

イタリアの証券化商品格付けからトリプルA格が消滅

ソブリン格付けとストラクチャードファイナンス格付けの関係、S&Pの場合

S&Pは1月23日付でユーロ圏の証券化商品約340件につき格下げまたは格付け据置き格付けアクションを行なった。イタリア、ポルトガル、スペイン等の多数の証券化商品の格付けが引き下げられ、アイルランド、ベルギー、ドイツ、オランダ等の証券化商品の格付けは据え置かれた。このうち、イタリアの証券化商品の格下げはその大半がAAA(sf)からAA+(sf)へ、ポルトガルの例ではほぼ全てがAA-(sf)からA-(sf)への引下げであった。フランスの証券化商品にも一部格下げが生じたが、これは、中央政府の信用力にリンクする商品であったとのことだ。

格下げを公表する発表文¹および格下げを予告する発表文²にてS&Pは、裏付資産について政府との関連が低いストラクチャードファイナンス格付けは、ソブリン格付けが投資適格級水準(BBB-以上)の場合は、その6ノッチ上、ソブリン格付けがBB+からBの範囲にある場合は、その5ノッチ上を「キャップ」(上限)とすると述べている。イタリアのソブリン格付けが1月13日にAからBBB+に、ポルトガルはBBB-からBBに引き下げられたため、イタリアに裏付資産が所在する証券化商品の格付けはAA-(sf)が「上限」に、ポルトガルの場合はA-(sf)が新たな「上限」となったというわけである。

一般的な証券化商品の信用力(デフォルトしにくさ等)がソブリンのそれを上回ることがあり得ることは論を待たない。現在のギリシャや11年前のアルゼンチンを想起すればよい。失業率が高く、経済が混乱しても、多数の個人が毎月支払う住宅ローンの元利金が全て止まってしまうわけではない。住宅ローンのデフォルト率は上昇するかもしれないが、多くの債務者はデフォルトすることなく元利払いを継続するであろう。そうした状況下における延滞・貸倒れの増加、回収率の低下を十分に吸収できるバッファを備えた証券化商品は、国債がデフォルトするような状況下でも、デフォルトすることなく元利払いを継続し、償還して行くことが十分に考えられる。このような商品の格付けが当該国の国債の格付けを上回ることに違和感はない。

一方で、証券化商品の信用力は、国の信用力をどの程度上回り得るかについては、難しい議論ではある。アルゼンチンは1990年代に長年にわたりペソを米ドルとの1対1とするペッグを採用し、為替

¹ Standard & Poor's, *Various Rating Actions Taken on 340 European Structured Finance Tranches after Eurozone Sovereign Rating Actions*, January 23, 2012

² Standard & Poor's, *How Rating Actions on Eurozone Could Affect Other Issuers*, January 17, 2012

レートが変動することはほとんどなかったところ、アルゼンチンの国内取引(住宅の賃貸料や住宅ローンなどに)に米ドル建てとする契約が普及していた。そのアルゼンチンで 2001 年1月に変動相場制への移行が行われ(短期間で1ドルが2ペソ程度へとペソは暴落し)、同年2月に国内の一定額以下の契約において米ドル建てとなっているものにつきドル建ての金額を1対1でペソに読み替える事実上の「徳政令」となる立法措置が講じられた。これに起因し、アルゼンチンの米ドル建て住宅ローン債権を裏付けとした米ドル建てRMBSがデフォルトした事例³もある。アルゼンチンの米ドル建てRMBSのデフォルトは極端な事例だとしても、証券化商品の信用力がソブリンのそれを大幅に上回るとは考え難い。こうした点に配慮し、S&Pは、ソブリン格付けが BBB- 以上の場合に、ソブリンの6ノッチ上の格付けを上限とする格付け規準を、とりあえずのガイドラインとして採用しているものと思われる。おそらくは、6ノッチでなければならない強い理由はないであろう。

