



美國商用不動產 現況剖析

財富管理部 投研團隊
2024年04月09日

美國商用不動產現況 -以辦公室為例

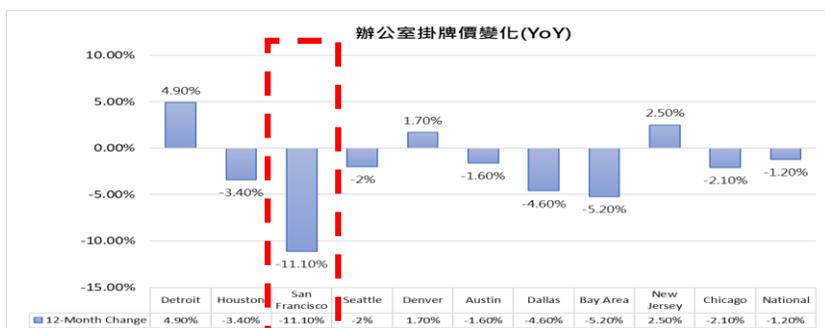
美國辦公室空置率高 降價銷售更加普遍

- 由於疫情改變傳統辦公室工作模式，且科技業自2022年底起大規模且持續裁員，壓抑辦公室需求，推升商用辦公室空置率，導致商用辦公室價值持續下跌。
- 根據CommercialEdge的National Office Report，截至今年2月，美國辦公室空置率17.9%，年增幅1.4%，平均租金掛牌價USD37.83/平方英尺，年減1.2%。
- 以科技業為中心的大都會辦公室空置率增幅較為顯著，截至今年2月，西雅圖辦公室空置率22.5%，年增率4.3%，租金掛牌價USD37.87/平方英尺，年減2%。
- 儘管人工智慧(AI)持續成長，惟美西辦公室空置率最高的城市為舊金山高達24%，在全美國排名第三，僅次於排名第一的底特律31.3%，及第二名的休士頓24.4%。

美國多數都會地區辦公室空置率較去年上升

Market	Feb-24 Listing Rate	12-Month Change	Total Vacancy	12-Month Change
Detroit	\$22.39	4.90%	31.30%	1,080 bps
Houston	\$29.46	-3.40%	24.40%	-30 bps
San Francisco	\$59.81	-11.10%	24.00%	480 bps
Seattle	\$37.87	-2.00%	22.50%	430 bps
Denver	\$30.58	1.70%	22.10%	450 bps
Austin	\$40.33	-1.60%	22.10%	170 bps
Dallas	\$27.62	-4.60%	21.10%	430 bps
Bay Area	\$54.12	-5.20%	20.80%	320 bps
New Jersey	\$34.47	2.50%	18.70%	170 bps
Chicago	\$27.62	-2.10%	18.00%	-120 bps
National	\$37.83	-1.20%	17.90%	140 bps

美國舊金山辦公室租金掛牌價年跌幅達11.1%



資料來源:CommercialEdge National Office Report(2024年3月)，資料截至2024年2月
圖片來源:華南商業銀行財富管理部繪製



