

サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. サブプライム・ローン問題が深刻化する中で、金融保証保険（モノライン）会社の信用不安が金融市場の懸念材料となっている。
2. 2007 年秋以降、金融保証保険会社が保証対象としていた証券化商品のデフォルト・リスクが高まるにつれ、格付機関は金融保証保険会社の信用力を見直し始めた。その結果、2008 年 1 月に、大手金融保証保険会社としては初めて、アムバックの格付けが、フィッチにより AAA 格から AA 格に引き下げられた。その後、FGIC など多くの金融保証保険会社が格下げ、あるいは格付け見通しの引き下げを受けることとなった。
3. 金融保証保険会社の信用力低下により、地方債市場では、発行コストの上昇や、オークション・レート債市場における入札不調など、混乱が生じている。
4. また、証券化商品の信用リスクをヘッジする手段として、金融保証保険会社と CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）契約を結んでいた大手金融機関の中には、金融保証保険会社の格下げや、カウンターパーティー・リスクの上昇により、新たな評価損失に直面するところも出てきている。
5. 金融保証保険会社が資金調達を進めたことなどから、格下げの動きはいったん落ち着きを見せているが、不安は払拭されておらず、今後の動向も注目される。また、金融保証保険会社の信用力低下による混乱は、米国の保険・地方債市場の制度改革論議に影響を与える可能性が高い。

I はじめに

サブプライム・ローン問題が深刻化する中で、金融保証保険（モノライン）市場における信用不安とその影響が懸念材料となっている。金融保証保険とは、債券・証券化商品を保証対象として、その元利償還が期日通りに行われない場合に、無条件に、債務者に代わって支払いを行う契約である。金融保証保険が付された債券・証券化商品は、通常 AAA/Aaa 格に格付けされているが、サブプライム・ローン問題により金融保証保険会社の保証能力に対する不安が高まった結果、その信用リスクに注目が集まることとなった。こうした混乱は、金融保証保険が普及している米国地方債市場や、金融保証保険会社をカ

ウンターパーティーとする CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）契約を結んでいた大手金融機関などに、次第に影響を及ぼすこととなった。

本稿では、こうした金融保証保険市場をめぐる一連の混乱について、直近までの動向を整理する。

II 金融保証保険会社の格付けをめぐる動き

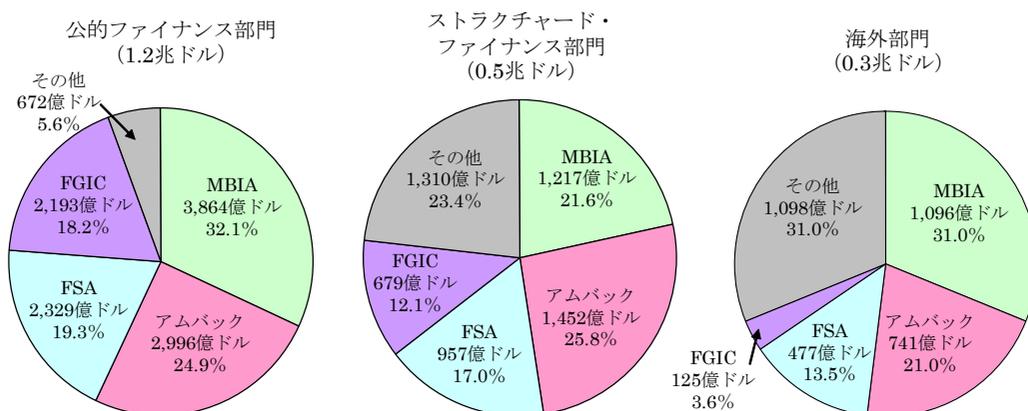
1. アムバックの格下げに至った経緯

大手金融保証保険会社の中で、最初に格下げを受けたのはアムバックであった。

アムバックは、金融保証保険市場において 24.4% のシェアを占める、米国第二の金融保証保険会社である（2006 年末時点）。金融保証保険市場は、米国地方債に対する保証を行う公的ファイナンス部門、MBS や ABS、CDO などの米国証券化商品を保証対象とするストラクチャード・ファイナンス部門、および海外部門の 3 部門から成るが、いずれの市場においてもアムバックは 2 割以上のシェアを獲得している（図表 1）。それゆえ、アムバックの格付けの動向については、市場から特に注目が集まっていた。

サブプライム・ローン問題がアムバックの金融保証能力に及ぼす影響については、すでに 2007 年半ば頃より懸念が広がっていた。アムバックと並ぶ大手金融保証保険会社 MBIA などとともに、アムバックの株価は 5 月頃より低下し始め、7 月以降、急速に下落した。また、当初は、金融保証の引受姿勢が非常に保守的であることなどを理由に、サブプライム・ローン問題が金融保証保険会社一般に及ぼす負の影響は限定的との見解を採っていた格付機関も¹、サブプライム・ローン問題が金融市場全体に及ぼす影響が深刻化する

図表 1 金融保証保険各社のシェアの状況（2006 年末保証引受残高ベース）



(出所) AFGI 資料、各社年次報告書、S&P レポートより、野村資本市場研究所作成

¹ 例えば、S&P, “Subprime Exposure Is Unlikely To Cause Bond Insurers Major Difficulties”, 03/28/2007, ”U.S. Bond Insurers Withstand Subprime Stress”, 08/02/2007, Moody’s, “Financial Guarantor’s Subprime Risks: From RMBS to ABS CDOs”, 09/25/2007 参照。

るにつれて、次第にその見方を厳しくしていった。そして2007年11月には、大手格付機関3社全てが、金融保証保険会社の保証能力についての再評価の実施を表明した(図表2)。その結果、S&Pは12月にアムバックの格付けの見直しをネガティブに引き下げ、フィッチは格下げ方向でAAA格を見直すとした。

