, Costar Group, Inc.，群益投顧彙整

群益投顧

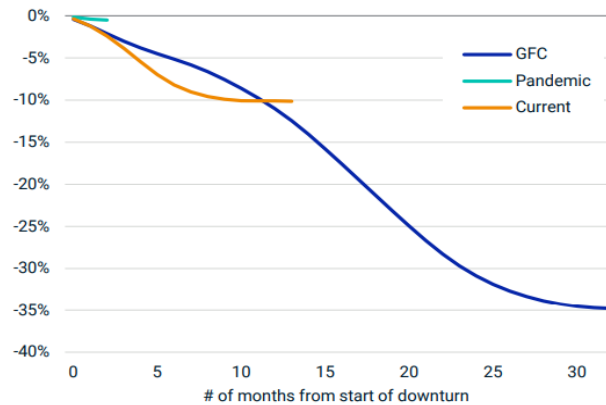
14

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

美國商業不動產價格似有觸底跡象

- 相對於次貸危機，全國All Property指數花了33個月的時間才跌至谷底並開始再次攀升。當前房地產價格在經歷了14個月的低迷之後，房地產價格的下跌速度似乎正在減弱，我們認為應該是預計零售、旅館、多戶住宅和工業物業受到疫情解封，經濟具韌性，影響程度較輕微，預期未來聯準會降息、AI需求帶動工業復甦，支撐整體商業不動產走勢。

Peak-to-Trough Price Declines



Periods of declines: GFC – Sept. 2007 to May 2010; pandemic – April-June 2020; current – Aug. 2022 ongoing.

資料來源：MSCI，群益投顧彙整

群益投顧

15

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國金融體系風險

群益投顧

16

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

- 03/10/2023美國矽谷銀行(Valley Bank, SVB) 無預警倒閉，成為自2008年全球金融危機以來，美國最大宗銀行倒閉事件。
- 03/12/2023在矽谷銀行倒閉兩天後，美國財政部、美國聯邦儲備委員會和美國聯邦儲蓄保險公司發布聯合聲明，以系統性風險為由，宣布關閉標誌銀行(Signature Bank)。
- 美國心臟地帶三州銀行(Heartland Tri-State Bank)也因資不抵債，07/28/2023被堪薩斯州銀行監管機構勒令關閉，成為2023年美國第5家倒閉的銀行。
- **01/2024美國紐約社區銀行再度敲響警鐘**，公佈意外的季度虧損並削減股東股息。美國紐約社區銀行(New York Community Bank, NYCB)在提交給美國證券交易委員會(SEC)的文件中自爆，該行貸款審查流程存在問題並減記24億美元商譽，同時修正2023年第四季虧損至27.1億美元，虧損較1月底公布的2.52億美元擴大超過10倍。此外，CEO坎傑米也離職，引發市場恐慌性賣壓，股價暴跌。
- 在矽谷銀行和第一共和銀行破產倒閉即將屆滿一週年之際，紐約社區銀行動盪，引起市場對矽谷銀行危機重演的擔憂。