Highlight

由於需求持續疲弱，推升辦公室空置率，使得辦公室降價銷售變得更加普遍，售價遠低於過去估值，反映辦公室空間價值的重新調整。

截至今年2月，美國辦公室空置率達17.9%，年增幅1.4%，平均租金掛牌價USD37.83 / 平方英尺，年減1.2%。

商用不動產逾期率攀升 債務現隱憂

美國商用不動產(CRE)逾期率持續攀升

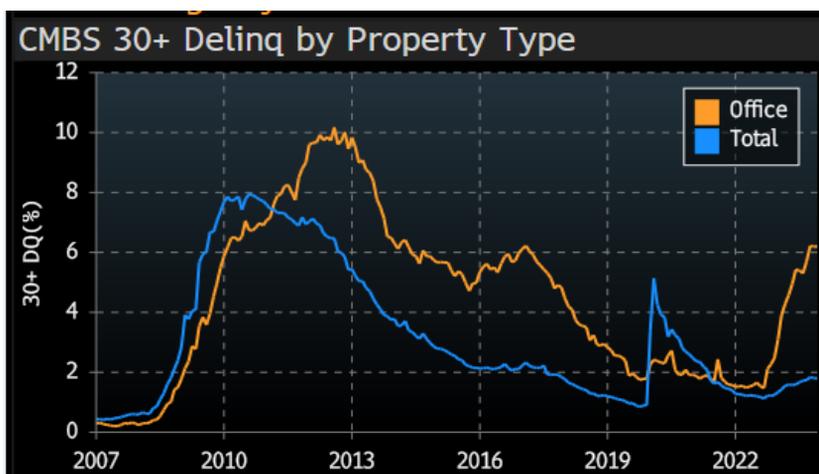
- 根據抵押貸款銀行家協會(MBA)之調查，高達9,290億美元的商業不動產抵押貸款將於今年到期，佔抵押貸款總額約兩成，與去年相比增加28%。
- 商用不動產價值持續下跌、企業營運現金流大幅減少，再加上高利率環境提高借貸成本，使償債壓力增加，根據Fed數據，美國商業銀行之CRE貸款逾期率攀升中。
- 惠譽於2023年12月預估2024年美國CMBS(商業不動產抵押貸款支持證券)逾期率將自2023年11月的2.25%上升至4.50%，在2025年將持續上升至4.90%。
- 根據穆迪分析公司(Moody's Analytics)數據，今年1月美國CMBS的逾期率自去年12月的4.91%維持上升趨勢至5.07%。
- CMBS發生違約時，貸款管理責任將移轉至特別服務機構，以協助貸款者還款，根據CRED iQ 統計，CMBS移轉至特別服務機構之比率亦呈現增加趨勢。



Highlight

今年將有近一兆美元的商業不動產抵押貸款將到期，根據多間信評機構分析，逾期率將持續攀升。

彭博統計商辦型CMBS逾期率持續攀升

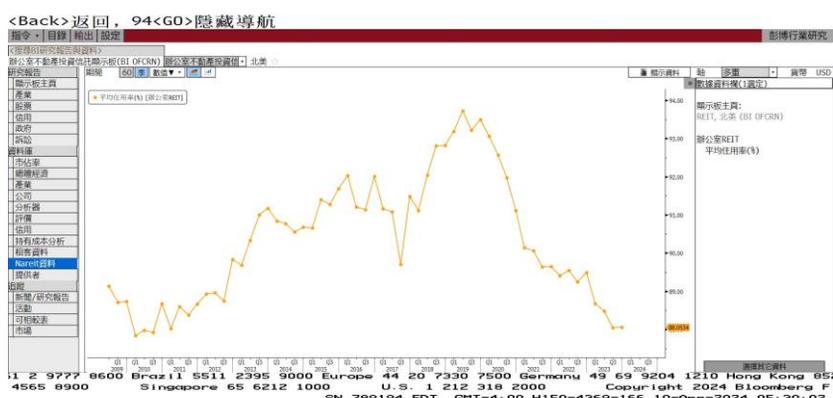


資料來源：惠譽、穆迪、KBRA、FRED、MBA、CRED iQ、彭博 華南銀行財富管理部彙整

商用不動產空置率無解 市價可能仍高估

美國商用不動產利用率下滑趨勢無起色

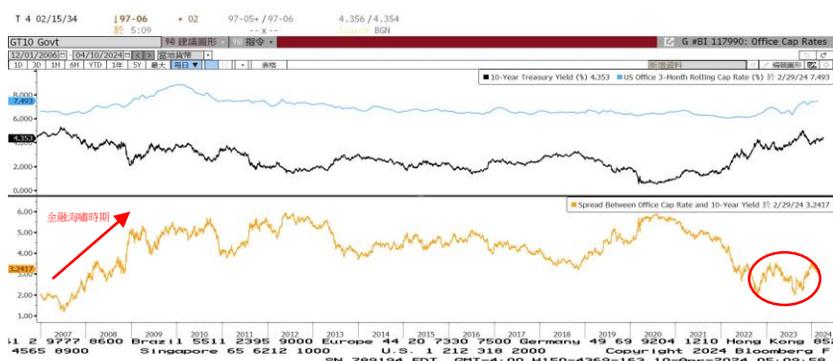
- 根據彭博行業研究數據，美國商用不動產投資信託之平均利用率自2019年後持續下滑，目前雖然降幅趨緩，但尚無明顯改善跡象，未來仍有下滑可能。



