

モーゲージ証券化市場の拡大

—サブプライムが明かした米国住宅市場の脆弱性—

石橋 妙子

要 旨

公的信用が、重層的であるにも関わらず、スマートな形でビルトインされながら、長期に渡り発展を遂げてきた米国の証券化市場を背景に発生したサブプライム問題は、非常に大きな衝撃を与えるに至っている。

近年の住宅モーゲージ市場の拡大は、擬制資本に対する投資に基づき、本来金融市場にアクセスのなかった層までをも取り込むことによって、それを可能にしたのに他ならず、今回のサブプライム問題を機に、米国の住宅貸付形態の複雑さと危うさが一気に露呈する結果となった。ホーム・エクイティ・ローンやサブプライムローンは、複雑化する貸出形態の一環に他ならない。皮肉な事に、住宅市場の拡大を牽引したのも、そして崩壊へ導いたのも、他でもない証券化技術の発展である。

革新的な資金調達手段であったはずの証券化は、リスク転嫁を繰り返し、CDO（債務担保証券）を媒介に、明らかに世界の金融市場を1つにした。しかし昨今の状況には、公的信用を背景に発展してきた従来の証券化とは異なる展開もみられ、金融市場における証券化の意義も明らかに変化してきたと考えられる。収益商品としての証券化市場の拡大、その拡大を支える為の貸出先開拓。成熟し肥大化しきった米国の住宅証券化市場から、今しばらくは目が離せない。

目 次

はじめに

I. 米国のモーゲージ市場

II. 複雑化する住宅に絡んだ貸出形態

1. ホーム・エクイティ・ローン

2. サブプライムローン

III. 米国住宅問題の波及（証券化の功罪）

1. 危機波及の構造

2. 証券化商品 CDO

IV. 証券化支持装置の変遷

むすびにかえて

はじめに

次々と新しい金融技術が生み出される中、世界的に証券化市場の発展は必要不可欠となりつつある。1970年代退役軍人への急速な住宅提供を背景に、長期に渡り発展してきたMBS (Mortgage Backed Securities : モーゲージ担保証券) を中心とした、米国の証券化市場の存在、並びにその意義は非常に大きい¹⁾。新たな資金調達手段であると共に、貸出リスクを分散可能にする革新的なツールは、金融機関及びその他の市場関係者への機能変化をもたらした。

1970年に初めてモーゲージを裏付けとしたパススルー証券が発行されて以来、CMO (Collateralized Mortgage Obligation), ABS (Asset Backed Securities) 等と続き1990年代には、既に発展・拡大していたMBSとは別に、証券化商品には不向きとされていたCMBS (Commercial Mortgage Backed Securities : 商業用モーゲージ担保証券) も、証券化商品としての地位を確立する事となる。

それらの発展段階において、市場にスマートにビルトインされた公的信用と多様なプレーヤーの存在が、その発展を支えてきた米国の証券化市場に、近年変化がみられ始めた。住宅価格の下落に伴い、信用力に問題があるとされる層への貸付けサブプライムローンの焦付き増加がそれである。金融技術を駆使して作り上げられた商品は、当該ローンを原資の一部に含みながら高格付けを取得していた事により、広範囲に信用収縮を引き起こす結果となった。

この根本的な問題は、日本のバブル期同様擬制資本価格の上昇期待を前提に提供された貸付けであった点である。つまり米国はバブルだっ

たのだ。過剰な流動性資金の要求を満たすべく、本来なら貸出しに慎重になるべき借り手に対する資金提供を、低利で行っていた点等は、日本がバブル当時、何のキャッシュフローも生まない更地をも担保に融資を行っていた事を彷彿とさせる。

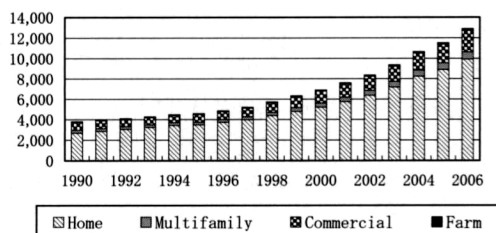
以上の事を踏まえ本稿では、米国の住宅モーゲージ市場の現状分析を行う上で、わが国にはない概念をも含む複雑な貸出形態、そして広くサブプライムローン問題を波及させた証券化について考察すると共に、証券化支持装置としての公的信用の変遷の検証を試みる事により、明らかに以前とは異なる、近代における証券化の変貌の実状を把握する事で今後もさらに広がる証券化市場発展への提言ができればと思う。

I. 米国のモーゲージ市場

長期に渡り拡大を続けてきた米国のモーゲージ市場は近年、かなり深刻なバブル状態であった。図表1は1990年から2006年にかけての、モーゲージ発行残高の推移を示したグラフである。その発行残高は、1990年から2006年にかけて約15年の間に3倍にも伸びている。中でも1995年頃からの伸びは顕著で、その背景には当

図表1 モーゲージ残高内訳

(単位: 10億ドル)



(出所) FRB, "L217 Total Mortgages," *Flow of Fund Accounts of United States*. より作成

時の金融緩和政策や、住宅金利の所得控除が挙げられる。

住宅モーゲージの殆どは、単世帯住宅モーゲージで、近年サブプライムローンが、その残高を押し上げていたが、遅滞や物件差し押さえが目立ち始めた事により後述する多大な問題へと繋がる。

証券化は今や、モーゲージと同義語的に扱われ、急激な金利上昇に伴う逆鞘現象が起きない限りにおいて「期間のミスマッチ」を解消してきた。米国の住宅ローンは、金融緩和策の下、上昇する住宅価格を背景に、証券化がモーゲージの売却を可能にし、更なる貸付増大をもたらしてきた。

