

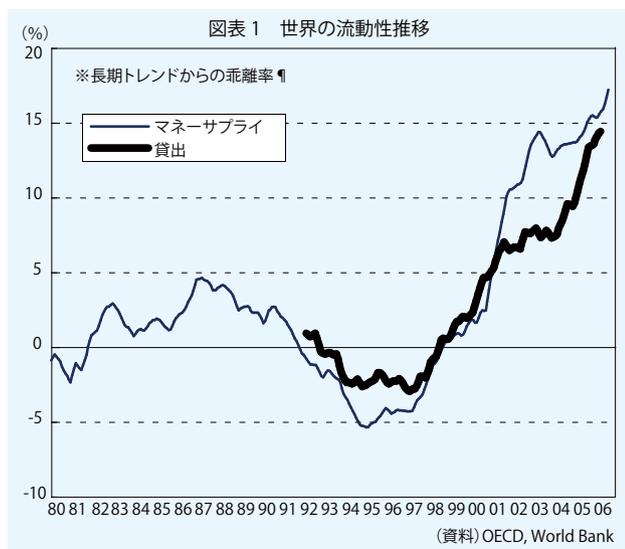
米国サブプライムローン問題を考える。

—— 進行するリスクの再評価 ——

米国のサブプライムローン(信用の劣る個人向け住宅ローン)問題に端を発した昨年夏以降の世界的な金融・資本市場の混乱は、各国の大規模な流動性供給、米国の金融緩和と政策などにより落ち着きを取り戻すかに見えた。しかし、サブプライムローン問題の根は深く、市場の調整圧力は当面払拭されそうにない。

2000年代初頭から続いた 世界的な金余り現象

先進国の経済を景気・金利サイクルの視点から眺めると、2007年上半期は景気拡大の熟成局面にあると考えられ、米国では同年半ばに金融引締めも最終段階に入り、欧州、日本はさらなる引締めのタイミングを模索するステージにあった。振り返ると、2000年代前半はITバブルの崩壊、米国の同時多発テロとその後の景気後退、日本のデフレと不良債権問題などの対応策として、世界各国は軒並み低金利政策を長期期間にわたり採り続けた。この超金利政策はその後の世界経済の持続的な拡大の礎となる一方、世界的な金余り、すなわち過剰流動性をもたらす要因となった(図表1)。

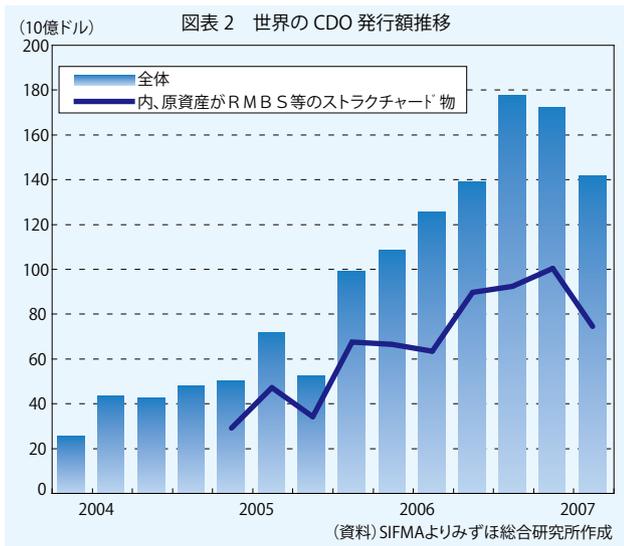


金融緩和の行き過ぎを懸念して リスクの再評価が始まった

今回のサブプライムローン問題は世界的な金融緩和が修正されつつある局面で起きたものであり、金融・資本市場で随所に見られた市場の歪みが、リスクの再評価という形で始まったものを捉えることができる。

ではなぜサブプライムローン問題が起きたのか。発端となったサブプライムローンの関連市場を見ておこう。米国では住宅ローンの大半が証券化され、貸し手(オリジネーター)の手を離れて、投資家に販売される。当初は連邦政府の支援を受けた住宅金融機関が信用力の高いプライム層向けのローンを証券化するのが主流であったが、近年は信用力の劣るサブプライム層向け民間ローンの証券化が急増していた。金融商品としても当初はシンプルなローン債権の証券化が主流だったが、徐々にローン債権や証券を組み合わせ、2次加工、3次加工した債務担保証券(CDO)の組成が増えていった。