美國商用不動產空置率居高不下，帶來評價壓力，目前價格尚未完全反應風險，若未來價格急遽下滑，將可能帶來金融衝擊。

美國辦公室資本化率與公債利差持續擴大

- 資本化率 (Cap Rate) 為實務上常用來衡量房地產估值的指標，基本算法為房地產租金收益除以市價，而資本化率與公債利率之間利差可視為風險貼水的訂價。
- 目前美國商用不動產的空置率仍無反轉跡象，市價尚未完全反映空置率下滑風險，未來存有一次性反應之可能，若價格急遽滑落將對金融市場造成衝擊。



資料來源：彭博、華南銀行財富管理部彙整

紐約社區銀行現況說明

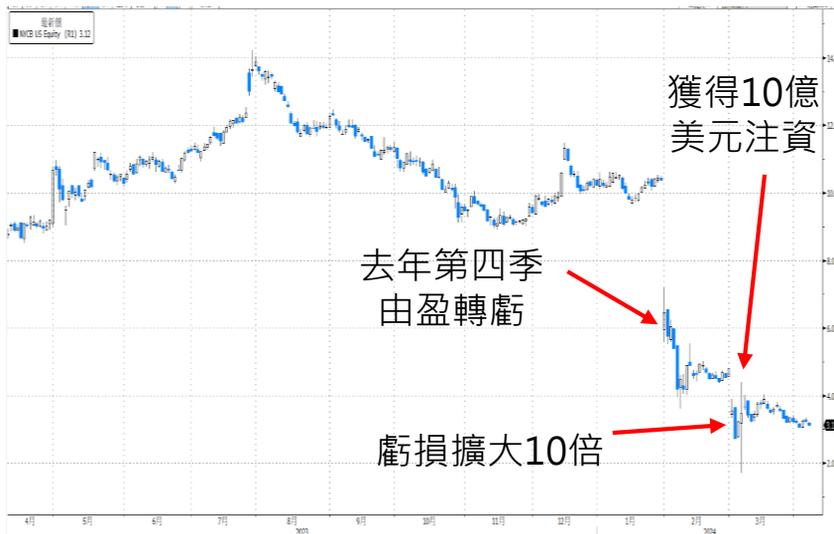
紐約社區銀行去年第四季出現大幅虧損

- 因商用不動產壞帳大幅增加，紐約社區銀行去年第四季由前年同期的獲利1.72億美元轉為虧損2.52億美元，遠低於預估的獲利1.89億美元，並將股利從17美分縮減至5美分。
- 紐約社區銀行2/29提交給SEC報告顯示，因貸款審查流程存在問題而減記24億美元商譽，故將去年第四季虧損修正擴大10倍至27.1億美元。
- 由前財長梅努欽帶領的多家資產管理機構宣布將共同出資10億美元投資紐約社區銀行，讓其股價暫時止穩不再繼續大幅下挫。



紐約社區銀行因商用不動產壞帳大幅增加轉盈為虧，後續更爆出因商譽減記虧損擴大10倍，導致股價呈現大幅崩跌，隨後在專業投資人注資下股價才回穩。

紐約社區銀行股價因財報暴雷而崩跌



資料來源：Bloomberg、華南商業銀行財富管理部彙整
備註：上述企業僅供範例說明，亦不構成任何投資產品之要約招攬或建議。

商用不動產困境對金融市場的衝擊

商用不動產未來可能走向之情境分析

情境一:商用不動產情況改善

- 官方出手拯救穩定金融:目前主要影響範圍在專門放貸給商業不動產的地區性銀行，若金融貸款壞帳波及至大型銀行，Fed有可能降息挹注流動性並穩定金融體系。
- 提高準備金強化防禦力:FDIC預估現在每1美元商業不動產貸款，美銀行僅有1.4美元準備金應對，創7年來最低。若銀行提高貸款損失準備金，可強化防禦力。
- 債務獲展延:美國政府統計，今年將有9,290億美元商業不動產抵押貸款到期，明年仍有5,600億美元貸款到期，若借款人順利取得再融資或展延，可緩解違約風險。

