

日本不動産金融工学会公開セミナー 「日本の不動産金融の再生を考える」

日本の不動産金融市場の現状と今後の課題

2009年7月2日 新霞ヶ関ビル 灘尾ホール

モルガン・スタンレー証券株式会社
マネージングディレクター
クレジット・プロダクト本部 副本部長
早稲田大学 国際不動産研究所 客員教授

赤井 厚雄

目次

Section 1	サブプライム問題の影響を受けたわが国不動産市場
Section 2	わが国金融・資本市場にとって不動産市場とは？
Section 3	わが国不動産金融市場の抱える諸課題と求められる方向性
Appendix A	付録

本日のポイント

金融の観点から見た望ましい「不動産のあり方」

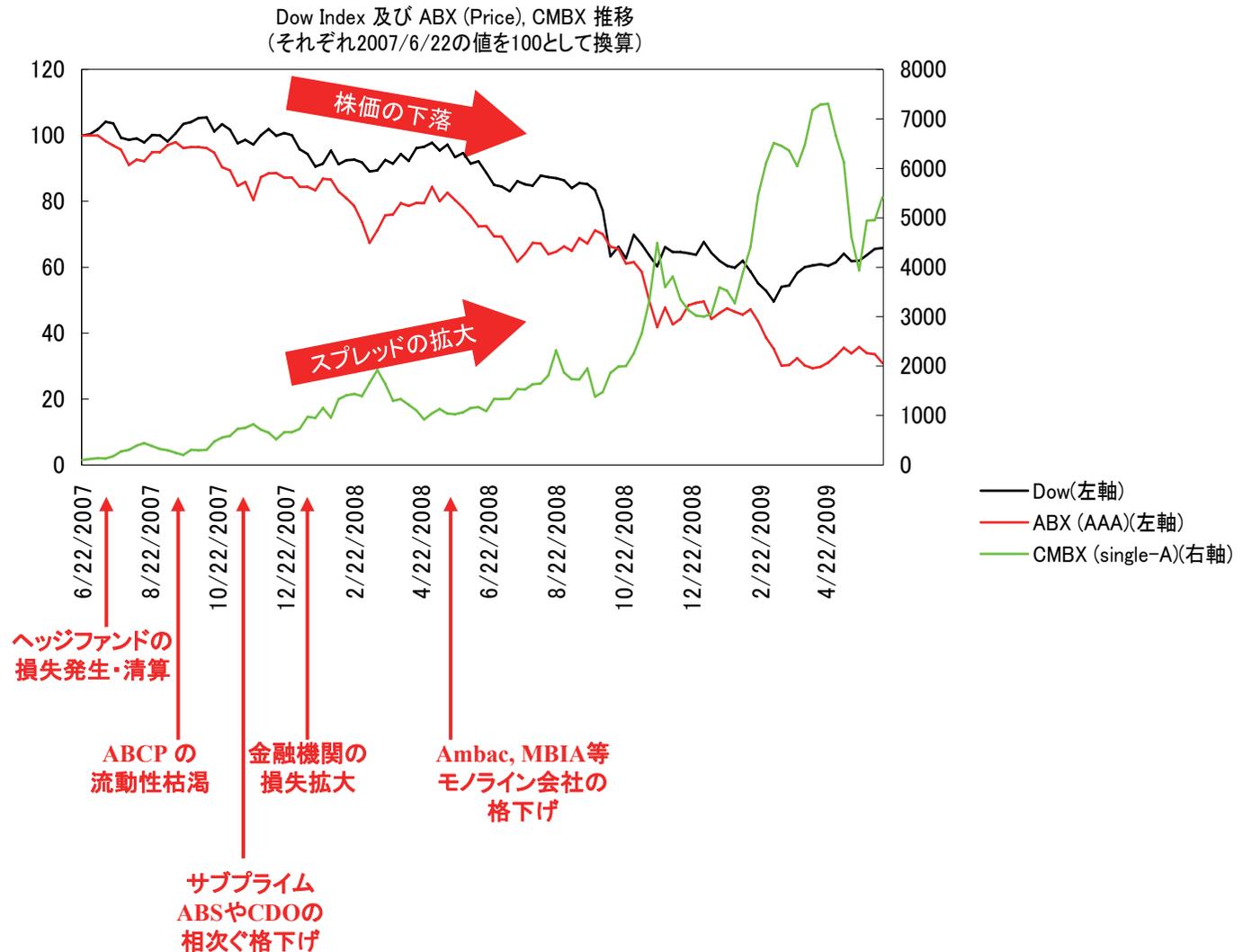
- サブプライム問題の影響を受けるわが国不動産市場
- 不動産はわが国の金融にとって大切な国内資源
- 不動産市場におけるわが国固有の課題の存在
- 不動産市場の活性化を国民生活の豊かさにつなげる
- そのために具体的に何をすべきか

Section 1

サブプライム問題の影響を受けたわが国不動産市場

国際的資金フローの大転換

- 従来のバリューストーリーと割安感に基づく欧米機関投資家の投資資金流入がストップ
 - 2007年7月以降のABX, CMBXなどのクレジットスプレッドの大幅な拡大および変動の急速な高まり
 - Dow等の主要株価インデックスの下落
- 中国・インドなどの成長経済への投資拡大
- レバレッジ資金返済目的で日本資産の換金売りが発生
- 海外資金依存のツケが回ってきたわが国投資市場

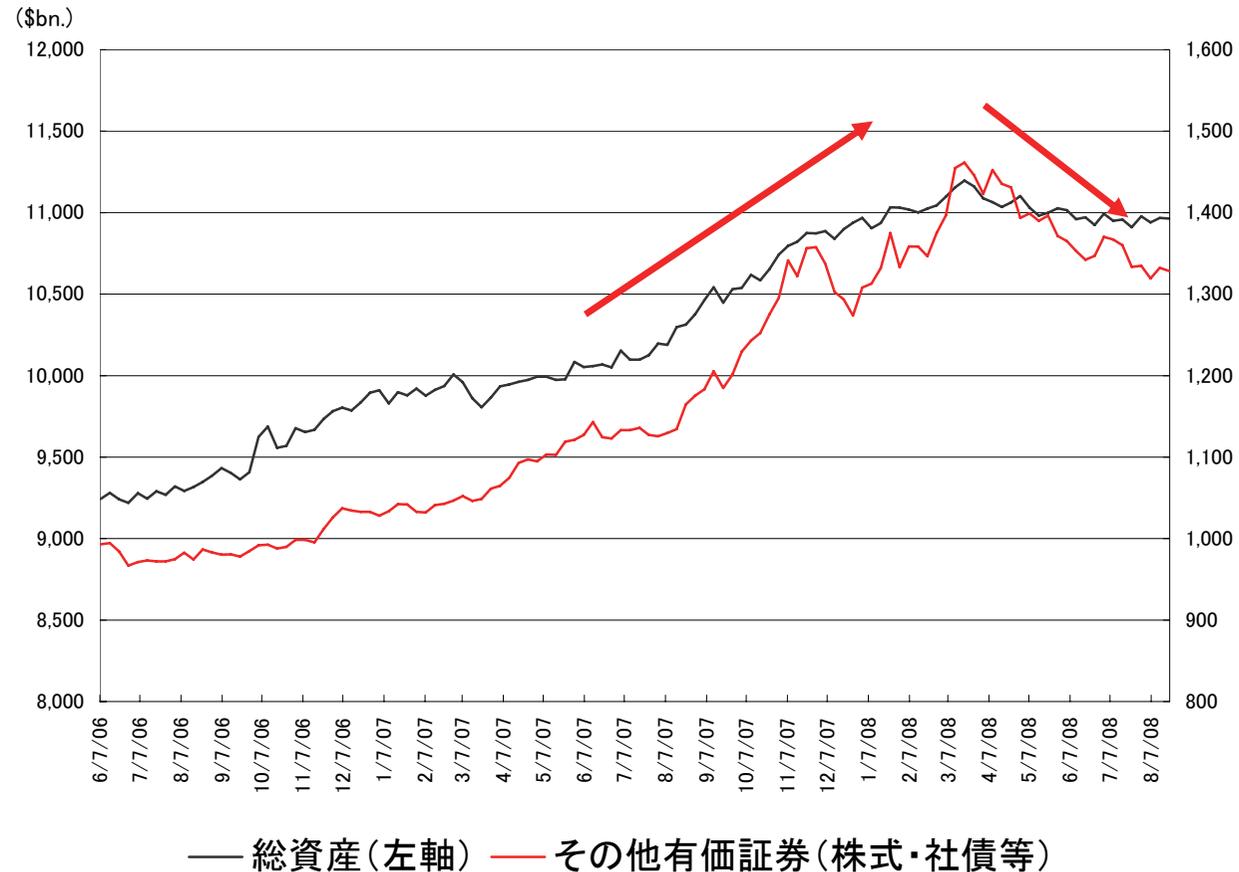


米国金融機関の動向 (1)

商業銀行におけるバランスシート縮小圧力

- 2007年度まで拡大傾向にあったバランスシートが、2008年度には縮小傾向に
- 金融機関における資金レバレッジの低下が進む
- 直近半年(2008年3月-9月)での米国商業銀行の資産減少額
 - 総資産
 - 約26兆円(\$233bn)の減少
 - その他有価証券(株式・社債等)
 - 約15兆円(\$133bn)の減少

米国商業銀行の総資産・負債の残高推移



出所 Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States (as of August 29, 2008)

米国金融機関の動向 (2)

投資銀行におけるバランスシート縮小圧力

- ・ 欧米の投資銀行・証券会社もサブプライム問題の影響を受けバランスシートの大幅圧縮へ
- ・ 「投資銀行」は消滅
- ・ 「秩序立った資金レバレッジの解消」が金融機関経営の課題に

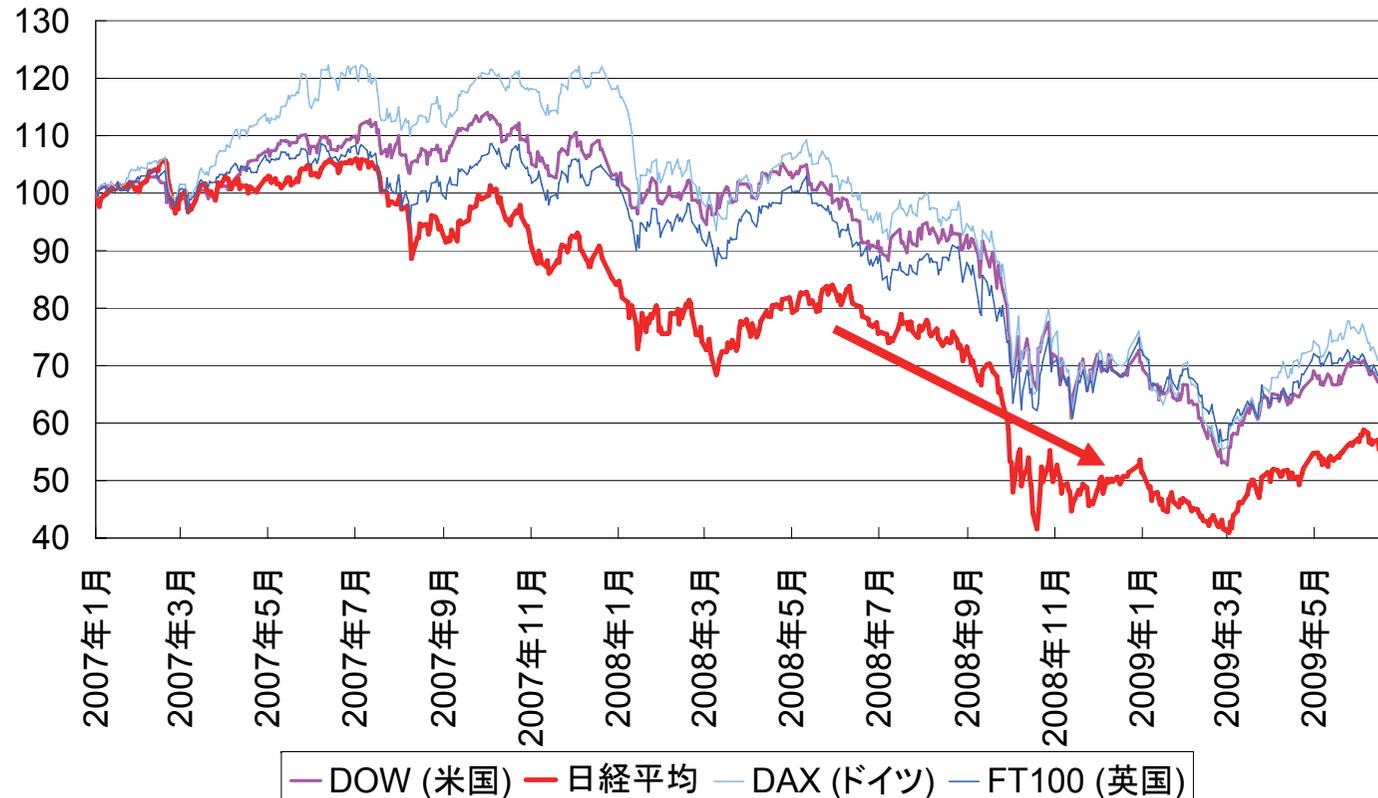
欧米投資銀行等による資産売却の動向(ロイター・ブルームバーグニュースより抜粋、1ドル108円で計算)	
モルガン・スタンレー	
2008年2月	シンガポールGICにウェスティンホテル東京売却 約780億円)
2008年4月	グッドウィル株式を売却
2008年7月	MSCI株の半分を売却(約920億円)
メリルリンチ	
2007年8月	蘭エイゴン、米メリルリンチの生保子会社2社買収で合意(約1400億円)
2007年12月	法人向け金融部門の大半をGEキャピタルへ売却
2008年7月	ブルームバーグ株を売却 約4860億円)
2008年7月	ローンスターがメリルの不良資産取得(約1兆2000億円)
リーマン・ブラザーズ	
2007年11月	HSBC株式売却
2008年6月	3-5月に資産1200億ドル(約12兆9600億円)以上を売却
2008年7月	資産運用部門ニューバーガーを80億ドル(約8640億円)で売却の予定
2008年8月	商業用不動産資産400億ドル(約4兆3200億円)の売却に向け交渉中
シティグループ	
2007年9月	NYの旧トラベラーズ本社ビル売却へー約18億ドル 約1940億円)
2007年12月	ニューヨーク市のビル2棟を15億8000万ドル(約1700億円)で売却合意
2008年4月	債権120億ドル(約1兆3,000億円)を売却・米紙報道、リストラ加速の公算
2008年5月	総資産の2割(41兆円)、3年以内に売却する方向
2008年6月	日本の消費者金融から撤退:「ディック」閉鎖
2008年7月	独リテール銀行業務を77億ドル(約8310億円)で仏クレディ・ミュチュエルに売却
2008年7月	農林中金、米シティの資産5000億円を購入

