日本型証券化市場の形成とその特徴*

掛下達郎

はじめに

本稿では、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。

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［二〇〇六］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(1)。

金融システムの中でも、本稿では証券化市場に注目して、日本における①証券化市場の構成、②証券化商品の保有者、③証券化商品の担保の三つに焦点を絞ることにする。

日本型の証券化に関する先行研究において、楠本［一九八七］がアメリカ型とユーロ型の証券化に加えて日本型の特徴を整理している。この先行

研究は初期の嚆矢となる研究であるが、データの制約もあり、日本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、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、の三点である。これら三点が相互にどのように関連していたのか、そしてそれが日本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。

本稿の構成は本稿の三つの課題と一致している。一節では、日本型証券化商品の市場構成とその発行者について実証的に検証する。二節では、証券化商品の保有者とその資金源泉を特定する。三節では、証券化商品の担保とその特徴を明確にする。最後に本研究のまとめについて述べる。

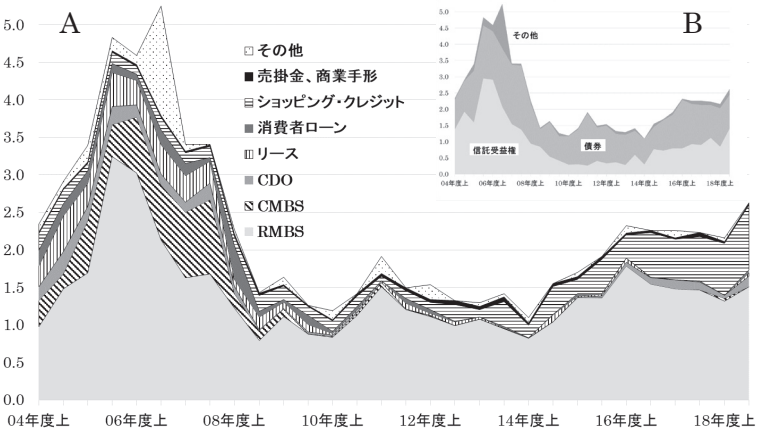
一、市場構成

ここでは、まず日本の証券化市場の構成を、図表１Ａで確認する。第一に、ＲＭＢＳ（住宅モーゲッジ担保証券）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二〇〇五年度下半期の三兆二四四七億円であった。

第二に、ＣＭＢＳ（商業モーゲッジ担保証券）が二〇〇七年度下半期の九八七九億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、二〇一一年度下半期、一二年度下半期、一三年度下半期から一五年度上半期、一六年度上半期、一七年

図表１　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」。

度、一八年度下半期には発行されていない。

第三に、ショッピング・クレジットが、二〇一三年度下半期から急伸し、一八年度下半期に八六四一億円に達している。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。(2) 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１Ｂ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、第一に二〇〇四年度上半期から〇六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、一九七三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（以下住専）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、一九九二年に改正された証券取引法（現在の金融商品取引法）第二条第二項のみなし有価証券である。不動産の証券化自体は、一九九八年の資産の流動化に関する法律（ＳＰＣ（特別目的会社）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(3)。

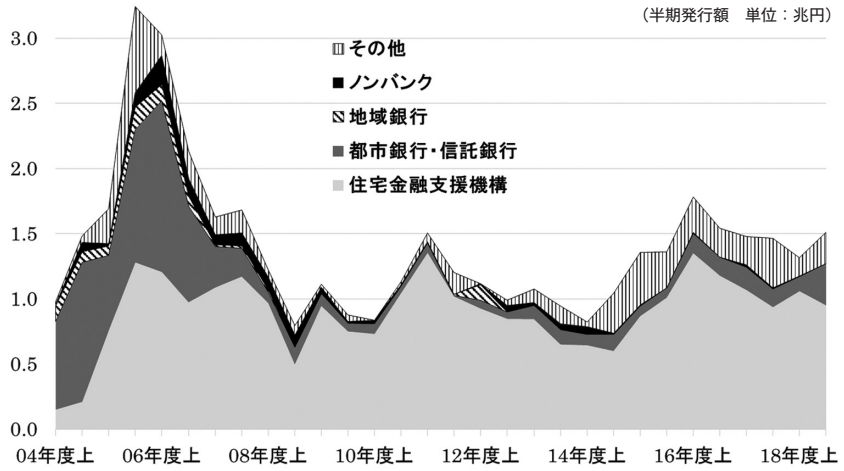
二〇〇七年度上半期から一四年度上半期は、世界金融危機を経て、証券化市場が縮小した時期である。信託受益権の発行額（半期）は、二〇〇六年度上半期の二兆九〇九九億円から一一年度上半期の二九二六億円と一〇分の一に落ち込んだ。その後二〇一八年度下半期の一兆四〇二一億円に回復している。その間の二〇〇八年度下半期、一四年度上半期、一七年度下半期、一八年度下半期に、最大となった。

