


不動産調査

「世界金融危機と不動産証券化の将来」

東京大学大学院経済学研究科 教授 伊藤 隆敏 氏

最近の不動産の動向について ～米国住宅バブル崩壊と日本の不動産市場～

財団法人 日本不動産研究所 研究部長 中野 豊



当研究所は「不動産に関する理論的および実証的研究の進歩発展を促進し、その普及実践化と実務の改善合理化を図ること」を目的として、昭和34年に、各般の専門家を集めて設立された財団法人です。

【不動産に関する理論的・実証的研究】【不動産の鑑定評価】及び【不動産に関するコンサルティング】の3部門の調和のとれた有機体たることを目指し、本社のほか全国8支社43支所が一体となって活動しております。

編集発行人／財団法人 日本不動産研究所 企画部長 北川 雅章 © 2009
〒105-8485 東京都港区虎ノ門1-3-2 勸銀不二屋ビル TEL03-3503-5330 FAX03-3592-6393 2009年(平成21年)5月8日発行

Japan Real Estate Institute

不動産調査 No368 ISSN 1882-6431



財団法人 日本不動産研究所





東京大学大学院経済学研究科(兼)東京大学公共政策大学院
 教授 **伊藤 隆敏**
 (いとう たかとし)
 1950年生まれ、1973年3月一橋大学経済学部卒業、
 同大学院修士課程を経て1979年6月ハーバード大学
 大学院経済研究科博士課程修了(Ph.D.)。1979年9
 月～1986年8月ミネソタ大学経済学部助教授、
 1991年4月～1999年7月一橋大学経済研究所教授、
 1994年8月～1997年3月国際通貨基金
 (International Monetary Fund) 調査局シニア・ア
 ドバイザー(上級審議役)、1999年7月～2001年7
 月大蔵省大臣官房参事官(副財務官)、2004年4月よ
 り現在に至る。2006年10月～2008年10月経済財
 政諮問会議の民間議員を務める。

CONTENTS

世界金融危機と不動産証券化の将来

| | |
|--------------------------------|----|
| はじめに | 2 |
| 1. アメリカのサブプライム危機 | 2 |
| (1) 危機の原因 | 2 |
| (2) なぜサブプライムからトリプルAの格付け? | 4 |
| (3) 銀行の問題 | 5 |
| 2. サブプライム危機から世界金融危機へ | 6 |
| (1) サブプライム危機から銀行危機へ | 7 |
| (2) リーマン破綻と資本市場の機能不全 | 8 |
| (3) アメリカの危機から世界の金融危機へ | 9 |
| (4) 不動産証券化の将来 | 10 |

はじめに

本日は「世界金融危機と不動産証券化の将来」ということで、主に金融危機がなぜ起きたのかということをご説明して、最後にこれからどうなるのだろうというお話を少しさせていただきたいと思っています。

今回の世界の金融危機の発端は、皆さんもご存知の通りアメリカのサブプライム危機というところから始まっています。これは不動産証券化の結果、こういった危機が起きたというように言われておりますので、どうしてそういうことになったのか、日本に影響はないのかということをお話していきたいと思っています。そして原因の究明とそこから得られる教訓、今後のアメリカの住宅市場はどうなるのだろうということをお話したいと思います。それから、サブプライム危機から始まり、どうして世界中がこんな危機に陥るようになったのかという、サブプライムから他の金融市場、資本市場、アメリカから他国へ波及していく経路についてお話をしたいと思います。

最後に、不動産証券化のこれからの発展にということが重要になるか。つまり、最初のアメリカのサブプライム危機のようなことが起きないようにするためにはどうしたらいいのだろうかということについて少しお話を、締めくくりとさせていただきます。

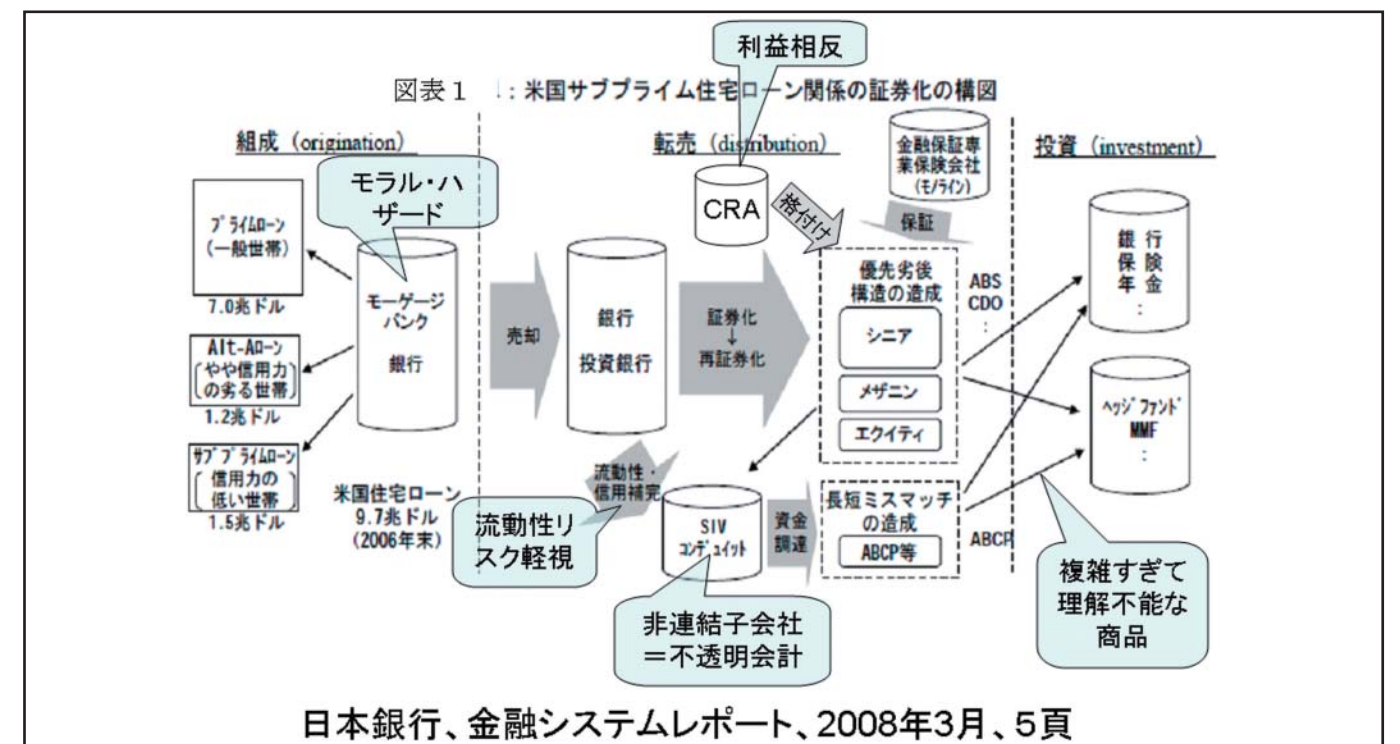
1. アメリカのサブプライム危機

これはもうあちこちで書かれたものもあるかと思いませんけれども、私なりにサブプライム危機とは何だったのかということをお話したいと思っています。これはやはり証券化ということが非常に重要な役割を果たして、いわば証券化の危ないところが隠されていたために、それがマーケットで問題になったときに非常に大きなアクションが出たということでもあります。

(1) 危機の原因

発端は、サブプライムという名のとおりのプライムよりも下のクオリティーということですから、本来借りる能力がないような人にまで貸していたということで、住宅ローンの審査基準が緩和されていたことがまず第一の問題であります。返済能力が劣る人に貸してしまったものを証券化して、いわば売り払ってしまうと、証券化した人が責任を持たないような形で、転売の始まりが起きるといのが二つめの問題になります。

さらに、普通の証券化商品ではなくて、証券化商品をさらに束ねてそこから次の証券化商品を作るとい、証券化を二回、三回と繰り返すといったことが行われた。これはもう少し詳しくご説明しますが、単純な証券化でなく複合的な証券をどんどん作っていったということが次の問題になっています。



次に、格付け機関の問題でありまして、今言ったように元々は返済能力が低い人への住宅ローンの証券化ですから、格付けも低いはずなのです。それが先ほど言いましたように、証券化された商品を一度プールに入れて、その上澄みを掬うというようなことを行ったために、トリプルAがそこから出てくるという仕組みです。ここが非常に大きな問題になったのですけれども、そこでトリプルAを与えた格付け会社というのは何だったのだろうということが今、問題になってきています。

投資銀行が証券化商品の証券化、再証券化をして、販売会社を子会社として持っていました。そこを会計上、連結していなかった。証券化商品が売れなくなったときに、証券の在庫がどんどん子会社に溜まっていて、最後はその本体に連結して大きな損をそこで出さざるを得なくなったということが起きました。従って、銀行の不透明な会計制度が大きな問題になっています。

一旦、証券化商品の価格が下がり始めますと、時価会計ですから同じような商品を持っている人の保有資産の価値がどんどん下がっていくという形で、今まで上昇していったものがどんどん下がって行って、その銀行の資本が傷んでくる。ここまで来ると、ほぼ日本の80年代後半のバブルと90年代を通じてのバブル崩壊に似ています。

銀行の資本不足という全く同じような問題を今、アメリカはかなり速いテンポで経験しています。日本のバブル崩壊後の「失われた10年」というところの教訓は何だったのだろうということが今、アメリカでは非常に議論になっているところであります。

その後はあらゆる証券化商品、あらゆる金融機関の危険度が上がったと認識される。つまり、マーケットでスプレッドがどんどん上昇していくということが起きて、世界中にこの危機が広がっていったということです。これが、サブプライムから国際金融危機へ広がっていったことの過程になっています。

なぜそういった返済能力が低い人に貸すことができたのか、借りることができたのか、あるいはそれを証券として売ることができたのかということ、もう少し詳しくお話ししたいと思います。

これは明らかにアメリカの住宅市場がバブルにあった。日本のちょうど80年代後半のように価格がどんどん上昇していく中で、最初はもちろんファンダメンタルズの理由があって価格が上昇し始めたわけですが、途中からは価格が上がることを前提にその住宅を作って、上がることを前提に住宅を買って、上がることを