しかしここに来て良質とは言い難いモーゲージが含まれていた事が懸念材料となり、短期金融市場が先に反応して「期間のミスマッチ」が顕在化する結果となったのである。供給過剰の懸念が積みまっていた米国住宅市場において、住宅融資が急激な拡大をみせたのは2001年頃からで、特に2004年から2005年にかけての貸出競争激化の際には、十分な審査を欠いた安易な融資が横行し、所得証明の提出を求めないケースもあったという²⁾。厳格とはほど遠い基準での貸出しに支えられていた住宅市場の綻びが、今や大問題へと発展している。

米国の住宅市場の緩やかな減速が新聞紙面を賑わすようになったのは、2006年春頃からで、住宅市場の動向をみる上で注目度の高い中古住宅販売件数（年換算）は667万件と前年同月比6.6%減少し、在庫は前年同月比41%増、販売実績の6.5ヶ月分に当たる360万戸と急増し、現在の統計が整備された1999年以来、最高を更新³⁾といった記事が出た。National Association of Realtorsの統計によれば、年間中古住

宅販売数は、2004年677.8万戸、2005年707.6万戸、2006年647.8万戸、2007年（7月）575万戸、と2005年をピークに鈍化している。一方、中古住宅平均販売価格は、2004年24.44万ドル、2005年26.66万ドル、2006年26.82万ドル、2007年（7月）27.6万ドル⁴⁾と徐々に上昇しており、中古住宅販売に関し、販売数は明らかに落ちてきているが、平均販売価格に関しては上昇している事より、低い価格の中古住宅の販売から落ち込み始めたのが分かる。

米国の中古住宅販売市場の鈍化に伴い、在庫増加の顕在化も報じられ、拡大を続けてきた米国の住宅市場の陰りが、広く知れ渡る事となった。2006年の段階では、住宅ローン金利の上昇を受け住宅市場は緩やかに減速を続けるだろうといった予測が一般的であり⁵⁾、住宅市場の鈍化が、世界的金融市場へと伝播する事は、予想だにしていなかった事がうかがわれる。

今回米国内の住宅市場に限らず、金融市場全体に懸念をもたらしているサブプライムローンは、主にプライムでは貸出しを受けられない層に対する貸付けであり、借り手は貸出競争の激化の末の新たな収益源として位置付けられる層である。ここに住宅市場への供給過剰がうかがえる。そこで次節では、米国の住宅に絡む複雑な貸出形態、中でもホーム・エクイティ・ローンとサブプライムローンについて検証する。

II. 複雑化する住宅に絡んだ貸出形態

米国の住宅金融市場は、かなり特殊な市場である。証券化支持装置としてのGSE（政府支援企業）の買取り基準を満たす適格ローン（Conforming Loan）に対し、非適格ローン市場は多岐に渡っており、その貸出形態は複雑化

している。中でもその意義が問われ問題となっているのが、サブプライムローンである。その他わが国にはない貸付形態として、ホーム・エクイティ・ローンが挙げられる。このホーム・エクイティという概念もまた米国の住宅金融市場を複雑化させている。米国の住宅市場の中心は、三澤 [2007] によれば「既存物件であり、新築物件ではない。その比率は住宅ブームの最盛期の2005年で、既存750万件に対し新築は128万件と、常に5対1以上の割合で既存物件市場がアメリカの住宅不動産を動かしている」⁶⁾ という。この事は複雑化した貸出形態と無関係ではない。というものの既存物件を対象とした住宅市場が既に確立されている事により、既存住宅が市場価値を有する為、ホーム・エクイティに対する貸付けが可能となるのである。

サブプライムローン、ホーム・エクイティ・ローン共に非適格ローンの1つであり、借り手の信用力の低さに着目した物が、サブプライムローン、抵当順位の低さに着目した物が、ホーム・エクイティ・ローンである。既に証券化市場の発達している米国においては、このどちらも主に民間主体で証券化されている。これらの特徴を理解する事によって、昨今の住宅市場の拡大の原因を探る事にもなると考えられる為以下で考察する。

1. ホーム・エクイティ・ローン

Home Equity (住宅正味資産、以下 HE と表記。又それに対する ローンを HEL と表記) とは、保有する住宅の現在価値から、既存の住宅ローン残高を控除した部分を指す。主に住宅購入時の借入れであるファースト・モーゲージに対し、セカンド・モーゲージと呼ばれる事もある。三菱東京フィナンシャル・グループ

[2002] は、HEL について「住宅を保有したまま、その増価分のみを現金化でき、また、実際に現金化せずとも、家計が住宅資産の増価分を容易に現金化できる手段を得た事で、住宅価格の上昇に伴う資産効果を高めるのに貢献したものである」と述べている。この HE に対する貸付けは、既担保となっている資産内に、返済が進めば純資産が蘇るとし、該当部分を新たな担保として貸付けを行う物と解せる。つまり、既に擬制資本化した資産を、再度擬制資本化させるという意味で、二重の擬制資本化が行なわれている事になる。その用途は、住宅の修繕や改築、その他しばしば消費者信用の代わりに用いられ、新たな消費に使われたり、クレジットカードの支払い⁸⁾等負債の支払いや、医療費に当てられたりしている。

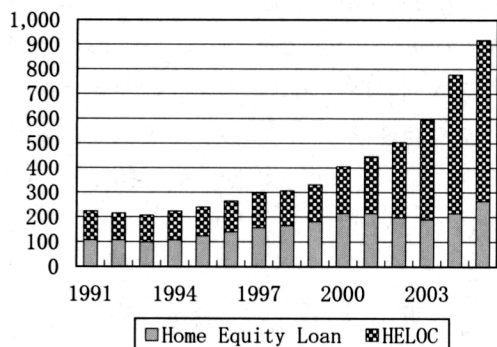
HEL には、クローズエンド型の HEL、そしてもう1つ1980年代中盤に登場したオープン・エンド型のホーム・エクイティ・ラインズ・オブ・クレジット (Home equity lines of credit、以下 HELOC と表記) の2種類がある。

1つめの伝統的 HEL は、固定金利 (Fixed-rate) で、月々の支払いは、元本と利子の合計となり、その用途は長期の目的の場合に向いている。これに対し HELOC は、調整金利 (Adjustable-rate) で、数年間は金利のみの支払いが可能である。こちらは主に短期向きといえる。

これらの急速な普及は、1990年代後半だが、1970年代には既に提供されていた。1970年代中盤にかけての主な貸し手は、消費者金融会社、第二モーゲージカンパニー等で、商業銀行、貯蓄銀行、貯蓄貸付組合等は、5分の2程度に留まる。その後も伝統的 HEL に関しては、消費者金融会社がメインの資金供給源であったが、

図表2 ホーム・エクイティ・ローンの推移

(単位: 10億ドル)



〔出所〕 Alan Greenspan and James Kennedy, "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes," FRB, March 2007, pp.20-21.

