

# 金融システムの市場化について

—— 1980年代以降のアメリカ金融システムの変貌 ——

北 原 徹

## はじめに

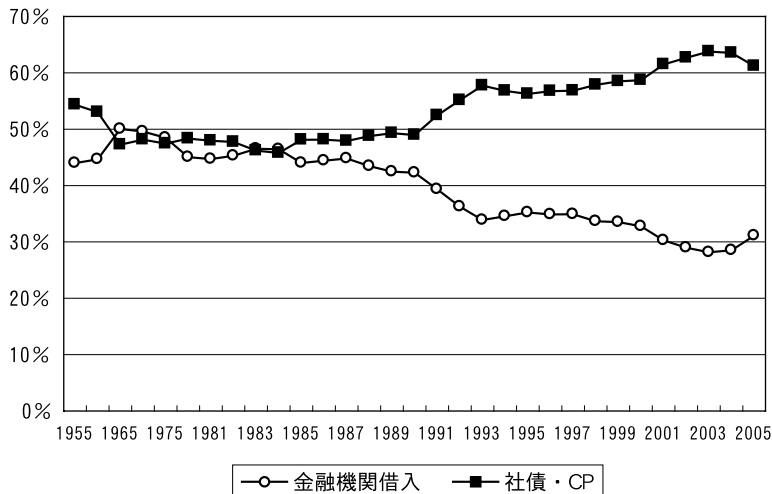
現代の金融は、規制緩和・自由化、グローバリゼーション、情報化などによって大きく変貌しつつある。金融システムの変貌が最も著しいのはアメリカであり、現代金融のあり方を考察するには、アメリカの金融システムの分析が欠かせない。本稿では、1980年代以降のアメリカの金融システムの変貌を金融取引の市場化という観点から分析する。まず最初に、80年代以降の金融の状況を資金の調達・運用・仲介という3つの側面からデータを使って整理し、市場化の全体的動きを概観する。次に、金融システムの市場化を引き起こしている要因について考察する。そうした要因として、家計の金融資産蓄積、貯蓄の機関化、金融革新を取り上げて論じる。その後、市場化への金融仲介機関（銀行と生保）の対応の動きについて分析する。最後に、アメリカでは直近において市場化の動きに成熟化の兆しがあること、及び金融システムの市場化という潮流の持つ意味・含意について簡単に触れる。

## 1. 市場化の動き

まず、アメリカにおける金融の市場化の潮流を全体として把握するため、資金の調達側、資金の運用側、及び資金の仲介側の3つの側面から見ていこう。

資金の調達側である企業のサイドから見ると、図表1から読み取れるように、企業の外部負債調達の中での社債・CP発行という市場性資金の調達比率は、1984年の45.8%から2005年には61.2%まで上昇している。それに対して銀行借り入れを中心とする金融機関借入金の比率は46.4%から31.1%まで低下している。このように、1980年代半ば以降企業の資金調達は、銀行借入から社債・CP発行という市場調達に大きく変化してきている。

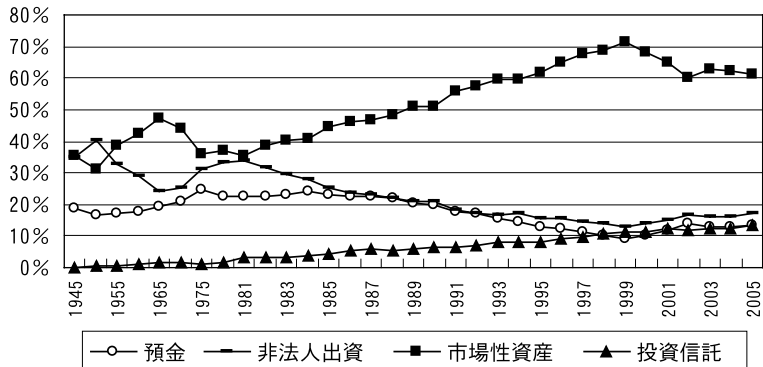
図表1 企業の資金調達推移



(資料) 図表5, 10を除き, すべての図表の資料は, Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

(注) 横軸の目盛は1980年までは5年刻み, それ以降は1年刻みである。

図表2 家計の市場性資産保有比率の推移

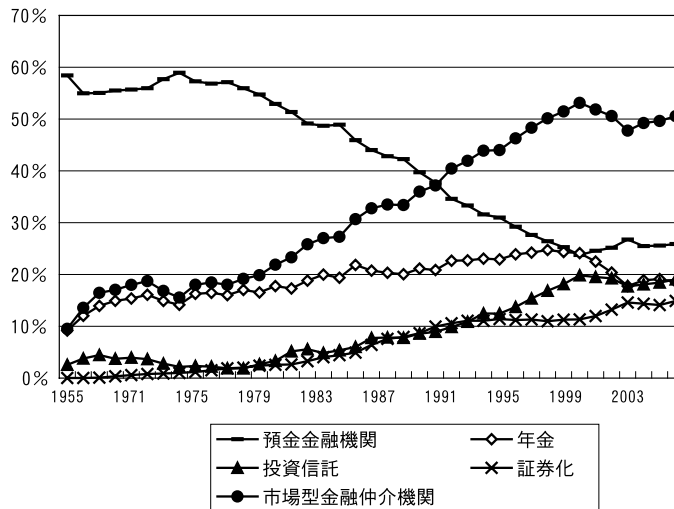


(注) 横軸の目盛は1980年までは5年刻み, それ以降は1年刻みである。

次に, 資金の運用側である家計のサイドから見ると, 図表2に見られるように, 家計保有金融資産の中に占める市場性資産 (株式・債券・投資信託・年金<sup>1)</sup>) の割合は, 1984年の40.4%から2005年の61.2%まで大きく伸びてきている。その間銀行預金は24.4%から13.2%へと大きく比率が低下している。このように家計保有の金融資産の面でも, 1980年代以降市場化の動きが大きく進展している。

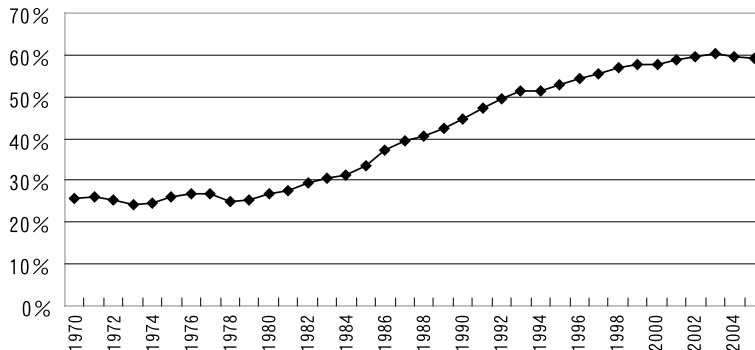
1) 年金の中で, 連邦政府年金はそのほとんどが非市場性債券に運用されているので, その部分は市場性資産から除いて計算している。

図表3 市場型金融機関のシェア推移



(注) 横軸の目盛は1970年までは5年刻み、それ以降は1年刻みである。

図表4 民間負債の市場化比率の推移



資金の運用・調達を仲介する仲介機構のサイドから見ると、図表3に示されているように、金融仲介機関全体の資産額の中で市場型金融機関（年金<sup>2)</sup>・投資信託・証券化機関）の占める比率は、1977年の18%から2005年には50.6%にまで拡大してきている。それに対して預金金融機関の比率は、同じ期間に57.1%から25.9%まで低下している。金融仲介機関の中で市場型機関の割合が、80年代以降急速に高まっている。

金融仲介の機構に関して、今度は金融手段の面から見て、民間負債（借入金・債券等）の中で市場性負債（社債・証券化商品・CP）の占める比率を見たのが図表4である。市場化比率は、1977年の26.8%から2005年の59.3%まで一貫して上昇している。このように資金の調達・