前提に住宅ローンを貸し出していくというような典型的なバブル過程に入っていました。

典型的なバブル過程に入ってしまったのはおそらく2000年前半でした。2004年の辺りでバブルの最終局面に近付いてきました。つまり、全ての人が不動産の価格が上がると信じる。皆が信じたときはもうバブルの最終期にかかってくるわけですが、それが起きていたのが2004年前後であったというように思われます。その頃はこういったローンが作られていたかという、NINJA (no income, no job or asset) ローンという名前が付けられ、誰でも借りられるという位、審査基準があつてなきものとなっていました。

では、どうしてそういうのがあり得たのか。一つは、これは日本でも昔ありましたように、「最初の2年間は金利を低くします。2年経ったら通常のマーケット金利に引き上げます」という、最初は楽な支払計画というのを作った。日本だと「ゆとりローン」とか「ステップアップローン」というような名前が付いていたと思います。日本の場合は定期昇給等があるので、「何年かすれば当然賃金が上がるでしょうから、最初はちょっときついかもしれないのでそこは金利をまけてあげましょう」というような論理だったわけです。

アメリカの場合にはもう少しアグレッシブで、「2年経ったら、どうせ住宅価格が2倍になるわけだから、そこで借り換えればキャッシュをそこから引き出すことができる。それで返済できるでしょう」という、元々住宅価格が上がって借り換えることを前提にして、そういった2年間の金利を抑えるということが非常によく行われました。従って、どんなに返済能力がない人でも最初の2年間は返せる、その程度のローンを仕組んでいたということが、もちろん事後的ですけれども分かった。でも2年経ったらばれてしまいます。2年経ったら滞納が増えるであろうことは、おそらく容易に想像がついていた。でも、その貸し出しをした人は、2年間の間にこれを証券化して売り払ってしまえば、自分はリスクを負わずで済むというように考えていたであろうと思います。

そうすると証券化を前提として、それで全部自分の手を離れるということを前提に、少なくとも2年間は滞納が出ないような仕組みを作ってどんどん貸していたらしいということが分かってきました。

つまり、最初に住宅ローンを組成した人達、モーゲージバンクと言いますが、ここが本来貸してはいけないところに貸して、しかもそれを売却してしまうので、自分達はリスクを負わない行動が起きていたということ

が分かってきています。

今ご説明したところは図表1の一番左の「組成」というところで、モーゲージバンクが組成しました。いかに2年間騙せばOKというものを作っていたかというお話をしましたが、それを売却しました。

(2) なぜサブプライムからトリプルAの格付け？

モーゲージバンクが投資銀行あるいは商業銀行にこれを売却したのですが、引き受けた方の投資銀行も危なっかしいローンだという理解はしていたのです。理解しているのですが、それにさらにたくさんものを混ぜて上澄みを掬えば、もっと良い証券ができるだろうという優先劣後構造というものを作っていました。ここが、私は今回の証券化の一つの大きな問題点だということに思っています。

例えば家が2軒あって、2軒ともあまり返済能力の高くない人それぞれにそれぞれローンを貸したとします。従って返済できるかどうかというのは2分の1の確率で、そこには相関関係がないものとします。その時に、2年後に金利がパーンとはねたときまでに、仕事をしてちゃんと返済を続けてくれるという2軒をまとめてみよう。まとめたところで返済できるかどうかの確率2分の1がそれより高くなることはないと思うわけですが、そこで優先劣後という考え方を導入します。つまり、2軒のどちらでもいいけれども、最初に払われた部分は再証券化したものの返済に充てるというように考えましょう。

そうすると、相関関係のない2軒の場合、2分の1と2分の1ですから、両方が返済する確率というのは4分の1です。どちらか1軒が返済する確率が2分の1、どちらも返済しない確率が4分の1となります。そうすると、どちらか1軒が返済する確率は4分の3に上がる。だから、独立の2分の1のものを2軒混ぜて、どちらでもいいからとにかく最初に払われたものはこちらに優先的に払いますという優先証券を作ったとすると、その返済確率というのは上がります。従って、4分の3の確率で、どちらか1軒からは確実に家賃が入ってくる。でも、そうすると上澄みではない下のほうにはもっと酷いものが溜まっているので、ほとんど返ってこない。でも、ごくたまには4分の1の確率で返ってくるという証券ができるということなのです。

上澄みを掬うということは、今は2軒の話をしたけれども、これが例えば100軒にして、100軒のものを混ぜて鍋に入れてかき混ぜて、一番上澄みだけ掬ってくる。そうすれば、ほとんどの場合は返済があるのでは

ないかと、いくら何でも100軒のうち1軒は返しているでしょうというような論理です。たくさんものを入れて、そのうち返済された、家賃が入ってきた最初の20%をシニアという証券の持ち主に支払います。最初に返ってきた20%、これは100軒ぐらゐ混ぜておけばほとんどの場合、最初の20%は返済してくれるに違いない、そうすれば格付けがAAAになるということになります。

ここで重要なのは格付けをしている格付け会社というのが、実は最初から相談に預かっていたらしい。つまり、どれ位の住宅ローン証券、あるいはちょっと社債も混ぜたりなんかして、「どれ位のものをに入れて上澄みを掬えば、これをAAAと呼んでくれますかね？」という相談を受けて、「最初の20%か30%ぐらゐはほとんど滞納はないでしょうからAAAにしましょう」と言って、ボンと判子を押すというようなことをどうもやっていたらしいのです。それで、格付けをすれば手数料が入るといビジネスを、どうも格付け機関はやっていた。完全に独立で、客観的に確率を計算してAAAという判断をしていたわけではないらしい、グルではないかということに今はなってきました。

そうすると今言ったように、最初の20%はシニアということでAAAになった。残りの80%をどうするか。またもうちょっと格付けの良いものを混ぜて、もう1回スプーンにして、また次の上澄み20%もAAAという形で、足りないものがあれば優良な債券を少し混ぜてAAAのものを作り出し、2回、3回と再証券化をしていったということがどうもあったらしい。

たくさんものを混ぜて相関関係がなければ、上澄みを取ることでAAAが作れる。ここが今非常に大きな批判を浴びている先端的な金融革新 (financial innovation) だった。私は21世紀の錬金術ではないかと思っているわけですが、ここが非常に大きな問題だったということが分かってきたわけですね。従って、優先劣後構造を作ったというところが、今回の危機のかなり核心的に重要な部分であったということでもあります。

先ほど言いましたように、バブルの最終局面でNINJAローンと呼ばれるとんでもないものが作られてきたのが2004年と2005年辺りでありました。それから2年間位は低い金利ということは、2年間の時限爆弾を抱えて2004年、2005年から走っていた。

つまり、2006年、2007年の辺りに滞納率が極端に高まっていくということが起きたわけですね。ただ、そのときにはもう手遅れでした。実は問題は2004年、

2005年に発生していた。これをワインに例えて「ビンテージ2004」、「ビンテージ2005」という名前で行っているわけですが、どんどん年を追うごとに、2年経ったときの滞納率がだんだん上がっていったことが分かっています。従って、明らかに質の低いものが2004年辺りから発生していたということが、今になって分かっているわけであります。

(3) 銀行の問題

シニア、メザニン、エクイティといった優先劣後関係を持った再証券化された証券が出てきたわけですが、次にそれを売り払わなければいけない。投資銀行はそれを組成したうえで、それを自分達で持つわけではなくて投資家に売っていくのです。さらに、お金を借りてきて、大きな資産を買い取って、さらにそれを最終投資家に売っていくという作業が行われました。

それをやっていたのがコンデュイットとあって、これはだいたいバミュダとかバハマに籍のある特殊目的会社でありまして、そこを通じて作った再証券化された証券を最終投資家に売っていきました。

最終投資家は、誰だったのか。これは日本にはほとんど入ってきていません。日本人が賢かったのか相手にされなかったのか分かりませんが、日本にはほとんど販売されていない。ごく一部しか入ってきていません。ほとんどはアメリカ国内と、それからヨーロッパで販売されていました。銀行や保険や年金基金、ヘッジファンドやMMF等を通じて投資家、地方商業銀行、それから個人に、これが販売されていたということが分かっています。

先ほど言った銀行の会計に問題があったというのは、投資銀行の子会社であるSIVコンデュイットと呼ばれる販売会社が、子会社なのだからリスクを計算して、そのリスクに見合う資本を手当てしておかなくてはならないのを全然していなかった。これは「単に販売子会社ですから、自分達で在庫を持つわけではなくて、作ったものを単に売っているだけです」という論理で、資本は全然手当してなかったわけです。

実は「その子会社に在庫が滞留した場合等には、流動性補完はしますよ」という約束がされていたのです。一旦販売が滞ると、そこでどんどん口数が溜まっていく。そこに資金の手当てをしなければいけないということで、商業銀行からその子会社に資金が流れていく。つまり、そこに不良債権が発生して、それを貸し込んでいくというようなことが自分の子会社との間で起きてきました。これが分かっていたのが、2007年初めから囁かれ

ていましたけれども、2007年8月にBNPパリバという銀行の子会社に、流動性をどんどん入れていったために行き詰ったということが分かった。そこで解約停止になったのが2007年8月であります。

つまり、2004年、2005年に組成したものが2年という時間を経て、滞納率がどんどん上がってきて、滞納率が上がると再証券化したものが売れなくなって、そこに在庫が溜まって、本部から送金しても回収の見通しが立たなくなってきた。これが2007年の夏にようやく発覚しました。そこで多くの人は初めてコンデュイットとかSIVという名前を聞いて、図表1のようなことがおぼろげながら分かっていたのが2007年8月であります。

2008年の3月にベア・スターンズという投資銀行がほぼ破綻して、救済合併されなくてはならないということが起きました。ということは2008年の春には、これは非常に大きな問題だと認識されるようになっていったわけです。しかし、問題の種というのは2年前に蒔かれていたと認識する必要があります。

何が問題だったかということ、そのモーゲージバンクというところでモラルハザード、つまり返済確率が元々低い人に貸して、それを証券化して自分の手元にはリスクが残らないような行動をしていた、ということです。

次に、格付け機関の利益相反。自分達は手数料が稼ぎたいからAAAを連発していたのではないかと、どうすればAAAが取れるということ、をわざわざ指南していたというその利益相反の問題です。

それから、銀行本体と子会社との関係で流動性のリスクというのをほとんど無視して、そこには資本を割り当てなかった。非連結であるために、本体の会計が健全であるかのように見せていた。実際に子会社で大きな問題になって初めて連結して、そのときには一気に資本が落ち込んだということでもあります。

