

米国証券化市場の回復の鍵とその可能性

関 雄太、小立 敬、神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 米国の証券化市場では、政府機関（GSE）によるエージェンシーMBSの発行は続いているものの、金融危機の影響から、それ以外の証券化商品の発行はほぼ停止している。
2. 米国の証券化市場の回復の鍵を握るものとして市場関係者から大きな期待が寄せられているのが、FRBが導入したターム物ABS貸出ファシリティ（TALF）である。民間セクターがディレバレッジを進める中、TALFは投資家にレバレッジを提供して市場の回復を図るものとして位置づけられる。
3. TALFを利用する投資家には相応のリターンが期待できると見られているが、第1回、第2回の入札実績は低調なものに終わった。ヘッジファンドを始めとする投資家が、AIGの賞与問題を受けて公的セクターとの関わり合いを避けたことが背景にあると考えられている。
4. 米国の証券化市場における停滞の一因として、G20首脳会合やEUではオリジネート・トゥ・ディストリビュート（OTD）に関してオリジネーターに一定割合保有させる等の規制を導入する方向で議論が進んでいる。しかし、米国の市場関係者の間では、OTDモデルの参加者が抱えるインセンティブ問題の解決や透明性向上が解決すべき課題として認識されている。
5. そこで米国では、業界を中心とした各種取り組みが行われている。例えば、全米証券化フォーラム（ASF）は、証券化市場の再スタートを企図したプロジェクトRESTARTを推進している。そこでは、①ディスクロージャーの標準化、②デュー・デリジェンスに不可欠な項目の特定、③オリジネーターによる原債権の品質保証の標準化、が柱となっている。
6. 米国の証券化市場の回復に向けて、足許はTALF等の政策プログラムに市場関係者の期待が集まっている。しかし長期的には、政策プログラムをきっかけにヘッジファンドなど新たな投資家層が拡大し、市場が自立的な回復軌道に乗ることが求められる。

I はじめに

米国の証券化市場は金融危機の打撃を大きく受けた。政府機関（GSE）のファニーメイ、フレディマックが組成に関わるエージェンシーMBSの発行は、GSEに対する政府支援もあって現在も続いているものの、エージェンシーMBS以外の証券化商品の発行は困難となり、市場はその機能をほぼ停止している。一方、日本でも、住宅金融支援機構のMBSを除けば証券化商品の発行は難しい状況がある。

証券化というクレジット・エンジニアリングの先駆者として、米国の証券化市場の回復に向けた公的セクターおよび民間セクターの取り組み、さらに証券化市場の今後の回復の可能性について、現地でヒアリング調査を実施し、市場関係者を中心に様々な意見を聴取した。本稿はその調査結果を取り纏めたものである。

II 証券化市場の回復の鍵を握る TALF

1. 証券化市場の回復を図る FRB の TALF

米国の証券化市場は、2003年まではエージェンシーMBSの市場を中心に拡大してきた。その後、世界的な過剰流動性の影響によって、伝統的なクレジット商品のスプレッドが低下し相対的に利回りの高い証券化商品に対する投資家の需要が高まるにつれて、サブプライム・ローンを組み込んだRMBSやクレジットカード・ローン等の消費者向けクレジットを裏付けとするABS、さらにはABSやRMBSを再証券化したCDOの発行額が伸び、証券化市場は大きく拡大していった（図表1）。