2) 注1と同じ理由で連邦政府年金を除いて計算している。

運用両面での市場化の動きを受けて、資金仲介の面でも、金融仲介機関のシェアで見ても、市場性負債のシェアで見ても、市場化の動きが大きく進展している。

## 2. 家計の貯蓄資産累積と貯蓄の機関化

### 2.1. 家計の貯蓄資産累積

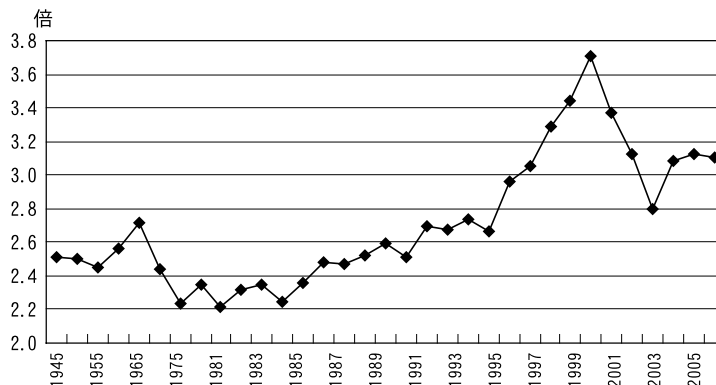
こうした金融取引の市場化の動きを引き起こしている要因は何であろうか。最も根底に存在する要因は、金融資産という形での貯蓄資産の累積であろう。

家計保有金融資産の GDP 比の規模は、図表5に見られるように、株価変動の影響を大きく受けながらも、1980年代半ば以降着実に増大してきている。貯蓄資産が累積し、その貯蓄資産を長期的に運用していくという観点からは、銀行預金はあまり魅力的なものではない。長期的運用によって収益を上げるには、株式や債券への投資がより相応しい。また、運用先を求める貯蓄資産の蓄積は、より有利で流動性の高い投資対象を絶えず求め、動き回ることになるが、そうした運用先として最も相応しいのは、市場で取引されている金融資産である。こうしたより有利な運用先を絶えず求める貯蓄資産の累積が、ベンチャー企業株を含めた株式市場の拡大、ジャンクボンドを含めた社債市場の拡大、新しいタイプの債券である証券化商品の市場の発生と拡大を引き起こしている根底的な要因である。

### 2.2. 貯蓄の機関化と市場型金融仲介機関

こうした貯蓄資産の累積を基底的な圧力とする金融システムの市場化の動きは、個人個人が市場での取引に自ら直接参加するという形よりも、投資信託や年金という機関を通じて間接的に市場に参加するという形が中心のものである。

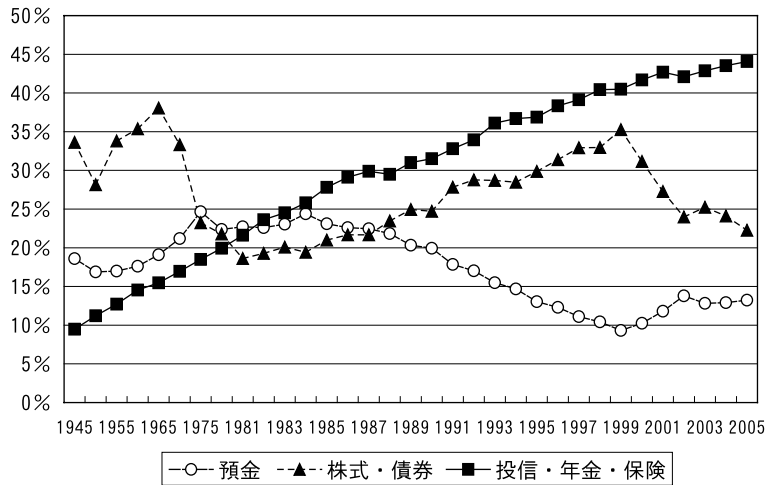
図表5 家計金融資産 GDP 比



(資料) Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. 及び Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States*

(注) 横軸の目盛は1980年までは5年刻み、それ以降は1年刻みである。

図表 6 家計貯蓄の機関化



(注) 横軸の目盛は1980年までは5年刻み、それ以降は1年刻みである。

図表 6 に示されているように、家計保有の金融資産の中で、株式・債券という市場性資産の直接保有という部分もある程度存在するが、戦後一貫して伸びているのは投信・年金・保険という市場型金融仲介機関を通じるものである。市場型金融仲介機関を通じて間接的に、家計は大量の市場性資産を保有している。従って、市場化の動きは、家計が直接推進してきたというより、市場型金融仲介機関の拡大、活動の活発化を通じて推進されたものである。市場化は個人投資家によって支えられているというより、機関投資家によって突き動かされ、支えられているものである。

貯蓄の機関化の中で、年金という形での金融資産の蓄積について考えてみると、1974年に ERISA (従業員退職所得保障法) が成立し、年金の受給権が法的に確保され、企業年金が安定的制度として確立されたことが重要である。ERISA は、年金受給権を明示的権利として確立するとともに、PBGC という公的な年金給付保証機関を設立した。また、年金基金の運用における受託者責任を、忠実義務と善管注意義務という形で明確化した。ERISA の成立は、年金の管理や基金資産の運用におけるアカウンタビリティの確立、年金業務の専門化をもたらした。その後の年金資産拡大の制度的基礎を作った。こうした安定的年金制度を背景に、1980年代以降も家計金融資産に占める年金の割合は安定的に拡大し、年金資金の市場性資産への運用を通じて、金融システムの市場化を促進してきた。

次に、投資信託という形での貯蓄資産の累積に関しては、以下節を改めて、1980年代以降の金融の市場化の動きとの関連でやや詳しく分析していこう<sup>3)</sup>。

3) 以下の論述について詳しくは、北原 [1999] を参照。

### 2.3. 投資信託

投資信託は、仕組みとしてはアメリカでも1920年代から存在するが、それが本格的に発達し、金融システムの中で重要な役割を果たすようになってきたのは、1980年代以降である。家計金融資産に占める投資信託の比率は、1980年のわずか1.8%から2005年には13.2%まで増大してきており、預金とほぼ同じ比率である（図表2）。金融仲介機関中の投信のシェアで見ても、1980年の3.3%から2005年には19%まで増大している（図表3）。投資信託は、1970年代以前は一部の限られた富裕層向けのプティック金融商品という性格のものであったものが、1980年代以降は幅広い中流階級・一般大衆を相手とする標準的な金融商品に変貌してきた。上で述べた1980年代以降の投資信託の比率の急上昇は、幅広い中流階級・一般大衆に投信が急速に浸透し、広範な貯蓄資金を吸収していったことを示している。こうした投資信託の拡大が、金融システムの市場化を大きく推進していくことになった。

以下、アメリカにおける投資信託発展の状況を、金融の市場化の動きと関連させて見ていこう。アメリカの投資信託はその投資対象に応じて、株式ファンド、債券ファンド、及び短期金融市場資産を投資対象とするMMF（マネー・マーケット・ファンド）の3種類に大別できる。その中で、投資信託全体の発展の起爆剤となり、最初の段階で投信の発展を先導したのは、MMFであった。70年代末のアメリカのインフレ高進、市場金利の急上昇という経済環境の中で、高水準の市場金利と極めて高い流動性とを双方を提供するというMMFは、それまでの銀行預金の市場に侵入し、その規模は爆発的に拡大した。78年から82年までのわずか5年間で、MMF残高は39億ドルから2198億ドルへと何と56倍にも拡大した。70年代末には、伝統的に小口の貯蓄資金の受け皿であった銀行預金の金利はレギュレーションQに縛られて低水準に固定されており、市場金利との格差が急速に拡大し、家計の不満は高まっていた。そうした中で、市場金利並みの利回りを提供し、かつ迅速な解約や小切手振出も可能だという高い流動性を備えたMMFは、急速に家計に浸透し、家計の貯蓄資金を吸い寄せ、その資産規模は爆発的に拡大した。さらに注目すべきは、定期預金の金利が完全に自由化された1983年には、MMFの残高が一時的に減少するという事態が生じたが、すぐに増大に転じ、貯蓄手段としてのMMFの有利性が単に金利規制によるものではなく、構造的なものであることが示されたことである。MMFが急拡大する前の時点である1977年では、家計部門における銀行預金に対するMMFの規模はわずか0.3%とほとんど無視できる大きさであったものが、90年代末から2000年代にかけてはその割合は20%を超える水準にまで拡大してきた。

