

データから見た日本の証券化市場の展開 —集約化・二極化・機関化—

長崎大学 深浦 厚之

本研究では、日本証券業協会から公表されている証券化市場の動向に関する月次データをもとに、日本の証券化市場の展開過程を検討する。その結果、日本の証券化市場は全体の傾向として拡大基調にあり、自動車ローンや消費者ローン、クレジットカード債権などの典型的・伝統的な原債権を用いたプログラムが依然として重要な位置を占めることが示された。同時に、不動産関連の証券化プログラムが特に最近になってからは市場全体の傾向に強い影響を与えるようになりつつあることが論じられる。こうした検討を通じ、最近の日本の証券化市場の特徴を、次の3つのキーワードで表現した。

(1) 集約化

証券化取引の認知度が高まり原債権の種類は増えているが、住宅ローンやクレジットカード債権など代表的な原債権、あるいは不動産関連の証券化プログラムが市場全体のベクトルを方向づける傾向が強くなっている。また、大半の証券化プログラムが信託方式によって行われている。つまり、日本の証券化市場は標準的な原債権が標準的な方法で証券化されるような市場といえる。言い換えれば市場全体の性格が単純化しており、多様化というよりは“集約化”の方向にある。

(2) 二極化

不動産関連の証券化とそれ以外の証券化、数年程度を上限とする短期～中期の証券化プログラムと、30年前後の長期のもの、有力金融機関によるアレンジャーの寡占化など、日本の証券化市場は二つの核を持つ“二極化”傾向にある。

(3) 機関化

オリジネータやアレンジャーの固定化、私募方式の普及、住宅金融公庫（住宅支援機構）のプレゼンスの増大等に見られるように、機関投資家や有力金融機関の役割が高まっている。過去数年にわたる証券化市場の制度改革は、新たな参入を促進させるという効果は十分現れていない。この特質は“機関化”と呼べる。

これらの特徴は流通市場の未整備とも相まって日本の証券化市場の現在の姿を浮き彫りにする。すなわち、現下の証券化市場は原債権のリスクを広く資本市場に分散させるという状況にはなく、有力アレンジャーや機関投資家等、限られた原債権の保有者など一部のプレイヤーにリスクが蓄積される傾向にある。そうだとすれば、市場型間接金融システムをめぐる議論の中で言及されることが多い証券化市場の機能への期待は、少なくとも現況においては十分に実現されていないというべきであろう。