

Market Flash

リーマンショックから10年
～新しい不動産投資～

2018.11



日本アルプス電子株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.

リーマンショックから10年 ～不動産証券化の推移～



2008年9月のリーマンショック、100年に一度の世界的同時不況と言われた景気後退をもたらした。世界の金融市場は大混乱し、主導的ではなかった日本も大きな痛手を被った。

世界のGDPは、米国▲2.8%、EU▲4.5%、中国ではそれまで14～5%で推移していたが一気に8%を切ってしまった。日本も2008年▲1.1%、2009年▲5.4%となり、1990年代の金融危機以来の2年連続のマイナスとなった。

このような大きな影響を与えたリーマンショックであったが、世界恐慌に至らなかったのは欧米中の素早い行動にあった。金利を引き下げ流動性を大量に供給し、更には政府が大型の財政出動(米中において)を行ったため、1929年のような世界恐慌には陥らなかったのである。そして、世界経済は順調に回復に向かうと同時に、リーマンショック後に急激に落ち込んだ不動産投資についても再び活況を呈するようになっていった。

リーマンショックの原因となった一つの大きな要因は、住宅ローン、特に、サブプライムローンをバックとした証券化商品にあった。米国は、2001年のITバブル崩壊と9・11の同時多発テロなどにより国内破断混乱し、景気低迷期に入った。当時のブッシュ政権は金融緩和による経済対策で設備投資や個人消費を拡大させようとした。その一つの政策として、マイノリティや低所得者向けの住宅ローン(サブプライムローン)を奨励したのである。収入の低い人でも住宅が持てるよう、最初の何年間かは金利を繰り延べるなどの工夫が凝らされていた。このような施策により、米国の不動産市場は活況を呈し、不動産価格も上昇し続けた。

サブプライムローンを積極的に供与していた金融機関は一方で、BIS規制に適應させるために資産の流動化を積極的に行っていた。また、ローン専門会社は資金を調達する目的でやはり証券化を積極的に活用していたのである。リーマンはじめ多くのインベストメントバンクはそのアレンジメントと販売で手数料を稼ぎ収益の柱としていた。(当然、多くのポジションも抱えていたことになる)

住宅ローンの証券化商品は、何段階かのリスクに区分されて証券が発行され販売される仕組みになっている。具体的には、シニア、メザニン、サブ、エクイティなどと返済順位によって区分されている。シニアは流動性も高く広く一般投資家にも販売されるが、下位の証券はリスクが高く販売が難しくなってくる。そこでインベストメントバンクは、その下位部分だけを集めてさらに新しい証券化商品を組成したり、他の社債などと組み合わせた商品を組成していた。このように、一見リスクが小さいように見えるこれら商品は、中身を見ればサブプライムローンや劣後部分の集まりである。ただ、一つ一つの劣後部分は小さく分散されているということである。

