

金融危機後の米国金融保証（モノライン）保険の原点回帰

江夏 あかね

■ 要 約 ■

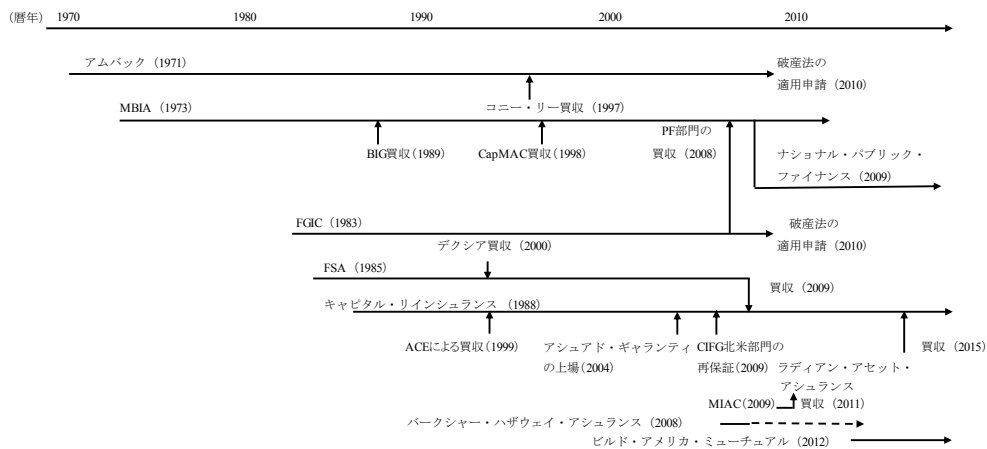
1. 米国で半世紀近くの歴史を有する金融保証（モノライン）保険は、地方債を中心に債券発行体の信用補完機能を担ってきた。その後、モノライン保険業界では、2000年代後半の世界的な金融危機を背景に、ビジネス・モデルそのものの意味が問われ、経営破綻に陥った会社もあった。
2. 金融市場で現在、モノライン保険を提供している主要各社は、金融危機直前に比してSF部門のエクスポージャーを大きく減らし、ほぼ米国地方債等のパブリック・ファイナンス（PF）部門を主軸に業務を展開している。また、財務健全性に関する規制を遵守し、比較的高い格付けを維持すべく、金融危機以前に比して保守的な財務方針を採っている。
3. 各モノライン保険会社が業務の中心に据えている米国地方債市場では、モノライン保険会社の格付水準未達の銘柄が少ないため、モノライン保険の利用率が金融危機以前のような水準に戻ることは、中長期的な将来に渡っても想定しがたいが、米国地方債市場の構造等に鑑みると、一定の需要は続く見込みである。

I. 半世紀近くの歴史を有するモノライン保険

米国地方債市場を中心とした金融市場で半世紀近くの歴史を有する金融保証（モノライン）保険は、信用補完機能を担い、これまでに6兆ドル近くの金融商品を保証してきた¹。モノライン保険業界では、2000年代後半の世界的な金融危機を背景に、ビジネス・モデルそのものの意味が問われ、経営破綻に陥った会社もあった。しかし、金融危機が収束した後は、モノライン保険ビジネスの原点である地方債市場で、新たなモノライン保険会社が出現したほか、地方公共団体による資金調達の一助となり、引き続きデフォルト発生時に投資家の損失回避の機能を担うといった、重要な金融インフラとしての役割が再確認されている。本稿では、モノライン保険の仕組み及び金融危機以降のモノライン保険業界の展開を概観した上で、今後の注目点を論考する。

¹ Association of Financial Guaranty Insurers, *Dear Visitor*.

図表 1 米国金融保証保険業界をめぐる動き



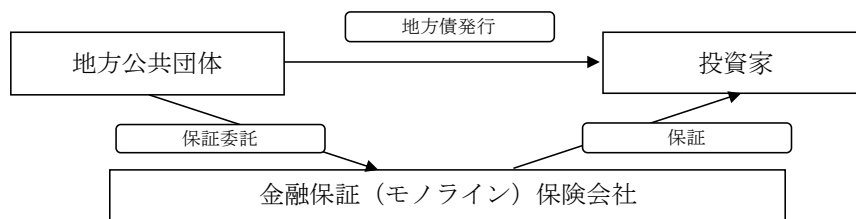
(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

Ⅱ. 金融商品の信用力を補完するツールとして機能するモノライン保険

1. モノライン保険の仕組み

モノライン保険とは、地方債等の金融商品の信用力を補完する手段の1つである。モノライン保険は、高い格付けを有する金融保証保険業務を専門に行う保険会社（モノライン保険会社）が、金融商品の元本及び利息に関する期日通りの支払いを保証することにより、金融商品の格付けが向上し、その発行金利が低下する仕組みである²（図表2参照）。

図表 2 モノライン保険の仕組み（地方債の場合）



(出所) 安田火災海上保険株式会社・株式会社安田総合研究所・安田火災フィナンシャルギャランティ損害保険株式会社「米国の地方債市場における地方債保証保険の役割と実務」『地方債月報』第261号、地方債協会、2001年4月、15頁、より野村資本市場研究所作成

モノライン保険は、保証対象証券の元金支払をタイムリー・ペイメントの観点も含めて行うことを「無条件（unconditional）かつ取消不能（irrevocable）な条件」で保証するというのが一般的である。これは、(1) モノライン保険会社により一旦引き受けられた保証

² 自動車保険、火災保険、傷害保険、生命保険等、複数の保険業務を扱う保険会社は、マルチライン保険会社と呼ばれる。モノライン保険会社は、モノライン保険業界に対する規制の基本形となっているニューヨーク州保険法第69条で、金融保証保険を提供する保険会社が他の保険業務を行うこと（マルチライン）を禁じていることがその名前の由来である。

は、理由の如何を問わず、モノライン保険会社からは引受の取り消しはできないこと、(2) 保証対象となった債券の元利金支払いで何らかの問題が生じた場合は、無条件で支払いに応じるということの意味している。

