

イギリスにおける住宅ローン担保証券(MBS)市場の展開

築 田 優

要 旨

イギリスにおける住宅ローン担保証券（MBS）市場は、現在ではアメリカに次いで世界第2位の市場規模となっている。しかし、イギリスでのMBSの発行には、世界最大の市場であるアメリカで発行する際のような公的な支援はなく、それゆえイギリスのMBS市場は、市場への参加者に主導されて現在に至った。そのような要因もあり、イギリスのMBS市場はアメリカのように順調に拡大を続けてきたわけではなかった。

イギリスでMBSの発行が開始されたのは1980年代の後半で、この時期には住宅市場の拡大にも支えられて第1次MBSブームが起こった。そして、このブームはモーゲージカンパニーに主導されたブームであった。しかし、イギリス経済が不況に陥った1980年代末から1990年代の初めにかけては住宅市場も停滞し、それに伴いモーゲージカンパニーが経営難に陥り市場から撤退すると、第一次MBSブームは終了した。

イギリス経済が回復し、住宅市場も再拡大を始めた1990年代の中頃以降には、第2次MBSブームが起こった。ただし、このときのブームは以前とは異なり、銀行（住宅金融組合からの転換組みを含む）に主導されたブームであった。そして、2000年代に入るとMBS市場の拡大は急速となり、特に2005年以降は著しく拡大した。しかし、2007年の後半にアメリカでサブプライムローン問題が発生すると、その影響を受けてイギリスのMBS市場も停滞し、現在も先行きの不透明な状況が続いている。

本論文では、はじめにイギリスにおける住宅ローン市場とMBS市場の展開を検討し、その後、近年の混乱した金融市場およびMBS市場で発生したイギリスの金融機関の危機等についても分析を行った。

目次

はじめに

I. イギリスの住宅ローン市場の展開

1. 1980年代以降の住宅ローン市場の変化
2. イギリスの住宅ローン市場におけるアンバンドリング化の進展

II. イギリスのMBS市場

1. イギリスのMBS市場の誕生と第1次MBSブーム

2. 第2次MBSブーム

III. イギリスのMBS市場に関する2000年代の動向

1. 2000年代のイギリスのMBS市場
2. サブプライムローン問題とイギリスのMBS市場

おわりにかえて

場の展開について明らかにしていきたい。

はじめに

近年の世界の金融市場において、証券化商品は巨額に取引されており、企業の資金調達および運用の手段として重要な位置付けにある。証券化商品の中でも、特に住宅ローン担保証券(Mortgage Backed Securities: MBS)は市場規模も大きく、MBS市場の状況が世界の金融市場に与える影響は多大である。

世界で初めてMBSが発行されたのはアメリカであり、それは1970年であった。以後、MBSはヨーロッパ諸国等の先進国を中心に世界各国で発行されてきたが、現在アメリカに次いで世界第2位のMBS市場を有するイギリスにおいては、1980年代の後半に発行が開始された。ただし、イギリスのMBS市場は、アメリカのように順調な右肩上がり拡大してきたわけではない。2度の拡大と縮小を経て近年に至り、そして現在においては停滞しており、今後が不透明な状況にある。

それでは、イギリスのMBS市場はどのような変遷を経て現在に至り、また、どのような要因で拡大し、縮小したのだろうか。本論文では、まず現在までのイギリスの住宅ローン市場について検討し、その後、イギリスのMBS市

I. イギリスの住宅ローン市場の展開

1. 1980年代以降の住宅ローン市場の変化

イギリスでは、1970年代までは住宅金融組合が住宅ローンをほぼ独占的に提供していた。この時期のイギリスの金融市場は商業銀行が中心であったが、当時の商業銀行は真正手形主義的な経営姿勢をとっており、住宅ローン等の個人向け信用業務は自らの本業とは考えていなかった。そのため、住宅ローン貸出は商業銀行ではなく住宅金融組合が中心となって行っていたのである。そして住宅金融組合は、種々の規制に守られていたこともあり、その数と規模を順調に拡大することが可能であった。

この状況に大きな変化が起こったのは1980年代であった。1979年に保守党のサッチャーが、「小さな政府の実現」・「市場メカニズムの活用」等を公約に選挙に勝利すると、サッチャー政権はマネタリスト的な経済政策運営と金融制度改革の方針を打ち出し、1980年6月にコルセット規制¹⁾を廃止し、1981年には新金融調節方式を導入するなどの金融規制緩和を行った。

そして、この規制緩和を機に商業銀行は住宅ローン市場へ本格的な参入を始め、また、モーゲージカンパニー等の新規参入業者も現れた。こうして、1980年代には住宅金融組合による住宅ローン市場の独占状態は崩れ、市場の競争は激化することとなった。

また、この市場競争の激化は住宅ローン商品にイノベーションを起こすことにもなった。1970年代までのように住宅金融組合が住宅ローン市場をほぼ独占していた時期は、住宅金融組合と商業銀行との間には顧客の獲得競争がほとんど存在せず、加えて住宅金融組合間では地域ごとにある程度の棲み分けがなされていたため、同業者間の競争も厳しいものではなかった。このような背景も要因となり、当時の住宅ローン貸出は貸手の主導で行われ、そのため住宅ローン商品も顧客ニーズを十分に満たすレベルにまで発展していなかった。しかし、1980年代に市場の競争が激化して以降、住宅金融組合は他業態との競争にさらされることとなり、それにより顧客を銀行やモーゲージカンパニー等に奪われることを恐れた住宅金融組合は、顧客のニーズを満たす住宅ローン商品の開発を始め、これによって住宅ローン商品にはイノベーションが起こり商品は多様化した。

さらに、1986年になりイギリスの金融システムにも大きな変化が起こった。この年の改革でロンドン手形交換所のメンバーシステムが変更され、住宅金融組合の大手のハリファックス、アビーナショナルがロンドン手形交換所に加盟することが認められたのである。これによりハリファックスとアビーナショナルは、それまで一部に限定されていたペイメント・サービスを、以後は十全に提供することが可能となった。この変化は、ロンドン手形交換所加盟銀行

によるペイメント・クリアリング・システムへの独占が解除されたということの意味するものでもあり、更に、大手限定ではあるものの、住宅金融組合がイギリスの金融システムの中枢に進出することを公認されたという意味でも大きな変化であった。さらに、同年に住宅金融組合法が改正され、住宅金融組合に住宅ローン貸出以外の業務も認められ、同時に市場性資金の調達も制限付きながら認められた²⁾。

これらの業務拡大もさることながら、より重要なのは、住宅金融組合が株式会社へ転換すること、つまり銀行へ転換することが可能となったことであった。これに関して、当初は1989年にアビーナショナルが銀行へ転換しただけであったものの、その後の1994年にチェルトナム・アンド・グロウスターのロイズへの吸収合併の発表や、ハリファックスとリーズの合併および将来的な銀行転換が発表されると、その他の住宅金融組合も銀行への転換を選択し、1997年には住宅金融組合の銀行転換ブームが起こった。銀行へ転換することを選択した住宅金融組合が多かった理由には、銀行転換時に組合員に割り当てられる株式がインセンティブとなったとの指摘もある³⁾。いずれにしても、1997年には大手の住宅金融組合のほとんどが銀行へ転換したのである。このような一連の変化は、個人向け信用業務において商業銀行と住宅金融組合の同質化が起こったということも意味するものであった。

なお、この時期には商業銀行業界の内部でも変化が起こった。当時のビッグフォー体制の一角であったミッドランドが1992年に香港上海銀行(HSBC)の傘下に入り、ナショナル・ウェストミンスターが2000年にロイヤル・バンク・オブ・スコットランド(RBS)傘下となった。

ブローカーにより仲介されたものであった⁴⁾。この窓口段階でのアンバンドリング化の進展は、1980年代以降に起こった住宅ローン商品の多様化が関係していると考えられる。すなわち、先にみたように1980年代以降の住宅金融市場では、規制緩和により住宅金融組合と商業銀行が同質化し、それに伴い住宅ローン商品も多様化した。住宅ローン商品の多様化は、住宅ローンの借入者にとっては選択肢が増えるという点においては有益であったが、その一方で借入者は金融リテラシーが必ずしも高くはないこともあり、住宅ローン商品や金融機関を選択する際に混乱を生じることにもなった⁵⁾。ここに、住宅ローン取引の窓口段階において、借入者へのアドバイス・仲介という需要が発生し、この需要を満たすことを主要な業務としてモーゲージブローカーが登場し、プレゼンスを高めた。