この辺は日本のバブル崩壊を覚えていらっしゃる方もいると思いますが、子会社の間で「飛ばし」をしていたとか、あるいは評価を時価会計にしないでいつまでも貸し込んでいたというようなことが、10年、15年位前は日本でも頻繁に起きていたのです。仕組みはかなり違いますが、同じような、会計が非常に不透明であったということが今回も非常に大きな問題だったし、大きな問題になるまで気が付かなかった。

最初の時限爆弾もありましたし、会計上はすぐ見えないような仕組みがあったということで、問題が大きくなるまで誰も気が付かなかった。だから問題が爆発したときには、大き過ぎて手に負えないことになっていた原因で

あります。

おそらく最終投資家は、複雑すぎて理解していない。つまり、自分が買ったものはAAAと書いてあるので、その背後にどういった上澄みを集めているのか、その上澄みの元になっている証券はどこなのか、その元になっている住宅というのは何州のどこの町の誰々さんが持っているものなのかということは、全然気にしていません。

AAAだけを信じてその証券を買っているのであって、どういったリスク、どういった過程のもとに、誰々さんと誰々さんの返済能力に相関関係があるとか、相関係数がいくつとか、そういったリスクのマトリックスなんていうのを最終投資家は理解していなかっただろうと思います。

でも、そこが一番重要な点であったということだと思ふのです。相関関係がないと思っていたけれども、ものすごく高い相関があったから、一人が返せなくなると皆が返せなくなるということが起きていた。それは先ほど言った上澄みを掬うということで、再証券化するときにはほとんど計算に入っていなかった。計算外のことがそこで起きていたということだと思ふます。

よく言われるように、アメリカの場合はこれまで住宅の価格を大きく下げたことはないとか、下げたとしてもそれは一部の州、一部の地域に限られたことであって、アメリカ全土で住宅価格を大きく同時に下げるということは、これまでほとんど起きたことがなかったということです。

それから、先ほど相関と言いましたけれども、例えばボストンの住宅とテキサスの住宅とカリフォルニアの住宅とシアトルの住宅の証券を混ぜたとすると、テキサスの住宅はオイル価格が上がれば住宅価格が上がるし、オイル価格が下がれば住宅価格が下がる。これはブームが去って人がいなくなるわけですからそういうことがあるけど、それはボストンの住宅価格とは無関係です。また、ITバブルが上がってはじけると、カリフォルニアのパロアルトあるいはサンフランシスコの住宅価格は上がったりが下がりたりするけれど、それはシアトルやヒューストンとは無関係である、そこに相関関係はない。それと、さっき言ったプールに入れて上澄みを掬うというところで、高い格付けの証券を作ることができる。

だから、同じ町と同じ地区の住宅の証券をいくら混ぜても上澄みを掬うのは非常に難しいのですけれども、多くの町の多くの違った住宅を入れれば入れるほど、上澄みを掬うのは理論的には、やりやすくなる。おそらくそういうものが入っていたであろうと思われるわけです。

ヘッジファンドの人や年金基金の人がAAA証券の裏側にある、どんな住宅が入っているのか、本当にその相関関係は低いのかということについては、それほどきちんとしたことは分かっていなかったらと思うます。

従って、今回の問題というのはモーゲージバンクという、日本で言えば住宅ローンを組成したところがそもそもリスクを売り払ってしまうということになって、その売り払われたリスクを買った投資銀行が、鍋に入れたものから上澄みを掬うというシニア証券を作りAAAの判子を押してもらって、最終投資家に売っていた。

でも、そのリスクモデルがおそらく間違っていたというところがあって、しかも2年間の低金利の猶予と会計が不透明であるということから、問題が大きくなるまで誰も気が付かなかった。気が付いたときには手遅れだったということが、サブプライム問題の本質になっていきます。

2.サブプライム危機から世界金融危機へ

サブプライム危機というのは住宅ローンの、しかも返済能力の低いと思われる人達の特異な住宅ローンマーケットの話です。そこは確かに時限爆弾で、時間が経ってから爆発したことはあるかもしれないけれども、それがどうして世界的な金融危機にならなくてはならなかったのかということが次の話になります。

まず、いくつかの論点があります。一つは、サブプライム危機が銀行システム全体の危機になったということです。日本の場合も、80年代の不動産バブルによって銀行システムが危機になったということを思い起こすと、それほど不思議ではないことかもしれません。

次に、リーマン・ブラザーズという投資銀行が2008年9月15日に連邦破産法のチャプター・イレブンを申請した。これは非常に大きなイベントでありまして、これの前と後では世界の金融資本市場は全く風景が違ってしまったと言えます。それはなぜかということをお話して、リーマン破綻以後はどんどん資本市場が機能不全に陥っていく。それまでほぼアメリカだけの問題、あるいは不良債権を買った欧米の最終投資家の問題だったのが、ヨーロッパの金融システム、さらにはいくつかの国の通貨危機にまで発展していった。それはなぜか。サブプライムから地理的、金融市場、金融商品の垣根を越えてどんどん危機が広がっていったところを解説致します。

(1) サブプライム危機から銀行危機へ

まず不良債権問題が起されれば、それが商業ローンであろうが住宅ローンであろうが、あるいは保有債券が何であろうが、銀行の資本が棄損していく、資本不足に陥っていくということは容易にお分かりになると思います。

今回の場合は、サブプライム絡みの証券、あるいは再証券化された証券を持ったために、それでバランスシートの資産側の価値がどんどん下がって行って、負債に比べて非常に小さくなって、それを守るべき資本が足りなくなるといったことが起きてきました。

資本不足になった金融機関はどうするかといえばそれほどチョイスはなくて、健全なところに救済合併してもらおうか、破綻するか、あるいは公的な資本を注入して公的資本がその資本不足を穴埋めする、あるいはそれでも純資産がマイナスになったような会社については国有化するというので、その資産債務整理を進めることが必要になってきます。

この四つの方式が使われていますが、ここに必ずしもアメリカ政府の明確な手続きがあって進められているというよりは、その場その場で使える手法を取っているということだと思います。

思い起こせば日本の場合も、住宅金融専門会社の問題が明らかになったのは1992年です。その住専問題から一部の信用組合の破綻に繋がっていったのは1994年。住専と信用組合は比較的小さな金融機関だと当時思っていて、これをどう処理しようかということで悩んで、6,850億円という公的資金を入れるかどうかで国会が紛糾したのが1995年です。

それから、山一、北海道拓殖銀行の破綻が97年11月ですから、最初に住専の経営がどうも思わしくないと気がついた92年からすでに5年経っていたわけです。山一証券、北海道拓殖銀行という大きな金融機関が倒れるまで5年かかっています。

山一証券、北海道拓殖銀行は自発的な廃業と事実上の清算になったわけですが、これがおそらくリーマン・ブラザーズの破綻に対応するぐらいの大きなショックでした。逆に、リーマンというのはその位大きなショックだったと言えればお分かりいただけると思います。

97年11月の段階で、1カ月位前でさえ、まさか都市銀行の一角が救済合併ではなくて破綻することになると思っていた人は多くなかったわけで、リーマン・ブラザーズもその週末までは誰も連邦破産法で破綻するとは多くの人は思っていなかった。

これは、一つは3月にベア・スターンズという投資銀

行が救済合併されました。救済合併するときに連邦政府が非常に大きな補助金を、救済する側に付けて救済してくれたわけです。そういったことがリーマン・ブラザーズにもなされるのではないかと。リーマン・ブラザーズは確かにやばいけど、これほどこが救済合併してあげるに違いないとマーケットは信じていた。

思い起こせば97年、確かに山一証券はなんかおかしいとマーケットの人は春からずっと言っていたわけです。しかし、自主廃業はまずあり得ず、どこかと救済合併されるに違いないと皆が思っていた。

だから、マーケットが思っていることに対して非常に大きな驚きがあるような結末になると、そこでもうほとんど思考停止になってリスク回避に行く。ひょっとして他の金融機関もということで、97年11月のときにはジャパン・プレミアムという形をとった。日本の金融機関のバランスシートなんて全然信じられない、日本の金融機関に貸すときにはどこであろうと2%上乗せの金利でないと貸さないということがロンドン、ニューヨークで行われた、これがジャパン・プレミアムということになります。

これと全く逆のことが今回起きて、そういう名前は付きませんでしたけれども、ほとんどウエスタン・プレミアム。欧米の銀行に関してはとても怖くて貸せない。次の週末にどこが倒れるか分からないということで、誰も銀行間で貸し借りをしない。あるいは、証券を引き受けたりしないということが起きた。これがリーマン・ブラザーズを破綻させた最大の読み誤った点だと思うのです。

つまり、リーマン・ブラザーズの破綻だけではなくて、あらゆる金融機関がお互いに疑心暗鬼になる。バランスシートをとて信じられない。明日、破綻するかもしれない。だから、取引はなるべく控えよう、とにかく自分のキャッシュポジションを手厚くして、解約が来たらすぐに対応できるようにしないと心配である。だから貸さないでどんどん回収して、自分のキャッシュポジションを厚くするという行動を、全ての金融機関あるいは投資ファンドが取った。この行動によって、昨年9月15日後に世界が暗転したわけです。

翌日、AIGが実質的に国有化されます。国有化とは言われていませんが、実質上は国有化だったわけです。これはAIGが保証したCDSという証券の価格がとて下落して、AIG自体がCDSの証拠金を出せと言われたときに、全てに対応できない位大きなCDSのポジションを作ってしまったことが分かったために、CDSマーケッ

トを守るため、あるいはAIGという大きな保険会社を守るためには、政府が実質的に経営権を握らなければいけないと決断したのはリーマンの翌日の話です。さらにそのあと、Bank of America、Citi等にアメリカの資本注入が行われてきているというのはご存知の通りであります。

従って、今でもアメリカでは救済合併なのか、破綻なのか、資本注入なのか、実質国有化なのかということについて悩みつつ、その場その場で、私に言わせれば場当たりの対応しかできていない。大きなフレームワークというのが今だにできていません。ガイトナー米財務長官がいくら説明しても、中身が詰まっていないではないかという批判を受けるのは、その手続きがきちんと決まっていなかったからです。

日本で言えば98年、97年に山一や拓銀が潰れてからようやく1年経って、どういう場合に、どういう手続きを経て一時国有化するかということが決められて、そのもとで長銀と日債銀が一時国有化されました。