売り込まれた日本株式

わが国の株式市場は欧米よりもさらに大幅に下落した!

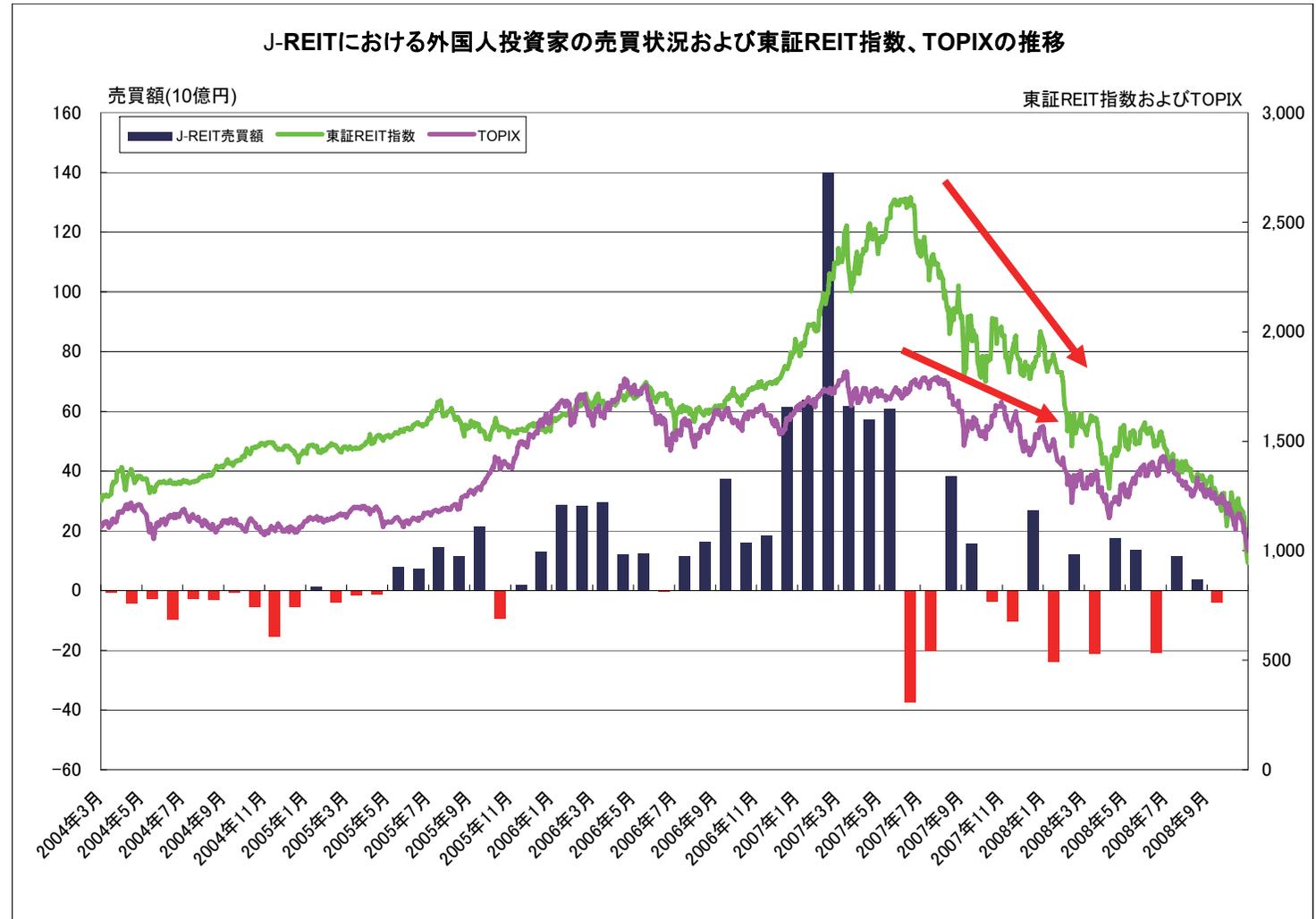
- 日本の株式市場はサブプライム震源地の欧米よりも大幅に下落
- 主要株価指数の下落率 (2007年1月～2008年8月末)
 - 日経平均(日本) 24%
 - Dow(米国) 7%
 - FT100(英国) 9%
 - DAX(ドイツ) 3%
- 主要株価指数の下落率 (2008年1月～2009年6月23日)
 - 日経平均(日本) 35%
 - Dow(米国) 37%
 - FT100(英国) 34%
 - DAX(ドイツ) 40%

Equity Index Movement (2007/1-2009/6) (2007/1/9を100として換算)



大きな影響を受けたJ-REIT市場

- 2007年前半のピーク時からの下落幅は、TOPIXよりも東証REIT指数の方が大きい
- 上場REITの破綻（ニューシティレジデンス投資法人）



資料：東京証券取引所のデータをもとに作成された国土交通省土地・水資源局 不動産投資市場研究会配布資料

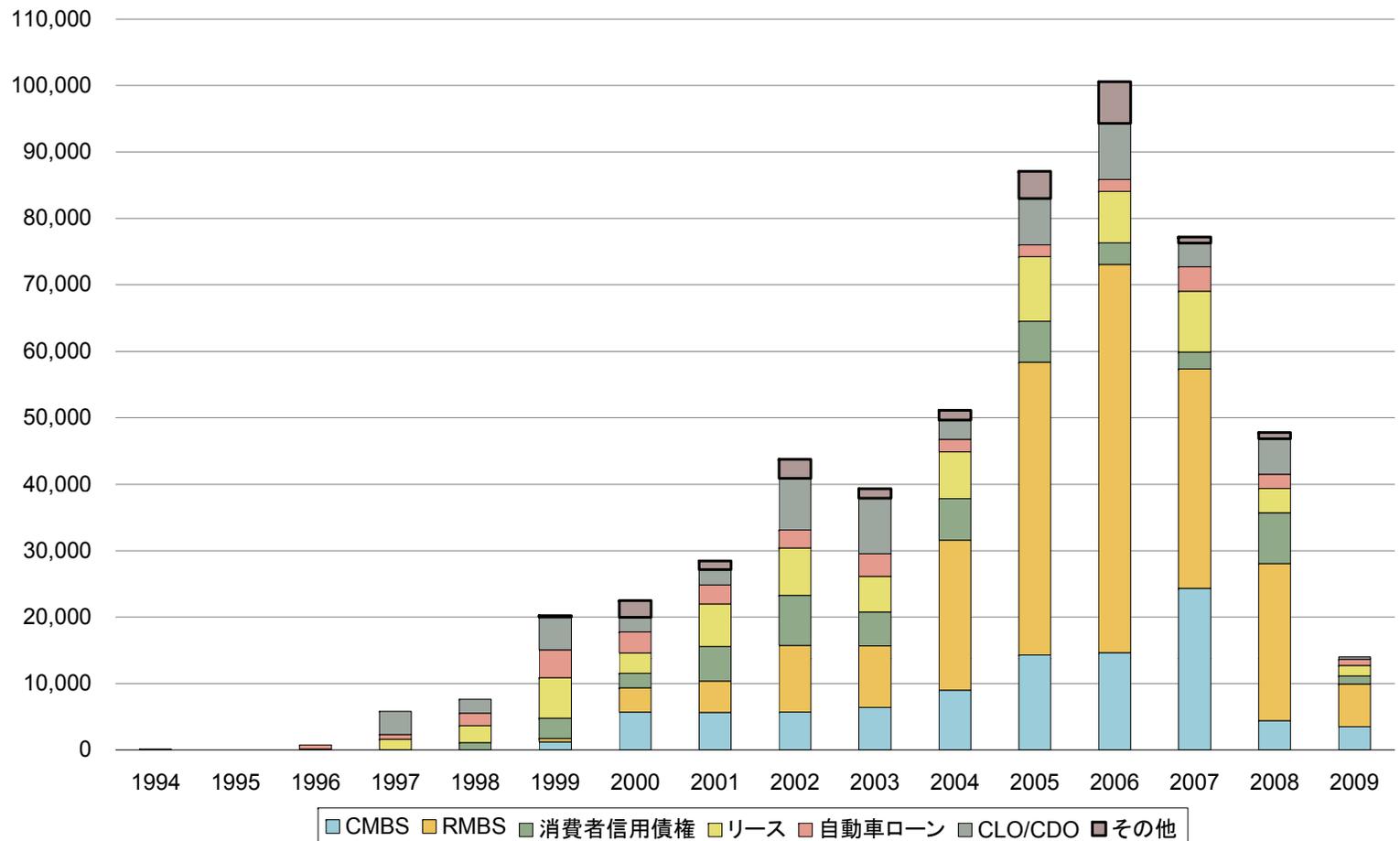
サブプライム問題の影響を受けたわが国不動産市場

低迷するCMBSの発行市場

国内証券化市場の中でも際立った発行額の減少

- 国内証券化市場の中でも際立った発行額の減少
- 2007年下半期発行額 1.59兆円
- 2008年上半期発行額 0.15兆円(▲90.6%)
- 2010年にはおよそ1.1兆円の償還を予定

証券化商品の新規発行額推移
億円



出所 モルガン・スタンレー

全国で地価が下落

国土交通省地価Lookレポート(平成21年5月公表)

- 平成20年第4四半期に高度利用地の不動産価格が急落＝「収益を生んでいる不動産の価格が下落」
- 行き過ぎた下落ペースへの調整も

- 平成21年第4四半期(H21.1.1~H21.4.1)の動向
- 主要都市の高度利用地では前回に引き続き調査対象の150地区のうち148地区で下落
- 三大都市圏では全地区で下落(6%以上下落した地区は前回調査の35地区から41地区に増加。ただし下落幅の拡大傾向は収まる兆しも)
- 地方圏においても地価の下落傾向は続くが前回調査(平成20年第4四半期)で大きな下落を示した地区を中心に下げ止まりの傾向も