こうしたMMFの拡大と広範な普及は、アメリカの中流階級・一般大衆に対して投資信託という商品や証券関連商品に接触し、学習し、馴染む機会を与え、その後の投資信託発展への転換点となり、投信拡大の基礎を築くことになった。また、MMFという投資信託商品の開発・導入は、投資家から販売手数料を取らないノーロード投信や、投資会社（投信の運用会社）が投信販売会社を bypass して投資家に直接に販売する直販ルートを増大していく契機となり、そ

の後のアメリカにおける投資信託の飛躍的發展につながっていった。この時期投資会社は、中流階級・一般大衆を対象とする投資信託商品の広告・宣伝や商品多様化に力を注ぎ、事務処理のための大型コンピューターを導入し、巨大なコールセンターを建設した<sup>4)</sup>。こうした投信マーケティング戦略の展開とその成功は、投資信託が一部の富裕層を相手とするものから、基本的性格を変え、幅広い一般大衆を相手とする金融商品に変貌したことを示している。

その後1980年代半ばにかけては、当時の高金利を狙った債券ファンドが急速に拡大し、82年から86年までの5年間で140億ドルから2626億ドルへと19倍に拡大した。90年代に入るとすべてのファンドが順調に拡大しているが、とりわけアメリカの株価急騰という環境の下で株式ファンドは急激な伸びを示し、90年代の10年間で2450億ドルから4兆419億ドルへと16倍にも拡大した。投資信託全体の規模を銀行預金<sup>5)</sup>と比べてみると、銀行預金に対する比率は1977年の4%から2005年には120%にまで増大し、銀行預金を凌駕する規模になってきている。

投資信託で受け入れた資金の運用先の市場へのインパクトという観点から重要な事例は、CP市場への影響である。MMFの発展は、それまでインターバンク取引や政府証券が中心であった短期金融市場において、CP等のオープン市場取引を急速に拡大することに貢献した。CPの発行残高は、MMFの急拡大と歩調を合わせて急速に増大し、1978年から81年までのわずか4年間で市場規模は2.5倍に拡大した。MMFでは運用資産の3～4割がCPに投資されて、市場の30%強のシェアをコンスタントに占めてきた。MMFはCP市場の最大の投資家であり、かつ他の投資家に比べて圧倒的なシェアを占める中心的プレイヤーであり、MMFの発展がCP市場発展の推進力であった。

### 3. 金融革新と市場化

#### 3.1. 金融革新の群生と市場化

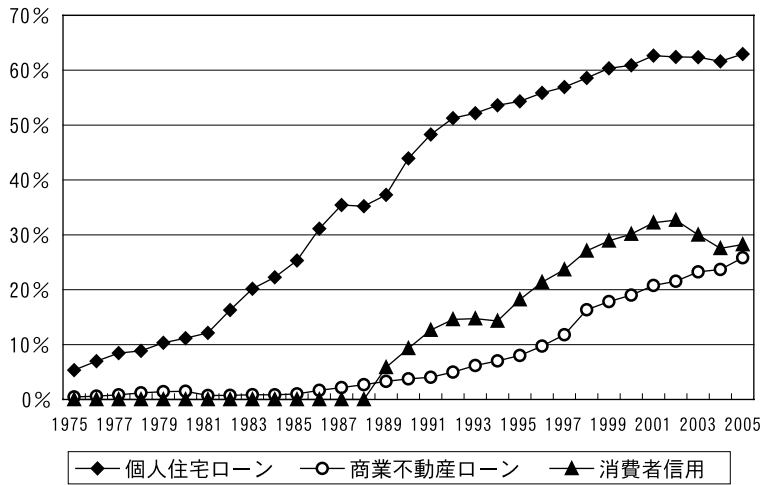
市場取引の拡大を引き起こしている別の要因としては、様々な金融革新が、従来市場にアクセスできなかった経済主体に対して、市場へのアクセス手段を新たに提供し、直接・間接に市場取引に参加できるようにしていることがある。ベンチャー企業向けの新興株式市場の創設という金融革新は、従来株式市場から資金調達できなかったベンチャー企業に対して、株式市場資金へのアクセスを可能にした。ジャンク債券市場の創設という金融革新は、従来債券市場から資金調達できなかったややリスクのある企業に対して、資本市場資金へのアクセスを可能にした。証券化という金融革新は、優良で透明性の高い資産を保有する企業や金融機関に対して、有利な条件での資本市場資金へのアクセスを可能にした。MMFという金融革新は、従来

---

4) ノセラ [1997] 第12章を参照。

5) ここでの銀行預金とは、預金金融機関全体の預金という意味である。

図表7 各種資産の証券化比率推移



短期金融市場にアクセスできなかった個人に対して、銀行預金に比べて有利である短期金融市場での資金運用を可能にした。

以下では、金融革新の中の1つである証券化を取り上げ、それがどのように金融システムの市場化を推進していったかを、節を改めて見ていこう。

### 3.2. 金融革新としての証券化と市場化

図表7は、各種資産の証券化の進展状況を示している。最初の証券化は、1970年に政府系金融機関のGNMAによって住宅ローンを対象に行われた。証券化による住宅ローン担保証券MBSの発行は、70年代後半から急速に拡大し、2005年末現在で住宅ローン残高の63%程度が証券化されるに至っている。また公的MBSとは別に、純民間ベースでのMBSが1977年から発行が始まり、90年代以降急増し、2005年末現在での発行残高は公的MBSの45%にも達している。住宅ローンに関して、証券化という金融革新が本格的に導入されるに至った最も大きな要因は、アメリカにおける住宅ローンの主たる供給者であった貯蓄貸付組合S&Lが直面した資金調達・運用の長短ミスマッチ問題とディスインターミディエーションであった。短期の預金で調達した資金で長期の住宅ローンに運用するというS&Lのビジネスモデルが、1970年代末以降の市場金利の上昇、金利変動リスクの高まりという状況の下で、行き詰まりを見せた。この行き詰まりの打開策が、住宅ローンの証券化という金融革新であった。証券化を通じて、住宅ローン向けの長期の資金を長期資金の提供能力のある資本市場に求めることにより、長短ミスマッチ問題を解消できるようになった<sup>6)</sup>。またS&Lを軸とする米国の従来の住宅ローン

6) アメリカにおける住宅ローンの証券化に関しては、井村 [2002] 第2, 3章を参照。



提供システムは、地域的に分断されたローカルな預金・貸出市場をベースとするものであったが、証券化を通じる資本市場との連結により、住宅ローン市場が全国的市場へと変貌した。市場の側から見ると、MBS という形の資本市場向けの新しい商品が、大量にかつ安定的に供給されるようになった。さらに公的 MBS の流通市場での売買状況を見ると、年間売買回転率は、1992年から2005年にかけて3.5回から17.4回へと急速に高まっており、現在では国債に次ぐ流動性の高さを示している<sup>7)</sup>。

住宅ローン以外の資産の証券化も、住宅ローン証券化の技術を応用する形で1980年代半ばから始まった。85年には自動車ローンが証券化され、86年にはクレジットカード債権が証券化された。こうした消費者信用の証券化は、80年代末から急速に進展し、2005年末現在で消費者信用全体の28%が証券化されている（図表7）。消費者信用証券化のオリジネーターは、ノンバンクや銀行である。こうしたノンバンクや銀行は、証券化を活用することにより、資金調達手段の多様化を図り、自己資本を有効に活用しつつ事業展開の幅を広げている<sup>8)</sup>。証券化という金融革新は、従来、相対的・非市場的にオリジネートされ、市場性のない資産として金融機関のバランスシートに保有されていた資産を、資本市場に連結するという役割を果たしている。