モーゲージブローカーは、近年その数を急速に増加させているが、その理由には、モーゲージブローカーが住宅ローンの借入者にとって便利な存在であったこと、商業銀行や住宅金融組合の窓口機能がある程度代替することが可能であり、それが求められたこと等が挙げられる。前者については詳細を述べるまでもないが、後者については説明を加える。住宅ローンを取り扱っている金融機関に限らず、近年のイギリスの金融機には支店数を削減する傾向がある。その理由は様々であろうが、経営効率の向上が意図されていることはほぼ共通しているであろう。イギリスに限らず近年の金融機関では、グローバル化の進展もあり、金融機関の間の競争は厳しくなっている。そのような中で経営効率を向上させるためには、資金調達コスト・経営コストの削減等が重要になる。この結果の一つ

として支店数を削減する傾向が強まったのだが、支店数を削減しても住宅ローン契約件数の維持・拡大に寄与する可能性のあるモーゲージブローカーの利用は、金融機関にとって有効な手段の一つであった。そのため、モーゲージブローカーは銀行や住宅金融組合により積極的に利用され、近年までにそのプレゼンスを急速に上昇させたのである。

このようなモーゲージブローカーの急速な増加に伴い、イギリスの金融監督当局においても監督体制の変化が見られた。イギリスでは、2000年金融サービス・市場法により、金融サービス業全体を規制・監督するものとして金融サービス機構（Financial Services Authority：FSA）が設立され、住宅ローンもFSAの規制・監督業務の対象とされた。ただし、FSAが設立されて以降も、住宅ローンは抵当貸付業協議会（Council of Mortgage Lenders：CML）により1997年に作成されたモーゲージコードによって自主規制が行われており、FSAも住宅ローンの規制・監督に関しては、この自主規制に事実上任せてきた。しかし、FSAは2004年10月31日以降、住宅ローンをモーゲージコードによらずに直接的に規制・監督することとし、この直接規制においては、金融機関ではない（融資業務を行わない）モーゲージブローカーもその対象とされた。その理由は、当然ながらモーゲージブローカーのプレゼンスの急速な上昇であった。

さらに、それまではFSA体制下の統一的な補償機構である金融サービス補償機構（Financial Services Compensation Scheme：FSCS）の補償対象に含まれていなかった「住宅ローンアレンジ・アドバイス・サブスキーム」が加えられた。この制度により補償されることとなっ

たのは以下の場合である。

- ① モーゲージブローカーによるアドバイスが不適切であり、それにより顧客が損失をこうむった場合。
- ② モーゲージブローカーが顧客から金銭を預かった状態で破綻した場合。

補償額は30,000ポンドまでは全額保護、それを超える20,000ポンドまでの90%まで(上限48,000ポンド)が補償限度となっている⁶⁾。この補償範囲が適切か否かは議論の余地はあるものの、いずれにしてもFSAの直接的な規制・監督対象、FSCSによる補償対象にモーゲージブローカーが追加されたことは、イギリスの住宅ローン市場においてモーゲージブローカーのプレゼンスが上昇したことを確認する上で注目し値することである。

そして、アンバンドリング化の進展に関連してさらに注目されることは、住宅ローン債権を証券化して売却することで債権保有者を移転することのできるMBSの発行額の急速な増加である。詳しくは次章以降に述べるが、イギリスにおけるMBSの発行額は2000年以降急速に増加した。そして、2007年には住宅ローンのうち約10%がMBSとして証券化されるまでになった。また、このMBSの発行は資金調達的手段としても積極的に利用され、MBSの発行に資金調達のかなりの部分を依存する金融機関も出てきた。

以上みてきたように、近年のイギリス住宅ローン市場では、窓口段階におけるモーゲージブローカーのプレゼンスの急速な上昇や、住宅ローン債権の証券化による債権保有者の移転等のアンバンドリング化の進展が起こっている。これらは、今後のイギリスの住宅ローン市場において、大きな流れに発展する可能性のあるも

のとして注目される変化である。

II. イギリスのMBS市場

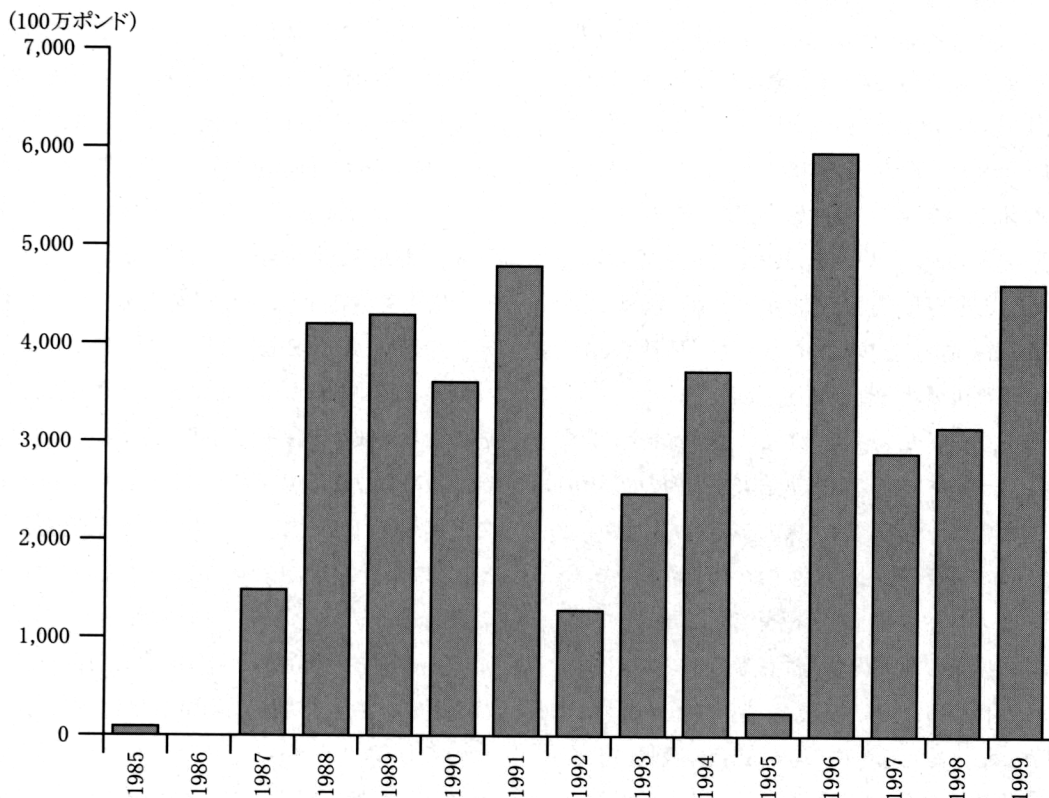
1. イギリスのMBS市場の誕生と第1次MBSブーム

イギリスにおけるMBSの発行額は、現在ではアメリカに次いで世界第2位の規模にまで拡大した。ただし、イギリスのMBS市場はアメリカとは異なり、近年に至るまで順調に拡大を続けてきたわけではなかった。それでは、ここからはイギリスにおけるMBS市場の誕生から、その後起こった第1次ブームが終了するまでの展開を述べていきたい。

イギリスにおけるMBS市場は、1987年5月にモーゲージカンパニーであるナショナル・ホーム・ローンズ・コーポレーション(National Home Loans Corporation: NHLC)が5,000万ポンドのMBSを発行したことにより誕生した(1985年に外国籍の企業によるMBSの発行があったが、イギリス国籍の企業による発行はこれが最初である)。それ以後、イギリスでは1980年代に設立されたモーゲージカンパニー5社(National Home Loans Corporation, The Mortgage Corporation, Household Mortgage Corporation, Mortgage Funding Corporation, Chemical Bank Mortgage Corporation)が中心となってMBSを積極的に発行し、1987年から1988年の2年間で上記5社により12件(14億7,500万ポンド)のMBSが発行された⁷⁾。ここに、第1次MBSブームが起こった(図表1)。

第1次MBSブームにおいてMBSの発行に積極的であったモーゲージカンパニーは、1986

図表1 イギリスにおける1985年から1999年までのMBS発行額



[出所] Gardiner, K. and Paterson, R. [2000] p.57.

図表2 1987年のNHLCのバランスシート

(単位 100万ポンド)

資産			負債		
資産	金額	%	負債	金額	%
住宅ローン	993	99.2	短期負債		
債券	4	0.4	銀行借入	148	14.8
現金	2	0.2	その他借入	208	20.8
固定資産	2	0.2	その他負債	14	1.4
			銀行借入(1-2年)	139	13.9
			銀行借入(2-5年)	330	33
			中期債	62	6.2
			転換社債	36	3.6
			払込資本	48	4.8
			払込剰余金	11	1.1
			損益勘定	4	0.4
合計	1,001	100.0	合計	1,000	100.0

[出所] Boléat, M [1988] p.16.