図表2 金融保証保険業界をめぐる一連の動き

	MBIA	アムバック	FGIC	格付機関の動き	その他	
2007年 11月	5日			フィッチ、金融保証保険会社の保証能力を再検討する旨を発表		
	8日			ムーディーズ、金融保証保険会社の保証能力を再検討する旨を発表		
	22日				CIFG、大手に先駆けて保険料支払い原資強化策を発表	
	26日			S&P、金融保証保険会社の保証能力を再検討する旨を発表		
12月	10日	ウォーバーグ・ピнкаスからの出資受け入れを公表				
	13日		アシアード・ギャランティ再保険会社から再保険を購入			
	14日	ムーディーズ、格付け見直しを変更(ネガティブへ)		ムーディーズ、Aaa格を格下げ方向で見直し	ムーディーズ、再検討結果を公表	
	17日			フィッチ、AAA格を格下げ方向で見直し	フィッチ、再検討結果を公表	
	18日				ACAキャピタル株式、NYSEの上場廃止	
	19日	S&P、格付け見直しを変更(ネガティブへ)	S&P、格付け見直しを変更(ネガティブへ)	S&P、AAA格を格下げ方向で見直し	S&P、再検討結果を公表	S&P、ACAキャピタルの格付けをCCC格に引き下げ
	20日	フィッチ、格付けを引き下げ方向で見直し				ACAキャピタル、追加担保提供の延期を発表(2008/01/18まで)
	21日		フィッチ、格付けを引き下げ方向で見直し			
2008年 1月	9日	保険料支払い原資強化策を発表 2007年第4四半期の財務見直しを公表				
	16日	フィッチ、AAA格を確認	保険料支払い原資強化策を発表			
		10億ドルの社債発行を完了	2007年第4四半期の財務見直しを公表			
	17日	ムーディーズ、Aaa格を格下げ方向で見直し			S&P、12月の再検討結果を更新	
			フィッチ、AAA格をAA格に引き下げ			
	18日		保険料支払い原資の強化策の一つであった株式発行を中止			
	20日					ACAキャピタル、二回目の追加担保提供の延期を発表(02/19まで)
	22日		2007年第4四半期決算を公表			ニューヨーク州保険局、金融保証保険市場に対する対応策を提示
	23日					エリック・ニューヨーク州保険監督官、大手金融機関幹部と面談との報道
	30日	5億ドルの株式発行を完了		フィッチ、AAA格をAA格に引き下げ		アックマン氏、金融保証付き商品のリスクを図る「オープンソース・モデル」を公表
31日	2007年第4四半期決算を公表 S&P、AAA格を格下げ方向で見直し		S&P、AAA格をAA格に引き下げ	S&P、金融保証保険会社の格付けの再検討結果を公表		
2月	4日				FSA、デクシアによる5億ドルの資本増強を発表	
	5日	フィッチ、AAA格を格下げ方向で見直し		フィッチ、金融保証保険会社の格付けを再度検討する旨を公表		
	8日				コックス・SEC委員長、格付機関や地方債市場に対する規制のあり方について発言	
	11日				カンジョルスキー・下院金融サービス委員会委員長、連邦レベルでの規制に関する論文を発表	
	12日				パフエット、MBIA・アムバック・FGICと、最大8,000億ドルの地方債の再保険契約を結び用意があると公表	
	13日	11億ドルの普通株式発行を完了				
	14日			ムーディーズ、Aaa格をA3格に引き下げ		金融保証保険市場に関する公聴会の開催

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

図表 2 金融保証保険業界をめぐる一連の動き（続き）

	MBIA	アムバック	FGIC	格付機関の動き	その他	
2月	15日			ニューヨーク州保険局に対して、会社分割案を提示	MSRB、オークション・レート債に関する情報開示の透明性の向上に向けた検討を行う旨を公表	
	19日	ジョゼフ・W・ブラウン氏がCEOに復帰			ACAキャピタル、三回目の追加担保提供の延期を発表（04/23まで）	
	21日	AFGIから離脱				
	25日	S&P、AAA格を確認（見通しはネガティブ） 今後の運営の基本方針を公表		S&P、AA格をA格に引き下げ	S&P、金融保証保険会社の格付けの再検討結果を公表	
	26日	ムーディーズ、Aaa格を確認（見通しはネガティブ）				
	29日					ウィルバー・ロス、アシュアード・ギャランティーに対して最高10億ドルの資金提供で合意
3月	3日				パークシャー・ハザウェイ、地方債の再保証引き受けの提案をすでに取り下げた旨を発表	
	4日				カリフォルニア州、他州とともに大手格付機関に対して米国地方債に対する格付けに疑問を提示	
	7日	フィッチに対して、金融保証能力に対する格付けを取りやめるよう要求				
	10日			独IKB産業銀行に対する訴訟を起こす		
	12日		15億ドル規模の資金調達を完了 三大格付機関全てが、同時点での格付けを確認			
	17日			2007年第4四半期決算の概要を公表		
	21日			S&P、A格をBB格に引き下げ		
	26日			フィッチ、AA格をBBB格に引き下げ		
31日			ムーディーズ、A3格からBaa3格に引き下げ			
4月	4日	フィッチ、AAA格からAA格に引き下げ				

（出所）各種資料より、野村資本市場研究所作成

アムバックは、こうした懸念を払拭して AAA/Aaa 格を維持するべく、12月にアシュアード・ギャランティー再保険会社から約 290 億ドルの再保険を購入した。さらに 2008年1月16日には、金融保証を実施する際の財源となる保険料支払い原資の包括的な強化案を公表した。その内容は、10億ドル以上の株式発行、再保険の追加購入ないし債券の発行、株主配当額の1株あたり21セントから7セントへの引き下げ、という3点から成っていた。

しかし、包括的な対策案と同時に示された、アムバックの2007年第4四半期決算見通しは、同年第3四半期決算以上にサブプライム・ローン問題の影響が現れた内容であった。これを受けて、ムーディーズとフィッチは、アムバックの保証能力を改めて評価する旨を明らかにした。

そして1月18日、フィッチは、アムバックの保険料支払い原資の積立額は、AAA格の維持に必要と考えられる額に対して10億ドル不足しているとして、アムバックに対する格付けをAAA格からAA格に引き下げるに至った。

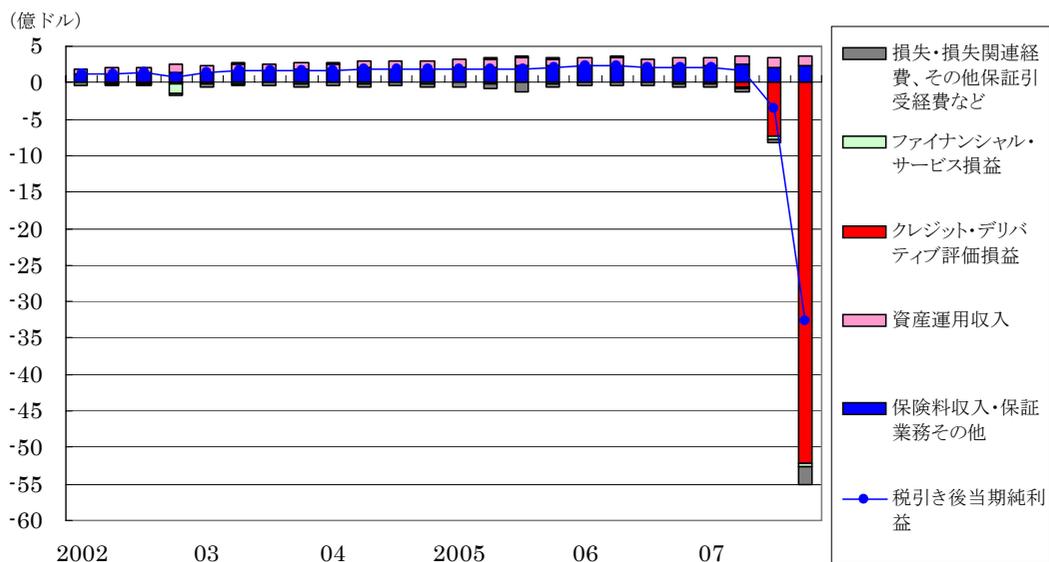
2. 2007 年第 4 四半期決算に表れたサブプライム・ローン問題の影響

フィッチによる格下げ後に公表されたアムバックの 2007 年第 4 四半期決算の内容は、サブプライム・ローン問題が、同社の財務状況に深刻な影響を与えていることを鮮明に表すものであった。