商業不動産ローンの証券化は1990年代初めから急速に進展し、2005年末現在で商業不動産ローンの26%が証券化されている（図表7）。1980年代末から90年代初めにかけての不動産不況の下で、賃貸用不動産の保有者に対するローンにクレジットクランチが発生し、その中で証券化を前提にした商業不動産ローンの供与という新しいシステムがインベストメント・バンク主導で導入されたことが、商業不動産ローンの証券化を大きく進めることになった。従来、生保や銀行によって借手との Relationship を重視して供与されていたものが、非常に標準化されたローンが Transaction 重視で提供されるようになり、Commodity 化が進んだ。また商業不動産ローンの証券化の特徴としては、多段階の優先劣後構造が採られており、劣後部分を含めて幅広いリスクが資本市場で重層的に分担されているという点がある<sup>9)</sup>。住宅ローンや商業不動産ローンに関しては、資本市場での証券化を出口として、非常にシステムティックにローンが供与されるという体制が作られている。オリジネートされたローンは可及的速やかに証券化され、投資家に販売される。住宅ローンや商業不動産担ローンの本源的借手は、自ら直接に資本市場にアクセスして資金を調達することはできないが、その代わりに証券化という金融革新

---

7) The Bond Market Association, Average Daily Trading Volume in the U.S. Bond Markets 及び Board of Governors of the Federal Reserve System *Flow of Funds Accounts of the United States* より。

8) ノンバンクにしる銀行にしる、証券化は、資本市場から企業経営への圧力が強まる中で、財務面からの制約を弱め、自己資本を有効に活用しつつ事業展開の幅を広げるものとして利用されている。

9) 商業不動産ローン証券化の進展に関しては、後の第5節3「市場化への生命保険会社の適応」を参照。

が、本源的借手に対して間接的に資本市場にアクセスする手段を提供していると思なすことができる。

証券化の中には、ABCPのような比較的短期の資産を裏付けとするものも存在する。ABCPとは、企業が保有している売掛債権等を銀行が設定したプログラムが買い取り、そうしてプールされた債権を裏付けに市場向けに発行されるCPのことである。1983年に最初のABCPが発行され、90年代に爆発的に拡大し、2005年現在ではCP市場の57%を占めるまでに至っている。本体ではCPを発行できない企業も、保有資産のプログラムへの売却を通じて、CP市場からの資金調達が可能になっている<sup>10)</sup>。ABCPを含めたCP市場の全体は、70年代末から急速に拡大したが、そうした発展を支えたのは、前述のようにMMFという金融革新を通じる短期金融市場への幅広い貯蓄資金の急激な流入であった。ABCPの開発や発行拡大も、資金面から見ると、こうした貯蓄資金のMMFを通じる市場への流入によって支えられている。このようにMMFという金融革新と証券化という金融革新が重なり、関連し合っ<sup>11)</sup>、金融システムの市場化の動きを強めている。

最後に、これまで述べてきた証券化とはやや性格を異にする債務担保証券 Collateralized Debt Obligations というものに触れておこう。CDOとは、企業向一般貸出債権や債券等を裏付けとする証券化商品であり、その中のアービトラージ型CDOとは、流通市場からローンや債券等を買集めてそれらを裏付けとして証券化を行うものである。アービトラージ型CDOは1988年に初めて発行され、その後1990年代後半から発行が非常に活発化している。代表的な裏付け資産は、ジャンク・ボンドと低格付け企業の高利回りローンである。アービトラージ型CDOは証券化として議論されることが多いが、内容的に考えると、投資ファンドと捉えるべきであろう。ジャンク・ボンドや高利回りローンに投資するファンドが、レバレッジを効かせるために、証券化という金融革新を活用して資本市場から負債資金を調達している<sup>12)</sup>。ジャンク・ボンド市場の登場、ローンの売買市場の生成、証券化の発展という各種の金融革新が織り成して、金融システムの市場化を促進している。そうした市場化の進展の中で様々なタイプの投資ファンドが登場しており、投資ファンドの運用先を求める動きがさらに市場化の動きを促進している。

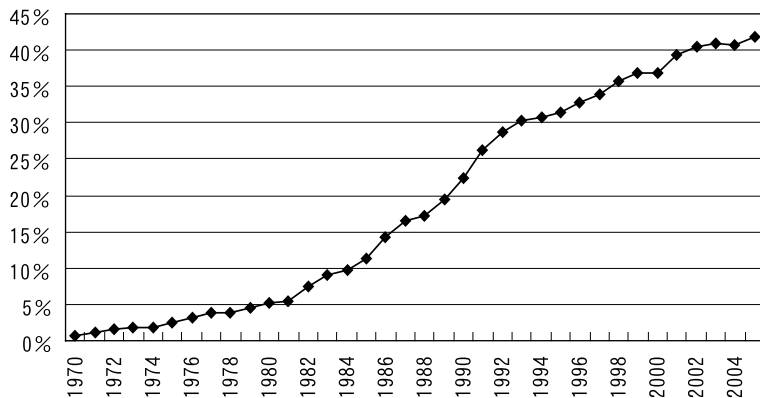
こうして証券化は、市場化の動きを量的に拡大し、質的に高度化させ、市場化を強力に推し進めている。従来は発行体の信用力によってしか証券の発行ができなかったものが、証券化という金融イノベーションにより、資産それ自体の信用力を裏付けに資本市場向け証券の発行が

10) ABCPプログラムを運営する銀行にとっての利点は、利鞘の薄い業務を本体から切り離し、自己資本を有効に活用しつつ、必要な業務展開が可能になることである。大垣 [1997] 第2章を参照。

11) 岡本・高濱 [2006] は、現代金融システムの現代性・革新性として、金融仲介機能の多様化、多層化、重層化を強調している。

12) アービトラージ型CDOについて詳しくは、北原 [2005] を参照。

図表 8 ローン証券化比率推移



可能になった<sup>13)</sup>。証券化は、相対的・非市場的にオリジネートされた資産を資本市場に連結するという役割を果たしている。これまで市場として分離されていた原資産のオリジネーション市場と資本市場とを連結することにより、金融市場の全体としての連関性・緊密性を高度化させている。証券化されて市場型の証券に変換されているローンは、金融機関のバランスシートで相対型資産として保有されているローンと比べて、その規模を急速に拡大している。すべてのローン（金融機関<sup>14)</sup>保有のローン・プラス・証券化されたローン）の中で証券化ローンの占める比率は、図表8に示されているように、2005年には42%にまで達している。

#### 4. 金融の規制緩和・自由化と市場化

一般には、金融分野における規制緩和・自由化が金融の市場化をもたらした重要な要因であると考えられている。しかしながら、アメリカにおける市場化の動きを見ると、規制緩和・自由化によって市場化がもたらされたというより、市場化の動きが規制緩和・自由化を引き起こした、市場化という潮流に金融システムが適応していく姿が政策面では規制緩和・自由化であると理解することが、以下述べるように適当だと考えられる。

1970年代後半から80年代にかけての金融面での規制緩和措置の中で、代表的事例は1883年に完了したレギュレーションQ（定期性預金金利の上限規制）の撤廃、預金金利の自由化である。預金金利自由化の背景は、当時のアメリカの激しいインフレの下での高金利と資金の銀行預金から短期金融市場へのMMFを利用した急激なシフト（ディスインターメディアエーショ

13) 証券化の特性としての資産の信用力に関しては、北原徹 [2002] を参照。

14) ここでの金融機関とは、銀行、貯蓄金融機関、生命保険会社、ファイナンスカンパニー、政府系金融機関の全体のことである。

ン)であった。従来、預金の形を取っていた小口の資金も市場に流れるようになり、市場化の動きが強まってくるという状況の中で、そうした動きに金融システム、なかんずく強い規制が課されていた銀行システムが適応していく姿が、預金金利自由化である。また、1933年銀行法(グラス・スティーガル法)で規定された銀行・証券分離規制に関しては、銀行持株会社の証券子会社(20条子会社)を通じる銀行による証券業務進出が、1987年のFRBによる認可、その後の段階的業務規制緩和の中で徐々に拡大し、結局1999年のグラム・リーチ・ブライリー法により全面的に自由化された。金融の市場化の動きの広がりの中で、金融業務の中で証券市場に関連するものが拡大し、それに携われない銀行が著しく不利な立場に立たされることになり、市場化した金融システムにおけるそうした歪みを是正するための措置が、こうした銀証分離規制の緩和であった。少し遡って、1975年の株式売買委託手数料自由化(メーデー)について考えてみよう。確かに、手数料自由化という規制緩和が長い目で見て証券市場の拡大、市場化の動きを促進したという面はあるが、手数料自由化という措置そのものは、証券市場でその存在が徐々に拡大してきた機関投資家の圧力によるものであった。市場化の動き、その中で機関投資家のプレzensの増大、機関投資家による証券売買の巨額化・活発化という事態が、手数料自由化という規制緩和をもたらしたものであった。

