

# 不動産デット商品を対象としたスプレッド評価指標の紹介

株式会社住信基礎研究所

馬場 高志

2005年3月5日

## 要約

不動産派生商品として最も市場規模の大きい不動産ノンリコースローンや、そのポートフォリオであるCMBSなどの各種不動産デット商品を対象に、同商品の経済条件として多用される金利スプレッドの評価に際し、筆者が所属する機関において、実務上用いている2つの評価指標とその考え方を紹介する。

一つの指標は当該不動産デット商品が有するプロジェクトファイナンスとしての本質を踏まえ、原資産である実物不動産のキャッシュフローおよびキャップレートの変動リスクをもとに、当該不動産デット商品の変動リスクを考慮した『理論スプレッド』である。今一つの指標は、観測される既存の類似商品をサンプルに推計したモデルをもとに、当該不動産デット商品の商品特性を考慮した『市場スプレッド』である。

## キーワード

不動産デット商品、変動リスク、理論スプレッド、オプション調整後スプレッド、市場スプレッド

## 1. はじめに

### 1) 不動産デット商品評価のニーズ

わが国の不動産投資市場においては、1990年代後半から開始されたシングルアセットを対象とした資産流動化型SPCの組成拡大の後、JREITおよび不動産プライベートファンドなど資産運用型の投資スキームが同SPCの物件売却の受け皿となり、更なる市場拡大が続いている。特に昨今はファンド間の取得競争が活発化し、優良案件については取引価格が高騰している。これは国内経済および国内不動産市況の復調期待のみならず、超低金利および株式市況が低迷する中、利ざやを求める国内の長期投資家等によるエクイティ資金の流入、および貸出先不足に伴う各種金融機関等によるデット資金の流入といった、期待収益率の低下と資本市場の供給過剰にその要因を帰することができる。裏返すと、流動性リスクは減少しているものの、賃貸市場や取引市場、あるいは不動産運用事業の構造などの、本質的なリスク低減の動きに伴うものではなく、実際には、投資家が過大なリスクを負いつつある可能性を指摘できる。

こうした状況に直面した投資家、特にリスク規制が厳格な商業銀行をはじめとした各種