一方、ヘッジファンドや機関投資家などの投資家サイドは、世界的な低金利のもとで少しでも高い金利を求め、CDOへの投資額を増していった。こうして世界のCDO発行額は2006年には約5,500億ドルにのぼり、前年のほぼ倍に達するに至ったのである(図表2)。



証券化商品の「格下げ」が再評価の動きに拍車をかける

証券化市場急拡大の背景には、世界的な低金利の下で少しでも高い利回りを求めるヘッジファンドや機関投資家など、投資化サイドの需要があった。サブプライムローンには住宅価格の永続的な上昇を見込んで無理なローンを組んだ「借入人の問題」に加え、資金供給サイドがローンのオリジネーションを牽引した「投資家の問題」、さらにはローンや商品を設計・販売した貸し手や証券会社、商品設計に間接的に加わった格付機関など「金融業者の問題」もある。

とりわけサブプライムローン関連の証券化商品の格下げが加速したことに對し、これまでの格付の妥当性を問う声が高まっている。サブプライムローンを原資とする証券化商品関連の指数 (ABX 指数) の推移を見ると、昨年夏場以降、AAA 格、AA 格といった上位格付でも下落幅が拡大していることがわかる (図表3)。今後、原債権の延滞率が高まるようなら、格下げの動きがさらに広がる可能性も否定できない。

ハイイールド債市場や M&A 市場に信用収縮の影響が波及

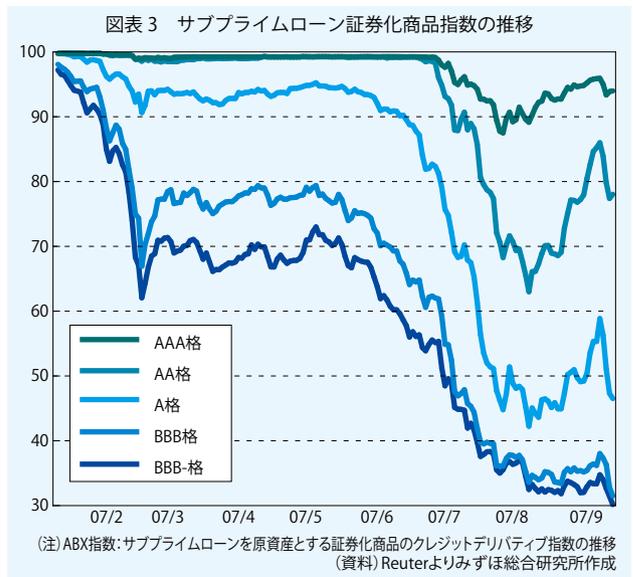
市場の調整がサブプライムローン関連市場にとどまらず、他の市場にも波及している。例えば、米国の商業用不動産

の証券化市場でも延滞率が上昇する兆しが見られ、国債利回りに対する上乗せ金利幅であるクレジットスプレッドが昨年8月以降拡大に転じている。また、信用力が劣る企業の社債であるハイイールド債市場でも、クレジットスプレッドが夏場以降急速な拡大に転じた。ハイイールド債のデフォルト率は低水準にあるものの、今後は上昇に向かう公算が大きい。

近年拡大が著しい世界の M&A 市場でも、市場拡大の牽引力となってきたファンドなどによる LBO (Leveraged Buyout: 買収対象先の資産やキャッシュフローを担保とするなど負債を積極活用した買収) が転換点を迎えている。世界の LBO 市場は 2006 年に金額、件数共に過去最高を記録したが、被買収企業のキャッシュフローに比して割高な条件での案件が増加しており、調整の兆しが見え始めている。欧米では金融機関が LBO 関連融資に慎重になりつつあり、ファンドがこれまでのように積極的にレバレッジを効かせて大型買収を繰り返しているのは困難になりつつある。

