

サブプライム問題下における 本邦証券化市場動向について

本邦証券化市場は、サブプライム問題の逆風下にあっても発行額は堅調に推移しているが、投資に慎重な気運が漂う中、スプレッドは拡大している模様である。リスク管理の高度化により「投資できる」体制が整っている投資家に対し、有利な機会を提供していると言えよう。

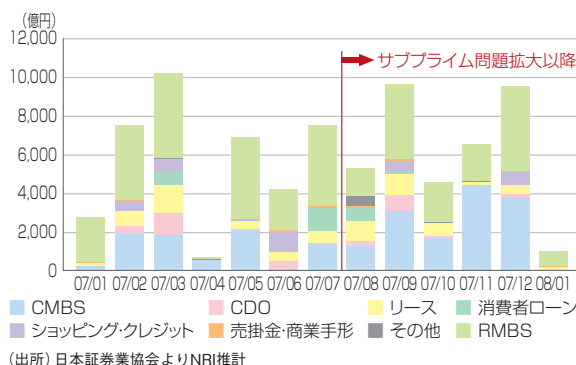
米国発のサブプライム問題が引き続き世の中の注目を集めている。証券化によるリスクの拡散により、問題の把握が遅れ、また価格の発見やリスクの管理を困難にしまった面があることから、金融イノベーションの華とも言われた証券化技法そのものに対する厳しい見方も一部には引き続き存在している。そのような状況において、では本邦における証券化市場の動向はどうなっているのだろうか。

思いのほか堅調な (!?) 日本の証券化市場

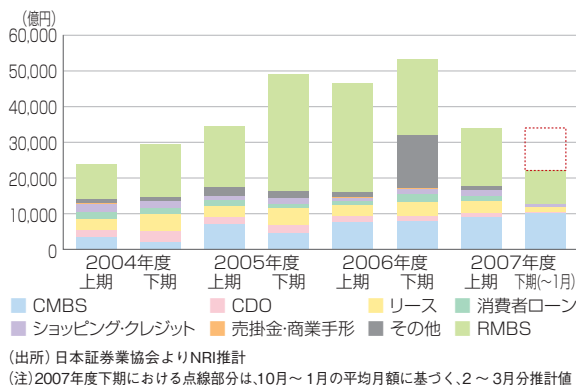
図表1に見られる通り、日本における月別証券化商品発行額はサブプライム問題が拡大した昨年8月以降においても大きく落ち込むことなく推移しており、この数字からはその影響はあまり見て取れない。もう少し長い期間で眺めた場合でも（図表2）、新BIS規制導入前の駆け込み的な住宅ローン証券化（RMBS）や1兆円を超えるソフトバンクモバイル事業証券化（WBS）による05、06年度の大幅な積み上がり、過払利息に対する最高裁判決を契機とした消費者ローン証券化商品の07年度の落ち込みといった特殊要因を勘案すれば、今年度も相応にかつ堅調に推移していると言えよう。特に商業用不動産担保ローン等証券化（CMBS）については、昨年8月以降も大型の発行がなされており、07年度下期は半期ベースで過去最高を更新する見込みとなっている¹⁾。

本邦におけるスキームの特徴としては、サブプライム問題をより複雑なものとした、一度証券化を行った後の証券化商品を裏付資産として再度、再々度証券化した2次、3次スキーム（ABSCDO、CDOスクエア等）は限られ、比較的シンプルな1次スキームが太宗を占め

図表1 月別証券化商品発行額



図表2 半期別証券化商品発行額



ている点が挙げられよう。また2次スキームにしても、RMBSを中期と長期の部分に切り分け、投資家に購入し易い形に組み替えたもののように、サブプライム問題において見られた自己増殖的に信用を創造するようなタイプとは異なるものが多い。

証券化商品は投資家にとって 有利な条件に

堅調に発行されているということは即ち投資家が相応に購入していることを意味するが、ではその際の条件はどうであろうか。公開されている情報は限られているも

NOTE

- 1) CMBSの大型発行の中には、サブプライム問題による損失から、外資系証券が手元に抱えるローンを切り離すためのものもあった。(2008年2月14日付日本経済新聞)
- 2) サブプライム問題に起因する同様の話としては、PEファンド等へのメザンポジションに対するローンの条件が、「投資できる」投資家には極めて有利な条件で持ち込まれている、というものもある。
- 3) 日本における証券化市場規模と欧米との比較については金融ITフォーカス2007年11月号「日本に証券化ブームは起きるのか？」参照。
- 4) 2007年12月27日付野村証券金融工学研究センター公表資料に基づく。
- 5) A格社債利回りの対国債スプレッド(5年)

の、例えばシンセティックCDOの利回りに影響があるCDSスプレッドと一般債スプレッドの推移を見ると(図表3)、昨年8月に乖離した後、足許は更にその差が拡大している。CDS参照銘柄に格下げ等が見られていない中でこの動きは、信用リスク対比でのリターンが従来より拡大しているものと言えよう。市場関係者へのヒアリング、証券会社レポート等によれば、シンセティックCDOのスプレッドもこの動きに引き摺られ拡大しており、また、他の証券化商品においても、同様の状況となっている模様である。

これは、投資家サイドにおける証券化商品への慎重な見方を反映したものと考えられるが、「投資できる」投資家にとっては有利な状況であると言えよう²⁾。

証券化商品を投資対象とすることの意義

換言すれば、「投資できる」か否かで、この有利な条件での投資機会を生かせるかどうかがかかれていいる。勿論そのためには、適正な価格評価やリスク管理のための体制整備が不可欠であり、相当の努力が必要である。しかし、目の前に割安と思われる商品があった時に、機敏に対応できる体制を持っていることは、市場環境が大きく変動する状況においては極めて重要である。

足許サブプライム問題の逆風下においても堅調な発行がなされているとは言え、そもそも本邦の証券化市場規模は欧米に比べ小さく、中長期的には拡大余地があるものと考えられる³⁾。

拡大を実現するためには市場の整備が必須である。実際、サブプライム問題以降の半年間を振り返っても、本邦証券化市場にプラスの影響を与える様々な動きがあっ

図表3 CDSスプレッドおよび社債スプレッド(A格)推移(BP)



(出所) BloombergよりNRI推計

た。制度面では改正信託法や金融商品取引法が昨年9月末に施行され、スキームの自由度向上や有価証券化等が図られている。2月には新たな商品として財政融資資金証券化1千億円が初めて市場に登場、今後も継続的な発行が見込まれている。投資家にとって有力なベンチマークであるNOMURA-BPIにこの4月よりABSが組み入れられるとの動きもある⁴⁾。サブプライム問題の影響から幾つかの外資系証券が証券化部門を縮小撤退する一方で、本邦証券においてCMBSに注力しようとの報道もある。一連の動きからは、本邦における市場の整備は今後も進捗することが期待できよう。

このような本邦証券化市場に対し、リスク管理の高度化を図り「投資できる」体制を作りつつ、機動的に有利な投資を実現していくことの積み重ねが、投資家にとって中長期的な運用力、競争力の差に繋がっていくのではないだろうか。



Writer's Profile



有村 康哉 Kousai Arimura
 金融ITイノベーション研究部
 上級研究員
 専門はリスク管理、金融マーケット調査
 focus@nri.co.jp