一般的に、サブプライム・ローン問題が金融保証保険会社の財務に対して影響を及ぼす可能性としては、主として次の三つの経路が考えられる。一つは、金融保証保険会社が保証しているサブプライム関連商品にデフォルトが相次ぎ、元利払いの保証額が膨らむ可能性である。第二は、CDS の評価損が発生する可能性である。金融保証保険会社は、証券化商品の管理者との間で CDS 契約を結び、証券化商品がデフォルトした場合に、元利分の支払いを行うことがあるが、こうした CDS 契約については時価評価が求められている。第三は、金融保証保険会社自身が行う資金運用においてサブプライム関連商品への投資を行っている場合に、そこでの損失が保証能力に影響を与える可能性である。

アムバックの営業収支の状況を見ると、それまでの約 4 年間、税引き後当期純利益は 2 億ドル前後で推移してきたが、2007 年第 3 四半期には、7.4 億ドルにのぼるクレジット・デリバティブの時価評価損が発生し、当期純利益は 3.6 億ドルの赤字に転落した（図表 3）。さらに 2007 年第 4 四半期には、52.1 億ドルの時価評価損を計上するとともに、金融保証対象のデフォルトにより発生する元利払いの保証に伴う損失である損失・損失関連経費も、第 3 四半期の 0.1 億ドルから、一挙に 2.0 億ドルに膨らんだ。その結果、当期純利

図表 3 アムバックの営業収支の推移



(注) 四半期ベース。2007 年第 4 四半期まで。

(出所) アムバック資料より、野村資本市場研究所作成

益はさらに悪化し、32.5億ドルの赤字となった。

3. 相次ぐ金融保証保険会社の格付け見直しの動き

フィッチによるアムバックへの格下げに続いて、金融保証保険業界第4位のFGICも格下げを受けた。FGICは、1月30日にフィッチよりAAA格からAA格への引き下げを受けると、翌31日にはS&P(AA格)、2月14日にはムーディーズ(A3格)からも格下げを受けた。これにより、同社は、大手金融保証保険会社としては初めて三大格付機関全てからAAA/Aaa格を失った。さらに3月17日にFGICの2007年第4四半期決算が公表されると、いっそうの格下げが実施され、同月末時点の格付けは、BB格(S&P)・Baa3格(ムーディーズ)・BBB格(フィッチ)となった。

また、MBIAも、AAA/Aaa格は維持しつつも、アムバックやFGICなどと同様に保証能力に対する格付けの再評価を受け、1月から2月にかけては格下げ方向での見直しを受けていた²。

その他、FSAやアシュアード・ギャランティーなど一部を除いて、多くの金融保証保険会社が、この時期、格下げや、格付け見通しの引き下げを受けることとなった(後掲図表11)。フィッチによる格下げ後に公表されたアムバックの2007年第4四半期決算の内容は、サブプライム・ローン問題が、同社の財務状況に深刻な影響を与えていることを鮮明に表すものであった。

III 金融保証保険会社格下げの地方債市場への影響

1. 地方債発行体への影響

金融保証保険会社が格下げを受けると、当該金融保証保険会社が保証している債券・証券化商品の格付けも、基本的には引き下げられることとなる。というのも、金融保証付き債券・証券化商品の格付けは、保証がない場合の格付けが金融保証保険会社の格付けを上回らない限り、原則としてそれと同水準とされるからである。例えば、フィッチは、アムバックの格下げに伴い、格付けを行っているアムバックの金融保証付き地方債の99%について(銘柄ベース)、AAA格からAA格への格下げを実施した。証券化商品についても、これと同様の対応を採った。

金融保証付き債券・証券化商品の格下げは、金融保証保険が普及している米国地方債市場に対して相当程度の影響を及ぼすこととなった。米国地方債残高全体のうち、金融保証

² S&Pとムーディーズは、2月末にはMBIAのAAA/Aaa格を確認した(見通しはネガティブ)。ただしフィッチについては、MBIAは、3月7日にフィッチに対して保証能力に対する格付けを取り止めるように求めた。これに対して、フィッチは引き続き格付けを行う方針を表明し、4月4日にMBIAの格付けをAAA格からAA格に引き下げた。

付き地方債の割合は、2006年末時点で50.1%にのぼっている³。

地方債の発行体においては、地方債の発行・流通利回りの上昇により、起債コスト負担が増加した結果、地方債の発行に影響が及ぶこととなった。2007年11月頃より、地方債の発行を延期ないし中止する地方政府が現れ始め⁴、毎月の地方債発行総額も、2007年12月以降、前年同月比で30%以上のマイナスとなる状況が続いている⁵。

加えて、変動利付き地方債の一種であるオークション・レート債などの金利が上昇し、発行済み地方債の金利負担が増加する、といった影響も現れた。オークション・レート債は、1週間、4週間、5週間といった単位で実施される投資家による入札によって金利が設定される地方債であり、2006年の発行額ベースで地方債全体の8.4%を占めている⁶。2008年2月より、投資家からの需要が減退し、金利が急上昇するオークション・レート債が相次ぎ始めた。例えば、ニューヨーク州・ニュージャージー州港湾公社（the Port Authority of New York and New Jersey）が発行するオークション・レート債の金利は、2月第1週の4.3%から、第2週には一気に20%に跳ね上がった⁷。また、2月13日に入札が行われたオークション・レート債のうち、約80%で入札が不調に終わったとの推計もある⁸。投資家間での需給が折り合わない場合、通常は当該オークション・レート債を管理している金融機関が買い支えを行う。しかし、大手金融機関の中にはそうした支援を断念したり、投資家のオークション・レート債売却を一時的に禁止する対応を採るところも現れた⁹。こうした事態を受けて、州・地方政府の中には、発行済みのオークション・レート債を固定利付き債などで借り替えることで、金利負担の上昇を抑えようとする動きが出てきている¹⁰。

2. 地方債投資家への影響

地方債の発行体とともに、影響は地方債投資家にも及んだ。米国地方債の主要な投資家は個人投資家であり、直接に個別の地方債銘柄への投資を行いつつ、地方債ファンドを通じた地方債保有も1980年代以降進めていた¹¹。個人投資家による地方債の直接保有は、

³ SIFMA および AFGI 資料より算出。

⁴ 例えば、シカゴ市やマイアミ・デード郡などで、地方債の発行を延期ないし中止する動きがあったようである。David Cho, "Municipal Bond Deals Squeezed Credit Crisis", *The Washington Post*, 11/29/2007 など参照。