(<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200720/>)より作成

HELOCでは、金融機関がメインの貸し手となり、商業銀行等は、1997年には伝統的HELに対するよりも、5割も多く貸出しを行っている。ここに金融機関の、新たな資金運用先としての消費者信用市場進出の行動がうかがえる。

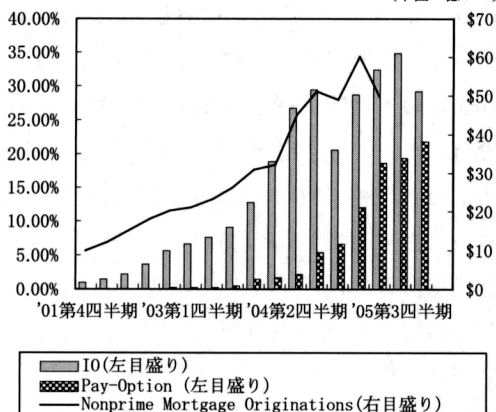
HEに対する負債の規模は、1977年には全住宅保持者の約5%だったが、1988年には11%にまで達し、この頃ちょうどHELOCが伝統的なHEに並ぶ規模にあったという。その後1993年から1994年頃には13%に達し、1997年末には総額約420億ドル、非モーゲージ消費者負債の3分の1にまで拡大している⁹⁾。1991年以降のHELの推移を図表2に示した。

2. サブプライムローン

「サブプライム (Subprime, 以下SPと表記。又それに対するローンをSPLと表記)」とは、貸出しの際の金利体系上の優遇金利を指す「プライム (prime)」「Alt-A」に次ぐ貸出しで、「プライム」「Alt-A」よりも信用力の点で劣るのがその特徴である。このSPLには、技

図表3 ノンプライムモーゲージの推移

(単位: 億ドル)



〔出所〕 FDIC, "FDIC Outlook Summer 2006," (<http://www.fdic.gov/bank/analytical/regional/ro20062q/na/2006summer04.html>)より作成

術的な仕組みがあり、最初の数年は金利が低く、3年もしくは4年目に金利が見直され、10%以上に上昇する商品が多いという。この金利調整型住宅ローンは、ARMs (Adjustable Rate Mortgages) ローンと呼ばれ、このARMsがSPLの大半を占める。主な物にはHybrid ARMs, IO (Interest-Only) ARMs, Pay-Option ARMsが挙げられる。図表3からも分かる通り、これらは2002年には全ノンプライムモーゲージ (Nonprime Mortgage Originations) の3%であったが、約3年で30%を超し、2005年には50%を超す程の急激な成長をみせている。

2003年以降、強い住宅価格の上昇期待の一方で、ある程度の住宅需要が整いつつある事を背景に、新たな住宅購買意欲をかきたてる必要性から、従来型のモーゲージではない商品が求められた。その結果、IO ARMsやPay-Option ARMsの需要が高まったのである。

Mortgage Bankers Association (MBA: 米国モーゲージ銀行協会) のデータによれば、住

宅保有をモーゲージタイプ別でみた場合、Fixed Rateが75.2%なのに対し、Adjustable Rateは24.8%と約3分の1に当たる。また2006年の下半期、SPLの借り手の12~15%程度は、初めての住宅購入であり、同時期SPLの借り手の約半数、47%が住宅の購入に当該ローンを充てている。より新しいデータでは、住宅保有者の4.9%がARMの借り手であり、その内10.13%はかなり深刻な焦付き状態にあるという¹⁰⁾。

従来SPLは、職を失う、病に倒れる等、リファイナンスの際の信用に問題がある人を対象にしたローンであり、住宅購入そしてその支払いという長期間に起こりうる不測の事態に備え、ローンの貸し手にとって、借り手がデフォルトを選択せずに支払いを続けていけるよう考慮された仕組みであったと考えられる¹¹⁾。それらを原資としたモーゲージは、過去の信用歴等によって、AからDまでリスク毎にクラス分けされ、通常のモーゲージに比べ、信用リスクの分だけプレミアムが上乘せられた価格で取引されていた。リスクは高いが高収益が期待できるSPLは、1990年代後半の債券と株式市場の暴落の頃を境に、ノンバンクの領域に資本力のある金融機関が参入してくるようになる¹²⁾。

SPLの貸出残高は、1994年には350億ドルとモーゲージ市場の1%に過ぎなかったが、2001年に1,200億ドル、2005年に6,250億ドルと5倍以上に膨れ上がり、2006年には6,650億ドルと23%を占めるまでに拡大してきた。当該ローンの直接的提供者は、SPL会社であるが、ここに融資や出資を行っていたのは、大手の投資銀行等であり、MBSの裏付けとなるローンの提供先としていた¹³⁾。

SPLを含むMBSは、その他の資産と共に、

CDOという商品に組み換えられ、そのCDOもまた証券化市場で流通していた。ローカルなSPLの焦付き多発と世界的な金融市場の混乱とを結び付ける「触媒」となったのは、明らかに証券化商品CDOである¹⁴⁾。そこで次節では、SPLの世界的な金融市場への伝播について考察したいと思う。

Ⅲ. 米国住宅問題の波及 (証券化の功罪)