## 5. 市場化の動きへの金融仲介機関の適応

### 5.1. 市場化と金融機関

市場化の進展と共に市場価格変動が激化し、価格変動リスクが高まってくると、そうしたリスクを金融仲介機関が自らのバランスシートに抱え込んで吸収することが難しくなってくる。金融機関が相互にリスクを取引し、調整することを可能にする市場、デリバティブ市場が発達してくる。金融仲介機関の中では、自らはリスクを負わず、最終的資金提供者がリスクを負担するタイプの仲介機関(投資信託、証券化機関、確定拠出型年金、生保の分離勘定<sup>15)</sup>)が増大してくる。住宅ローンや商業不動産担ローンの証券化においてもオリジネーションの主役は、従来のS&Lや生保から、証券化につながるモーゲージ・バンカーに交代し、リスクは資本市場に移転されることになる。自らがリスクを負担するタイプの仲介機関では、ポートフォリオを弾力的にリスク管理していくために、流動性の高い市場性資産を保有する傾向が強まり、さらには従来市場が存在しなかった資産に関しても、新たに市場を作っていく動きが生じる(例えば、ローンの売買市場)。こうした動きは、さらに市場化を促進することになる。以下、銀行と生命保険会社を取り上げて、金融仲介機関の市場化への適応の状況をもう少し詳しく見ていこう。

---

15) 生保の分離勘定に関しては、後の第5節3「市場化への生命保険会社の適応」を参照。

## 5.2. 市場化への銀行の適応

市場化・証券化の進展に伴い銀行の業務も変化してきている。消費者向け信用の証券化や企業の売掛金を中心とする ABCP 形態での証券化では、銀行は、資産の優良性・透明性を活用して資本市場から幅広く資金を集め、オフバランスシートの形で自己資本に負担を掛けずに業務を展開するようになってきている。住宅ローンや商業不動産担保ローンの証券化においては、大手の銀行は、系列のモーゲージ・バンカーからローンを大規模に買い集めて、資本市場向けの商品としてそれを証券化するという業務プロセスを、自らのバランスシートの利用を最小限に抑えて、専ら資本市場を相手とする業務プロセスを大々的に展開している。このように銀行の業務展開も、市場化・証券化の進展に伴い、それに適合する形に変貌してきている。しかし他方では、住宅ローンにおける変動金利ローンや商業不動産ローンにおける Relationship を重視した取引等は、コスト面や事後的対応のしやすさの面などから証券化されずに、銀行のバランスシートに保有されている。このような形で、証券化の動きがあらゆる取引に浸透していくというのではなく、証券化に向けた資産は証券化されていくが、証券化に不向きな資産は銀行がバランスシートで保有するという棲み分けが行われている。

また金融取引全体の市場化の流れの中で、銀行業務も従来の伝統的な預金貸出業務から大きく変貌してきている。デリバティブ取引市場の拡大の中で、銀行はデリバティブの利用者としてだけでなく、市場のディーラーとして市場を担う中心的プレイヤーとして活動している。また各種の金融手段の市場取引の活発化に伴い、銀行は流通市場での売買で利益を上げるトレーディング業務にも注力しており、今や大手銀行にとって不可欠の業務となっている。さらに、投資信託、各種の証券といった市場性商品を顧客に販売するという金融商品販売の業務にも力を入れているが、これは資本市場に顧客をつなぐという役割を果たしている。こうした形で、銀行は一面では市場化の流れに適応しつつ、他面では市場化の動きを積極的に推進しており、近年では大手の銀行はコングロマリット化している。銀行の非伝統的業務のウェイトを、非金利収入の総収入に対する割合の動きで見ると、1970年代後半の18%程度から2000年代に入ると43%程度までに拡大してきている<sup>16)</sup>。

## 5.3. 市場化への生命保険会社の適応

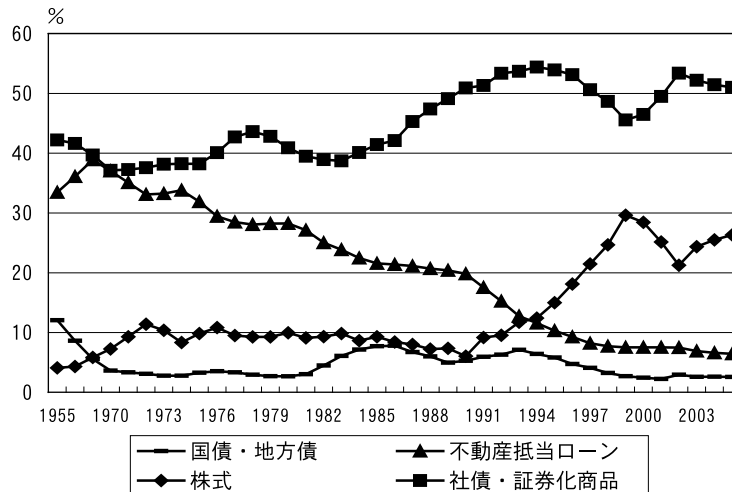
次に、1980年代以降の市場化の動きの中で、金融仲介機関である生命保険会社がどのように変貌してきたのかを、生保の資産構成の変化、証券化による商業不動産ローン市場の変容及び分離勘定の増大という側面から見ていこう<sup>17)</sup>。

---

16) Federal Deposit Insurance Corporation, Net Income of FDIC-Insured Commercial Banks より。

17) 以下の論述について詳しくは、北原 [2006] を参照。

図表9 生命保険会社の資産構成の推移



(注) 横軸の目盛は1970年までは5年刻み、それ以降は1年刻みである。

図表9は、長期的に見た生保の資産構成の動きを示している。資産構成変化の長期的傾向として、市場性資産（社債・証券化商品、株式、国債・地方債）の割合が大きく増大し、非市場性資産である不動産抵当ローンの割合が大幅に減少していることをはっきりと読み取ることができる。市場性資産の中では80年代後半以降に社債・証券化商品の割合が高まり、株式は90年代に入り急上昇し<sup>18)</sup>、国債・地方債はほとんど増大していない。非市場性資産である不動産抵当ローンの割合の長期的低下と市場性資産である社債・証券化商品の割合の増大という長期的資産構成変化をもたらしているのは、自らのポートフォリオの柔軟性を確保するために、不動産抵当ローンのような非市場的な固定的資産から債券のような市場流動性の高い資産へシフトさせる、という生保側の動きである。保険料という形で集めた資金を将来の保険金支払いに備えて運用する機関としての生命保険会社にとって、1973年の変動相場移行後の金利の変動性の高まりという運用環境変化の中で、自らのポートフォリオに対する管理能力を高めることが切迫した課題であった。こうした課題に応えるための、ポートフォリオの柔軟性の確保、市場流動性の高い資産へのシフトという長期的動きが生じ、80年代末から90年代初頭にかけての不動産不況とその中で商業不動産ローンのデフォルト急増という要因も加わり、そうした動きが90年代には一段と加速することになった。

市場流動性のある債券の中でも、生保の運用対象として増大しているのは、前述のように社債・証券化商品である。社債・証券化商品といった類の債券は国債・地方債と比べて利回り面で魅力が大きく、伝統的に生保は社債市場における最大の投資家である。本稿で論じてきたよ

18) 後の注23の内容を参照。

うに、アメリカの金融システムは80年代以降市場化の動きを強め、その中で社債・証券化商品の市場の比重が長期的に見て大きく増大してきている。社債・証券化商品市場の規模を、生命保険会社の資産規模と比べてみると、80年代初頭の1.3倍から2000年代初頭には2.6倍にまで拡大している。こうした金融システムの構造変化は、生保の側から見ると、市場化の進展の中で運用市場としての社債・証券化商品市場が拡大しているということであり、自らの資産の主要な運用対象である社債や証券化商品が市場に大量かつ多様に存在しているということである。生保は社債市場における最大の投資家であり、1970年代には社債の約35%が生保によって保有されているという状態であった。もし市場の拡大がない状況で、生保が社債保有を大きく拡大することになれば、生保は社債市場で身動きの取れない「池の中の鯨」になりかねなかった。しかし、上記のように80年代以降、社債・証券化商品市場の拡大スピードは生保資産の拡大スピードを大きく上回っており、生保は余裕を持って社債・証券化商品への投資を拡大することができた。