Section 2

わが国金融・資本市場にとって不動産市場とは？

わが国金融・資本市場にとって不動産市場とは？

巨大な資産市場の存在

わが国金融・資本市場の競争力の源泉として

- 非金融資産の大部分を占める土地と建物を合わせて約2,300兆円の資産価値

2006年末現在の総資産と国富(正味資産) 兆円			
非金融資産	2,501	負債	5,845
うち在庫	89		
うち有形固定資産	1,160		
うち無形固定資産	22		
うち土地	1,228		
金融資産	6,060	正味資産=国富	2,716
うち株式	724		
総資産	8,561	総負債・正味資産	8,561

出所 「平成18年度国民経済計算」(平成12年基準・93SNA)

注 1兆円未満切捨てのため、合計は一致せず

巨大な内需の一つ

金融・資本市場の競争力強化の切り札としての潜在力

- ・「貯蓄から投資へ」の流れは停滞。2008年7月末の民間銀行の預金超過は145兆円（過去最高水準）
- ・銀行に資金はあるが、資本が足りない
- ・米国発のサブプライム問題の波及効果として、わが国にも「証券化悪玉論」が蔓延し、資産市場への資金流入がストップ
- ・「投資から貯蓄へ」と逆流

競争力の源泉	優良企業の国内立地	巨大な資産市場
金融市場の取るべき方向性	コーポレートファイナンスの高度化	アセットファイナンス市場の成長
課題	「貯蓄から投資へ」の進展に依存せざるを得ないため、時間を要する	「証券化悪玉論」のもとで方向感を喪失、足踏み状態

本来の強みを生かせない国内金融資本市場

- 世界経済フォーラム (World Economic Forum) で発表された2008年度の国際競争力ランキングでは日本は131か国中9位 (2007年度8位、以下同様)
 - 製造業などのイノベーションが評価されている一方で、金融資本市場の評価は42位 (36位) と高くは評価されず、資金調達のハードルの高さや金融市場整備の立ち遅れが日本経済の大きな問題点として取り上げられている
- 日本の金融資本市場の課題
 - リスクマネーのアベイラビリティ: 48位 (37位)
 - 取引慣行の透明性: 38位 (38位)
 - プロジェクトの内容に基づくファイナンスの提供: 48位 (53位)
 - 資金移動への制約: 67位 (58位)
 - 銀行の経営の健全度: 93位 (84位)

出所 The Global Competitiveness Report 2007-2008

アセット・ファイナンスニーズ掘り起こしの必要性

- 上海・シンガポールは中継金融という外需に依存しており、国際金融市場の動揺の影響をもろに受けざるを得ない

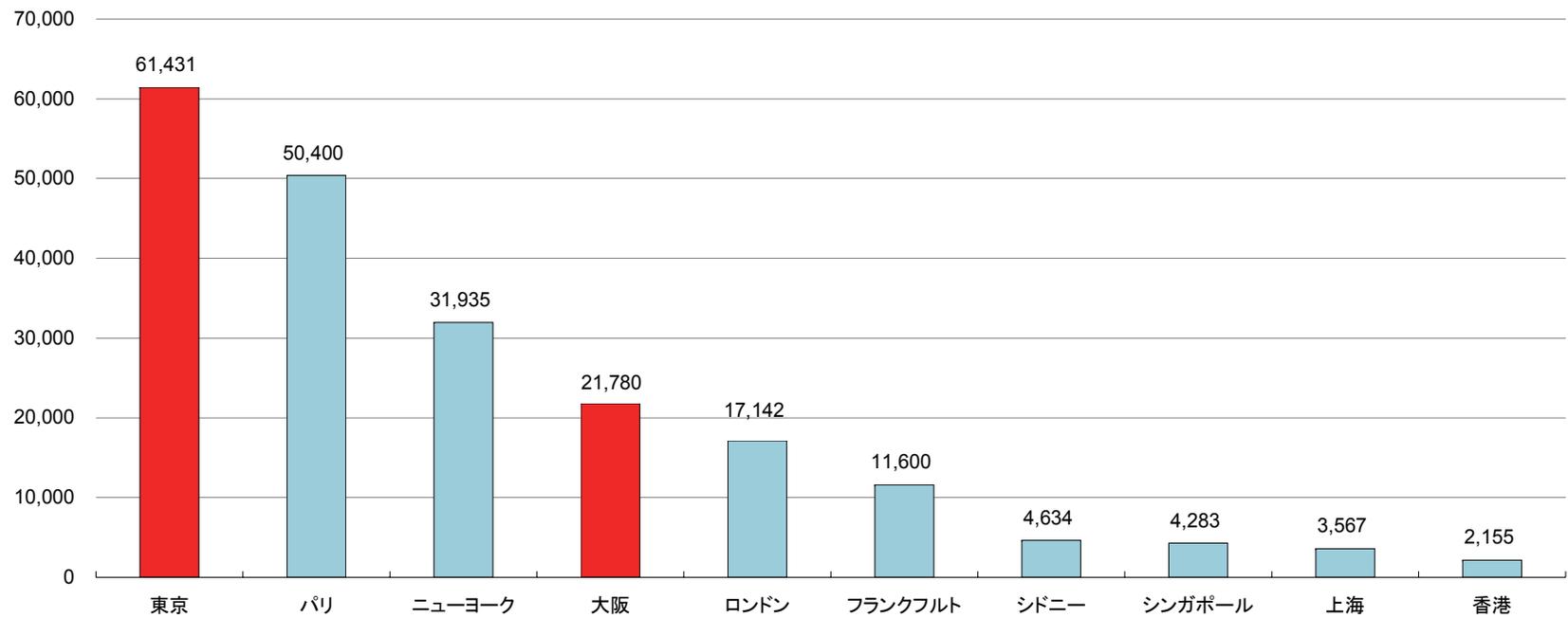
- 不動産は「金融産業の資源」
- 内需中心のアセット・ファイナンスニーズ掘り起こし(シンガポール、香港、上海には存在しないわが国特有の巨大なニーズ)の重要性
- このニーズ(内需)に対応するファイナンス市場を成長させれば、シンガポール、香港、上海にない「二刀流」(内需と外需)の金融市場成長戦略を推進することが可能に
- 国際金融拠点としてのインフラ整備に対する金融ニーズにいかにして取り組んでいくか？
- 不動産ファイナンス市場の日米比較(GDP比で大きな格差)。潜在力はまだまだ生かせていない
- わが国の都市インフラは昭和30年代後半から40年代(東京オリンピック・大阪万博)にかけて整備され、更新の時期を迎えている
- 内外の機関投資家による投資の成功が都市再開発等インフラの更新をもたらし、国際金融拠点整備にも結びつく

わが国金融・資本市場にとって不動産市場とは？

日本は「不動産資源大国」

東京は世界の主要都市で最大のオフィス市場

世界主要都市におけるオフィス市場の規模
('000平米)

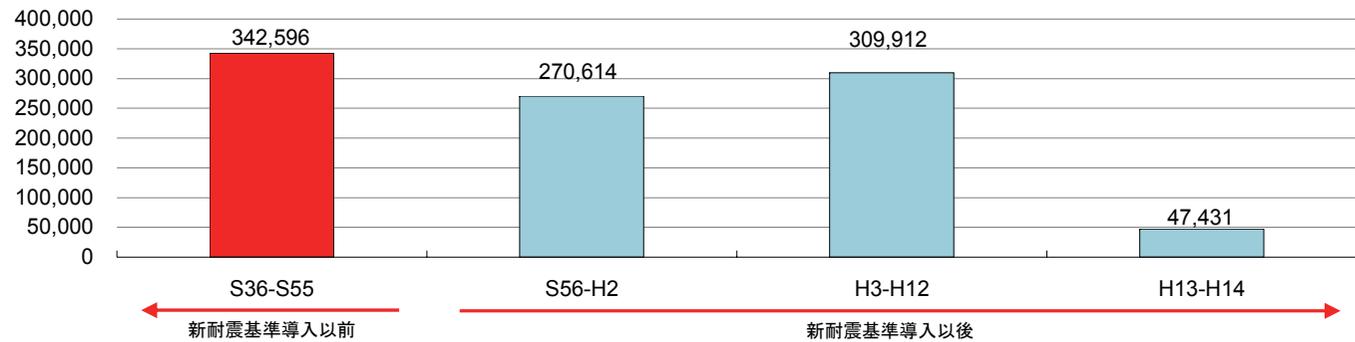


出所 Colliers International (Global Office Real Estate Review 2008)、東京・大阪は固定資産税の課税台帳に基づく数値

更新の時期を迎えた都市インフラ

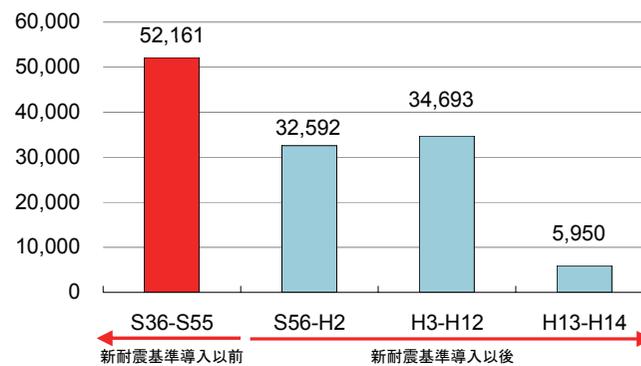
- 内需としての都市の再開発ニーズ
- 新耐震基準導入以前のストックが大きなシェアを占める
- 国際金融拠点整備とインフラ更新を同時に進める必要性
- 耐震補強と環境性能強化をあわせた建て替えニーズの掘り起こしで日本版グリーン・ニューディールの可能性
- 東京都にある建物を全て環境配慮型に切り替えることにより見込まれる新規設備投資額は12兆円(生産誘発効果31兆円、雇用誘発効果の合計230万人)

法人所有建物の建築年別床面積(全国)
('000平米)



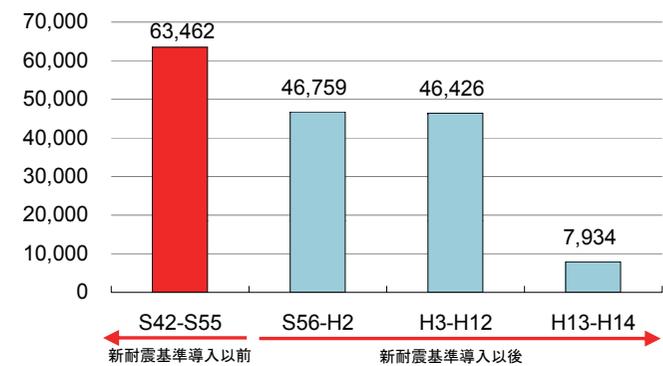
出所 国土交通省「平成15年法人建物調査」
注 工場敷地等以外にある建物で、社宅・従業員宿舎・賃貸用住宅及び他者への販売を目的として所有する土地(棚卸資産)に該当する土地にある建物を除く。

法人所有建物の建築年別床面積(東京都)
('000平米)



出所 国土交通省「平成15年法人建物調査」
注 工場敷地等以外にある建物で、社宅・従業員宿舎・賃貸用住宅及び他者への販売を目的として所有する土地(棚卸資産)に該当する土地にある建物を除く。