一時国有化されたけれども、もちろん業務は続けて債務は全部守られたので、預金者も含めて債権者は全部守られました。そういう意味では、実質国有化に踏み切ったというのが、日本が最終的に金融危機を収めていくところで重要なポイントだったわけです。

98年に日債銀と長銀を一時国有化して、99年3月に第二次資本注入をして、1999年夏には危機はほぼ収まったかなと思われました。それからしばらく大丈夫だったわけですが、2002年、2003年に、りそな銀行の一時国有化というところまで行って、もう一度金融危機があって、そこからようやく回復していったという辺りは皆さんがご存知の通りです。

従って、日本は10年かかった。最初に住専が危ないと言われたときから、りそな銀行あるいは足利銀行の国有化ということで、最終的に財務が弱い銀行は国有化されるか自力で資本を厚くするか、あるいはメガバンクのように合併するかといったことで、何らかの最終的な決着がついたのが2003年だとすると、最初に住専に問題があると一部の専門家に指摘されてから10年かかっています。

アメリカは今回どこを起点にするか分かりませんが、2007年8月のBNPパリバを起点とすると、2007年8月から何年かかるか。私は、もちろん10年かかるかと思うのです。これまでのスピード感、あらゆるものが速く展開していますから、アメリカが4倍速で事態が進行しているとすると、3年ぐらひはかかるかもしれま

せん。2007年8月からいうと2010年の夏位までかけて、ようやくアメリカも決着するのではないかと思います。

その過程でどこまでの金融機関が実質国有化されなくてはいけないのかというのは、これからの展開を見守ることになると思いますが、今でもアメリカの場合はまだ現在進行形で、どこまでの範囲の銀行がどのような決着の仕方をするのか。救済合併なのか破綻なのか。おそらく、リーマンの後はとて怖くて破綻させられないということでしょうから、救済合併、公的資本の注入あるいは国有化ということで、これから1年をアメリカは非常に苦勞しながら、この金融危機を収めていかなくてはならないということだと思います。

(2) リーマン破綻と資本市場の機能不全

リーマンの破綻によって、お互いに金融機関同士が疑心暗鬼になったということで、スプレッドが上昇しています。日本の場合にはジャパン・プレミアムと呼ばれたようなものですが、とにかく長期間のものはプレミアム金利を付けないと誰も買ってくれない。従って、3カ月ものオーバーナイトの差を取ると、これがどんどん急上昇したというのが期間スプレッドです。

それから、ちょっとでも信用力のない金融機関、企業、国といったものに関する証券は、スプレッドが非常に上昇した。従ってAAAとAAの違い、AAとAの違い、こういったところのスプレッドがどんどん上昇していったということです。従って、あらゆるリスクに対する値段が急上昇したというのが、リーマン破綻直後に起きたことです。

金融機関同士がお互いに信用しなくなるわけですから、銀行同士の貸し借りができなくなる。端的に言えば、銀行間市場が機能不全に陥る。そうするとどうなるのかというと、中央銀行が乗り出して、中央銀行がその銀行間市場に資金を提供し、中央銀行が相手だったら貸し借りをしてもいいということになってきました。

そこで、中央銀行がいろいろな形で直接乗り出して、証券を買うといったことが起きてきた。スプレッドが高すぎれば当然売買もなくなってしまいうわけですから、マーケットそのものが消滅してしまう。従って、そういった社債市場や証券化商品市場に直接アメリカの中央銀行が乗り出して、保証を付けたり、債券を買うといった平常時にはあり得ないような中央銀行のリスクの取り方を、今のアメリカの中央銀行はしています。

これも日本との対比になりますけれども、日本も銀行危機のさ中である、98年、99年から2003年位まで、

様々な形で中央銀行はもっといろいろな資産を買うべきだという提案がされていたわけですが、頑として日本銀行が受け付けず、わずかに長期国債の購入を増額したということで、リスクのあるものに対する購入というのはごく限られたものしか行わなかったわけです。

(3) アメリカの危機から世界の金融危機へ

国際的な波及ということでは、最初に起きたのは資本が不足する、あるいは流動性が不足するということでした。その時に何をするかというと、最初にとにかく売れるものは売ってキャッシュを手厚くする。少しでもインカムゲインが生じているものは売り払って、そのゲインを得てキャッシュに変えて、それで本国送金する。

先ほど言ったように、子会社で大きな焦げ付きを出しているわけだから、親会社にある資産を売ってとにかくキャッシュにして、預金の引き出しやファンドの出資者の解約等に備えなくては行けないという、非常にディフェンシブな行動に走りました。

彼らは、2003年の低いところで仕込んだ日本、韓国、中国、インドの株、そういった多くの国の株や国債、あるいは社債や不動産を持っていました。ありとあらゆるものを持っていた投資銀行や投資ファンドといった人達が、そういったものをどんどん売却して本国送金を行った。これが昨年9月のリーマン破綻以来、今も続いている現象であります。

また、さらに借金をして、高い投資リターンを求めて投資をしているという、いわゆるキャリートレードがあります。安い金利で借りて、高い金利あるいは利回りのものに投資するというキャリートレードの対象になっていたのは、金利が低かった日本円、あるいはスイスフランといったようなもので借りて、高い投資収益を求めて不動産証券とか何かを買っていたけど、それを全部損切りして、証券を売り払って借りている円を返すというキャリートレードの解消が起きてきたわけです。これも昨年9月15日以降は非常に顕著になってきました。

これで何が起きるかということ、売られた方の資産は価格が下がります。従って世界中の株が下がる。これはアメリカ人の投資家あるいはヨーロッパの損を出している投資家が、一斉にこれを売って本国送金をした。本国送金をしますから、ドルが上がって世界中の通貨が下がります。

これは非常に不思議な現象で、普通は金融危機が起きた国の通貨は下がるのです。日本も97年から98年にかけて銀行危機のさ中には、大きく円安になっています。だから普通に考えると、今回はアメリカの危機なのだから

ドルは下がるだろうと思ったら、ドルがどんどん上がっていった。それは、アメリカの金融機関がとにかく売れるものは全部売って、本国送金ということをしたからなのです。

唯一、例外が日本円です。円はドルに対しても高くなっています。ここ2、3日は円安になっていますけれども、先週末までは対ドルで円高が進行しました。対ドルで円高が進行したということは、他の通貨に関して言えばもっともっと円高になった。だから、円ユーロとか円ウォンとかそういった通貨を見ると、ものすごく円高になっています。

だから、対米ドルではたかだか15%位の円高ですけども、対ウォンで言えば50%位円高になったり、ユーロでも30%~40%円高になったということで、唯一の例外が円なのです。これはなぜかということ、先ほど言ったキャリートレードの解消です。円を借りていた人がどんどん返してきたというのが一点です。

もう一つは、日本の個人投資家で高い金利を求めてオーストラリア、カナダ、ニュージーランドといった所の証券あるいは通貨に投資をしていた人達が、非常に損を被ったのです。通貨が下がるということで、オーストラリアドルもニュージーランドドルも大きく下げたのですけれども、それによって損切りをして火傷を負って日本に円で帰ってきたということです。この二つの流れが、先ほど言ったアメリカ金融機関の本国送金よりも大きかったということで円高になったのです。

もっと酷いことになっているのは、旧東欧諸国であるハンガリー、チェコ、ポーランド、ウクライナ、バルト三国、ラトビアといった所、また別の理由ですけれどもアイスランドです。今、通貨危機はどんどん広がっています。幸いなことに韓国も含めたアジアの国は、通貨は確かに下がっていますが、通貨危機と呼ばれるような状況にはなっていません。

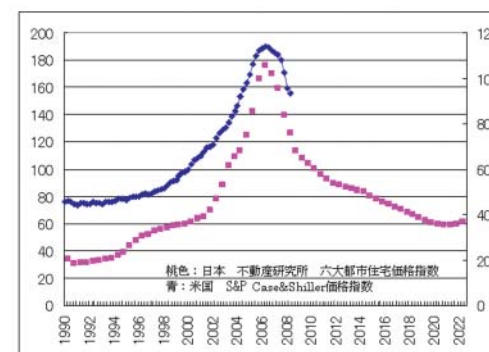
そういう意味でも日本を含めたアジアというのは、皆さんは大変なことになっているとお思いでしょうが、これでも世界の他の地域よりは比較的まだましと言えます。特に新興市場に関しては、アジアの方がまだましです。旧東欧とかは大変なことになっています。株価に関しては言うまでもなく、アメリカからそれ以外の国にどんどん波及して行って、新興市場はもっと酷いことになっています。

(4) 不動産証券化の将来

では、これがいつまで続くのかということを考えなくては行けないわけですが、一つはやはりバブルが起きたわけですから、バブルが全部弾けて落ちるところまで落ちないと、それは戻らないだろうということは容易に想像がつくと思うのです。

バブルというのは価格が上がるけれども供給も増えていったわけですから、いったん売れなくなると、過剰在庫が溜まっているだろうということで、米の住宅着工に関していえば2005年がピークで、そこからどんどん落ちてきています。2008年はもっと低くなっています。それによってマーケットが崩壊しているわけですが、在庫もどんどん減っているはずなので、どこまで在庫が減ってこれが反転するのかということが鍵になってきます。

図表2 Is US following Japanese footsteps?
-- 16 years later



日本の住宅バブルを不動産研究所の六大都市住宅地価指数(図表2の赤点)で見ますと、90年をピークとして、今の我々の状態というのは1980年代のバブルが始まる前位まで、大都市圏は崩壊してしまっています。

アメリカはS&P Case&Shillerの作った価格指数(図表2の青点)で見ますと、山を登って少しおり始めたところです。これを重ね合わせるとどんな感じかというと、日本に比べるとまだ落ち方が少ないように見える。日本とアメリカは違う、アメリカは移民がどんどん入ってくるし人口も増えているということを加味したにしても、もう少し落ちて不思議ではないということが分かってくると思います。従って、あと1年はかかるのではないかとというのが私の予想であります。

まとめますと、不動産証券化は皆さんもよくご存知の

ようにメリットが非常に大きいわけです。新聞なんかを読んでいると証券化そのものを問題にする人がいるのですが、証券化そのものは重要な金融革新の一つになっていますから、メリットは否定すべきではないのです。