ローン提供会社の破綻により、突然降って湧いた問題のような印象の強いサブプライム問題であるが、その影響についてFRBは既に、1999年頃にはInteragency Guidanceとしてリスクが高まっている事に注意を促し指導を行っていたが規制にまでは至っていない¹⁵⁾。

これまで当該ローンのデフォルトが表面化しなかった理由は、購入した住宅価格の値上がりが続いていた為、借り手は、低金利の内に住宅の価格上昇分を担保に通常のプライムローンに借り換えができた事にある¹⁶⁾。その為住宅価格上昇が続いていれば、顕在化しない問題であった。これはひとえに住宅価格への上昇期待が信用補完に置き換えられ、不確定要素である未来における価格上昇を裏付けとし、ローンが提供されていた事に他ならない。この手法は、住宅価格が上昇期の場合、何の問題もない。しかしながら、大前提である住宅価格の伸びが鈍化する事によって、当然の事ながらデフォルトが顕在化してくる。

単純に住宅ローンの一部の焦付きで終わるはずのSP問題は、証券化技術の発達と金融市場のグローバル化を受け、世界の金融市場へと波及する事態に陥った。

基本的には、原資となる住宅ローンが焦付き不良債権化した場合、キャッシュフロー構造による分類である、パススルー (pass-through) 型であれば、税法上の権利や義務は投資家へと移転されるが、オリジネーターのリスクが完全にフリーかといえば、そうとはいえない。むしろ、市場参加者はそうは思っていなかった結果が今回の信用収縮を生んでいる。証券化した商品自体に関してオリジネーターは、パススルーの場合リスクを負わない。その事がリスクの高い SPL でさえ、証券化商品としてアレンジされ、市場へ排出されるといった結果を生んだともいえる。そこには、一度自らの手許を離れた物には責任を持たず、その責任は新たにそれを手にした人の物であるといった歪んだ自己責任原則の姿さえみえてくる。原資が予定通りのキャッシュフローを生んでいれば、リスクが顕在化する事はまずない。しかし一度そこに陰りが出れば、分散されたリスクはたちまち顕在化する。今回ローン提供者側における信用リスクの顕在化が先行し、投資家側へも伝播、最終的に全世界的信用危機を引き起こす結果となった。

証券化という市場の効率化を促進するべく開発された金融技術は、リスク分散を可能にし、新たな資金調達手段としてその地位を確かな物にしてきた。さらに流通市場の発展により、MBS は擬制資本と同様の運動形態を与えられ、その市場を拡大していったのである。SPL のデフォルトリスク自体は、把握可能な物であるというが、既に第二市場で流通してしまっている MBS を原資としての CDO に対し、SPL のデフォルトリスクが、どこでどの程度の損失となって表れるか、全てを把握するのは困難である。その複雑に絡みあった証券化商品群が、

世界的な金融市場の信用収縮を招いている大きな原因と考えられる。

1. 危機波及の構造

ローン・ブローカーを介し組まれた SPL は、大手の投資銀行等へと売却される。この段階で既にモーゲージが売却された事になる。信託を用いプールされたモーゲージは、リスクに応じシニア・メザニン・エクイティといったトランシェに分けられ、各々格付けを受けた証券化商品として、投資家へと販売される。ここまでは典型的な MBS に代表される証券化スキームの形態である。CDO はさらに、その MBS を裏付け資産の一部に含みながら金融工学を駆使したアレンジが加えられ、1)裏付け資産のパフォーマンス、2)構造上の特徴、3)運用を手掛けるアセット・マネージャーのパフォーマンス、その他最劣後部分を機関投資家が保有する場合等、高格付け要件を満たす形で組成される。一連の流れの中で、金融機関から切り離された SPL は、高格付け金融商品の一部へとその形を換えるのである。従来の証券化発展とは異なり、投資銀行を中心とする非伝統的な市場形成の上に拡大したのが、SPL 関連証券化市場である。

さらに証券化の歴史において、投資判断指標としての確かな信頼に支えられ、マーケットの拡大を後押ししてきた格付け機関は、CDO に関しては、商品設計の段階から関わりを持つ事により、後押しではなく牽引の役割を担ったと考えられる。理論値に基づき査定された魅力的な CDO を介し、危機は欧米の金融市場に広く波及する事となったのである。過度の信用に支えられた格付け機関は、あくまでも民間機関であり、格付けを受ける側との利益相反、高格付

け取得の要件がマニュアル化していた事等、今やその存在を疑問視する声は益々強くなりつつある。

このCDO投資の中心となったのが、証券化商品投資ファンド的な特別目的会社の一種であるSIV (Structured Investment Vehicle) である。金融機関にとって、簿外で高リスク商品に積極投資出来る投資機関であった。一般的にSIVは、CP (Commercial Paper) やMTN (Mid-Term Note) を用い低金利で短期資金を調達し、高利回りの証券に投資する。そのSIVにとって高格付けのCDOは絶好の投資対象商品だったのである。

また、経済状況の良かった欧州の金融機関は後発ながら、同格付けのMBSより高利回りのCDO投資に乗り出し、既に住宅市場の鈍化が始まる2005年にも投資額を拡大している。その一方で、直接米国のモーゲージカンパニーを買収する等、モーゲージへの関連を2つの形態により積極化させてきた。

欧米を中心に広範囲に拡大していたSPL関連証券化に関する信用危機は、当該ローンの遅滞が増え始めた矢先、まずはローン提供元の資金調達難といった形で勃発した。それに伴い高格付けだったCDOを中心に格下げ、SIVは資金調達難に陥り、一気に分散されていたリスクが逆流する形となった。また、急激に信用リスクが高まる中、自国通貨で投資を行っていなかった欧州の金融機関を中心に、欧州金融市場は信用恐慌へと陥ったのである。CDOに限らず、今や信用を裏付けには取引不可能な状態にある。