資料來源：各媒體新聞，群益投顧彙整

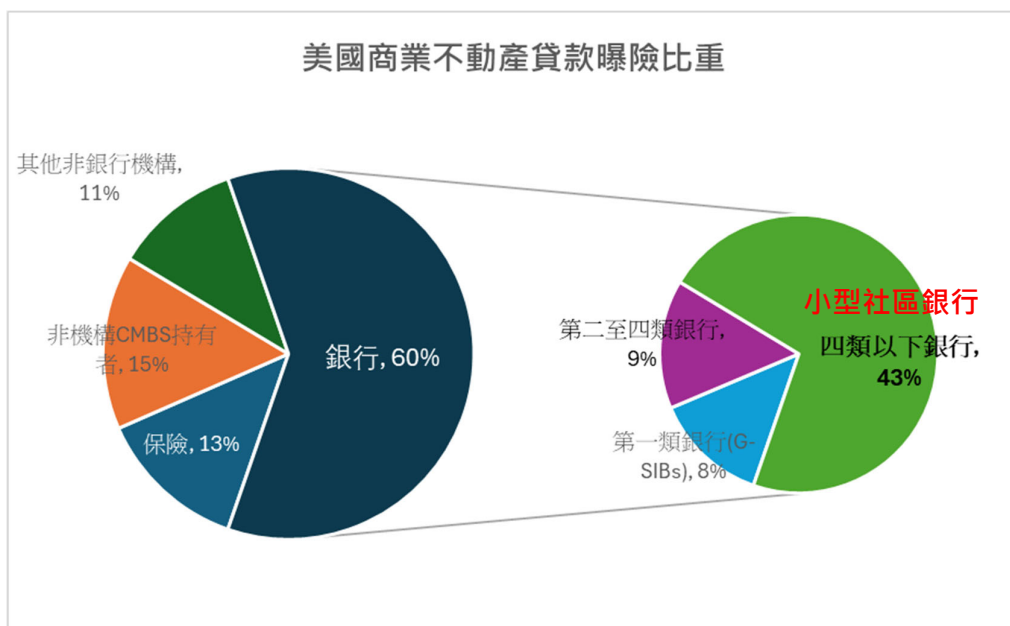
群益投顧

17

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國商業不動產貸款曝險比重

- 在美國商業不動產貸款中，曝險比重最高的是銀行，約佔六成。
- 銀行曝險部位當中，小型銀行曝險部位約佔CRE貸款比重的43%，佔整體銀行的七成。



資料來源：Fed，財經M平方，群益投顧彙整

群益投顧

18

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

那些社區銀行CRE曝險部位較高

Bank	Assets	CRE concentration ratio
New York Community Bancorp's (NYCB.N) subsidiary, Flagstar Bank	\$116.3 bln	477%
Valley National Bancorp (VLY.O)	\$61.18 bln	472%
Columbia Banking Systems' (COLB.O) Umpqua Bank	\$52.17 bln	323%
Bank OZK (OZK.O)	\$34.24 bln	345%
City National Bank of Florida	\$26.14 bln	310%
BCI Financial Group	\$26.05 bln	309%
WaFd (WAFD.O) subsidiary, Washington Federal Bank	\$22.64 bln	371%
Axos Financial (AX.N)	\$20.83 bln	356%
Pacific Premier Bancorp (PPBI.O)	\$20.28 bln	312%
Independent Bank Corp	\$19.37 bln	302%

資料來源：Reuters，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

19

那些社區銀行CRE曝險部位較高

Company / Ticker	Recent Price	12-Month Change	Total Assets (billion)	CRE/Capital > 300%	CRE growth > 50% in 36 mos.	C&D/Capital > 100%
Valley National Bancorp / VLY	\$8.22	-29.4%	\$61	472.7%	81.0%	63.7%
Columbia Banking System / COLB	\$17.91	-40.6%	\$52	317.3%	75.5%	55.7%
Bank OZK / OZK	\$43.60	-5.4%	\$34	399.3%	41.6%	237.4%
Simmons First National / SFNC	\$19.07	-14.8%	\$27	282.4%	43.5%	108.8%
WaFd / WAFD	\$27.29	-23.0%	\$23	366.2%	64.9%	101.3%
Axos Financial / AX	\$53.00	11.3%	\$21	364.0%	78.8%	127.8%
Independent Bank / INDB	\$52.37	-34.8%	\$19	318.2%	93.8%	41.5%
Merchants Bancorp / MBIN	\$41.79	39.1%	\$17	454.1%	174.4%	78.6%
ServisFirst Bancshares / SFBS	\$62.44	-15.9%	\$16	309.1%	97.3%	89.9%
Dime Community Bancshares / DCOM	\$18.39	-39.7%	\$14	549.8%	263.7%	12.0%
INDUSTRY MEDIAN				126.5%	41.5%	30.1%

資料來源：Barron，群益投顧彙整

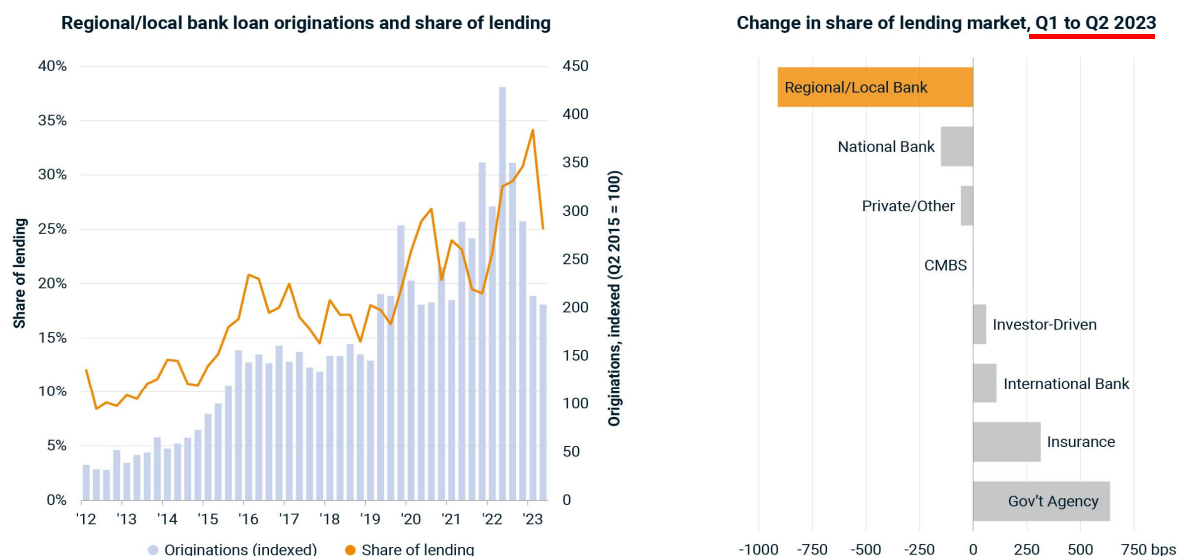
Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

