

帰が鮮明となった¹²⁾。その後、危機がより深刻化するにつれて、影響はRMBSをはじめとする、より伝統的なABS市場の中心的なセグメントにも及び、2007年第3四半期以降RMBSの発行は急減する一方、RMBSのイールドは急騰した¹³⁾。ABSの発行そのものは2008年、残高は2009年にピークアウトしたものの、最終投資家や他の銀行など第三者への転売を目的としたNon-retained ABSは、2008年以降壊滅に近い状況に追いやられ、2008年にNon-retained ABSの劇的な減少を上回って増加したのは、そのほとんどが組成銀行によって保有され、その多くが中央銀行との間のレポ取引の担保に用いられたRetained ABSであった¹⁴⁾。しかし、Retained ABSの発行も、2009年以降減少に向かった(図1参照)。ヨーロッパのABSの残高は、2009年のピーク時の2兆ユーロから2013年末までに3分の1も減少した¹⁵⁾。国別では、危機発生以前ABSの発行の多かったイギリス、スペイン、オランダ、イタリアで特に大きな減少を見た。ヨーロッパの銀行は、アメリカでも証券化商品で大きな損失を負ったが、ヨーロッパでの損失はそれを上回るようになった。

証券化の破綻は、米欧共通の現象であった。しかし、アメリカの場合、破綻直後はともかく、その後の影響は比較的軽微であった。アメリカの証券化市場の残高は、2013年末で10兆ドルとピーク時から1兆ドル減少したに過ぎない。というのも、アメリカの場合、破綻した民間の証券化市場に代わり、政府機関による証券化市場がそれを補う形で拡大したからである¹⁶⁾(図3参照)。他方、ヨーロッパないしはユーロ圏の場合、その影響は劇的であった。このように、両者の間で明暗が分かれた背景には、いうまでもなく、証券化の破綻に関するヨーロッパないしユーロ圏固有の要因がある。

スペインを典型として、著しい証券化の隆盛と破綻を経験した国々は、ユーロの導入によってもたらされた低金利によって、国によってはアメリカを上回る著しい信用・不動産ブームを経験した。これらの国々の銀行は、ユニバーサルバンキング・システムをとっていたとはいえ、業務の中心は商業銀行業務にあった。しかし不動産ブームを背景にアメリカで生み出された投資銀行業務の一種である証券化ビジネスを積極的に採り入れた。ところが、ユーロ圏の国々の場合、既に述べたように、証券化によっても原資産の信用リスクが完全にオフバランス化されず、組成銀行がリスクを保有したままとなり、そのリスクを管理するために用いられた合成証券や信用デリバティブも、結果的にリスクを増幅することになった。変動金利の住宅ローンが多かったことや、債務者に厳しい破産や担保権実行手続も災いした。

さらに、小口住宅ローン債権を束ねて大口のそれに組成し売り捌く証券化は、規模の経済を必

12) ECB (2009a), p. 53.

13) *Ibid.*, p. 53.

14) European Central Bank and Bank of England (2014a), pp. 2-3.

15) *Ibid.*, p. 2.

16) European Central Bank and Bank of England (2014b), p. 10.

要とすることから、本来大手銀行にしか扱えないビジネスとされていた。しかし、ユーロ圏で証券化が最も活発に行われ、1国でユーロ圏の金融機関による証券化のほぼ半分を占めたスペインの場合、多数の証券化商品販売子会社が設立され、より小さな銀行にもABS市場へのアクセスを手頃なものにした¹⁷⁾。その結果、証券化ビジネスが大手銀行を越えて広がり、破綻による影響もより広範囲に及ぶことになった。

