

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 13 回 2009.09.18 (金)

-----

今回の会合では、野村証券金融工学研究センターの進藤久佳氏から「米国商業用不動産ローン担保証券 (CMBS) 市場の現状」と題する報告を受け討議した。昨今の状況の落ち着きを受けてしばしば提示される「金融危機は去ったか・・・」という設問に、胸を張って YES と回答することを躊躇する政策関係者・専門家の頭の中で大きな比重を占める要因の 1 つが CMBS(Commercial Mortgage Backed Security)およびその動向である。これに象徴される (商業用) 不動産市場の動向および、その (地域) 銀行に与える影響の深刻さに多くの関係者の関心が集まっている。

「金融危機」との関連では、サブプライム・ローン、証券化商品、格付け、バブルなどの一連の「専門用語」が悪夢のような出来事との関連で話題となった。イメージの中心は、居住用不動産であり、その証券化の入り口が RMBS(Residential ...)であった。商業用不動産および CMBS では、サブプライム・ローンの借り手としてイメージされるような借り手は原則として登場しない。しかし、証券化商品、格付け、「バブル」には直接関わる。RMBS に関して広く受け入れられた主張の内容を明確化し、その説得力・適切さについて検討するためにも、CMBS 市場の検討は貢献するのではないか・・・という観点からも、CMBS 市場の現状・動向にとどまらず、その機能、さらに今後期待される役割・将来性に参加者の関心が集まった。

「金融危機」の現実化は、不動産「バブル」の崩落を契機とするとみれば、居住用不動産市場のみならず、商業用不動産市場における「バブル」の発生原因とメカニズム、そこにおける「証券化」の機能・役割、関連「格付け」の役割などに関心が向くだろう。とはいえ、話題となる現象が複雑であること、とりわけ日本での市場規模がさほど大きくないことなどから、知りたいという (潜在的な) 欲求を満たす機会がなかなか得られなかった。その意味でも、今回の会合は、次回の REIT に関わる会合とともに、不動産市場、不動産関連証券市場に関わる参加者の理解に大きく貢献するはずである。

同様に、オート・ローン、クレジット・カード、学生ローンなどの資産を裏づけとする ABS の現状と今後の動向にも大きな関心が集まっている。これらについて考える際にも CMBS に関する検討が参考になるはずである。

1990 年代初頭の S&L Crisis に際して発生した不良債権の処理プロセスで誕生したという経緯もあって現在でも発行残高が圧倒的に多いアメリカの CMBS 市場について、現状および関連現象、アメリカ CMBS 市場の抱える問題について報告があり、議論は多方面に及

んだ。問題としては、(1)返済期限到来のローンの借換え困難、(2)延滞率の上昇、(3)物件価格の急落、(4)高格付け部分の大量格下げ危機、(5)新聞紙面を飾るようなデフォルト事例、(6)TALF と PPIP、が取り上げられた。

関連制度が複雑であることに加えて歴史が浅いこともあり、議論が完全には煮詰まらなかった点が残った。日本の市場の状況や日米比較などとともに、REIT を話題にする次回の会合の内容とも関連すると期待している。

なかなか話題にしがたい CMBS を検討の俎上に乗せ、その理解の深化とともに不動産市場および不動産関連証券市場への今後の検討の展開に途をつけていただいた進藤氏に感謝します。