

## 日本に証券化ブームは起きるのか？

証券化は20世紀に誕生した有意義な金融技術の1つである。しかし日本での活躍度は、欧米に比べもう一つである。なにが証券化市場の発展を阻んでいるのか、今後拡大するためにはどんな条件が整えばいいのだろうか？

### 証券化市場が拡大する条件

デリバティブと並んで証券化は20世紀最後に登場した秀でた金融技術の1つである。デリバティブは対象商品に反対サイドのポジションを作る機会を与え、売買両サイドのフローに厚みをもたらした。欧米程ではないにせよ日本でも一定の活躍をしている。(図表1)

一方、証券化は新たな資金調達手段を提供し、また新たな運用商品を提供するが、欧米に比べ日本での発行実績はデリバティブのケースよりさらに低い。(図表2)

証券化市場が拡大する条件はなんだろうか。それには質的な側面と量的な側面を考える必要がある。質的な側面とは証券化が資金調達や資産運用に与えている多様性のことである。この点に関しては少なくとも選択肢を増やしたと

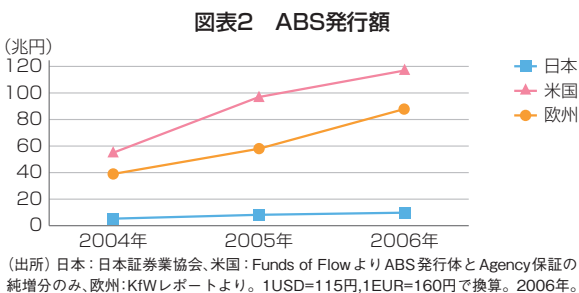
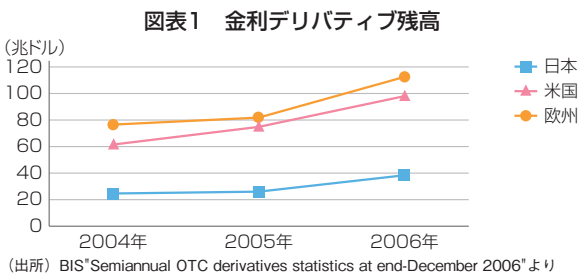
いう点で評価されるべきであろう。

しかし、本格的な市場拡大のためには量的に証券化を押し進める要因が必要である。量的な側面を詳しく分析するために、証券化を資金調達に利用する立場と、資産運用で利用する立場に分けてそのニーズを考えてみる。

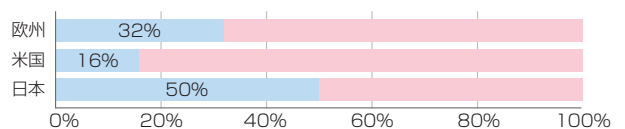
証券化を資金調達に利用する立場で言えば銀行が重要な役割を果たす。銀行は証券化で使われるローン債権の伝統的な組成者であり、また銀行以外の証券化オリジネーターへの最大の資金の出し手となっているからである。従って銀行の資金の余剰・不足の状況を見れば、証券化などを通じた資金調達のニーズの強さがわかるはずである。

日本銀行が今年9月に発表した「金融システムレポート」の中で銀行の顧客別の資金需要を見ると、主要顧客である民間非金融法人と家計については資金余剰の状態が続いている。また貸出利鞘についても減少傾向<sup>1)</sup>が続いており、ローン市場が借り手市場になっていると想像できる。これは銀行が証券化を使ってまで資金を調達しようというインセンティブが無いことを示しており、さらに銀行からの資金の借り手にとっても、証券化により安く資金を調達しようと思っても、コストの低い銀行ローンで調達を行なう方が有利という話になるだろう。

次に資金を運用する立場から証券化のニーズを探ろう。国内運用資金の最終的かつ最大の出し手は家計である。その家計は図表3にあるように約50%を現金預金へ配分し



図表3 家計に占める現金・預金比率



(出所) 日本：日銀資金循環統計、米国：Funds of Flow、欧州：ECB Monthly Bulletin、2007年3月末データ。

## NOTE

1) 正確には大手行の貸出利率は2006年度下期にやや上向きになった。

ている。これは、たとえコストが掛かって銀行の審査機能などのフィルターを使い安全な運用をしたいと個人が願っていることを示しており、証券化商品などを通じた直接的なリスク資産投資に積極的ではないことを意味する。

### 証券化は盛んになるのか？

証券化は大きなマーケットにはならないのだろうか。ここで金利が上昇することを考えてみよう。当然預金金利も上がり、個人投資家はそれを喜びかもしれない。しかし、今後の金利上昇時に預金金利は市場金利と同じペースで上昇するだろうか。先ほどの「金融システムレポート」に再び戻ろう。この中に利鞘についての調査があり、預貸利鞘が小さ過ぎることが示されている。ここから、金利上昇時には預金金利の上昇を抑制し利鞘の確保を図る動きが出てくることが予想される。90年代初頭までは預金金利は代表的な市場金利と同等の水準まで高くなったが、今後はそうした上昇は期待できない可能性がある。今は全体の金利水準が低く預金（特に普通預金）と他の円金利商品の差を実感することが難しいが、金利が上昇して預金金利と他の円商品との格差を見た時に、家計は本格的に預金以外の投資を考えるのではないだろうか。そのとき預金から直接投資に向かったお金は投資先を求め、証券化商品のニーズが高まると考えられる。預金が直接投資に向かい、金利上昇が景気上昇を伴うものであれば、銀行の資金ニーズは高まり、調達側からも証券化の必然性が出てくる。

全ての循環が全てうまく回って証券化がブームになるかどうかは保証できないが、こうした循環が起きれば、銀行の資金調達において、証券化が量的インパクトのある実効

的な選択肢の一つとなるはずである。

### ブーム到来までの準備期間

ただ現在の状況を考えると、証券化ブームがすぐに起こるとは考えにくく、現在はブームが到来するまでの市場整備期間と位置づけられるのではないだろうか。市場整備で最も重要なのは格付けと情報開示である。今、サブプライムの問題で格付機関が注目を集めている。以前にも本誌で書いているが、営利団体である格付機関が付ける格付けが投資における重大な役割を担っている構造は、今回のような問題が発生する危険を常にはらんでいる。

格付機関は元々債権の出し手が持っていた審査機能の一部を代替しており、少数の高い技術を持つ団体が効率的に審査を行うという優れたコスト削減の仕組みが確立されてきた。しかし問題は団体が営利団体であることであり、ディールを手掛けなければ収益は上がらない宿命にあり、期間収益プレッシャーが掛かれば基準が緩くなってしまうことである。

これは格付機関のみの問題だけではなく、そうした仕組みに頼ってきた業界全体として対応すべきであろう。営利の部分弱める方法を考えるのか、多様で数多くの格付機関が育つ環境を整えるのか、情報開示を積極的に行い格付機関以外にも分析を行えるような環境を整えるのか、ここからが市場参加者の知恵の出所である。

F

### Writer's Profile



榎葉 清人 Kiyoto Shimba

金融ITイノベーション研究部  
上級研究員  
専門は証券数理分析、リスク管理  
focus@nri.co.jp