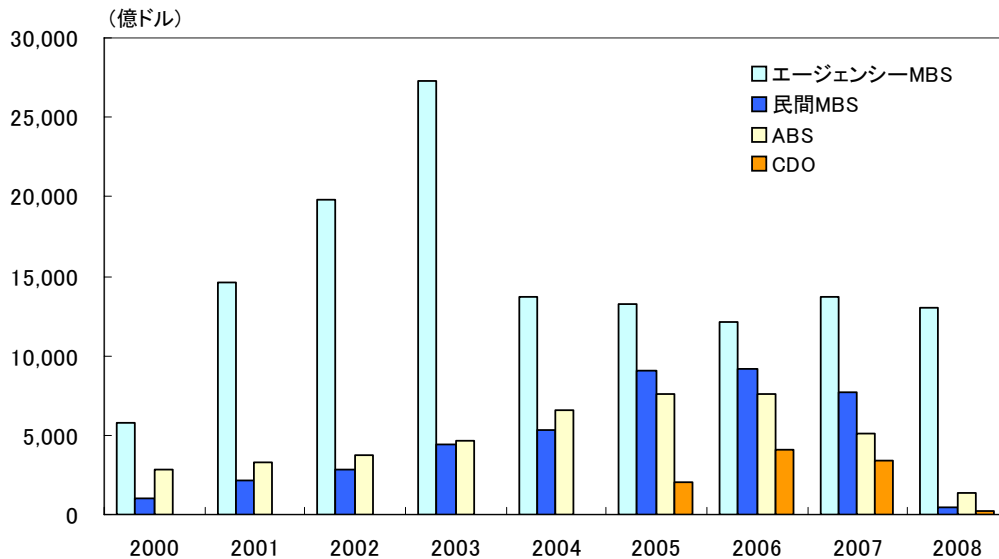
しかし、サブプライム問題に端を発する金融危機の影響から、2008年には証券化商品の発行額が急減し、エージェンシーMBS以外の証券化市場はほとんど機能していない。こうした状況において、証券化市場の回復の鍵を握るものとして連邦準備制度（FRB）が導入したターム物ABS貸出ファシリティ（Term Asset-backed Loan Facility、TALF）という政策プログラムに市場関係者から大きな期待が寄せられている¹。

TALFは、消費者や中小企業のファイナンスを支えてきたABSの市場を復活、再スタートさせることを目的として、2008年11月にFRBが導入を公表したプログラムである。TALFは当初、クレジットカード・ローン等の一定の資産を裏付け資産とし、かつAAA格の格付を取得した適格ABSを担保に、FRBが投資家にノンリコースで融資を提供するプログラムとして導入が図られたものである²。ABSに投資する際に生じる投資家のリスクをFRBが引受けることで、投資家をABS市場に呼び戻すことを狙いとしている。FRB

¹ TALFの詳細な仕組みについては、吉川浩史「米国証券化市場の正常化の道のりを支えるTALFの概要」『資本市場クォーターリー』2009年春号を参照。

² TALFのオペレーションはニューヨーク連銀が担う。

図表 1 米国証券化市場の推移



(注) 1. 民間 MBS は、エージェンシーMBS 以外の RMBS、CMBS、CMO を含む。
 2. CDO は 2005 年以降のデータのみ。グローバル CDO のうち米ドル建てを集計。
 (出所) SIFMA

が引受けるリスクに対しては、2008 年 10 月に成立した緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008) で導入された問題資産救済プログラム (TARP) の資金から劣後ファイナンスが行われ、TALF の融資総額の 1 割に対して TARP がリスクを引受ける仕組みである。TALF は月次で実施される入札を経て融資が実行されることとなっており、その第 1 回目の入札が 2009 年 3 月 19 日、第 2 回目が 4 月 7 日に実施された。

TALF の適格担保はプログラムの公表時から拡張されている。TALF 導入の公表の際は、クレジットカード・ローン、オート・ローン、学生ローン、中小企業局 (Small Business Administration) の保証が付いた中小企業向け貸出を裏付け資産とする ABS が対象であったが、現在は、それらに加えて設備のリースやローン、住宅モーゲージ保証債権 (mortgage advance) を裏付け資産とする ABS も対象となっている。そして、TALF の対象となる ABS は、原則、2009 年 1 月以降に発行された、(格付けの妥当性等の問題が比較的小さいと考えられる) 新しい証券である。

一方、オバマ新政権の下で 2 月 10 日に財務省から公表された金融安定化プラン (Financial Stability Plan) では、TALF の適格担保は、CMBS や民間 MBS、CLO 等にも拡張される方向性が示された。つまり、TALF は ABS 市場の再始動という役割から ABS 以外の証券も含め証券化市場を全体的に回復させる仕組みに拡張されたとみることができる。

さらに、3 月 24 日には金融機関がバランスシートに抱えるレガシー・アセット (不良資産) の問題解決を図るための政策プログラムとして官民投資プログラム (Public-Private Investment Program, PPIP) が財務省から公表されているが、その中でも TALF の活用が謳われている。PPIP では、AAA 格の格付けを取得した CMBS、当初格付けが AAA 格で

あった民間 RMBS が TALF の対象となることが示されており、TALF は証券化商品の発行を支援し証券化市場の新たなスタートを図るという当初の目的に加えて、レガシー・アセットとして位置づけられる既発行の証券化商品の問題解決に当たるという新たな使命を負ったことを意味している。