2. モノライン保険の種類

モノライン保険の種類としては、新発債に対するもの、既発債に対するもの、といった分類がある。新発債の場合、発行に際し、発行体若しくは引受業者が保証料を支払うことにより、発行金利の低減を図るものである。保険期間は、債券発行時から満期までで、期間中の解約は不可能である。一方、既発債の場合、投資家が保証料を負担し、保有する債券の格付けを向上させることを目指すものである。保険期間は、債券の満期までであり、期中の解約はできない。発行済みの債券に対する保証は、ファンドを設定する場合などに用いられることがあるようである。ちなみに、米国では、新規発行は全体保証であり、既発債の場合は部分保証であるケースが多いようである。部分保証とは、一定金額を限度として保証するものである。

3. モノライン保険が高い格付けを維持する仕組み

モノライン保険の仕組みで大切なのが、モノライン保険会社が高い格付けを維持することである。何故ならば、モノライン保険会社による保証が付与された金融商品の格付けは、モノライン保険会社の格付けによって補完されるからである。モノライン保険会社をめぐるはかつて、多くの会社が「AAA」の格付けを維持していたが、2000年代後半の世界的な金融危機を経て、「AAA」の格付けを有する会社はなくなった。とはいえ、現在でも、業界全体では比較的高い格付け（AA～A格）を維持している（図表3参照）。

図表3 モノライン保険会社による保証が付与されている地方債の格付け

モノライン保険会社	ムーディーズ	S&P	フィッチ
アシュアド・ギャランティ (AGC)	A3	AA	—
アシュアド・ギャランティ・ミューチュアル (AGM)	A2	AA	—
ビルド・アメリカ・ミューチュアル (BAM)	—	AA	—
パークシャー・ハザウェイ・アシュランス (BHAC)	Aa1	AA+	—
ミュニシパル・アシュランス・コープ (MAC)	—	AA	—
ナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ (NATL)	A3	AA-	—

(注) 格付けは、2016年4月末現在。

(出所) Bloomberg, *Insured Municipal Ratings*、より野村資本市場研究所作成

モノライン保険会社が比較的高い格付けを維持している背景としては、厳格な引受スタンスや規制の存在がある。モノライン保険会社は、保証を付与する際、投資適格級の案件のみを対象とする「ゼロ・ロス・スタンダード」を基準としている。デフォルト率が低い案件のみを対象とすることを通じて保証の履行を最小限にすることが可能となっている³。一方、モノライン保険会社は、米国各州の保険業法の規制の管轄下にあるが、モノライン

³ Association of Financial Guaranty Insurers, *Underwriting*; Association of Financial Guaranty Insurers, *Claims-Paying Ability and Capital Adequacy*.

保険業界の規制の基本形として位置付けられるニューヨーク州保険法第 69 条（1989 年施行）では、自己資本規制、支払能力確保規制等の財務健全性の維持義務が規定されている。さらに、格付会社についても、モノライン保険会社が良好な格付けを維持すべく必要な財務内容（資本の潤沢度及び想定リスクに対する耐久性、収益性、財務の柔軟性、資本のアクセス可能性等）を始めとした格付基準を公表しており、モノライン保険会社の信用力の維持・向上を促している⁴。

4. モノライン保険の特長

発行体にとって、モノライン保険を利用するメリットとして最も大きいのは、調達コストの節減である。元の債券格付けがモノライン保険の格付けよりも低い場合、保証を付与することを通じて、調達コストを節減することも可能である。また、保証を付与することを通じて、債券の格付取得コストを削減することも期待できる。米国地方債発行体の場合、1971 年にモノライン保険の仕組みが導入されて以降 400 億ドル以上、近年では年間約 2 億ドルの資金調達コストの軽減効果を楽しんでいる⁵。

さらに、市場へのアクセス向上といったメリットも挙げられる。例えば、財政規模が小さい等の理由で金融市場での知名度が高くない若しくは信用力が強固ではない発行体がモノライン保険を利用した場合、保証付債券のクレジット・エクスポージャーは、実質的にモノライン保険会社のものとなるため、市場へのアクセスが比較的容易になり、場合によってはより長期の資金を調達できる可能性もある。加えて、債券発行残高が大きい発行体にとっては、保証付、保証無しというサブ・セグメントを創設することを通じて、市場が飽和状態になることを回避することも可能になる。

一方、投資家にとって、モノライン保険を活用する最も大きなメリットは、信用リスクの軽減である。投資家が保証付債券に投資する場合、当該債券がデフォルトし、かつモノライン保険会社が保証を履行できない場合にのみ損失を被ることになるといった意味で、二重の信用補完を享受することになる。また、モノライン保険会社が発行体に関する審査・監視に加え、保証対象の債券が円滑に償還されるよう、クレジット維持・改善に向けた様々な手段を講じることになることから、審査・監視に関わるコストや手間の節減にもつながる。

Ⅲ. 金融危機以降のモノライン保険会社の展開

1. サブプライム・ローン問題のモノライン保険業界への波及

米国モノライン保険業界は、1971 年にアムバック（Ambac）の前身であるアメリカン・ミュニシパル・ボンド・アシュランス・コーポレーションが設立されて以降、MBIA の前

⁴ Moody's, *Rating Methodology: Financial Guarantors*, January 20 2015; S&P, *Criteria: Bond Insurance Rating Methodology and Assumptions*, August 25 2011.

⁵ Association of Financial Guaranty Insurers, *Insured U.S. Municipal Bonds*.

身であるミュニシパル・ボンド・インシュランス・アソシエーション、ファイナンシャル・ギャランティ・インシュランス・カンパニー (FGIC) 及びファイナンシャル・セキュリティ・アシュランス (FSA、現・アシュアド・ギャランティ) といった大手モノライン保険会社が設立され、地方債を主軸にモノライン保険を提供してきた。モノライン保険会社は、1980年代からのストラクチャード・ファイナンス (SF) の発展に伴い、SF市場にも参入し、2006年時点でモノライン保険業界の保証残高の約3割をSFが占めるようになっていた。

そのような中、2007年夏頃から米国のサブプライム・ローン問題が顕在化するようになった。それまで上昇を続けていた住宅価格に歯止めがかかり、担保価値が上がりなくなったことで、低所得者・信用力の低い住宅購入者を対象としてきたサブプライム・ローンの延滞率が上昇したのである。サブプライム・ローンの8割以上は証券化されており、その規模は約7,000億ドルに上っていたため、証券化商品市場も大きな影響を受けることになった⁶。