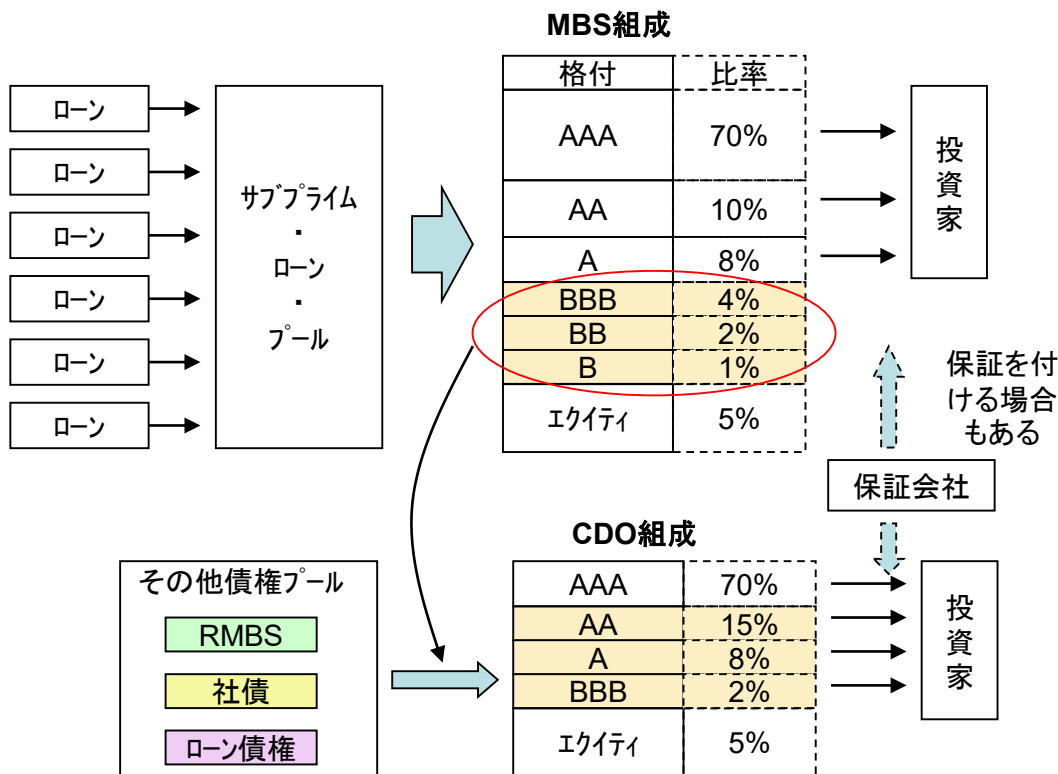
米国は、順調に景気回復を果たし、2004年には金利引き上げを実施し金融緩和から引き締めへの転換を図った。当然、住宅ローン金利は上昇、返済に困った個人は不動産を売却し、サブプライムローンは大量に焦げ付き始めたのである。サブプライムローンの焦げ付きは、それを裏付けとして組成された証券化商品にすぐに影響を及ぼし、2007年には、大手インベストメントバンクのベアスターンズが運営するヘッジファンドが破たん。2008年のリーマンブラザーズの経営破たんへと一気に拡大していったのである。

このように一見流動性が高くリスクが小さい高格付けの証券であるが、一度マーケットが急落する場面ではその劣後が全て破綻していったのである。昨日までAAAの格付けを持っていた証券が一夜にして売ることができない証券に変わってしまったのである。いくら格付け機関の格付けがあくまでも投資家が判断する目安を示しているにしか過ぎない(と格付け機関は言い訳をしていたが)はいつでも投資家が路頭に迷う原因の一因はこの格付けにもあった。



リーマンショックから10年 ～不動産証券化の推移～

<サブプライムローンの証券化およびCDOの仕組み図>



不動産の証券化市場は、リーマンショックで急激に縮小した。しかし、そのほとんどがこのようなサブプライムローンの証券化商品や複数の社債などを組み入れた債務担保証券、さらに、レバレッジを利かせたスワップを利用した証券などが姿を消したのである。つまり、リーマンショックは、インベストメントバンクのビジネスモデルを変え、証券化市場においてはリスクの高い、且つ、裏付けとする実際の不動産価値の何十倍にもリスクを膨らませたデリバティブ商品を追放するなど、金融市場の健全化に役立ったといってもいいのではないだろうか。