生保有資産におけるこうした市場性資産の増大・非市場性資産である不動産抵当ローンの減少という変化は、生命保険会社が意図的に選択したという側面も存在するが、他方では90年代以降の商業不動産ローン市場で証券化の動きが急進展し、商業不動産ローンの供与において生保が証券化組織に市場を侵食され、結果的に生保の不動産抵当ローンの保有が減少したという側面もかなり存在する。民間ベースでの商業不動産ローン証券化が進展する前の1992年と直近の2005年とを比較すると、商業不動産ローンの業態別保有比率は、生保が21.4%から10%へと激減しているのに対して、証券化ピークルによって保有されている比率は5%から25.8%へと急上昇している。以下では、商業不動産ローン市場におけるこうした生保と証券化組織との競争関係を分析することを通じて、金融システムの市場化・証券化の動きを見ていこう。

1980年代末から90年代初頭にかけての商業不動産ローンの不良化、延滞率急上昇という状況の下で、90年代に入ると生保はリスクを恐れ、リスクのある商業不動産ローンを嫌い、商業不動産ローンの中でも極めて安全性の高いローンしか供与しないようになってきた。こうした状況の下で1990年から93年にかけて、ややリスクのある不動産を保有するオーナーにとって資金の調達が非常に難しくなり、一種のクレジット・クラッシュが発生した。こうした市場における一種の空白状態に新規参入してきたのが、インベストメント・バンクによって設立されたConduitと呼ばれる証券化組織であった。Conduitとは、証券化を前提にして自ら商業不動産ローンを供与し、また提携関係にあるモーゲージ・バンカーから商業不動産ローンを買い集めて、それらをプールにして、証券化する専門の組織である<sup>19)</sup>。

Conduitはインベストメント・バンクによって設立されたが、そのインベストメント・バン

---

19) 最初のConduitは93年にインベストメント・バンクによって設立され、1995年には21のConduitが存在し、75のモーゲージ・バンカー等と提携していた。Conduits Sets Ambitious Goals for 1995, *Commercial Mortgage Alert*, 6 February 1995を参照。

クには、ハイリスクでもリスクに応じた金利設定によりビジネス化できるという組織風土がある。ジャンク・ボンド市場の創出という形で、その有効性が実証された手法である。

ローンのオリジネーションの面では、生命保険会社は伝統的に安全性の高いローンを提供しようという志向が強く、じっくり時間をかけて丁寧にローンの審査を行った上で融資の可否を決定するというスタイルである。それに対して、Conduit はかなりアグレッシブにローンを借り手に売り込んでいくといったスタイルであり、ローン審査プロセスも細かくマニュアル化されており、迅速に融資を決定していった。生保が数週間かけて審査するのにに対して、Conduit は数日で融資を決定し、意思決定の迅速性の面で大きな強みがあるという状況であった。

リコース性という面でも、生保の提供するローンと Conduit のローンとは違いがあった。ノンリコース・ローンが Transaction 中心の取引であるのに対して、リコース・ローンは Relationship 取引的性格が強い。Conduit が供与するローンはノンリコースであるが、銀行が供与するのは通常リコースの形のローンであり、生保はその中間であり、状況によってはノンリコースのローンも提供する。借手から見ると、金利の面ではノンリコース・ローンが割高となるが、リスク分担の面からはノンリコース・ローンの方が望ましい。ややリスクのある借手にとっては、特にリスク分担の面でのメリットが大きい。またアメリカでは1980年代以降、不動産物件が、企業の自社ビルといったプライベートな保有形態から、収益物件・投資物件として様々な投資家によって保有されるという形に大きく変化してきた。こうした動きは、不動産投資市場とでも呼ぶべき新しい市場が生成していること、不動産の保有・取引の部面で市場化が進展してきていることを示している。その中で、年金・生保といった伝統的な機関投資家とは別に、不動産投資を活発に行う組織として、私募不動産ファンドが登場してきた。こうしたファンドは、不動産投資にレバレッジを効かせるためにかなりの借入を行うが、その際ノンリコース・ローンを好む。こうした状況の下で、ノンリコース・ローンに対する需要が伸び、ノンリコース・ローンの供与に特化した Conduit がシェアを高めることになった。

生保に比べた Conduit の強みを、証券化によるリスクの分散・分担という面から見ると、第1に、証券化においては多くのローンがプールされて、借手・地域・物件タイプに関して分散効果が働くため、個々のローンにいくらかのリスクがあっても、それを吸収することができるという強みがある<sup>20)</sup>。第2に、商業不動産ローン担保証券 CMBS では多段階の優先劣後構造が採られており、1つのローンプールを裏付けに格付けが AAA という極めて安全性の高い証券から無格付けというリスクの高い証券まで様々の証券が発行されている。投資家は自らのリスクテイク能力・意欲に応じて、それに相応しい証券に投資できるようになっている。こう

---

20) 近年の例であるが、2003年の Conduit による証券化ディールの平均規模は11億7500万ドルであり、個別ローンの平均規模は1400万ドルであるから、証券化ディールは平均84本のローンから成り立っていることになる。Commercial Mortgage Alert *Global CMBS Issuance*, Mortgage Bankers Association *MBA Commercial Mortgage Origination Survey* より。



した投資家間でのリスク分担の仕組みが、全体としてのリスク負担能力を高め、リスクのある商業不動産ローンの供与を可能にしている。第3に、通常の証券化では証券化の劣後部分はオリジネーターが保有することが多いが、商業不動産ローンの証券化においては、劣後部分に投資する投資家が存在する<sup>21)</sup>。通常の証券化とは異なり、劣後部分も外部の投資家に売却され、投資家の投資対象となっている。こうした形で商業不動産ローンプール全体のリスクがより幅広く、深く分担されており、そうした受け皿の存在を前提に、リスクのある商業不動産ローンの供与が可能になっている。そうした劣後部分への投資家としては、90年代初頭のRTCの証券化で投資経験を積み、利益を上げてきた投資ファンドと、それと連携した、不良化したローンへの対応を専門とするスペシャル・サービサーが存在する。こうしたリスクを引き受ける投資家層は、前述したアメリカにおける不動産投資市場の生成・拡大という流れの中で、RTCの証券化を大きな契機として、社会的に形成されてきた。

生保と比べた証券化の別の面での強みは、Conduitによる商業不動産ローンの供与は、資金的には結局は資本市場から供給される訳だから、いつでも大量の資金を動員できるという点にもある。個々の生保には自社で商業不動産ローンに使える資金総額に制限あり、借手から見ると必要な時に資金調達ができない事態も生じる。これに対して、証券化ではその時の市場の条件で言えば無制限の借入が可能であり、金融システムの中での資本市場の拡大傾向は、こうした利点を拡大・強化している。商業不動産ローンの借手から見た資金調達コストの面では、生保によるローン供与・保有に比べて、証券化では様々な付加的なコストがかかり、その分だけ割高になるという面が存在する。しかしながら、傾向として見ると、Conduitは金利面でも競争力を強化してきているという状況である。商業不動産ローンの証券化の経験が積み重ねられ、証券化の様々なインフラが整備される中で、証券化のためのコストは削減され、Conduitによるローン供与の価格競争力は強められてきた。またCMBSに対する投資家の認知度の高まりに伴って、従来より低い金利でもCMBS債券の発行が可能になり、その分だけより低い金利でも商業不動産ローンの供与が可能になってきた。

生保はConduitとの競争の中で、自らのポートフォリオの中で商業不動産ローン保有の割合を低下させ、市場性の高い債券の割合を高めてきた。従来は投資機関であると共にローンのオリジネーションも行っていた生保が、業界全体として見ると、ローンのオリジネーションのウェイトを低下させ、投資に専念する機関に純化してきている。生保の投資機関への純化が生じているということである。こうした事態を、金融業務のアンバンドリングという観点から見ると、従来、生保が自らの中で一体として行っていた商業不動産ローンのオリジネーション、サービシング及びローンへの資金提供・リスク負担という3つの業務が、アンバンドルされて、