情境二:商用不動產情況持平

- 困境未持續惡化:商業不動產債務問題雖在，但並未惡化，地區性銀行可透過存、貸款利差，以及自有資金實現投資獲利，讓虧損獲得控制，逐漸渡過危機。

情境三:商用不動產情況惡化

- 遠距工作存在，商辦空租不利價格回升:史丹佛大學居家辦公(WFH)研究小組統計目前美國近3成工作屬遠距模式，不少辦公室閒置，商辦價格回升恐遙遙無期。
- 高利率讓地區性銀行缺乏流動性:利率持續維持在高檔，借款人還款能力持續弱化，地區性中小型銀行缺乏流動性而破產。
- 中國持續拋售美不動產:由於資本管制及房產危機，中國人近4年拋售317億美元的美國商業不動產，是同期購入額15倍，中國金融問題恐拖累美商業不動產前景。

資料來源：商業週刊、鉅亨網、聯合新聞網、華南銀行彙整



Highlight

情境一:官方穩定金融與銀行提高準備金，商用不動產情況獲得改善。

情境二:商動困境未惡化，地區性銀行逐漸渡過危機。

情境三:商辦閒置、高利率讓地區性銀行缺乏流動性，以及中國持續拋售美不動產，商用不動產情況惡化，體質不佳金融機構恐有倒閉風險。

矽谷銀行倒閉事件vs紐約社區銀行危機之比較分析-1



		美國矽谷銀行事件	紐約社區銀行危機
背景	相同處	聯準會為抑制通膨，自 2022 年 3 月起連續調升聯邦基準利率，美國 10 年期與 2 年期公債殖利率出現倒掛。	
	不同處	美國通膨壓力大，Fed 加速升息政策持續進行中。	美國通膨壓力趨緩，雖 Fed 自去年 7 月以來未再升息，但聯邦基準利率仍維持在 5.0~5.25% 的高檔。
危機產生原因		將存戶短期的存款移轉購買長天期的美國政府公債，投資決策錯誤產生嚴重未實現損失，且投資比例約佔了銀行存款的 67%。	新冠疫情爆發，增加遠距辦公情況，美國辦公室空置率竄升，商業地產需求萎靡，以辦公室為代表的商業地產價值明顯下跌。
		市場傳出矽谷銀行面臨投資龐大未實現損失，引發擠兌潮，矽谷銀行被迫賣出債券又產生已實現虧損。	聯準會激進升息使得利率成本加重，美國商業房地產市場面臨巨大壓力。
		矽谷銀行超過 90% 的存款沒有聯邦存款保險公司(FDIC)的擔保，該擔保涵蓋至少 25 萬美元的存款帳戶。	今年將有高達約 9,290 億美元的商業不動產抵押貸款將到期，約有 7 成貸款屬於地方銀行。
官方動作		去年 3/10，美國監管機構關閉矽谷銀行，並由美國聯邦存款保險公司接管銀行存款。	美國金融穩定監督委員會(FSOC)去年 12/14 發布年度報告，將商業房地產列為美國經濟所面臨的第一大金融風險。
		美國財政部、聯準會、聯邦存款保險公司去年 3/12 聯合宣布針對矽谷銀行倒閉事件，存戶可領取所有存款。	美國財政部長葉倫於今年 2/6 表示，雖然商業房地產所導致的虧損令人擔憂，但相信在監管機構的幫助下，情況可以獲得控制。
		去年 3/26 第一公民銀行收購了矽谷銀行。	
影響		矽谷銀行(SVB)和 Signature 銀行於 2023 年 3 月破產，第一共和銀行於 5 月破產。	隨着美國商業地產價值下滑，風險日益凸顯，違約增加和相關減記已經波及到一些地區性銀行。
		這三家銀行的倒閉讓人們開始關注在聯準會大幅升息以控制通膨飆升之際，銀行如何管理資產和流動性風險。	近期爆雷的紐約社區銀行就是最典型的例子。此外，一家房地產投資信託公司 KKR 及商業抵押擔保證券(CMBS)的持有者也受到衝擊。