⁵ SIFMA 資料より算出。2008年2月末まで。

⁶ Thomson Financial, *The Bond Buyer 2007 Yearbook* より算出。

⁷ Martin Z. Braun, "Auction-Bond Failures Roil Munis, Pushing Rates Up", *Bloomberg*, 02/13/2008 参照。

⁸ Martin Z. Braun and William Selway, "UBS, Merrill Lynch Step Back From Auction-Rate Bond Bidding", *Bloomberg*, 02/14/2008。

⁹ 注 7、注 8 参照記事、および Martin Z. Braun and William Selway, "UBS Won't Support Failing Auction-Rate Securities", *Bloomberg*, 02/14/2008。

¹⁰ William Selway, "California Dumps Auction Debt; States Push on Ratings", *Bloomberg*, 03/10/2008、Jeremy R. Cooke, "Auction Collapse Quadruples Fee for Bond Alternatives", *Bloomberg*, 04/07/2008。

¹¹ 米国地方債の保有者構造については、井瀉正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆—発展の鍵を握る家計と投資信託—」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2007年冬号、また米国地方債ファンドについては、沼田優子・三宅裕樹「米国地方債ファンド市場の現状—民間資金を引き付ける市場インフラとしての可能性—」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2007年夏号参照。

2007 年末時点で 9,160 億ドルにのぼり、地方債保有シェアの 34.9%を占めている。一方、地方債ファンドを中心とした投資信託による保有残高も 9,369 億ドル、保有シェアは 35.7%となっている¹²。地方債ファンドの多くは格付けによる投資基準を有していることから、金融保証付き地方債の格下げは、こうしたファンドに対して、保有する地方債の売却を促す圧力となった¹³。

特に、先述した FGIC の場合のように大幅な格下げが行われた場合には、MMF の運用にも影響を及ぼすこととなったと考えられる。というのも、長期格付けと短期格付けは一定の対応関係にあるため、金融保証付き債券・証券化商品の格下げが、長期債だけでなく、短期債にも及ぶ可能性があるからである（図表 4）。例えばムーディーズの場合、長期格付けの AAA 格は短期格付けの P-1 格に、長期格付けの Baa3 格は短期格付けの P-3 格に、それぞれ一般的に対応する。それゆえ、金融保証保険会社の大幅な格下げは、金融保証付き債券・証券化商品の短期格付けをも引き下げる可能性があるのである。その場合、1940 年投資会社法規則の規定に従って MMF の運用ポートフォリオを見直す必要が生まれ¹⁴、格付けが引き下げられた短期債の売却を迫られる必要性が生じることも、場合によっては考えられる。

図表 4 長期格付けと短期格付けの対応関係

S&P		ムーディーズ			フィッチ	
長期格付け	短期格付け	長期格付け	短期格付け	長期格付け	短期格付け	
AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA	F1+	
AA+		Aa1		AA+		
AA		Aa2		AA		
AA-		Aa3		AA-		
A+	A-1	A1	P-2	A+	F1	
A		A2		A		
A-		A3		A-		
BBB+	A-2	Baa1	P-3	BBB+	F2	
BBB		Baa2		BBB		
BBB-	A-3	Baa3		BBB-	F3	
BB+	B	Ba1~	NP	BB+~B-	B	
BB				CCC~		
BB-						C

(注) あくまで、一般的な対応関係を示したものである。

(出所) 各社公表資料より、野村資本市場研究所作成

¹² FRB, *Flow of Funds Accounts* より算出。

¹³ 例えば Lawrence Carrel, “Mortgage Crisis Spreads to Muni Bond Funds”, *The Streets.com*, 09/03/2007、Michael Quint and Jeremy R.Cooke, “Muni Bonds Swoon With Worst Total Returns Since 1999”, *Bloomberg*, 12/19/2007 など参照。

¹⁴ 岩井浩一「米国 MMF の元本割れ懸念とその回避策—サブプライム問題以降の取り組み事例—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

IV 金融保証保険市場に関する公聴会の開催

1. 下院金融サービス委員会の問題意識

金融保証保険会社の保証能力を不安視する見方が広まり、米国地方債市場などへの影響についての懸念が高まる中で、2008年1月頃より、規制当局による対応策の検討・実施が本格的に進み始めた。その一つが、2月14日に米国下院金融サービス委員会において金融保証保険業界関係者を集めて開催された公聴会であった（図表5）。

この公聴会は、下院金融サービス委員会において前月より本格化された、金融保証保険市場に対する規制のあり方についての検討の一環として開催されたものであった。同委員会のカンジョルスキー委員長は、金融保証保険市場に対する規制は、現行の州レベルのものだけでは必ずしも十分ではない、との問題意識から、連邦レベルの規制・監督制度の新たな導入を構想していた。1月23日には、FRBのバーナンキ議長やSECのコックス委員長などに対して、金融保証保険市場に関する懸念事項や、それぞれが検討・実施している対応策の詳細、および金融保証保険市場に対する監督の今後のあり方などについて、見解の提示を求めた。また2月に入ると、金融保証保険市場に対する連邦レベルの監督機関を創設する必要性を指摘する論文を発表した¹⁵。

2. 公聴会の主なポイント

1) ニューヨーク州保険局による対策の実施と規制改革案

公聴会では、実質的に保険業規制において主導的役割を果たしているニューヨーク州のエリオット・スピッツァー知事（当時）とエリック・ディナロ保険監督官が、

図表5 公聴会の証言者

証言者	肩書き
エリオット・スピッツァー氏	ニューヨーク州知事
エリック・R・ディナロ氏	ニューヨーク州保険局局长
エリック・R・シリ氏	米証券取引委員会（SEC）市場規制部門責任者
パトリック・M・パーキンソン氏	米連邦準備制度理事会（FRB）調査統計局次長
トーマス・M・レイトン氏	ペンシルバニア州ウィルクスバリー市長
ウィリアム・A・アックマン氏	パーシングスクエア・キャピタルマネジメント マネージングメンバー
キース・M・バックリー氏	フィッチ・レーティングス 保険部門グループ・マネージング・ディレクター兼グローバル・ヘッド
リチャード・P・ラーキン氏	ハーバート・J・シムズ シニア・バイス・プレジデント
マイケル・カレン氏	アムバック・フィナンシャル・グループ社長兼最高経営責任者
チャールズ・チャプリン氏	MBIA最高財務責任者

（出所）米国下院金融サービス委員会ウェブサイトより、野村資本市場研究所作成

¹⁵ Paul Kanjorski, "Should Congress create a federal insurance regulator?: Bond Business Needs Regulation", *Roll Call*, 02/11/2008.