---

21) Real Estate Roundtable and Commercial Mortgage Securities Association [2003] p.13を参照。

ローンのオリジネーション業務は Conduit が、サービシング業務は専門のサービサーが担い、資金提供・リスク負担は生保を含めた資本市場の投資家が担うという形に変貌してきたということである。本節冒頭で、生保が社債・証券化商品への投資を拡大していること、社債市場での最大の投資家であることを述べたが、生保は CMBS 市場においても最大の投資家である。金融システムの市場化という大きな流れの中で、全体として見ると、生保が本来的に強みを持つわけではないローンのオリジネーション業務を縮小し、資金提供・リスク負担機能へ特化し、投資機関に純化するという動きが生じているのである<sup>22)</sup>。

90年代の商業不動産ローン市場において、Conduit のシェア拡大、生保のシェア縮小が生じたことを見てきたが、こうした状況の下で、生保の中で元々商業不動産ローンのオリジネーションで強みがある会社の中には、自ら Conduit を設立し、商業不動産ローンの証券化という市場業務に本格的に進出する会社も現れてきた。例えば、Prudential 保険は、保険、投資運用、不動産を中核とする金融コングロマリットを形成しているが、元来不動産金融にも強みを持っており、97年には生保業界で初めて自らの Conduit を設立した。Prudential 保険の子会社である Prudential Mortgage Capital は、自ら商業不動産ローンをオリジネートすると共に、Pru Express と名づけられたモーゲージバンクの全国的ネットワークを通じてオリジネートされたローンを集めて、証券化を行っている。なお Prudential Mortgage Capital は、証券化のためのローンだけでなく、Prudential 保険がポートフォリオとして保有する商業不動産ローンもオリジネートしている。こうして Prudential の不動産金融部門全体として、提供可能な商業不動産ローン商品の幅を広げ、様々な不動産関連顧客の資金調達ニーズに応えることのできるような体制を作っている。これまで培ってきた商業不動産ローンのオリジネーション能力を、自らのポートフォリオで保有するローンに関してだけでなく、証券化されて広く投資家に販売されるローンという近年拡大しつつある市場関連分野に対しても活用していくという動きである。自ら Conduit を設立し、商業不動産ローンのオリジネートと証券化を大規模に行っている生保としては、Prudential 保険以外に、Principal 保険、John Hancock 保険、Nationwide 保険等が存在する。こうした生保の動きは、市場化の進展、証券化商品市場の拡大という金融システムの構造変化の潮流の中で、元々商業不動産ローンのオリジネーションに強かった生保は、市場化の進展という流れに適応して、その強みを伸ばす業務の展開を図っている、ことを示している。

近年の生保の変貌については、別の側面からも見ておく必要がある。生保の資産運用は一般

---

22) 証券化を銀行業務のアンバンドリングとして捉えることがしばしば行われるが、そこでは、アンバンドリングの結果として銀行が担うことになる業務は、オリジネーション及びサービシング業務である。これに対して、ここで論じている生保業務のアンバンドリングにおいては、アンバンドリングの結果として生保が担うことになる業務は、オリジネーションやサービシング業務ではなく、資金提供・リスク負担であり、この点が銀行のアンバンドリングの場合と全く対照的で興味深い。

図表10 生保分離勘定比率の推移 (%)

	1970年	1980	1990	1993	1997	2000	2004
分離勘定比率	2.5%	7.5	11.3	17	28.5	35.4	31.8

(資料) American Council of Life Insurance *Fact Book*

勘定と複数の分離勘定で行われており、図表9は、一般勘定と分離勘定を総合した全体である統合勘定を表現したものである。分離勘定は、1959年に団体年金を対象として発足したが、その後各種の商品で設定されるようになってきた。90年代に入ると、生保の提供する商品の中で、変額保険や変額年金の割合が急速に拡大してきた。変額保険や変額年金は、従来生保が提供してきた商品とは異なり、保険加入者に運用対象の選択を許し、運用リスクも保険加入者が負担するものであるため、生保の勘定上も一般勘定から切り離して、分離勘定で管理される。

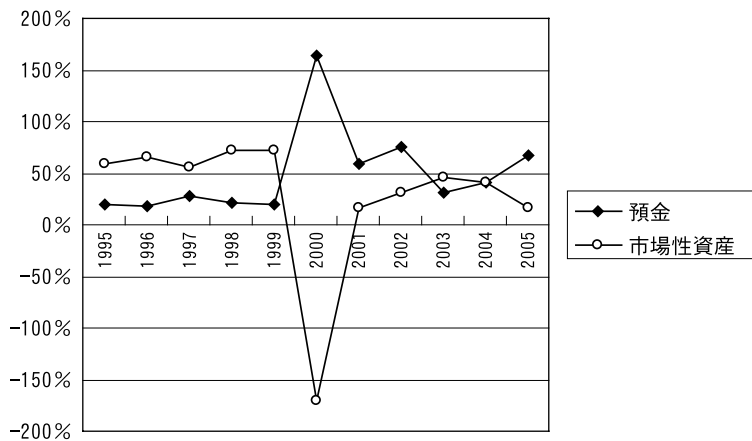
図表10に示されているように、90年代に入り生保資産中の分離勘定が急速に増大してきている。分離勘定増大という動きの背後に存在するのは、金融機関に運用・リスク負担を任せるのではなく、個々の保険加入者・投資家が自らリスクを取って運用するという傾向が、市場化の流れの中で強まっているということである。1978年に導入された確定拠出型年金401kプランや個人退職勘定IRAは、拠出金の運用を制度の管理者が行うのではなく、拠出金の運用先を個々の加入者がメニューの中から自ら選択するという制度である。401kプランやIRAは、80年代になると税制優遇措置の拡大もあり、急速に普及し、多くの個人が退職に備えた資金を自ら運用するという経験を積むことになった。こうした流れの中で、保険の分野においても、金融仲介機関である保険会社が運用リスクを負担するのではなく、個々の保険加入者が自ら運用対象を選び、リスクもリターンも引き受けるという変額保険・変額年金が増大し、分離勘定の割合が高まってきたのである<sup>23)</sup>。

## 6. 市場化の成熟化?

1980年代以降に進展してきた市場化や証券化の動きは、2000年代に入り成熟化してきているようにも思われる。資金の調達面である企業金融の動き(図表1)、資金の運用面である家計の資産保有の動き(図表2)、金融仲介面である金融機関のシェアの動き(図表3、4)、いずれの面からも市場性取引の長期的上昇傾向に、2002年ないし2003年以降ブレーキがかかっている。その中で、家計の金融資産保有に関して直近の動向を見るために、ストック面からで

23) 分離勘定の中での運用は、元々、株式や債券が中心である。特に90年代の株式ブームの下で株式での運用が、90年の43.5%から2000年の79.1%へと急激に高まって、圧倒的な割合を占めている。図表9に示されている生保資産中の株式の割合の急上昇は、90年代の株価高騰とこうした分離勘定における株式運用比率の急上昇とが相俟って、生じたものである。

図表11 家計の新規資産保有



はなくフローの面からアプローチして、家計が新規に取得した金融資産（フロー）の中での市場性資産（株式・債券・投信・年金）と預金との割合の推移を示したのが、図表11である。90年代では市場性資産の割合が預金をコンスタントに大きく上回っている状況であったのが、2000年代に入るとむしろ預金の割合が市場性資産を上回るという逆転現象が生じている。

一般論として、すべての金融取引が市場化するとは考えられない。市場取引に馴染まない貸手・借手間の Relationship を重視する貸出関係は存在するだろうし、銀行による情報生産が不可欠であり、市場向けの標準化された金融商品に仕立てるのが難しい金融関係も存在するだろう。即断はできないが、1980年代以降続いてきた市場化の流れは、ある程度行き着くところまで行き着いた可能性があると思われる。今後の動向が注目される<sup>24)</sup>。

