

# GCI Global View

2010年3月15日

## 【目次】

● 債務の証券化	P.1
● Global Markets	
1.オーバービュー	P.5

## 【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： [administration@gci.jp](mailto:administration@gci.jp)

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

## ● 巻頭レポート

### 債務の証券化

#### 債務の証券化、破綻の系図

(2010年1月29日 New York Times 誌 記事抄訳)

今週はニューヨーク・タイムズ誌に掲載された興味深い記事を抜粋・抄訳し、ご紹介させていただきます。日本と異なり、非常に長い証券化の歴史を持つ米国において過去の経験に照らし、今後に向けた指針を探ろうという、日本の関係者にとっても示唆に富んだものです。

#### ■ 債務の証券化、破綻の系図 原題 “High & Low Finance”

不動産証券化は、過去25年の金融の歴史の中でもっともすぐれた発明の一つであり、それまで不動産市場に資金をつぎ込むことのなかった人の資金を前例のない方法で引き寄せることになった。しかし、融資する側にしてみれば、資金が返ってきさえすれば良かったのに、最終的には構図に関わるすべてが崩壊してしまった。

証券化市場が瀕死の状態にある現在、アメリカ人が不動産購入のための融資を受けるには、その市場の再生が死活問題となっている。「仕組そのものが若干なりとも改善されなければならないが、経済が機能するためには証券化そのものがなくてはならない」と、これまでは多くの銀行家やエコノミスト達がそう信じてきた。

これは「前例のない方法」という部分を除いては、総じて間違いではない。しかし、フロイド・ノリスは「ほとんどの人は覚えてはいないが、かつて民間による証券化の大きな波により、不動産市場の構造が大きく変化するという事象が、ニューヨークやシカゴを含めた多くのアメリカの都市において過去にあった。」と述べている。

この過去の証券化の大きな波が終わったのと同じように、今回の波も終わってしまった。

この事実により問われるのは、証券化市場という仕組みそのものが政府の保証なしに、部分的に補修されて再度稼働されるべきなのか、ということだ。

おそらく、誰からも何の保証もないまま再び証券化が行われていくよりも、保険会社のような長期投資家が、社会的に必要とされる不動産融資を継続的に行うやり方を模索すべきなのではないかと思う。

過去にあった最初の証券化の波は、アメリカがかつて経験したことのない最大の建築ブームに沸いた1920年代に起きた。多くの投資家が不動産価格の急激な上昇を見てなんとかこれに便乗したいと考え、建設会社や不動産販売業者は躊躇することなく喜んでこれに応じた。

たしかにこの当時の証券化は、現代のものと比べるとそれほど複雑ではなかったが、だからと言って決して簡単な仕組みでもなかった。ほとんどのものは、融資によって建築された商業ビルを担保としたもので、中には住宅ローンを束ねたものもあった。債券の中には、部分所有権を対象としたワラン

トや、株式に転換可能な証券もあった。

中には、今日で言うエグジチックCDOや通常のCDOに近いものもあったが、それらは華々しく砕け散った。それらの証券は、直接的に不動産に担保されていたのではなく、不動産担保証券を担保としたものであった。1920年に発行されたある証券は、「担保信託」(Collateral Trust)証券と呼ばれ、対象資産である建物ではなく、そこから上がる収益に対する訴求権となっていた。

ウィリアム・ゴーツマンと、フランク・ニューマンは「1920年代における証券化」というタイトルで国立経済調査局がつい最近発行した資料の中で、「都市圏の建築ブームにおける公的資本市場を通じた容易な資金調達」というレポートを発表している。

彼らはその中で、「規制も集中的な管理も全くなく、究極的にはその時代の証券化の規模の大きさと目的、それにその複雑さによって、不動産市場は崩れていった。これは現在の金融危機の底流にある構造的要因とそれほど大きく違わない」とも述べている。

