

# アメリカ型と日本型証券化市場の 形成とその特徴\*

掛 下 達 郎

## 要 旨

日米証券化の先行研究においては、初期の嚆矢となる研究ということもあり、マクロ経済における証券化の全体像は必ずしも明らかではない。そこで、本稿では、資金循環統計の時系列データを用いて、証券化市場の形成とその特徴的な型を探ることにしたい。

考察する課題は、日米の①証券化商品の市場構成とその発行者を特定すること、②証券化商品の所有者とその資金源泉を探ること、③証券化商品の担保とその特徴を明らかにすること、の3点である。

①まず、日米ともに、世界金融危機を経て、公的機関の発行する証券化商品が中心となった。

②米国の証券化商品の所有者は、まず機関投資家であり、その資金源泉は貯蓄であった。金融危機前に外国人投資家が参入し、米国の貿易赤字が中国や日本から還流した。危機に際して、資金源泉に公的信用供与が追加された。日本の証券化市場における投資の機関化は、株式・債券市場よりも進行し、その資金源泉は貯蓄である。しかし、米国のような多様な投資家と公的信用供与の厚みは生じていない。

③米国の証券化商品は、住宅モーゲッジ担保証券が中心で、個人保証を回避し、証券化を世界で初めて可能にした。一方、日本では不動産信託受益権を利用した証券化が米国に約30年遅れて普及した。日本では個人保証付きが一般的で、住宅貸付そのものを証券化することは困難だが、信託受益権を設定すると証券化への途が開かれる。

\*本稿の作成にあたり、証券経済学会 第90回全国大会 テーマセッション「米国における経済構造の変化と金融・資本市場の対応」(2019年5月11日於神奈川大学)で佐賀卓雄先生(日本証券経済研究所)、若園智明先生(日本証券経済研究所)、坂本恒夫先生(明治大学)に貴重な助言をいただいた。これらの先生方に記して感謝したい。当然ながら、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。なお、本研究はJSPS 科研費 JP16K03920の助成を受けたものです。

目次

I. はじめに  
II. 株式市場  
III. 債券市場  
IV. アメリカ型証券化市場  
    1. 市場構成  
    2. 証券化商品の保有者

3. 証券化商品の担保  
V. 日本型証券化市場  
    1. 市場構成  
    2. 証券化商品の保有者  
    3. 証券化商品の担保  
VI. おわりに

I. はじめに

本稿では、アメリカと日本における証券化市場の形成とその特徴的な型を探ることを目的とする。アメリカは証券化が世界一進んだ国である。一方、日本は欧米に比べて証券化が遅れている。世界一進んだアメリカの証券化を理解するには、証券化が遅れた日本と比較・検討することが有益と思われる。

周知のように、金融システムの分類として代表的なものに以下のものがある。まず、資本市場中心の金融システムで、アメリカやイギリスが代表的である。次に、銀行中心の金融システムで、日本やドイツが典型的である。星 [2006] によると、日本の金融システムは、銀行中心から資本市場中心に、緩やかではあるが確実に移行しているという。家計の金融資産の配分、企業部門への資金供給、銀行の業務分野、コーポレート・ガバナンスにおいて、この移行が進んでいる<sup>1)</sup>。

金融システムの中でも、本稿では証券化市場に注目して、アメリカと日本における①証券化市場の構成、証券化商品の②保有者と③担保の3つに焦点を絞ることにする。

アメリカ型の証券化に関する先行研究には、まず証券化商品の中核である MBS（モーゲッ

ジ担保証券）を投資家向けに執筆した Fabozzi, *ed.*, [1985] がある。次に MBS に加えて ABS（資産担保証券）の仕組み、会計、法務を扱った Pavel [1989] がある。日本では、まずアメリカ型とユーロ型の証券化の実体を松井 [1986] が概説している。次にアメリカ型とユーロ型に加えて日本型をも楠本 [1987] がそれらの特徴を整理している。

これらの先行研究においては、初期の嚆矢となる研究ということもあり、日米のマクロ経済における証券化の全体像は必ずしも明らかではない。そこで、本稿では、マクロの資金循環統計の時系列データを用いて、資金循環の観点から証券化の全体像を明らかにしたい。

ここで、本稿で考察する課題について具体的に述べる。それは、アメリカと日本における①証券化商品の市場構成とその発行者を特定すること、②証券化商品の保有者とその資金源泉を探ること、③証券化商品の担保とその特徴を明らかにすること、の3点である。これら3点が相互にどのように関連していたのか、そしてそれが日米の証券化市場の特徴にどのように関与していったかを分析する。

本稿の構成は以下の通りである。まず、証券化市場の特徴を明らかにする予備的な調査として、戦後株式市場と債券市場の特徴を概観する。すなわち、II 節で株式市場の動向を、III 節

で債券市場の動向を俯瞰する。続いてⅣ節ではアメリカ型証券化市場、Ⅴ節では日本型証券化市場について実証的に検証する。その際に、①証券化商品の市場構成とその発行者、②証券化商品の保有者とその資金源泉、③証券化商品の担保とその特徴に注目する。最後に本研究のまとめについて述べる。

## Ⅱ. 株式市場

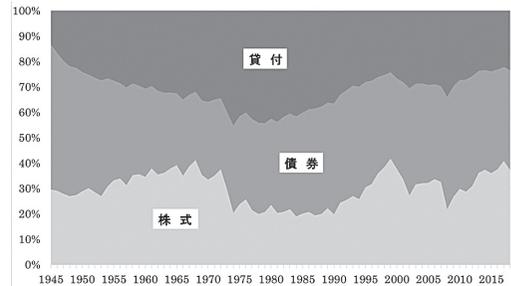
ここでは、戦後アメリカと日本の株式市場の動向を概観する。

それに先立ち、株式市場の位置づけを債券市場や貸付市場と比較しておこう。図表1 Aは、戦後アメリカにおける株式市場、債券市場、貸付市場をそれぞれ発行・オリジネート残高で比較したものである。データ期間が74年と長いので、シェアで表わしている。まず、株式市場は1959年、61-68年、71-72年には、債券市場や貸付市場より大きくなった。近年でもITバブル期の1998-2000年には株式市場は38~42%、17年には41%と、債券市場や貸付市場より優位になった。

アメリカの金融システムを理解するためには、日本と比較することが有益である。図表1 Bは、日本の貸付市場、債券市場、株式市場をそれぞれオリジネート・発行残高で比較したものである。まず第1に、貸出市場が最大なことが日本の特徴である。株式市場は、小さいながらも、1984年の9.5%から2011年の21%に倍増している。

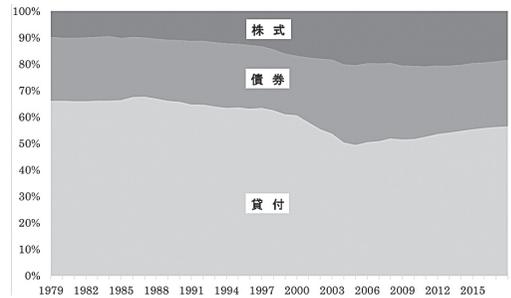
図表1 Aのように、戦後アメリカの株式発行残高は、たびたび債券市場や貸付市場より大きくなった。それでは、株式市場を資金面で支えたのは誰なのだろうか。

図表1 株式市場、債券市場、貸付市場の割合  
A アメリカ 1945-2018年



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.208, 214, 223.