年の金融規制緩和を機に住宅ローン市場に参入したノンバンクであった。その業態は、銀行借入により資金の大部分を調達し、主に個人向けに住宅ローン融資を行うというものであった。1987年9月末のNHLCのバランスシートにより具体的にみるならば、資金調達の80%以上を銀行借入により行い、その99%以上を住宅ローンとして運用していたことが分かる(図表2)。また、10%未満と少ないながらも、債券の発行等により市場性資金の調達も行っていた。

モーゲージカンパニーがこのような特殊なバランスシートの構造で経営および規模の拡大ができたのは、その経営コストが相対的に低かったからであると考えられる。すなわち、モーゲージカンパニーは支店網を広範に展開しておらず、店舗の運営費や人件費等のランニングコストが低かったのである。

ただし、銀行借入や市場性資金の吸収による資金調達は、これを際限なく行うことは現実的に不可能であった。しかし、モーゲージカンパニーが新規の貸し出しを行うためには、資金調達は継続して行う必要もあった。そこで、モーゲージカンパニーは新たな資金調達的手段として、住宅ローン債権を証券化(MBSを発行)して投資家等へ販売することに積極的になったと考えられる。これは、当時のMBSの発行コストが高い⁹⁾にもかかわらず発行額を拡大していったことから推察できる。

一方、この頃の住宅ローン市場の中心にいた住宅金融組合や銀行は、MBSの発行に対してあまり積極的ではなかった。その理由に、この時期の住宅金融組合や銀行においては、リテール預金の吸収に大きなネックが存在していなかったことが挙げられる。そのため、MBSの発行は住宅金融組合や銀行にとって新たな資金

調達的手段として重要視されることはなかったのである。また、歴史的にイギリスの住宅ローンが変動金利を主流としていることも理由に挙げられる。当時も住宅ローンのほぼ100%が変動金利であった(近年においても長期固定金利ローンの割合は5%程度である⁹⁾)ため、金利リスクは住宅金融組合や銀行ではなく住宅ローンの借入者が負っていた。そのため、住宅金融組合や銀行は、MBSを発行して金利リスクを移転する必要もなかったのである。さらに、先述の通り1986年の住宅金融組合法で住宅金融組合に認められた市場性資金の調達比率は20%までと制限されていた。これも、住宅金融組合のMBSの発行額を制限するものであり、MBSの発行のモチベーションを弱めるものであった¹⁰⁾。これらの理由から、住宅金融組合や銀行はMBSの発行に対して積極的にはならなかったのである。

なお、地方の住宅金融組合の一部では大口市場性資金と住宅ローンを結びつける動き(quasi-secondary mortgage)があったものの、大きな動きにはならなかった。

ところが、イギリスのMBS市場は1990年代の初めになると急速に縮小することとなった。それは、1980年代末からイギリス経済がリセッション入りし、それに伴う住宅金融市場の低迷でMBSの発行主体であったモーゲージカンパニーの収益が悪化し、その多くが倒産するなどして姿を消したためである。すなわち、リセッションにより住宅投資の低下や住宅価格の下落もあり、デフォルトとなる住宅ローンの比率が高まり、その結果モーゲージカンパニーは不良債権を抱えることとなった。また、そのような状況の下でモーゲージカンパニーがMBSを発行しても販売は困難となり、事実上MBSの

発行による資金調達是不可能となった。そして調達資金のほとんどを住宅ローンとして運用し、流動性資産を十分に保有していなかったモーゲージカンパニーにおいては、流動性リスクが顕在化した。このようにしてモーゲージカンパニーは経営難に陥ったということであろう。特に1992年の住宅市場の低迷の影響は大きく、この時期のMBSの発行による資金調達コストについては、デフォルトリスクの高まりにより、それ以前と比べて割高となったと考えられる。このようにして、1980年代末からのイギリス経済のリセッションによりモーゲージカンパニーの経営状態は悪化し、ほとんどのモーゲージカンパニーは倒産することとなり、その結果1992年にはMBS市場は急速に縮小した(図表1)。そして、これにより第1次MBSブームは終了することとなった。

なお、この時期にMBSの発行が困難になった理由として、MBSそのものの信用の低さも指摘されている。すなわち、「MBSを積極的に発行にしている金融機関とは資金調達に苦勞している金融機関である」というイメージを持たれていたという指摘である¹¹⁾。これに関しては、1992年3月末までのMBSの発行総額の90%以上が信用力の劣る住宅金融専門会社(Centralized Mortgage Lenders)からの発行であったという裏づけもなされている。

以上のように、イギリスにおけるMBSの発行は、1980年代の後半にモーゲージカンパニーによって開始され、それ以降は住宅市場の好調にも支えられてMBS市場は急速に拡大した。しかし、1980年代末からのイギリス経済のリセッションに伴い住宅金融市場が低迷すると、MBSの発行の主体であったモーゲージカンパニーはその多くが姿を消し、1990年代の初めに

は第1次MBSブームは終了したのである。

2. 第2次MBSブーム

1980年代の後半に誕生し、1990年代の初めに停滞したイギリスのMBS市場であるが、1990年代の中頃になると再び拡大を始め、そして第2次MBSブームが起こった。それでは、ここからは第2次MBSブームの展開について述べていきたい。

イギリスの経済は、リセッションが1993年にピークアウトすると、その後は緩やかに回復を始め、それに伴い住宅市場も再び拡大を始めた。住宅投資額は、1996年に上向きに転じて以降は順調に拡大を続け、1990年代前半には平均6万ポンド程度であった平均住宅価格は、ロンドンやイングランド南東部等の富裕地域を中心に上昇を続け、2000年に平均10万ポンドを超えた。そして住宅ローン融資残高も増加を続け、2000年に5,000億ポンドを超えて以降は急速に増加し続けた。また、住宅ローンの延滞率やデフォルト率も急速に低下した。このようなイギリスの経済および住宅市場の再拡大に支えられ、MBSの発行額も再び増加を始め、ここに第2次MBSブームが起こった。

第2次MBSブームにおいては、第1次MBSブームの状況とは大きく異なる点があった。それは、この時期のMBS市場の拡大を支えたのが、モーゲージカンパニーではなく銀行であったという点である。中でも積極的であったのは、アビーナショナル(1989年銀行転換、現アビー)やノーザンロック(1997年銀行転換、現在国有化)、ハリファックス(1997年銀行転換、2001年スコットランド銀行と合併しHBOS、2008年ロイズTSBにより買収)等で、以前は住宅金融組合であり、リテール預金を順

調に吸収できていたため、MBSの発行に積極的になる動機が薄いと考えられていた銀行であった。これらの銀行は、1980年代以降に国内外の金融機関との競争が激化したことや、他業態の企業が金融業界に新規参入したこと、金融商品の取引方法が多様化したこと等の環境の変化で、それまで通りリテール預金を順調に吸収することが困難になるケースも想定し、そのためMBSの発行を新たな資金調達的手段として重要視するようになり、発行に関しても積極的になったと考えられる。

さらに、この時期までにMBSそのものに対する認識の変化もあった。すなわち、第1次MBSブームの時期には、MBSは資金調達的手段が限定的で信用の低い金融機関（モーゲージカンパニー）が発行するものであると認識されていたが、第2次MBSブームにおいては銀行が主体となってMBSが発行されたことで、MBSの金融商品としての信用が高まり、投資家にとっても有力な投資対象として認識されるようになったのである。特に、住宅金融組合の時代から長年にわたって住宅ローン融資の実績を積み重ねてきたアビナショナルが、1998年に2億4,750万ポンドものMBSを発行して市場に参入したことは、MBS市場およびMBSに対する認識を変化させるのに十分な出来事であった。そしてこれ以降、多くの銀行がMBSの発行を行うこととなったのである。

このように、1990年代の初めには停滞していたイギリスのMBS市場であるが、1990年代の中頃にイギリス経済が回復をはじめると、それによる住宅市場の回復に支えられ、第2次MBSブームが起こった。さらにこの時期には、金融市場の環境の変化や、MBSそのものに対する信用の高まりもあり、これもMBS市

