

表1 EUの証券化商品の残高（2014年第1四半期，単位：10億ユーロ）

	ABS	CDO	CMBS	RMBS	SME	WBS	総計
オーストリア	0.3		0.2	1.8			2.3
ベルギー	0.0		0.2	62.4	17.7		80.3
フィンランド	0.5		0.0	0.0		0.5	1.0
フランス	19.5		2.0	14.8	1.7	0.5	33.5
ドイツ	36.3	1.8	9.5	15.3	3.0	0.1	65.4
ギリシャ	13.4	1.8		4.4	6.7		26.3
アイルランド	0.3	0.1		36.9			37.3
イタリア	47.7	1.7	10.1	81.5	27.7	0.5	169.2
オランダ	2.6	0.7	2.5	248.4	7.6		261.7
ポルトガル	3.3			25.8	7.6		36.7
スペイン	24.1	0.5	0.3	115.3	29.0	0.0	169.2
汎ヨーロッパ ¹	1.8	33.4	11.7	0.2	1.0	0.2	48.3
多国籍 ²	0.5	73.1			0.4	0.9	74.9
部門別総計	150.6	113.0	36.5	601.1	102.3	2.6	1006.1

注) 1. 1国からの担保が90%を超えない，複数のヨーロッパ諸国の資産からなる担保物件。

2. 様々な国々で組成された資産が含まれるすべての取引。

出所) SIFMA (2014)。

ン、リース債権を裏付けとして発行される狭義のABS（generic ABS）と、中小企業向け貸出債権を裏付けとするSMEが続く。直近の傾向としては、金融危機の際に大きな打撃を受けたCMBSやCDOの回復が目覚ましく、新規発行の90%を占めるものの⁴⁴⁾、これらの商品のボリュームは、特にユーロ圏においては小さい。他方で、RMBSやABS、SMEは重要が低迷し、減少が続いている。特に、SMEは、新規発行のほとんどが銀行のバランスシート上に保有され、市場で売り出されているのはわずか10%に過ぎない⁴⁵⁾。

また、ABSは国別に偏在している。狭義のABSは、イタリア、ドイツ、スペイン、フランスといったユーロ圏の主要国が占め、その限りでバランスが取れているといえなくもないが、イタリア1国で3分の1を占める。SMEも、スペイン、イタリア、ベルギーの3カ国で7割強を占め、RMBSに至っては、オランダとスペインの2国で6割以上を占める。

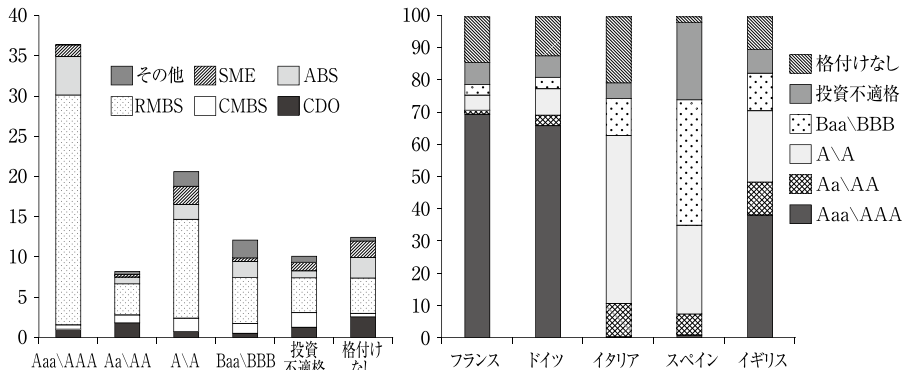
加えて、国別さらにはタイプ別で格付けも異なる（図4参照）。ABSのうち、RMBSは資産の質が良好であることから一般に格付けが高い。他方、ABSやSMEの格付けは低く、特にSMEは最低の格付けレベルとなっている。その理由は、裏付け資産となる、銀行の中小企業向け融資が雑多で企業により著しく異なることや、危機による企業のバランスシートの悪化に加え、これらの

44) Altomonte, C. and Bussoli, P. (2014), p. 5.

45) *Ibid.*, p. 5.

図4 EUにおける裏付け資産タイプおよび国別格付け

(2013年度, 単位%)



出所) Altomote, C. and Bussoli, P. (2014), p. 6.