B 日本 1979-2018年



〔出所〕 日本銀行 時系列統計データ 検索サイト。

図表2 Aは、戦後アメリカにおける株式の保有者の推移をみたものである。株式の保有者では、家計が最大であるが、1945年の95%から2009年の37%にほぼ一貫してシェアを減少させている。

なお、銀行は原則として株式保有を禁じられているため、次節でみる債券のように自由に株式を保有できる状態にはない。それは、まず1933年グラス＝スティーガル法第16条によって、自己勘定による株式保有を禁じられたからであった。時代が下った1999年グラム・リーチ・ブライリー法でもこれを引き継いでいる。次に1956年銀行持株会社法銀行持株会社によって、非金融法人企業の株式保有は、議決権の5%に制限されたからである<sup>2)</sup>。

その裏側で、まず1969-85年に、アメリカの

アメリカ型と日本型証券化市場の形成とその特徴

個人年金基金が7.3%から22%に増加し、家計のシェアを奪っている。次に、1992-2009年に、ミューチュアルファンドが9.0%から26%に急伸している。最後に、2000-14年に、外国人投資家が8.6%から16%に伸長している。いずれも投資の機関化と言われるものである。

株式の保有構成について、日米でその傾向に違いがみられる。つまり、日米で資金面における株式市場の支え方が異なっている。図表2Bは、日本における株式の保有者構成である。1970-2018年とアメリカより期間が短く、保有者の区分が日米で異なっている。

まず、日本でも個人・その他は、1980年まで最大の株式保有者であった。しかし、個人・その他の株式シェアが、1970年の38%から2017年

の17%に減少している。傾向は似ているが、アメリカの個人株主比率には遠く及ばない。

次に、日本の事業法人等が、バブル経済期を含んだ1985-2002年に最大の株式保有者であった。しかし、事業法人等の株式シェアは、1990年の30%から2006年の21%に減少している。バブル経済の崩壊によって、株価が大きく下落したからである。日本型経済の特徴の1つ、①バブル期の株式の持ち合いの進展と②崩壊後の持ち合いの解消である<sup>3)</sup>。

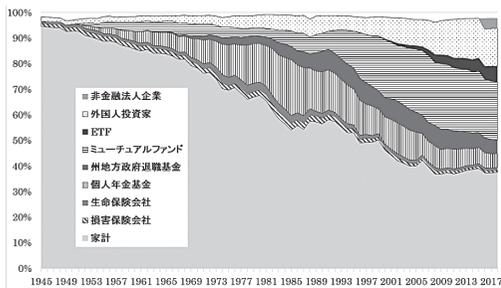
都銀・地銀等の株式保有も、バブル崩壊によって1990年のシェア16%から2018年の3.1%に急落している<sup>4)</sup>。

まず、日本では、銀行がある程度の株式を保有していたことに注意されたい。日本でも、アメリカと同様に、1947年独占禁止法によって、銀行による非金融法人企業の株式保有は、議決権の5%に制限された。いわゆる5%ルールである<sup>5)</sup>。しかし、日本の銀行は、自己勘定による株式保有を禁じられていない。これも日米の株式保有における違いの1つである。

次に、日本では、銀行による株式の持ち合いの進展とその解消がみられた。これには、まず第1にバブル経済の進展とその崩壊が関係している。

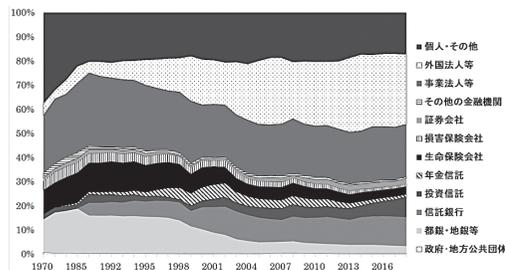
持ち合いの解消の理由としては、第2に1998年金融システム改革法（その中の銀行法改正）により、大口信用供与等規制が強化されたことがある。大口信用供与等規制とは、特定の企業・グループ等に対する貸出や出資などの信用供与を、自己資本の一定割合以内に限るものである。これにより、企業単体ではなく、企業グループを合算ベースで捉えるようになった。さらに、銀行の信用供与等の範囲に出資（株式等）が加えられた<sup>6)</sup>。これも、銀行による株式

図表2 株式の保有者構成  
A アメリカ 1945-2018年



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.223.

B 日本 1970-2018年



〔注〕 1990年までは5年ごとのデータ。1985年まで信託銀行は都銀・地銀等に含まれていた。

〔出所〕 日本取引所グループ『株式分布状況調査』2018年度。

の持ち合いの解消を促す契機となった。

生命保険会社の株式保有も、同様に1992年のシェア12%から2018年の3.2%に急減している。バブル崩壊によって、株価が大きく下落したからである<sup>7)</sup>。都銀・地銀等と生命保険会社の株式保有をみると、アメリカのように、機関投資家のシェアが上昇しているとは言い難い状況である。

株価が大きく下落する中で、株式保有を増やしたのは、どの機関投資家だったのだろうか。それは外国法人等、信託銀行、投資信託である。

まず、外国法人等は1975年のシェア3.6%から2014年の32%に急増した。外国法人等は、ハゲタカファンドと揶揄されることもある。外国法人等が、2003年から個人・その他や事業法人等を超え最大となったことが日本の特徴の1つである。

次に、信託銀行が1990年のシェア5.2%から2017年の12%に倍増している<sup>8)</sup>。この背景には、公的年金の運用に係る制度改革がある。

第1に、2001年4月に、年金資金運用基金が設立された<sup>9)</sup>。同基金の設立まで、年金積立金は全額、財務省の資金運用部に預託されていた。しかし、同基金が設立されると、年金積立金が市場において自主運用されるようになった。自主運用とは、厚生大臣が年金積立金を保険料拠出者全体の利益のために最もふさわしい方法で運用することである<sup>10)</sup>。

第2に、公的年金の資産は、信託財産として管理される。信託財産は受託者名義となるので、主として信託銀行名義になる<sup>11)</sup>。公的年金が市場で運用され信託銀行名義になり、信託銀行の株式保有シェアが上昇したのである。年金資金運用基金が設立された2001年に、信託銀行

のシェアは1.4%、翌02年に1.2%上昇している。

最後に、投資信託は1998年のシェア1.4%から2018年の8.4%に急増した。この背景には、第1に、1998年金融システム改革法（その中の証券取引法改正）により、銀行等の金融機関による投資信託の窓口販売が解禁されたことがある。第2に、一投信会社の取得できる株式議決権の上限が、一企業の株式の10%以下から、50%以下にまで緩和されたことがある<sup>12)</sup>。

