

米国での住宅ローン債権の証券化拡大とシステミックリスク

—— サブプライム・バブルの事例 ——

大妻女子大学短期大学部
玉 木 伸 介

1. S&L 危機時の住宅ローン証券化商品市場

- ・ S&L 危機時には、GSE 発行の住宅ローン証券化商品の市場は機能し続けた。
 - ① 原資産である住宅ローン（一定レベル以上の質が確保された conforming loan）の属性が投資家によく知れ渡っていた。
 - 投資家にとって、「情報劣位」は余り大きくなかった。
 - ② 証券化商品の投資家のファンディング基盤に揺らぎがなかった。

2. サブプライム・バブル時には、1. ①~②の条件が崩れた。

- (1) 原資産
 - ・ サブプライムローンの属性に関する情報が不十分。
 - 投資家は、「情報劣位」に見合うリスクプレミアムを要求すべきだった。
- (2) ファンディング基盤
 - ・ 証券化商品保有のファンディングは、しばしば、「影の銀行システム」において、短期のレポや当該証券化商品を原資産とする ABCP の発行に依存していた。
 - 原資産価格が下落すると同時に市場が情報劣位に気付くと、ファンディングは一気に困難化（マネー・マーケット・ファンドの資金引揚げ等、『影の銀行システム』における『取付』）。

3. 「川上」と「川下」

- ・ 証券化とは、金融仲介が、以下のように「川上」と「川下」に分れるということ。
 - 川上：預金取扱金融機関によるオリジネーション+売却
 - 川下：証券化商品の組成、販売
- ・ 最終的なリスクテイクが証券化商品の購入者 → 「情報の非対称性」が大きい。
- ・ 川下は、有価証券の売買であるから、容易にグローバルに広がり得る。
- ・ 「川」全体の流動性の源泉は「川下」。しかし、ここにはセーフティ・ネットがないから、危機に弱い。
 - 金融仲介の新たな姿に見合ったセーフティ・ネットや規制・監督が必要。