ニューヨーク州保険局が進めている金融保証保険市場に対する対応策の内容と経過状況を報告するとともに、今後の方向性についての見解を示した。

ニューヨーク州保険局は、①金融保証保険市場の資本・保証能力の増強、②金融保証保険会社や金融機関、格付機関、他の規制当局などとの連携による幅広い解決策の模索、③金融保証保険市場に対する規制の強化、という三点から成る対応策を、2008年1月に公表した。

これに沿う形で、ニューヨーク州保険局は、ウォーレン・バフェット氏率いるパークシャー・ハザウェーが設立した金融保証保険会社に2007年12月に営業免許を与えるとともに、他州も同社に対して営業免許を可能な限り速やかに与えるよう、全米保険監督官協会（National Association of Insurance Commissioners）に対して働きかけを行っている、との報告が行われた¹⁶。同社が2月に提示した、MBIA・アムバック・FGICに対する最大8,000億ドル規模の地方債の再保険引き受け案についても、ニューヨーク州保険局はその後押しを行った。

また、既存の金融保証保険会社の保証能力を引き上げるための対応も同時に進めている、との報告もなされた。MBIAは、ニューヨーク州保険局の承認のもと、ウォーバーグ・ピンカスを主な引き受け先とした普通株式や社債の発行などを進め、公聴会開催時点で保証能力を約26.5億ドル増強した。さらに、1月23日にディナロ保険監督官が複数の大手金融機関と面談し、大手金融保証保険会社に対する50～150億ドル規模の資金面での支援を検討するよう要請した、と報道されるなど¹⁷、ニューヨーク州保険局は民間金融機関などとの協議も進めている。

ディナロ保険監督官は、こうした対応の第一の目的は、地方債の発行体である州・地方政府、および地方債の主要な投資家である個人投資家を、金融保証保険市場の混乱の影響から保護することにあるとした。その上で、信用リスクの上昇が懸念されている証券に対する保証業務と、地方債など信用リスクがなお比較的強く抑えられている証券に対する保証業務の分割を金融保証保険会社に認め、地方債市場への影響を最小限に食い止めることも一つの選択肢として考えられる、との見解を示した。

また、金融保証保険市場に対する中長期的な対策として、金融保証保険会社の保証能力に関する規制基準の引き上げや、業務範囲に対する制限の強化といった規制改革の検討も進めている、との証言もなされた。

なお、カンジョルスキー委員長の金融保証保険規制の新設構想については、連邦レベルでの規制機関が導入されれば、州レベルでの規制・監督の実施が妨げられ、かえって金融保証保険市場に対する対応が遅れたり、不十分となる可能性があるとして、否定的な立場を示した¹⁸。

¹⁶ 同社は、2008年4月3日時点で46州から営業免許を獲得しているようである。”Buffett’s new bond insurer gets 46th license, *Reuters News*, 04/03/2008 参照。

¹⁷ Erik Holm and Jesse Westbrook, “N.Y. Regulator Pushes Banks to Rescue Bond Insurers”, *Bloomberg*, 01/24/2008、Dakin Campbell, “NYS Insurance Meets With Wall St. Banks”, *The Bond Buyer*, 01/24/2008 参照。

¹⁸ Kevin Drawbaugh, “US bond insurer trouble stirs federal oversight talk”, *Reuters News*, 02/15/2008 参照。

2) 米国地方債市場に対する対応策の検討

公聴会では、金融保証保険市場を介してサブプライム・ローン問題の影響が及びつつある米国地方債市場に対して講じるべき対策についても指摘がなされた。

SEC のエリック・R・シリ氏は、地方債が連邦証券法の適用除外証券とされているため、その情報把握に限界があることを指摘した。その上で、地方債の発行・流通市場における情報の開示を充実させ、市場の透明性をいっそう向上させるべきとの見解を示した。

また、かねてより金融保証保険会社の保証能力の低さを指摘していたウィリアム・A・アックマン氏は、同じ水準で格付けされている地方債とそれ以外の債券・証券化商品を比較すると、地方債の格付けは他に比して厳しく格付けされていると指摘した。そして、他の債券・証券化商品と同等の基準で格付けを行うことによって、本来の安全性は一般的に高いとされる地方債の信用リスクをより適切に評価することが必要との考えを示した。

3. 金融保証保険会社における会社分割に向けた動き

こうした規制当局における動きの一方で、金融保証保険会社においても、保証業務の内容が見直され、証券化商品に対する保証部門を地方債保証部門から切り離す方向性が打ち出され始めた。

例えば、FGIC は、三大格付機関全てから AAA/Aaa 格を失った翌日の 2 月 15 日に、保証業務の分割案をニューヨーク州保険局に提示した¹⁹。その趣旨は、新会社を創設して、地方債など信用リスクが比較的安定している証券の金融保証業務を本体から新会社に移すというもので、ディナロ保険監督官が公聴会で示した会社分割案構想にほぼ一致する内容であった。

また、MBIA も、2 月に公表した今後の経営改革の基本方針の中で、今後 6 ヶ月をめどに、当面は新規の証券化商品の金融保証引き受けを行わないとともに、公的ファイナンス部門とストラクチャード・ファイナンス部門、および資産運用ビジネス部門を 5 年以内に分離する計画を明らかにした²⁰。

¹⁹ Mark Pittman and Christine Richard, "FGIC Seeks Split to Salvage Municipal Debt Ratings", *Bloomberg*, 02/15/2008.
Liam Plevin, Karen Richardson and Carrick Mollenkamp, "Bond Insurer Seeks to Split Itself, Rolling Some Banks", *The Wall Street Journal*, 02/16/2008.

²⁰ http://www.mbia.com/investor/publications/transformation_022508.pdf.

V CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）契約を通じた大手金融機関への影響

1. CDS 市場の現状

1) CDS 市場の概観

金融保証保険会社の格下げは、地方債市場のみならず、証券化商品の運用を行っている大手金融機関の財務にも影響を及ぼすこととなった。特に、証券化商品のリスクをヘッジする目的で、金融保証保険会社との間でカウンターパーティーとする CDS 契約を結んでいた金融機関は、当該金融保証保険会社の格下げが起きると、カウンターパーティー・リスクが上昇するため、CDS 契約の価値を再評価して、損失を計上する必要に迫られることとなった。

そもそも CDS とは、プロテクションの購入者が、契約に定められた保険料をカウンターパーティー（契約の相手方）に対して支払う代わりに、対象とされる信用リスクの主体（参照組織）においてデフォルトや破産といったクレジット・イベントが生じた場合には一定額の支払いを受ける、という取引である²¹。これにより、CDS 購入者は、参照組織の信用リスクをカウンターパーティーに移転することが可能となる。

CDS は、クレジット・デリバティブ市場の約 7 割を占める代表的存在である（図表 6）。2006 年末時点において、参照組織が一つの CDS が 32.9%、複数銘柄のもの（フル・インデックス CDS、インデックス・トランシェ CDS）が 37.7%を、それぞれ占めている。クレジット・デリバティブ市場においては、CDS のほか、原資産の信用リスクを CDS によって移転して組成されたシンセティック CDO が 16.3%を占めている。

ここ数年、CDS 市場は急速に拡大している（図表 7）。CDS の想定元本残高は、2001 年 6 月末時点の 0.6 兆ドルから、2007 年 6 月末には 45.4 兆ドルに伸びており、最近 6 年間で約 72 倍の増加を示した。