このように機関投資家の中では、外国法人等、信託銀行、投資信託のシェアが上昇している。

アメリカの株式保有者では、家計が最大で、さらに次々と機関投資家が勃興している。この株式保有層の厚みがアメリカの特徴である。一方、日本では近年、機関投資家である外国法人等の株式保有が伸びている。しかし、これはバブル崩壊後における株式の持ち合いの解消の受け皿かもしれない。厚みのある株式保有層の出現が待たれる。

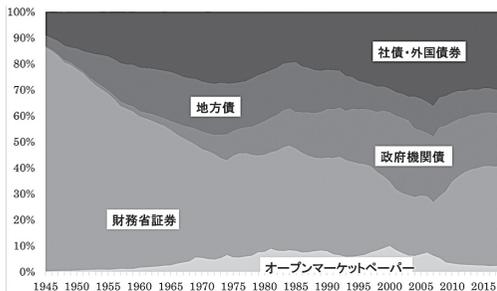
### Ⅲ. 債券市場

ここでは、戦後アメリカと日本の債券市場の動向について俯瞰する。

それに先立ち、債券市場の位置づけを株式市場や貸付市場と比較しておこう。図表1Aのように、アメリカの債券市場は、1945-58年、60年、86-97年、2001-16年、18年には、株式市場や貸付市場より大きくなった。

図表3は、戦後アメリカにおける債券市場の推移をみたものである。財務省証券が、1998年まで最大であるが、1945年の86%から2007年の21%にほぼ一貫してシェアを減少させ、世界金

図表3 アメリカにおける債券市場の構成  
1945-2018年



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.208.

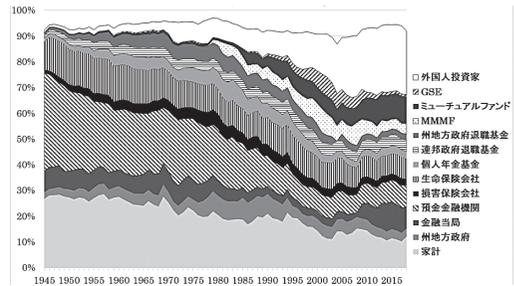
融危機を経た10年以降再び最大となっている。地方債は1973年の20%をピークに増減している。政府機関債は2002年の29%をピークに増減し、2000-08年には財務省証券を上回った。社債・外国債券は1974年の28%と2007年の36%をピークに増減し、1999-2009年には最大となった。

アメリカの債券発行残高は、たびたび株式市場や貸付市場より大きくなった。それでは、債券市場を資金面で支えたのは誰なのだろうか。

図表4Aでアメリカにおける債券の保有者構成をみると、まず1954年まで預金金融機関が最大である。この点は、前節でみた銀行の株式保有が制限されていたことと対照的である<sup>13)</sup>。しかし、預金金融機関は1945年の38%から2008年の7.1%にシェアを急減させている。その後1997年まで家計が最大であるが、48年の28%から2007年の10%に減少させている。

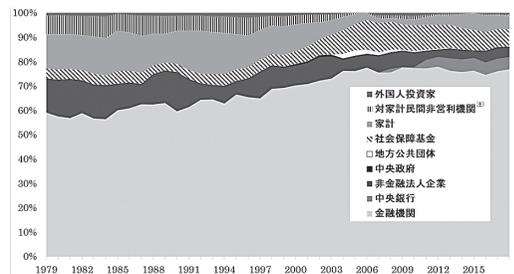
その裏側で、まず1970年から外国人投資家が急伸し2001年には最大となった。外国人投資家は、2004年に26%のピークに達し、預金金融機関と家計のシェアを奪っている。特に、財務省証券において、外国人投資家の割合が2008-15年に40%を超えるほど高くなった<sup>14)</sup>。アメリカ政府の借金を、中国や日本という貿易黒字国か

図表4 債券の保有者構成  
A アメリカ 1945-2018年



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.208.

B 日本 国内発行債券 1979-2018年



〔注〕 対家計民間非営利団体の範囲は、労働組合、政党、宗教団体などの他に、私立学校の全てである。内閣府『SNA 推計手法解説書(2007年改訂版)』, 56頁。  
〔出所〕 日本銀行 時系列統計データ 検索サイト。

らの資金流入で賄ったのである<sup>15)</sup>。

次に1979-2008年に、MMMFが1974年の0.1%から2001年の9.1%に伸長している。最後に、1985年以降、ミューチュアルファンドが2.9%から2017年の10%に急伸している。株式と同様に、投資の機関化が進んでいる。

債券の保有構成について、日米でその傾向に大差はない。つまり、日米で資金面における債券市場の支え方が似ている。図表4Bは、日本の国内発行債券の保有者構成である。家計のシェアが1992年の18%から2008年には1.4%にまで減少し、機関投資家のシェアが上昇している。日本の場合、社会保障基金が1989年のシェア3.3%から2006年には12%超と4倍になったことが特徴である。また、金融機関の内訳が区

分されておらず、1984年のシェア56%から2012年には78%に迫っている。アメリカと異なり、外国人投資家のシェアが0.4~2.0%に過ぎないことも特徴である。日本国債が外国人投資家に買われていないことを反映した数字である。

アメリカの債券の保有構成では、株式と同様に、投資の機関化が進んでいる。ただし、債券については、銀行が自由に保有できる。日本の債券の保有構成でも、投資の機関化が進んでいる。ただし、アメリカや日本の株式と異なり、外国人投資家が極めて少なくなっている。

#### IV. アメリカ型証券化市場

ここでは、本稿の課題である、証券化に焦点を当てる。その際に、本節のアメリカと次節の日本の証券化市場における特徴的な型について実証的に検証する。具体的には、①証券化商品の市場構成とその発行者を特定し、②証券化商品の保有者とその資金源泉を探り、③証券化商品の担保とその特徴を明らかにする。

##### 1. 市場構成

図表5Aは、証券化市場の構成をみたものである。まず第1に、政府保険・保証の付いたMBS（以下公的MBS）が、1996-2004年と07-18年に最大であった。公的MBSとは、大別すると以下の2つになる。第1に、政府機関がMBSを発行し、自らその返済を保証した証券化商品である。第2に、FHA（連邦住宅局）／VA（退役軍人省）保険・保証付きローンを担保に、民間金融機関がMBSを発行し、連邦政府抵当金庫（以下ジニーメイ）がその返済を保証した証券化商品である。

第2に、サブプライムブーム期の2005-06年

に、民間RMBS（住宅モーゲッジ担保証券）が最大となった。民間MBSとは、政府保険・保証が付かないモーゲッジを証券化したものである。民間MBSに、サブプライムローンが含まれることに注意されたい。しかし世界金融危機後、民間RMBSは急速に減少している。

第3に、CDO（債務担保証券）／CLO（ローン担保証券）が、2004年から急伸し、07年から公的MBSに次ぐ発行額になっている。

アメリカでは、2005-06年を除けば、公的MBSの発行が中心であることが確認できた。公的MBSの発行者は、政府機関と民間金融機関である。政府機関は、連邦住宅抵当公庫（以下ファニー・メイ）やFHLB（連邦住宅金融委員会）等の住宅モーゲッジ等の支援機関である<sup>16)</sup>。民間金融機関の場合には、FHA、VA、ジニーメイの保険・保証が付いている。

