

## サブプライムローン問題とインフラ民営の精神

編集委員会委員

加藤一誠

KATO, Kazusei

| 日本大学経済学部教授

## 1. サブプライムローン問題

サブプライムローン問題の拡大にともなう、アメリカの景気の先行きがあやしくなっています。筆者が知る限り、それが交通に及ぼす影響を指摘したマスコミ報道を目にしたことはなく、ここではあえてそれを指摘しておきたいと思います。

サブプライムローンに対する流動性を確保するために貸し手はそれらを証券化し、様々な商品に組み込んでいました。しかも、証券化商品には良好な格付けが与えられていました。現状では、証券化商品に対する格下げが遅れ問題が深刻化したことで、格付け会社への風当たりが強まっています。

アメリカでは、1930年代の大不況時に銀行の信用創造に対して厳しい規制が実施され、債券ファイナンスが主役になりました。格付けはそれ以降、時間をかけてつくられてきた仕組みです。

## 2. 交通インフラと格付け

交通研究者はサブプライムローン問題がインフラのファイナンスにも波及する可能性があることを想定しておくべきだと考えています。したがって、この問題はよそ事ではありません。

アメリカの交通インフラの財源となる債券は、ほぼすべてが州・地方が発行主体となる州・地方債であり、その多くに格付けが付与されています。格付けは発行体の債務返済能力(信用度)を示し、信用度が高いほど債券利回りは低下します。つまり、格付けが高いほど発行体の公債費支出は少なくなります。このことがわかっているため、債務負担余力のある団体や施設ほどムーディーズやS&Pと事前に相談し、よい格付けを取得する傾向にあります。

もし、格付けに対する信頼の喪失から市場の縮小ということになれば、発行体の負担が大きくなって資金調達に支障をきたすことになるでしょう。現段階では幸いにも信用度の高い地方債には波及していないようです。サブプライム関連の金融機関の損害の推計には幅があり、8,000億ドル程度(3月末)とも報じられています。これは、アメリカのGDPの1割にも満たない額ですが、損害の全貌がわかるのはこれからになります。

しかし、サブプライム問題には別の側面があります。それは、金融保証会社(モノライン)の信用度に対する疑念です。債券の発行団体の信用度が十分でない場合、金融保証会社が債務を保証し、デフォルトのときには肩代わりします。モノラインの格付けが債券格付けとなり、格付けAAA(トリプルエー)が付与されます。現在、モノラインがサブプライムローンを組み込んだ証券化商品を保証しており、モノライン自体の信用度が揺らいでいます。デフォ

ルトが多発してもよい程度にモノラインがキャッシュフローをもっていればいいのですが、そうではないらしいということが明らかになってきました。モノライン各社は増資や買収によって、格付けを下げられないように必死に防衛しています。

モノラインが保証していた債券は、もともと信用度が高くないのです。団体にとっては、格付けが投機的格付けになって支払う利回りよりも、モノラインに支払う手数料の方が安いのです。こうした団体では当該債券だけでなく、将来にわたって市場を通じたインフラ資金の調達が困難になるでしょう。

アメリカの地方債の新規発行額はおよそ3,800億ドル(2006年)で、そのうち交通関連が10%を占めます。道路・橋梁のシェアがまたその半分を占めます。州・地方政府が今すぐこれを債券以外の方法で集めることは不可能といえるでしょう。

## 3. 真の「民」とは

私はことさらサブプライム問題を喧伝して、消費者心理を悪化させる必要はないと思っています。しかし、今回の問題は「民」の役割を考えるよい契機になります。巷間、効率性とか採算性という美名のもとにインフラ整備の民営化あるいは運営の民営化が論じられています。そうした主張をする人は、リスク増大による整備コストの上昇を考慮していたのでしょうか。

たとえば、日本のある民間空港会社の社債は、政策上の支援が高く評価され「日本政府関連の発行体に対する評価」、AAAの格付けになっています。民営にもいろいろあるのです。

アメリカでは主要空港にしても道路にしても民営のものは少なくとも、資金を市場から調達します。格付けは投資情報であるものの、それを改善することは利払いなどを抑制することになるため、経営改善のインセンティブとなります。その意味で上述の空港は政府の保証つきの民営会社です。形式美を整える民営よりも、「民営の精神」の方がよほど効率的な経営ができるのではないかと考えてしまいます。そもそも、効率性がよく採算性があれば、公的部門の出番はなく、民間がインフラを建設すればよいのです。道路財源の議論が混迷する現在、このような議論を期待するのは無理なのでありましょうか。

最後に、運輸政策研究はこのように他の領域と関連する分野であります。今後はいっそう他の領域と連携した業績が蓄積されることによって、多面的な政策上の提言や示唆が得られることでしょう。本誌にもそのような論文が多く投稿されることを期待しておりますし、何よりもそのような論文を書いていくことが私自身の課題のひとつでもあります。