中小企業の場合、財務状況の開示があまり定期的になされず、正確でないことがあるといわれている⁴⁶⁾。他方、国別では、フランスやドイツの格付けが高い一方、イタリアそしてスペインのそれはさらに低く、ABSに関する格付けは、ソプリンのそれを反映しているといわれている⁴⁷⁾。

要するに、EUの証券化市場の現状には、依然として証券化破綻の影響や、金融上の分断から生じた南欧（スペイン、イタリア）の苦境が色濃く反映されているといえる。後者に関しては、スペイン、イタリアに集中している低格付けのSMEがまさにその典型といえる。

(3) 証券化再生の問題点

以上のようなEU特にユーロ圏における証券化の現状とEU当局による証券市場再生化の狙いを照らし合わせてみると、数多くの問題や課題が浮かび上がる。

ECBによる量的緩和の遂行や金融上の分断の修復を通じた金融統合の推進、中小企業の資金アクセスの改善といった目的に照らして、証券化市場の現状を評価すると、多くの論者が指摘するように、EUの証券化市場の規模は小さいうえに、国によってかなり偏在している。中小企業の資金アクセスの改善という観点に立てば、資産購入および再生支援の対象として最も望ましいのはSMEであろう。しかし、SMEの残高はEU全体で1000億ユーロと小さいだけでなく、既に述べたように、スペインやイタリアを中心に偏在している。そのように偏在している証券化商品をECBが購入することは競争を歪めるおそれがある。それ以前に、発行された証券のほとんどは、証券を組成した銀行のバランスシート上に残ったままで、その多くが既にECBとのレポ取引の担

46) *Ibid.*, p. 6.47) *Ibid.*, p. 6.

保に充てられている。従って、ECBによって購入されたところで、量的緩和の手段としてはほとんど役に立たないだけでなく、EU当局の望むようなSME市場の発展につながるかどうかは不確かである。住宅ローンや自動車ローン等と違って、中小企業向けローンを裏付けとした証券化はほとんど前例のない試みであり、証券化についてECBと共同研究を行っているイングランド銀行のタッカー元総裁をはじめとする学識経験者の間にさえ、ECBは不測の結果を招くおそれのある過去に前例のない金融システムへの介入というリスクを冒そうとしている、との厳しい批判がある⁴⁸⁾。そもそも証券化には多くの処理コストがかかり、規模の経済が働く。だからこそ、アメリカでは大手投資銀行や商業銀行によって扱われた。そえゆえ、RMBSはともかく、中小企業の小口債権を多少集めて証券化したところで、銀行にとってコスト的に見合い、投資家にとっても魅力的な商品を提供できるかどうかは不明である。その点では、自動車ローンや消費者ローン等を裏付けとするABSの方が、SMEよりもましかもしれないが、やはり需要は低迷している。

RMBSの場合、証券化商品の中では最大の規模を誇り、格付けも高い。仮にピーク時まで規模が拡大すれば、ECBの購入による量的緩和の効果も期待できる。しかし、RMBSもオランダ、スペインに著しく偏っている。オランダは、金融危機を経験したにもかかわらず、不動産価格の調整はあまり進んでおらず、ECBによる購入は、既にその兆しのある不動産バブルを煽る懸念もある。また、RMBSに対しては、ユーロ圏ではカバード債という強力なライバルが存在しており、ドイツの場合、不動産金融はカバード債が主流で、RMBSのウエイトは低い。スペインの場合、危機以前には両者が競合していたが、危機を経験した今日、カバード債を押しつけてRMBSが優位に立てるかどうかが。また、RMBSの売却で得た資金を銀行が中小企業向け貸付に向けるかどうかは不明であり、ユーロ圏経済の長期の低迷や収益の上がる実物投資機会の少なさを考えると、むしろ値上がり傾向にある不動産に再度資金が回る可能性もある。

加えて、証券化市場が今後EUないしユーロ圏で再生・発展するためには、銀行の保有する債権の第三者への譲渡が可能にならないといけない。しかし、既に述べたように、ユーロ圏では一般に銀行がバランスシート上から債権を切り離し、リスクと共に第三者に譲渡することは認められていない。かつ、ユーロ圏では、銀行と顧客の間の親密な関係により、relationship lending（縁故貸出）が一般的で、顧客債権の第三者への転売は決して容易ではない。住宅ローン破綻の際の破産・担保実行手続も、アメリカのそれとは異なる。仮に銀行のバランスシートからのローン債権の完全な切り離しによるリスク移転が容易になれば、ヨーロッパでもモラルハザードにより今回以上の危機が起きる可能性もある。