20

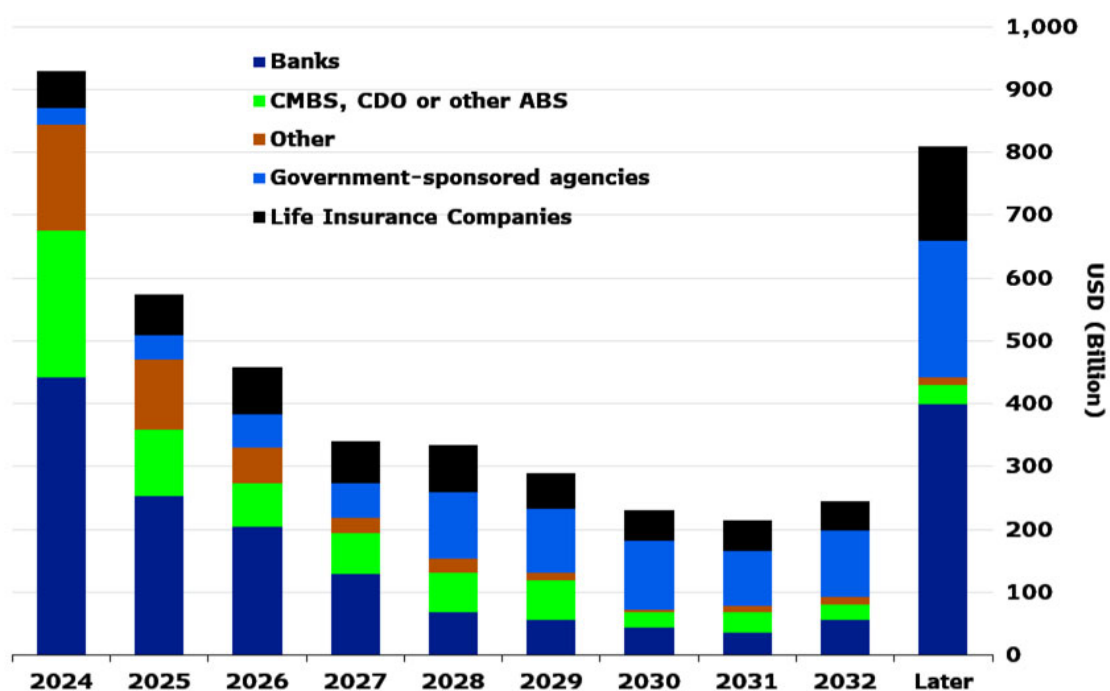
美國地區銀行減少商業不動產貸款

- 2023 年初，矽谷銀行、Signature Bank 和 First Republic 的倒閉給其他地區/本地銀行的貸款行為蒙上了一層陰影。根據 MSCI 抵押債務情報，2023 年第二季小型銀行發放的商業抵押貸款年減 53%。



資料來源：MSCI，群益投顧彙整

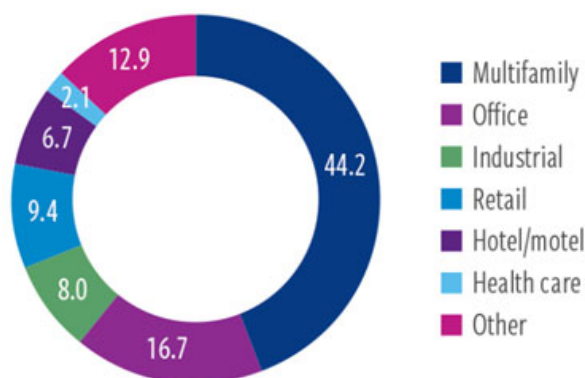
商業不動產 約9,290億美元於2024年到期



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

辦公室佔商業不動產貸款16.7%

- 在美國商業不動產貸款中，16.7%屬於辦公室貸款，為目前風險較高的物業，因為空置率高+辦公室價格大幅下跌。
- 多戶出租公寓、工業與零售分別佔CRE的44.2%、8%與9.4%。三種物業總共佔CRE的六成，由於空置率較低，同時，物業價格下跌幅度相對有限，預期違約的可能性較低。