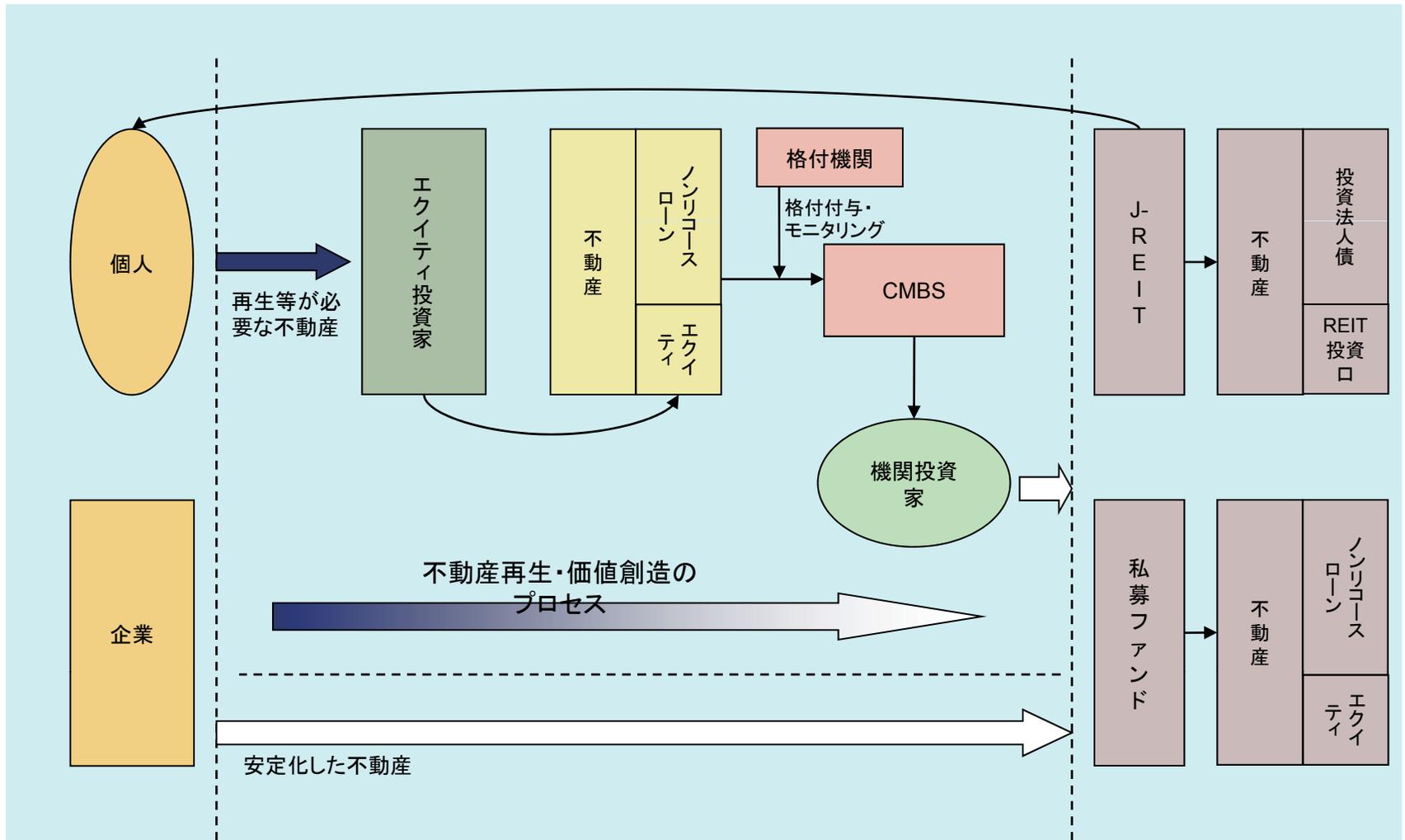
全建築物の建築年別着工面積(大阪市内)
('000平米)



出所 大阪府
注 昭和55年以前の調査の集計は暦年、昭和55年以降は会計年度に変更

不動産投資市場の生態系

様々なプレーヤーを含む生態系としてバランスのとれた成長を図る必要性



出所：モルガン・スタンレー

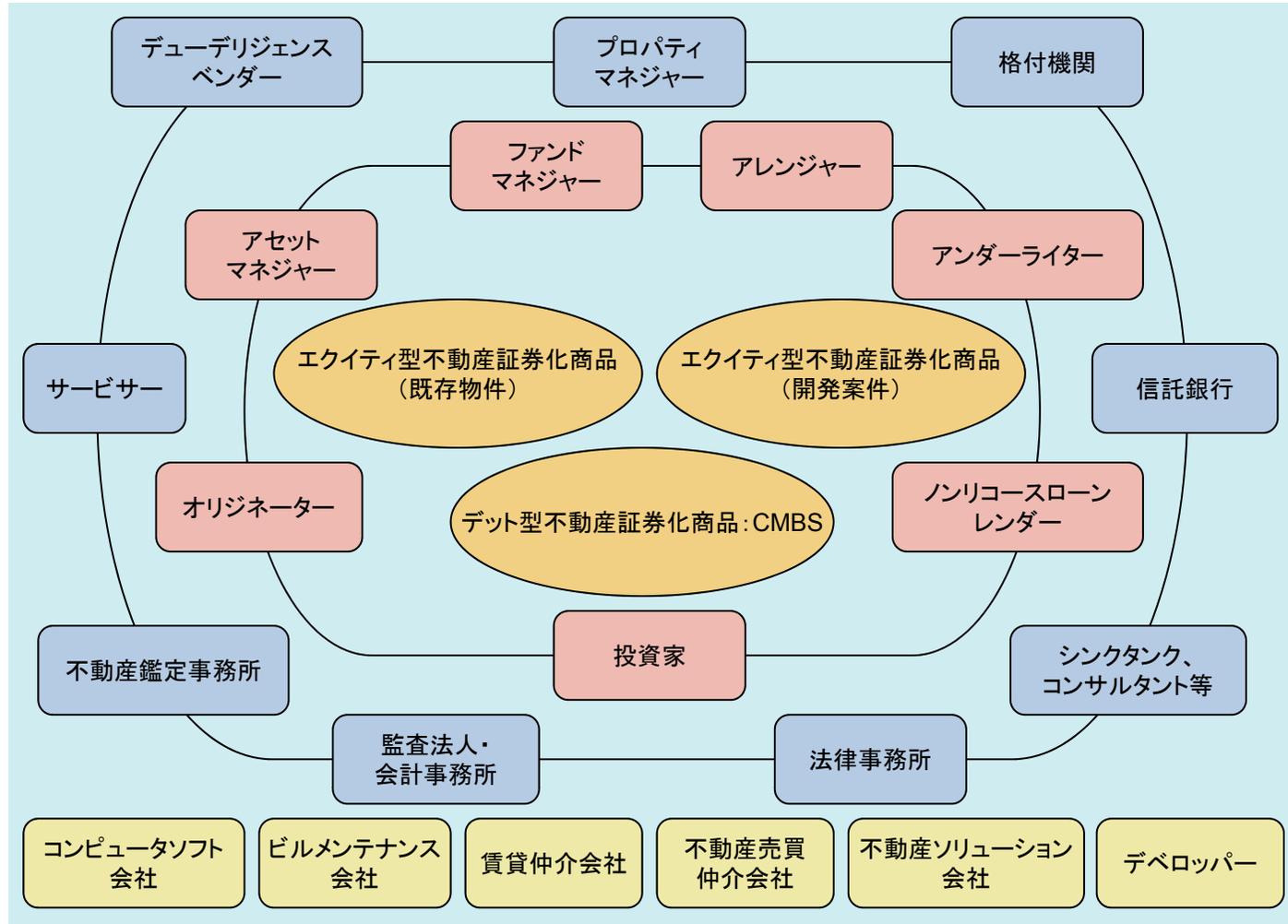
不動産ファイナンス市場の成長と経済波及効果

国土交通省・不動産投資市場研究会における検討

- 不動産ファイナンス市場が十分な規模に成長すれば、現在の不動産業全体(約70万人)を上回る雇用を誘発する可能性
- 雇用面では農林水産業や商業などへの波及効果が大きい
- 東京オリンピック開催による経済波及効果の4倍。羽田空港際拡張の7倍
- 不動産ファイナンス市場が米国並みに成長すれば、経済全体での生産誘発効果は12兆円、雇用誘発効果は約75万人(野村総合研究所竹端克利研究員の試算)
 - GDPへの貢献度は約8兆円(1.6%)
- 不動産業のバランスシートと切り離れた資金調達が進めば、不動産業の生産性は0.6%、土地の生産性は0.8%上昇(学習院大学細野薫教授の試算)

情報集積産業としての不動産ファイナンスビジネス

- 多岐にわたる不動産ファイナンスビジネスのプレイヤー
 - アレンジャー・オリジネーター・投資家等のメインプレイヤー
 - 不動産ファイナンスの実施にあたって、メインプレイヤーと共に案件に携わる周辺分野の専門家・専門事業者



出所 「不動産証券化・不動産金融 総覧 2008」



Section 3

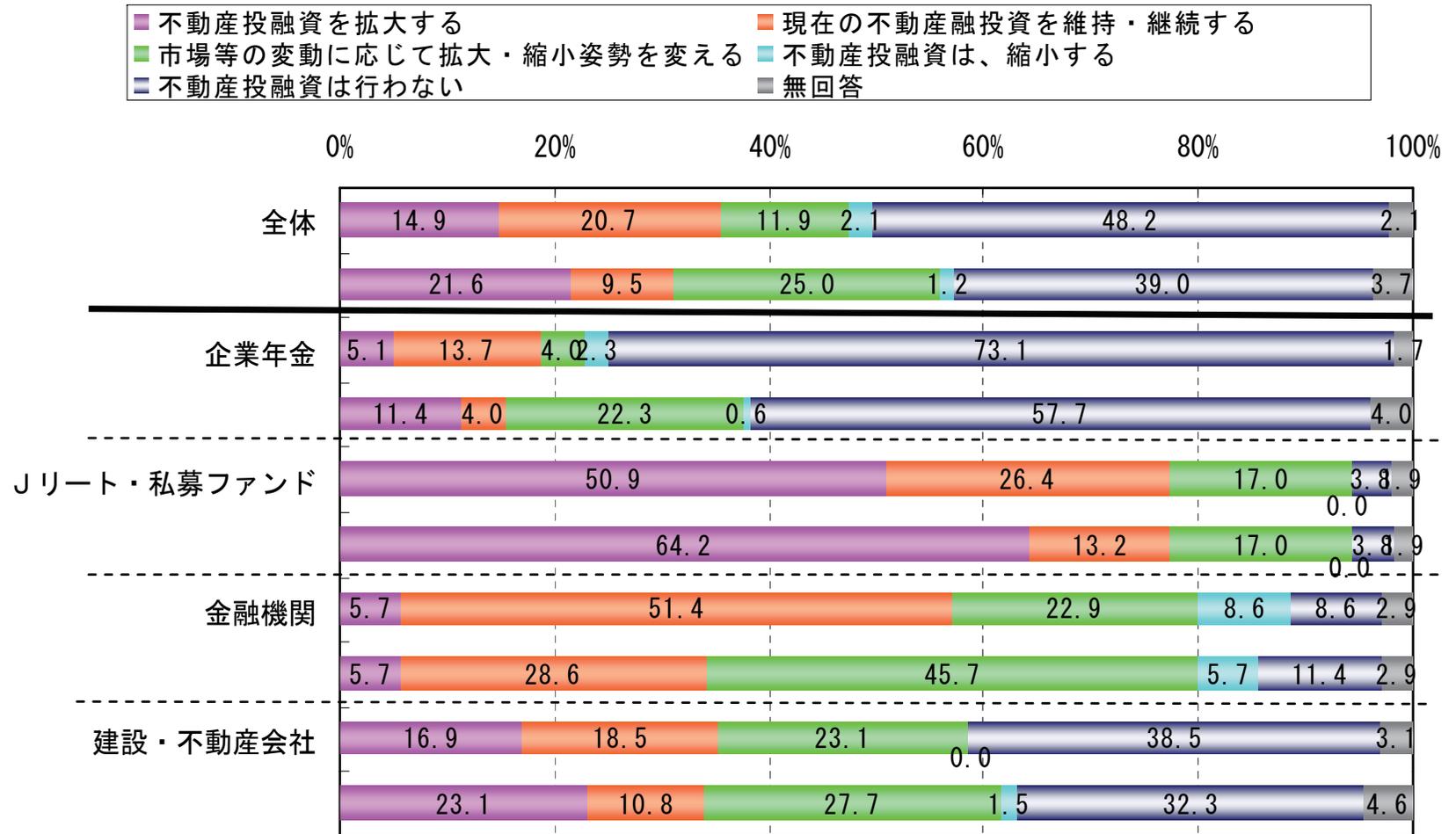
わが国不動産市場の抱える諸課題と求められる方向性

わが国不動産市場に足りないもの

- 透明性
- 長期資金
- リスクマネー
- 「再生」の視点
- 「地域」の視点
- 適正な資金循環を促すシステム(制度の枠組み)