さらに、証券化進展のためには、他の規制のクリアも必要となる。バーゼル3の規定により、

48) <http://www.bloomberg.com/news/2014-05-26/draghi-s-drive-for-asset-backed-action-rouses-academic-skeptics.html> (2014年6月1日アクセス)

現行ではリスクが高いとされる証券化商品を、保険会社や年金など機関投資家が購入するには障害がある。それゆえ、ECBやヨーロッパ委員会をはじめとするEU当局やヨーロッパの金融業界は、ABSをはじめとするヨーロッパの仕組み金融商品は、危機を通じて良好なパフォーマンスを取めたとして、生命保険や年金基金に証券化商品の購入をより容易にするための規制緩和を要求している⁴⁹⁾。同様に、銀行のリスクウェイト資産の計算や、流動性カバレッジ比率 (liquidity coverage ratio) の算定の際にも、「高品質」の証券化商品のリスク評価を緩和するよう働きかけを行っている⁵⁰⁾。

このように、金融機関の監督・規制を担い、本来金融システムの安定化に努めなければならない公的機関自らが、金融業界と共にリスクのある証券化の復活を図り、推進しようとしている。しかし、EUにおけるこうした「官製」の証券化は、業界との癒着や利益相反のおそれだけでなく、それ以外にも重大な欠陥を孕んでいる。CDOを例外として、RMBSをはじめとするEUの証券化市場は、既に述べたように、ドメスティックでローカルな特性を持ち、未だ十分に統合されてはいない。しかもアメリカのように証券化市場に頼りとなる政府機関も存在していない。証券化市場の発達によりリスクの移転・分散が容易であったとされるアメリカの場合——実際にはそうではなかったが——、不動産関連の証券化商品の大部分を、フレディ・マックやファニー・メイといった政府がスポンサーとなっている住宅金融専門機関が保有していた。何のことはない、アメリカでは政府が最終的なリスクの引き受け手であった。アメリカの住宅ならびに証券化市場の回復傾向も、こうした政府のバックアップなしには考えられない。しかし、EUにおける証券化再生の試みには、そのような観点が欠落しているように思われる。

要するに、今回の金融危機の原因や証券化の破綻によって生じた問題点の多くが、未だ十分に検討・解決されていない。にもかかわらず、ECBをはじめとするEUの当局は、デフレ懸念が深刻化し、さらなる金融緩和に向けた金融市場の圧力や、危機で痛手を負ったヨーロッパの金融業界の反抗・巻き返しも強まる中で、十分な準備や検討、確かな保証もないままに、大きなリスクを伴う冒険に乗り出そうとしている。仮に、「良質な証券化」に失敗し、新たな危機を招く事態になれば、ECBへの信頼も大きく損なわれることになるだろう。

49) ECBとイングランド銀行の証券化再生に関する覚書によれば、仕組み商品の2007年7月から2013年第3四半期までの累積デフォルト率は1.5%で、標準的ABSやRMBSらのデフォルト率はこれより低く、他方アメリカのABSのデフォルト率は同期間に18.4%で、ヨーロッパのそれがきわめて安全であったとしている (European Central Bank and Bank of England (2014a), p. 3.)。

50) AFME (Association for Financial Markets in Europe) (2014), 'High quality securitization for Europe: the market at a crossroads, AFME issues a new report on how to revive the securitization market, 9 June, [\(http://www.afme.eu/Press_Releases/2014_06_09%20AFME%20Securitisations%20Report%20\(1\)\)](http://www.afme.eu/Press_Releases/2014_06_09%20AFME%20Securitisations%20Report%20(1)) (2014年8月31日アクセス)。