リーマンショックから10年 ～不動産証券化の推移～

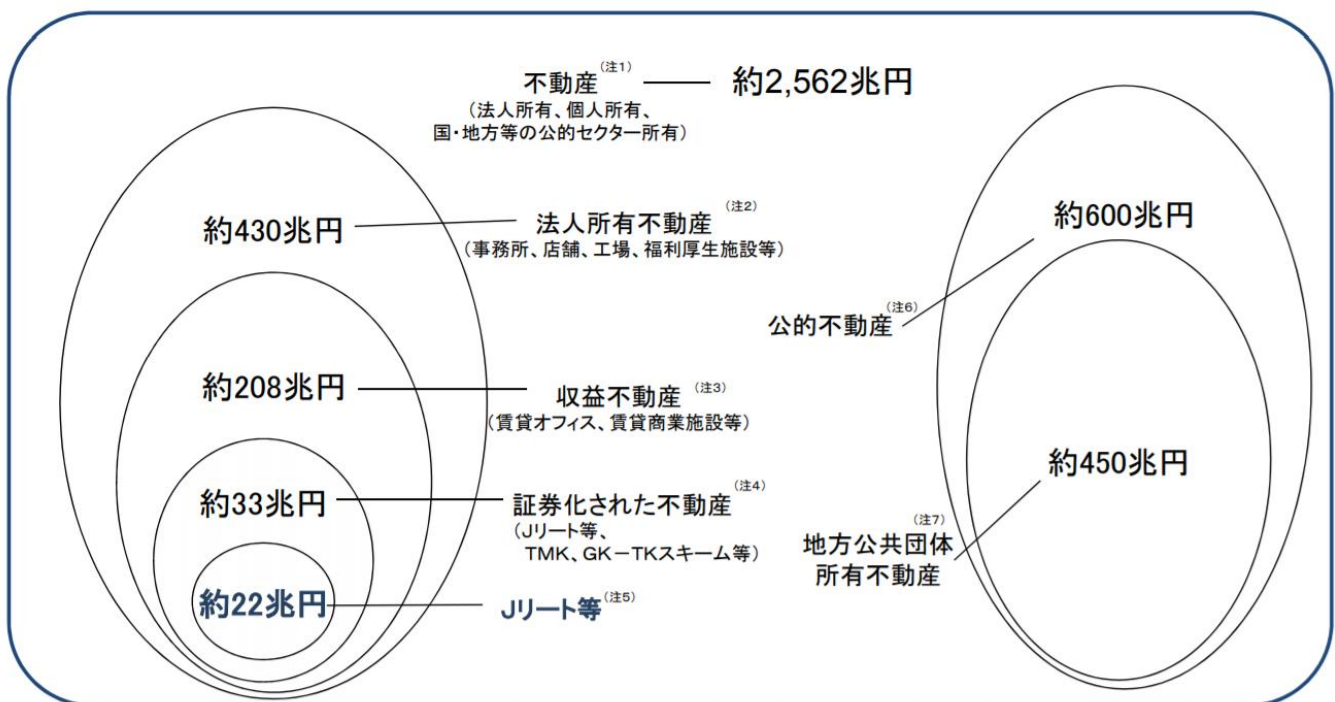
国土交通省の取りまとめた最近の不動産証券化市場の概要をご紹介します。

1. 日本の不動産証券化市場の状況

不動産は、都市や街の基本要素を構成し、住生活の基盤をなし、産業活動の基礎的条件となるものであるが、我が国の不動産証券化市場は、約33兆円の市場規模を有しており、2,500兆円規模の不動産投資市場と、5,700兆円規模の金融市場を適正につなぐ「場」として機能している。

不動産証券化とは、オフィスビルやマンション、ショッピングセンターなどの収益不動産の資産や賃料収入を裏付けに、小口の証券を発行することで、発行者は証券売却で資金を得て、投資家は賃料収入や売却益をもとに配当を受け取る仕組みである。

我が国の不動産証券化市場の状況を鑑みると、2,500兆円規模の不動産投資市場のうち、収益不動産が約208兆円で、うち、不動産証券化市場(ストック総額)は、約33兆円となっている。この約33兆円に及ぶ不動産証券化市場のうち、東京証券取引所(以下「東証」という。)などに上場しているJリート(不動産投資信託)が保有している不動産が約22兆円となっており、その他、特定目的会社、GK-TKスキーム、不特事業が約11兆円となっている。