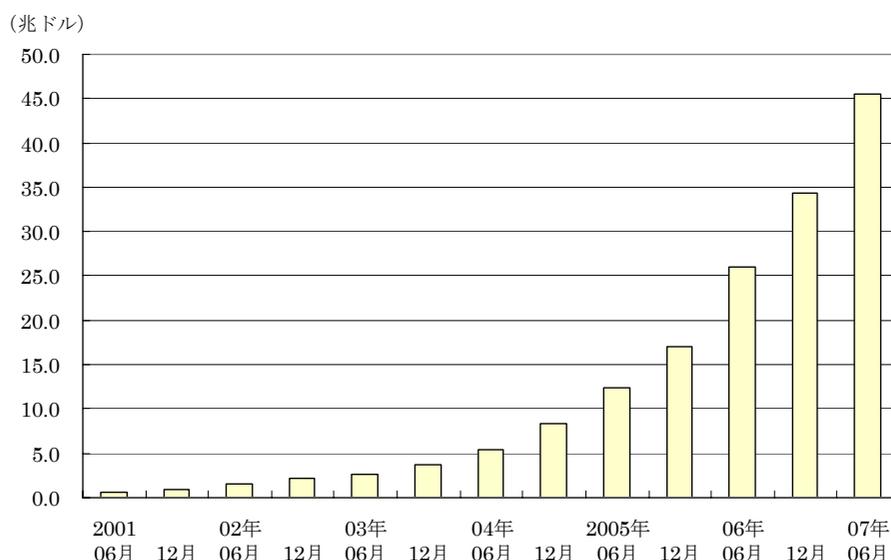
図表 6 クレジット・デリバティブ市場の商品別内訳

クレジット・デリバティブ商品	2000	2002	2004	2006
CDS（単一銘柄）	38.0%	45.0%	51.0%	32.9%
フル・インデックスCDS	n/a	n/a	9.0%	30.1%
シンセティックCDO	n/a	n/a	16.0%	16.3%
インデックス・トランシェCDS	n/a	n/a	2.0%	7.6%
クレジット・リンク・ノート	10.0%	8.0%	6.0%	3.1%
その他	-	-	16.0%	10.0%

（出所）British Bankers' Association, "BBA Credit Derivative Report 2006"より、
野村資本市場研究所作成

²¹ CDS・CDO 市場については、関雄太「CDS・CDO 市場の急拡大と信用リスク取引を巡る議論」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2005 年秋号参照。

図表7 CDS市場の規模の推移



(出所) International Swap and Derivatives Association 資料より、野村資本市場研究所作成

2) CDS市場の主要プレーヤー

CDS取引の参加主体をみると、プロテクションの買い手側・売り手側双方の立場において、銀行とヘッジファンドが大きなシェアを占めている（図表8）。

銀行は、2006年現在、プロテクションの買い手として59%、売り手として44%のシェアを有しており、統計データが確認できる2000年以降、一貫して第一のCDS購入・売却主体となっている。特にCDSのプロテクションの保有については、大手銀行に集中していると考えられる。米国銀行のクレジット・デリバティブ市場の状況を見ると、大手5金融機関が保有するクレジット・デリバティブの想定元本は14.3兆ドルにのぼり、全体（主要25金融機関計）の99%を占めている（図表9）。

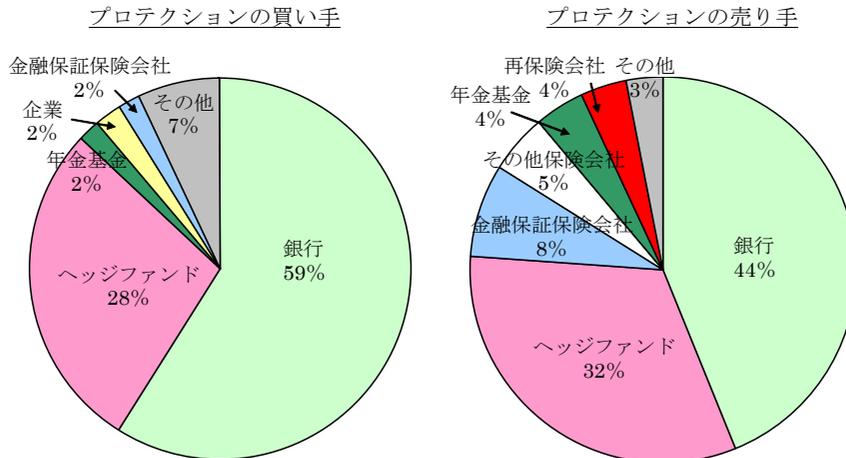
ただし、銀行は依然としてCDS市場において大きな地位を保っているものの、そのシェアは2000年の81%（購入）・63%（売却）から低下傾向にある。代わって市場シェアを伸ばしているのがヘッジファンドである。2006年現在、ヘッジファンドのシェアは28%（購入）・32%（売却）にのぼっており（前掲図表8）、2000年の3%・5%から急上昇した。

金融保証保険会社は、先述のとおりCDS契約によって金融保証を行うことがあり、基本的にはプロテクションの売り手としてCDS市場に参加している²²。ただし、その市場シェアは低下しており、2006年時点で8%（売却）となっている。

CDS市場に占める金融保証保険会社のシェアは必ずしも大きいとはいえない。しかし、金融機関の中には、サブプライム・ローン問題の深刻化を受けて、保有するCDOの信用リスクをヘッジする一手段として、金融保証保険会社からCDSの形態で

²² Matthew Hanson, "Guarantor CDS Protect the Insurers, Too", *The Bond Buyer*, 11/21/2007 など参照。

図表 8 CDS の投資家層



(出所) British Bankers' Association, "BBA Credit Derivative Report 2006"より、野村資本市場研究所作成

図表 9 米国主要銀行によるクレジット・デリバティブ保有の状況

(単位: 億ドル)

金融機関	総資産	デリバティブ保有残高	
		合計	うちクレジット・デリバティブ
JPモルガン	14,795.8	923,040.1	77,744.8
シティグループ	23,582.7	394,518.5	35,349.3
バンク・オブ・アメリカ	15,823.3	327,333.4	15,560.7
ワコビア	7,541.7	51,371.2	3,956.1
HSBC	5,098.7	44,259.0	11,374.8
上位5金融機関合計	66,842.1	1,740,522.2	143,985.7
主要25金融機関合計	108,911.8	1,797,464.1	144,631.4

(注) 1. デリバティブの保有残高に基づくランキング。
2. 持ち株会社ベース。2007年9月末時点。

(出所) 米国通貨監査局資料より、野村資本市場研究所作成

プロテクションを購入していたところもあった²³。その場合、金融機関は、米国財務会計基準審議会 (FASB) 基準書第 133 号の規定に基づき、CDS の参照組織である CDO の時価評価、およびカウンターパーティーの保証能力の水準 (格付け) などをもとにして CDS の評価を四半期ごとに行い、その評価損益を最終損益に反映させなくてはならない。それゆえ、サブプライム関連の保有証券やエクスポージャーからすでに多額の評価損を計上し、自己資本比率の低下に直面している一部の金融機関にとっては、CDS 契約が新たな損失発生の源泉となる可能性が出てくることとなった。