第二に、債券の発行額（半期）が、二〇〇七年度下半期の一兆九六六〇億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、債券は二〇〇八年度下半期から増加傾向にある。二〇〇七年度上半期～〇八年度上半期、〇九年度上半期～一四年度上半期、一五年度上半期～一七年度上半期、一八年度上半期には、債券の発行額（半期）は信託受益権を抜き最大となった。

第三に、その他（ＡＢＣＰ（アセット・バックド・コマーシャルペーパー）を含む）が、二〇〇六年年度下半期の一兆三七九六億円から一四年度上半期の一五二億円と九分の一に急減している。ＡＢＣＰとは、ＳＰＣ（特別目的会社）が発行する短期社債である(4)。

先の図表１Ａから、日本では、証券化が最も進行したアメリカ以上に、ＲＭＢＳ（住宅モーゲッ

図表２　日本における住宅モーゲッジ担保証券の発行者構成　2004－18年度



〔出所〕日本証券業協会「証券化市場の動向調査」。

ジ担保証券）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２でみてみよう。

第一に、都市銀行・信託銀行が、二〇〇四年度と〇六年度上半期に、最大の発行者であった。しかし、二〇一〇年度下半期には、発行額が四八六億円に落ち込んでいる。

第二に、住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が、二〇〇五年度、〇六年度下半期から一八年度下半期まで、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、二〇〇七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（政府支援企業）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。

第三に、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、二

○一八年度下半期には、どちらの発行もゼロになっている。

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。

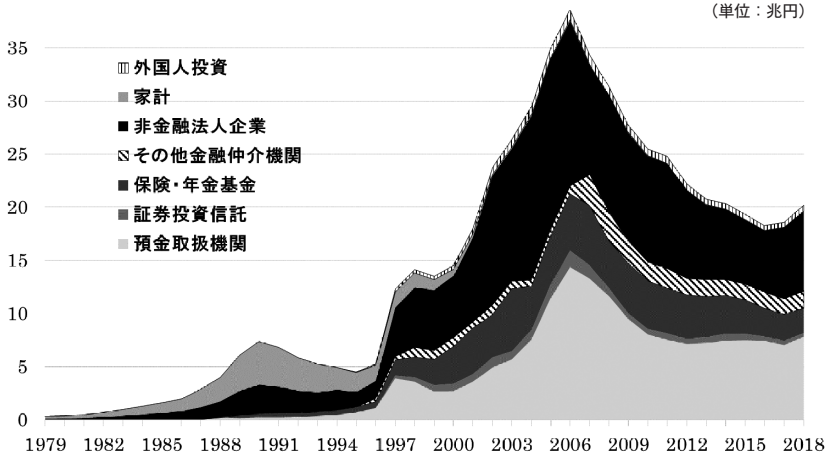
二、証券化商品の保有者

日本では、一九九〇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３）。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３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。第一に、家計が、一九七九～九七年に最大であった。自己資本規制であるバーゼルⅠに銀行が対処し、バブルの余波が残る一九九〇年に、四兆三〇〇億円のピークに達した。それは、一九七三年に創設された住宅ローン債権信託が、先の住専だけでなく、八八年には銀行その他の金融機関の住宅ローンへと拡大された[(5)]ことが大きいと思われる。その後二〇一〇～一八年には、家計の保有はゼロになった。

第二に、非金融法人企業が、家計と同様に一九九〇年に、二兆六八六六億円の一つのピークに達した。その後一九九五年の一兆四四二一億円まで減少するが、逆に二〇〇五年の一六兆五七八億円まで急増した。非金融法人企業は、一九九六～二〇〇六年に最大の保有者となった。その後再び減少するが、二〇一六年の五兆七九二三億円が一つ

図表３　日本における証券化商品の保有者構成　1979－2018年



〔出所〕日本銀行 時系列統計データ 検索サイト。

のボトムであった。

第三に、預金取扱機関が、一九八四年から急増し、二〇〇七～一八年に最大になった。ピークは、世界金融危機が迫る二〇〇六年の一四兆三八一三億円である。プロの機関投資家の影響力が増大する、投資の機関化は証券化商品でも進んでいる。

第四に、保険・年金基金が、一九八九年から急増し、二〇〇七年のピーク二兆九二九五億円に増加した。投資の機関化である。

第五に、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。

日本の証券化市場では、アメリカほどではないが、投資の機関化が一九九〇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、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。[6]

三、証券化商品の担保

証券化商品は、通常、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１Ｂにある信託受益権に注目する。信託受益権は、証券化市場で長らく最大項目であった。この信託受益権の担保を図表４Ａで確認する。以下の数字は、二〇〇七～一八年で、ほぼ証券化市場が縮小している期間である。