モノライン保険会社がSF関連で保証を提供している金融商品には、(1) サブプライム・ローンを担保として発行された資産担保証券 (ABS)、(2) そのABSを担保に組成されたABS/債務担保証券 (CDO) が含まれていた。これらの金融商品は、投資適格級の格付けが付与されていたものの、最終的な裏付資産であるサブプライム・ローンに想定以上の延滞・返済不能が発生した。主要モノライン保険会社のサブプライム・ローン関連の保証額の合計は2006年末時点で400億ドル近くに達し、自己資本を上回る規模となっていた⁷。そのため、金融市場や格付会社は、モノライン保険会社の保証能力に懸念を抱くようになる。

このような中、フィッチが2008年1月、業界大手のアムバックの保険会社財務格付け (IFS) を「AAA」から「AA」に引き下げるアクションを講じたことは、モノライン保険業界全体を震撼させる出来事となった⁸。その後、格付会社は、アムバックのみならず、他の大手モノライン保険会社も含めて相次いで格下げを実施した (図表4参照)。これに対し、モノライン保険各社は、保証能力強化等に向けて奔走したが、その運命は、(1) 経営破綻 (アムバック及びFGIC)、(2) パブリック・ファイナンス (PF) 部門の分離 (MBIA)、(3) 統合 (FSA、CIFG、ラディアン・アセット・アシュランス→アシュアド・ギャランティ)、と分かれる結果となった。結果として、既存のモノライン保険会社では、早い段階で大手

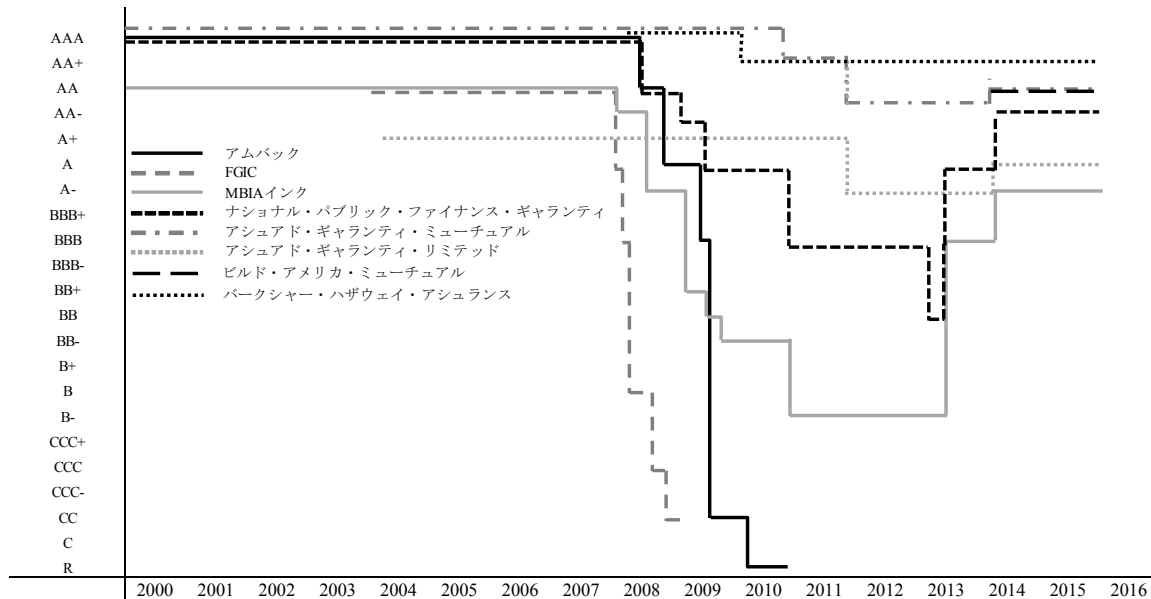
⁶ 重田正美「サブプライム・ローン問題の軌跡—世界金融危機への拡大—」『調査と情報』第622号、2008年12月4日、国立国会図書館調査及び立法考査局、1頁、Bank of England, *Financial Stability Report*, October 2007, p.18.

⁷ アムバック、アシュアド・ギャランティ、CIFG ギャランティ、FGIC、MBIA、XL キャピタル・アシュランス、ACA ファイナンシャル・ギャランティ、ラディアン・アセット・アシュランスの合計。2006年末時点で、サブプライム・ローン関連の保証額の合計は約373億ドル、自己資本の合計は約330億ドル。(James Barth, *The Rise and Fall of the US Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Market Meltdown*, Wiley, 2009, p.63)

⁸ なお、アムバックの格下げの前にも、当時シングルA格の格付けを有していたACAが2007年11月、自己資本が毀損するほどの損失額を計上し、2007年12月にS&Pにより「CCC」に引き下げられたが、金融市場への影響は比較的軽微だった。(Fitch Ratings, *Fitch Downgrades Ambac; Ratings Remain on Watch Negative*, January 18 2008; "Market Muted in ACA Drop", *Bond Buyer*, December 19 2007)

投資会社からの投資を受け入れた上に、FSA を始めとして複数社の業務を承継したアシュアド・ギャランティ及び MBIA の子会社として PF 部門を担うナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ（ナショナル）のみが、金融危機以降も実質的にモノライン保険業務を行う会社として存続する状況となった（図表 5 参照）。

図表 4 主なモノライン保険会社の格付推移（S&P）



(注) ナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティは、元の MBIA インシュランス・コーポレーション・オブ・イリノイ。アシュアド・ギャランティ・ミューチュアルは、元の FSA。
(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 5 主なモノライン保険会社の金融危機による影響