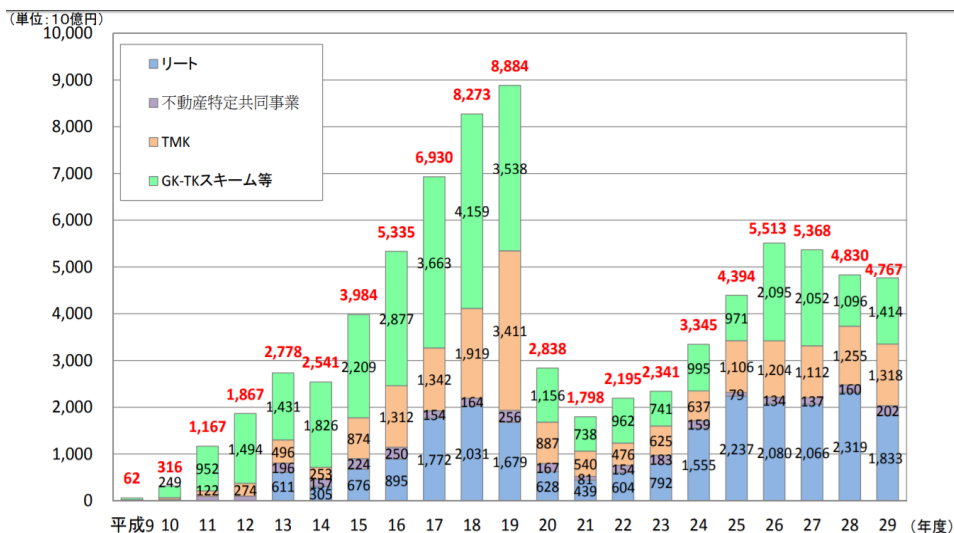


リーマンショックから10年 ～不動産証券化の推移～

2. 年度別の証券化実績推移

不動産証券化市場の推移をみると、不動産証券化の対象として取得された不動産またはその信託受益権の資産額である不動産証券化の実績(毎年のフロー)は、平成19年度までは着実に増加し、ピーク時(平成19年度)には年間約8.9兆円となったが、リーマンショック等の影響を受け、平成21年度には約2兆円弱まで大きく減少し、足下は回復基調にあるものの、**平成29年度に約4.7兆円**となっている。

不動産証券化の実績推移



3. J-REITの推移

日本の不動産証券化市場の中心的存在であるJ-REITは、平成13年9月に2銘柄、時価総額約2,000億円でスタートしたJ。リート市場は右肩上がり成長を続け、リーマンショック以降は長く低迷した状況が続いていたが、平成24年以降市況は回復し、**平成30年5月末現在で上場銘柄数は59銘柄、時価総額は12.3兆円**に及んでいる。

* J-REITとは

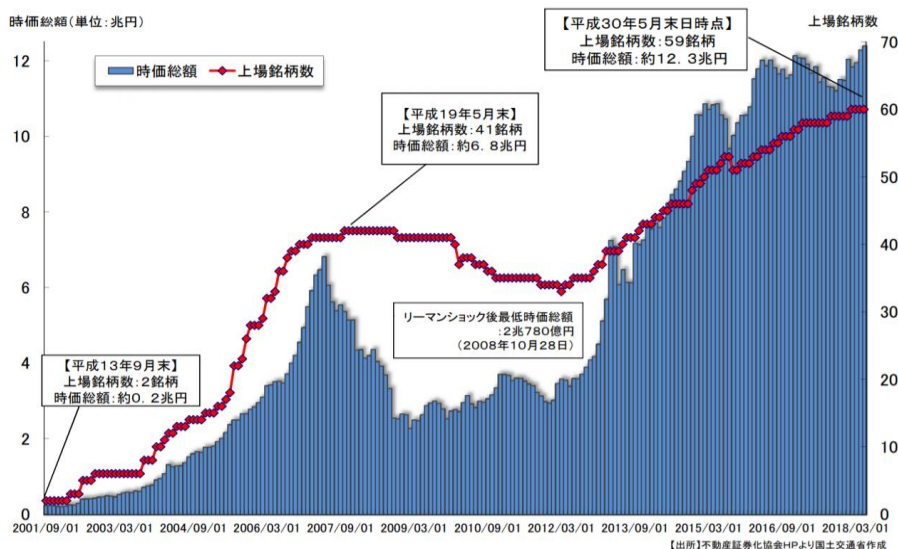
「投資信託及び投資法人に関する法律に基づくスキームで、複数の投資家から集めた資金を、専門家が各種資産に投資・運用し、それによる成果を投資家に配分するという仕組みである。

リートとは Real Estate Investment Trust の頭文字の略称であり、リーートの日本版のためJリートと呼ばれている。

Jリートは大きく分けて「投資法人」タイプと「契約型投資信託」の2種類があるが、東証に上場している銘柄はすべて投資法人タイプである。仕組みは、不動産への投資・

運用等を目的とした特別な投資法人が、投資証券を発行し、投資家からの出資金等で不動産・信託受益権を取得・保有し、不動産から得られる収益を投資家に分配するものである。不動産を保有・運用するのは投資法人だが、投資法人はあくまでも「器」の役割であり、実際の運用等は外部の資産運用会社等へ委託される。

J-REITの上場銘柄数と時価総額の推移





リーマンショックから10年 ～新しい不動産投資～

このように日本の不動産証券化市場も安定的に実態の不動産市場への資金供給機能を果たし成長してきている。一方で、最近ではスルガ銀行の不動産融資にかかわる不正事件が発覚するなど残念な話題が増えてきている。さらには、住宅の空き家問題など高齢化社会における不動産の位置づけが問題になってきている。