問題だったのは、最初にお示した図表1にあるような様々な組成から流通の段階で、いろいろな問題があった。モラルハザードもあったし、利益相反もあったし、銀行の連結会計の問題もあったし、こういったことが全部整理されないとアメリカの今回の住宅バブルの問題は解決しない。それが解決しなければ皆は怖くて、少なくともしばらくの間はアメリカの住宅証券なんて買わないだろうというのは、容易に想像が付きまします。

従って、先ほど言ったいろんなものを混ぜて上澄みを掬った部分をAAAと高格付けして証券化するというのは、おそらくもうないと思うのです。もうちょっと単純な商品に回帰するのではないかと考えています。短期的には公的な保証を付けなければ、アメリカの住宅証券の買い手はほとんど出てこないだろうと予想が付きまします。

では、日本はこれからどうなるのか。日本は日本でまた独自の問題を抱えています。アメリカで起きたような問題が日本で起きるとは思いませんし、十分教訓は学んだと思いますが、これからは不動産証券化による証券の組成、流通、チェック機能という点については、まだまだこれから行政や業界団体、実務に携わる人、我々のような学界の立場からよく研究していく必要があります。

元々メリットの大きな証券化の対象のものですから、これからはこれを育てていくという姿勢は大切です。規制をどんどんかけて殺してしまうのは望ましくないと思いますが、この育て方を間違えるとアメリカのようなことが起きないとも限らないということで、ここは気を付けて今後の証券化の将来を考えていかなくては行けないと思います。とりあえず来年の夏位までは非常に苦しい状況が、アメリカおよび世界で続くだろうと思いますが、その後は何とかアメリカに立ち直ってもらいたいと思っています。

ちょうど時間となりましたので、以上で私の話は終わらせていただきます。どうぞご清聴ありがとうございました。



財団法人 日本不動産研究所
研究部長 **中野 豊**
(なかの ゆたか)

1975年(財)日本不動産研究所入所 大阪支所(現近畿支社)、神戸支所、コンサルタント部を経て、2008年5月より現在に至る。

兵庫県・神戸市の各種審議会委員、日本不動産鑑定協会理事を歴任。

「不動産マネジメント入門」東洋経済新報社(共著)他。不動産鑑定士、再開発プランナー。

CONTENTS

最近の不動産の動向について～米国住宅バブル崩壊と日本の不動産市場～

- 1 米国・欧州・アジアの住宅バブル 12
- 2 日本のミニバブル消滅 15
- 3 米国住宅バブル崩壊の現状 ～カリフォルニアの最新の動向～ 16
- 4 今後の見通し 18

現在の世界的な金融危機の背後には、世界的な住宅バブルがあったということで、まず米国、欧州、アジアの住宅バブルについて、次に米国のサブプライム問題の影響を受けて、日本の不動産市場でミニバブルあるいはファンドブームが消滅したと言われておりますので、最近の国内不動産市場についてお話をしたいと思います。

それから今、特に米国経済の行方が注目されていますが、米国景気は住宅市場の回復にかかっているということですので、最近の米国住宅市場の状況について、その中でも一番バブル崩壊の影響が大きいカリフォルニアの動向についてもお話をさせていただきます。

最後に、現状では非常に不透明な状況ではありますが、今後の見通しについてお話をさせていただきたいと思っております。

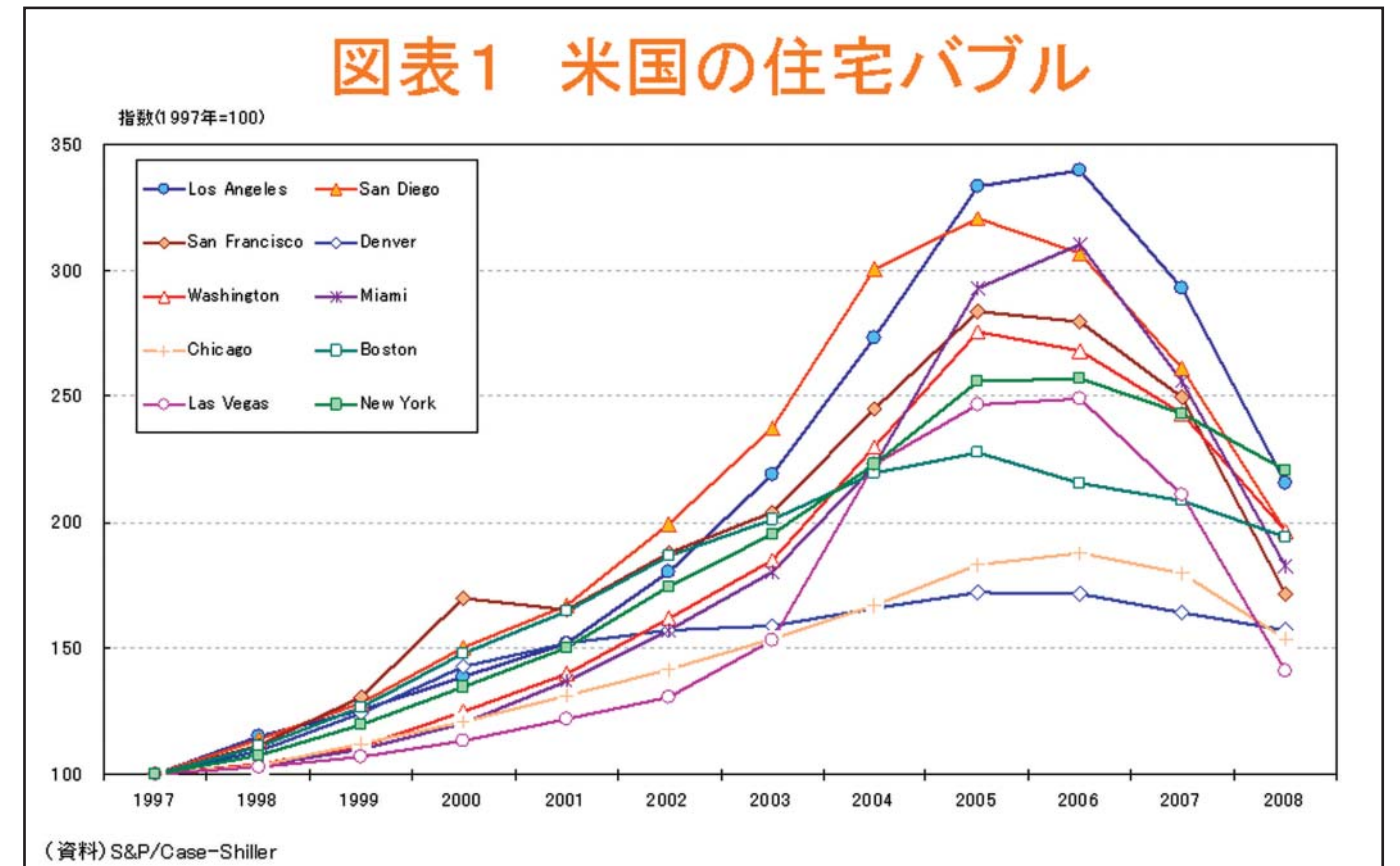
1. 米国・欧州・アジアの住宅バブル

図表1は最近有名になったS&P/Case-Shiller住宅価格指数ですが、米国主要10大都市の住宅価格の動きを示したものです。2006年からかなりの下落が進んでいるという様子が分かります。特に、ロサンゼルス、サン

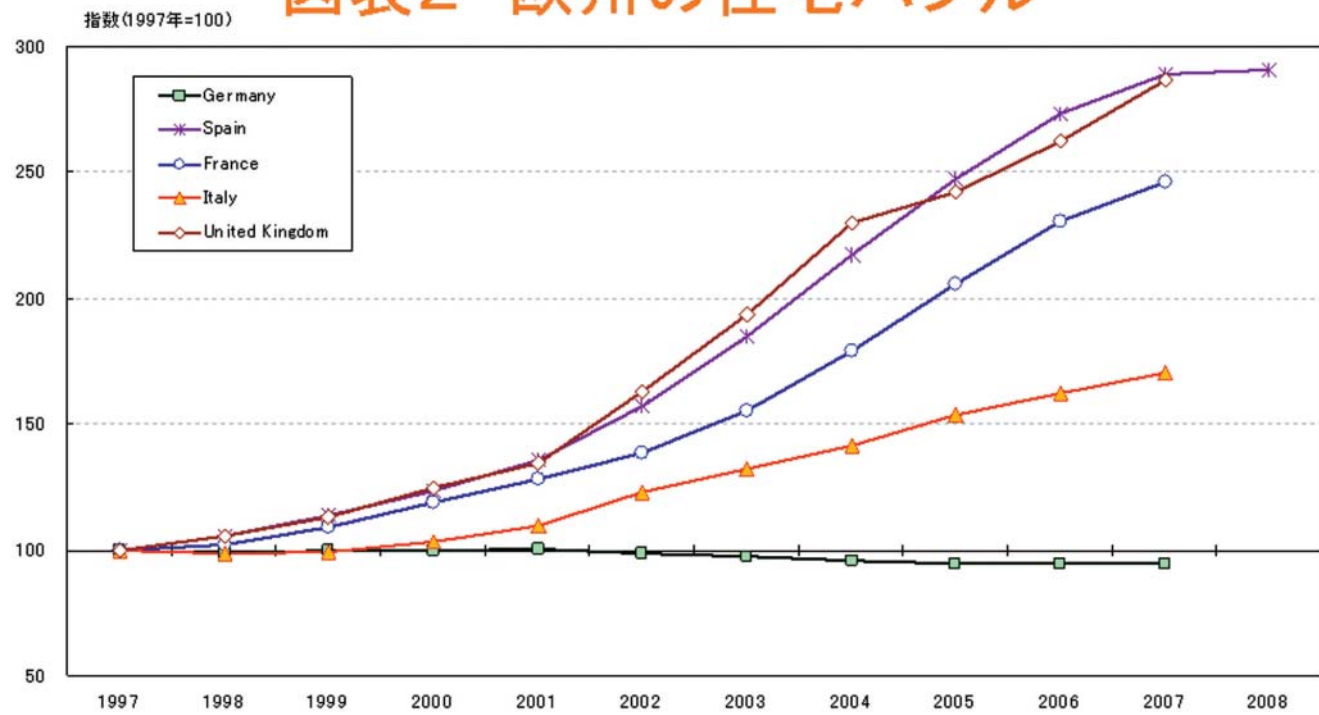
ディエゴ、マイアミがこの一年で20～30%と大きく下落しています。一番下のグラフはデンバーですが、米国で一番住みたい都市と言われているようで、他の都市と比べると安定した動きをしています。