類型	会社名	詳細
経営破綻	アムバック	2008年3月に約15億ドルの資本増強を実施。さらに、保証を付与していたCDOの契約を解消するなどして、保証能力の確保に努めた。2008年9月にはウィスコンシン州保険局からPF部門の分割案について承認を得るなど、経営再編に向けた取組みを続けた。しかしながら、サブプライム・ローン関係の損失が拡大する中、保証能力が大きく減退し、2010年6月には債務の株式化を実施、2010年11月には債務の履行を停止し、その後連邦破産法第11章を適用申請。2013年5月に破産手続き完了。
	FGIC	2008年2月にニューヨーク州保険局に、地方債等を取り扱うパブリック・ファイナンス(PF)部門の分割案を提示。その後、資本増強や被保険者の保護に向けた検討を進め、2008年8月にはMBIAにPF部門の再保証を委託。2009年11月には、ニューヨーク州保険局が全ての保険金の履行の停止を命じる。FGICは2010年8月、連邦破産法第11章を適用申請。その後、2012年6月、ニューヨーク州保険局の管理下で再生を行うことを決定。
PF部門の分離	MBIA	2007年12月～2008年2月にかけて資本増強策(増資、サープラス・ノートの発行等)を実施。2008年8月にFGICのPF部門の再保証を受託。2009年2月、PF部門の分社化を発表(ナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ・コーポレーション〔ナショナル〕を創設し、同社にPF部門を移管)。ナショナルは2014年9月、金融危機以降初めてとなる保証業務(ミシガン州金融公社発行債券〔デトロイト市上下水道局への転貸債〕)を実施。
統合	FSA	2008年2月に親会社のデクシアからの追加出資(5億ドル)を受け入れ。2008年6月、デクシアがクレジット・ライン(50億ドル)を設定。デクシアは2008年8月、FSAのSF部門の事業停止や3億ドルの追加出資を発表。デクシアは2008年11月、FSAの金融保証業務をアシュアド・ギャランティに売却することを決定(2009年7月に完了)。
存続	アシュアド・ギャランティ	2008年4月にWL Rossが2.5億ドルの株式を購入。2008年10月、CIFGの北米PF部門の継承を決定(2009年1月に完了)。2008年11月、FSAの金融保証業務の継承を発表(2009年7月に完了)。旧FSAはアシュアド・ギャランティ・ミューチュアル(AGM)に名称変更し、2011年3月より保証業務開始。2013年7月、ミュニシパル・アシュランス・コープ(MAC)を創設。2015年4月、ラディアン・アセット・アシュランス・インクを買収。

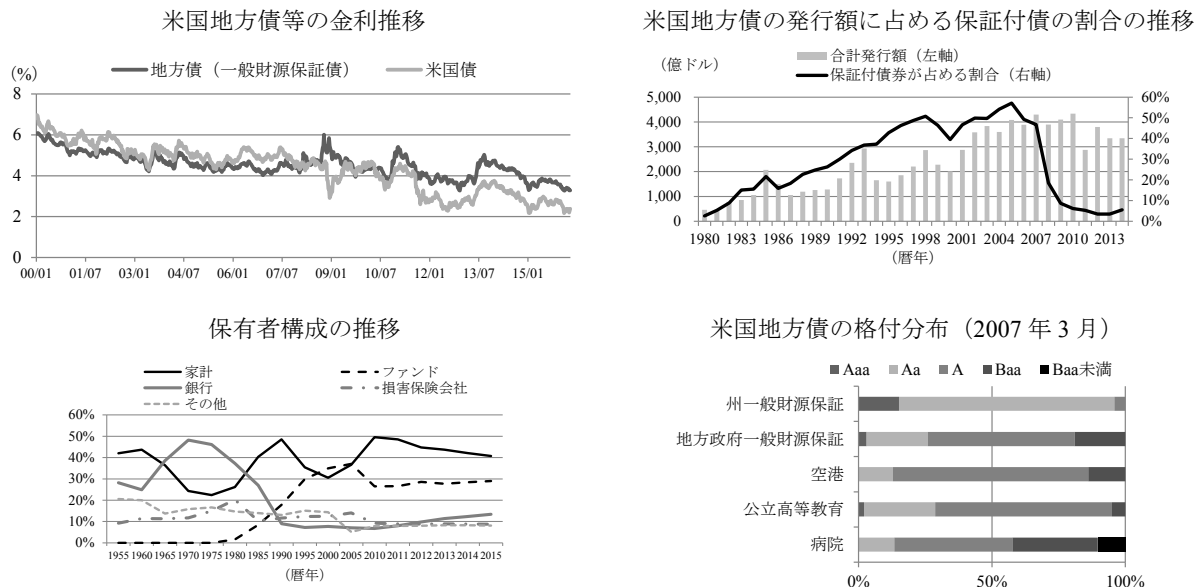
(注) 類型は各モノライン保険会社の現在の姿に最も影響を与えたと思われる出来事に基づき分類。
(出所) 各社資料により、野村資本市場研究所作成

2. サプライム・ローン問題が波及した地方債市場

モノライン保険業界の環境悪化は、地方債市場にも影響を及ぼした。かつては、原則として利子に対する連邦所得税が免除される税制上のメリットを反映していた米国地方債の金利が米国債を上回る局面が出てきたのである（図表 6 左上参照）。これは、金融危機発生直前時点で米国地方債の 6 割近くがモノライン保険の保証付であったことが一因である（図表 6 右上参照）。米国地方債市場は、税制上のメリットの存在等により、個人投資家を中心に幅広い投資家層を抱えていた（図表 6 左下参照）。特に、個人投資家の場合、その多くが発行体や個別プロジェクトの信用力を独自に審査するノウハウが限定的で、安全投資を重視する動向が見られるため、モノライン保険会社による保証付地方債を魅力的な投資対象の 1 つとしてみなしていた。

金融危機頃の米国地方債の格付けは、金融危機頃でも多くの銘柄が AA~A 格の水準であり、多くのモノライン保険会社の格付けが大きく引下げられる中で、自身の格付けがモノライン保険会社のものより高くなり、モノライン保険を活用する意義が薄れていった⁹（図表 6 右下参照）。そして、自身の信用力で従来よりも高い金利での資金調達を余儀なくされる地方公共団体が散見されるようになった。

図表 6 米国地方債市場の状況



(注) 1. 地方債及び米国債は、残存年限 20 年の利回り（ミッド・プライス）。地方債は、ボンド・バイヤー・インデックス、米国債は、ブルームバーグのインデックス（C08220Y Index）。