最後に、ユーロの導入後も不完全に留まったとされるユーロ圏の金融統合も、金融危機同様、証券化破綻の一因となった¹⁸⁾。ユーロ圏の銀行をはじめヨーロッパの銀行は、ユーロの導入によって誕生したホールセルの金融市場で、借入と並び債券発行を通じて巨額の資金を手に入れることが可能となった。スペインの場合、スペインの銀行が発行した証券化債券の66%を国外の投資家が保有することになった¹⁹⁾。それは、ユーロの導入によって実現した金融統合の成果でもあったが、スペインの銀行はホールセル市場から調達した資金のほとんどを国内の不動産融資に振り向けた。不動産融資は基本的にドメスティックなリテール業務であり、ユーロ圏においても十分に統合されていなかった。要するに、ユーロ導入後、ホールセル市場が統合されることによって、ユーロ圏の銀行の資金調達は、クロスボーダーで行われるようになる一方、不動産融資をはじめとするリテール業務は、依然ローカルなままに留まっていた。そこに金融危機と不動産ブームの破綻が生じた。リスク管理やリスク分散が不十分であったこともあり、スペインの銀行をはじめとするユーロ圏の多くの銀行が、その影響を真面に受けて巨額の損失を計上する一方、投資家はリスクをおそれて証券化市場から一斉に資金を引き上げたことから、流動性が枯渇することになった。アメリカのように、政府信用をバックに証券化市場の崩壊を食い止めてくれるエージェンシーは存在せず、従ってAgency MBSもなかった。かくして、ヨーロッパならびにユーロ圏における証券化は破綻を余儀なくされた。

（2）金融上の分断と中小企業金融の苦境

証券化破綻の後も、ユーロ圏の危機は、ソブリン危機や銀行危機を誘発し、悪化の一途を辿った。しかし、ソブリン市場への介入や銀行に対する巨額の流動性の供給など、ECBによる果敢な行動が功を奏する形で、2013年以降危機は鎮静化へと向かった。にもかかわらず、2013年以降、危機の鎮静化とは対照的に鮮明となったユーロ圏における金融上の分断は、ECBによる金融政策の運営と、ユーロ圏の特に南欧諸国における産業金融に深刻な影響を及ぼしている。

ECBは、危機が悪化し、2011年末に未曾有の流動性危機によってユーロ圏の金融システムが崩壊の瀬戸際に立たされた時には、二度にわたり3年物の低コストのリファイナンスオペである

17) European Central Bank (2009a), p. 52.

18) Draghi, M. (2014), p. 2.

19) European Central Bank (2009a), p. 44.

LTROs (Long Term Refinance Operations) を実施した²⁰⁾。また、2013年7月末にスペイン、イタリアでソブリン危機が悪化した際には、ドラギ総裁は「ユーロを救うためなら何でもする」と公言し²¹⁾、併せて、8月末には構造改革を実施する条件付きで、ソブリン危機に見舞われている国々の国債を買い入れる OMT (Outright Monetary Transaction) 実施の用意があることを表明した²²⁾。「ドラギ・マジック」と呼ばれるこうした措置は、危機の鎮静化に劇的な効果を発揮した。しかし、ECBによりユーロ圏の銀行に供給された流動性は、ECBへの預け入れを含む預金として滞留ないしは国債等の購入に向かい、それ自体は流動性危機やソブリン危機の抑制につながったが、危機が沈静化を見た後も、容易に民間部門への貸出にはつながらなかった。特に南欧では、リテール金利が高止まりし、財務基盤が弱く資本市場が未発達で銀行借入以外に資金調達源を持たない中小企業にとって大きな打撃となっている²³⁾。これら中小企業は、南欧経済の中核で雇用の最大の受け皿となっており、金融面での制約は南欧が容易に停滞を抜け出せない一因となっている。

勿論、南欧の銀行も意図的に中小企業向け貸出を抑制しているわけではない。不動産バブルの崩壊と長引く景気の低迷により、政府の支援や銀行自身のリストラ努力にもかかわらず、不良債権の増加に歯止めがかからず、銀行の貸出余力を損なっている²⁴⁾。2014年11月からの銀行同盟の第1段階であるSSM (Single Supervisory Mechanism) の発足を控え、ECBによる包括的な資産査定が本格化していたことも、銀行の貸出に対する慎重なスタンスを招いた。なるほど、ECBの金融政策は、ユーロ危機を救ったといえるが、金融上の分断が生じることにより、ECBによる金融緩和は、南欧諸国には十分には伝わらず、トランスミッションの機能不全が生じている。

(3) ユーロ圏におけるデフレ懸念の深刻化と ECB に対する量的緩和実施圧力の増大

上記の金融上の分断に加えて、ユーロ圏では、2014年春以降ユーロ圏全般でデフレ懸念が強まっている。2013年以降のユーロ高や、ウクライナ情勢の緊迫化やそれに伴うロシアとの関係悪化など地政学上のリスクの高まり等の要因も加わって、ユーロ圏のインフレ率は趨勢的な低下が続き、2014年8月にはユーロ導入以来最低の0.3%に低下した。ユーロ圏の政府や民間企業、家計が未だ多くの債務を抱えるなかでのインフレ率の著しい低下は、債務デフレを生む可能性もあり、「ユーロ圏の日本化」も囁かれるようになってきている。言い換えれば、金融システムの崩壊やソブリンのデフォルト、ユーロの崩壊につながりかねない急性の危機は、取り敢えず去ったものの、慢性的

20) http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html (2014年8月25日アクセス)

21) Draghi, M. (2012), p. 2.