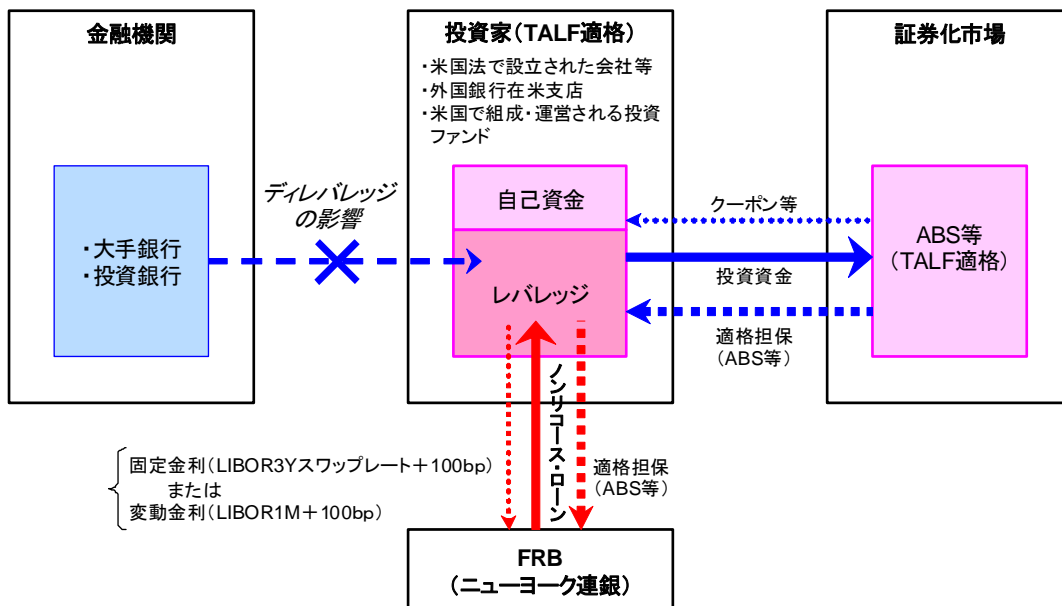
2. TALF のインセンティブと投資家の期待

現地調査では、証券化市場の再スタートあるいは証券化市場の将来的な回復に向けて TALF に期待する声が多く聞かれた。

TALF は証券化市場の投資家に、期間 3 年のノンリコース・ローンを提供するプログラムである（図表 2）。FRB からの融資の額は、適格担保の証券の種類や満期に応じて定められるヘアカット率（掛け目）によって割引されるため、投資家は割引された金額については自己資金を充当しながら証券化商品への投資を行うことになる。つまり、TALF は投資家にレバレッジを活用して証券化商品のリターンを追求できる機会を与えていることになる。TALF を利用することで、ABS 投資から 10～20% の高いリターンが期待できるという見方もあり、FRB が投資家に対して TALF の利用を促す強いインセンティブを設けている点が最大の特徴である。

従来、ABS の主な投資家であった SIV や SIV Lite が金融危機により消滅するなど証券化市場では ABS に投資する投資家がいなくなっている。また、金融危機の反動から金融セクターでは大規模なディレバレッジが進んでおり、市場では投資家にレバレッジを提供する主体がいなくなっている。このため、TALF は現状ではほぼ唯一、証券化市場にレバ

図表 2 TALF のメカニズム



(出所) 野村資本市場研究所

レッジを提供する役割として存在する。レバレッジを必要とするヘッジファンドなど TALF が新たな投資家を証券化市場に取り込み、証券化市場の投資家層を拡大することが期待されている。

このような強いインセンティブをもった TALF の効果として、ABS 市場に復活の兆しが見えてきたことを多くの市場関係者は指摘する。TALF の第 1 回オークションの実施を前に、TALF 適格となる ABS の第 1 号として計 82 億ドルの新しい ABS が発行された。具体的には日産、フォード等の自動車ローンを裏付けとする ABS、シティのカード・ローンを裏付けとする ABS が発行されている。ABS のアレンジャーの中には、TALF 導入の影響を受けて、昨年終わり頃から止まっていた ABS の発行が再開したと述べたところもあった。また、TALF が導入されたことによる効果として、セカンダリー市場において ABS のスプレッドが縮小してきたという見方もあった。