そこで、今月「儲ける不動産ビジネス 7つの新規事業アイデア」という著書を書かれた、スター・マイカ・アセット・パートナーズ株式会社代表の大林氏に「ポスト平成、新時代の不動産投資を考える」をテーマにお話をお伺いしました
[筆者]

融資のエビデンス偽装やサブリース訴訟問題のトラブルなど、不動産投資はネガティブな話題が増えましたね。

[大林]

これまで金融緩和を追い風に収益物件融資を拡大してきた金融機関がこぞって方針転換したので、不動産投資は今まさにターニングポイントを迎えていると思っています。

[筆者]

ほかにも、東京一極集中と地方のスポンジ化がもたらす構造変化の問題、改正まで1年を切った消費税増税の影響の問題もあります。少子高齢化社会を迎え、相対的に不動産需要が細ることが危惧されている最中ですから、不動産投資には何か新しいアプローチが必要と思います。大林さんは、最近、不動産ビジネスの新規事業スキーム集といった、これまでにない切り口で書籍を出版されました。なにか不動産投資の参考にできないでしょうか。

[大林]

今年は平成最後の年になりますが、私はまさに平成の30年間を不動産業界で過ごしてきたことになりました。これを振り返り、あらためて自身の経験をまとめてみようと思いました。そうするとごく自然な形で〈不動産業界が抱えるソリューション集〉というか、不動産がもつ特有の〈個別性や商慣習を打破するサービス集〉となったのです。

[筆者]

新しい発見はありましたか？

[大林]

不動産という財の特徴である【流動性の低さ】を再認識するにいたりました。株式分割すると一般的に株価はあがりますが、これは投資単位が小さくなり流動性が高くなるからであると言えます。だとすれば不動産にも流動性を高める仕掛けができればその価格は上がるはずであり、それを追求しようと考えました。現物不動産投資で同じロジックをあてはめると、投資単位が大きい一棟アパート・一棟マンションは価格が下がることとなります。特に買手が金融機関から融資をどのくらい調達できるかが重要となる一棟物件は(エビデンス偽造問題がおこる以前の)フルローン可能などときこそ堅調な価格推移を見せていましたが、買手が1000万単位で自己資金を求められる状況となった今、ダイレクトに不動産価格の下押し圧力となっていきます。

[筆者]

そうなるとマーケットに割安な一棟物件が出てくるかもしれませんね。一棟物件を希望している投資家で、手元資金の厚い方であればいい物件を拾えるチャンスになるかもしれません。

[大林]

件のシェアハウスのような物件が行き詰まり、任意売却のような形でマーケットに出てくる可能性はあるでしょうね。ただ賢明な個人投資家が、賃貸力が伴わないこのタイプの物件を拾うことは少ないと思われます。余程安いのであれば別でしょうが、むしろ、この融資環境は一棟物件を販売する中堅の不動産事業者の資金繰りに影響を及ぼすことになると思います。

リーマンショックから10年
～新しい不動産投資～

リーマンショックのときのように、不動産会社の保有する販売用不動産がファイアーセール状態となった際、個人ではなかなか太刀打ちできないと思われます。スピード感が重要だからです。融資特約を付保できない点や、瑕疵担保責任が免除される取引が予想される以上、個人投資家は厳しいでしょう。

[筆者]

なるほど。バルク売却が条件となるケースも多くなるでしょうから、そうすると個人投資家が関与することは難しいかもしれませんね。

[大林]

一方で、**一棟物件の流動性の低さは、セカンダリーのマーケットがしっかりしている区分マンション投資の安定性を浮き彫りする機会となりました。**ワンルームマンションは除きますが、コンパクトタイプや、ファミリータイプの区分マンションは空室時にも実需(自ら居住目的で購入)のニーズがしっかり存在しているし、**投資用ローンと異なり、居住用の住宅ローンは相変わらず長期・低金利で、ほぼフルローンで調達できます。**これに裏付けされた資産価値としての**価格も崩れにくいと言えるでしょう。**

[筆者]

一棟物件がよいか、区分マンションがよいかは人それぞれですが、他人の支払い賃料でローンを返済することで残債を減らせる以上、取引量が厚いマーケットで出口価格がブレない中古区分マンションであれば、売却時にキャピタルゲインを期待できるということですね。

[大林]