資料來源：Cohen & Steers，群益投顧彙整

群益投顧

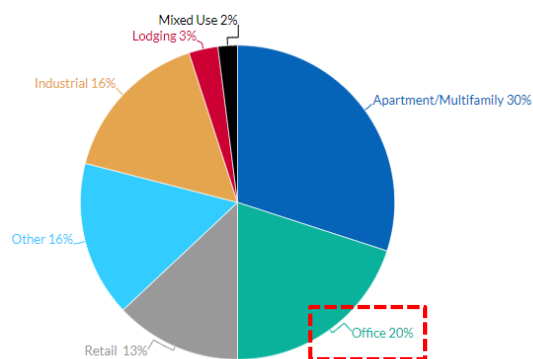
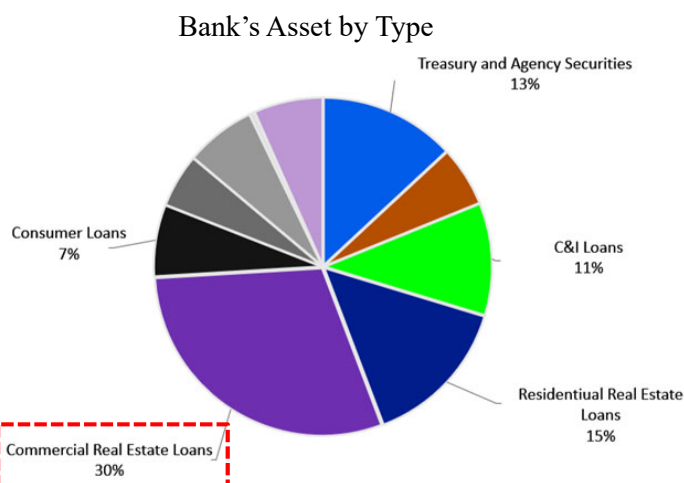
23

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

辦公室貸款佔銀行資產與壽險CRE比重低，不至造成流動性風險

U.S. Life Insurer Commercial Mortgages by Type

Largest Exposures Include Multifamily, Office and Industrial at YE 2022



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

群益投顧

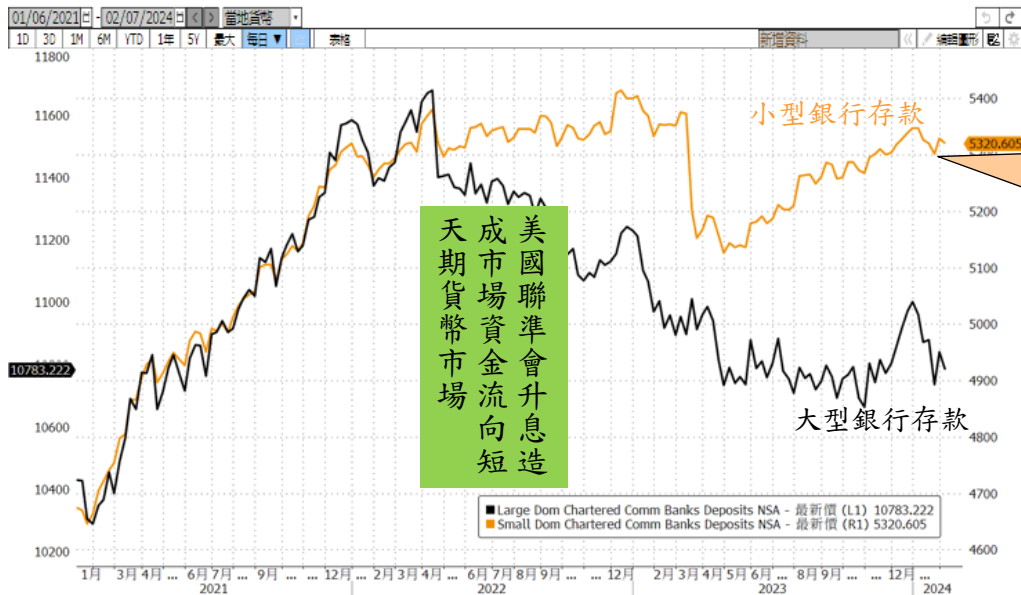
24

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

銀行存款已見回流、流動性回升

- 過去，大中小型銀行個別來看，一樣面臨存款流失，主要在於Fed激進升息，導致部分存戶將資金流向貨幣市場或債市，但是央行救市與銀行吸收存款，銀行存款已見回流、流動性回升，增強銀行韌性。