国内投資家の動向

「金融村」と「不動産村」の間に横たわる大きなギャップ



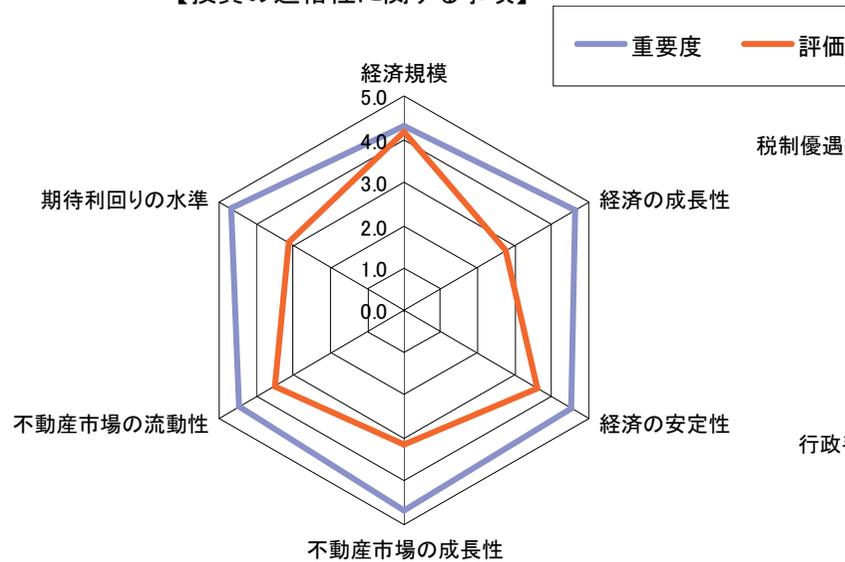
資料：国土交通省「不動産投資家アンケート調査」（平成19年度）

出所 国土交通省土地・水資源局 不動産投資市場研究会配布資料

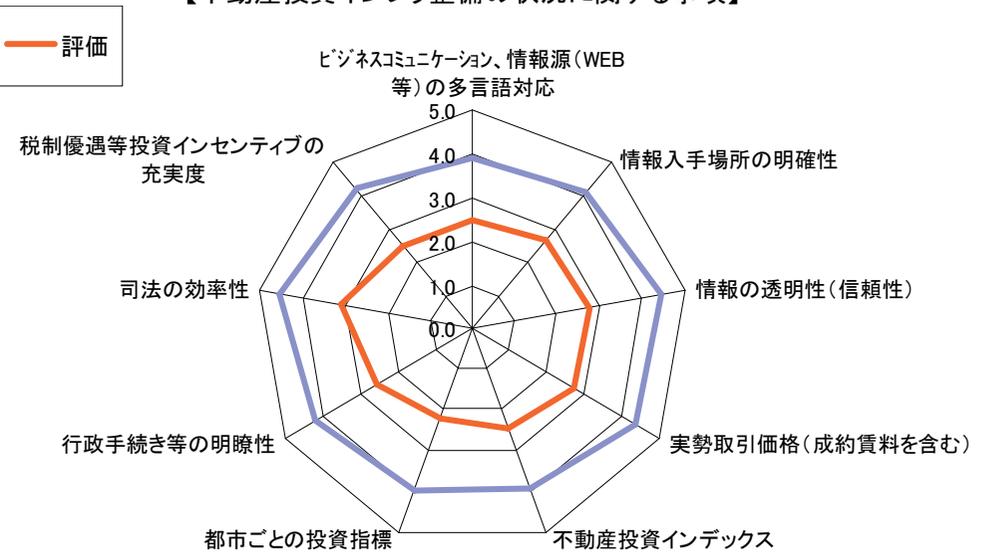
海外投資家の評価

投資インフラ整備の遅れが大きなハードルに

【投資の適格性に関する事項】



【不動産投資インフラ整備の状況に関する事項】



資料：国土交通省「不動産市場の国際化の実態把握に関する調査」

注：各項目について、「投資決定上の重要度」と「日本の評価」について5段階で尋ね、その回答を5ポイントから1ポイントまでで点数化し、回答数に応じて加重平均して求めた数値をグラフに表した。

出所 国土交通省土地・水資源局 不動産投資市場研究会配布資料

情報インフラ面での課題(透明性)

マクロレベルと金融商品レベルでの送れ

- 金融庁の金融商品取引業者向け総合的な監督指針の一部改正(08年4月から施行)
- 日本証券業協会に「証券化商品の販売に関するWG」が設置(08年3月)、証券化商品の取引の透明性向上とトレーサビリティを確保のための態勢構築に着手(WGは08年3月~09年02月までに17回開催)
- デット型の証券化商品についてSIRP(標準情報レポートパッケージ)を作成(ABS、CLO、RMBS、CMBS)を作成
- 「証券化商品の販売等に関する規則」(自主規制規則)を制定・施行(09年)
- 金融商品取引業者向け監督指針の一部改正において、監督上の評価項目として自主規制規則への対応を追加(第1種および第2種金融商品取引業者)

<課題①>

▶ 不動産市場における賃料等の基礎的データの整備・蓄積が不十分



- ◆ 幅広い不動産情報収集体制の構築が急務
- ◆ 不動産投資インデックスの整備による情報発信
- ◆ データベースの整備による東京圏以外の不動産投資市場の開拓

<課題②>

▶ CMBS・J-REITなど証券化商品におけるディスクロージャーの標準化の遅れ



- ◆ トレーサビリティ(追跡可能性)の確保
- ◆ 海外投資家資金の流入を促し、不動産市場の国際化を促進
- ◆ 投資管理を容易にし、投資家の新規参入を促進
- ◆ 取引コストの縮減により、不動産投資市場に流動性を付与

情報インフラの重要性

世界の不動産の情報透明性インデックスにおけるわが国の位置は下落中

- 日本は、04年から06年にかけて透明性が改善したが、08年は僅かな改善にとどまった
- 透明度スコア中高では香港・シンガポールが上位にランク
- 中国・インドが透明度レベル「中」に昇格
- J-REIT等の市場拡大が鈍化
- 業界スタンダードとなる投資インデックスの整備が進んでいない
- J-REITの海外物件投資の解禁を契機として、英語による情報開示の進展を期待

2008	2006	2004	国	スコア
1	4	5	カナダ	1.17
2	1	1	オーストラリア	1.20
2	1	3	米国	1.20
4	3	2	ニュージーランド	1.21
5	5	4	英国	1.31
6	7	6	オランダ	1.33
7	9	11	フランス	1.34
8	8	8	スウェーデン	1.43
9	17	15	ベルギー	1.48
10	15	14	アイルランド	1.52
11	6	7	香港	1.55
11	10	9	シンガポール	1.55
13	11	12	フィンランド	1.56
14	12	10	ドイツ	1.58
15	14	16	デンマーク	1.68
16	18	19	スペイン	1.70
17	15	17	オーストリア	1.72
18	20	18	ノルウェー	1.78
19	21	22	イタリア	1.82
20	19	13	スイス	1.87
21	13	21	南アフリカ	1.96
22	24	23	ポルトガル	2.09
23	22	20	マレーシア	2.25
24	26	24	チェコ共和国	2.32
25	27	28	ポーランド	2.37
26	23	26	日本	2.39

2008	2006	2004	国	スコア
27	27	25	ハンガリー	2.50
28	29	30	イスラエル	2.50
29	35	38	ロシアのTier 1都市	2.63
30	n/a	n/a	エストニア	2.64
31	32	n/a	スロバキア	2.70
32	44	45	ドバイ	2.78
33	34	32	ギリシャ	2.79
34	n/a	n/a	ロシアのTier 2都市	2.83
35	n/a	n/a	ブルガリア	2.91
36	37	37	ブラジル	2.92
37	48	50	ルーマニア	2.92
38	25	29	メキシコ	2.94
39	33	31	チリ	2.95
40	n/a	n/a	ラトビア	2.95
41	29	27	台湾	3.07
42	n/a	n/a	リトアニア	3.08
43	n/a	n/a	ロシアのTier 3都市	3.14
44	31	34	韓国	3.15
45	39	36	タイ	3.16
46	46	n/a	ウクライナ	3.18
47	n/a	n/a	バーレーン	3.23
48	36	35	フィリピン	3.23
49	42	39	中国のTier 1都市	3.33
50	40	40	アルゼンチン	3.34
51	41	41	インドのTier 1都市	3.34
52	n/a	n/a	インドのTier 2都市	3.38
53	n/a	n/a	クロアチア	3.42
54	n/a	n/a	アフダビ	3.46

透明度レベル: 高

透明度レベル: 中高

透明度レベル: 中

出所: Jones Lang LaSalle Transparency Index 2008よりモルガン・スタンレー作成

資金循環面での課題(長期資金)

(近年の改善点)

- 2008年4月より、税務上の適格機関投資家に、海外年金基金、外国政府機関の100%子会社等が追加された

(更なる改善に向けて)

- 適格機関投資家の届け出期間の通年化が望まれる(現状、1,4,7,10月の年4回のみ)

• 短期資金に支配される不動産投資市場

- 現在、わが国不動産デット市場を支えているのは、比較的短期の資金運用を行うことを中心的な運用スタイルとしている都市銀行、外国銀行、系統金融機関及び地方銀行等
- 期間5年以内、多くは2年から4年程度の短期変動金利での運用

⇒短期投資資金に頼らざるを得ない不動産デット市場の現状



現在、当該短期資金の流入がストップし、資金繰り難による破綻事例が多発

• 長期資金導入へのハードル

- 本来ニーズとして長期の資金運用ニーズを持つ年金投資家や、それらの資金を集めるかたちで運用するファンド形態の投資家などは、ほとんど見られていない
- 従来の証券取引法の下では、年金基金のほとんどが、特定社債への投資を行っておらず、また適格機関投資家となっていないこと、また、ファンドにおいては、適格機関投資家となり得る形態が限られていることが背景
- 「適格機関投資家の壁」によりSWF等の投資は現物に限定されてきた

• 安定的な資金循環による持続的な市場拡大の必要性

- 不動産運営主体は、不動産市場に必然的に存在するサイクルを前提とし、中長期的な安定リターンを追求すべき

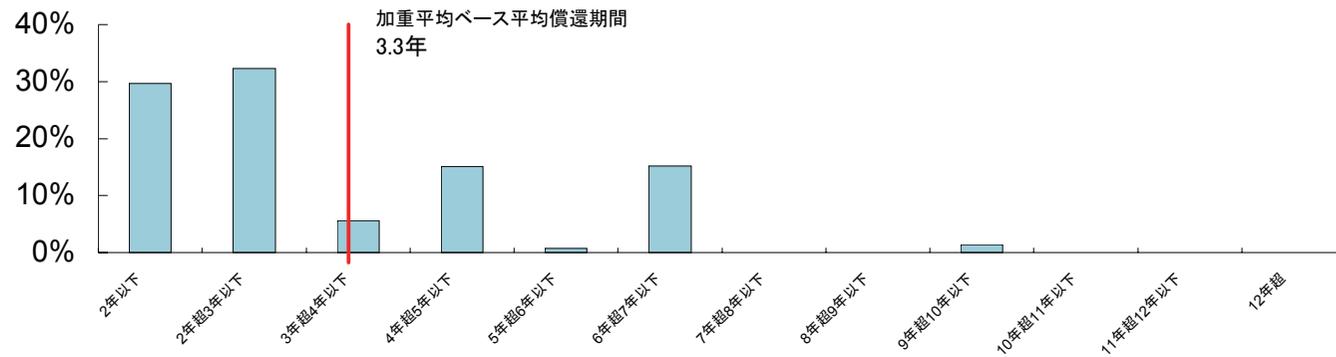
⇒長期のファイナンス資金を不動産市場に導入し、不動産の運用とその資金調達の間、構造のバランスを取ることが重要

わが国及び米国におけるCMBSの平均償還期間

- 米国では7年超のCMBSが全体の65%を占め、市場全体での加重平均ベースの平均償還期間は約7.8年
- そのため商業不動産の換金売りは多くない
- それに対し、日本では平均償還期間は、3.3年程度に止まり、証券化市場を通じた不動産市場への長期安定資金の供給が進んでいないのが現状

2006年以降発行の日本のCMBS(全体)