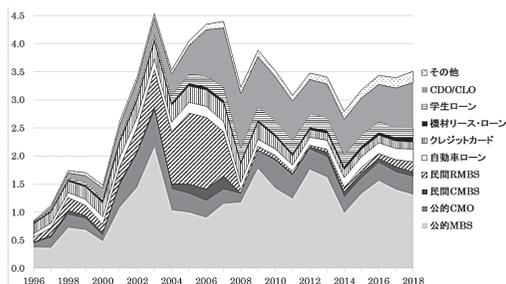
##### 2. 証券化商品の保有者

1970年代から世界金融危機まで、証券化市場は急速に伸長した。ここでは、証券化商品を資金面で支えたのは誰なのかを考察する。資金循環統計では、証券化商品は公的MBSと民間MBS／ABSである。ABSとはCDO／CLO、自動車ローン、クレジットカード・ローン、機材リース・ローン等を証券化したものである（図表5A）。公的MBSと民間MBS／ABSの拡大を支えた資金源泉を把握するために、その保有者を確認する。

まず、公的MBSの保有者であるが、公的MBSを含んだ政府機関債しか入手できなかった。そのため、図表5Bで政府機関債の保有者をみることによって、公的MBSの保有者を可能な範囲で考察する。

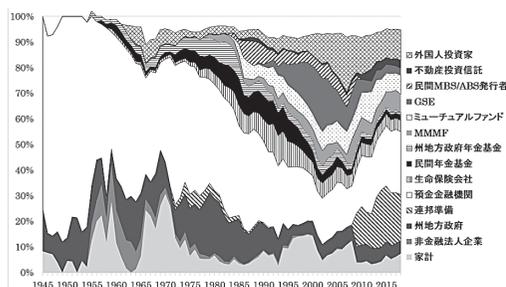
公的MBSは、1970年代から世界金融危機の

図表 5 A アメリカにおける証券化市場の構成  
1996-2018年 (年発行額 単位:兆ドル)



〔出所〕 SIFMA。

図表 5 B アメリカにおける政府機関債の保有者構成  
1945-2018年



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.211.

時期まで伸長するので、この時期に注目する。第1に、預金金融機関が、1949年のシェア88%から2007年の15%に減少したが、1999年まで最大であった。

第2に、州地方政府の保有シェアが1979年の25%を含む数回のピークを記録した。第3に、家計の保有シェアも1999年の15%、2008年の12%を含む数回のピークを迎えた。

それでは、公的MBSが伸長するまさにその時期に、政府機関債の保有を増やしたのは、誰なのだろうか。それは、まず第1に、1970年代からの州地方政府年金基金や民間年金基金といった年金基金である。第2に、1970年代後半からの生命保険会社である。第3に、1980年代後半からのミューチュアルファンドや民間MBS/ABS発行者である。政府保険・保証の

付かない民間MBS/ABS発行者が、公的MBSを含む政府機関債を購入していたことは興味深い。民間MBS/ABS発行者を除けば、彼らは機関投資家である。

第4に、1990年代後半からのGSE（政府支援企業）である。GSEはファニー・メイやFHLB等の住宅モーゲージ等の支援機関である<sup>17)</sup>。GSEは政府機関債の発行者であることに注意されたい。GSEの保有シェアは、1988年に0%から2002年の21%に急増し、00-02年に最大であった。世界金融危機前後に減少を始め、2018年には2.9%に落ち込んでいる。この動きをみると、GSEが購入した政府機関債は、公的MBSの可能性が高い。住宅モーゲージ等の支援機関であるGSEが、公的MBSを直接購入したのである。

第5に、外国人投資家の保有シェアが、1961年の0%から2007年には21%に達している。財務省証券だけでなく、政府機関債をも外国人投資家が購入している。アメリカの貿易赤字が中国や日本から還流したのである。しかし、外国人投資家はその後2015年の11%に半減している。この動きをみると、外国人投資家が購入したのは、GSEと同様に公的MBSの可能性が高い。

最後に、通貨当局である連邦準備は、世界金融危機に際して、おもに公的MBS（とその他政府機関債）を購入した。2008年11月に、公的MBSとその他政府機関債を買い入れることを発表した。2008-09年に、連邦準備は公的MBSの保有をゼロから9,084億ドルに急増させている。さらに、同じく2008-09年にその他政府機関債の保有を197億ドルから8倍以上の1,599億ドルに、1,402億ドル増加させている。連邦準備は危機対応<sup>18)</sup>をおこない、資金源泉に

中央銀行の公的信用供与が追加された。これも図表5Bに表れており、危機時には政府機関債は守られることを示している。

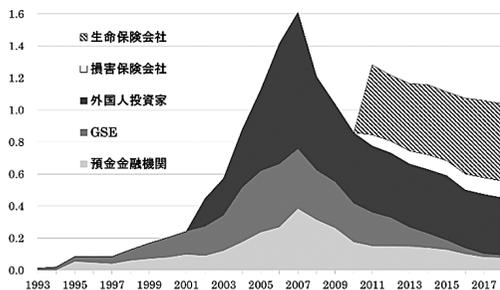
以上のように、公的MBSを購入していったのは、1970年代からの機関投資家、90年代後半からのGSE、世界金融危機前の外国人投資家、危機後の連邦準備である可能性が高い。

次に図表6は、1993-2018年のデータしかないが、社債・外国債券のうち民間MBS/ABSの保有者構成を取り上げている。

この民間MBS/ABSの保有者では、サブプライムブーム期に、まずGSEが1993年の111億ドルから2006年の3,935億ドルに伸長した。政府機関債の発行者であるGSEは、公的MBSだけでなく、民間MBS/ABSをも購入している。次に、預金金融機関が1997年の405億ドルから2007年の3,837億ドルに増加した。続いて、外国人投資家が2002年の1,743億ドルから07年の8,522億ドルに急増した。アメリカの貿易赤字の還流である。

世界金融危機を経て、彼らが民間MBS/ABSの購入を手控えるようになる。とくに、GSEは2018年の138億ドルにまで落ち込んでいる。預金金融機関は2018年の773億ドルに急減し、外国人投資家は同じく18年の3,602億ドル

図表6 アメリカにおける民間MBS/ABSの保有者構成 1993-2018年 (単位:兆ドル)



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.213.