單位：十億美元



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

群益投顧

25

美國銀行CDS處於相對穩定的低位

- 歷經1Q23五家銀行破產、被合併，3Q23多家銀行被降等，CDS都一度衝高，但地區銀行存款回流，銀行獲利回穩，多家銀行被調升評等。



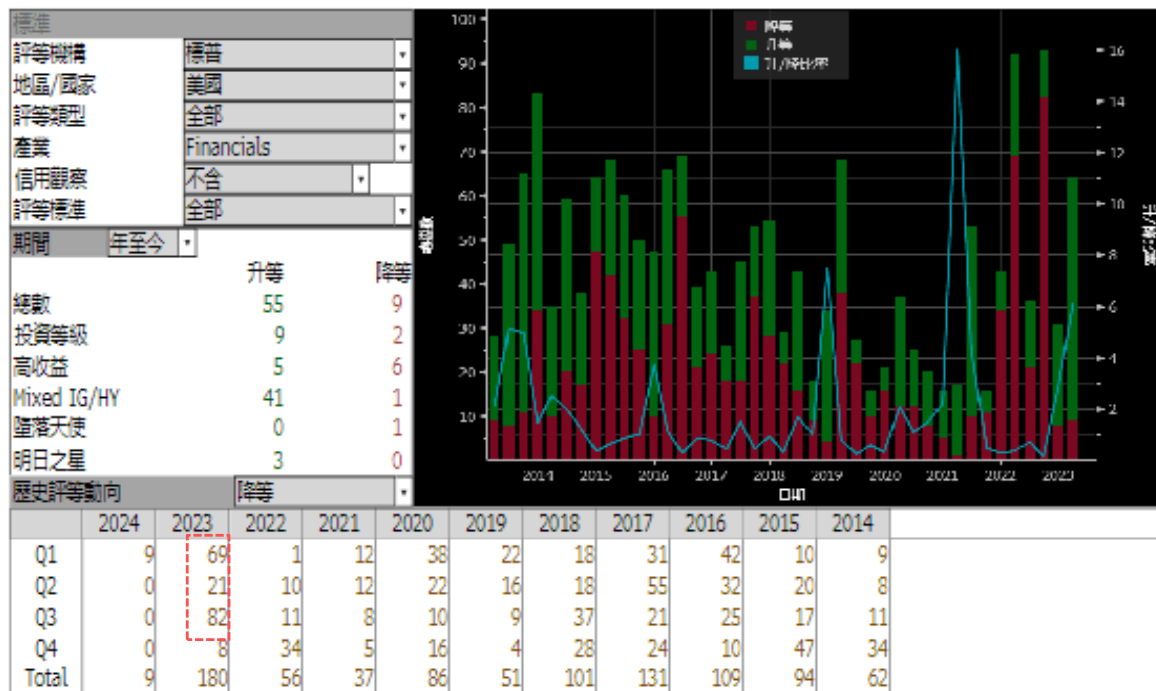
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北 · 香港 · 上海