証券化の面での動きについても、各種資産の証券化比率の推移（図表7）を見ると、2002年ないし2003年以降証券化比率の継続的上昇という傾向が、商業不動産ローンの証券化を除いて、見られなくなってきている。キャッシュフローがありさえすれば、あらゆるものが証券化できると言われたりするが、証券化を行うには相当の手間・暇・コストがかかる訳であり、それを上回るベネフィットが得られない限りは、証券化が行われることはない。すべての資産・債権に関して、証券化のベネフィットがコストを上回るということはありません。証券化に向いている資産もあれば、向いていない資産も存在する<sup>25)</sup>。近年の動きを見ると、証券化の流れも、一本調子に伸びていくという局面は終わり、成熟化してきている可能性がある。

24) 但し、買収ファンドによる企業買収の活発化や不動産ファンドの増大による不動産の投資商品化といった、本稿における量的な統計データ分析では捉えきれない、市場の質の深化とでも呼ぶべき部分での市場化の動きが、近年大きくなっていることには留意が必要である。

25) 証券化に向いている資産について詳しくは、北原徹 [2002] を参照。

## 7. 市場化の進展と金融システム

本稿ではこれまで、1980年代以降にアメリカの金融システムが市場的取引領域の拡大という方向で、どのように変貌してきたのかについて分析してきた。ところで、これまで述べてきたような市場化の進展は、金融システムにとって、経済にとって、どのような含意を持つものであろうか。その問題の本格的検討は別稿に譲らざるをえないが、本稿の最後として、問題の所在について簡単に触れておこう。

資金の効率的配分という観点からは、例えば、住宅ローンの証券化によってそれまで地域的に分断されていた住宅ローン市場が資金的に統合された全国的市場に変貌したとか、証券化を通じて原資産のオリジネーション市場と資本市場が連結されるようになったといった形で、資金がより効率的に配分されるようになった。リスクの配分という観点からも、ジャンクボンド市場やベンチャー企業向け株式市場の開設・拡大により、リスクがより広範な投資家によって分担されるようになってきたし、こうした市場を利用して資金を調達する企業にとっては、リスク資金の調達機会が大きく広がってきた。市場化の進展に伴い、各種の金融市場で形成される価格を情報として活用して、金融機関のリスク管理技術は極めて高度化してきている。

他方、市場化の進展は膨大な流動的資産を生み出し、投資家に提供する。資産の市場での取引が容易になり、活発になるほど、価格変動も激しくなる。価格変動の激化は、投資家にとってポジションリスクを高めると共に、価格変動を利用した豊富な収益機会を提供する。証券の価格が激しく変動する状況においては、投資対象の長期的収益性に着目する投資戦略は、目先の短期的な値動きを利用する戦略に比べて収益性が低くなるばかりではなく、価格変動によるリスクを大きく抱え込んでしまう恐れがある。流動性が与えてくれるあらゆる機会を利用することが、投資家に迫られる。こうした状況の下では、投資家は市場の心理や短期的な市場の先行きを読み合うことになる。Keynes が、有名な美人投票の喩えを使って分析した状況である<sup>26)</sup>。貯蓄の機関化について第2節で議論したが、年金や投信という形で集積された資金を実際に運用するのは、運用会社のプロフェッショナルのファンド・マネージャーである。その業績評価は、比較的短期間のファンド・マネージャー間の相対パフォーマンスやベンチマーク指数との比較によって行われる。従って、彼らの投資行動も、投資対象の長期的収益性よりも市場の目先を読むことが中心となり、横並びで、マーケット順応的なものとなりがちである。こうして、価格がファンダメンタルズとは関係なく形成され、価格が資本配分の指標として十分な機能を発揮できなくなる恐れがある。こうした土壌の下では、市場の楽観が楽観を呼び、悲観が悲観を呼ぶというオーバーシュートやバブルが発生しやすくなるし、楽観の行き過ぎは悲

---

26) Keynes [1936] 第12章を参照。

観の行き過ぎによってのみ修正されることになる。危機に陥ると、流動性は一挙に枯渇することになる。

また、市場化の進展は、市場がカバーする領域を拡大し、市場間の連結性・連動性を強めるため、どこかの市場で発生した混乱が、従来はそれとは関連がなかった市場にまで波及し、金融システム全体の混乱や危機を引き起こす恐れがある。例えば、1998年秋のロシア金融危機、それに伴うヘッジファンド LTCM の危機の際には、世界の金融・資本市場が大きく動揺し、変調を来たしたが、その影響はアメリカの不動産証券化市場にも及んだ。資本市場での「質への逃避」の極端な動きの中で、米国債に資金が集中する一方、CMBS は大きく売られ、価格は急落し、CMBS 市場では流動性危機が発生した。CMBS の裏付け債権である商業不動産ローン自体にデフォルトが生じている訳でもないのに、資本市場の混乱の影響で CMBS 価格は下落し、金利は急騰した。その結果、CMBS の劣後部分に投資していたモーゲージ REIT が経営破綻し、証券化のために商業不動産ローンを在庫保有していた Conduit は大規模な損失を被った。証券化機構の機能が麻痺し、商業不動産ローンのオリジネーション活動までもストップした。

金融システムの市場化の動きは、当然のことながら、市場の力を強める。個々の企業の状態は、市場の評価に晒され、市場の評価から大きな影響を受けることになる。市場やその中心に位置する機関投資家が企業経営に及ぼす影響力は著しく強化される。従来、金融市場の動きから独立して行動していた企業も、市場や機関投資家の声を無視できなくなる。金融市場からの企業経営に対する圧力の強化や機関投資家による企業経済への関与・介入の強まりが、企業や経済の長期的発展にどのように影響するのかは明らかではない。また、市場化の動きの中で、資産運用のリスクを金融仲介機関ではなく、最終的資金提供者である個人が負う状況が拡大してきているが、大きな経済的・金融的ショックが発生した場合、どこまで個人が、中間層や一般大衆がリスクを負担できるかは未経験の問題であり、状況によっては大きな社会的な混乱や不安をもたらす可能性もある<sup>27)</sup>。

最後に、金融システム市場化という潮流の歴史的含意について触れておこう。資本主義における金融システムの歴史的展開としては、1930年代の大不況・金融システム危機を受けてその後、アメリカを含めて各国は金融に対する規制を強め、金融の中での市場的取引の領域は狭い範囲に限定されることになった。本稿で述べてきたようなアメリカにおける1980年代以降の変貌は、こうした1930年代に形成された金融システムが徐々に内部的に掘り崩されて、新しい姿に変貌していくプロセスであった。では、金融システムの市場化という動きが行き着いた先では、どのような姿になるのであろうか。このような資本主義における金融システムの歴史的変

---

27) オルレアン [2002] は、「流動性と自己言及的投機」、「産業に対する金融の支配」、「市民的個人主義から資産的個人主義への移行」といった概念を使って、市場化の動きによる金融・経済・社会の変貌を分析している。

遷を、どのように理解すればよいのであろうか。また、アメリカとは異なって、金融システムの中で銀行が極めて重要な役割を果たしてきた日本のような国では、金融の市場化の動きはどう進むのであろうか、どのような金融システムに変貌していくのであろうか。金融システム市場化の問題をめぐって、多くの課題が残されている。

#### 参考文献

- 井村進哉 [2002] 『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会
- 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
- 岡本恵也・高濱和博 [2006] 「『証券化』の歴史的含意——生産金融から消費金融への歴史的展開——」  
『証券経済学会年報』第41号
- アンドレ・オルレアン 坂口明義・清水和巴訳 [2001] 『金融の権力』藤原書店
- 北原徹 [1999] 「投資信託と金融システム」『東京学芸大学紀要：第3部門 社会科学』第50集
- 北原徹 [2002] 「証券化と資産変換」『証券経済学会年報』第37号
- 北原徹 [2005] 「証券化における資産担保とマネジメント裁量性」『立教経済学研究』第58巻第3号
- 北原徹 [2006] 「アメリカの不動産証券化と生命保険会社」『高知論叢』第85号
- ジョセフ・ノセラ 野村総合研究所訳 [1997] 『アメリカ金融革命の群像』野村総合研究所
- J. M. Keynes [1936] *The General Theory of Employment, Interest and Money*
- Real Estate Roundtable and Commercial Mortgage Securities Association [2003]  
Risk-Based Capital Guidelines: Implementation of New Basel Accord, November 3