2. 格付けはレポート発行当時の水準。

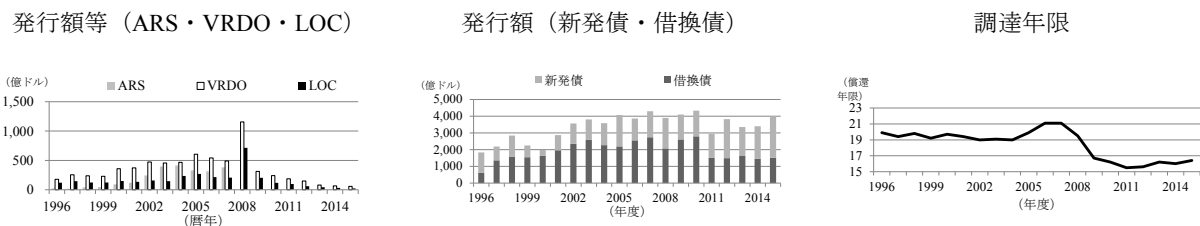
(出所) Bloomberg; Bond Buyer; Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings* 各年、Moody's, *The U.S. Municipal Bond Rating Scale: Mapping to the Global Rating Scale and Assigning Global Scale Ratings to Municipal Obligations*, March 2007, p.4、より野村資本市場研究所作成

⁹ 例えば、アムバックの場合、ムーディーズの格付けは 2008 年 6 月に「Aaa」を失い、2009 年 7 月には「Caa2」に引き下げられた。（Moody's, *Moody's Downgrades Ambac to Aa3; Outlook is Negative*, June 19 2008; Moody's, *Moody's Downgrades Ambac to Caa2; Outlook is Developing*, July 29 2009）

特に、地方債市場においてモノライン保険業界の環境悪化の影響を受けたのは、入札金利証券（ARS）であった。入札金利証券は、金利が定期的（7日、28日若しくは35日単位）に見直される変動利付債で、償還年限は通常20～30年となっているものの、定期的に行われる入札の場でARSの売買が可能で、同じ償還年限の地方債に比して低金利で調達できるというものであり、多くの地方公共団体によって活用されていた¹⁰。さらに、多くのARSはモノライン保険を利用していたこともあり、2008年に入ってモノライン保険会社の格下げが相次ぐようになると、ARSの需要が低下し、入札が不成立になるケースが散見されるようになり、金利が急上昇した。ARSの金利はその後一旦落ち着きを取り戻したものの、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻を契機とした金融市場の混乱の中で再度金利が急騰し、その後の発行はなくなった（図表7左参照）。

地方公共団体は、モノライン保険の活用が困難となり、ARS発行の活路が閉ざされる中、(1) 新規発行を中心とした発行抑制、(2) 短期変動金利要求払債（VRDO）や銀行からの信用状（LOC）の活用¹¹、(3) 調達年限の短縮、等を通じて、公債費の抑制を図っていった（図表7参照）。

図表7 米国地方債の発行額及び償還年限の推移



(出所) Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Issuance; Bond Buyer, Market Statistics Archive*、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>)

3. 地方公共団体の資金調達へのアクセス確保に向けた動き

金融危機発生後、米国金融市場では、(1) モノライン保険の規制強化、(2) 連邦政府による対応、(3) モノライン保険業界への新規参入、といった動きが見られた。

¹⁰ 米国地方債発行額に占めるARSの割合は2007年時点で、約9%だった。また、ARSの発行残高は2008年初頭時点で、2,000億ドルに達していた。(Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Issuance; Municipal Securities Rulemaking Board, Municipal Auction Rate Securities and Variable Rate Demand Obligation*, September 2010, p.2)

¹¹ VRDOは、長期債として発行されるものの、定期的に設定される時期に額面価格に経過利子を上乗せした金額で発行体を買取を請求する権利(プット・オプション)が付与されている地方債で、短期的要素のある債券として位置付けられる変動利付債。2008年頃に発行額が一時的に伸びたものの、金融危機が深刻化する中で、VRDOの引き受け手の中心だった欧州金融セクター及びその米国子会社の撤退により、VRDO市場は縮小した。LOCは、地方公共団体が銀行等に手数料を支払い、地方債の償還が出来なくなった場合に銀行等が代位弁済する旨を保証した証書。モノライン保険と同様に信用補完手段の1つであり、VRDOと同様に、2008年に一時的に活用が伸びたものの、米国銀行セクターの経営環境の悪化とともに利用は減少していった。

1) モノライン保険の規制強化

アムバックの格下げ等を始めとして、モノライン保険業界の環境悪化が進む中、ニューヨーク州保険局は2008年1月、モノライン保険業界に対して、(1) 資本及び保証能力の増強、(2) モノライン保険会社、金融機関、財務アドバイザー、格付会社、他の規制当局、政府等との連携を通じた解決策の模索、(3) モノライン保険に対する規制強化、といった対応策を発表した¹²。さらに、2008年9月には、参照債務の大部分を保有する投資家が購入したクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) については、保険商品としてみなすといったモノライン保険会社に対する行動規範 (2008年9月)、を示した¹³。

一方、米国地方債市場の自主規制機関である地方債規則制定審議会 (MSRB) も2008年1月、モノライン保険による保証付地方債を取り扱う証券会社に対してMSRBによる開示等の規則を遵守するよう、声明を発表した¹⁴。しかし、これらの動きは、モノライン保険業界や地方公共団体の資金調達を劇的に改善するような結果につながらなかった。

2) 連邦政府による対応

モノライン保険業界の環境が悪化する中、連邦議会下院金融サービス委員会で2008年2月、モノライン保険業界の現状を把握すべく、公聴会が開かれた。その後、モノライン保険業界の健全性回復を目指し、(1) モノライン保険業界を議会に報告することを財務省に義務付けることなどが盛り込まれた「2008年地方債公正法案」(Municipal Bond Fairness Act of 2008)、(2) PF部門での事業に特化するモノライン保険会社に対して、2010～2014年度に上限500億ドルの政府の再保証を提供することなどが盛り込まれた「2009年地方債保証強化法」(Municipal Bond Insurance Enhancement Act of 2009)、(3) 短期債やVRDOを不良資産救済プログラム (TARP) による政府保証を付与した上で連邦準備銀行 (FRB) が購入することを認めることなどが盛り込まれた「2009年地方債市場流動性強化法」(Municipal Market Liquidity Enhancement Act of 2009)、等の法案が作成された。しかしながら、これらの法案はいずれも成立には至らなかった。

一方で、連邦政府による地方公共団体の資金調達の支援策として効果を発揮したのは、2009年4月～2010年12月にかけて発行されたビルド・アメリカ債 (BAB) である。BABは、オバマ政権発足直後の2009年2月に景気対策法として成立した「米国再生・再投資法」(American Recovery and Reinvestment Act of 2009、ARRA) に基づき、米国の州・地方政府等が発行していた地方債である。課税債として発行されるものの、一定の要件を満たした場合、連邦政府が支払金利の一部に対して補助を提供する仕組みとなっている。従来の免税債を中心とした米国地方債市場において、税制上のメリットを受けない投資家層 (非居住者等) による投資需要を喚起したこともあり、期間中に2,000億ドル近くのBABが発行

¹² New York State Insurance Department, *New York Insurance Department Implementing Three-Point Plan on Bond Insurance*, January 22 2008.