22) http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_12420100520en00080009.pdf?e0e193dbae13419ec1d5208de7cc65b9 (2014年8月29日アクセス)

23) International Monetary Fund (2014), p. 48.

24) *Ibid.*, p. 45.

な疾患へと転じつつある。

そして、財政政策の発動には縛りが掛けられ景気対策には使えないなかで、ECBの金融政策には著しい緩和への圧力が掛けられている。しかし、政策金利は既に0.05%にまで引き下げられ、伝統的な金融政策手段は使いつくされつつある。そのため、ECBには、アメリカやイギリスで成功を収め、日本でも日本銀行により精力的に追求されている量的緩和を推し進めるよう、内外から強い圧力が掛けられ、金融市場には次なるドラギ・マジックを期待する声が高まっている²⁵⁾。

しかし、ドラギ総裁は、「ユーロを救うためなら何でもする」とはいったものの、ユーロ圏の場合、FRBをはじめ他の中央銀行によるそれとは異なり、中央銀行による国債の大規模な購入は財政ファイナンスに当たるとして、EU条約第123条で禁じられている。確かに、2010年5月以降、ソブリン危機救済のために、SMP (Securities Market Programme) が導入され、ECBによってスペインやイタリア、アイルランドなどソブリン危機に見舞われていた国々の国債の購入が行われたが、それらは加熱する投機を抑え、市場の正常化や金融政策のトランスミッションの正常な機能を回復させるための、あくまで特別で一時的な手段とされた²⁶⁾。OMTも、ドラギ総裁によって最も成功した金融政策手段と評価されているものの²⁷⁾、ECBの内外に行使に反対する意見や慎重な意見があつて²⁸⁾、実際にはまだ一度も使われていない。加えて、ユーロ圏の場合、国債といっても規模・満期を含めて多様で、どの国の国債をどの程度購入すればよいのか、技術的な問題もある。また、国債を大規模に購入するといっても、既に国債利回りは相当低い。このように、ECBによる国債の購入を通じた量的緩和の実行には、政治的ないし法律上のそれも含めて様々な制約が課せられており、実行は容易ではないと見られている²⁹⁾。

さらに、量的緩和を目的としたECBによる資産購入の対象となる証券としては、銀行債や社債もある。しかし、カバード債を含む銀行債に関しては、ECBがユーロ圏の銀行の包括的な資産査定を行っており、SSMの下で監督・規制責任を負うことになっていることから、ECBによる購入は利益相反につながるおそれがあるだけでなく³⁰⁾、さらなるECBによる銀行救済と世論の反発を

25) <http://www.bloombergview.com/articles/2014-06-05/ecb-s-big-bang-is-impressive-but-more-is-needed> (2014年6月6日アクセス)

26) http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/l_12420100520en00080009.pdf?e0e193dbae13419ecl5208de7cc65b9 (2014年8月26日アクセス)

27) Draghi, M. (2013), p. 1.

28) ECBのバイトマン独連銀総裁は、OMTはECBの使命を逸脱し、ECBやEU各国中央銀行が政府から国債を直接取得することを禁じたリスボン条約を侵害するおそれがあると実行に反対を表明し、ドイツ憲法裁判所も、OMTが事実上の財政ファイナンスを通じて裏口から財政同盟を持ち込もうとしている、と懸念を表明した (Ashoka, M. (2014)). ドイツ憲法裁判所は、OMTに関する判断をヨーロッパ司法裁判所に委ねたが、現時点ではヨーロッパ司法裁判所の判断は示されていない。

29) Claey's, G. (2014), pp. 19-20.

30) *Ibid.*, p. 20.

