

第3章 国際金融市場への波及

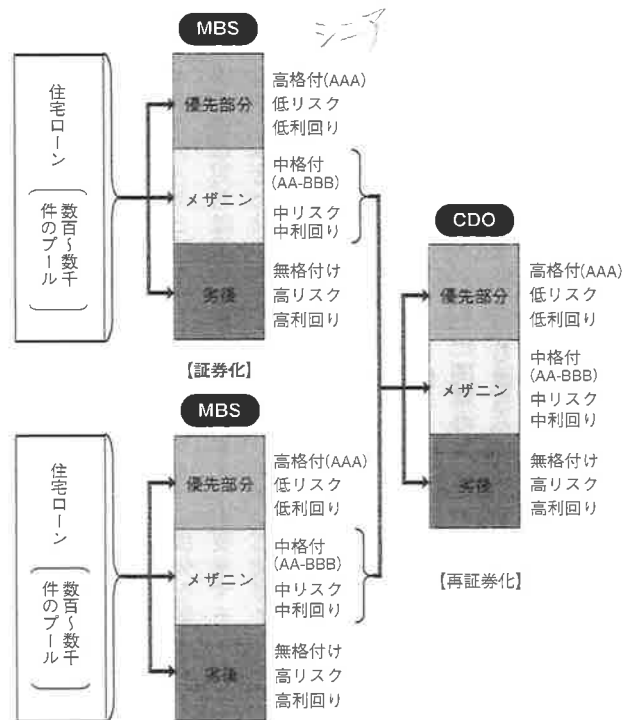


図3-2 民間の証券化（イメージ）

〔External Credit Enhancement〕の「で」とくに難しい商品性は必要なく、一〇〇の住宅ローンから一〇〇のMBSが発行される。ファニーメイ、フレディマックは準公的機関と書いているが、厳密には上場企業であり、そのMBSの商品内容説明書には連邦政府の保証が付いていないことが明記されている。ただし、連邦政府との特殊な関係のため、投資家は「暗黙の政府保証」があると信じているとされている。

ところが、民間MBS（Private Label MBS）の場合は、たとえばある投資銀行が元利払いを保証しますと言ったところで、その投資銀行が破綻しない保証はないため、担保となる資産自体の信用力を活用した内部信用補充が必要になる。

優先劣後構造について簡単に説明しよう（図3-2）。住宅ローンが一〇〇億ドルあったとして、過去の実績をふまえると二億円ぐらいが焦げ付く可能性があると仮定する。経済情勢が悪化して、この損失が最大で二〇億ドルくらいまで拡大する確率が〇・一％あったとすると、九九・九％元本が確実に償還される証券に対してAAAの格付けを付与するとした場合、一〇〇億ドルの住宅ローンのうち、八〇億ドルに対してAAAの格付けの証券（優先部分、シニア・クラスとも言う）として発行可能となる。つまり、住宅ローンに損失が発生した場合、残った二〇億ドルの部分（劣後部分）で損失を引き受けることにより、八〇億ドルの優先部分の元本償還を守る、という発想である。

格付けの問題

原債権であるサブプライムローンの延滞が当初の想定を超えて急増したため、二〇〇七年七月に入り、S & P、ムーディーズといった世界的な格付機関が相次いで大量の格下げを発表した。このことが投資家の不安を煽ることになる。高格付けの証券化商品の場合、通常

以上の説明がわかりにくいと感じた方には、次のようなイメージで考えていただくといいかもしれない。川の水を飲み水に変えていくプロセスを証券化になぞらえると、浄水場が証券化の機関となる。ここで、一定に沈殿やフィルターを通すことにより、飲料用として適した上水（優先部分）とそうでない下水（劣後部分）に分け、さらに下水を同様の浄化過程により水道水（スーパージニア）、工業用水（メザニン）、下水（エクイティー）に分解して再利用するのがCDOだと言え、かなり具体的なイメージがわくと思うが、いかがであろう。再利用した水道水もきちんと処理されていれば飲料用として問題ないだろう。しかし、サブプライムローンで問題になったのは、その浄化プロセスがサブプライムの属性に適して修正されていたのか、ということである。清流として有名な四十川の水が一時間できれいになったからといって、都心を流れる神田川でも同じ時間でいいということにはならないだろう。この点を以下、詳細に見ていきたい。

厳密にはこの二〇億ドルの中でも、過去の実績からは、焦げ付くのは平均で二億ドルなので、残る一八億ドルについては、五〇—九九・九%の確率で元本は償還されるわけなので、その確率に見合った格付け（A—BBB格など）の証券として投資家に売却することが可能となり、この「中二階」がメザニン（Mezzanine）と呼ばれるものである。最後の二億ドルはエクイティーと呼ばれるもので、真先に損失を蒙るクラスとなるため、そのようなハイ・リスクに対して投資家はハイ・リターンを要求することとなる。いろいろなリスク・リターンの組み合わせを嗜好する投資家の需要に応え、これらの商品はさらに複雑な商品に組み換えられる。

そのようにして、MBSをさらに再証券化した商品がCDOである。CDOは主にシニアやメザニンを集め、再度リパッケージして優先劣後構造に組み換えたものである。この再証券化により、AAAではない証券から、一定割合のAAAの証券が組成されることとなる。これは、格付け上、相互に関連のない（相関の低い）商品を組み合わせた場合は分散効果により同時にデフォルトする確率が下がるという考えにもとづくものだが、元の民間MBSのシニア・クラスであるAAAの部分と、A—BBBから組成されたCDOのAAAが同じデフォルト確率というのは素人的にも違和感を覚えるところであろう。なお、数字や格付けは例示であって、具体的な数字等を示唆するものではない。