それにも関わらず、バブルとその崩壊の教訓は見逃されてしまった。1920年代の状況と1929年の株式市場暴落のことは誰もが知っていたが、当時の不動産関連証券に関するデータはほとんど収集されることはなく、その市場が当時いかに大きなものであったかについてさえ見逃されてしまった。実は当時不動産証券市場は資本市場の主要部分となっていて、株式市場が崩壊する前に崩れていった。

著者達は、「不動産市場のバリュエーション機能崩壊が起きて、ひとつの担保が効かなくなると次の担保を要求するというサイクルに陥り、1929年から30年にかけての株式市場の暴落につながった」と述べている。

もし、ベン・バーナンキがこのことを気にかけていたら、2007年にサブプライム証券危機が「収束した」などというコメントを思い切って述べていただろうか？

この資料は、イェール大学国際金融センターのゴーツマン教授と、かつてイェールの学生で現在はプロテジェ・パートナーズ社のアナリストであるフランク・ニューマンにより初めて詳細に研究発表されたものだ。特にニューマンは古い資料を見事に掘り出してきた。

ゴーツマン教授は不動産金融と金融史を教えているが、古い不動産証券の実物に出くわしたことで、その背景にあるストーリーがどんなものであったのかに徐々に興味がふくらみ研究し始めたと述べている。

そのストーリーとは、ニューヨークのビルの摩天楼の高さに関係するものであることがわかる。ニューマンが集めてきた資料によると、1929年から1931年までの間に、高さが70メートル(230フィート)以上のビルが128棟竣工した。これは(同期間中の比較で)史上最多である。

2007年から2009年までの過去3年間の間には、87棟であったが、これでも過去30年間で同期間の比較で)最多である。

注目すべきことは、この記録的な建設ラッシュは大恐慌が始まったあと2年間続いたことである。第2次大戦以降最悪の不況が2年目に突入しても、ニューヨークの天空に建設用のクレーンがそびえて

いた昨年とよく似た状況である。巨大ビルは計画にも建築にも時間がかかるので、いったん建て始めたら完成させるのが最善の選択であり、たとえ景気の落ち込みで賃貸の見込みが立たなくてもそうしたほうがよい。

今日の状況を見ると、証券化は経済を再生するために必要であると説く人々は、証券が投資家と融資余力のある人をつなげるプロセスであると主張するが、実際には肝心の銀行は、証券化に必要とされる融資をするに足るだけの資本を有していない。

これは1920年代ときわめて似通った状況であると、ゴーツマン教授とニューマンは述べている。

不動産債券の組成会社は、「総じて同時に、オリジネーター（組成業者）であり、アンダーライター（引き受け業者）でもあり、そしてディストリビューター（販売業者）でもあるという複数の機能」を提供していた。著者によると、「これら3つの機能を同時に果たすということは、市場が楽観的である間は非常によく儲かるということだった。投資家が見つかる限り、組成会社は自らの資本をあまり、あるいは全く使うことなく多大な手数料を得ることができた」

同様に、過去10年間の前半には、ウォール街の（かつての）大手の企業が不動産融資をかき集めた。組成、引き受け、販売で最大規模を誇ったのが、リーマン・ブラザーズでありベア・スターンズであった。

1920年代当時と現在の大きな違いは、1920年代に発行されたほとんどの証券を通じた融資は、実際の建築に向けられたので、それら建物の多くは今でも居住や雇用に役立っていたということだ。一方過去10年のほとんどの不動産証券化による資金調達も、だれかが既存の建物を購入するためのものであり、後に役立つような効用として残っていない。

証券化債券による資金調達により建設された多くの建物の中で目にとまる例として残っているものは、ウォルドルフ・アトリア・ホテルで、これに関わる証券は1929年9月1日に発行された。これは、発行のタイミングとしては、これ以上あり得ないというくらい悪いタイミングであった。債券価格は数ヶ月間なんとか保たれたが、1931年にホテルが開業するまでには暴落していた。