買うおそれもある（ECBは2014年10月20日よりカバート債の購入を開始した）。他方、社債に関して、フランス企業がユーロ圏全体の社債発行額の44%を占め³¹⁾、偏りが著しく、必ずしも適切な候補とはいええない。その結果、証券化商品であるABSがECBによる資産購入の候補として浮上することになった。

（4）証券化市場再生計画の浮上

ABSがECBの購入対象として浮上することになったのは、単に量的緩和の推進だけが目的ではなく、金融危機で大きく傷ついた証券化市場を再生しようとするEU当局の強い意向が存在した。EU当局の間では、ABSがECBによる資産購入対象に浮上する以前から、証券化市場の再生に向けた検討や準備が進められていた。すなわち、銀行の保有する中小企業向けローン債権を証券化し、84兆ユーロの資産を保有する保険会社や37兆ユーロの資産を保有する年金基金に購入させることで、銀行の負担を軽減し、ポートフォリオのリバランスを促すことで、中小企業向け融資の促進など産業金融の増大を目指した。また、現状では制約のある、保険会社や年金基金による証券化商品の購入をより容易にするために、規制緩和も同時に推し進める等の計画が練られたといわれる³²⁾。計画の策定には、フランス中央銀行総裁やIMF専務理事を歴任し、今回の金融危機の発生を受けてEUの銀行監督・規制改革推進にも深く関わった、ヨーロッパ金融界の大立者ド・ラロジュールが中心的な役割を果たした。ECBやヨーロッパ委員会、ヨーロッパ議会などのEU当局や各国財務相だけでなく、BNPパリバをはじめとするユーロ圏の銀行・金融業界、さらにはゴールドマン・サックスやJPモルガンといったアメリカの有力投資銀行も加わっていたとされる³³⁾。

2014年4月に、ECBとイングランド銀行は共同で傷ついたEUの証券化市場の再生を目指す覚書を公表した。それによれば、証券化は本来適切に規制・管理され、うまく機能さえすれば、リスクの分散や資金調達源の多様化、より効率的な資金配分が可能となり、金融システムの安定化だけでなく、実物経済の成長にも資する。証券化市場の再生といっても、金融危機を引き起こした複雑で不透明な証券化ではなく、単純で透明な高品質の証券化を目指すべく検討を進めるとしていた³⁴⁾。5月末にはECBとイングランド銀行は共同でより詳しい報告書³⁵⁾を公表した。

要するに、ECBによるABSの購入は、量的緩和の推進だけでなく、証券化市場の再生を推し

31) Claeyns, G. (2014), p. 17.

32) <http://www.reuters.com/article/2014/04/21/us-eu-lobbying-banks-idUSBREA3K04G20140421> (2014年4月22日アクセス)

33) *Ibid.*

34) European Central Bank and Bank of England (2014a), p. 1.

35) European Central Bank and Bank of England (2014b), p. 1.

進め、銀行の負担軽減や中小企業向けをはじめとする産業金融にも資することを目的とした手段でもあった。2014年6月5日のECBの理事会では、追加的な金融緩和措置の実行と併せ、報告書の提言を受ける形でABS購入計画の具体的な検討を進めることを決定した³⁶⁾。

3. 証券化再生計画の課題

(1) 証券化再生の狙い

EUによる証券化の再生は何を目指すのか。改めて整理しておく、第1に、ECBによる量的緩和を通じたデフレ克服策の支援である。ユーロ圏では、過剰債務やロシアとの対立・緊張による地政学リスクの高まりもあり、デフレ懸念が深刻化し、インフレ率が先行きマイナスに転じるおそれもある。ユーロ高も（最近になって是正されつつあるとはいえ）重荷になっている。にもかかわらず、政策金利は既に0.05%まで引き下げられ、伝統的な金融政策手段が使い尽くされつつある。2013年7月から導入されたフォワード・ガイダンス（forward guidance）も成果を上げているとは言い難い。そのため、ECBには、FRBや日銀など他の先進国中央銀行が大々的に行っている量的緩和を実行に移すよう、内外から強い圧力が掛けられている。もっとも、ユーロ圏の資本市場で6兆3700億ユーロ（2013年末）と最大の残高を誇る国債や、3兆8000億ユーロとそれに続く規模を有する銀行債は、政治・法律上の制約もあって、量的緩和のための購入対象とはしにくい。そのため、ABS市場が候補に挙がることになった。