に減少している。GSEと外国人投資家の民間MBS/ABSに対する行動は、公的MBSを含む政府機関債とよく似ている。

GSE、預金金融機関、外国人投資家が民間MBS/ABSの購入を控える一方で、2011年以降のデータしかないが、まず生命保険会社が18年の4,816億ドルまで保有するようになった。同じくデータの制約があるが、次に損害保険会社が同じく2018年の1,059億ドルまで保有している。

ここでも投資の機関化現象がみられる。さらに、証券化商品である民間MBS/ABSに対する一定の機関投資家の厚みが確認される。しかしながら、政府機関債とは異なり、通貨当局である連邦準備が、サブプライム関連商品を含む民間MBS/ABSを購入することはなかった。

以上のように、資金循環統計をみると、1970年代から世界金融危機まで進展した、証券化を資金的に支えたのは誰かが確認できる。証券化商品を購入したのは、①1970年代からの機関投資家、②90年代後半からのGSEと預金金融機関、③世界金融危機前の外国人投資家である。

### 3. 証券化商品の担保

証券化商品は、貸付債権を担保に発行される。ここでは、証券化商品の担保となる貸付市場を考察することによって、アメリカの証券化の特徴を考える。

図表7Aは、戦後貸付市場の推移をみたものである。貸付市場の構成は、株式市場や債券市場に比べると大きな変化はみられない。

アメリカの貸付市場の構成では、まず第1にモーゲッジローンが最大で、1949年からシェアは50%を超え、ほぼ増加傾向にある。世界金融危機を経た2010年に、モーゲッジローンは69%

アメリカ型と日本型証券化市場の形成とその特徴のピークに達している。この中にサブプライムローンが含まれている。モーゲッジローンは、公的 MBS と民間 MBS の担保になっている。証券化商品の担保となるモーゲッジローンが最大で増加傾向にあることが、アメリカの貸付市場の特徴である。先にみた MBS は、サブプライムブーム期の債券市場において、大きなシェアを占めたのである。

第 2 に、預金金融機関貸付のシェアは、2004 年に 9.4% のボトムを記録し、1946 年の 32% からほぼ減少傾向にある。第 3 に、消費者信用のシェアは、ほぼ 11~17% の範囲にある。消費者信用は、証券化商品 ABS の担保になっている。第 4 に、商工業貸付を含むその他貸付は、

6.5~14% に範囲にある。

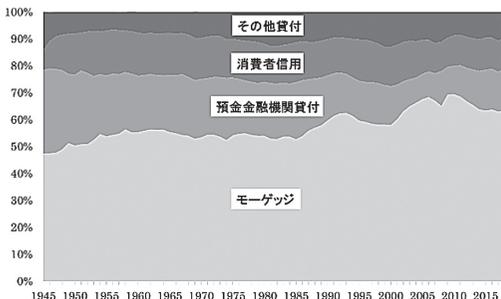
最後に、最大の貸付であるモーゲッジローンに焦点を当てる。図表 7B のモーゲッジローンの構成では、まず第 1 に、1 世帯住宅モーゲッジローンが最大で、シェアは 1945 年の 52% から 2005 年の 78% にほぼ増加傾向にある。この中にサブプライムローンが含まれている。

第 2 に、商業モーゲッジローンが 1953 年の 15% から 87 年の 23% をピークに増加傾向にある。

その裏側で、まず第 1 に、2~4 世帯住宅モーゲッジローンが、1972 年の 14% から 2006 年の 5.3% に減少傾向にある。第 2 に、農業モーゲッジローンが、1945 年の 13% から 2007 年の 0.8% にほぼ減少傾向にある。

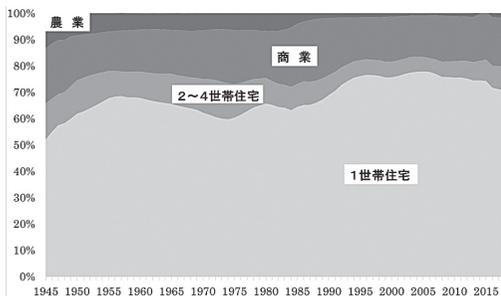
このように、証券化商品の担保となりうる貸付は、1 世帯住宅モーゲッジローンが中心である。アメリカは証券化が世界一進んだ国である。次節では、アメリカの証券化を理解するために、日本の証券化と比較する。

図表 7A アメリカにおける貸付市場の構成  
1945-2018年



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.108.

図表 7B アメリカにおけるモーゲッジローンの構成  
1945-2018年



〔出所〕 Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.217.

## V. 日本型証券化市場

ここでは、日本の証券化市場における特徴的な型について実証的に検証する。日本は、欧米に比べて証券化が遅れている。世界一進んだアメリカの証券化を理解するには、証券化が遅れた日本と比較・検討することが有益である。その際に、①証券化商品の市場構成とその発行者を特定し、②証券化商品の保有者とその資金源泉を探り、③証券化商品の担保とその特徴を明らかにする。

### 1. 市場構成

ここでは、まず日本の証券化市場の構成を、

図表8 Aで確認する。第1に、RMBSが全期間において最大であった。ピークはサブプライムブーム期の2005年度下半期の3兆2,447億円であった。

第2に、CMBS（商業モーゲッジ担保証券）が2007年度下半期の9,879億円をピークに増減している。CMBSとは、商業不動産ローンを担保にした証券化商品である。しかし、2011年度下半期、12年度下半期、13年度下半期から15年度上半期、16年度上半期、17年度、18年度下半期には発行されていない。

第3に、ショッピング・クレジットが、2013年度下半期から急伸し、18年度下半期に8,641億円に達している。ショッピング・クレジットとは、クレジットカード等を利用することなく、取引毎に個別のクレジット契約を締結する

取引である<sup>19)</sup>。このクレジット契約によって、信販会社等の信用供与がおこなわれ、それを担保に証券化がおこなわれる。

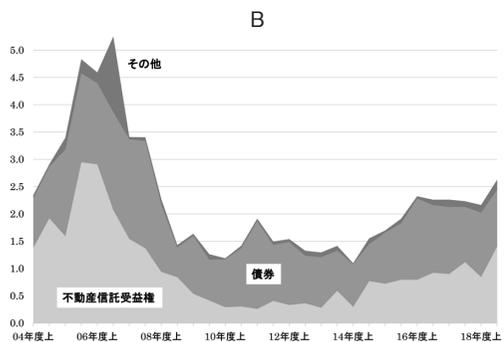
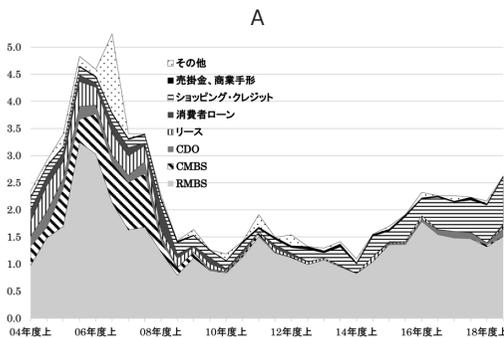
次に、日本の証券化市場の構成を、図表8 Bにある別の内訳を用いその特徴を明らかにする。この内訳によると、第1に2004年度上半期から06年下半期に信託受益権が最大であった。

信託受益権とは、不動産などの資産を信託銀行などに信託し、それによって取得した、その資産から発生する経済的利益（返済キャッシュフローなど）を受け取る権利である。信託受益権を利用して、1973年に住宅ローン債権信託という信託商品が、住宅専門貸付会社の資金調達を円滑化することを目的に創設された。この不動産信託受益権は、1992年に改正された証券取引法（現在の金融商品取引法）第2条第2項のみなし有価証券である。不動産の証券化自体は、1998年の資産の流動化に関する法律（SPC法）から始まり、当時から信託受益権を利用したものが過半を占めていた<sup>20)</sup>。