1942年にコンラッド・ヒルトンは、ウォルドルフ・アトリア・ホテルの債券を、1ドルに対して5セントの価格で買い始めた。彼の回顧録によると、「好きなだけ買ってくれ」というような投げ売りの状況だったので、ブルックリン・ブリッジもついでに買ってしまおうかと思っただけだった。

不動産業者は「ニューヨークのホテルは死んだも同然だ。あまりにも数が多すぎる。」と彼に言った。ヒルトンは債券を買い続け、最終的にウォルドルフを買収した。当初ウォルドルフに投資した投資家に比べると、ヒルトンの投資は相当に効率の良い投資だった。

もし経済学者や当局関係者が1920年代の証券化を思い出していたとしたら、直近の不動産証券ブームは彼らが考えていたものとは違ったものであったと気づいただろう。彼らは、証券化を「アメリカ金融の知恵が産みだした画期的な方法で、リスクをそれに耐えうる投資家に分散することで、不動産融資をより身近で低コストのものに造りかえた」と信じていた。

実際には、新たに華やかな外見を装ったにも関わらず、かつて起こったように投機熱によるものであったことには変わりない。不動産価格の上昇を目の当たりにした投資家はそれが終わりなく続くもの

だと思った点も同様だ。ウォール街のキレ者たちは、最終的なリスクを負うことなく大儲けする方法を見つけたと思ったし、突然ゲーム終了となっても、自分たちはリスクを負うことはないと思っていた。

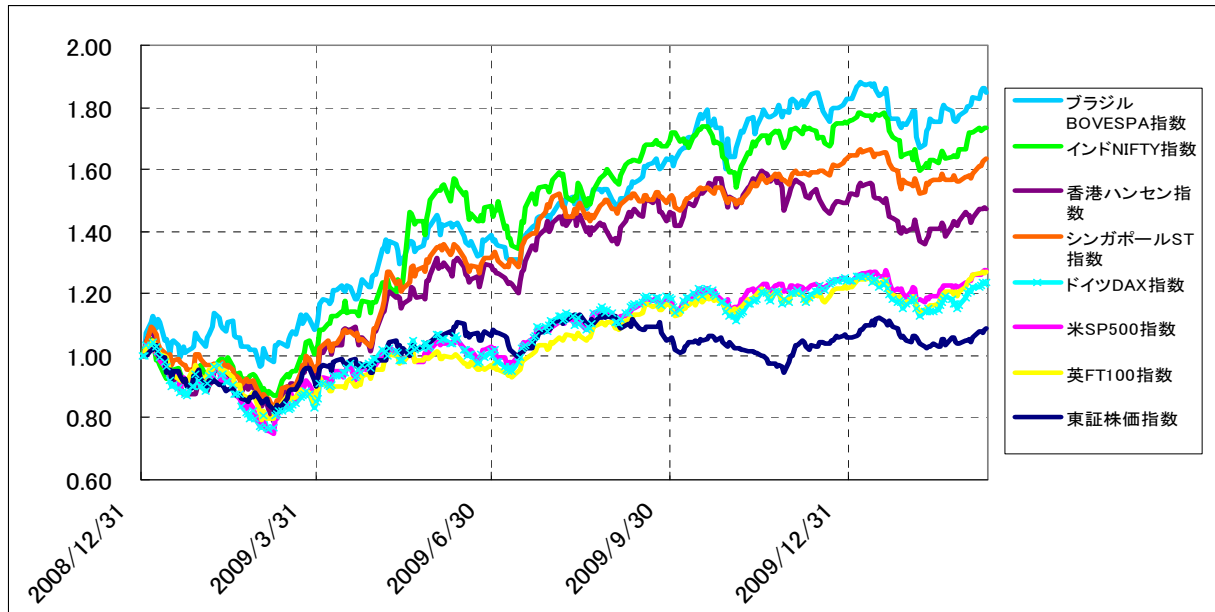
このキレ者たちは明らかに間違っていた。彼らもまた1930年代の先駆者であったかつてのキレ者たちがそうであったように、死骸の中に埋もれることとなったのだ。(インベストメントチーム)