第2に、金融上の分断の修復を通じた金融統合の推進である。今回の危機によってユーロ圏の金融市場が分断され、金融政策のスムーズなトランスミッションが困難となり、単一通貨圏でありながら、金融政策の効果がユーロ圏全体に均質に及ばない状況が発生している。そのことは非対称的なショック発生の一因となって、ユーロ圏の分断にも作用している。ユーロ圏における金融上の分断の理由の一因は、当局によれば不完全な金融統合すなわちリテール市場の未統合にあり、危機によってユーロ圏の証券化が破綻した理由の1つも、各国の規制やルール、取引慣行の相違によりRMBSをはじめ証券化市場が分断され、リスクの移転や分散が困難であったことにある。従って、規制緩和やルール・取引慣行の標準化の促進を通じて、ユーロ圏ないしEU規模で統合された証券化市場ができれば、リスクの移転や分散もうまくいくようになり、最適な資源配分が可能になる。同時に、それによって金融上の分断も修復され、ECBの金融政策もスムーズに伝わるようになることで、非対称的なショックが起きる可能性も低下する³⁷⁾。

第3に、銀行のリスク移転と負担の軽減である。ユーロ圏の場合、銀行がABSの担保となる貸

36) <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/iss140605.en.html>（2014年6月10アクセス）

37) ECB (2009b), pp. 10-11.

付を行い組成者となっていることもあって、その多くを保有している。長引く不況の下で質の悪化しているものもあり、いわば塩漬けとなっている。それゆえ、ABS市場が活性化すれば、保有債権の流動化も容易となり、銀行のリスク移転や負担の軽減になると同時に、それは金融システムの安定化にもつながる³⁸⁾。

第4に、それとも関連するが、中小企業の資金アクセスの改善である。ユーロ圏の中小企業、特に南欧の中小企業は、銀行借入以外にほとんど外部資金調達手段を持たない。ところが、銀行は今回の危機によって大きな打撃を受け、ECBによる潤沢な流動性の供給にもかかわらず、リスクを恐れ、また規制強化や資産査定の影響もあって、中小企業に貸出を行おうとしない。銀行借入に代わる資金調達手段創出の必要性はかねてからいわれてきたが、債務証券や株式の発行（店頭市場におけるそれ）の機会は依然として限られている³⁹⁾。それゆえ、ユーロ圏の銀行中心の金融システムを所与として、SMEやABSといった、銀行の保有する中小企業向け貸付債権やリース債権の証券化の促進を通じて、中小企業の資金アクセスの改善を図る。すなわち、銀行が、中小企業向け貸付債権やリース債権を裏付けとした証券を組成・発行し、それを保険や年金など機関投資家に売却して、浮いた資金を中小企業向け貸出に回す。また、SMEやABSをECBが資産購入の対象にする。換言すれば、ECBが中小企業向けファイナンスの資金を間接的に供給することで、さらに市場の発展が促される⁴⁰⁾。

はたして、ECBをはじめとするEU当局の狙いや思惑通り、証券化市場の再生は進むであろうか。

(2) EU証券化市場の現状

EUの証券化市場は、ピーク時には総残高が2兆ユーロあったが⁴¹⁾、2013年末には、約1兆4000億ユーロにまで減少し、市場の縮小は2014年に入っても続いている⁴²⁾。2013年の発行は1740億ユーロと、危機以前の年平均の40%にも満たない。しかも、銀行によって発行されるものの、中央銀行とのレポ取引の担保のためにそのまま銀行のバランスシート上に保有される分を除くと、実際の発行額はさらに減少する⁴³⁾。特に、ABSの中心であったRMBSの減少は劇的で、アメリカの状況と著しい対照をなす（図1及び図3参照）。

表1は、2014年第1四半期におけるABS市場のタイプ別・国別の残高の内訳である⁴³⁾。ABSの中では、RMBSが約6000億ユーロと全体の6割近くを占め、これに、自動車ローンや消費者ロー

38) European Central Bank and Bank of England (2014b), p. 3.

39) European Central Bank (2014), p. 79.

40) European Central Bank and Bank of England (2014b), p. 3.

41) SIFMA (2014).

42) European Central Bank and Bank of England (2014b), p. 10.

43) 表中の項目にABSとあるのは、資産担保証券全般ではなく、自動車ローンやリース債権を裏付けとして発行される狭義のABS (generic ABS) を指す。