場の拡大を後押しする要因となった。そして、2000年代に入って以降も、MBS市場はサブプライムローン問題が発生する2007年の中頃までは急速な拡大を続けた。

Ⅲ. イギリスのMBS市場に関する2000年代の動向

1. 2000年代のイギリスのMBS市場

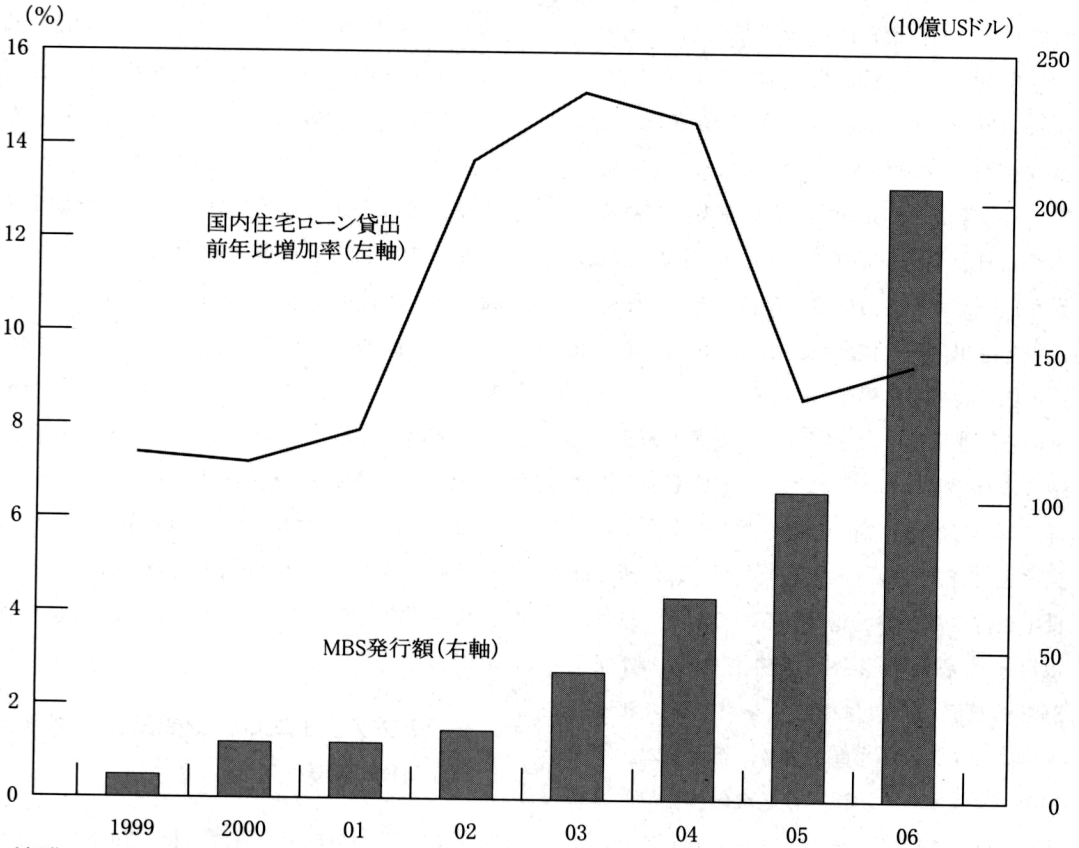
2000年代に入って以降も、イギリスのMBS市場は引き続き好調な住宅市場に支えられ、また銀行が資金調達的手段としてMBSを利用したことから急速な拡大を続けた。

イギリスの大手銀行によるMBS発行額の推移を見るならば、2000年には300億ドル（450億ポンド）未満であったが、2006年には2,000億ドル（4,000億ポンド）を超え、6年間で約9倍に拡大した（図表3）。また、2006年の発行額は2005年の2倍以上となり、この時期は特に際立って発行額が増加した。

このように、個別の銀行においてMBSを発行する目的は、資金調達的手段として以外にも様々に存在する。それらは必ずしも統一したものではないが、倉橋〔2007〕によると次の4点に集約される。①主たる資金調達的手段、②資金調達の多様化的手段、③リスク移転的手段、④バランスシート・マネジメント的手段、である。ただし、大半の大手銀行の自己資本比率は十分であり、④を理由としたMBSの発行は中堅クラスの銀行や住宅金融組合に適したものであるとも指摘されている¹²⁾。

ところで、イギリスのMBS市場は他のヨーロッパ諸国と比べて規模が大きい¹³⁾。その理由の一つに、イギリス法が慣習法体系であること

図表3 イギリスの大手銀行によるMBS発行額の推移



が挙げられる。すなわち、イノベティブな金融商品を開発・販売する際に新たに立法を必要とする大陸法体系と異なり、慣習法はそのような際に新たな立法を必要としない。そのため、イノベーションが頻繁に起こる証券市場の発達には適合的な法体系なのである。

ただし、同法体系のアメリカと比較すると、イギリスのMBS市場はずっと小さい。その理由として、近年までイギリス政府等が、証券化はリスクを拡散させるものだという批判的な立場を取り、MBSの発行に対しても公的支援の枠組みを設けてこなかったことが挙げられる。逆にアメリカ政府は、MBSの発行に対して積極的に支援を行ってきた。具体的には、まず住

宅ローンの組成段階から連邦住宅庁や連邦退役軍人庁などの支援があり、MBSの発行段階においては連邦住宅抵当金庫(Federal National Mortgage Association: Fannie Mae)や連邦住宅貸付抵当公社(Federal Home Loan Mortgage Corporation: Freddie Mac)、政府抵当公庫(Government National Mortgage Association: Ginnie Mae)などの支援がある。イギリスとアメリカのMBS市場の規模の大きな差は、このような公的支援の有無によるところが大きいと考えられる。

なお、近年のイギリスにおいてMBSを発行する際の代表的なストラクチャーを簡単に説明するならば、銀行・住宅金融組合等は、住宅

ローン債権を自らの実質的な子会社である特別目的媒体 (Special Purpose Vehicle : SPV) の一形態である特別目的会社 (Special Purpose Company : SPC)¹⁴⁾ 等へ譲渡し、SPC は住宅ローン債権を証券化して MBS を発行し、投資家などへ売却するというものである。SPC は住宅ローン債権を売却して得た資金で、元々の住宅ローン債権の保有者であった銀行・住宅金融組合等へ代金を支払う。これにより銀行・住宅金融組合等においては、バランスシートの資産側にあった住宅ローン債権が準備 (現金) に置き換わり、これは銀行・住宅金融組合等においては資金調達となり、このようにして調達した資金で銀行・住宅金融組合等は新たな貸出を行うことが可能となるのである。また、銀行・住宅金融組合等は住宅ローン債権を SPC へ譲渡した後はそれらをバランスシートからは外すことが可能となり、自己資本比率の向上、金利リスク・信用リスクの移転など財務体質の強化を図ることができるのである¹⁵⁾。また、イギリスの SPC はケイマン諸島・チャネル諸島・マン島等のタックスヘブンを設立されていることが多く、親会社の住宅ローン債権を証券化すること、倒産隔離 (Bankruptcy Remoteness) を図ること¹⁶⁾を主要な目的として設立されている場合が多い。

なお、住宅ローンの借入者においては、自らの債務が証券化されていても不利益を蒙ることはほとんどない。銀行・住宅金融組合等はモーゲージを売却した後もサービサーとしての役割を果たすため、借入者の手間は増えることもなく、そもそも自らの債務が証券化されていることに気付かない場合もある。

ところで、MBS を含む資産担保証券 (Asset Backed Security : ABS) は、1986年金融

サービス法体制下においては、SPC を用いたペイスルー型のスキームを採ることで同法の適用除外 (公衆に対する勧誘の禁止) とされていた。一方、銀行業に対する健全性規制の観点から、イングランド銀行 (Bank of England : BOE) は国際決済銀行の統一基準に付加するかたちで独自の自己資本比率基準を定めていた。そしてこれを通じ、イングランド銀行は貸出債権の流動化・証券化に対し踏み込んだ個別指導を行っていた¹⁷⁾。この体制は、2000年金融サービス・市場法体制下において ABS が規制対象の特定された投資物件に入る一方、従来 BOE が行っていた銀行等への健全性規制については、ABS への個別指導も含め、統一的な金融機関の規制・監督当局である FSA に移管された。

2. サブプライムローン問題とイギリスの MBS 市場

近年において拡大を続け、特に2005年以降の拡大が顕著であったイギリスの MBS 市場であるが、2007年の後半にはアメリカに端を発するサブプライムローン問題の影響を受けて市場は急速に縮小した。そのような中で、MBS の発行を主な資金調達の手段としていた住宅金融大手の銀行であるノーザンロックが2007年9月に流動性危機に陥り、翌2008年2月に国有化された。そして同準大手のアライアンス・アンド・レスターが2008年7月に経営難に陥りスペインのサンタンデルに買収され、同じく準大手のブラッドフォード・アンド・ビングレーも2008年9月に流動性危機に陥り国有化された。また、住宅金融最大手の HBOS が、イギリスのビックフォアの一角であるロイズ TSB に救済合併された。ここからは、現時点で多くの情報

図表4 イギリスの住宅ローン市場大手10社

住宅ローン融資残高ランキング

住宅ローン年間融資額ランキング

2006	2005	金融機関名	£bn	シェア	2006	2005	金融機関名	£bn	シェア
1	(1)	HBOS	220.0	20.4%	1	(1)	HBOS	73.2	21.2%
2	(3)	アビー	101.7	9.4%	2	(2)	アビー	32.6	9.4%
3	(2)	ロイズ TSB	95.3	8.8%	3	(4)	ノーザンロック	29.0	8.4%
4	(4)	ネーションワイド住宅金融組合	89.6	8.3%	4	(3)	ロイズ TSB	27.6	8.0%
5	(5)	ノーザンロック	77.3	7.2%	5	(5)	ネーションワイド住宅金融組合	21.1	6.1%
6	(6)	ロイヤルバンク・オブ・スコットランド	67.4	6.2%	6	(6)	ロイヤルバンク・オブ・スコットランド	20.0	5.8%
7	(7)	パークレーズ	61.6	5.7%	7	(8)	パークレーズ	18.4	5.3%
8	(8)	HSBC	39.1	3.6%	8	(9)	アライアンス・アンド・レスター	12.6	3.7%
9	(9)	アライアンス・アンド・レスター	38.0	3.5%	9	(7)	HSBC	12.4	3.6%
10	(10)	ブラッドフォード・アンド・ビングレー	31.1	2.9%	10	(11)	GMAC レジデンシャルファンディング	12.1	3.5%