## Global Markets (3月8日～3月12日)

### 1. オーバービュー

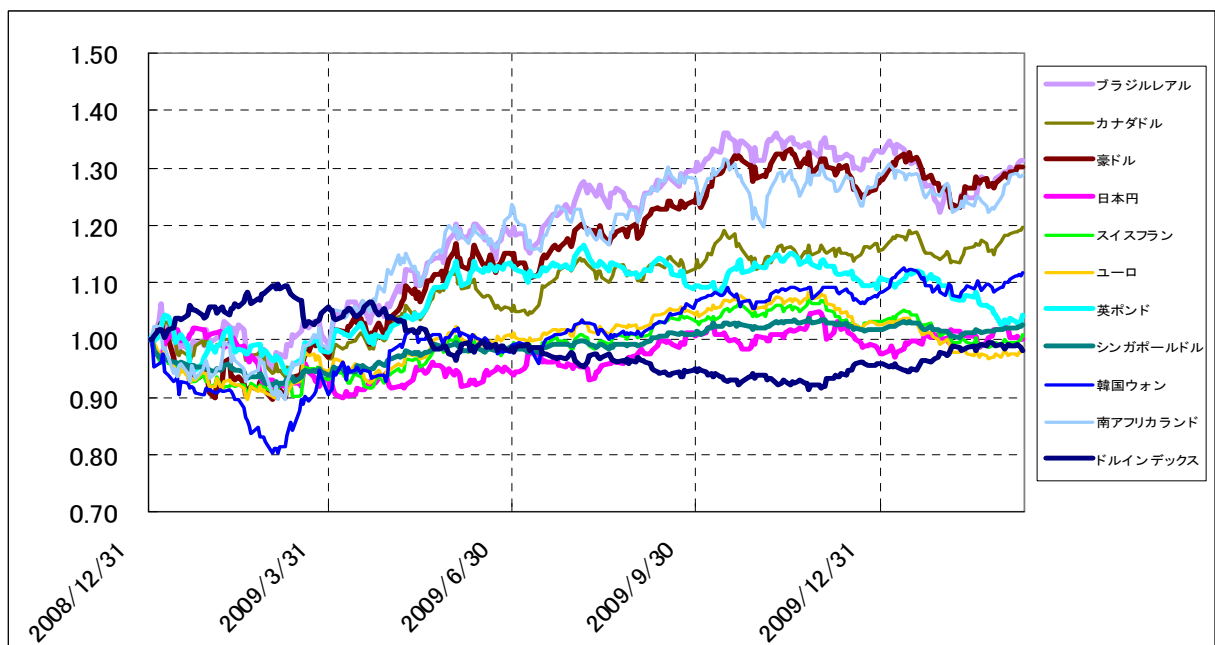
1月半ば以降の調整を経て、マネーが再びリスク資産へ回帰する動きが本格化、米国株も年初来高値を上回る水準に戻ってきた。新興国の引き締め、ソブリンリスク、金融規制など、リスク要因が解消したわけではないが、新興国成長の速度調整とインフレ退治は本来ロングランの成長持続という観点では望ましいものでもあり、逆に先進国が本格的に蛇口を閉め始めざるを得ない状況に陥るシナリオが、最も回避すべきリスクと市場が認識し始めていることも想定される。日米欧ともに金融政策の緩和解除には当面は動き辛い状況となっている。