もっとも、第 1 回の入札結果では TALF の融資総額は 47 億ドル、第 2 回の入札結果では融資総額 17 億ドルの実績に留まっており、TALF の当初の融資上限 2000 億ドルに対して 2 回分を合わせても約 3%にしか過ぎない。TALF の入札が低調に終わった背景として、AIG の高額賞与に対する課税問題の影響を指摘する向きが多かった。TALF の利用者として、従来から ABS 市場に参加していた年金基金や投資信託など伝統的な機関投資家の他に、新たな投資家層としてヘッジファンドが市場参加することに期待する声大きい。しかし、ヘッジファンドは一般に、政府の関与や規制の強化などには極めて敏感であることから、AIG を始めとする金融機関の高額賞与の問題が大きく取り上げられる中、公的セクターとの関わり合いを避けるため TALF への参加を見合わせているという指摘が多い。

TALF は証券化市場の回復の鍵を握るものとして市場関係者の大きな期待を受ける一方で、その利用拡大に向けた大きな課題もあり、初回、第 2 回目と TALF の入札はゆっくりとした滑り出しとなった。

なお、2月の金融安定化プランにおいて TALF の融資総額は、当初の 2000 億ドルから 1 兆ドルに拡大されることが明らかになった。TALF の規模の十分性については、プログラムが始まったばかりであることから、現時点でそれを評価することは難しいとする声がある一方で、米国の証券化市場の規模は最大でも 4 兆ドル程度であるとして、その 4 分の 1 に相当する 1 兆ドルは政策規模として十分という見方もあった。

3. TALF の利用拡大に向けた課題

TALF には証券化市場の回復の鍵を握るプログラムとして市場関係者から大きな期待が寄せられているものの、いくつかの課題も指摘された。

TALF 適格の ABS のセカンダリー市場におけるスプレッドが縮小するといった目に見える TALF の導入の効果が認められる一方、TALF 非適格の ABS はスプレッドが拡大したままで、TALF の導入効果が十分に波及しておらず、TALF 適格か否かで市場が二極化しているという指摘がある。そのため、適格担保の種類や範囲の拡大が TALF の利用拡大

の大きな鍵を握っているという見方がアレンジャーのみならず、投資家サイドからも示された。

また、FRBがTALFによって投資家に提供するノンリコース・ローンは期間3年として固定化されているが、融資の期間を担保証券の満期とマッチングさせることがより投資家にとって魅力となるという意見もあった。さらに、適格ABSの範囲について、ABSの適格条件を2009年1月以降に発行されたものに限るなど、現在は新規発行に限定しているが、既発行のセカンダリー市場におけるABSをTALFの制度の対象に含めることが必要との指摘もあった。

TALFの制度としての安定性の確保を求める声もあった。異例の政策プログラムであるTALFをFRBが運用するに当たって、FRBは証券化市場の実務やプライシングの実務についてTALFを運用しながら学んでいくことになる。このため、投資家はTALFの制度が安定するまで様子見をしているという指摘もある。もっとも、この問題は短い期間で直ちに解決できる問題ではなく、制度を運用しながら試行錯誤を経て改善を図るしか有効な手立てはないとされる。

さらに、TALFに係る政治リスクを指摘する声が大きい。例えば、下院金融サービス委員会では、TARP資金を受け入れた金融機関の報酬基準設定の権限を与える法案(H.R.1644)が採決された。TALFもTARP資金から劣後ファイナンスを受けている。このため、この法案が成立するとTALFを利用する投資家にも報酬制限が適用されるのではないかという懸念が投資家に広がっていることが指摘された。

上記以外にもTALFについていくつかの課題が指摘されている。こうした課題を克服していくことがTALFの利用拡大につながるとみられる。

4. PPIFへの潜在的な期待

2009年3月24日に公表されたPPIPで、ある程度の姿が明らかになった官民投資ファンド(Public-Private Investment Fund、PPIF)に対する期待も市場関係者から示された。PPIFは金融機関のバランスシートからレガシー・アセットを切り離すことを目的とする政策プログラムであり、金融機関からレガシー・ローンを買取るレガシー・ローン・プログラムに加えて、金融機関から証券化商品を買取るレガシー証券プログラムの2つのプログラムからなる。証券化市場の回復に寄与するものとして後者については、証券化市場の関係者の間で期待を示す意見が多かった³。

PPIFに対する評価としては、PPIFのスキーム上でファンドが設立できるという点で、運用会社のファンド・マネージャーはTALFよりも魅力を感じているという声もあった。実際にブラックロックやピムコは、PPIFへの参加を明らかにしており、PPIFへの興味を示す運用会社は潜在的にもかなり多いとみられる。