〔出所〕 Council of Mortgage Lenders

が明らかになっているノーザンロック危機の分析を通じてサブプライムローン問題下におけるイギリスの MBS 市場を分析していきたい。

はじめにノーザンロックという銀行について確認したい。ノーザンロックはイングランド北部のニューカッスルに本拠を置く銀行で、前身は住宅金融組合であった。1997年に住宅金融組合の銀行転換ブームが起こったが、ノーザンロックもこのときに銀行へ転換した。ノーザンロックの業態は、MBS の発行など市場性資金の吸収により資金の大部分を調達し、それを国内向け住宅ローンとして運用するというものであった。危機に陥る前年の2006年末の住宅ローン融資残高はイギリス第5位（シェア7.2%）、年間融資額は同3位（同8.4%）であり（図表4）、イギリスの住宅金融市場においては大手であったといえる。また、銀行へ転換した1997年の住宅ローン融資残高のシェアが2.1%であったことを考えると、短期間で急速に規模を拡大させてきたことがわかる。

それでは、ノーザンロックが危機に陥った時期の金融市場および危機の発生の経緯はどのようなものであったのだろうか。2007年の世界の金融市場では、サブプライムローン問題の発生

で信用収縮が懸念されており、近年に発行額が急増していた MBS 等の仕組み債についても、大口の取手であった機関投資家等が保有を控えるようになっていた。イギリスにおいてもこの時期までに住宅ローンの延滞率・差し押さえ率が上昇し、特にノンプライムモーゲージ（イギリスの低所得者向け住宅ローン）のそれらの高さが認識されるようになってきていた。このような状況下、8月9日にフランスの金融機関である BNP パリバ傘下の3ファンドが、サブプライムローン関連商品における損失で、ファンドを凍結すると発表した。これに端を発する混乱は瞬く間に世界中へ波及し、世界各地の短期金融市場では金利の高騰や取引期間の急速な短期化、金融機関の選別傾向など信用収縮が起こった。

8月14日、ノーザンロックは資金繰りが悪化し、流動性危機に陥る可能性を BOE に相談した。これを受けて FSA がノーザンロックの検査に入ったが、この時点ではノーザンロックは業務の継続に問題はないと判断されたため、具体的な支援は行われなかった。しかし、9月10日になると、ノーザンロックは資金繰りが本格的に悪化し、BOE へ緊急支援を正式に要請し

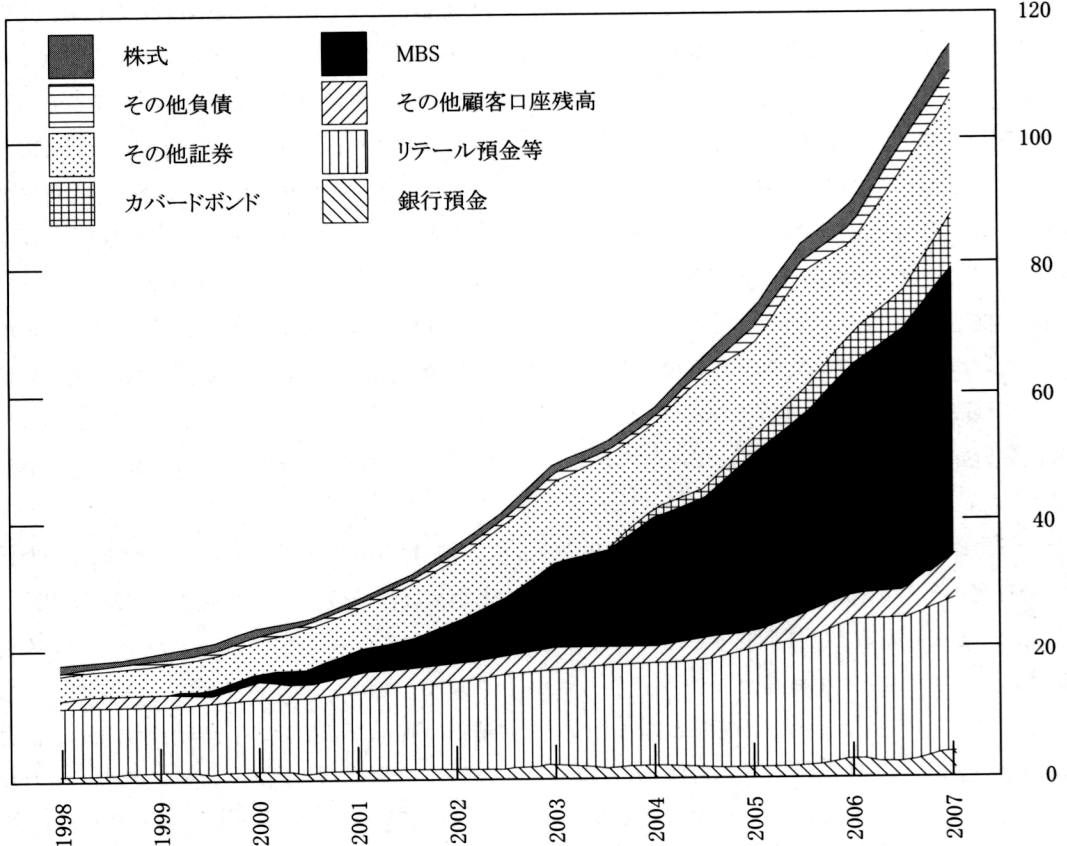
た。この要請に対し9月13日、イギリス政府はBOEによる緊急支援を承認し、翌9月14日に要請を受け入れる公式声明が出された。そしてこの日、ノーザンロックの支店前ではイギリスにおいて140年ぶりの取り付けが発生した。

では、このノーザンロック危機の発生以降、BOE等の各監督機関はどのように対応したのであろうか。ノーザンロック危機の発生以降、各監督機関は1997年に発表された「財務省・イングランド銀行・金融サービス機構の関係についての覚書」に沿った形でノーザンロックおよびイギリス金融市場への対応を行った。まず9月14日、FSAは「ノーザンロックは支払い能

力に問題はないため業務継続が可能である」と発表し、事態の鎮静化が図られた。しかし、取り付けは鎮静化せず、9月17日にダーリング財務大臣がノーザンロックにある預金（19日深夜0時までに預入されたもの）を全額保護するという超法規的措置を発表した。この発表により取り付けは沈静化したものの、ノーザンロックの流動性危機が解決したわけではなく、ダーリング財務大臣は10月9日に預金の保護措置を拡大し、リテール預金については9月19日以降に預入されたものも全額保護するとした¹⁸⁾。さらに、12月18日にもダーリング財務大臣は更なる保護の拡張を発表した¹⁹⁾。この時点で、BOE

図表5 ノーザンロックの資金調達構成の推移

(10億ポンド)



〔出所〕 Bank of England [2007] p.10.

図表6 住宅ローン取扱金融機関の資産運用・調達比率

(単位 %)

	大口市場性資金調達比率	大口市場性資金調達比率(短期金融市場調達を除く)	住宅金融組合法基準の市場性資金調達比率	流動性資産/預金および短期金融市場調達比率	短期金融市場運用/総調達比率	リテール預金/ローン比率
HBOS	51.6	43.6	—	19.4	372.5	57.5
ノーザンロック	71.6	68.1	—	22.7	54.1	31.2
アライアンス&レスター	54.1	40.8	—	9.9	270.1	61.2
ブラッドフォード&ビングレー	51.9	48.3	—	20.4	36.1	58.2
ネーションワイド住宅金融組合	26.7	24.1	28.4	13.7	245.8	80.3
ブリタニア住宅金融組合	40.4	37.7	38.0	45.2	34.8	85.2
ヨークシャー住宅金融組合	21.1	20.6	30.4	25.5	43.2	97.1
コベントリー住宅金融組合	15.9	15.0	28.5	19.3	47.5	97.3
スキップトン住宅金融組合	20.3	18.5	35.2	18.5	56.2	96.7
チェルシー住宅金融組合	18.1	17.5	25.3	22.2	12.5	100.7
ウェストプロムウィッチ住宅金融組合	31.5	27.9	31.9	21.0	138.9	81.0
プリンシパリティ住宅金融組合	12.8	12.1	22.1	19.5	23.8	100.1
ニューカッスル住宅金融組合	19.9	16.5	32.2	19.9	61.4	93.2