日本の証券化市場へのインプリケーション

S&P による日本国債の格付けは AA- であり、アウトルックは昨年4月以降ネガティブである。今後、S&P による日本の格下げは十分に予想できることではあるが、前述の通り、S&P はストラクチャードファイナンス格付けの上限はソブリンの6ノッチ上(ソブリン格付けが BBB- 以上の場合)としているようであり、イタリアのようにソブリン格付けが BBB+ 以下の水準まで格下げにならない限り、日本のストラクチャードファイナンス格付けからトリプル A 格が消滅することにはならないだろう。ただ、裏付資産や仕組み等が国の信用力の影響を受けるものについては、ソブリン格付けがもっと高い水準であっても、ソブリン連動の格下げは生じ得る。国債を担保として利用する仕組み債は言うまでもなく、格付けがソブリンと連動しやすい先(政府関係機関、銀行等)向けの債権を裏付とするもの、そうした主体が保証等の信用補完を提供する金融商品などの格付けがソブリン格付けと連動しやすい。

ユーロ圏のストラクチャードファイナンス格付けに関するS&Pのアクションから何を学んでおかなければならないのだろうか。ソブリン格付けの制約によって格付けが制約を受けている商品とそうではない商品とを単純に格付けの高低で比較することはできないことを認識すべきだということである。たとえば、ポルトガルの A- (sf) 格の特定のRMBSがスペインの AAA (sf) 格の特定のRMBSよりも信用力が劣っているのか、議論の余地はあろう。既報⁴の通り、欧州中央銀行は昨年 12 月8日にABSのレポ適格要件を緩和し、格付け要件については、それまで最低1社の格付け会社が最上位のトリプルA格を付与しており、かつ、ダブルA格未満(シングルA格以下)の格付けが存在しないことが要件であったものを、最も高い格付けと2番目に高い格付けが共にシングルA格(シングルAマイナス格)であれば良いこととした。今月のS&Pによる格下げ後も、イタリアはもちろんのこと、ポルトガルのRMBS等も、

³ たとえば、Standard & Poor's, *Banco Hipotecario S.A.'s MBS Trans Default, Argentine Crisis Blamed*, March 7, 2002 参照

⁴ 2011 年 12 月 15 日付『新生ストラテジーノート(第 53 号)』「トリプル A 格ではなくなることの意味と対応を考える—欧州中央銀行(ECB)が ABS レポ適格要件を大幅緩和」

S&Pから格付けを取得しているものを含め、格付けの面ではECBのレポ適格要件を満たす。ECBは格付けの多少の高低が実質的な信用力の高低を必ずしも意味しないことをわかっているかのようである。我々もECBにならい、格付けがトリプルAであるかそうではないか(ダブルAやシングルAであるか)の違いが、実質的な信用力の高低をどれだけ表現しているのかについて、意識しながら証券化商品の投資判断やリスク評価を行うようにしたい。

本書末尾に記載の通り、本稿は金融商品取引契約の締結の勧誘を目的としたものではない。本稿で言及した格付けは全てわが国金融庁の登録を受けていない者による無登録格付けである。

(調査部長 江川 由紀雄)

名称 : 新生証券株式会社 (Shinsei Securities Co., Ltd.)
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第95号
所在地 : 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町二丁目4番3号
 日本橋室町野村ビル
 Tel : 03-6880-6000 (代表)
加入協会 : 日本証券業協会 社団法人金融先物取引業協会
 社団法人日本証券投資顧問業協会
資本金 : 87.5 億円
主な事業 : 金融商品取引業
設立年月 : 平成 12 年 12 月

本書に含まれる情報は、新生証券株式会社(以下、弊社)が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。本書は、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。本書は、特定の商品やサービスの勧誘・提供を行う目的で作成されたものではありません。本書で言及されている投資手法や取引については、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、これらの投資手法や取引については、金融市場や経済環境の変化もしくは価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。本書に含まれる予想及び意見は、本書作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社は、本書で取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。弊社は、法律で許容される範囲において、本書の発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社は本書の内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。本書は限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。

信用格付に関連する注意 本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘を目的としたものではありません。本書で言及または参照する信用格付には、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない者による無登録格付が含まれる場合があります。

著作権表示 © 2012 Shinsei Securities Co., Ltd. All rights reserved.