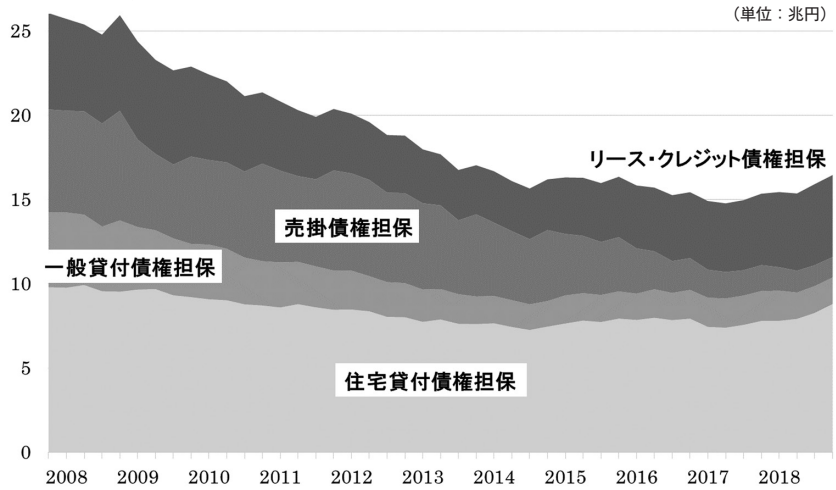
第一に、担保の中では、住宅貸付債権が最大で、これはアメリカと同様である。住宅貸付債権担保は、二〇〇八年第二・四半期の九兆九二二二億円から一七年第二・四半期の七兆三九四〇億円に減少している。ただし、住宅貸付債権担保の減少は、証券化市場全体の縮小よりは緩やかである。

第二に、売掛債権担保が、二〇〇八年第四・四半期の六兆五〇五六億円から一八年第四・四半期の一兆二一二四億円と五分の一以下に急減している。

第三に、一般貸付債権担保も、二〇〇八年第一・四半期の四兆四六六六億円から一四年第四・四半期の一兆五一六八億円と三分の一に急減している。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。

第四に、リース・クレジット債権担保は、二〇〇七年第四・四半期の五兆七一四七億円から一三年第四・四半期の二兆九一〇九億円に急減したが、逆に一八年第四・四半期の四兆八六一九億円に回復している。リース・クレジット債権担保の

図表４Ａ　日本における信託受益権の担保　2007－18年

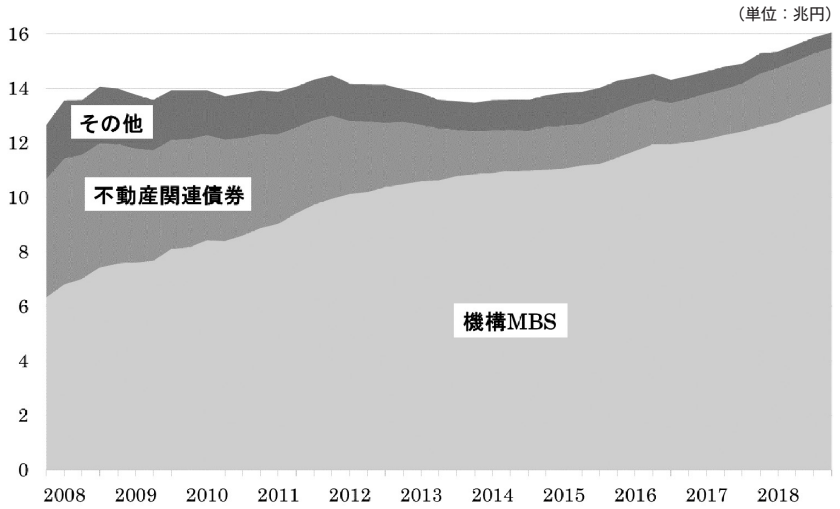


減少は、証券化市場全体の縮小より急激であるが、最後に回復していることが特徴である。

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４Ｂでみてみよう。図表４Ｂの資産担保型債券は、図表１Ｂの債券に相当する。

第一に、住宅金融支援機構が発行する資産担保証券（以下、機構ＭＢＳ）[7]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、政府機関がモーゲッジ担保証券を発行または保険・保証したものであった。日本の機構ＭＢＳは、二〇〇七年第四・四半期の六兆三三三九億円から一八年第四・四半期の一三兆四四一六億円に伸長している。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。