群益投顧

26

2023年180家美國銀行被降評



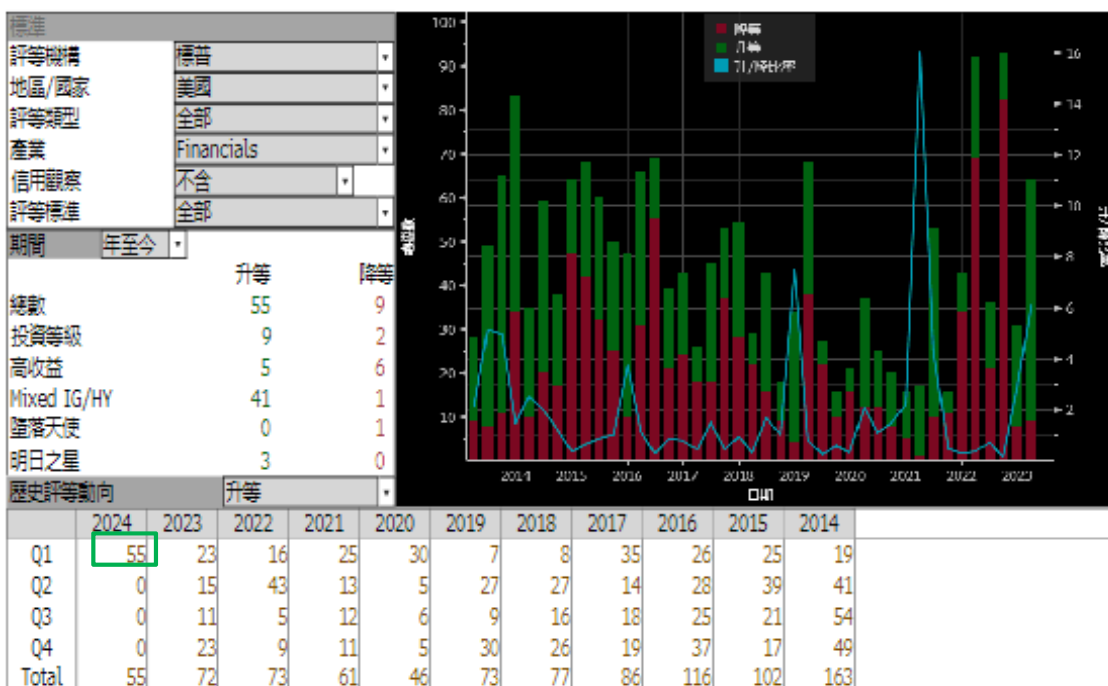
資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

27

1Q24共有55家美國銀行被調升評等



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

群益投顧

28

美國聯準會救地區銀行措施與監管

- 美聯儲創建了銀行期限資金計劃(BTFP)，這是一個緊急貸款計劃，向承諾以美國國債、機構債和抵押貸款支持證券等符合資格的資產作為抵押品的銀行、儲蓄協會、信用社和其他符合資格的存款機構提供長達一年的貸款。
- 美聯儲內部討論實施更嚴格的資本儲備和流動性要求，以面向其資產負債表上擁有1,000億美元至2,500億美元資產的銀行。
- 聯準會負責監管的副主席巴爾表示，美國監管機構正「密切關注」商業房地產貸款的風險，並在銀行面臨新的財務壓力之際，加大了對銀行監管評級的下調度，因此，針對銀行加強監督管理。

資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

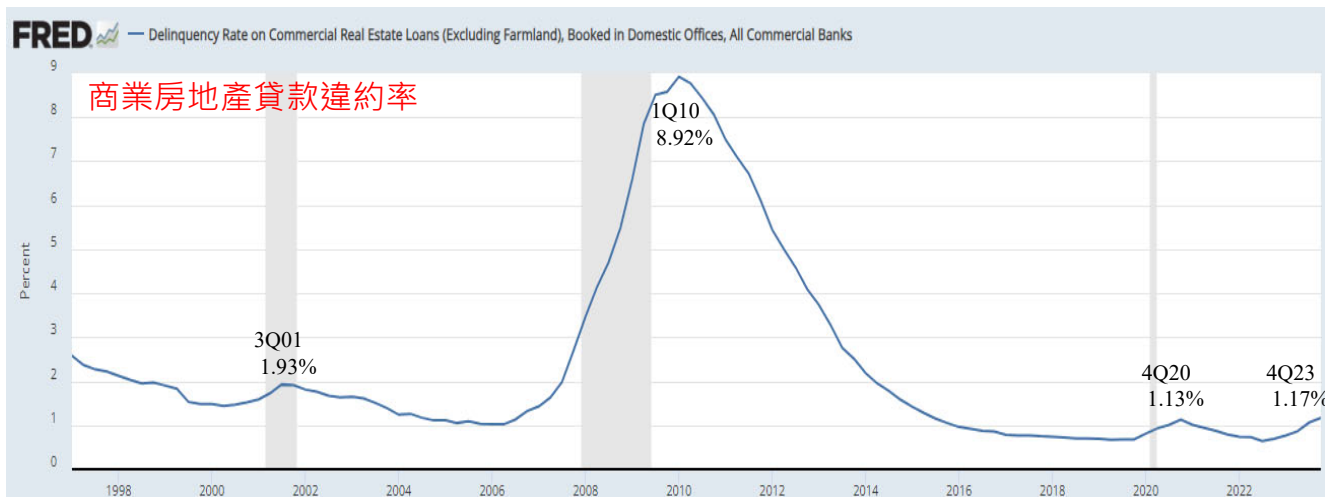
群益投顧

29

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國商業房地產違約仍處低水位

- 儘管近期商業不動產惡化情況有多嚴重，一直干擾市場情緒。
- 但是從Fed數據中發現，所有商業銀行國內辦事處登記的商業房地產貸款(不包括農地)的違約率仍處於相對低的水位，暗示儘管辦公室空置率高，但所帶來的風險並不如預期高(若多數仍正常繳款)。
- 或許美國紐約社區分行可能是單一銀行大幅踩雷的幾個個案之一。