2. 証券化商品 CDO

そこで次に、上述したCDOとは元来どのよ

うな商品であったのかについて言及しておく。

CDO (Collateral Debt Obligation: 債務担保証券) とは、原資産の発行体にとっての債務を複数集め、プールする事により、ポートフォリオを構成している社債やローンといった各債務を、リスク毎にトランシェに分け、劣後構造と信用補完を与えられた金融商品を指す。ポートフォリオへの直接投資と比べ、リスク分散効果が高い事が特徴で、その分だけ格付けも高く流動性もあると考えられていた。最も単純な物では、企業向け貸出を担保としたCLO (Collateral Loan Obligation)、公社債を担保としたCBO (Collateral Bond Obligation) 等がこれに当たり、近年ではABSをもプールに組み込む等、その商品性は債務に限らなくなってきており¹⁷⁾、SPLもこれに組み込まれていた。

CDOの発行金額は2004年1,574億ドル、2005年2,718億ドル、2006年5,493億ドル、2007年上半年3,136億ドルと2005年から2006年にかけて急激に伸びている。CDOの中でも特に、担保となる資産の市場価値に連動したMarket Value CDO等は、その発行額が2004年6億5,000万ドル、2005年6億2,000万ドルだったのに対し、2006年には469億ドル、2007年上半年337億ドルと急激な伸びをみせた¹⁸⁾。住宅価格の上昇を背景に、いかにこの時期、モーゲージ関連の商品が、その市場を拡大しているかがわかる。

しかしながら、住宅市場の鈍化は、先述したように2005年頃にはその徴候が表れていたにもかかわらず、アレンジされ組み込まれた証券化商品は、2006年にもその発行額が伸びており、住宅市場には直接連動していない事がわかる¹⁹⁾。それ以前に何故、サブプライムローンが、CDOに組み込まれる結果となったのか。これは非常に重要な点である。住宅価格の上昇

が前提となり、当該ローンが擬制的信用を得る事により、リスクが軽視されていった事と、先述したCDOの商品性の拡大と共に、高格付けの金融商品として扱われていた事等が合致した結果と考えるのが妥当だろう。本来、その質に問題がある物は、証券化され形を換えようとも、相応に評価されるべきである。しかし、実際はそうではなかった。

SP 関連CDOにおける損失は、2007年10月初旬時点ではMerrill Lynch55億ドル、UBS 34億ドル、Citigroup 33億ドル、Deutsche Bank31億ドル、Morgan Stanley24億ドル、Goldman Sachs15億ドル、Lehman Brothers 7億ドル、Bear Stearns 7億ドルと限定的とされていたが、その後も損失は拡大傾向にある。

各投資機関は、かなりの損失を被る結果となっている。しかしながら各機関にとって衝撃だったのは何よりも、元々自らの収益拡大を狙って作り出したCDOで、多額の損失計上という事態に陥った点であろう。今後も住宅価格の下落に連動し、SPL並びにCDOに関する損失は、拡大すると考えられる。このCDOの普及により、サブプライムの問題は、世界中に伝播する結果となってしまった。

現代の金融市場では、一国の住宅金融市場の一商品に対する信用不安が、金融市場のグローバル化により、国際金融市場全体に信用収縮を引き起こす危険をはらんでいる。さらに信用収縮により流動性が制限される事で、更なる住宅金融市場の債務不履行発生を、増長する危険性にも直面している。SPLの焦付きは、それ自体が問題というよりもむしろ全世界的に信用収縮が波及した事が大きな問題とされている²⁰⁾。しかしながら、この問題の本質は明らかに不良

債権問題である。不良債権問題はその性質上、根本的な部分を解消しなければ、いつまでもくすぶり続ける問題である。

現在、規制監督官や神経質な投資家からの圧力による、非常に厳格で保守的な融資基準への回帰の動きがみられ、信用力の低い人々をマーケットから排除する動きがある。その一方で、前年なら住宅購入の為のローン適格対象者であった人々の10%~15%が非適格になるとみられ、その時点での適格対象者でさえ、将来的な価格下落懸念から及び腰になる事によって、住宅市場の更なる冷え込みを招く恐れもあると指摘されており、非常に厳しい選択肢とみられる²¹⁾。

いくつかの対応策が議論される中、証券化市場において、長期に渡り重要な役割を担ってきたGSEの活用案も挙がっている。そこで以下でGSEの現状と課題について触れたいと思う。

IV. 証券化支持装置の変遷

米国の証券化の発展において、市場の育成段階から非常に大きな役割を果たしてきたのが、公的信用である。中でもMBSの場合、第二市場（流通市場）において公的な信用を背景に流動化を支えたのがFNMA（Federal National Mortgage Association; Fannie Mae：連邦抵当金庫）、GNMA（General National Mortgage Association; Ginnie Mae：政府抵当金庫）、FHLMC（Federal Home Loan Mortgage Corporation; Freddie Mac：連邦住宅貸付抵当公社）である。この内GNMAだけは、現在もHUD（Housing and Urban Development：住宅都市開発省）の一部であり公的機

関として運営されているが、他2機関はGSE (Government Sponsored Enterprise: 政府支援企業) と総称され、形式上はHUDの規制並びに監督を受ける民間株式発行会社である。GSEはその形態こそ株式会社であるが、議会の決議を反映する点等は公的機関としての色合いが濃い²²⁾。

上記3機関の内GNMAは、自らは全くモーゲージを購入せず保証に徹している。対するGSEは、民間の金融機関からモーゲージを直接購入、それらをプールし、自らMBSの発行体となる事によって証券化を支えてきた。保証内容は多少異なるが、上記機関関連MBSには支払保証が付されており、さらに3機関共に政府関連という事で投資家からは、政府による暗黙の保証付き商品として扱われている。またこれらの機関は、金融市場が混乱に陥った場合でも、モーゲージのオリジネーターや借り手に影響が及ばないように、その衝撃を和らげるべく働くと考えられている。