2007年度上半期から14年度上半期は、世界金融危機を経て、証券化市場が縮小した時期である。信託受益権の発行額（半期）は、2006年度上半期の2兆9,099億円から11年度上半期の2,926億円と10分の1に落ち込んだ。その後2018年度下半期の1兆4,021億円に回復している。その間の2008年度下半期、14年度上半期、17年度下半期、18年度下半期に最大となった。

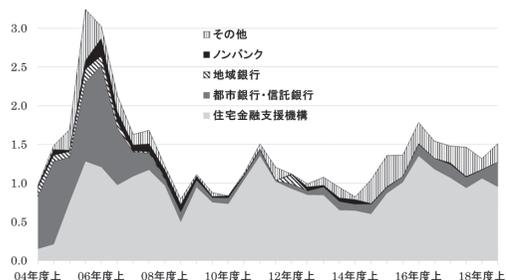
第2に、債券の発行額（半期）が、2007年度下半期の1兆9,660億円をピークに増加した。証券化市場が縮小した時期にもかかわらず、債券は2008年度下半期から増加傾向にある。2007年度上半期-08年度上半期、09年度上半期-14年度上半期、15年度上半期-17年度上半期、18年度上半期には、債券の発行額（半期）は信託

図表8 日本における証券化市場の構成  
2004-18年度（半期発行額 単位：兆円）



〔出所〕 日本証券業協会「証券化市場の動向調査」。

図表9 日本における住宅モーゲージ担保証券の発行者構成 2004—18年度（半期発行額 単位：兆円）



〔出所〕 日本証券業協会「証券化市場の動向調査」。

受益権を抜き最大となった。

第3に、その他（ABCPを含む）が、2006年年度下半期の1兆3,796億円から14年度上半期の152億円と9分の1に急減している。ABCP（アセット・バックド・コマーシャルペーパー）とは、SPC（特別目的会社）が発行する短期社債である<sup>21)</sup>。

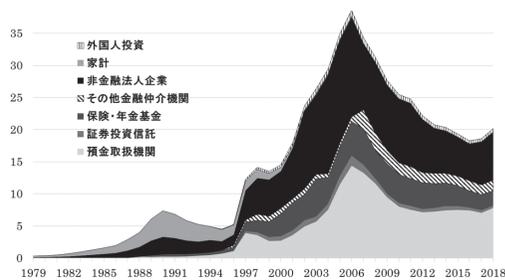
先の図表8Aから、日本では証券化においてアメリカ以上にRMBSが大半を占めていることが確認できる。そこで次に、証券化市場の大半を占めるRMBSの発行者構成を図表9でみてみよう。

第1に、都市銀行・信託銀行が、2004年度と06年度上半期に、最大の発行者であった。しかし、2010年度下半期には、発行額が486億円に落ち込んでいる。

第2に、住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が、2005年度、06年度下半期から18年度下半期まで、最大の発行者となった。住宅金融公庫は特殊法人・政策金融機関で、2007年に業務を引き継いだ住宅金融支援機構は独立行政法人である。いわば日本版GSEで、アメリカとよく似た支援機関を造り上げたことになる。

第3に、サブプライムブーム期を中心に、地域銀行とノンバンクの発行がみられる。しかし、2018年度下半期には、どちらの発行もゼロ

図表10 日本における証券化商品の保有者構成 1979—2018年（単位：兆円）



〔出所〕 日本銀行 時系列統計データ 検索サイト。

になっている。

日本の証券化商品の発行者も、世界金融危機を経て、独立行政法人である住宅金融支援機構が大半を占めるようになった。これはアメリカとよく似た形である。

## 2. 証券化商品の保有者

日本では、1990年代後半から世界金融危機まで、証券化市場は急速に伸長した（図表10）。ここでは、証券化商品を資金面で支えたのは誰かを考察する。資金循環統計では、証券化商品の一部である、債権流動化関連商品の保有者が公開されている。証券化の拡大を支えた資金源泉を把握するために、その保有者を確認する。

まず、図表10で証券化商品の保有者（正確には債権流動化関連商品の保有者）を確認する。第1に、家計が、1979—97年に最大であった。自己資本規制であるパーセルIに銀行が対処し、バブルの余波が残る1990年に、4兆300億円のピークに達した。その後2010—18年には、家計の保有はゼロになった。

第2に、非金融法人企業が、家計と同様に1990年に、2兆6,866億円の1つのピークに達した。その後1995年の1兆4,421億円まで減少するが、逆に2005年の16兆578億円まで急増した。非金融法人企業は、1996—2006年に最大の

保有者となった。その後再び減少するが、2016年の5兆7,923億円が1つのボトムであった。

第3に、預金取扱機関が、1984年から急増し、2007-18年に最大になった。ピークは、世界金融危機が迫る2006年の14兆3,813億円である。投資の機関化は証券化商品でも進んでいる。

第4に、保険・年金基金が、1989年から急増し、2007年のピーク2兆9,295億円に増加した。投資の機関化である。

第5に、外国人投資家が、日本の債券、とくに国債と同様に、非常に少なくなっている。

日本の証券化市場は、アメリカほどではないが、投資の機関化が1990年代末から進んでいる。日本の証券化市場における投資の機関化は、株式市場や債券市場よりも（図表2B、図表4B）、急速に起こっている。しかし、アメリカのような多様な機関投資家の厚みは生じていない（図表5B、図表6）。

### 3. 証券化商品の担保

証券化商品は、貸付債権を担保に発行される。ここでは、証券化商品の担保を考察することによって、日本の証券化の特徴を考える。

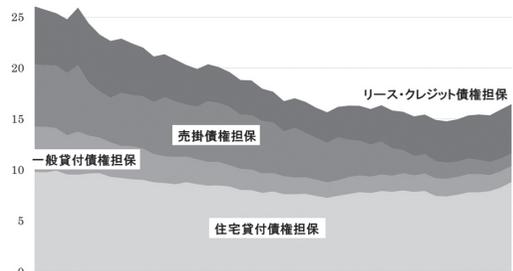
まず、証券化市場の中で、図表8Bにある信託受益権に注目する。次に、証券化市場で長らく最大であった信託受益権の担保を図表11Aで確認する。以下の数字は、2007-18年で、ほぼ証券化市場が縮小している期間である。

第1に、担保の中では、住宅貸付債権が最大で、これは先にみたアメリカと同様である。住宅貸付債権担保は、2008年第2四半期の9兆9,222億円から17年第2四半期の7兆3,940億円に減少している。ただし、住宅貸付債権担保の減少は、証券化市場全体の縮小よりは緩やかで

ある。

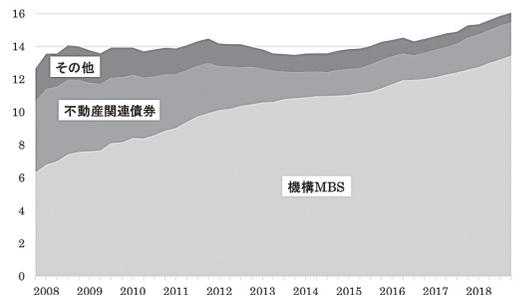
第2に、売掛債権担保が、2008年第4四半期の6兆5,056億円から18年第4四半期の1兆2,124億円と5分の1以下に急減している。第3に、一般貸付債権担保も、2008年第1四半期の4兆4,666億円から14年第4四半期の1兆