注) 1) HBOS, ノーザンロック, ブラッドフォード&ビングレーは2007年6月末時点のデータ

2) ネーションワイド住宅金融組合は2007年4月4日, ウェストプロムウィッチは2007年5月末時点のデータ

3) 上記以外は2006年末時点のデータ

4) 大口市場性資金調達には, 顧客預金と顧客資産は含まれない。

[出所] Scott, G. and Taylor, M. and Birry, A. [2007] より。

は約30億ポンド(ノーザンロックの総負債総額の約26%)の流動性支援を行った。これらの一連の保護措置により、ノーザンロックが自力で立ち直ることが可能か、もしくは国有化を経て他の金融機関等に吸収されるかが注目されたが、結局2008年2月18日に政府はノーザンロックの一時国有化を発表した。そしてノーザンロックは現時点でも国有化されており、今後の動向が注目されている。

それでは、ノーザンロックが流動性危機に陥った原因を検討していきたい。なお検討するにあたり、ノーザンロックとほぼ同規模であり住宅金融組合の最大手のネーションワイド住宅金融組合など、他の金融機関・住宅金融組合と比較しながらノーザンロック危機の原因を明らかにしていきたい。ノーザンロックは銀行に転換して以降、急速にその規模を拡大させてきたが、これはノーザンロックの特徴的な資金調達

の方法により支えられたものであった。すなわち、ノーザンロックは銀行であるにもかかわらず、リテール預金ではなく、市場性資金の吸収を資金調達の柱に据えていたのである。特にMBSの発行による調達額が急速に増加しており(図表5)、2006年では資金調達全体の41%、2007年では同39%を占めるまでに増加した²⁰⁾。さらに大口市場性資金の吸収やカバードボンドの発行も含めると、資金調達の約70%が市場性資金の吸収による調達で占められている。一方、ネーションワイド住宅金融組合におけるその割合は26.7%であり、ノーザンロックよりもずっと低い。そして他の銀行や住宅金融組合と比較しても、ノーザンロックの資金調達が市場性資金の吸収に依存していたことが際立っている(図表6)。

その一方で、商業銀行において本来的に重要とされてきたリテール預金の吸収による資金調

達の割合は低く、2007年6月末時点で約30%である。ネーションワイド住宅金融組合のそれは2006年末時点で約80%であり、ノーザンロックよりもずっと高い。他の銀行や住宅金融組合と比較しても、ノーザンロックのリテール預金の吸収による資金調達割合の低さは際立っている。このようにみえてくると、ノーザンロックは銀行であるが、その業態はモーゲージカンパニーに近いものであったといえる。

ノーザンロックが市場性資金の吸収を資金調達の柱に据えていた理由として、まずノーザンロックが1997年に銀行転換するまで、イングランド北部のニューカッスルを中心に営業を行っていた住宅金融組合であったことが挙げられる。金融機関がイギリスでリテール預金残高を拡大させるには、ロンドンおよびイングランド南東部等の富裕地域で積極的な支店網を展開する必要がある。しかし、ノーザンロックはイングランド北部のニューカッスルを本拠としていたため、1997年の銀行転換後に富裕地域に参入する際には競争相手が多く、たとえ参入しても競争に掛かるコストに見合った成果を得られるかは不確実であった。そのため、より確実な資金調達的手段として、市場性資金の吸収を積極的に行うようになったと考えられる。このことは、ノーザンロックが規模を急速に拡大させた一方で、支店数は72(国有化前)と少ないことから分かる。イギリスの金融機関は全体的に支店を削減する傾向にはあるものの、同時期のネーションワイド住宅金融組合の支店数は415であることと比較すれば、ノーザンロックの支店数は明らかに少ないのである。

ただし、このような市場性資金に依存した資金調達の方法は、住宅金融組合から転換した銀行に多く見られる傾向でもある。2006年末時点

での住宅ローン融資残高がイギリスで9位(シェア3.5%)であったアライアンス・アンド・レスターは、資金調達総額の54.1%を市場性資金の吸収で行っていた。また、同10位(シェア2.9%)であったブラッドフォード・アンド・ビングレーも、資金調達総額の51.9%を市場性資金から調達していた。そして両行とも、ノーザンロックほどではないにせよ、リテール預金の吸収による資金調達割合は高くない。

なお、アライアンス・アンド・レスターは資金調達コストの上昇が利益率を圧迫したことで経営難に陥り、2008年7月にスペインのサンタンデルに買収されることが発表された。ブラッドフォード・アンド・ビングレーも、2008年9月に流動性危機に陥り国有化された²¹⁾。そして、2008年9月に実質的に経営破綻してロイズTSBに救済合併されることが発表されたたHBOSも、資金調達総額の50%以上を市場性資金から調達していた。

ところで、ノーザンロックによるMBSの発行とは、ノーザンロックのSPCであるGranite Master Issuer plc. (以下Granite)²²⁾を通じての発行であった。GraniteによるMBS発行のストラクチャーの概略は、以下の通りである。

- ① ノーザンロックは優良な(証券化の際に高格付けを得られる)住宅ローン債権をGraniteに譲渡する。
- ② Graniteは住宅ローン債権をパッケージ化してMBSを発行し、投資家に売却する。
- ③ Graniteは投資家から受け取った資金をノーザンロックに支払う。

これにより、ノーザンロックは単体ベースで

はモーゲージをオフバランス化することができ、代わりに準備（現金）が増加する。そしてそれによりノーザンロックの単体ベースでの自己資本比率が向上するのである。

ノーザンロックのMBS発行による資金調達とは、実際にはこのようなことが年間に数回繰り返されていたのであり、このようなストラクチャーにより2007年までに総額約480億ポンドのMBSが発行された（図表7）。そして、近

年までの機関投資家等の旺盛なMBSの保有欲もあり、ノーザンロックはMBSの発行による資金調達を継続的に行うことが可能であり、そしてこのような業態でノーザンロックは30%以上のROEでの経営を行ってきたのである²³⁾。

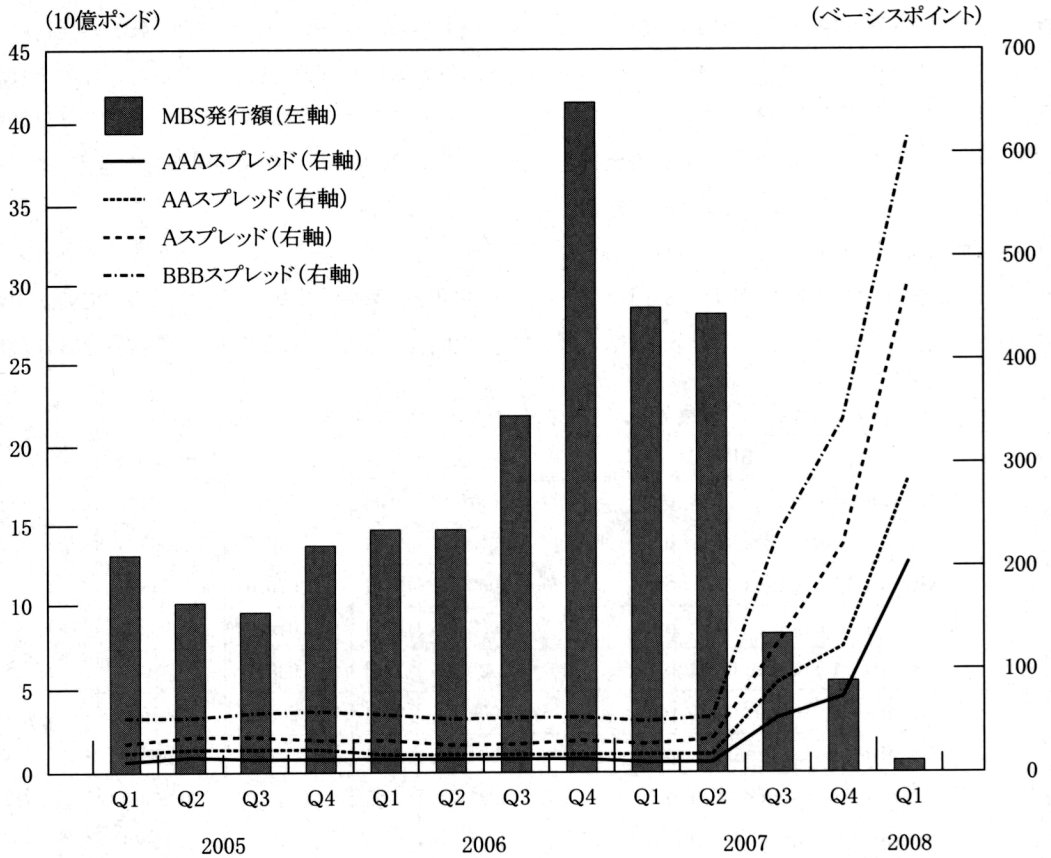
ところが、先述のようにサブプライムローン問題の影響を受けたイギリスにおいて金融市場が混乱すると、MBSの主な取り手であった機