1995年に一度、GSEのモーゲージ購入額約15億ドル、証券化の額も約100億ドル程度と前年より急激に減少しているが、その後波はあるものの、購入額、証券化の額共に上昇し続けてきた²³⁾。1995年以降2001年頃にかけてGSEが、当時2兆2,500億ドルにも上るモーゲージローンの内4分の3を取得している事より、証券化市場への影響力が分かる。GSEの信用を背景にローン提供者は、流動性を与えられる事により更なる貸出しを行なえたのである²⁴⁾。

政府系機関の、近年の住宅モーゲージ保有残高は、2000年に2,096億ドル(全住宅モーゲージの4.1%)、2001年2,312億ドル(4.1%)、2002年2,768億ドル(4.3%)、2003年5,147億ドル(7.1%)、2004年5,080億ドル(6.1%)、

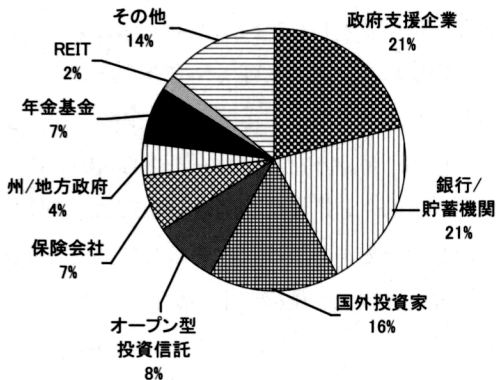
2005年4,549億ドル(4.9%)、2006年4,572億ドル(4.4%)と、基本的に4%台の保有残高であるが、2003年2004年にかけては、急激に6~7%とその保有率が上昇している。

また政府の保険や保証が付されたMBSの元本残高に当たるモーゲージプール残高は、2000年に2兆4,256億ドル(47.3%)、2001年2兆7,485億ドル(48.4%)、2002年3兆637億ドル(47.6%)、2003年3兆2,112億ドル(44.4%)、2004年3兆2,699億ドル(39.5%)、2005年3兆4,375億ドル(36.9%)、2006年には3兆7,201億ドル(35.9%)²⁵⁾とその金額は年々増加している、つまり証券化された額は増加しているにもかかわらず、GSEのMBSに占める率は2002年以降下落傾向にあり、2003年から2004年等は約5%も減少している。これは、モーゲージ全体の伸びが非常に大きかった事の裏返しとみられる。

従来、GSEのマーケットにおける存在意義は非常に大きく、それは証券化比率にも表れていた。1990年代後半は40%台で年に2~3%ずつ上昇を続け、マーケット拡大を牽引してきた。しかしながら、近年GSEが下支えするマーケット構造は崩れてきていたようである。ここまでは、証券化のオリジネーターサイドにおけるGSEの変遷をみてきたが、次に投資家サイドからのGSEの現状をみておきたい。

図表4は2006年のモーゲージ関連証券の保有割合を示した図である。これによればGSEは、銀行と貯蓄金融機関の合計と同率の21%を保有している。民間金融機関と同率を有するという事にこそ、マーケットの中にプレーヤーとして公的信用がビルトインされた、米国の特殊なマーケットの姿がある。この他1960年代から70年代にかけ、民間金融機関と同等のシェア

図表4 モーゲージ関連商品保有率



〔出所〕 George P. Miller “Before the Committee on Financial Services United States House of Representatives,” American Securitization Forum/ Securities Industry and Financial Markets Association, April 17, 2007, p. 6.

を占めていた生命保険会社等は7%に留まっている。GSEはモーゲージ関連商品の投資家としても、その地位を確立している事がうかがえる。

公信用を背景に順当に発展してきたかみえたモーゲージ市場は、一連のSPLを機に市場全体に対する不安が一気に高まる事によって、未だ遅滞に陥っていないモーゲージでさえも、即座には売れなくなってしまった。この1年間にGSEに持ち込まれるローンの数は増え、前年には37%だったGSEの証券市場におけるモーゲージパッケージのシェアは、49%にまで跳ね上がるという状態に陥っている²⁶⁾。現在ARMs²⁷⁾等に限ってみた場合、2001年には殆ど0%に近かった物が、現在ではFNMAの2005年の資産価格の22%、FHLMCの2006年の資産価格の18%にまで上昇している。

これには1992年のAffordable Housing Program (住宅支援プログラム)が影響しており、低所得の借り手、初めての住宅購入者、経済的に抑圧された地域の人々に対するモーゲージを

GSEが積極的に買い入れたのである。その残高はFNMAが2,920億ドル(ポートフォリオの40.6%)、FHLMCが680億ドル(ポートフォリオの9.5%)にも上る。本来、GNMAも含めGSEに求められていたのは、モーゲージのプライマリー・マーケット(発行市場)の拡大と、セカンダリー・マーケット(流通市場)における流動性供給であった²⁸⁾。GSEの下支えにより住宅市場と証券市場が互いにリンクする道が開かれたのだが、近年の機能変化によりGSEは、新たな住宅需要の創出へと傾斜していった。

住宅価格の下落に伴いSPLの焦付きが増加する事によってGSEの損失も目立ってきた。FNMA関連では、ローン自体の価格5万9,000ドルのデトロイトの住宅は、7,000ドルと約9割下落した。またFNMAの信用リスク率は、2005年1.9bp(ベース・ポイント)から2006年には2.7bp(前年比42%増)、2007年には5.3bp(96%増)と急上昇している。この割合は今後もまだ上昇する可能性が高い。またFHLMCに関してはミシガンの住宅、2万6,250ドルのモーゲージが、1万900ドルまで値を下げ、更には5,250ドルにまで下がった例もある。FHLMCは既に2億1,100万ドルの損失を計上している²⁹⁾。

今回のSPL問題に対し、債権買取り枠の拡大や支払保証が提唱されSPLの市場性維持の試みがなされてはいるが、既に両機関のモーゲージ残高の比率が増している事より、現状では両機関の負担増により、単に塩漬けになる可能性も高く、一概に名案だとは言いがたい。しかしながら、既にマーケットに存在する公的信用の拡充は最低条件と考えられる。