図表2は欧州の住宅価格の動きです。住宅バブルは米国だけではなく、欧州の住宅価格もかなり上昇していました。その中でも一番上昇したのはスペイン、その次がイギリスで、バブルの程度は約3倍で米国と同じような水準になっています。フランスはそれほどではありませんが、かなりのレベルに位置しています。イタリアはユーロの平均的なレベルにあります。一番下のグラフはドイツで、欧州の中では蚊帳の外と言った状態にあり、どちらかというと下落傾向にあるという状況です。

図表3はアジアの住宅価格の動きです。ただし、アジアはそれぞれの国で統計の作り方がバラバラで、ソウルと日本は住宅地の価格指数です。またアジア通貨危機がありましたので、米国や欧州と比べ時点をずらして2000年を基準としています。一番上昇したのは上海で、北京はそこそこというレベルです。ソウルも相当に上がっていますが、日本はドイツと同じ下落傾向です。

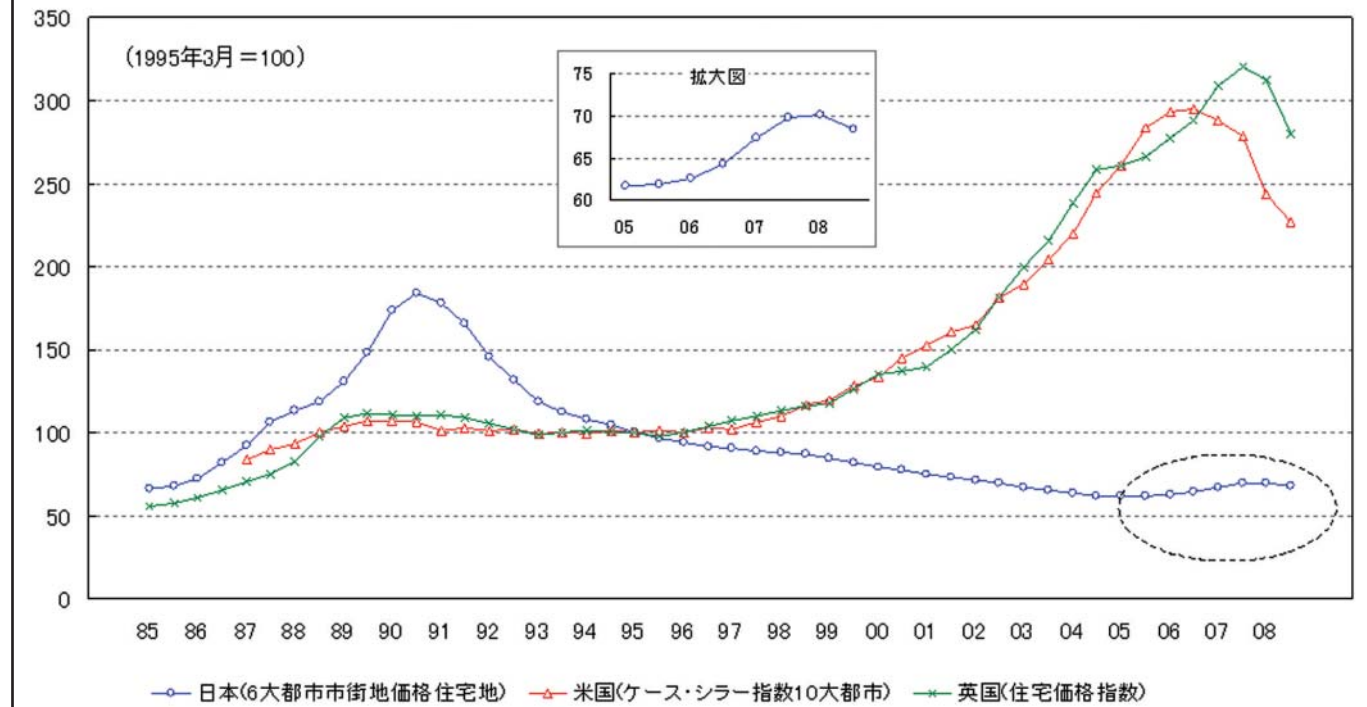


図表2 欧州の住宅バブル



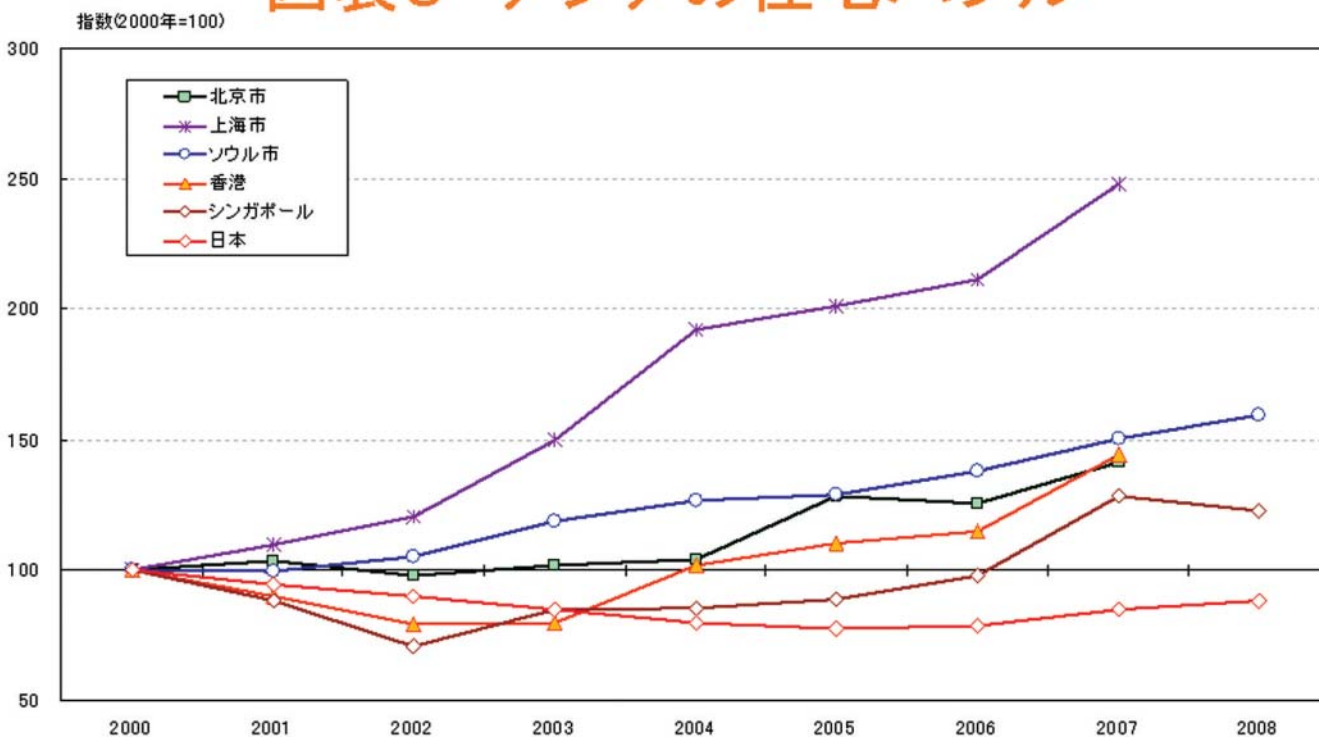
(資料) European Central Bank

図表4 日・米・英の住宅バブルの比較



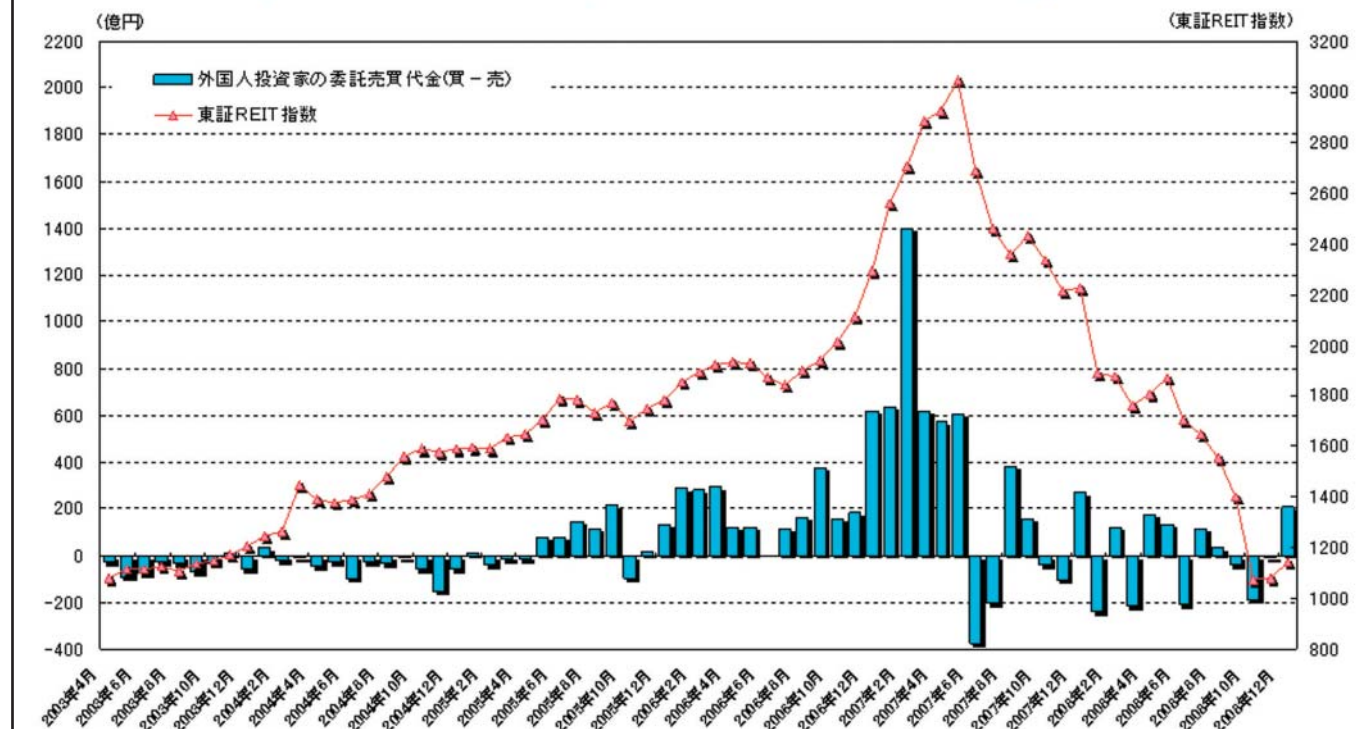
(資料) (財)日本不動産研究所, S&P/Case-Shiller, Halifax