#### 【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

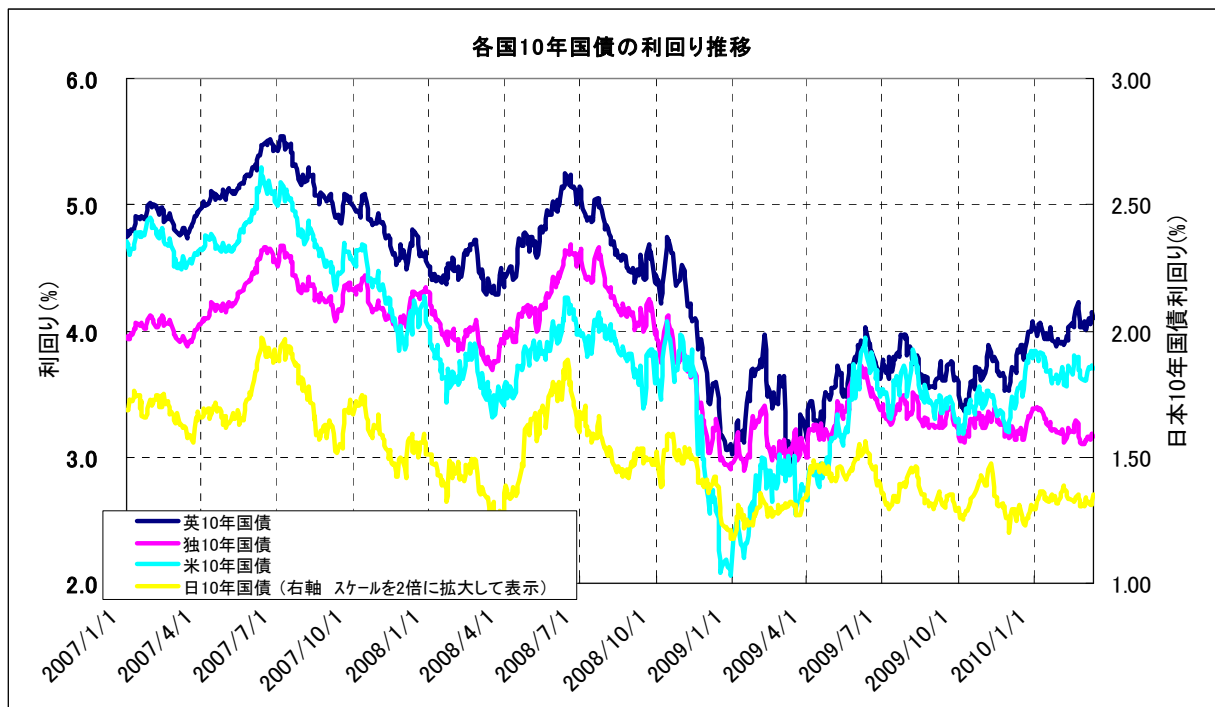


資源・新興国の反発とともに、これまで調整が続いた欧州通貨もようやく底打ちし、昨年12月以降のドルの反転上昇もここにきて頭打ちに。

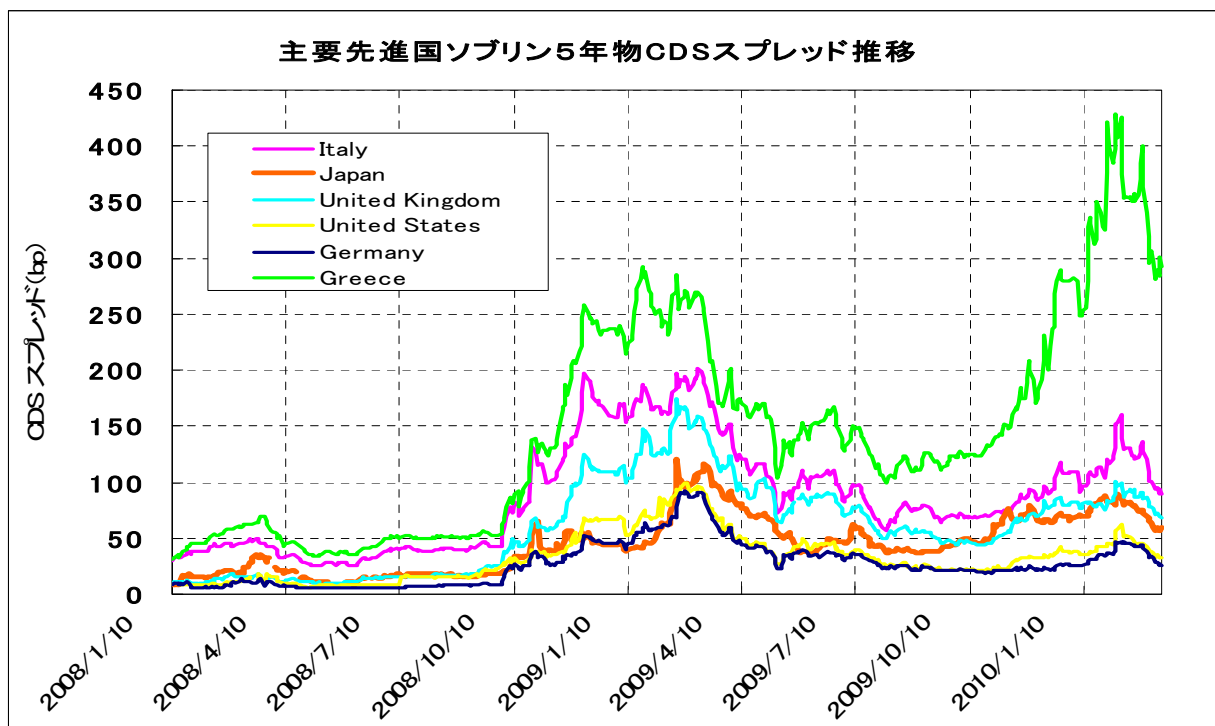
#### 【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