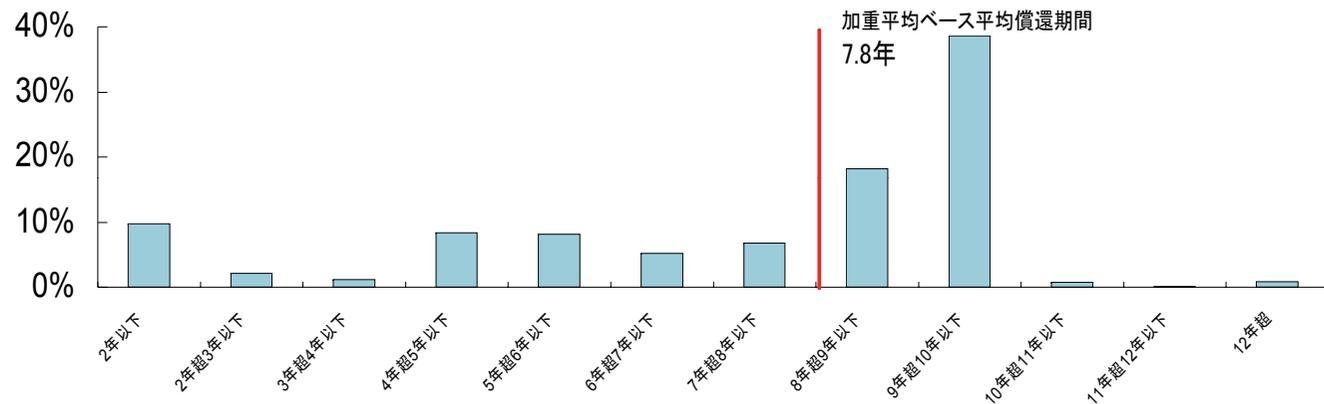
金額ベース



出所 モルガン・スタンレー集計に基づく

2006年以降発行の米国CMBS(全体)

金額ベース



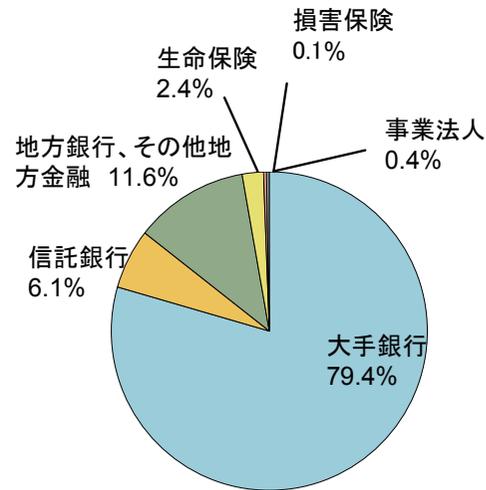
出所 モルガン・スタンレー集計に基づく

証券化された不動産ノンリコースローンの投資家属性

日米で顕著な差

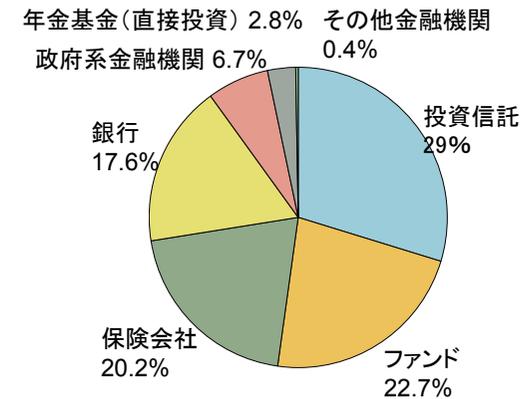
- 現状、日本においては、証券化された不動産ノンリコースローン(CMBS)発行額の 90 %程度が大手銀行、外国銀行、系統金融機関及び地方銀行など、短期の資金運用ニーズの強い投資家によって占められている
- 米国では、投資信託、ファンドを通じて、個人・年金の資金が不動産市場に流入

新発CMBS購入投資家層の属性(日本)
2006年度 金額ベース



出所 モルガン・スタンレー

新発CMBS購入投資家層の属性(米国)
2006年度 金額ベース

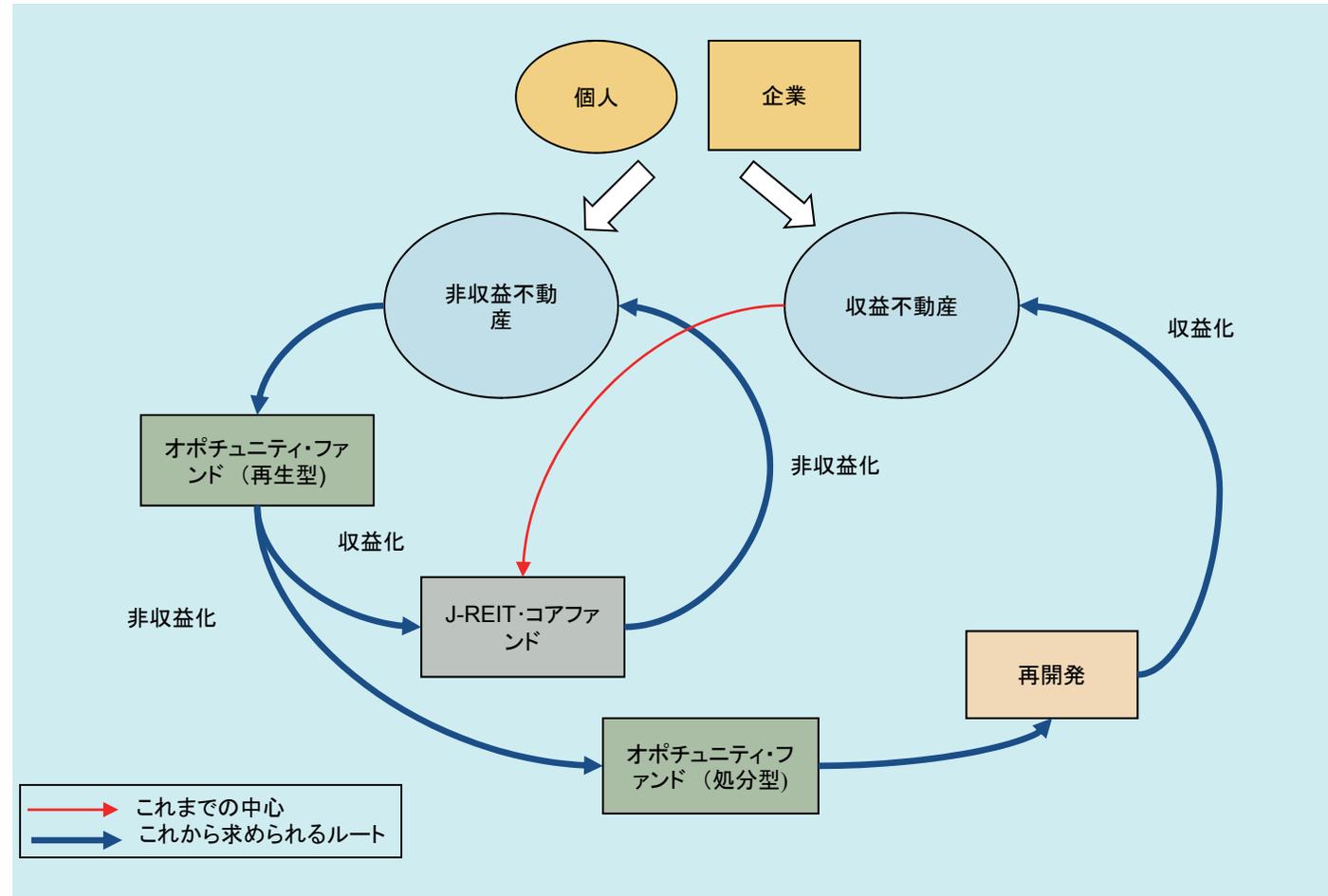


出所 モルガン・スタンレー

市場の生態系における課題(リスクマネーと「再生」の視点)

不動産ファイナンス市場のいびつな成長

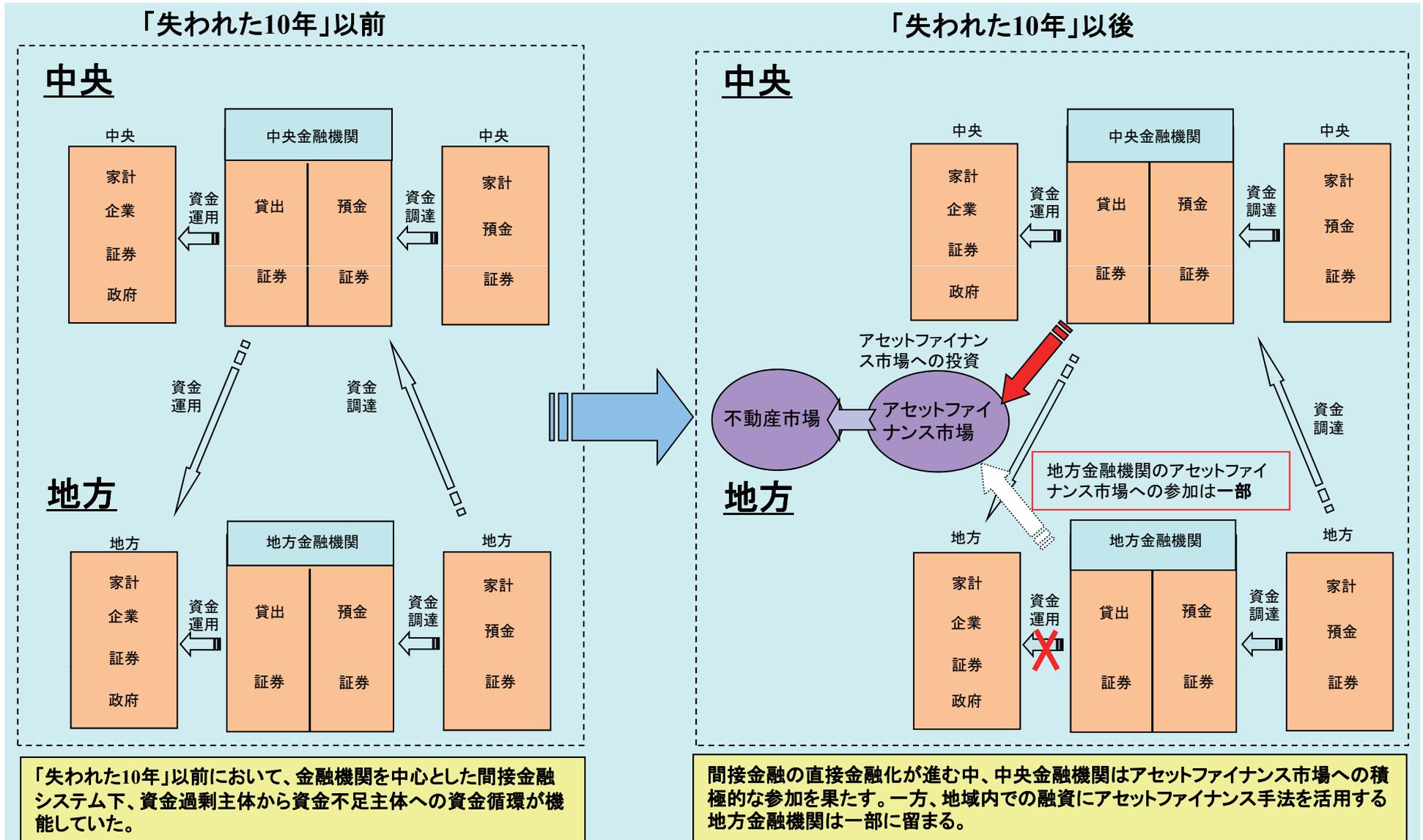
- 不動産市場の価値創造に金融市場の果たすべき役割は本来大きい
- 失われた10年以降限定的な形で「リスクマネー」が供給
- 市場を通じて資産の再生・リサイクルと情報の蓄積を行なう
- 証券化を通じた業務のアンバンドリング化と相互牽制
- これらの活動が円滑におこなわれるための情報インフラをもつ金融システムのグランドデザインが必要
- これまでは、Jリート中心の保護政策が進められてきた
- リスクマネーを生かしつつ全体としてのシステムがうまく回るための金融監督規制の枠組みが課題
- 「日本型アセットファイナンス市場」の可能性
- 不動産の再生現場にいかにか資金を流すか？



出所 モルガン・スタンレー

地域金融機関における課題(地域の視点)

新しい枠組みの下で地域の資金循環を再生する



不動産市場の持続的・安定的成長における課題

国民生活を豊かにするために

- 不動産ファイナンス市場は未だに幼稚産業の域だと認識すべき(従来型の間接金融は不動産担保に大きく依存)
- 情報集積産業としての成長可能性と産業政策的視点導入の必要性
- 情報インフラ整備の重要性
- 内外の長期安定的な投資資金を導入する必要性
- リスクマネーを活用し不動産の再生を支える金融システムの枠組みが必要
- アセット・ファイナンスを活用した地域金融の再生が必要

