

2024年6月17日

CEOインサイト：日本は金融危機から教訓を学んだ

米国ではリスクの高い不動産証券化が投資家に不利益をもたらしながら再び活発化していますが、日本は金融監督を強化し、海外の不動産投資家を見捨てることはありません。

信じがたいことですが、世界的な金融危機を引き起こしたリスクの高い市場慣行から学んだ教訓にもかかわらず、米国の格付けの高い商業不動産担保証券に投資した投資家は、再び損失を被りました。この損失は、ニューヨーク市マンハッタンにある1740ブロードウェイの建物に関連する3億800万ドル（484億円）の住宅ローン担保証券で発生しました。トリプルA評価のトランシェを購入した投資家は、投資額の74%しか回収できませんでした。ローンは大幅なディスカウントで売却され、ダブルAおよびシングルAのトランシェを保有する5つの下位の債権者グループは全額を失いました。

投資会社のBlackstoneは2014年にこの物件を6億500万ドルで取得し、3億800万ドルの住宅ローンを組み取引をファイナンスしました。この住宅ローンはCMBS債券で証券化され、TravelersやEndurance American Insuranceなどに購入されました。ドイツ銀行がこの取引をアレンジし、格付け会社DBRS Morningstarは住宅ローン額の約半分、1億5750万ドルにトリプルAクラスの格付けを、3860万ドルのトランシェにはダブルA、2670万ドルのトランシェにはシングルAの格付けを与えました。しかしこの格付けは、後付けの理由をもってしても正当化できるものではありませんでした。

まず、この建物は古く（改装済みではありませんでしたが）、シングル・テナント・リスクが大きく、1つのテナントが賃料収入の71%を占め、賃貸期間がローン期間より短かったのです。また、債権者に有利なキャッシュ・スイープ・トリガーもありませんでした。テナントが2021年初めにリースを延長しないことを決定した後でも、株式保有者であるBlackstoneは2022年3月のリース終了まで配当を受け取ることができていました。テナントが実際に退去し、賃料の支払いを停止して初めてキャッシュスイープのトリガーが発動されたのです。

このケースは、資本主導の米国不動産市場の暗い側面を示しています。住宅ローン担保証券の投資家は、Aクラスの格付けを高額の、あるいは全損に対する100%の保険と見なすべきではなく、CMBSの詳細を徹底的に精査すべきです。その一方で、日本は世界金融危機から教訓を得ています。ここでは、外国の不動産投資家も公平に扱われ、危機の際に見捨てられることはないことを確信できます。

リーマンブラザーズの崩壊後、日本はおそらく唯一、金融監督機能をすべて金融庁に集中させた先進国です。金融庁は銀行、保険会社、証券取引所、証券取引を監視しています。中央銀行は半年ごとに金融システムの安定性を評価し、ローン量の大幅な変動などを基準にして、あるセクターが過熱している場合に公的なレポートで警告を発します。MUFG、SMFG、みずほという3大金融グループの商業銀行は、2000年代初頭の深刻な銀行危機後に13の金融機関が合併して誕生し、高い安全バッファーを持つ不動産ローンを提供しています。

>>>

米国の急速な金利上昇は、少なくとも1つの日本の銀行の足元をすくいました。時価総額で日本16位のあおぞら銀行は、米国のオフィス不動産ローンの評価損により、15年ぶりの年次損失を計上しました。日本企業の顧客を追って米国に渡り、現地での投資をファイナンスしている日本の銀行は、顧客とともに困難な投資を乗り越えています。Blackstoneとは異なり、企業は投資を継続して保持し、日本の銀行はローンをディスカウントで売却することはありません。双方が責任を認識しているのです。

日本の商業不動産市場は、他の点でも米国市場よりもはるかに回復力があります。従業員が在宅勤務を好むため、場合によってはオフィスの空室率が50%に達するケースもあり、これが現在の危機の主な原因となっています。日本では違います。日本では大半の従業員が週に数日しか在宅勤務をしないということもあり、オフィス投資への信頼は依然として高いのです。

オフィス勤務に対する態度の違いは、雇用主への忠誠心において大きな違いがあることに起因しています。この違いはまた、正当化しがたい給与格差にもあると考えられます。例えば、S&P 500企業のCEOは、従業員平均の400倍の報酬を得ています。約2,100のTOPIX企業では、社長の報酬は従業員の12倍にすぎません。日本では、すべての人が会社の成功を分かち合っており、資本主義として機能しています。

これが、大手米国ファンドが日本への投資をさらに拡大する計画を立てている理由です。ウォーレン・バフェットのBershire Hathawayが5つの日本の商社に保有する株式（詳細は[2022年12月のCEOインサイト](#)をご覧ください）は、今や240億ドルに達しています。Bain Capitalは最近、日本への投資を100億ドルに倍増する計画を発表しました。KKR、Carlyleなども、日本企業が投資収益率を重視し、政府が国民の証券貯蓄を奨励していることから、「ダイナミズムの再生」を挙げて[同様の計画を発表](#)しています。

不動産セクターでは、主要都市のホテル、データセンター、住宅が海外投資家の現在のターゲットです。彼らの継続的な関心は、ドイツの投資家にも注目されるべきです。円安による通貨プレミアムもあり、日本の不動産は引き続き黄金時代にあります。

Leonard Meyer zu Brickwedde

Dr. Leonard Meyer zu Brickwedde
President and CEO

Kensho Investment Corporation
Sanno Park Tower 3F
2-11-1 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-6162

Tel: +81(0)3-6205-3039
contact@ken-sho-investment.com