²³ Christine Richard, "Ambac, MBIA Lust for CDO Returns Undercut AAA Success", *Bloomberg*, 01/22/2008、John Glover and Shannon D Harrington, "Bond Insurer Default May Roil Default Swap Market", *Bloomberg*, 01/28/2008 参照。

2. 金融保証付き CDO における評価損の発生

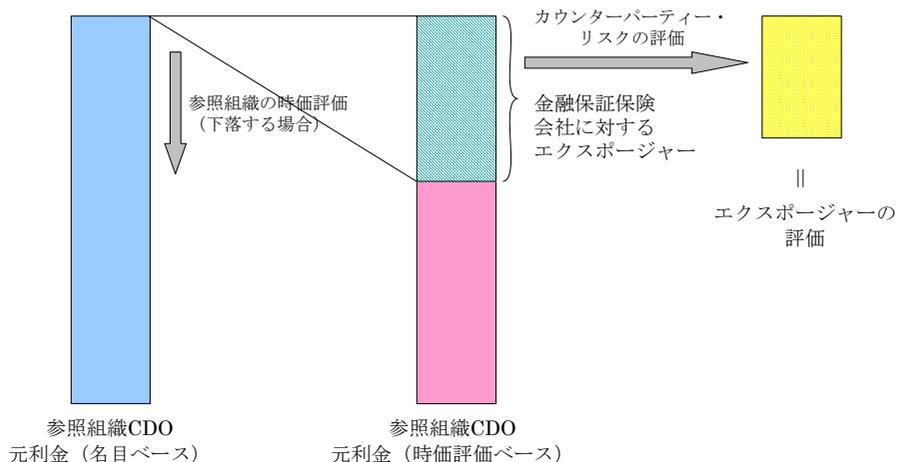
1) CDS による金融保証に伴うリスク

金融保証保険会社は、CDO に対して金融保証を行う場合、現物 CDO かシンセティック CDO かを問わず、CDS を用いることがほとんどのようである²⁴。例えば MBIA の場合、CDO の保証引受残高 1,306 億ドルのうち、CDS によって金融保証が付されているものは 1,173 億ドルにのぼり、CDO 全体の 89% を占めている（2007 年末時点）。

CDS により金融保証が付された CDO を保有する場合、すなわち CDO を保有し、かつ当該 CDO を参照組織として、金融保証保険会社をカウンターパーティーとする CDS のプロテクションを購入する場合、投資家は、CDO の原資産を構成する債権・証券化商品の信用リスクと、カウンターパーティー・リスクという二つの信用リスクを引き受けることとなる（図表 10）。

CDO の原資産の信用リスクが高まり、原資産の時価評価ベースの価値が額面ベースの価値を下回ることとなれば、期待されていた元利金を実際には支払われない可能性が生じる。この場合、投資家は、原資産がデフォルトした際に生じる損失は CDS によって補填される、と期待することとなる。これは、原資産の信用リスクが上昇するにつれて、金融保証保険会社の保証能力に関するリスクがこれに置き換わり、CDS を通じた、投資家の金融保証保険会社に対するエクスポージャーが増えることを意味する。なぜなら、CDS のカウンターパーティーである金融保証保険会社の保証能力が減退すれば、同 CDS 契約によって保証されると期待された CDO の原資産の額面ベースと時価評価ベースの間の差額分の支払いを受けられないリスクが高まることとなるからである。

図表 10 金融保証付き CDO のリスク



(出所) UBS 資料などより、野村資本市場研究所作成

²⁴ Moody's, "Financial Guarantors' Subprime Risks: From RMBS to ABS CDOs", 2007 年 9 月参照。

2) 金融機関における評価損の発生

そして実際、金融保証保険会社の格下げなどを受けて、金融保証保険会社に対してエクスポージャーをもつ金融機関の中には、CDO や CDS の評価損を計上するところも現れ始めた。特に、2007 年第 4 四半期決算への影響をみる上で注目されるのは、2007 年 12 月に S&P より A 格から CCC 格への大幅な格下げを受けた ACA キャピタルである。同社は、金融保証保険業界においては小規模ながら、CDO に対する金融保証引受残高では FSA や FGIC などを上回り、アムバック並みの規模を有していた（図表 11）。

例えばメルリリンチは、スーパーシニア ABS CDO のハイグレード・トランシェおよびメザニン・トランシェを中心に、2007 年 9 月末時点で 158.1 億ドルの米国 ABS CDO に対する純エクスポージャーをもっていたが、2007 年第 4 四半期決算において、その評価額を 48.3 億ドルに引き下げ、評価損として 98.6 億ドルを計上した（図表 12）。同時に、スーパーシニア ABS CDO の信用リスクをヘッジするべく金融保証保険会社から購入していた CDS についても 26.0 億ドルの評価損を計上した（図表 13）。このうち、格付けが投機的水準、あるいは無格付けの金融保証保険会社をカウンターパーティーとする CDS については、エクスポージャーの評価額を 0 として、19.2 億ドルの評価損を計上している²⁵。

また UBS は、2007 年第 4 四半期決算において、米国住宅モーゲージ市場関連商品の評価損として 137 億ドルを計上した。そのうち 8.7 億ドルは、米国 RMBS を原資産

図表 11 金融保証保険会社の保証引受残高と格付けの状況

	保証引受残高			合計	格付け (2007年3月31日時点)		
	公的ファイナンス部門	ストラクチャード・ファイナンス部門			S&P	ムーディーズ	フィッチ
		合計	うちCDO				
MBIA	4,409.0	2,377.7	1,305.8	6,786.6	AAA ネガティブ	Aaa ネガティブ	(AA) (ネガティブ)
ACAキャピタル	70.2	691.0	690.9	761.2	CCC ウォッチ・ディベロップメント	-	-
アムバック	2,960.8	2,279.4	668.7	5,240.2	AAA ネガティブ	Aaa ネガティブ	AA ネガティブ
FSA	2,827.1	1,436.4	592.1	4,263.4	AAA 安定的	Aaa 安定的	AAA 安定的
ラディアン・アセット	597.6	530.0	467.7	1,127.7	AA 安定的	Aa3 ネガティブ	A+ ウォッチ・エボルビング
SCA	846.6	803.6	455.3	1,650.1	A- 格下げ方向で見直し	A3 格下げ方向で見直し	BB ネガティブ
アシユアード・ギャランティー	954.7	1,048.1	422.7	2,002.8	AAA 安定的	Aaa 安定的	AAA 安定的
CIFG	269.8	517.2	375.7	787.1	A+ ネガティブ	A1 安定的	A- ネガティブ
FGIC	2,243.3	720.2	247.3	2,963.5	BB ネガティブ	Baa3 格下げ方向で見直し	BBB ネガティブ