³ 運用会社のPPIFに対する見方については、三宅裕樹「進展しつつある米国不良資産問題の解決に向けた取り組みー収益機会を見出す運用会社の存在」『資本市場クォーターリー』2009年春号を参照。

しかし、現段階では、PPIF に対する潜在的な期待は高いものの、PPIF のファンド・マネージャー5 社が選定され、買取り対象となる証券化商品の条件や買取り価格の決定方法など具体的な枠組みが定まるまでこれから数ヶ月の時間を要するとみられており、市場関係者からはスキームの詳細が明らかになるまで PPIF の評価を下すことは難しいという見方をされている。

III OTD モデルを巡る議論

証券化のビジネス・モデルであるオリジネート・トゥ・ディストリビュート (OTD) モデルとは、一義的には、オリジネーターが自ら貸出等の債権を保有せずに投資家に販売することを目的に証券化商品を組成するモデルを指す。このモデルでは、オリジネーターやアレンジャー、サービサー、格付機関など証券化プロセスの参加者がデュー・デリジェンスやモニタリングなどの機能を担うことにより、プロセス全体で証券化商品の健全性が確保されることが期待されていた。しかしながら、今回の金融危機を受けて、実際には期待されていた自己規律が働かず、サブプライム・ローン問題を引き起こした主因として見られることが多い。

そのため、OTD モデルを巡っては、規制強化がグローバルな潮流となっている。2009 年 4 月 2 日に発表された 20 カ国・地域 (G20) 首脳会合の首脳宣言の付属文書「金融システム強化に関する宣言」では、バーゼル銀行監督委員会および各国規制当局が 2010 年までに証券化のリスク管理におけるインセンティブを向上させる取り組みを行うべきことが明記されており、その一環で、「定量的な保有規制」の導入が指摘されている。「定量的な保有規制」とは、一般に「スキン・イン・ザ・ゲーム」と呼ばれるものであり、上記の OTD モデルへの反省に基づき、オリジネーターが発行された証券化商品の一定割合を保有することを指す。

欧州では既に、オリジネーターがリスクの一定割合を保有することを義務付ける規制を EU レベルで導入することが検討されているが⁴、米国の市場関係者の間では、スキン・イン・ザ・ゲームの考え方に対しては批判的な見解が多く聞かれる。そもそも米国の証券化は純粋な OTD モデルを採っていなかった、との見方がある。図表 3 にあるように、オリジネーター、アレンジャーに当たる銀行・貸付機関、GSE・連邦住宅貸付銀行、証券会社は MBS や CDO 劣後債の 4~5 割を保有していた。また、①オリジネーターがサービサーとして継続的に手数料を得ていること、②原債権の初期にデフォルトが生じた場合、そのロスがオリジネーター負担となる条項が契約上定められていることが多いことから、米国ではそもそもスキン・イン・ザ・ゲームの状態にあったことが指摘されている。

⁴ 銀行等貸付金融機関の自己資本比率規制において、他社の組成した証券化商品に投資する場合、その証券化商品のオリジネーターが一定割合を保有していることを条件とする規制が検討されている。当初は 10%の保有をオリジネーターに義務付ける案もあったが、業界からのロビイングを受け 5%の水準が検討されるに至っている。

米国の市場関係者からは他にも、①オリジネーターがリスクを一定割合持っているからといって原債権のクオリティが保証されるわけではない（実際サブプライム・ローンの証券化商品ではクオリティの低い原債権が多く組み込まれていた）、②オリジネーターが特定のトランチを保有すると、そのトランチ保有者の利益に沿った行動を採りかねず、かえって証券化商品の保有者全体との間に利益相反が生じる、③オリジネーターにどの程度のトランチを保有させればよいかについて個々の投資家は異なるインセンティブをもっておりそれを調整することは理論的に難しい、といった意見も聞かれた。一方で、スキン・イン・ザ・ゲームを規制で義務付けることへの代替案として、ランダムに選ばれた証券化商品をオリジネーターにすべて保有させるべきという新たなアイデアもあった。

このように米国では、OTD モデルそのものには問題があるとは見られていない。むしろ OTD モデルを前提としたうえで、証券化のプロセスを分解し、それぞれにおいて参加者が投資家のために行動することを確保するための取り組みが見られる。