¹³ New York State Insurance Department, “Best Practices” of Financial Guaranty Insurers (Circular Letter No.19 2008), September 22 2008.

¹⁴ Municipal Securities Rulemaking Board, *Bond Insurance Ratings: Application of MSRB Rules*, January 22 2008.

され、資金繰りの改善と同時に、公債費縮減にもつながった¹⁵。BAB の制度が失効した 2011 年には新発債の規模が一旦落ち込んだものの、地方公共団体の資本市場へのアクセス可能性の回復のみならず、地方債市場の正常化の一助になったと考えられる。

3) モノライン保険業界への新規参入

モノライン保険業界への新規参入には、民間セクターによるものと、地方公共団体による動きが挙げられる。

1 点目の民間セクターによるものとしては、2 つの会社が新規参入を果たしたことが挙げられる。ウォーレン・バフェット氏が率いるパークシャー・ハザウェイが設立したパークシャー・ハザウェイ・アシュランス (BHAC) と、豪州のマッコリー・グループ及び米国のヘッジファンドのシタデルの傘下に設立されたミュニシパル・アンド・インフラストラクチャ・アシュランス (MIAC) である。BHAC は設立から間もない 2008 年 2 月、アムバック、MBIA 及び FGIC に対し、最大 8,000 億ドルの地方債の再保証を引き受けることが可能と表明した。当該引受は実現しなかったものの、2008 年から本格的にモノライン保険に着手し、2009 年頃には、アシュアド・ギャランティに次ぐ市場シェア (1.8%) を占めるようになった¹⁶ (図表 8 左参照)。しかし、BHAC が手掛けた保証は、流通市場における既発債に対するものがほとんどで、保証料に見合わないリスクであることなどを背景に、2010 年以降は保証が行われなくなった¹⁷。一方、MIAC については、2009 年 1 月にニューヨーク州にモノライン保険会社として認可されて以降、保証業務を行わないまま、2011 年 6 月にラディアン・アセット・アシュランスに売却され、その後アシュアド・ギャランティが承継した。

2 点目の地方公共団体の動きとして、米国最大の地方自治関連団体 (19,000 以上の都市が加盟) である全米都市連盟 (NLC) が 2009 年 5 月、新たにモノライン保険会社として、イシューアーズ・ミューチュアル・ボンド・アシュランス・カンパニー (IMBAC) を設立する構想を公表したことが挙げられる¹⁸。構想には、(1) 州・地方政府及び関連機関のみを加盟団体とし、保証対象を一般財源保証債 (GO) 及び必要不可欠な行政サービスに充当するレベニュー債に限定すること、(2) 米国財務省に対し、IMBAC 設立に向けた資金をサープラス・ノート¹⁹の引受けの形で 30 億ドル、さらに請求払資本金として 20 億ドルを求

¹⁵ 米財務省が 2011 年 5 月に公表した BAB プログラムによる発行体の借入コストに関する分析結果では、地方債の発行体は、BAB プログラム活用を通じて、借入コストの軽減の恩恵を大きく受けたことが明らかになった。具体的には、(1) 借入コストの軽減は、30 年債で平均 84bp など、超長期債を中心にコスト軽減効果が創出されたこと、(2) BAB プログラム導入により、現在価値ベースで約 200 億ドルの資金調達コストの軽減につながり、連邦政府の BAB プログラム関連歳出の規模を上回ったこと、などが示された。(U.S. Treasury Department, *Treasury Analysis of Build America Bonds Issuance and Savings*, May 16 2011)

¹⁶ Bond Buyer, 2009 in Statistics, February 8 2010, p.8.

¹⁷ “Buffet Back in Muni-Bond Insurance for Now,” *Wall Street Journal*, February 4 2013.

¹⁸ National League of Cities, *Preliminary Business Plan, National League of Cities’ Issuers Mutual Bond Assurance Company*, May 1 2009.

¹⁹ サープラス・ノートは、米国の保険会社が発行する資本性の金融商品である。債券形式であるが、全ての負債に劣後する上、元利払いに当たりその都度保険会社が本拠を置く州の監督当局の認可が必要であることから、高い資本性があるとされ、米国の保険監督会計上は資本として認識されている。

めること、などが盛り込まれていた。しかしながら、連邦政府からの財政支援を取り付けることができなかったこともあり、この構想が実現することはなかった。ただし、同様の構想は、2012年7月のビルド・アメリカ・ミューチュアル・アシュランス（BAM）の設立という形で実現した。

BAM は、加盟団体である地方公共団体により創設されたニューヨーク州管轄下のモノライン保険会社である。BAM の設立に当たっては、米国財務省に財政支援を求めた IMBAC のケースとは異なり、民間セクターから資金支援を受けた。具体的には、5億ドルのサープラス・ノートが発行され、民間再保険会社のホワイト・マウンテン・インシュランスによって設立された HG グローバルが2億ドルを引き受けた²⁰。また、HG グローバルの傘下の特別目的会社（HG Re）が残りの3億ドルのサープラス・ノートを引き受けるとともに、1億ドルの現金を担保信託として設定した。HG Re は、合計4億ドルをベースに、BAM が保証する地方債がデフォルトし、BAM に保険金支払いが発生した場合、額面の15%までのファースト・ロス（ファースト・ロス）を再保険でカバーする仕組みになっている。