今しばらく、米国の住宅モーゲージ市場から

目が離せない状況が続くだろう。それ程今回の問題は、非常に複雑でこれまでの証券化の進展を危ぶませるような問題だからである。

むすびにかえて

米国のモーゲージ市場、特に住宅モーゲージ市場は、その育成と発展において、幾重にも入り組んだ公信用に支えられ拡大を続け、証券化の技術革新が、さらに市場拡大を加速するといった構図ができあがっていった。住宅モーゲージ市場の発展と共に、1965年には年平均63.0%だった持ち家率は、2004年には69.0%にまで上昇し、家を持つ事が、アメリカンドリームの実現としてGSEによっても後押しされていた経緯がある。この事は住宅を持つ事を夢とする個人に対し、金融市場が、その夢の実現に向けサポートすると言えば聞こえはいいが、金融市場が市場原理を中心に動いている事を鑑みれば、長期金利の低下が住宅取得を後押しする中、激化する貸出し競争の末、それまで金融市場に全くアクセスのなかった個人の層を金融市場に取り込み、新たな需要を創出するといった、成熟しきった住宅金融市場の苦肉の策の裏返しにみえて仕方がない。

米国の過熱気味の住宅市場を背景とした、近年の住宅金融市場の肥大化は、先にも述べた公信用が下支えする特殊なマーケットでこそ可能であった事を理解しておかなければならない。

証券化市場の実体を正確に捉える事によって、証券化の金融市場における定義について再度議論されるべき時期にきている。

米国の一貸付機関によって貸出された個人に対する貸付けが、証券化され投資対象の金融商品となり、グローバル化を背に世界の金融市場

に吸収される仕組みが暗礁に乗り上げた。日本が証券化を導入した当初、キャッシュフローを生む物ならば、何でも証券化できるといわれていた。しかし米国は、キャッシュフローを生まない物が、キャッシュフローを生む状態を作り上げ、証券化し市場に流通させる事に、一度は成功したのである。これもその背景に住宅価格の上昇、擬制資本価格の上昇があったからである。近年の住宅市場についてRichard [2002]は、「1969年半ばに比べ、近年の米国住宅市場は格段に変化した。住宅の機能も、シェルターではなく、単なる住宅市場バブルの道具に他ならない」³⁰⁾と述べ、住宅機能の変化を示唆している。米国の住宅機能の変化とバブルについては、さらに分析の必要があるが、本稿では米国の特殊な住宅市場に、「住宅の擬制的な価格 (fictitious value)」が存在していた事は確認できたと考えている。

「擬制的な価格」への上昇期待は、新たなプレーヤーを金融市場へと巻き込み、さらに拡大して行く構図を生み出した。従来証券化は、金融機関にリスク分散効果をもたらすと共に、新たな資金調達を可能としてきた。入り口を資金調達、出口を証券化とすると、入り口を豊かにする為に、証券化が促進されてきた。しかし昨今その出口を増やす為に、入り口が拡大されてきたのである。むろんここには既に発展した証券化市場が存在した事はいうまでもない。証券化技術の進展により、世界の金融市場は1つとなり、米国の住宅市場を支えていた。そこでのリスク転嫁の駆引きの結果が、今回の世界各国への波及である。逆に言えば世界の金融市場がCDOに手を出していた為、米国の金融機関の損失は、現在の状態で済んだという言い方もできるかもしれない³¹⁾。

今後証券化の流れは、複雑さを伴い加速するであろう。世界の金融市場が、米国のそれにキャッチ・アップする図式はそう簡単には変化しないと思われる。しかし後発のプレーヤーは、今回の SPL 関連の問題でも明らかなように、非常に高いリスクを負う可能性がある事を忘れてはならない。今回の問題は、金融革新ともいえる証券化の意義をも曇らせてしまう程の大問題である。そういった意味において、証券化のあるべき姿が、問われ直す時期にきている。同時に、近代的証券化として、再度規定し直す必要性さえも感じられる。その事は機会を新たに議論したい。