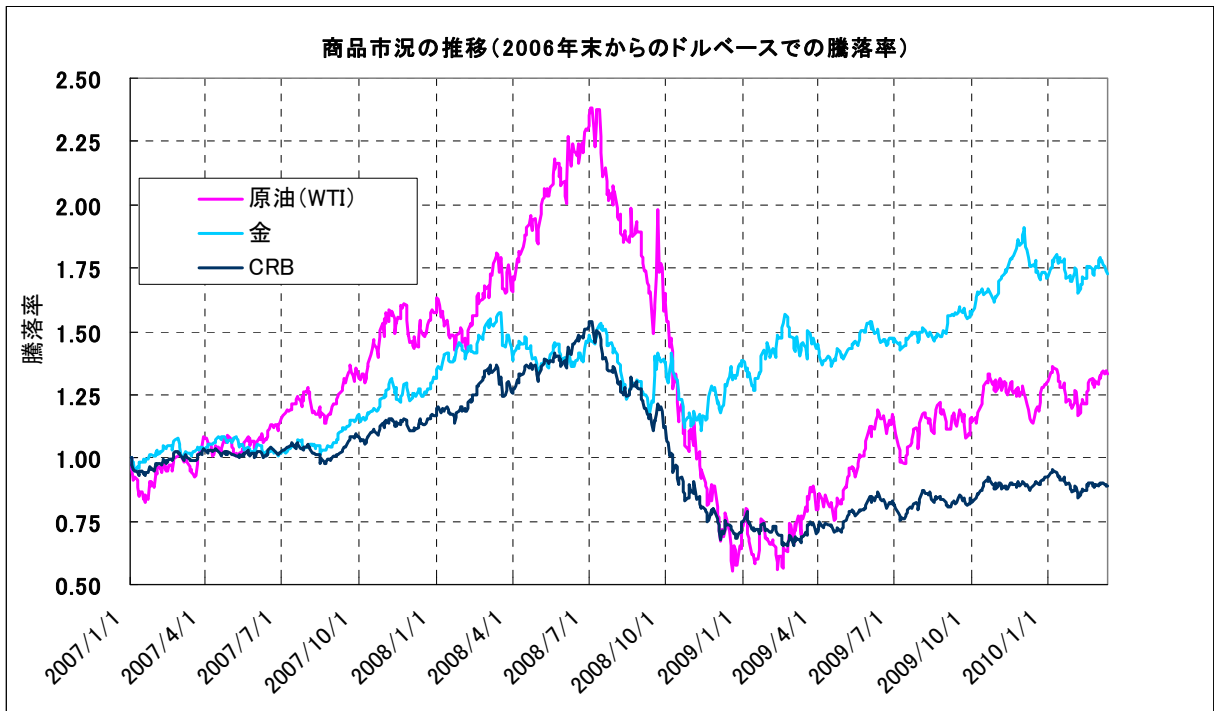
マネーが再びリスク資産へシフトする動きとあわせて、国債市場の買いはやや細りながらも概ね横ばいで推移。金融政策の違いもあるが、財政リスクの意識が根強い英米対比で見ると、ドイツ国債の利回りは比較的抑制された水準での推移が続いている。