図表3 アジアの住宅バブル



(資料) (財)日本不動産研究所, 中国国家统计局, 韓国国土海洋部, RVD(香港), URA(シンガポール)

図表5 日本のミニバブル消滅



(資料) 東京証券取引所

図表4は日本、米国、英国の住宅バブルを遡って比較したものです。日本のピークは90年で指数値は180位、85年は60位ですから約3倍です。グラフを見ると米国、英国のバブルの方が非常に大きい感じがしますが、米、英も95年を基準としますと約3倍になります。過去の日本のバブルと今回の米国、英国のバブルは同じ程度であったという事は、日本の経験からしても経済への影響が非常に大きい事だろうと思います。

ここ2～3年の日本のミニバブルと言われた現象は、このグラフではほとんど解らないレベルで、図を拡大しないと状況がつかめません。

2. 日本のミニバブル消滅

サブプライム問題は日本の不動産市場にも大きな影響を与えましたが、それを最も鮮明に反映したのが図表5の東証REIT指数の動きだと思います。この青い棒グラフの外国人売買動向を見てくださいと、だいたい2005年半ばから外国人投資家がどんどん買い上げていく流れで、赤い折線グラフのREIT指数も上昇し、特に2007年の前半は外国人の購入額が増加して、指数も急上昇し6月位にはピークを迎えました。

しかし、その後サブプライム問題が表面化したので、外国人投資家が一気に売りに転じ、その途端に指数はどんどん落ちていきました。時々買われているのですが、趨勢としてどんどん下がってきて、現在は2003年頃のレベルとなり、急激な下落をしてきました。

いわゆる外資系が資金を引き揚げ始めたということで、国内の金融機関がかなり融資に慎重になりました。それまで市場を引っ張ってきたREIT、不動産ファンド、こういったところが資金調達難で身動きが取れない状況に陥りました。特に新興不動産会社は概ね短期資金に依存していたので、資金がストップされてしまうとどうしようもなくなり、この一年で次々と破綻しているのが特徴的です。去年3月から毎月のように上場会社が倒産しており、年が明けてもさらに破綻が継続しており、不動産市場は急激に悪化しています。

その結果、私どもが調査・発表している6大都市の市街地価格指数*1では、商業地・住宅地ともに2005年頃から地価は上昇に転じていましたが、2008年に入って下落に転じております。特に住宅地よりも商業地の方が下落は著しくなっています。

土地の売買移転件数においても、2004年から2007年はだいたい同じようなレベルでしたが、2008年は急

激に件数が落ち、対前年同月比はおおむね15%～30%近く減少しています。都心5区のオフィス市場も、2007年を転機として空室率が上昇し、賃料は全体では少し上がっているようですが、場所によっては、特に設備関係、立地等で競争力の劣るビルでは、すでに下落が始まっているという状況です。バブル崩壊以降は賃貸でフリーレントが常識となりましたが、最近またフリーレントが復活してきています。

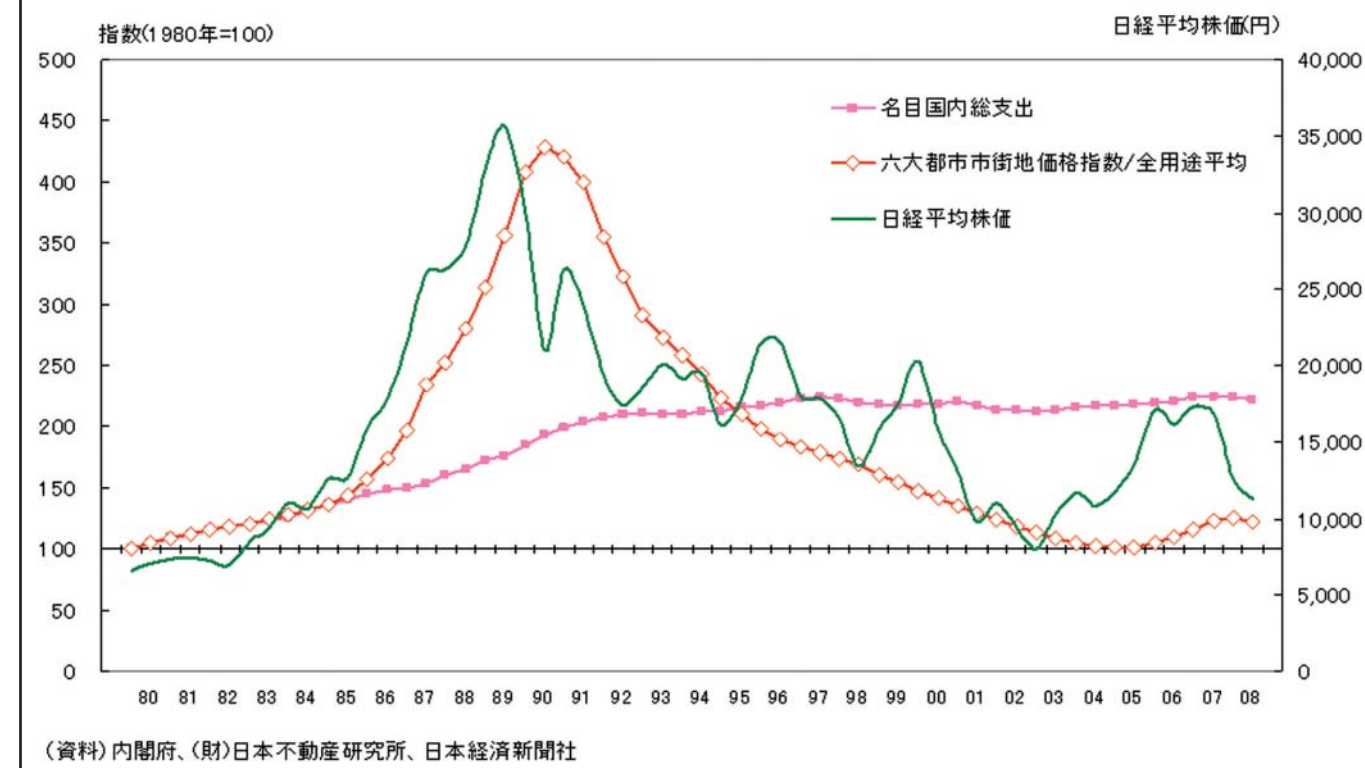
マンション価格も、2006年頃に東京の臨海部で大規模なマンションが大量に供給され、湾岸戦争と言われた時期を除いて、2007年後半までは上昇してきました。用地価格の高騰や建築費の値上がりで、購入可能水準からかなり乖離し、高くなりすぎたということもあって、この一年でかなり下落してきています。

図表6のバブル崩壊後の地価・株価の推移をご覧ください。皆さんはどう思われるでしょうか。私としては非常に意味深いグラフだと思っています。従来から株価は地価に先行して動きますが、株価は89年、地価の方は90年をピークに、バブル崩壊後はそれぞれ下落が続いてきました。常識的にはGDPのラインで底打ちしてバブルの調整が終わるとの見方もできますと思いますが、日本の場合は「失われた10年」、不動産で言いますと「失われた15年」と言った方がいいのかもしれませんが、ずっと下落が続いてきました。

3年前ようやく15年ぶりに地価が上昇したということでしたが、また下落の道に戻って行くのかと先行きが心配されます。日経平均はすでに今日現在7500円位で、再びバブル崩壊後の最安値圏にきており、経済成長に比べ地価・株価の資産価格が大きく下落しているのが日本の特徴です。

実はドイツも不動産価格がずっと下落している状況です。内需より輸出で稼いでいるという点でドイツと日本はよく似ていますが、経済成長が国内の不動産価格に反映されないところも共通しているようです。

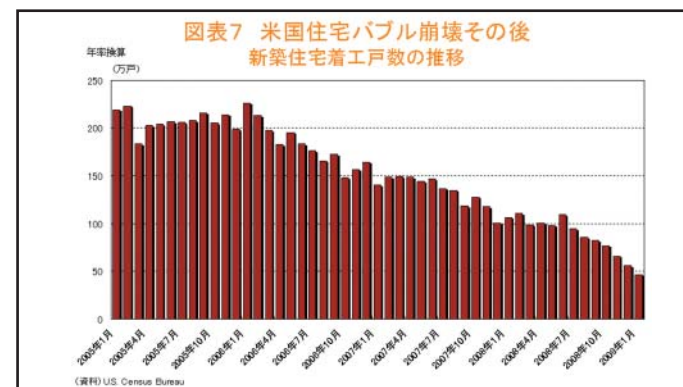
図表6 バブル崩壊後の地価・株価



3. 米国住宅バブル崩壊の現状 ～カリフォルニアの最新動向～

米国の住宅着工はかなりのペースで減少してきています。図表7によると、2005年あたりでは年換算で200万戸だったのが、最近では50万戸を切るまでになっており、約4分の1のレベルに落ち込んでいます。

中古住宅の販売戸数も販売不振で下がっており、さらに差し押さえ物件が増加したことで、在庫はさらに積み上がって、減少するまでには至らないという状況です。全米のあちこちに差し押さえ物件があるということではなく、サブプライム問題での差し押さえ物件の発生状況は地域によって異なります。



図表8 Foreclosure Rate Top10 - 2008

| 順位 | 州 | 都市名 | 差押え件数 | 差押え率% |
|----|----|-----------------|---------|-------|
| 1 | CA | Stockton | 21,127 | 9.46 |
| 2 | NV | Las Vegas * | 67,223 | 8.89 |
| 3 | CA | Riverside * | 112,284 | 8.02 |
| 4 | CA | Bakersfield | 16,208 | 6.17 |
| 5 | AZ | Phoenix * | 97,684 | 6.02 |
| 6 | FL | Fort Lauderdale | 47,387 | 5.95 |
| 7 | FL | Orlando | 46,843 | 5.48 |
| 8 | FL | Miami | 49,697 | 5.21 |
| 9 | CA | Sacramento | 39,876 | 5.20 |
| 10 | MI | Detroit * | 38,106 | 4.52 |