美國矽谷銀行及紐約社區銀行的暴雷，皆導源於Fed持續升息的利率政策。

此二暴雷事件，在背景、原因、官方動作及影響均有不同之處，整體而言，以美國地區性銀行受創較大。

資料來源：天下雜誌、鉅亨網、Bloomberg、華南商業銀行財管部彙整
備註：上述企業僅供範例說明，亦不構成任何投資產品之要約招攬或建議。

矽谷銀行倒閉事件vs紐約社區銀行危機之比較分析-2

矽谷銀行倒閉事件

- 由於新冠疫情爆發後的超寬鬆貨幣政策，矽谷銀行從600億美元的銀行，資金湧入快速攀升到2,100億美元，矽谷銀行必須要有投資的管道跟去處。
- 為了增加收益，移動了至少有1,000億美元去購買長天期的美國政府公債，存戶短期的存款，卻拿去做長天期的運用，投資決策的錯誤產生巨大未實現損失。
- 若美國政府沒破產，公債持有至到期日是不會賠錢的，但先決條件是不會因為需要現金或其他理由被迫變現，而美國矽谷銀行便是因為流動性出現問題而導致破產。

紐約社區銀行事件

- 抵押貸款銀行家協會(MBA)統計，美國商業和多戶房地產領域，有近20%的未償債務將在今年到期，規模高達9,290億美元，這些債務需要再融資或出售房產。
- 截至去年底，美國商業地產債務中有大約858億美元被認為是瀕臨風險的，違約增加和相關減記已經波及到一些地區性銀行，紐約社區銀行就是典型的例子。
- 隨着美國商業地產價值下滑，風險日益凸顯。惟聯準會今年6月以後有機會開始降息，美國大選前監管機構政策協助，可望讓美國商業房地產危機風險可控。

資料來源：抵押貸款銀行家協會(MBA)、鉅亨網、財管部彙整

備註:上述企業僅供範例說明，亦不構成任何投資產品之要約招攬或建議。



Highlight

一般而言，規模較小的地區性銀行較容易受到流動性及商業房地產市場低迷的影響。

矽谷銀行倒閉逾一年後，美國地區銀行仍面臨存款高成本和商辦貸款風險帶來的持續挑戰。



結論

- 美國商業抵押貸款今年約有9,290億美元到期，明年有5,600億美元到期，若借款人如期還款、到期債務順利再融資或取得展延，或CRE逾期率不致影響美國地區性銀行營運，則預期將不致引發金融危機。
- 倘若未來美國商用不動產空置率上升趨勢並未出現轉折向下，持續壓抑商用不動產價值走勢，輔以美國聯準會(Fed)為控制通膨仍維持高利率一段時間，恐進一步推升金融業的壞帳比率，中小型金融機構經營將最先受到影響，最嚴重的情況可能波及大型金融機構，預料美國政府為控制金融穩定將出手挽救金融危機，Fed有可能祭出緊急降息措施，挹注流動性並穩定金融體系。鑒於上述不確定性，美國商用不動產危機可能有擴大疑慮，投資人應留意相關金融商品投資風險。

Thank You

揭露事項與免責聲明

107年7月18日金管證投字第1070321780號

華南商業銀行股份有限公司

客戶服務專線:02 2181 0101| 免付費專線:0800 487 888(限市話)

地址:台北市信義區松仁路123號

本報告為華南商業銀行(下稱本行)提供之參考資料，並非針對特定投資人所為之投資建議，亦不涉及特定投資標的或商品之建議，本報告內容僅供參考用途。

本報告所載資料均來自或本諸本行相信可靠之來源，且為本報告出版當時之資訊，本行對其完整性、即時性和正確性均不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行並不負任何法律責任，本行亦無義務持續更新本報告之內容。報告內容如涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示，投資人如參考本報告進行相關投資或交易或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資之風險，並應自行承擔所有損益。本報告內容未經本行允許不得逕行抄錄、翻印或另作派發。