結 論

証券化市場の再生により、危機によって生じた金融上の分断を解消し、特に南欧の中小企業の資金アクセスを改善すると同時に、証券化市場をデフレ克服のための量的緩和を遂行するための手段として使おうとする、ECBをはじめEU当局の意図ないし証券化市場再生に寄せる期待は理解できる。しかし、証券化市場であるABS市場は、市場規模の狭隘さや多様性を考えると、ECBによる量的緩和のための資産購入を行う市場としては、適切とは言い難い。証券化市場の再生やECBによるSME等の購入は、中小企業の資金アクセスの改善にも容易につながりそうにない。何よりも、証券化再生の試みを進めるにあたって、証券化の破綻によって生じた問題点の多くが、依然十分検討されていないように思われる。ECBは、危機の再発を防止し、ユーロ圏の通貨・金融システムの安定を維持するという重大な責務を負っているにもかかわらず、証券化市場の再生を図ろうとして、ヨーロッパ委員会などと共に、グローバルな金融危機を経て一旦は強化の方向に向かった規制を再び緩め、銀行や投資家によるリスクテイクを煽ろうとしているように見える。しかも「官製」の証券化を主導しながら、アメリカのように、政府機関が証券化市場に積極的に関与し、いざという時にリスクや保証を引き受ける、EU規模での仕組み構築の必要性には十分な考慮を払っていないように見える。ここにも財政統合不在の問題点、国家連合としてのEUないしユーロ圏の限界が窺える。いざという時には、再びドラギ・マジックよろしくECBが証券化市場に介入し買い支えを行うつもりなのであろうか。このようにEUによる証券化市場再生の試みは、量的緩和の推進同様、数々の問題点や障害を抱えており、ゆえに大きな困難とリスクを孕んでいるといわざるを得ない。

参 考 文 献

- Altomonte, C. and Bussoli, P. (2014), 'Asset-Backed Securities: the key to unlocking Europe's credit markets?' *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2014/07, July.
- Ashoka, M. (2014), 'The ECB's Bridged Too Far', *Project Syndicate*, Feb 11, 2014, <http://www.project-syndicate.org/print/ashoka-mody-shows-why-the-ecb-s--outright-monetary-transactions--program-is-fundamentally-flawed> (2014年7月20日アクセス)
- Claeys, G. (2014), *The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank since 2008*, Directorate General for Internal Policies, Policy department A: Economic and scientific policy, European Parliament, June.
- Claeys, G., Darvas, Z., Merler, S. and Wolff, G. B. (2014), 'Addressing weak inflation: the European Central Bank's shopping List', *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2014/05, May.
- Cœuré, B. (2014), 'Asset purchases as an instrument of monetary policy', Speech at the high-level conference on "Monetary Policy in the New Normal" organised by the IMF Washington D.C., 13 April 2014. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140413.en.htm> (2014年4月20日)

アクセス)

- Draghi, M. (2012), 'Verbatim of the remarks', Speech at the Global Investment Conference in London, 26 July. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (2014年8月29日アクセス)
- Draghi, M. (2013), 'Questions and Answers at Press Conference', Frankfurt am Main, 6 June 2013. <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130606.en.html> (2014年8月29日アクセス)
- Draghi, M. (2014), 'Financial Integration and Banking Union', Speech at the conference for the 20th anniversary of the establishment of the European Monetary Institute, Brussels, 17 February. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140212.en.html> (2014年2月20日アクセス)
- European Central Bank (2009a), 'Housing finance in the euro area', *ECB Occasional Paper* No. 101. March.
- European Central Bank (2009b), *Financial Integration in Europe*, April.
- European Central Bank (2009c), *EU Banks' Funding Structures and Policies*, May.
- European Central Bank (2009d), *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*, August.
- European Central Bank (2009e), 'Housing Finance in the EURO AREA', *Monthly Bulletin*, August.
- European Central Bank (2009f), *Financial Stability Review*, December.
- European Central Bank (2014), 'SME access to finance in the Euro area: barriers and potential policy remedies', *Monthly Bulletin*, July.
- European Central Bank and Bank of England (2014a), *The Impaired EU Securitisation Market: Causes, Roadblocks and How to deal with them*, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market.en.pdf (2014年4月15日アクセス)
- European Central Bank and Bank of England (2014b), 'The case for a better functioning securitization market in the European Union', *A Discussion Paper*, May. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securitisation_market.en.pdf (2014年8月28日アクセス)
- International Monetary Fund (2014), *Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets*, April.
- International Monetary Fund (2014), 'Euro Area Policies', *IMF Country Report* No. 14. 198.
- SIFMA (2014), 'European ABS Snapshot :First Quarter 2014', *Research Report*. (2014年8月28日アクセス)

(立命館大学国際関係学部教授)