図表7 ノーザンロック発行のMBS残高 (単位 100万ポンド)

SPC	発行日	裏付資産	MBS発行額
Granite Mortgages 01-1 plc	2001年3月26日	465.4	424.1
Granite Mortgages 02-2 plc	2002年9月23日	1,140.7	1,068.6
Granite Mortgages 03-1 plc	2003年1月27日	1,670.0	1,644.9
Granite Mortgages 03-2 plc	2003年5月21日	1,019.9	962.7
Granite Mortgages 03-3 plc	2003年9月24日	930.1	876.9
Granite Mortgages 04-1 plc	2004年1月28日	1,569.6	1,485.8
Granite Mortgages 04-2 plc	2004年5月26日	1,771.7	1,694.9
Granite Mortgages 04-3 plc	2004年9月22日	2,040.3	1,962.1
Granite Master Issuer plc-Series 05-1	2005年1月26日	2,847.6	2,795.1
Granite Master Issuer plc-Series 05-2	2005年5月25日	2,470.5	2,413.6
Granite Master Issuer plc-Series 05-3	2005年8月31日	492.3	503.8
Granite Master Issuer plc-Series 05-4	2005年9月21日	2,445.9	2,383.3
Granite Master Issuer plc-Series 06-1	2006年1月25日	4,486.7	4,423.8
Granite Master Issuer plc-Series 06-2	2006年5月24日	2,469.5	2,460.4
Granite Master Issuer plc-Series 06-3	2006年9月19日	4,761.9	4,761.5
Granite Master Issuer plc-Series 06-4	2006年11月29日	2,822.9	2,787.3
Granite Master Issuer plc-Series 07-1	2007年1月24日	5,658.6	5,607.0
Granite Master Issuer plc-Series 07-2	2007年5月23日	4,589.9	4,570.8
Granite Master Issuer plc-Series 07-3	2007年9月17日	5,170.5	5,074.1
		48,824.0	47,900.7
Granite Finance Trustees Limited. 持分		5,359.3	—
ノーザンロックへの預金		(4624.8)	—
ノーザンロック保有分 (MBS)		—	(5074.1)
合計		49,558.5	42,826.6

〔出所〕 Northern Rock plc. [2007] p.73.

図表8 イギリスにおけるMBSの発行額とスプレッド



〔出所〕 Bank of England [2008] p.21.

関投資家等は保有を控えるようになり、市場は低迷した（図表8）。これによりノーザンロックは、MBSの発行による資金調達に困難となり、さらにリテール預金等の流動性資産も潤沢でなかったため、ノーザンロックは資金繰りに窮することとなった。また、このときノーザンロックは短期金融市場からの資金調達を試みるも、短期金利の高騰やノーザンロックのリスクプレミアムの代替指標であるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のプレミアムの上昇で、これによる調達は事実上不可能となり、結局BOEへ流動性支援を要請せざるを得なくなったのである。

このように、銀行によるMBSの発行額の急激な増加に伴って拡大を続けていた近年のイギリスのMBS市場は、2007年に発生したアメリカのサブプライムローン問題の影響で停滞を余儀なくされた。またこのような状況下で、MBSの発行を資金調達の柱としていたが、支払能力には問題がなかったノーザンロックが流動性危機に陥り、BOEの緊急支援を受けて2008年2月に国有化された。また、2008年7月にアライアンス・アンド・レスターが同様の理由から経営難に陥り、サンタンデールに買収され、さらに9月に入りブラッドフォード・アンド・ビングレーも国有化され、さらにHBOS

もロイズ TSB に救済合併された。これら一連の出来事は、MBS がその発行額の大きさと保有者の広がりによって、金融機関の資金調達手段の枠を超えて、金融市場そのものに大きな影響を与えうる存在になったということの意味する出来事であった。

おわりにかえて

以上、ここまでイギリスにおける住宅ローン市場および MBS 市場の展開について検討してきた。

イギリスの住宅ローン市場は、1970年代までは住宅金融組合がほぼ独占していたが、1980年代になると商業銀行やモーゲージカンパニーが本格的に市場へ参入した。そしてモーゲージカンパニーは MBS の発行を開始し、第 1 次 MBS ブームが起こった。しかし、1980年代末にイギリス経済がリセッション入りするとともに住宅市場は低迷し、その影響で1990年代の初めにはほとんどのモーゲージカンパニーは姿を消し、これにより第 1 次 MBS ブームは終了した。

しかし、1990年代中頃にイギリス経済が立ち直ると、今度は銀行が積極的に MBS を発行し、第 2 次 MBS ブームが起こった。MBS 市場の拡大スピードは2000年以降に急速になり、特に2005年以降は際立って拡大した。しかし、2007年の後半にアメリカでサブプライムローン問題が発生すると、その影響を受けてイギリスの MBS 市場も急速に縮小し、第 2 次 MBS ブームは終了した。そして現在においても今後が不透明な状況にある。

第 1 次 MBS ブームと第 2 次 MBS ブームでは、大きく分けて以下のような相違点が見られ

る。

① MBS の発行主体と市場の拡大要因の相違

第 1 次 MBS ブームにおいてはモーゲージカンパニーが発行の主体であった。モーゲージカンパニーは、リテール預金の吸収という資金調達手段を持たなかったことから、資金調達的手段として MBS を積極的に発行した。これと当時のイギリス経済の好況および住宅市場の拡大等が重なり、MBS 市場は急速に拡大した。

一方、第 2 次 MBS ブームでは銀行が発行の主体であった。銀行においては、資金調達的手段として MBS を発行した側面は強かったが、ただしこの時期の銀行にはリテール預金の吸収面でネックは生じておらず、MBS の発行は資金調達的手段としてだけ行ったのではなかった。すなわち、国際決済銀行による自己資本比率規制をクリアするための手段、リスク資産を効率的に管理する手段、ALM の手段としても MBS を重要視し、積極的に発行を行った。これと当時の住宅市場の拡大、機関投資家等の旺盛な MBS の保有意欲などの要因が重なって、MBS 市場は急速に拡大した。

② MBS ブームの終了要因の相違

第 1 次 MBS ブームが終了したのは、主にイギリス国内の要因によるものであった。すなわち、1980年代末にイギリス経済がリセッション入りし、それに伴い住宅市場が低迷して住宅価格も下落した。そして、住宅ローン返済の延滞率やデフォルト率が上昇したことにより、モーゲージカンパニーが不良債権を抱えて経営難に陥り、遂には姿を消した。こうして発行の主体を失った MBS 市場は急速に縮小した。第 1 次 MBS ブームの終了は、このようなイギリス国内の要因によるものであった。

一方で、第 2 次 MBS ブームが終了したのは

イギリス国外の要因によるものであった。すなわち、アメリカで発生したサブプライムローン問題の影響がイギリスのMBS市場にも混乱を生じさせ、それが原因で銀行はMBSの発行ができなくなり（発行しても取手がつかなくなり）、その結果MBS市場は急速に縮小したのである。第2次MBSブームの終了は、このようなイギリス国外の要因によるものであった。なお、ここで注意すべきは、この時期のアメリカのMBS市場の停滞とイギリスのMBS市場の停滞とは、様相が異なるものであったということである。アメリカでは住宅価格の下落が引き金となってMBS市場の停滞が起こったが、イギリスではMBS市場が停滞しはじめた2007年第3四半期においても、住宅価格は前年同月比では約10%上昇しており²⁴⁾、住宅ローン返済の延滞率や差し押さえ率も（上昇はしているものの）アメリカと比較するとずっと低率であった。あくまで、イギリスのMBS市場の停滞は、アメリカのMBS市場の停滞の影響を受けたために起こったものであった。

以上のように、第1次および第2次のMBSブームは異なる要因で終了した。まとめるならば、第1次MBSブームではイギリス国内の要因で経済および住宅市場が先に停滞し、その後MBSの発行主体であったモーゲージカンパニーが経営難に陥り姿を消し、そしてMBS市場が縮小した。一方で、第2次MBSブームでは、アメリカのMBS市場の停滞による影響でイギリスのMBS市場が先に停滞し、それを受けてMBSの発行を資金調達の柱にしていた銀行が流動性危機に陥ることとなったのである。このようなことは、グローバル化した現代の金融市場の下では、問題の所在がどの国にあっても、他国の市場も時を同じくして影響を受け得

るということを示している。

また、第1次MBSブームと第2次MBSブームでは共通点もみられる。それは、両ブームでMBSを積極的に発行し、後に危機に陥った主体（モーゲージカンパニー、一部の銀行）が、市場性資金の吸収を資金調達の柱に据えていたということである。第1次MBSブームで積極的にMBSの発行を行ったモーゲージカンパニーは、そもそもノンバンクでありリテール預金の吸収はできなかった。そのため、資金調達は必然的に銀行借入や市場性資金の吸収等に限られていた。そして、第2次MBSブームにおいて積極的にMBSを発行し、その後に流動性危機に陥った銀行は、市場性資金の吸収を資金調達の柱に据えていた銀行であった。これらは結局、金融市場およびMBS市場の混乱が発生した際には十分な資金調達が不可能となり、結果として流動性危機に陥ることになった。本論で分析したノーザンロック危機は、その典型であった。このようなことは、金融機関における流動性管理の重要性を再認識するきっかけになったであろう。