図表11A 日本における信託受益権の担保  
2007-18年（単位：兆円）



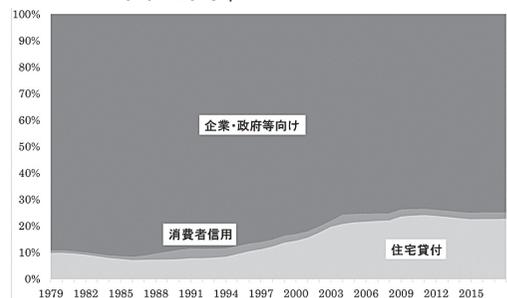
〔出所〕 日本銀行 時系列統計データ 検索サイト。

図表11B 日本における資産担保型債券の構成  
2007-18年（単位：兆円）



〔出所〕 日本銀行 時系列統計データ 検索サイト。

図表11C 日本における預金金融機関の貸付構成  
1979-2018年



〔出所〕 日本銀行 時系列統計データ 検索サイト。

アメリカ型と日本型証券化市場の形成とその特徴

5,168億円と3分の1に急減している。売掛債権担保と一般貸付債権担保の減少は、証券化市場全体の縮小より急激である。

第4に、リース・クレジット債権担保は、2007年第4四半期の5兆7,147億円から13年第4四半期の2兆9,109億円に急減したが、逆に18年第4四半期の4兆8,619億円に回復している。リース・クレジット債権担保の減少は、証券化市場全体の縮小より急激であるが、最後に回復していることが特徴である。

続いて、証券化市場が縮小した時期にもかかわらず、増加傾向にある資産担保型債券の構成を図表11Bでみてみよう。図表11Bの資産担保型債券は、図表8Bの債券に相当する。

第1に、住宅金融支援機構が発行するMBS（以下、機構MBS<sup>22)</sup>が、最大でかつ倍増している。日本の機構MBSは、アメリカの公的MBSにほぼ相当する。公的MBSとは、政府機関がMBSを発行または保険・保証したものであった。日本の機構MBSは、2007年第4四半期の6兆3,339億円から18年第4四半期の13兆4,416億円に伸長している。アメリカの公的MBSは、世界金融危機後に再び最大となった。同様に、日本の機構MBSの増加は、資産担保型債券全体の拡大より大きい。機構MBSは、証券化市場を下支えしている。

第2に、不動産関連債券（非公募<sup>23)</sup>が、2007年第4四半期の4兆3,312億円から14年第3四半期の1兆4,582億円と3分の1に急減している。第3に、その他も2008年第1四半期の2兆1,441億円から18年第4四半期の5,813億円と4分の1に急減している。不動産関連債券その他の減少も、証券化市場全体の縮小より急激である。

最後に、証券化商品の担保となる日本の貸付

市場の特徴を確認する。図表11Cは、戦後貸付市場の推移をみたものである。貸付市場の構成は、株式市場や債券市場に比べると大きな変化はみられない。

図表11Cで、日本の預金金融機関の貸付構成をみてみよう。この貸付構成では、第1に企業・政府等向けが最大で、1986年のシェア92%から2011年のシェア74%と減少傾向にある。

第2に、住宅貸付が1986年のシェア7.1%から2011年のシェア24%と3倍以上に急増している。しかしながら、アメリカのようにモーゲッジローンが最大となることは考え難い。第3に、消費者信用が1981年のシェア0.8%から2004年のシェア3.5%と4倍以上に急増している。それでも、アメリカの水準には遠く及ばない。

日本の証券化市場は、機構MBSの下支えもあり、2014年度下半期から回復傾向にある（図表8、図表9）。一方、アメリカの証券化市場は、2003年のピーク時の8割近くに回復している（図表5A）。規模がそもそも2桁違うことに加えて、市場の回復力が違うのである。

## VI. おわりに

本稿では、日米の証券化市場を比較・検討することで、市場形成とその特徴的な型を考察した。マクロの資金循環統計をみると、まずアメリカではサブプライムブーム期を除けば、公的MBSの発行が中心であった。日本ではアメリカ以上にRMBSが大半を占め、発行者も、世界金融危機を経て、住宅金融支援機構がメインとなった。これはアメリカとよく似た形である。これが第1の課題、日米における証券化商品の市場構成とその発行者を特定することの実

証結果である。

次は第2の課題、証券化商品の保有者とその資金源泉を探ることである。アメリカの証券化商品を直接購入したのは、まず①1970年代からの機関投資家であり、その資金源泉は貯蓄であった。それに②1990年代後半からGSEと預金金融機関が加わった。2007年からの世界金融危機に際して、連邦準備は預金金融機関やGSEに危機対応をおこない、資金源泉に中央銀行の公的信用供与が追加された。最後に③世界金融危機前に外国人投資家が参入し、アメリカの貿易赤字が中国や日本から還流したのである。

日本の証券化市場における投資の機関化は、日本の株式・債券市場よりも進行し、その資金源泉は貯蓄である。しかし、アメリカのような多様な機関投資家、公的信用供与、外国人投資家の厚みは生じていない。

アメリカでは、証券化商品の担保となる貸付は、まさに1世帯住宅モーゲッジローンそれ自体が中心である。一方、日本では不動産信託受益権を利用した証券化が急速に普及した。日本の住宅貸付は、個人保証付きのケースが一般的である。この場合、住宅貸付そのものを流動化・証券化することは、債務者である顧客への通知とその承諾が必要などの理由で困難である。しかし、信託受益権を設定すると、流動化・証券化への途が開かれる<sup>24)</sup>。世界金融危機後には、日本では信託受益権に加えて、機構MBSが増加している。機構MBSはアメリカの公的MBSに相当する。これが第3の課題、③証券化商品の担保とその特徴を明らかにすることへの考察である。

アメリカは世界で最も証券化が進行した国である。アメリカの株式・債券市場で生じた投資

の機関化が、証券化市場でも形を変えながら進展している。日本の証券化市場における投資の機関化は、アメリカほどではないが、株式・債券市場よりも進行した。日米の共通点は、アメリカでは政府機関、日本では独立行政法人という公的機関が証券化市場を支えていることである。

一方、日米の違いは、住宅貸付への個人保証の有無である。アメリカでは、個人保証を回避し、モーゲッジの証券化を世界で初めて可能にした。日本では、個人保証が一般的で、不動産信託受益権を活用した証券化をアメリカに約30年遅れて普及させた。しかしながら、証券化商品の担保となる住宅貸付でも、アメリカは日本以上に多様な商品を揃え、貸付額でも上回っている。資本市場中心の金融システムである、アメリカは貸付市場を上手く利用している。一方、銀行中心の金融システムである、日本はようやく日本型の証券化が普及し始めたところである。

