

## 証券化市場の再活性化に向けて

横浜国立大学 高橋正彦

証券化 (securitization) は、デリバティブ (derivative, 金融派生商品) と並ぶ先端的な金融技術であり、後者が市場リスクをコントロールする「フィナンシャル・エンジニアリング」 (financial engineering, 金融工学) の領域に属するのに対し、「クレジット・エンジニアリング」 (credit engineering, 信用工学) の性格を有する。

証券化は米国で発祥・発展し、世界中に広がった。米国での証券化は、1970年代に、住宅ローン債権を裏付けとするMBS (モーゲージ担保証券) から始まり、多様な金銭債権を対象とするABS (資産担保型証券) 等に拡大し、市場規模も巨額に達した。

日本では、バブル崩壊後の1990年代前半、ノンバンクのリース・クレジット債権から、本格的な証券化が始まった。その後の金融ビッグバンに伴う法制整備もあって、日本の証券化市場は順調に拡大・多様化し、2005年~2006年には、発行額が普通社債を上回った。

米国では、2006年夏以降の住宅バブルの崩壊により、サブプライム住宅ローン関連の証券化商品 (MBSや、それらを再証券化したCDO) がデフォルトしたり、値崩れしたりしたことから、2008年9月のリーマン・ショックを経て、世界金融危機に発展した。その影響により、米日ともに、証券化市場は2006年をピークに縮小に転じた。

その後、金融危機の震源地である米国では、証券化市場の回復の動きもみられる。一方、日本では、米国のサブプライムローン問題のような深刻な問題はほとんど起きていないにもかかわらず、証券化市場は依然として低迷が続いており、出遅れ感は否めない。

こうした状況の背景として、①実体経済の低迷等を背景とする裏付資産の伸び悩み、②日本銀行による量的・質的金融緩和 (QQE) 等の超金融緩和の下での資金調達の容易化、③リスク商品としての証券化商品のイメージの広まり、④信用リスク管理等に関わる投資コストの増大、⑤近年の金融規制強化の悪影響、などの事情が挙げられる。

現在の日本の証券化市場は、公的機関である住宅金融支援機構によるMBSの安定発行により、全体の発行額の過半を支えられており、かつての多様性はかなり失われてしまっている。このままでは、オリジネーター、アレンジャー、投資家、格付機関等で、証券化に関する実務的ノウハウの継承にも支障を来す懸念がある。さらに、マクロの金融システムの観点からも、現状は、従来型の直接金融・間接金融と並ぶ、市場型間接金融や複線の金融システムへの移行という、金融ビッグバン以来の政策的方向性に逆行している。

市場関係者にとっては、QQEからの出口や、資金余剰から資金不足への将来の金融構造の変化等も展望し、専門性を有する人材の維持・育成など、証券化市場の再活性化に向けて、必要な準備を怠らないことが肝要である。