S&L 危機に匹敵する水準にまでローン貸出を厳格化

「過剰」流動性の中で覆い隠されていたリスク管理の甘さが、一部で露呈してきている。一部の欧州系金融機関で



は、関連する運用ビークルでの運用失敗から事実上破綻するケースや、ALM（資産・負債の総合管理）の失敗から資金繰りに窮するケースも散見される。

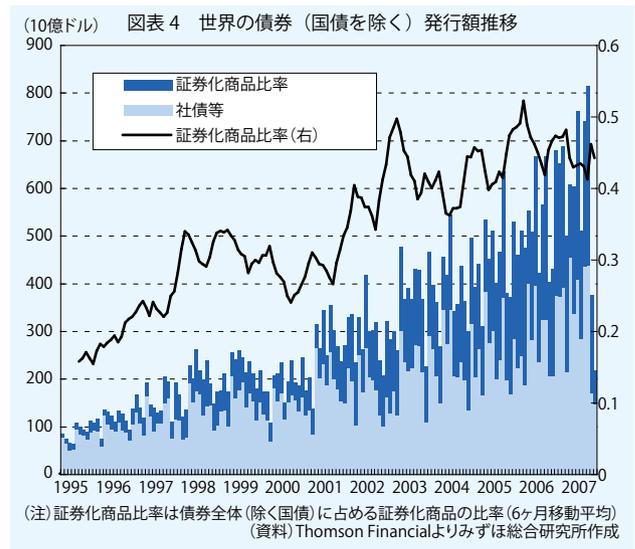
米国金融機関の融資態度の変化を見ると、2007年7月時点における個人向け住宅ローン貸出は、1990年代初頭の貯蓄貸付組合（S & L）危機時に匹敵する水準にまで厳格化しており、企業向け貸出でも2003年末以来3年半ぶりに引締め超に転換している。

このように、金融市場で進行しつつある再評価の流れは、簡単に止まらなると考えられる。もちろん、米国を中心に金融政策をはじめ各種対応策がとられ、欧州や日本でも国際的な金融事情にも配慮した政策運営がなされていることから、直線的、連続的な市況の悪化は想定しがたい。しかし、米国住宅部門の調整には相当の期間を要し、米国の景気が巡航速度を回復するにはかなり先のことと考えられる。そのため、当面はサブプライムローン問題の呪縛から市場が開放される可能性は低いと言えよう。

サブプライムローン問題の教訓を 今後に生かす方法には

国際通貨基金（IMF）はサブプライムローン問題にかかわる損失を、ローン債権の回収不能額1,700億ドル、証券化商品の時価評価にともなう評価損2,000億ドルと試算している。この金額は小さなものではないが、世界の金融機関の収益力や資本力からみて、吸収可能な範囲内と考えられる。しかし、問題は証券化によりリスクが分散化されていることにある。加えて、他商品、他市場にも飛び火しており、最終的な金融機関や投資家の損失額がさらに拡大する可能性がある。

サブプライムローン問題に端を発した今回の世界的な金融・資本市場の混乱は、住宅やクレジット市場等における古典的なバブルの側面と、証券化によってもたらされた現代的な危機の側面がある。古典的なバブルの側面については、ある意味で調整は不可避であったとも言えるが、金融政策対応等により調整プロセス、コストを和らげることができる。



一方、現代的な危機の側面に関しては、証券化により原債権のリスクが市場に分散され、証券化商品の中には複雑な商品設計のものも多く、リスクの所在を見定めにくいという問題がある。しかし、特定の地域、経済主体にリスクが集中し、当該部門が破滅的な被害を受けるよりは、市場を通じてリスクがシェアされることにより、市場全体のリスク耐性を強めることの方が健全なものと考えられる。

証券化は新たな投資、調達のプロントニアを提供するものである。サブプライムローンおよびその証券化は伝統的な住宅ローンでは満たされなかった個人層の住宅取得ニーズに対応したものであり、また投資家に対しても新たな投資機会を提供するものであった。結果としては貸出・借入規則の問題、格付の問題、商品設計の問題等が複合的に絡み合い、大きな禍根を残すことになったが、証券化という金融手法・技術そのものを否定するものではない。

世界の債券市場を見ると、証券化商品の発行はいまや市場全体（除く国際）の半分弱を占めるに至っており、債券市場は資金調達、運用手段として極めて重要な役割を果たしている（図表4）。今回の問題を契機にいかにして市場機能を充実させ、ショックに直面しても金融の発展を停滞させないようにするかが今後の課題と言えよう。

みずほ総合研究所 金融調査部
主席研究員 長谷川克之