例えば、証券化市場における価格の透明性向上については、米国の自主規制機関である金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority、FINRA）が、社債市場の透明性向上を目的に導入した TRACE の対象に証券化商品を含めることを検討している⁵。また、全米証券化フォーラム（American Securitization Forum、ASF）、証券業金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association、SIFMA）、欧州証券化フォーラム（European Securitization Forum、ESF）、豪州証券化フォーラム（Australian Securitization Forum、AuSF）による証券化市場の回復のためのグローバル・ジョイント・イニシアティブは、主に RMBS の分野における証券化実務の改善を図っている。また、S&P やムーディーズなど格付機関の間では、デフォルト率や業界の相関関係の想定をより保守的に変更するなど、従来用いてきた格付モデルを自主的に見直す動きが見られる。例えば S&P

図表 3 米国におけるモーゲージ証券保有構造

	ローン	HELOCs	エージェンシーMBS	非エージェンシー	CDO劣後	非CDO劣後	合計
銀行・貸付機関	2,020	869	852	383	90		4,212
GSE・連邦住宅貸付銀行	444		741	308			1,493
証券会社			49	100	130	24	303
金融保証会社		62			100		162
保険会社			856	125	65	24	1,070
海外			689	413	45	24	1,172
その他	461	185	1,175	307	46	49	2,268
合計	2,925	1,116	4,362	1,636	476	121	10,680

(注) HELOC (home equity line of credit) とは貸付枠の範囲内で随時貸付が行われる住宅担保ローンを指す。網掛部分はオリジネーター、アレンジャーを示す。

(出所) Dwight Jaffee, Anthony W. Lynch, Matthew Richardson, and Stijn Van Nieuwerburgh “Mortgage Origination and Securitization in the Financial Crisis”

⁵ TRACE については、小立敬「社債市場の透明性をめぐる米国の議論」『資本市場クォーターリー』2008年夏号参照。

は、2008年11月よりオリジネーターのランク付けを開始し、それをRMBSの格付けに活用することを開始している。オリジネーターのランク付けは、過去のローンのパフォーマンス、ローン・オリジネーションのプロセスとガイドラインに基づいて行われる。

次節では、その取り組みの代表として、グローバル・ジョイント・イニシアティブに基づくASFによるプロジェクトRESTART (REsidential Securitization Transparency And Reporting) について紹介する。

IV 証券化市場回復に向けた業界の取り組み

証券化プロセスに内在していた瑕疵がサブプライム・ローン問題および今日の金融危機の一因となったことは誰もが認めるところであるが、その一方で、リスクの分散や安価なクレジットの提供という証券化のもたらす便益に対する評価は、米国の市場関係者の間で共有されている。そこで、米国では、官民共同で証券化市場の活性化に向けた取り組みがなされている。上記TALFは公的セクターの主導であり、目下機能麻痺に陥っている米国証券化市場のカンフル剤として導入されたものであるが、業界主導で証券化市場の将来的な発展のための基盤を整備する試みとしては、ASFによるプロジェクトRESTARTが挙げられる。

プロジェクトRESTARTは、ASFが2008年7月に開始した住宅ローンの証券化市場を再始動(リスタート)させるためのプロジェクトである。住宅ローンが原債権として選ばれたのは、市場が最も大きく、また、サブプライム・ローンに見られたように、最も多くの問題を抱えている市場であるという認識に基づく。

その提言内容は多岐に渡るが、主要なポイントは以下の三点に集約される。第一は、証券化商品のディスクロージャーに関する基本的な部分の標準化であり、証券化商品の発行時の開示と、その後の継続開示とに分かれる。これによって、投資家が証券化商品のリスクを判断しやすくすることが目的となっている。第二は、デュー・デリジェンスにおいて不可欠な項目の特定である。デュー・デリジェンスに用いられた情報が現実を反映したものであるか、第三者の確認を求めることも検討されている。第三は、オリジネーターによる原債権の品質保証の標準化である。オリジネーターが原債権の品質について表明・保証を行い、買い戻しの手続きを定めることが検討されている。

これらのうち、第一フェーズとして着手されているのがディスクロージャーである。2009年2月には、改訂版RMBSディスクロージャー・パッケージ(発行開示)、RMBSレポーティング・パッケージ(継続開示)の草案が発表された⁶。改訂版ディスクロージャー・パッケージは、2008年夏に発表された第一案に対するパブリック・コメントを反映したものであり、第一案の135項目から削除・追加が行われ、全163項目からなる(図表4)。その目的は、①機関投資家、格付機関、その他RMBS市場参加者に提供され