注

- 1) 広義の証券化には、企業の資金調達の際の資金調達を指す「企業金融の証券化」も証券化の定義とされるが、ここでは資産価値その物を裏付けとした「資産の証券化」、特にモーゲージ担保証券に焦点を当て議論を進める。大庭清司 [2001], 41-42頁
- 2) 『日本経済新聞』2007年3月15日
- 3) 『日本経済新聞』2006年6月29日
- 4) National Association of Realtors [2007].
- 5) FHLMC のチーフ・エコノミスト、フランク・ナザフ氏のコメントに準拠。『日本経済新聞』2006年8月17日
- 6) 三澤剛史 [2007], 7頁
- 7) 三菱東京フィナンシャル・グループ [2002], 1-2頁
- 8) クレジットカードでの支払いに比べ、ホーム・エクイティに対する貸付金利は相対的に低い為、負債の支払いに負債を当てる、借換え形式でその消費を伸ばしてきた米国の消費者行動の一端が見受けられる。
- 9) Glenn B. Canner, Thomas A. Durkin, and Charles A. Luckett [1998], pp.242-243.
- 10) Mortgage Bankers Association [2007], p.4.
- 11) サブプライムローンについてリスクをベースとした価格が採用され、金利はリスクプロフィールに合わせて個別に交渉の上決められる。プロフィール規定の際、一般的にはプライムローンからスタートし、延滞率で現すと借り手は、A:1.20%, A-:2.04%, B:3.88%, C:5.19%, D:8.05%, F:ほぼ質流れ、の6つのクラスに分けられる。John P. Wiedemer [2000], pp.261-262.
- 12) Frank J. Fabozzi [2001], p.22.
- 13) 若松茂生 [2007], 114頁
- 14) 『日本経済新聞』2007年8月17日
- 15) FRB [1999], p.2.
- 16) 『日本経済新聞』2007年3月15日
- ローンの借り換えについて、FRBによれば本来は、モーゲージ金利が元々のローン金利より下がる借換える傾向にある。Glenn B. Canner, Karen Dynan, and Wayne Passmore [2002], p.469.
- 17) 矢島剛 [2003], 6-11頁
- 18) Securities industry and Financial Markets Association [2007].
- 19) ECB (欧州中央銀行) も同様の見解を示しており、2005年から2006年にかけて、米国内では既にサブプライムローンは下降気味だったと述べている。ECB [2007], p.97.
- 20) 全容が明らかになるにつれ、サブプライムローンは predatory lending (略奪的貸付) といった批判もみられるが、本稿は当該ローンと証券化の関係がテーマなので、敢えて重要視しない。
- 21) 貸出し基準の厳格化に関し、既に法制化されている Home Ownership and Equity Protection Act の section129(1)の権限が広く採用される事によるサブプライムの借り手への影響等懸念は多い。Mortgage Bankers Association [2007], p.8.
- 22) GSEの規制・監督機関としては、HUD (連邦都市開発局) が両機関に与えられた使命の達成を中心に監督するのに対し、HUDの中の独立機関である OFHEO (連邦住宅公社監督局) が、安全性・健全性の観点から監督をするといった二重構造となっている。坂田和光 [2005], 19頁
- 23) Andreas Lehnert, Wayne Passmore, and Shane M. Sherlund [2005], p.41.
- 24) Richard Freeman [2002], p.13.
- 25) FRB [2007].
- 26) James R. Hagerty [2007], A2.
- 27) GSEが保証した約3,000億ドルのARMsは、自動的に2011年までに調整の必要性が出てくと予測されている。つまりGESはこれからそのARMsに、どう対処するかが重要なポイントになってくる。
- 28) FNMAは設立当初、Thrift (貯蓄金融機関) からのモーゲージ買取りを行う事により、流動性を与える物であった。Frederic S. Mishkin, Stanly G. Eakins [1998], p.282.
- 29) DAWN KOPECKI [2007], p.33.
- 30) Richard Freeman [2002], p.14.
- 31) リーマン・ブラザーズCFO、クリストファー・オメーラ氏は、グローバルな展開力について、当該機関の「純営業収益における海外比率は、2006年通年で38%だった物が、2007年3-5月期には48%、6-8月期は53%と上昇しており、アジアの好調がサブプライムによる打撃をかなり吸収してくれた。」とその重要性を説いているが、裏を返せばその分だけリスクを海外に転嫁出来たという事に他ならない。『日本経済新聞』2007年9月25日

参考文献

- 大庭清司 [2001], 「金融証券化に関する一考察—アメリカのモーゲージ担保証券, 資産担保証券発生の背景とその要因分析—」『名城論叢』3月, 41-42頁
- 坂田和光 [2005], 「米国の住宅金融機関の問題点と規制強化の動き—住宅関連の政府支援企業を巡って—」『レファレンス』12月, 16-39頁
- 三澤剛史 [2007], 「アメリカから見たサブプライムローン問題」『ARES』Val.29, 不動産証券化協会, 7-15頁
- 三菱東京フィナンシャル・グループ [2002], 「米国家計のバランスシート悪化をどうみるか」『東京三菱レビュー』No.4, 2月, 1-4頁
- 矢島剛 [2003], 「クレジット・デリバティブと証券化のコラボレーション CDO」きんざい, 2月
- 若松茂生 [2007], 「サブプライムローンを深刻化させた元凶」『金融ビジネス』Spring, 114-116頁
- Andreas Lehnert, Wayne Passmore, and Shane M. Sherlund [2005], "GSEs, Mortgage Rates, and Secondary Market Activities," *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*.
- DAWN KOPECKI [2007], "WHY FANNIE AND FREDDIE ARE FIDGETY", *Business Week*, July30, p. 33.
- ECB [2007], "Leveraged buyouts and financial stability," *ECB Monthly Bulletin*, August, pp.89-99.
- FNMA [2008], *2007 Annual Report*, April.
- Frank J. Fabozzi [2001], *The Hand Book of Mortgage Backed Securities*, 5th Edition, McGraw-Hill, p. 22.
- Frederic S. Mishkin, Stanly G. Eakins [1989], *Financial Markets and Institution*, Second Edition, Addison-Wesley, p. 282.
- FRB [1999], "Subprime Lending," *Supervisory Letter SR99-6*, March5.
- [2007], "L218 Home Mortgages", *Flow of Fund Accounts of United State*, June7.
- Glenn B. Canner, Thomas A. Durkin, and Charles A. Luckett [1998], "Recent Development in Home Equity Lending," *Federal Reserve Bulletin*, April, pp.241-251.
- Glenn Canner, Karen Dynan, and Wayna Passmore [2002], "Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002," *Federal Reserve Bulletin*, December, p.469.
- James R. Hagerty [2007], "Housing Market to Weaken Even Further as Mortgage Industry Takes Cure", *The Wall Street Journal*, August6.
- John P. Wiedemer [2000], *Real Estate Finance*, 8th Edition, South-Western, pp.261-262.
- Mortgage Bankers Association [2007], "RE: Home Ownership and Equity Protection Act Hearing and Request for Comments; Board Docket Number OP-1288," p.4. (<http://www.mortgagebankers.org/>)
- National Association of Realtors [2007], "Housing Statistics," (<http://www.realtor.org/research/research/ehsdata>).
- Randall Smith [2007], "IN THE RED Merrill's \$5 Billion Bath Bares Deep Divide," *New York Times*, October6, A1.
- Richard Freeman [2002], "Fannie and Freddie Were Lenders" U.S. Real Estate Bubble Nears Its End" (<http://www.larouchrepub.com>), *Executive Intelligence Review*, EIR News Service Inc., Volume29, Number24, June21, pp.12-23.
- Securities Industry and Financial Markets Association [2007], "Global CDO Issuance Data,"

(<http://www.sifma.org/research/global-cdo.html>).

(熊本学園大学大学院経営学研究科
博士後期課程研究生)