資料來源：FRED，群益投顧彙整

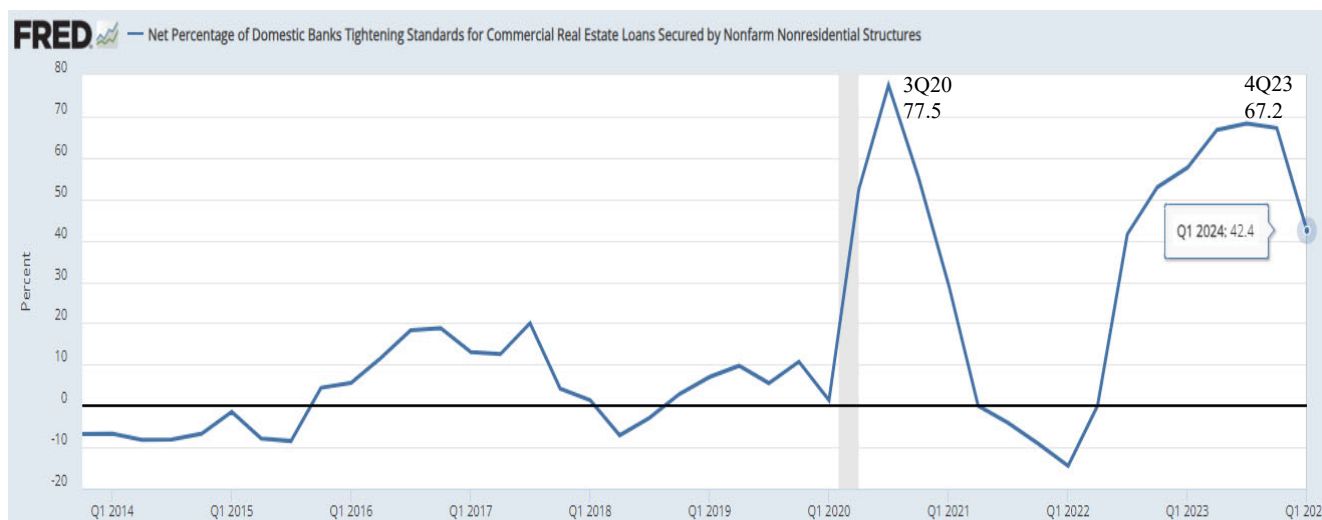
群益投顧

30

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

銀行對商業不動產授信緊縮有所緩解

- 過去銀行擔心商業不動產的風險，對商業不動產的授信有所緊縮。
- 但4Q24由於小型銀行的存款回流，債券庫存跌價損失減少，尤其是美國經濟具有韌性，不管在工業與零售方面仍有較佳的表現，使得銀行對商業不動產授信緊縮有所緩解。



資料來源：FED，群益投顧彙整

美國經濟承受性

CRE規模小，對金融市場的影響較低

- 美國商業不動產的資產規模佔比約14%，對金融市場的影響力較低。

Table 1.1. Size of selected asset markets

Item	Outstanding (billions of dollars)	Growth, 2022:Q2-2023:Q2 (percent)	Average annual growth, 1997-2023:Q2 (percent)
Residential real estate	56,301 (32.7%)	-1.2	6.4
Equities	53,457 (31.0%)	15.0	8.2
Treasury securities	24,772 (14.4%)	6.5	8.4
Commercial real estate	24,003 (13.9%)	2.5	6.4
Investment-grade corporate bonds	7,369	5.3	8.0
Farmland	3,288	8.1	5.7
High-yield and unrated corporate bonds	1,667	-6.0	6.4
Leveraged loans ¹	1,394	-1.5	13.0
Price growth (real)			
Commercial real estate ²		-3.9	3.3
Residential real estate ³		-1.3	2.7