⁶ コメントの受付は2009年3月15日で締め切られている。

図表 4 ASF の証券化に係るディスクロージャー強化案

改訂版RMBSディスクロージャー・パッケージ		RMBSレポートイング・パッケージ	
大項目	小項目数	大項目	小項目数
一般情報	6	ローン会計・送金データ	39
ローンの種類	11	サービシング手数料	3
抵当権に関する情報	6	ローン・パフォーマンス	8
ローンの条件と償却の種類	16	損失緩和策	11
変動金利モーゲージ(ARM)	10	損失緩和目的のローン条件の緩和	42
ネガティブ・アモチゼーション	12	差し押さえ	14
プリペイメント・ペナルティ	5	破産	9
借り手	4	貸し手保有物件(REO)	16
借り手の要件	42	モーゲージ保険申請	6
対象不動産	16	対象物件	8
ローン・トゥ・バリュー	3	借り手に関する情報	4
モーゲージ保険	5	ローンに関する情報	6
ローン条件の緩和	14	損失申請	16
注文住宅	13	損失回復	9
		非公開情報(個人名、住所等)	5

(出所) ASF “Revised ASF RMBS Disclosure Package and Initial ASF RMBS Reporting Package” February 9, 2009
より野村資本市場研究所作成

る RMBS の原債権に関する重要なデータを拡充すること、②証券化商品およびその原資産のデータ表記を標準化することにより、投資家がすべての発行体を横断的・分析的に比較することを可能にすること、③投資家が証券化商品およびその原債権に関する必要十分な分析を行う材料を提供することにより、原債権のクレジット・クオリティに基づいて RMBS を評価することを可能にすること、となっている。

また、証券化商品発行後の継続開示については、全 196 項目からなる RMBS レポートイング・パッケージが発表されている(図表 4)。これは、サービサーが RMBS 存続中に月次でアップデートするものであり、RMBS のセカンダリー市場で投資家や格付機関が最新のデータに基づいて RMBS を比較し、パフォーマンスを確認することを可能とすることを目的としている。

今後は、オリジネーターによる品質保証、買い戻し手続きやデュー・デリジェンスの標準化などが予定されており、2009 年後半に最終的な提言が ASF によって発表される予定である。

ASF の上記取り組みに通底するキーワードは「標準化」である。多くの市場関係者が指摘するように、米国の証券化市場は今後、より標準化され、これまでのものと比べるとストラクチャーは単純化され(1 次証券化商品)、トランチの数も少ない低リスク・低リターンのシンプルな商品を中心とした市場になっていくものと思われる。ASF のプロジェクト RESTART は、米国証券化市場がこのようなレジームに移行するための土台を築くものと位置付けられる。

V 今後の展望

今回の現地調査で、米国の市場関係者は証券化市場の回復に多くの期待を持っていることが分かった。しかしながら、TALF や PPIF といった公的セクターの介入以外には好材料がみえず、政府の支援なしでは市場は立ち行かないという見方が多かった。実際に、ABS の主な投資家であった SIV 等は消えるなど証券化市場では投資家がいなくなっており、新たな投資家を取り込まないと力強い回復は望めないとの見方が多く聞かれた。また、証券化市場の鍵となるプレーヤーとして、投資銀行が市場に戻ってくることで証券化市場の回復に必要なが、バランスシート上のレガシー・アセットの問題が解決し、資本不足が解消されることが必要であると考えられている。

したがって、今の段階では証券化市場が自律的な回復軌道に乗るという見込みを立てることは難しいといえるだろう。もっとも、証券化市場における新たな投資家の出現を促すものとして、TALF や PPIF に市場関係者の期待が集まっており、これらの政策プログラムが有効に機能するか否かが証券化市場の今後を決めることになるだろう。また、証券化市場の潜在的な投資家として、TALF のレバレッジや PPIF のファンド・スキームに導かれてヘッジファンド、運用会社が新たに証券化市場に参加することに対する期待も聞かれた。さらに、レポーティング・パッケージの導入およびストラクチャーの簡素化といった「標準化」も市場の回復にとって重要なポイントである。

以上から、現在の米国の証券化市場は、TALF や PPIF といった公的セクターの支援をきっかけに、いかにして民間セクターによる自立的な回復につなげていくかが大きな課題となっているといえよう。