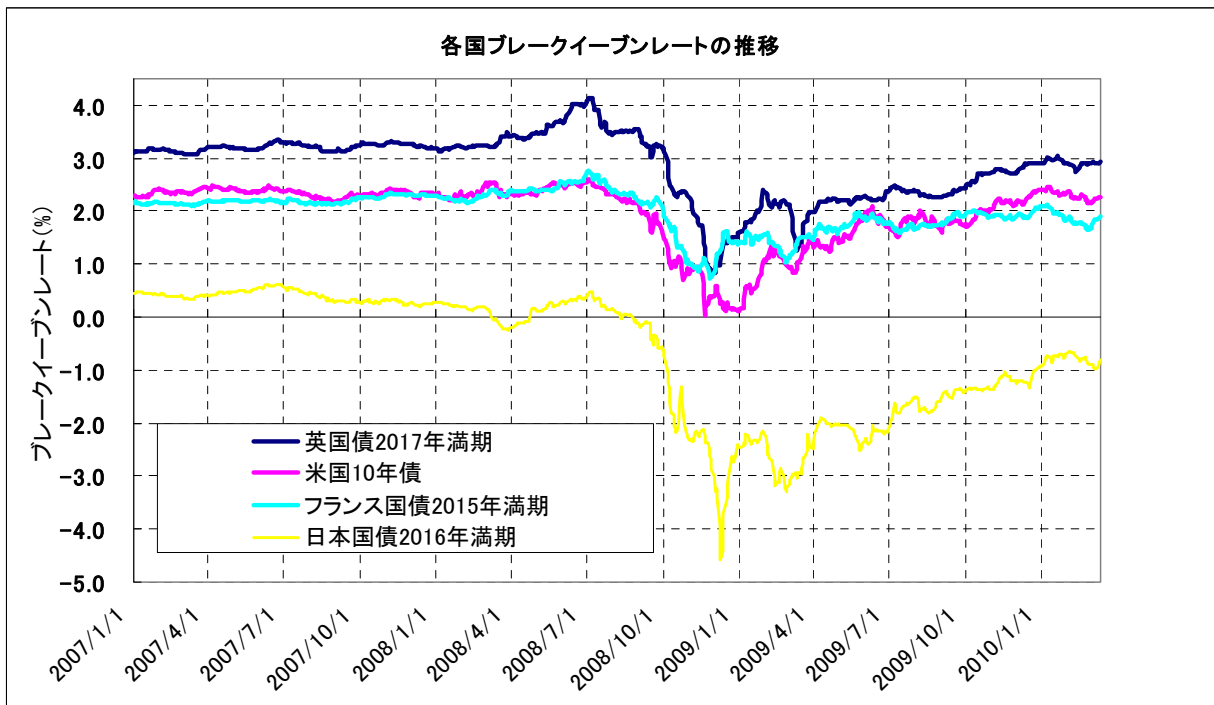
南欧諸国の国債入札状況を好感してスプレッドは縮小。ソブリン CDS に対する規制案の議論もスプレッド縮小に拍車をかける展開に。



商品市況は概ねもみあいながら、石油価格はレンジの上限に。鉄鉱石価格は中国の鋼材需要の増大を受けて、スポット価格が上昇する中、大手資源会社が、日本の鉄鋼会社との間の従来の値決めやり方(年1回の交渉で1年間の価格を決定)を、市場連動方式へ移行するよう提案する動きが広がってきた。



ブレイクイーブンレートは小動き。



(末永)