現在、MBS等の証券化商品市場を含め、世界の金融市場は混乱に陥っている。そしてイギリスのMBS市場も停滞を続けており、先行きの明るい状況ではない。住宅ローン市場を含む住宅金融市場の状況は、金融市場全体にたいして大きな影響力を持つものであり、それゆえ住宅金融市場の安定は、金融市場の安定のために非常に重要なことである。イギリスの住宅金融市場およびMBS市場について、今後が注目されるところである。

注

- 1) イングランド銀行 (Bank of England:BOE) が全銀行と割賦販売金融会社 (対外債務500万ポンド以上) の利付適格債務の増加率について、基準期間の平均残高に対するガイドラインを設定し、超過分に関しては一定の特別預金を無利子でBOEに預けさせるという制度。
- 2) 1986年の住宅金融組合法の改正で住宅金融組合に認められた市場性資金の調達比率は、20%が上限とされた。また、この改正で外国為替業務や保険商品の販売、株式やユニット・トラストなどのブローカレッジ、不動産仲介業務も認められた。
- 3) 詳しくは齊藤 [2007b] を参照されたい。
- 4) The Council of Mortgage Lendersより。(http://www.cml.org.uk/cml/filegrab/ML8.xls?ref=5864)
- 5) 詳しくは齊藤 [2007b] を参照されたい。
- 6) 詳しくは齊藤 [2007b] を参照されたい。
- 7) Boléat, M [1980] p.22. より。
- 8) Boléat, M [1980] p.31. より。
- 9) 倉橋 [2007] 88頁, 表1より。
- 10) 現在、住宅金融組合に認められている市場性資金の調達比率の上限は50%である。ただし、実際は30%を若干上回る程度である。
- 11) 海外住宅金融研究会 [2000] 243頁より。
- 12) 倉橋はDatamonitor [2005] "Mortgage funding and securitization in the UK-The last battle line in the mortgage market" を参考としている。詳しくは倉橋 [2007] を参照されたい
- 13) ヨーロッパで最も証券化が進んでいる国はオランダであるが、市場規模はイギリスの方が大きい。
- 14) SPVの中でも法人格を有するものを指す。
- 15) ただし、実質支配力基準によりSPCも連結対象と判断されれば、親会社の連結バランスシートではオンバランスとなる。
- 16) 親会社の倒産の影響を受けて、SPCの保有する債権や資産の所有権が否認され、差し押さえられることを回避する手段。特に投資家保護の観点から重要である。
- 17) 詳しくは高橋 [1998] を参照されたい。
- 18) この時点ではカバードボンド、Graniteで証券化された債権、劣後債やハイブリッドの自己資本的性格を持つ債権等については保護対象から除外されていた。また、新規のノーザンロックへの預金については他銀行、住宅金融組合との競合上の権衡の観点から除外されていた。
- 19) 具体的な内容は以下の通り。
 - ① すべての無担保および非劣後のホールセルの預金および借入
 - ② すべての無担保デリバティブ取引にかかわる支払い債務
 - ③ すべての有担保デリバティブ取引およびホールセル借入(カバードボンド含む)については担保を超える支払い債務
 - ④ すべてのGranite証券化プログラムに基づくモーゲージ買戻しに関連する支払い
- 20) 数字はNorthern Rock plc. [2008] p.37. より。また、2007年の上半期においてノーザンロックは107億ポンドのMBSを発行しており、これは同時期のイギリスの

MBSの17%にも上る額であった。

- 21) リテール部門は、サンタンデール傘下で、元々はイギリスの住宅金融組合であったアビーに移管された。
- 22) ノーザンロックはジョージ島にGranite Finance Holdings Ltd.を設立した。そしてその傘下にチャリタブル・ファンドとしてGranite Master Issuer plc.を設立し、ノーザンロックのMBSは、実際にはここで発行された。これにより、ノーザンロックはモーゲージを完全にオフバランスにすることができた。なお、このようなスキームは米英では一般的なものである。
- 23) Scott, G and Taylor, M. and Birry, A. [2007] より。
- 24) ネーションワイド住宅金融組合の住宅価格指数では9.6%、HBOSの住宅価格指数では6.7%、コミュニティ・地方自治省(The Department for Communities and Local Government)の住宅価格指数では11.3%の上昇とされていた。

参考文献

- イギリス資本市場研究会 [2006] 『イギリスの金融規制』(財)日本証券経済研究所。
- 海外住宅金融研究会 [2000] 『欧米の住宅政策と住宅金融』(財)住宅金融普及協会。
- 倉橋透 [2007] 「イギリス、オーストラリアにおける住宅金融市場の証券化の歴史と現状(上)」『季報 住宅金融』2007年度秋号 住宅金融支援機構。
- 倉橋透 [2008] 「イギリス、オーストラリアにおける住宅金融市場の証券化の歴史と現状(下)」『季報 住宅金融』2007年度冬号 住宅金融支援機構。
- 齊藤美彦 [2005] 「イギリス住宅金融とマイルズ・レポート」『証券経済研究』第50号 (財)日本証券経済研究所。
- 齊藤美彦 [2007a] 「イギリスの住宅金融市場の動向と金融機関」『季刊 個人金融』2007年冬号 (財) ゆうちょ財団。
- 齊藤美彦 [2007b] 「イギリスにおける住宅金融業務のアンバンドリング傾向について」『住宅金融月報』662号 住宅金融普及協会。
- 齊藤美彦・築田優 [2008] 「ノーザンロック危機と監督機関の対応」『証券経済研究』62号 (財)日本証券経済研究所。

- 高橋正彦 [1998] 「英国における証券化と規制・監督—金融サービス法とイングランド銀行—」『証券経済研究』13号 (財) 日本証券経済研究所。
- 日本証券経済研究所 [2005] 『図説 イギリスの証券市場』(財) 日本証券経済研究所。
- 農林中金総合研究所 [2000] 「欧州における異業種の銀行参入と銀行の総合金融戦略」『農林金融』2000年8月号 農林中金総合研究所。
- 松浦一悦 [2003] 「イギリスにおける銀行規制と監督—1987年イングランド銀行 (BOE) 法と1998年BOE法の考察を中心にして—」『社会科学』71号 同志社大学人文科学研究所。
- Bank of England [2007] *Financial Stability Report No.22*.
- Bank of England [2008] *Financial Stability Report No.23*.
- Boléat, M [1980] "NEW LENDERS AND THE SECONDARY MORTGAGE MARKETS", The Building Society Association.
- Boléat, M [1986] "The Building Society Industry" ALLEN&UNWIN.
- Cunningham, J. and Samter, P. [2007] *Housing and mortgage market forecasts: 2007-2008*, The Council of Mortgage Lenders.
- Dijk, R. and Garga, S. [2006] *UK mortgage underwriting*, The Council of Mortgage Lenders.
- Gardiner, K and Paterson, R. [2000] *The potential for mortgage securitisation in the UK and Europe*, Housing Finance No.45, The Council of Mortgage Lenders.
- Gieve, J. [2008] *The impact of the financial market disruption on the UK economy*. (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2008/speech332.pdf>)
- Holman, A. and Karley, K. and Whitehead, C. [2003] *The Mortgage Backed Securities Market in the UK: overview and prospects*, The Council of Mortgage Lenders.
- Jones, J. [1995] "British Multinational Banking", Oxford University Press. (坂本恒夫・正田繁監訳『イギリス多国籍銀行史』日本経済評論社, 2007年)
- Lloyds TSB plc, [2007] *Annual Report and Accounts 2008*.
- Nationwide Building Society [2007] *Annual Report and Accounts 2006*.
- Northern Rock plc. [2006] *Stock Exchange Announcement Northern Rock PLC: Trading Statement For The 9 Months To 30 September 2006*.
- Northern Rock plc. [2007] *Annual Report and Accounts 2006*.
- Northern Rock plc. [2008] *Annual Report and Accounts 2007*.
- Scott, G. and Taylor, M. and Birry, A. [2007] *UK Mortgage Lenders Northern Rock PLC-An Update*. Fitch Ratings, 5 October 2007.
- Twinn, C.I. [1994] "Asset-backed securitisation in the United Kingdom" *Bank of England Quarterly Bulletin* Volume.34. Number.2.
- Walsh, P. and Freeman, T. [1995] *The UK Secondary Mortgage Market - securitization And Portfolio Sales*, The Council of Mortgage Lenders.

(獨協大学大学院博士後期課程)