#### 注

- 1) 星 [2006], 454-60頁, 表A・4, 表A・5, 表A・6。
- 2) 以上, 淵田 [2015], 94-5頁, 注7, 10。
- 3) 野村 [2013], 3, 6-10頁, 図表2, 図表3。
- 4) 都銀・地銀等に1985年まで信託銀行が含まれていた。それゆえ, 1985年までのデータは参考である。
- 5) 野村 [2013], 14頁, 図表6。
- 6) 金融監督庁 [1999], 第2部第4章第1節I3, 小山 [2012], 256頁, 石本 [2015], 77頁。銀行による株式保有に関するその他の法律や制度改革は, 石本 [2015] を参照されたい (78頁)。
- 7) そもそも, 1947年独占禁止法によって, 保険会社による非金融法人企業の株式保有は, 議決権の10%に制限されていた (野村 [2013], 13頁)。時代が下った1996年に施行された保険業法によって, ソルベンシー・マージン基準と区分経理が導入されたことも保険会社の株式保有に影響をあたえた (石本 [2015], 79-80頁)。
- 8) 信託銀行は1985年まで都銀・地銀等に含まれていた。それゆえ, 1985年までのデータは参考である。
- 9) 2006年4月にGPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) が設立され, 年金資金運用基金は廃止された。

## アメリカ型と日本型証券化市場の形成とその特徴

- 10) 厚生省年金局「年金制度改正案」1999年, [https://www.mhlw.go.jp/www1/houdou/1010/h1028-1\\_h\\_20.html](https://www.mhlw.go.jp/www1/houdou/1010/h1028-1_h_20.html), 岡本 [2000], 2-4, 12頁, 石本 [2015], 81頁。
- 11) 東京証券取引所他 [2015], 【特徴点】5。
- 12) 石本 [2015], 82頁, 投資信託及び投資法人に関する法律第9条。
- 13) 銀行は自由に債券を保有できるが, 前節でみた株式は原則として銀行による保有を禁じられている。
- 14) Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L. 210.
- 15) しかし総じていえば, アメリカ経済を支える金融資産は主として国内の家計部門によって形成されている。それを, 近年のグローバル化の中で貿易黒字を蓄積した新興国等の金融資産が支え始めたという図式になるという。渋谷 [2011], 14-6, 20頁, 河崎 [2018], 96頁。
- 16) Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L. 109.
- 17) Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L. 109.
- 18) 連邦準備は, 1971-2008年には100%その他連邦機関債を購入していた。Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L. 109, 211, note 1. 連邦準備は危機対応の詳細については, 伊豆 [2016], 第2章を参照されたい。
- 19) 日本クレジット協会「統計の用語について」1, 5頁。 [https://www.j-credit.or.jp/information/statistics/download/toukei\\_01\\_c.pdf](https://www.j-credit.or.jp/information/statistics/download/toukei_01_c.pdf)
- 20) 大垣 [1997], 84-7頁, 岡内 [1999], 79-80頁, 小野沢 [2003], 52-3頁, 国土交通省 [2018], 別紙-2, 図表2-2, 野村不動産アーバンネット ホームページ [https://www.nomura-un.co.jp/explanation\\_trust/](https://www.nomura-un.co.jp/explanation_trust/)
- 21) 日本銀行「説明資料1:証券化商品の種類別定義」 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/siteigi.pdf>
- 22) 日本銀行「説明資料1:証券化商品の種類別定義」 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/siteigi.pdf>
- 23) 日本銀行「説明資料1:証券化商品の種類別定義」 <https://www.boj.or.jp/statistics/sj/siteigi.pdf>
- 24) 個人保証を回避して流動化・証券化するという方向は以下の文献にもみられる。内藤 [2005], 24-5頁, 経済産業省 [2006], 4頁, 掛下 [2016], 49頁, 表2-1。

## 参 考 文 献

- 石本尚 [2015] 「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」財務省『ファイナンス』第51巻第5号通号597号, 8月号, 74-83頁
- 伊豆久 [2016] 『金融危機と中央銀行』九州大学出版会
- 大垣尚司 [1997] 『ストラクチャード・ファイナンス

入門』日本経済新聞社

岡内幸策 [1999] 『証券化入門:資産価値に基づくファイナンス手法のすべて』日本経済新聞社

岡本直之 [2000] 「財政投融资の改革について:「資金運用部資金法等の一部を改正する法律」について」財務省『ファイナンス』第36巻第3号通号415号, 6月号, 2-26頁

小野沢康晴 [2003] 「わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望」農林中金総合研究所『農林金融』第56巻第5号通巻687号, 5月号, 49-71頁

掛下達郎 [2016] 『アメリカ大手銀行グループの業務展開:OTDモデルの形成過程を中心に』日本経済評論社

河崎信樹 [2018] 「貿易・国際金融構造の変化」河崎信樹・吉田健三・田村太一・渋谷博史『現代アメリカの経済社会:理念とダイナミズム』第3章, 東京大学出版会, 79-100頁

金融監督庁 [1999] 「金融監督庁の一年(平成10事務年度版)」 [http://www.fsa.go.jp/p\\_fsa/news/newsj/f-19990811-0-a.html](http://www.fsa.go.jp/p_fsa/news/newsj/f-19990811-0-a.html)

楠本博 [1987] 『セキュリティゼーション:日本型証券化のゆくえ』有斐閣新書

経済産業省 [2006] 「電子債権プログラム:次世代産業金融インフラの構築を目指して」電子債権の管理・流通インフラに関する研究会 <https://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g60426a02j.pdf>

国土交通省 [2018] 「平成29年度『不動産証券化の実態調査』の結果」土地・建設産業局不動産市場整備課

小山嘉昭 [2012] 『詳解銀行法 全訂版』金融財政事情研究会

渋谷博史 [2011] 「アメリカ・モデルの企業と金融をみる眼」渋谷博史編『アメリカ・モデルの企業と金融:グローバル化とITとウォール街』序章, 昭和堂, 1-29頁

東京証券取引所他 [2015] 「2014年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」 <http://www.jpx.co.jp/markets/statisticsequities/examina->

- tion/nlsgeu0000010nfjatt/bunpu2014.pdf
- 内藤伸浩 [2005] 「新・不動産証券化入門：How to から What for へ第2回資産流動化型証券化とノンリコース・ファイナンス」不動産証券化協会『ARES』vol.14, 22-9頁
- 野村敦子 [2013] 「銀行の出資規制緩和を巡る議論」日本総合研究所『JRI レビュー』Vol. 2, No. 3, 2-28頁
- 淵田康之 [2015] 「米国金融持株会社の業務範囲規制を巡る議論」『野村資本市場クォーター』春号, 91-116頁
- 星岳雄 [2006] 「日本語版へのあとがき」『日本金融システム進化論』日本経済新聞社, 449-61頁
- 松井和夫 [1986] 『セキュリティゼーション：金融の証券化』東洋経済新報社
- Fabozzi, F. ed., [1985], *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, Probus Publishing. (日本債券信用銀行セキュリティゼーション研究会訳『証券化の戦略と実務：モーゲージ証券の発行と運用』東洋経済新報社, 1987年)
- Pavel, C. [1989], *Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets*, Probus Professional Pub. (アイ・ビー・ティ訳『ゼミナールセキュリティゼーション：金銭債権の証券化とアセットバック証券』東洋経済新報社, 1989年)
- (福岡大学商学部教授・当研究所客員研究員)