地方公共団体が BAM の保証を利用する場合、保証料となるリスクプレミアムに加え、加盟団体拠出金を支払うことになる。新発債に対するモノライン保険の場合、発行体は通常、債券の満期までの保証料を一括で支払うが、BAM の場合、10年分のリスクプレミアムを最初に支払い、残りについては10年後に償還されていない場合のみ支払うという、発行体にとって財務負担が緩和された仕組みとなっている。一方、加盟団体拠出金は、BAM の自己資本の充実を目的として保証対象の債券の額面の1%を加盟団体が拠出するもので、保証された債券が借り換えられる場合にも再利用することが可能となっている²¹。加盟団体は、議決権を有するほか、規制当局の承認の下で将来的に配当を受け取る権利も有する。

BAM の保証対象は、道路、上下水道、学校など必要不可欠な行政サービスに充当する長期・固定利付地方債かつ投資適格級のもののみとしている²²。また、BAM は、潤沢な自己資本を有するのみならず、レバレッジやリスクのリミットなど保守的な財務方針を採っていることもあり、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）から「AA」の格付けを取得している²³。さらに、NLC も BAM について、資金調達コスト削減や資本市場へのアクセス可能性を提供しているのみならず、加盟団体による相互扶助の概念を取り入れた相互会社であること等を背景に、正式に推奨している²⁴。このような背景の下、BAM の全体の市場シェアは順調に伸びており、保証額ベースの市場シェアはアシュアド・ギャランティに迫る勢いであり、件数ベースでは2014年に首位になっている（図表8参照）。

²⁰ White Mountain Insurance Group, *White Mountains Funds a New Municipal Bond Insurance Platform, Build America Mutual and HG Re*, July 23 2012.

²¹ 再利用を通じて、伝統的なモノライン保険に比して5割程度のコスト削減効果が見込まれる。

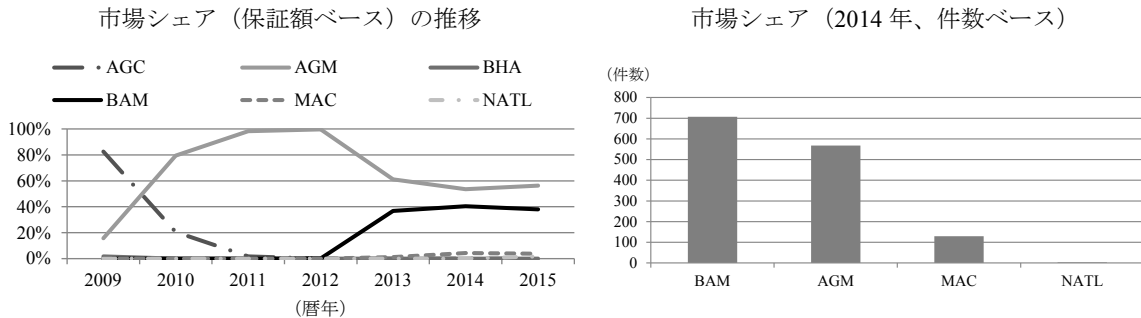
²² BAM が保証する債券の85%は、A格以上である。（Build America Mutual, *BAM Fact Sheet*）

²³ S&P, *Build America Mutual Assurance Co.*, June 29 2015.

²⁴ National League of Cities, *Build America Mutual*.

その結果、足元の地方債市場では、既存のモノライン保険会社のアシュアド・ギャランティと、金融危機後に地方公共団体が加盟する形で創設された BAM が事実上寡占しているほか、MBIA が PF 部門を分離し、設立したナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ（ナショナル）が 2014 年 9 月から、地方債の保証業務を再開している状況となっている。

図表 8 米国地方債市場のモノライン保険会社の市場シェア



(注) AGC、AGM 及び MAC はアシュアド・ギャランティ・グループ、ナショナルは MBIA の PF 部門。
 (出所) Bond Buyer, *Statistical Review* 各年、Build America Mutual, *BAM Fact Sheet*、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.bondbuyer.com/specialsupplements/>、http://buildamerica.com/wp-content/plugins/statementUploader/uploads/BAM_Fact_Sheet.pdf)

IV. 今後の見通し

モノライン保険業界は、1970 年代からその歴史を刻んできたが、サブプライム・ローン問題を背景とした金融危機により、それまでビジネス・モデルのベースとなっていた「AAA」の格付けを失い、事業環境が大きく悪化していった。金融市場で現在、モノライン保険を提供している主要各社は、金融危機直前に比して SF 部門のエクスポージャーを大きく減らし、ほぼ米国地方債等の PF 部門を主軸に業務を展開している。また、財務健全性に関する規制を遵守し、比較的高い格付けを維持すべく、法定適格資本 (QSC) や支払余力を金融危機以前に比して潤沢に確保するなど、保守的な財務方針を採っている (図表 9 参照)。

図表 9 金融危機前後の主要モノライン保険会社の財務内容の変遷

モノライン保険会社	アシュアド・ギャランティ		BAM	MBIA	
会計年度末	2007	2014	2014	2007	2014
保証エクスポージャー残高 (億ドル)	2,003	4,037	124	7,620	2,775
PF が保証エクスポージャー全体に占める割合	52%	88%	100%	60%	89%
適格法定資本 (QSC、億ドル)	21	65	5	64	41
支払余力 (億ドル)	44	122	6	146	76
保証エクスポージャー/QSC (倍)	96	62	27	119	67
保証エクスポージャー/支払余力 (倍)	45	33	21	52	36

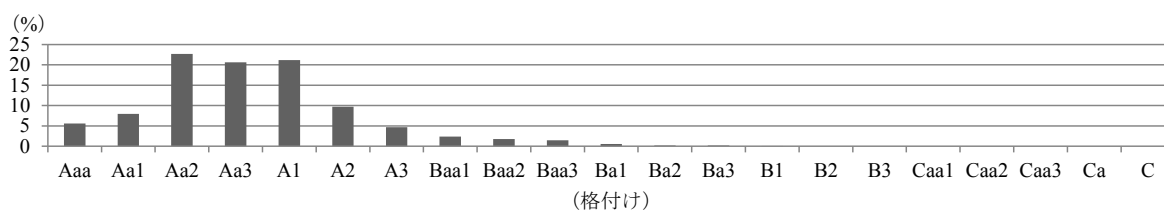
(注) 1. アシュアド・ギャランティは、アシュアド・ギャランティ・リミテッド、MBIA は、MBIA インク (2014 年の数値は、ナショナルと MBIA コープの単純合算)。

2. アシュアド・ギャランティの保証エクスポージャーは、ネット・ベース。BAM 及び MBIA はグロス・ベース。

(出所) 各社財務諸表より、野村資本市場研究所作成

各モノライン保険会社が業務の中心に据えている米国地方債市場では、金融危機を経てモノライン保険の利用率が大きく減少し、2012年には新発債の約3.5%にまで落ち込んだが、その後僅かながら利用率が回復し、2014年には約5.6%が保証付地方債となっている(図表6右上参照)。米国地方債市場では、実質的に業務を展開しているアシュアド・ギャランティ、BAM及びナショナルの格付け(AA~A格)未満の格付けを付与されている銘柄が占める割合が少ない(図表10参照)。そのため、モノライン保険の利用率が金融危機以前のような水準に戻ることは、中長期的な将来に渡っても想定しがたい。

図表10 ムーディーズ：米国地方債の格付分布(2014年末時点)



(出所) Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2014*, July 24 2015, p.7.

