

## 第2回懸賞論文 優秀賞

「証券化を活用した住宅金融システムの問題点」－米国の事例を参考に－ サマリー  
広瀬 智之 氏

サブプライム住宅ローンの信用悪化に始まった米国住宅ローン市場の混乱は、資本市場全般のボラティリティ増加をもたらした。

米国の住宅金融システムは、高度に証券化を活用していることで知られ、市場メカニズムが浸透している。サブプライム住宅ローンも多くはABSやABS CDOといったストラクチャードクレジット商品の形態で市場に流通していた。

混乱が広まる過程を俯瞰すると、資本市場の信頼感（コンフィデンス）が住宅金融システムの安定性に大きく影響を与えていることが確認できる。この特性を踏まえると、証券化を活用した住宅金融の問題点がいくつか浮かび上がってくる。

第一に情報の不透明性の問題である。オフバランス取引や証券化の過程を通じて、損失の実態がつかめなかったことから、市場参加者は過度に保守的な投資行動を選択し、ストラクチャードクレジット商品の極端な流動性の低下をもたらした。

次に、格付けの問題がある。格付け会社はレピュテーションにより規律づけられており、その過程は市場参加者のコンセンサスの形成と類似している。格付け会社には、金融緩和期においても規律を維持できるビジネスモデルが求められよう。また、格付けは将来を予測する以上、完全を期すことはできない。格付けを利用する側にも、過度に格付けに依存した投資判断から脱却する必要がある。

第三に、ABCP市場の安定性の維持が挙げられる。銀行と異なり、中央銀行はABCP市場に対し直接資金を供給することができない。中央銀行からABCP市場に資金が行き渡るまでには、市場参加者のバランスシートを通過する必要がある。ABCP市場に対する市場参加者の信頼を失ったため、資金供給を実施した後も1ヶ月近くに渡り短期市場の混乱が続いた。

最後に過剰な与信が挙げられる。サブプライム問題が表面化する直前まで、世界的に信用スプレッドが極端に低い状態が継続していた。資本市場での積極的なリスクテイクが、与信規律の低下をもたらしたといえる。

現在のところ国内での住宅ローンの証券化比率は米国と比較して低水準であり、市場構造も異なることから、同様の問題が国内で発生することは無いだろう。しかし、住宅金融支援機構による証券化支援事業を中心に、市場メカニズムを取り入れることで住宅金融の効率化を図っている。住宅金融システムの安定性を維持する上では、年金基金や生命保険会社等の長期性資金の取り込みが必要であり、国内では政策金融が縮小されており、住宅金融の安定性を維持するためには、国内外を問わず民間から長期資金を取り込むことが不可欠となるだろう。