- (注) 1. CDO の保証引受残高の大きい順に並べている。
 2. 保証引受残高は、CIFG (2007 年 3 月末時点)、ACA キャピタル・ラディアン・FGIC (2007 年 9 月末時点) を除き、2007 年 12 月末時点の値。また FGIC については米国のみの値。
 3. MBIA のフィッチによる格付けは、勝手格付け。また、SCA の欄の格付けは、金融保証業務を行う子会社である XLCA の保証能力に対する格付け。

(出所) 各金融保証保険会社・格付機関公表資料より、野村資本市場研究所作成

²⁵ これは、先述のとおり 2007 年末時点で保証能力に対する格付け水準が CCC 格とされていた ACA キャピタルをカウンターパーティーとする CDS の評価損であると考えられる。Steve Rothwell, "Banks May Need \$143 Billion for Insurer Downgrades", *Bloomberg*, 01/25/2008 参照。

図表 12 メリルリンチの米国 ABS CDO に対する純エクスポージャー

(単位：億ドル)

	07年9月末時点	評価損益	その他のエクスポージャーの変化(ネット)	07年12月末時点
米国スーパー・シニアABS CDO				
ハイ・グレード	89.2	-55.3	9.8	43.8
メザニン	52.3	-29.1	-1.4	21.8
CDOスクエアード	6.3	-2.8	-0.7	2.7
合計	147.9	-87.2	7.6	68.3
流通市場取引	10.2	-11.4	-18.8	-19.9
合計	158.1	-98.6	-11.1	48.3

(出所) メリルリンチ資料より、野村資本市場研究所作成

図表 13 メリルリンチにおける金融保証保険会社をカウンターパーティーとする CDS の評価損

(単位：億ドル)

	参照組織CDOの 元利金 (名目ベース) (A)	参照組織CDOの 時価評価損 =金融保証保険 会社に対するエク スポージャー (B)	参照組織CDOの 元利金 (時価評価ベース) (C=A-B)	カウンターパ ーティー・ リスクを考慮した 価値修正 (D)	金融保証保険会社 に対するエクスポ ージャーの 評価 (E=B-D)
カウンターパーティーの信用力					
AAA	132.3	41.3	91.0	6.7	34.5
投機的水準・無格付け	66.6	19.2	47.3	19.2	0
合計	199.0	60.6	138.3	26.0	34.5

(注) 2007年第4四半期決算。スーパーシニア ABS CDO を参照組織とするもの。

(出所) メリルリンチ資料より、野村資本市場研究所作成

とする CDO の信用リスクをヘッジするために金融保証保険会社から購入していた CDS の評価損であった。CDS 評価損 8.7 億ドルのうち、投機的格付けないし無格付けの金融保証保険会社をカウンターパーティーとする CDS による損失は 5.8 億ドルを占めている。

3) 追加的な CDS・CDO 評価損が発生する可能性

大手金融機関における CDS・CDO の評価損については、いくつか推計が行われている。

例えばムーディーズは、銀行・証券会社約 20 社が保有する、ABS CDO を参照組織とする CDS の想定元本残高は約 1,200 億ドルにのぼるとした上で、金融保証保険会社の格下げが追加的に生じれば、70~100 億ドル、最悪の場合には 200~300 億ドルの CDS 評価損が生じる可能性があるとの推計結果を 2008 年 2 月に発表した²⁶。ムーディーズは、これに加えて、その他の金融保証付き証券化商品や、金融保証保険会社を参照組織とする CDS における評価損、さらには金融機関が運営・管理する TOB (テンダー・オプション・ボンド) プログラムや変動利付き地方債、ABCP (資産担

²⁶ Moody's, "Analytical Update on Guarantor Exposures at Global Banks and Securities", 2008 年 2 月。

保コマーシャル・ペーパー)における損失といった影響が、新たに生じる可能性についても言及している。

また、フィッチも、金融保証保険市場の混乱が金融機関の財務状況に与える影響についてレポートを発表し、具体的な損失見込み額には触れていないものの、大手金融機関の格付けに負の影響が及ぶ可能性を指摘した²⁷。

さらに、先述した金融保証保険会社の分割が仮に実現した場合、これが CDS・CDO の評価額に与える影響も注目される。というのも、現在の金融保証保険会社が有する保険料支払い原資が、分割される業務の各々にどのように振り分けられるかによって、金融保証付き証券化商品の信用リスクや、金融保証保険会社との間で結ばれた CDS 契約のカウンターパーティー・リスクは大きく左右されると考えられるからである。

VI 今後の注目点

金融保証保険会社の格付け見直しの動きは、本稿執筆時点では、ひとまずは落ち着いた感がある。しかし、サブプライム・ローン問題の金融市場や実体経済への影響は、依然として収まりを見せていない。特に、サブプライム RMBS や CDO 市場にとどまらず、CMBS 市場でも延滞・デフォルトが増加していることは、金融保証保険会社の支払保証の増大と財務の悪化がいつそう進む可能性が出てきたことを意味する。場合によっては、金融保証保険会社に対する格付けの見直しが再度、実施される可能性も考えられよう。金融保証保険会社の保証能力に対する信用が回復しない場合、地方債市場への影響、あるいは大手金融機関における CDS のカウンターパーティー・リスクの上昇を通じた損失の追加的な発生が、引き続き懸念されることとなる。

一連の混乱の深刻化を回避するべく、金融保証保険会社や規制当局において、さまざまな対応が進みつつあることはすでにみたとおりである。ただし、こうした取り組みが十分な効果をもたらすのかは、必ずしも明らかではない。というのも、金融保証保険会社は、想定される保証対象のデフォルトに十分に対応できる保証能力を備えることと同時に、その能力の高さを市場参加者、特に格付機関から認められることが必要となるからである。金融保証保険会社は、自らの高い格付けをもって、保証対象の格付けを引き上げることによって、債権者の金利負担の軽減を実現し、保険料収入を得てきた。その意味で、金融保証保険会社のビジネス・モデルは、格付けという外部からの評価に大いに依存したものと言えよう。また、米国地方債市場の安定性や金融機関のカウンターパーティー・リスクが、金融保証保険の信用力、ひいては格付けに依存してしまっていることも、ひとつの問題である。

したがって、今後は、金融保証保険会社の資本増強・信用力回復への取り組みだけではな

²⁷ Fitch Ratings, “Banks and Broker/Dealers Exposure to Financial Guarantors”, 02/25/2008.

く、金融保証保険をめぐる規制上の枠組みに関する議論も注目されよう。3月31日に財務省が発表した金融規制改革構想でも、保険・金融保証保険の規制監督の問題が言及されたが²⁸、中長期的には、連邦レベルでの金融保証保険規制の導入などの制度改革に向けた動きが進展していくものと考えられる。

²⁸ 小立敬「米国財務相が明らかにした金融規制改革の構想」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年春号