全米 約3,158,000 平均 約1.8%

資料: RealtyTrac

図表8のForeclosure Rate Top10は、米国における差し押さえ物件が多い都市のランキングで、カリフォルニア州、フロリダ州の都市が多くなっています。その中でも、カリフォルニア州の都市がTop10の中に三つ入っています。Stockton、Riverside、Bakersfieldという都市で、大都市ではありませんので聞きなれない都市名だと思います。

Stocktonは最近よくテレビに登場する都市で、先だってNHKのBSでこの差し押さえ物件の状況が紹介されていましたが、差し押さえ率は9.46%で、これを逆算しますと10世帯に1世帯というレベルです。住宅

ローンを持っているか否かに関係なく、全世帯のうちの10軒に1軒はローン破綻しているという状況で、差し押さえ物件の非常に多い都市がこのStocktonです。ラスベガスも高く話題になっています。5位のPhoenixは先だってオバマ大統領がアメリカの住宅対策を発表したところ。2008年の全米で、年間の差し押さえ件数は約315万8000件(通知ベース)あるそうです。全米平均では1.8%、55軒に1軒の割合になります。

特に差し押さえ率ナンバー1のStockton、それから3位のRiversideについてお話ししたいと思います。この2都市はカリフォルニア州にあります。この州だけでも日本の面積より一回り広く、州のGDPだけでも世界7位か8位だったと思います。

1位のStocktonはサンフランシスコから車でフリーウェイを飛ばして概ね1時間強で、120キロくらい離れています。3位のRiversideもロサンゼルスからだいたい1時間半で、150キロに位置しています。東京からの感覚ですと、静岡県の富士市あたりや栃木県日光あたりの位置関係にあります。そのような都市で差し押さえ物件が多く、地価が大幅に下落しています。

図表9は都市別の住宅価格の推移ですが、サンフランシスコとロサンゼルスは大都市なので、住宅価格はサンフランシスコで75万ドル位、日本円で7000万円余、

ロサンゼルスも平均5000万円位ですが、この一年でかなり下落しています。

差し押さえ物件の多いRiversideとStocktonでは、4000万円位から一気に下落しており、いまRiversideでは半分ぐらいの20万ドル、Stocktonですと10万ドル近くと3分の1に落ちてきており、米国の住宅価格は地域によって大きな格差があるという実態があります。

これだけ下がれば、少々頭金を入れて住宅ローンを組んだとしても、どうしようもありません。担保価値が大きく下がり破綻するのは当たり前なのです。

誰もしが差し押さえ物件を買って住めるということではないと思うのですが、最近の動きとして中国の富裕層が買いに来ているという話があります。中国の人達は投資だけではなく、カリフォルニアには中国からの留学生も非常に多くてそこら中で見かけますけれども、実際、家族や親戚が住むために差し押さえ物件を買っているという話です。

最近の新聞にも中国富裕層によるツアーが始まるという記事が出ていましたけれども、その前からぼつぼつと中国の富裕層が買っているということで、本格的なツアーに発展したそうです。また影響の少なかった州の投資家も買いに来ているということですが、今後いつ頃に下げ止まるのか注目されるところです。

4. 今後の見通し

まずは世界的金融危機の発端となった米国サブプライム問題の話ですけれども、米国不動産市場のいろんな方に取材をしました。投資会社の方、金融機関、リアルター、ブローカーの方、評価人等、関係者の意見を聞いた結果なのですが、サブプライムのデフォルトはだいたい2010年位がピークになるだろう、これだけ住宅価格が下がっていますので、プライムのほうも含めたデフォルトが落ち着くのは2012年頃になるだろうという意見が大勢でした。その間、およそ900万件のデフォルトが発生するということです。オバマ政権が住宅対策で最大900万世帯を救済すると発表したのは、この900万件のデフォルト予想をカバーしようということだと思います。

それから、住宅価格はどうなるのかということですが、2010年頃に底入れするのではないかと。ただ底は打つでしょうけれども、急激な回復はとも見込めないということで、本格的に回復するのは2012年以降という意見が一番多く聞かれました。

2750億ドル、27兆円の住宅対策が発表されたのですが、これはモラルハザードだという批判が出ております。その反対に、これから900万件のデフォルトが発生するのに27兆円ではとても足りないだろうという批判も出ております。いずれにしても、住宅対策が今後どのように効果を上げるのか、その辺を見守っていききたいと思います。

日本に話を戻しますけれども、先ほどの米国の話はどちらかという、大都市郊外の通勤限界地と言った方がいいのかもしれませんが、郊外での価格下落が激しいということでした。日本の場合ですと、いま地価が下落しているのはどちらかという、東京圏でも東京の中心部の方です。中心部の方が商業地・住宅地ともに大きく下落してきており、その周辺部は中心部よりは下落の幅は大きくありません。これは米国と異なる様相を示しているのですが、同じ下落傾向でも国によって内容が非常に違ってきます。

先だってロンドンの話を聞いたのですが、英国でも住宅バブルが激しかったのですが、英国は米国のように郊外に住宅を開発するには、非常に規制が厳しくて難しいようで、住宅供給はかなり限られている。住宅供給が不足しているので、住宅価格が上昇したという背景

のようですが、あまりにも上がりすぎて取得熱が冷め、今は下落が激しいようです。日本の中心部が下がっているというのは、どちらかという英国に近いということのようです。

最後に、日本の今後の話をしたいと思います。日本経済研究センターが中期経済予測をされています。その中の地価に関する予測は、私ども不動産研究所の市街地価格指数を基に予測をされており、1月に予測結果が発表されました。六大都市商業地で見ますと2008年から順に落ちてきて、2011年を底にして次第に上がっていくというよりは、横ばいと言ったほうがいいのかもかもしれませんけれども、1ポイントごとにプラスで推移するという予測結果です。

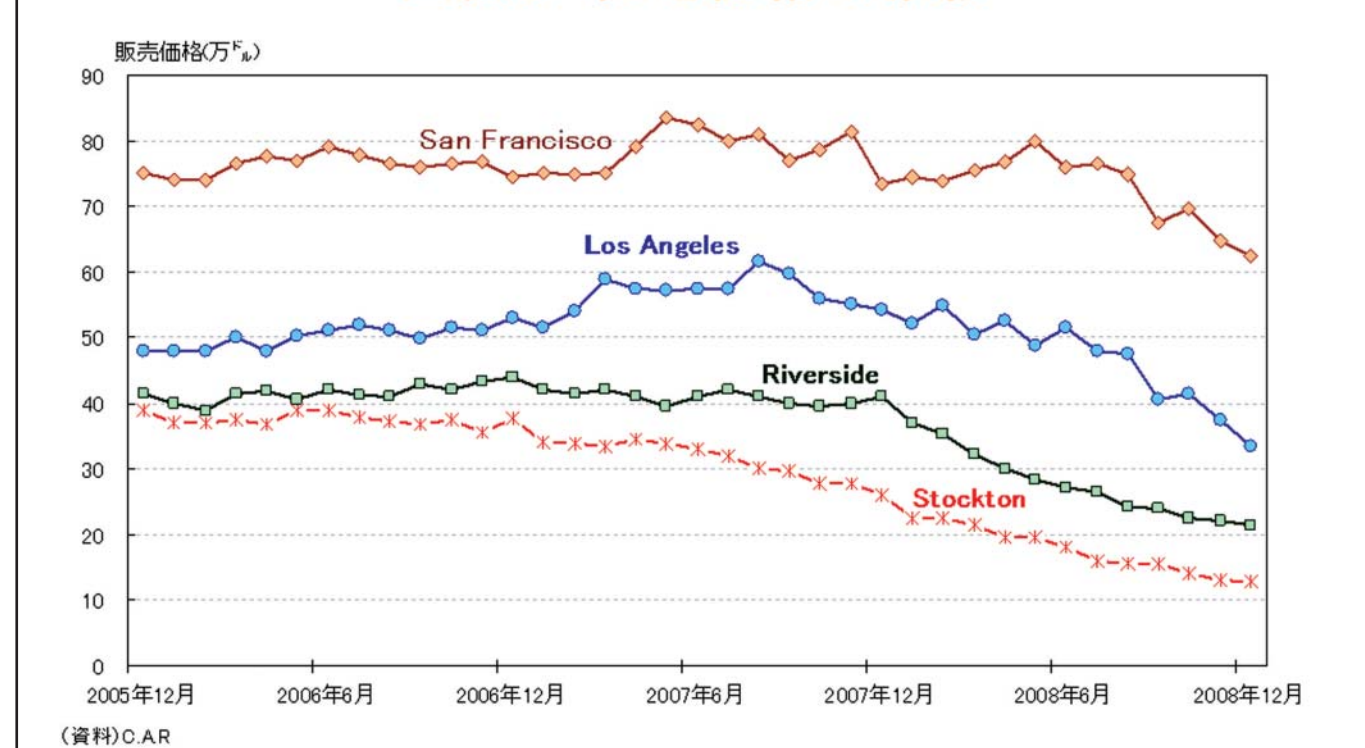
それから、六大都市住宅地のほうもほぼ同じような動きで、これも2011年を底にして、あとは横ばいに近いけれど、少しずつプラスになるという結果が出ております。これはあくまでも予測ですので、今後の経済情勢によってはどう変化するか分かりませんので、ご参考までにお話をさせていただきました。

私ども不動産研究所研究部では、国内だけではなく海外の不動産に関する調査を進めていきたいと思っております。今日ご紹介しました米国の話も、私ども『不動産研究』という季刊誌を出しております。4月号で海外特集を組み、米国、欧州、中国の最近の不動産市場についての特集をする予定としていますので、ご期待いただけますようお願いいたします。

今後いろいろ研究活動を続けてまいりますので、ぜひ皆様のご協力、ご支援を頂きますよう、今後ともよろしく申し上げます。今日はどうもありがとうございました。

*1 最新の内容は <http://www.reinet.or.jp/documentation/> をご覧ください。

図表9 住宅価格の推移



(本稿は、平成21年2月27日に開催された当研究所創立50周年記念講演会での講演内容です。)