⇒不動産と金融を結ぶ一つの「新しい産業」としての不動産ファイナンス市場の成長を促す政策のグランドデザインが必要

国民生活を豊かにするための不動産市場の活性化に向けて なにをなすべきか

日本型アセット・ファイナンス市場モデルとは？

- シンプル(1次証券化中心路線の堅持)
 - わかりやすい(情報開示の標準化推進)
 - 不動産と金融の真の融合を図る
 - 都市インフラの更新への活用
 - 企業セクターのバランスシート適正化への寄与(CRE)
 - 長期資金の本格導入(制度、インフラ整備)
 - 十分な規模の市場に
 - 21世紀型インフラの集積に役立つ都市型基幹産業
- 不動産と金融を適正に結びつける(日本型アセット・ファイナンス市場モデル)
 - 成約価格情報に基づく全国不動産データベースの導入と不動産パフォーマンスインデックスの整備
 - 不動産金融商品の透明性向上に向けた情報開示標準化の推進
 - 内外の長期安定的な投資資金の導入推進を見据えた投資規制にかかわる環境整備
 - 日本銀行による不動産金融商品の担保適格化によるクオリティ・コントロールと金融機関のレベルアップ(日本型アセットファイナンス市場)
 - 「地方のまちづくりに役立つノンリコースローン市場」の本格導入による「地域力」の強化
 - 不動産金融商品買取機構(時限)の設立による市場整備
 - 不動産・金融市場対策を経済財政諮問会議の主要テーマに
(不動産と金融に関する基本政策の作成による新たな行政プロセスの創造)



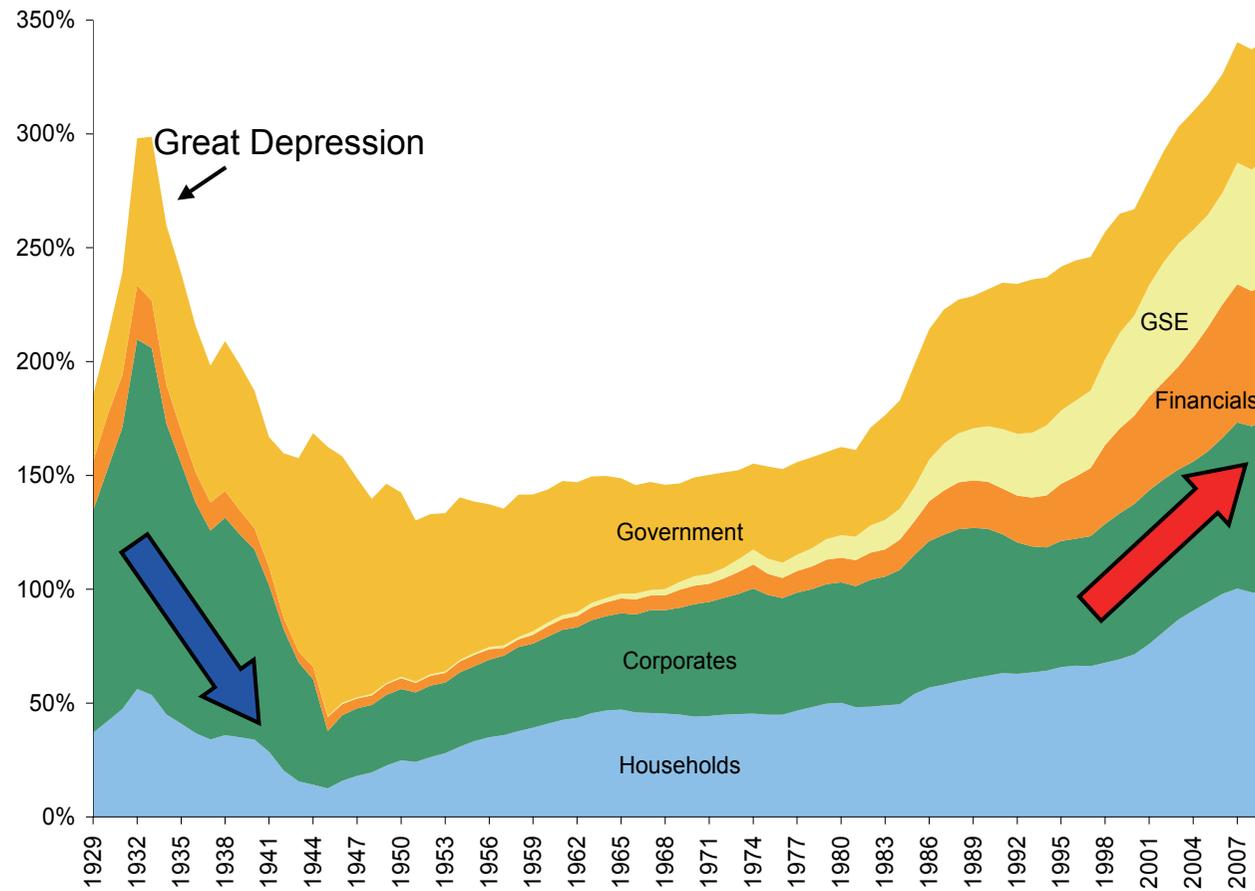
Appendix A

付録

米国各セクターに見るレバレッジの分布

米国では企業セクターと家計セクターに顕著な差

U.S Credit Market Debt/GDP(%)

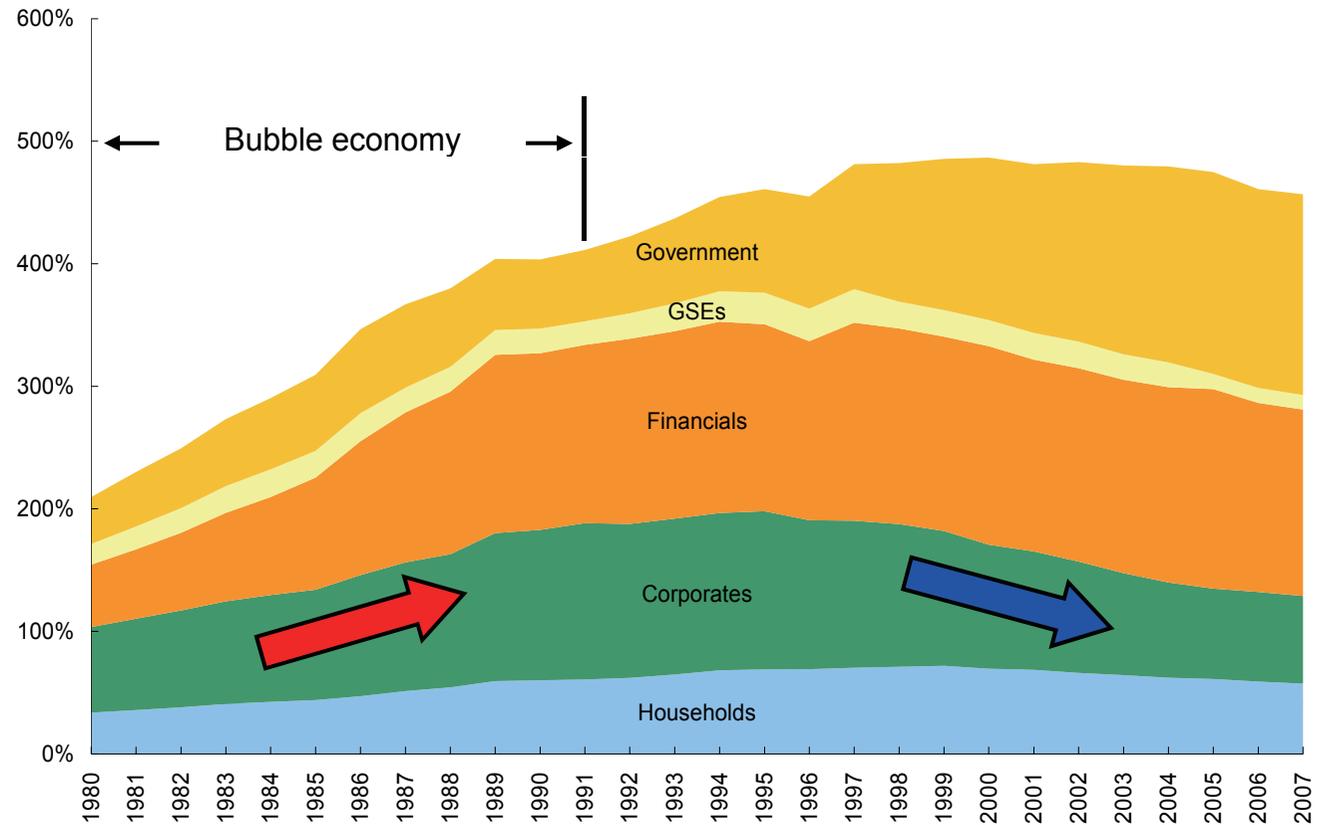


Source: Morgan Stanley, FRB

日本におけるレバレッジの分布

企業セクター・家計セクター共に低いレバレッジ

Japan Credit Market Debt/GDP(%)