おっしゃるとおりです。極端に言えばキャッシュフローが悪化したとしても、それがキャピタルゲインを凌駕しなければ〈負け投資〉となります。逆もまた真なりで、キャッシュフローを得たとしても、それ以上にキャピタルロスが発生すれば焼け石に水となってしまいます。キャピタルゲインかロスなのかは、売却して初めて分かるものではありませんが、ローン環境悪化の局面においても、比較的その影響を受けにくいのは区分マンションと言えるでしょう。

[筆者]

ほかに考察できることはありましたか？

[大林]

不動産の価値判断において、**【賃料と価格は表裏一体】**の関係にあります。不動産投資では、いくら貸せるか、資産価値と価格は合っているか、そのバランスを測定して投資判断することになりますが、この場合入居者側の目線にたつと、『不動産を買うこと』もしくは『不動産を借りること』の両者が分断されてしまっていることを実感しました。「たとえば当社(スター・マイカグループ)では、オーナーチェンジのファミリータイプのマンションを数多く保有していますが、賃借人から『そのまま入居物件を買い受けてほしい』というリクエストを多く頂きます。なるほど賃貸で住んでいて、その物件を気に入っていれば、家賃よりもローン返済のほうが安くなるので、『買いたくなる』気持ちは理解できるのです。それを分かっているながら、『借りている物件を買い受けてほしい』というニーズの受け皿を用意できているとは言えません。」

[筆者]

「借りる⇔買う」の経済行動をシームレス化することは、ビジネスチャンスになるということですね。

[大林]はい、そのとおりです。書籍のなかでも、〈買うことを前提に、まず賃貸でトライアル的に住んでみてから買うかどうか決める〉というスキームを提案しています。このことを不動産投資に当てはめれば、退去空室となったときに、『貸してもいいし売ってもいい、さらに、貸したあと気に入ってもらったら買ってもらうのもいい』そんな営業活動ができる物件であれば、投資の安定性が高まると思うのです。経済的な勝ち逃げも可能になるはずですよ。



リーマンショックから10年 ～新しい不動産投資～

[筆者]

なるほど。ファミリータイプのマンションに賃貸で入居している人には、そのようなニーズがありそうなのも分かる気がします。個人投資家が投資の出口を複数用意しておけることがよいというのも腹落ちします。

[大林]その観点からは、不動産投資を「投資として」考えるならば、出口チャンネルが複数持てる区分マンションは適当だと思うのです。

[筆者]

一棟物件は「事業として」考える個人投資家向きですね。

[大林]

賃貸管理をしていると、4～50㎡台の3DKタイプの物件の賃貸競争力が強いと実感します。広くない分、賃料総額が張らず、それでいて部屋数が取れている物件は供給が少ないのかもしれませんが。

4～50㎡台あれば中古マンションとして、十分流通(売買)するため、価格の下支えもしっかりしています。売ってもよし、貸してもよしの収益用不動産なんです。

[筆者]

たしかに、最近では三井不動産の分譲マンションシリーズである「パークリユクス」を始め、デベロッパー各社は3～40㎡台のコンパクトタイプの物件を企画供給する例が増えてきました。これも最初は自分で住み、将来的には賃貸収益用として運用するといったニーズも視野にいれているのですね。

[大林]

不動産に対する流動化の視点、売買と賃貸のシームレス化は、今後の不動産活用における重要ポイントとなっていると思います。

***** 「儲ける不動産ビジネス 7つの新規事業アイデア」 *****

▼ポスト平成時代の不動産投資 11月20日、新刊発売！

不動産資産の有効活用という原点に立ち返りながら、ユニークな手法を提案することで、次の時代に求められる投資スキームを考えていこう…。そんな提案をまとめた書籍です。ぜひお手にとってご覧ください。

【コンテンツ】

1. 老後の資金ニーズに対するソリューション

「住みかえタグポート」(自宅の割賦販売を用いた新リバースモーゲージ)

2. マンションの新しい買い方の提案

「すみとらくん」(購入選択権付賃貸借契約)

3. 自宅用地取得に関するソリューション

「コーポラティブ型土地購入」(組合型土地分割購入)

4. 中小オフィスビルの改装提案

「敷地ファンド」(中小オフィスビルの底地ファンド)

5. 土地の有効利用に対するソリューション

「リースホールド住宅」(定期借地権付戸建分譲)

6. マンションの賃貸に関するソリューション

「レントクリップ」(借上保証付マンション販売)

7. プライベートカンパニー活用の提案

「じぶんリート」(個人格と法人格ミックスの不動産投資)



本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。