図表４Ｂ　日本における資産担保型債券の構成　2007－18年



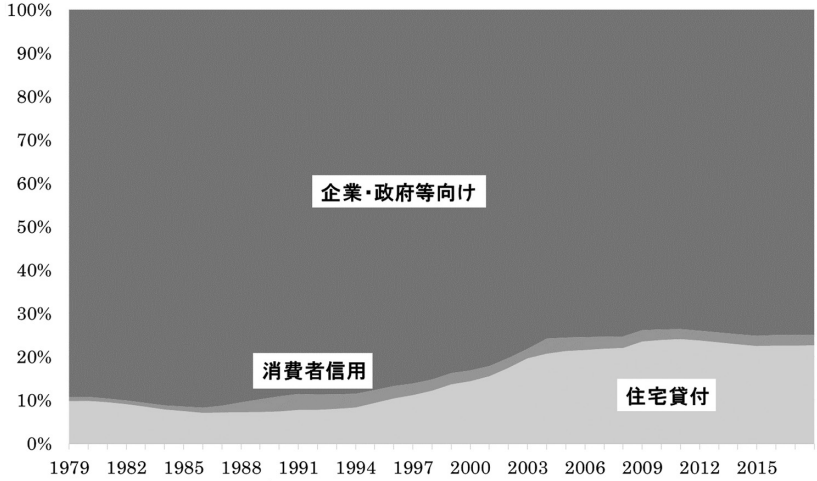
機構ＭＢＳは、証券化市場を下支えしている。

第二に、不動産関連債券（非公募）[8]が、二〇〇七年第四・四半期の四兆三三一二億円から一四年第三・四半期の一兆四五八二億円と三分の一に急減している。第三に、その他資産担保型債券も二〇〇八年第一・四半期の二兆一四四一億円から一八年第四・四半期の五八一三億円と四分の一に急減している。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４Ｃ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４Ｃ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、第一に企業・政府等向けが最大で、一九八六年のシェア九二％か

図表４Ｃ　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。

ら二〇一一年のシェア七四％と減少傾向にある。

第二に、住宅貸付が一九八六年のシェア七・一％から二〇一一年のシェア二四％と三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。第三に、消費者信用が一九八一年のシェア〇・八％から二〇〇四年のシェア三・五％と四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、二〇一四年度下半期から回復傾向にある（図表1、図表2）。一方、アメリカの証券化市場は、二〇〇三年のピーク時の八割近くに回復している[(9)]。規模がそもそも二桁違うことに加えて、市場の回復力が違うのである。

おわりに

本稿では、日本の証券化市場を証券化が最も進行したアメリカを念頭に検討することで、日本型の市場形成とその特徴を考察した。マクロの資金循環統計をみると、日本ではアメリカ以上にＲＭＢＳ（住宅モーゲッジ担保証券）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。これが第一の課題、日本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。

次は第二の課題、証券化商品の保有者とその資金源泉を探ることである。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。

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(10)。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。これが第三の課題、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んだ国である。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、日本の株式・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三〇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［二〇〇六］、四五四－六〇頁、表A・4、表A・5、表A・6。

(2) 日本クレジット協会「統計の用語について」一、五頁。(https://www.j-credit.or.jp/information/statistics/download/toukei_01_c.pdf)

(3) 大垣［一九九七］、八四－七頁、岡内［一九九九］、七九－八〇頁、小野沢［二〇〇三］、五二－三頁、国土交通省［二〇一八］、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/)

(4) 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/sjteigi.pdf)

(5) 大垣［一九九七］、八四－七頁、岡内［一九九九］、七九－八〇頁、小野沢［二〇〇三］、五二－三頁。

(6) 日本取引所グループ『株式分布状況調査』二〇一八年度、日本銀行時系列データ検索サイト、Federal Reserve Statistical Release Z.1, *Financial Accounts of the United States*, L.211, 213.

(7) 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/sjteigi.pdf)

(8) 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/sjteigi.pdf)

(9) ＳＩＦＭＡ（米国証券業金融市場協会）。

(10) 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［二〇〇五］、二四－五頁、経済産業省［二〇〇六］、四頁、掛下［二〇一六］、四九頁、表２－１。

【引用・参考文献】

大垣尚司［一九九七］『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［一九九九］『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

小野沢康晴［二〇〇三］「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』第五六巻第五号通巻六八七号、五月号、四九－七一頁

掛下達郎［二〇一六］『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

掛下達郎［二〇一九］「アメリカ型と日本型証券化市場の形成とその特徴」日本証券経済研究所『証券経済研究』第一〇八号、十二月、六三－七九頁

楠本博［一九八七］『セキュリタイゼーション：日本型証券化のゆくえ』有斐閣新書

経済産業省［二〇〇六］「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［二〇一八］「平成二九年度『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

内藤伸浩［二〇〇五］「新・不動産証券化入門：How to からWhat for へ第二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．一四、二二－九頁

星岳雄［二〇〇六］「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、四四九－六一頁

＊本稿は掛下［二〇一九］の一部を加筆修正したものです。なお、本研究はＪＳＰＳ科研費ＪＰ１６Ｋ０３９２０の助成を受けたものです。

（かけした　たつろう・福岡大学商学部教授／当研究所客員研究員）