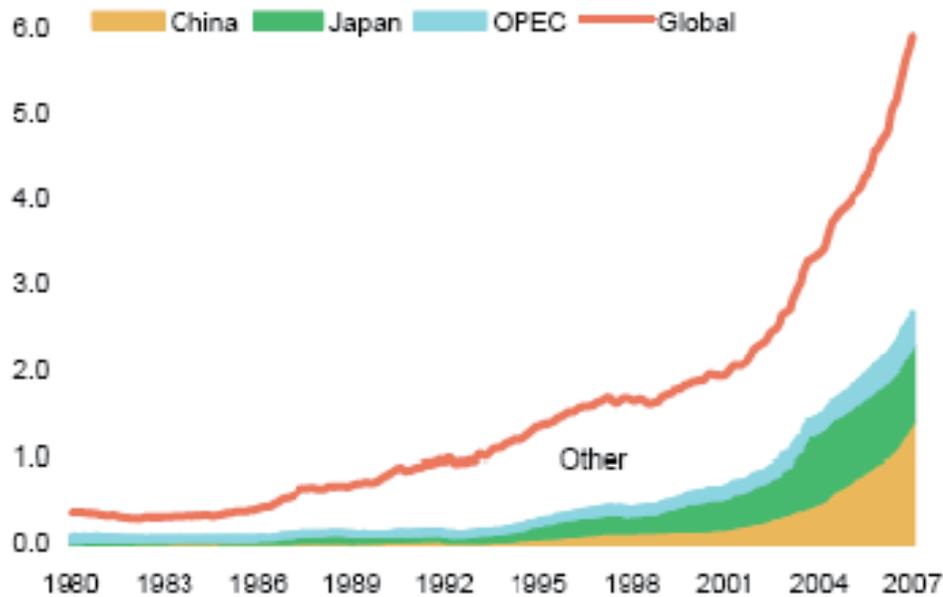


Source: Morgan Stanley, BOJ

過剰貯蓄・余裕資産の増加

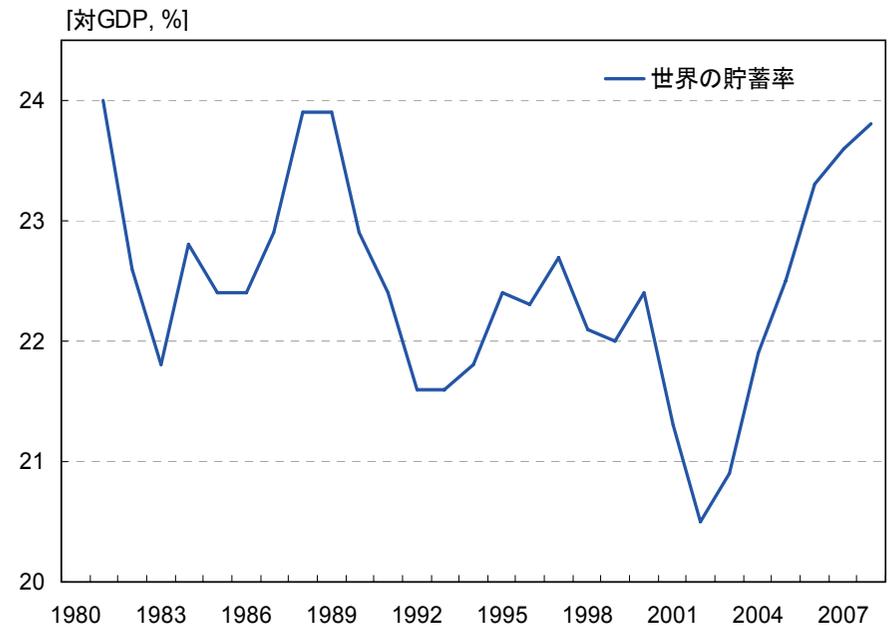
レバレッジ資金の出し手として

世界の外貨準備高の急増



出所: IMF、モルガン・スタンレー

世界的な「過剰貯蓄」も一因



出所: IMF

主要中央銀行における適格担保

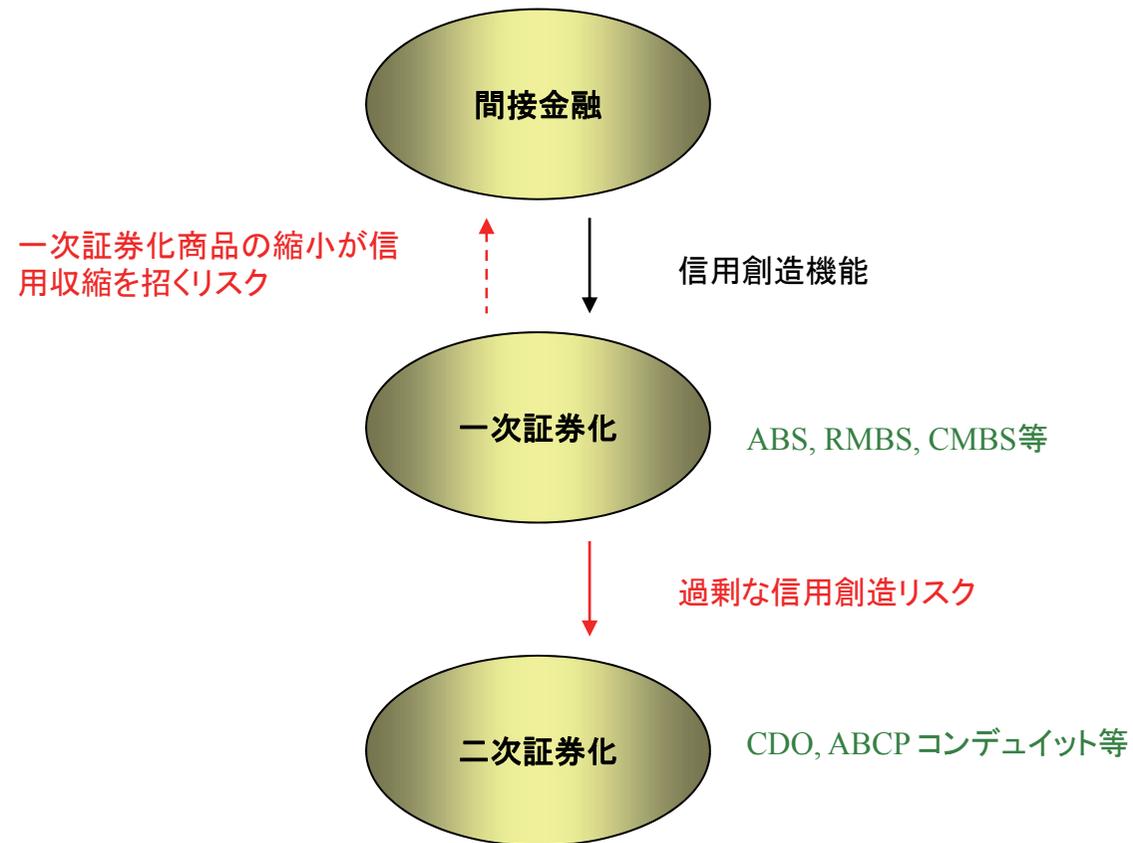
- FRB・BOE共にCMBSを適格担保として受け入れ
- 日本銀行は1999年にABSを適格担保として導入。2002年にはRMBSを含めたが、その後の進展はなし

	BOE	ECB	FRB	BOJ
流動性供給オペ担保	Sovereign paper Government guaranteed agencies and US GSEs Covered bonds ABS backed by coporate loans and bonds(most senior, backing asset should be rated A3/A- or higher) ABS backed by credit cards and other consumer debt (most senior, AAA) CMBS (most senior, excludes construction loan) RMBS (most senior) ABCP (A-1+/P1/F1+, with liquidity line by A1/A+ banks)	ECB debt certificates Central government debt instruments Debt instruments issued by central banks Local and regional government debt instruments Supranational debt instruments Covered bank bonds Credit institutions debt instruments Debt instruments issued by corporate and other issuers ABS (most senior, excludes synthetic	U.S. Treasuries and Fully Guaranteed Agencies: Government Sponsored Enterprises: International Agencies: Brady Bonds Foreign Governments Foreign Government Agencies Municipal Bonds Corporate Bonds German Jumbo Pfandbriefe ABS - AAA (includes Collateralized Loan and Debt Obligations) Asset-Backed Securities - non AAA (excludes Collateralized Loan and Debt CMBS - AAA MBS/CMO (includes agency and private Trust Preferred Securities Mutual Funds GSE Stock (FNMA, FHLM) Bankers Acceptances, Certificates of Deposit, and Commercial Paper Commercial and Agricultural Loans: Agency Guaranteed Loans Commercial Real Estate Loans Construction Real Estate Loans Residential Real Estate Loans Consumer Loans Tri-party repo eligible asset	国債・政府短期証券・政府保証付債券 地方債・財投機関等債券 社債(公募A格) 短期社債・企業が振出す手形 保証付短期外債 資産担保債券(公募、AAA格) 資産担保短期債券(a-1格) 外国政府債券、国際金融機関債券(公募、AA格) コマーシャル・ペーパー 企業に対する証書貸付債権(A格)

出所:各中央銀行HP

証券化の信用創造機能とリスク

- 今回の混乱は、市場において必ずしも十分にテストされていない、未熟なABS CDOやABCPなどの「二次証券化商品」と、ヘッジファンド経由で流入した短期の流動性が結びついたことにより発生
- 「日本型アセットファイナンス市場」では「一次証券化商品」を中心とした「シンプルで分かりやすい」証券化商品を育成すべき



不動産事業の資金調達に係るニーズ・課題と対応

「地域のまちづくりに役立つノンリコースローン市場整備に関する研究会」



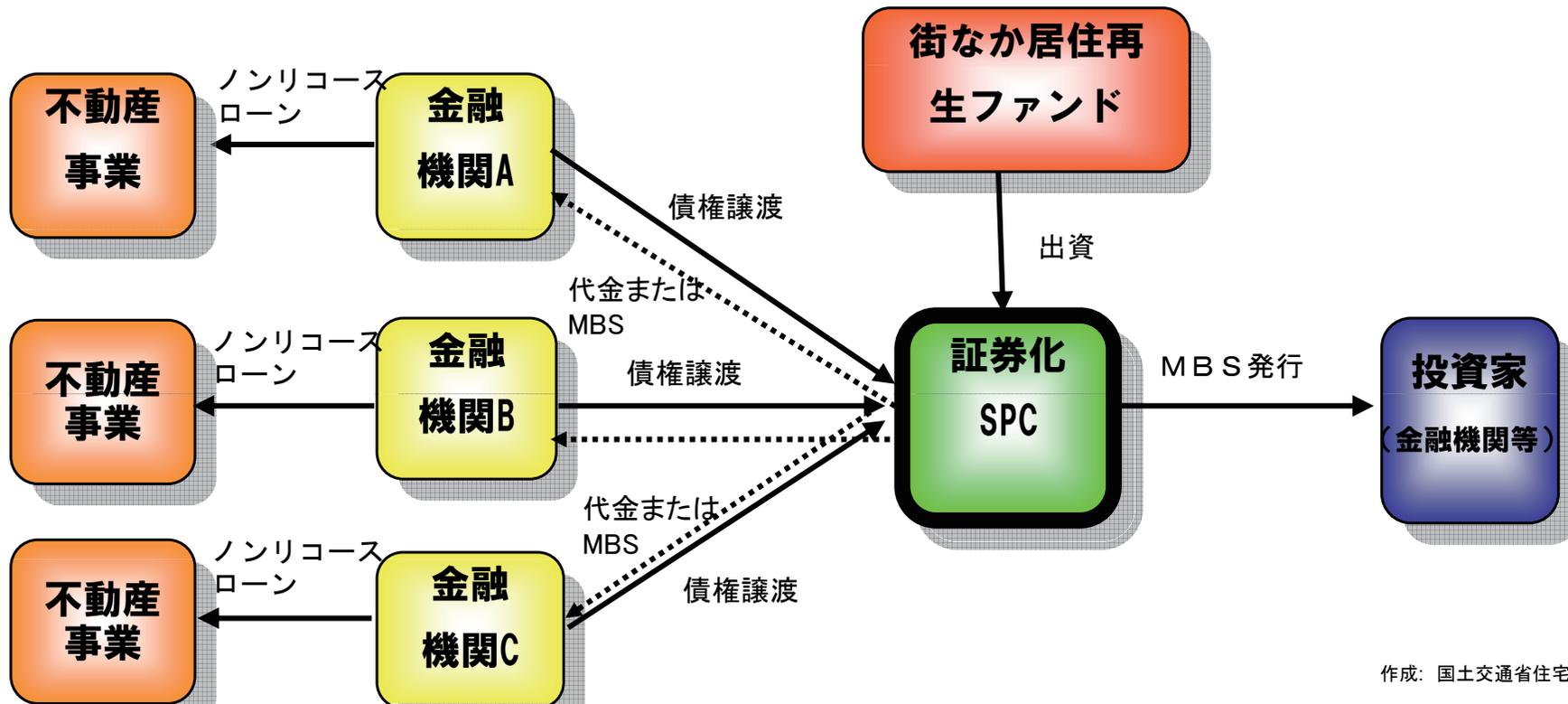
不動産事業向けノンリコースローン証券化スキーム

- 国の支援のもと、複数の地域金融機関のノンリコースローン債権（又は受益権）を証券化SPCが買い取り、証券化するスキームを構築。標準化されたフォーマットにより証券化商品に係る情報を開示。

不動産事業者：良質な物件について、事業者の信用力にかかわらず、資金調達が可能に

地域金融機関：ローンに係るリスクウェイトを軽減することにより、ノンリコースローンの供給を促進

投資家：地域リスクが分散され、投資判断容易な投資商品となることにより、投資機会拡大



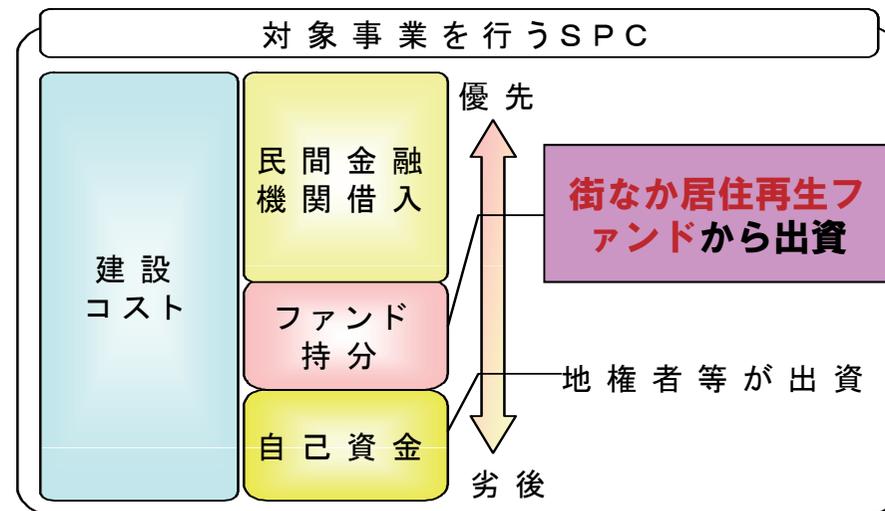
(参考)街なか居住再生ファンドの概要

中心市街地やニュータウン等における民間の多様な住宅等の整備事業及び活動拠点等の整備事業に対し、出資により支援。

○対象事業者 民間の住宅等の整備事業、街なか居住の再生に資する活動拠点等の整備事業を実施するSPC

○対象区域 中心市街地活性化基本計画の区域、ニュータウン、景観計画の区域、都市再生緊急整備地域の区域 等

○スキーム



■平成20年度二次補正

対象事業者に、ノンリコースローンを証券化するSPCを追加