しかしながら、モノライン保険の原点である米国地方債市場では、引き続き発行体・投資家双方から、モノライン保険に対する一定の需要が続くと予想される。これは、(1) 米国地方債市場の多様性と個人投資家が中心の投資家層、(2) 昨今の地方公共団体の財政破綻事例におけるビジネス・モデルの実効性の証明、(3) 地方公共団体の資本市場へのアクセス及び資金調達コストの軽減に対する寄与、といったことが背景である。

1点目について、米国には約90,106の地方公共団体が存在し、そのうち地方債を発行している団体は約5万と発行体数が多い²⁵。また、連邦制国家の米国では、単一国家の日本とは対照的に、州毎に地方財政・地方債制度が異なるほか、地方債の種類も多岐に渡っている。加えて、日本の地方交付税制度のような中央政府による財政調整制度や、財政融資資金等による引受といった仕組みは存在していないほか、地方公共団体向けの破産法制(連邦破産法第9章)が存在し、デフォルト事例もあることから、日本に比して地方債セクターの信用力のばらつきが大きい状況となっている²⁶。さらに、米国地方債市場の投資家構造は、個人投資家が中心となっているが、多くの個人投資家は発行体や個別プロジェクトの審査に関するノウハウを有していないものの、安全性が高い投資を望む傾向にある。米国地方債市場の投資家構造が大幅に変化しない場合、投資の利便性の観点からモノライン保険による保証付地方債が魅力的に映る状況が続くとみられる。

2点目について、金融危機以降に起こった2013年7月のミシガン州デトロイト市の財政破綻や2014年頃からのプエルトリコの財政悪化といった事例では、モノライン保険が機能

²⁵ 地方公共団体数は2012年時点。(United States Census Bureau, *Government Organization Summary Report: 2012*, September 26 2013; Andrew Ang, "Risk and Information in the Municipal Bond Market", *NBER Reporter* 2014, No.3, National Bureau of Economic Research, 2014)

²⁶ 日本の地方公共団体の格付分布は2016年4月末現在、AAA~A格に留まっている。

を發揮し、保証付地方債の投資家が損失を被ることはない状況である。両発行体ともにモノライン保険会社による保証額は比較的多かったものの、モノライン保険会社は財務基盤が大きく毀損されることはなく、基本的には信用力を維持している²⁷。これは、モノライン保険会社が支払能力確保等の規制の下で財務の健全性を維持することが促されている上、モノライン保険会社の契約に鑑みると、保証の履行が発生した場合にも、元利金の履行を一斉に行わなければならないわけではないことが背景である。このように、大型の地方公共団体の財政破綻事例でも信用力の水準を維持し、ビジネス・モデルの実効性を証明できていることは、金融危機によって植え付けられたモノライン保険業界に対するネガティブなイメージを払拭する一助になると考えられる。

3 点目について、米国地方債市場においてモノライン保険は現在、財政規模が小さく、資本市場へのアクセス能力が強い団体の起債や、投資家が投資判断に困難をきたすような特殊な信用リスクを抱える銘柄の発行を中心に活用されている。例えば、デトロイト市が連邦破産法第9章適用中の2014年9月に、ミシガン州金融公社がデトロイト市上下水道局の下水道処理事業に転貸する目的で起債したレベニュー債（シリーズ2014C）の一部には、アシュアド・ギャランティとナショナルが保証を提供しており、合計で約9.4億ドルの起債に成功している。このうち、先取特権付のレベニュー債（シリーズ2014C-5、発行額：9,516.5万ドル、表面利率：5%、最終償還：2020年7月1日〔定時償還〕）にはナショナルが保証を付与しており、2017年償還分の起債時の利回り（1.24%）は、保証無しの場合の1.49%に比して25bp低い水準であった²⁸。このように、地方公共団体に対する資本市場へのアクセスの一助となりかつ有利な条件での起債を可能とするような保証を提供できるケースでは、引き続きモノライン保険の活用が見込まれると期待される。

モノライン保険各社をめぐっては、欧米各国で活用が進んできたPPP/PFI等の成長分野はあるものの、主軸である米国地方債市場の業務範囲が大幅に広がることは中長期的な将来に渡って想定されない²⁹。しかしながら、モノライン保険には、発行体にとって資金調達コストの低減、投資家にとって信用リスクの軽減及び投資の利便性向上といったメリットがある。したがって、原点である米国地方債市場を中心として、モノライン保険の信用補完機能を担う重要な金融インフラとしての役割を引き続き果たし、現在のPF部門中心のポートフォリオや保守的な財務スタンスを大幅に変更しなければ、財務の健全性や信用力を維持しながら、緩やかに業務規模を適正化することが可能であると考えられる。

²⁷ ブルームバーグにより、公社等を含んだデータを抽出。プエルトリコの保証額（2016年1月13日時点）は約136億ドルに対し、デトロイトの保証額（連邦破産法第9章適用申請時）は約54億ドル。

²⁸ Moody's, *MBIA's National Wraps Detroit Water and Sewer Bonds in its First New Policy Since the Financial Crisis*, September 9 2014, p.2.

²⁹ 例えば、アシュアド・ギャランティは2013年7月、2008年以降初となる英国のPPP関連の債券を保証している。（Assured Guaranty (Europe) Ltd., *Assured Guaranty Successfully Closes the First Wrapped Bond for a UK PPP Transaction Since 2008*, July 11 2010）