資料來源：FED，群益投顧彙整

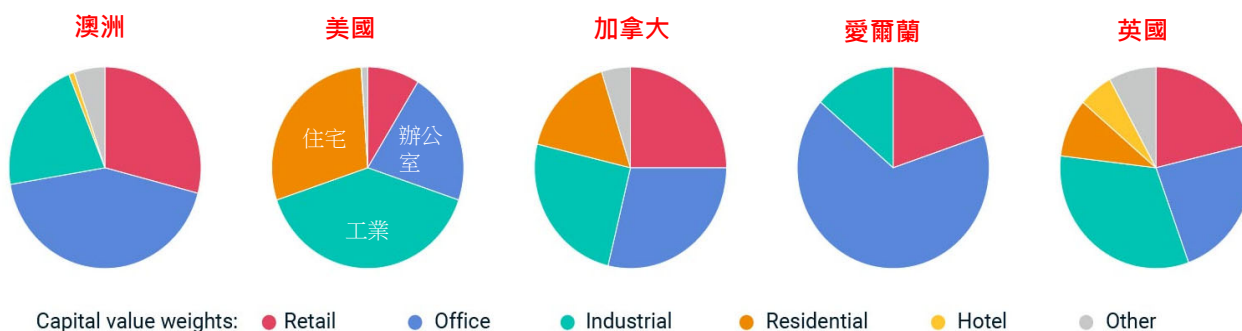
群益投顧

33

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國商業不動產資本價值權重 以工業、住宅為主(約60%)

- 美國商業不動產資本價值權重以工業、多戶出租住宅為主(約60%)，由於空置率較低，評估風險較小。
- 辦公室空置率儘管高達近兩成，但至少有成八以上的出租率，而且違約率仍處於較低的水平，暗示貸戶仍有財力正常繳款。



- 截至2023年第三季的資本價值權重。資料來源：MSCI 英國季度房地產指數、MSCI/SCSI 愛爾蘭季度房地產指數、MSCI/REALPAC 加拿大年度房地產指數（未凍結）公佈季度、MSCI 美國季度房地產指數（未凍結）、英國房地產委員會澳洲/MSCI 澳洲年度房地產指數（解凍）每季發布

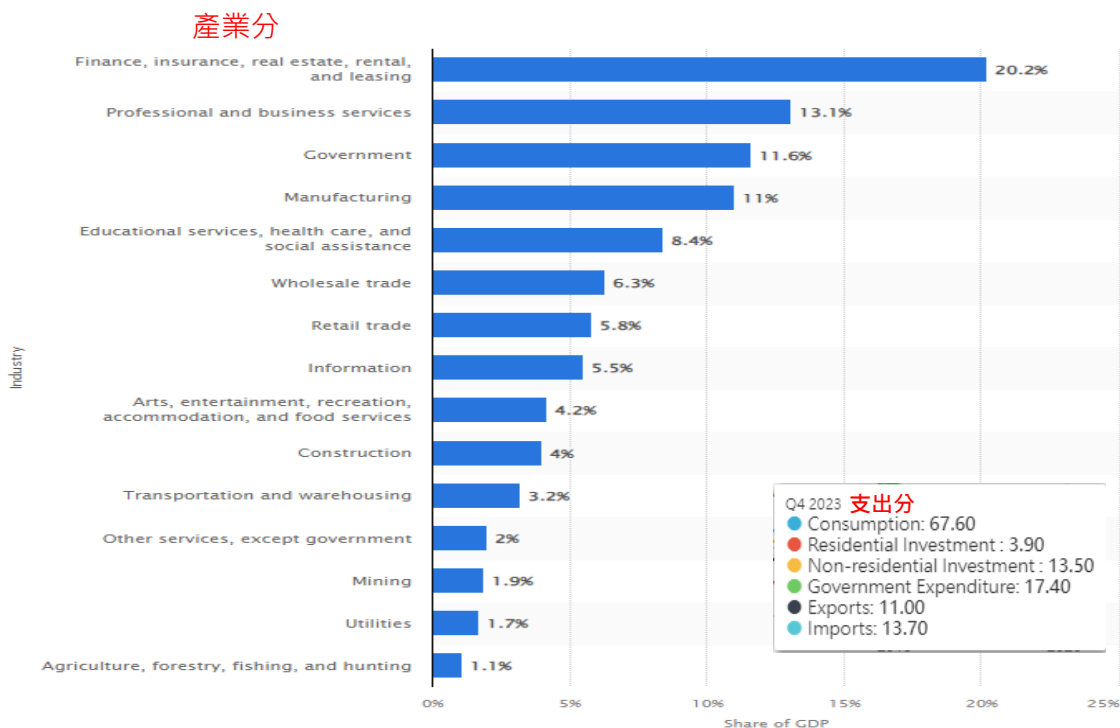
資料來源：MSCI，群益投顧彙整

群益投顧

34

Capital Care 群益關心您
台北・香港・上海

美國GDP結構



資料來源：Bloomberg，Statista，群益投顧彙整

投資評等及免責聲明

投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。