

# サブプライム問題が問いかけるもの

伊豆 久

久留米大学経済学部教授

## はじめに

サブプライム問題はどこまで大きくなるのだろうか。昨年7月米連邦準備制度理事会（FRB）議長が「最大で1000億ドル」としていた金融機関の損失はすでに2000億ドルを越え、4000億ドルに達するとの予測も現れた。国境を越えた金融市場の混乱は収まるどころかますます激しくなり、世界的な景気後退の可能性も高まっている。

その一方で、事態の推移・原因、それが世界全体に波及した背景等については、この間に様々な検証・議論がなされ、まとまった報告書・書籍もいくつか発表されている<sup>1</sup>。検討の必要な問題は何か、焦点が絞られてきたようにも思われる。その一つは証券化への評価であろう。筆者の手にあまる大問題であるが、以下、関連する論点の整理を試みることにしたい。

### いず ひさし

1962年生。京都大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学。（財）日本証券経済研究所大阪研究所研究員等を経て、現職。専攻は国際金融論、証券市場論。主要著書は本山美彦編『世界経済論』（共著）ミネルヴァ書房、中尾茂夫編『金融グローバリズム』（共著）、イトウエル・テイラー著『金融グローバル化の危機』（共訳）岩波書店

## 1. サブプライム問題の特徴

サブプライム問題の重要なカギが〈証券化〉にあることについては、大方の意見の一致するところではないだろうか。同じく不動産関連融資の焦げ付きを震源地としながら、1980年代末の米国貯蓄金融機関（S&L）危機や日本のバブルとは異なって、融資債権の半分以上は証券化・転売され、リスクは世界の投資家に分散保有されている。住宅ローンを裏付けとする住宅ローン担保証券（RMBS）や、それをさらに証券化した債務担保証券（CDO）が、今回の主たる〈問題商品〉であり、その投資に失敗したヘッジファンドの破綻が、問題顕在化のきっかけとなった。そして、資金繰りに窮したファンドが株式市場や外為市場でのポジション解消に動いたため、混乱はクレジット市場から世界の金融市場へと波及したのである。

米国の住宅ローンにおける延滞率の上昇というローカルな金融問題が、国境を越え市場を越えて拡大した点に、サブプライム問題の最も大きな特徴があり、その伝導管の役割を果たしたのが融資債権をベースにした証券化商品なのである。したがって、背景にあるのは、〈融資の市場化〉とも呼ぶべきクレジット市場における金融技術革新とそのなかで膨張した〈投資ファンドブーム〉であり<sup>2</sup>、同じくバブルの崩壊とはいえ、新興IT企業への過剰な期待と株式市場における金融技術革新（株式交換やストックオプション等）

を背景としたITバブル（株式バブル）とは性格を大きく異にしているとするべきであろう。

## 2. 証券化市場における金融機関の損失

となると、では欧米の大手金融機関が、昨年秋からサブプライムローンに関連した巨額の損失計上に追い込まれたのはなぜであろうか。証券化によって、リスクは機関投資家に転嫁されていたはずである。証券化によって全体としてのリスク総額が変わることはないが、決済システムの外側に位置する投資家に分散保有されることで、金融システム全体には影響が及ばないはずであった。だからこそ、FRBをはじめ金融当局も、当初は、金融市場への影響は限定的だとしていたのである。

金融機関の損失はどのような性格のものだったのだろうか。

それを市場における金融機関の機能から見ると、①証券化商品のアレンジャーとしての業務に伴うもの、②投資ファンドに対する流動性供給者としての役割から発生したもの、③投資の失敗、の3種類に分類することができるように思われる。

一つは、証券化商品組成に伴ういわば「仕入れ原料」「副製品」の価格暴落によるものである。証券化すべく購入していたサブプライムローンやRMBSに係る評価損の計上は「仕入れ原料」の価格下落である。そして、損失の中心となったスーパーシニア格付けをもつCDOの評価損は、証券化にともなって生じた「副製品」を抱え込んだことによるものであった<sup>3</sup>。メリルリンチとシティグループは、昨年上半期のCDO組成ランキングで、それぞれ1位と2位を占め、その分、市場の混乱によりそれらの転売も不可能となると、巨額の損失を被らざるを得なかったのである。

二つ目は、投資ファンドに対する流動性供給者としての役割から生じた損失である。シティ等の金融機関は、投資ビークル（SIV）等と呼ばれる、証券化商品に投資する一方それを裏付けとするコマーシャルペーパー（CP）を発行することで資金を調達するファ

ンドを組成し、それらに融資枠を設定していた。ファンドは長短利回りの差を利益としていたのであるが、証券化商品が信認を失うと資金を調達できなくなり、スポンサーである金融機関も、流動性の追加供給や、ファンド資産の抱え込みによって、多額の損失を計上することになったのである。

三つ目はより単純な投資の失敗である。一つ目にあげたCDOの保有も、発行業務に伴うものではあるが、ポジションを持つことによるリターン獲得目的も大きかったであろう。他にも、例えばサブプライムローンの延滞率が上昇し関連商品のスプレッドが拡大すると正しく予想し、にもかかわらず損失を被った例も伝えられている。すなわち、サブプライム関連の低格付け商品を売って高格付け商品を買うというポジションを組み、当初は、予想通り低格付け商品の価格下落で利益を出したものの、高格付け商品まで暴落してしまい、結局、大きな損失に見舞われたといったケースである。

実際には以上の三つは個々の業務のなかに混在してもいるが、このように見てくると、①については、そこにリスク管理上の問題があったことは当然であるが、程度の差はあれ証券化商品の組成者として避けがたい面があることも否定できない。銀行型の融資債権の長期保有によるリスクとは異なる、証券化のアレンジャーとしてのリスクである。

②については、金融市場のファンド化が進んでいるとはいえ、ファンドが高比率の借入れに依存している限り（高いレバレッジを用いる限り）、流動性供給機関としての銀行から完全に離れることはできない。銀行側から言えば、そうしたファンドとの間では、通常、国債等リスクのない資産を担保に取引するのであるが、今回の場合、証券化商品への過信があったと言える。高いレバレッジをかけるファンドとの取引においてリスク管理が十分でなかったのである。

③は、金融機関が自ら投資家として行動したことによる損失である。結果的な損益は別としても、確かに、証券市場（特に証券化市場）においては市場の発行・仲介機能と市場におけるリスクテイク機能を敵

密に区別することは容易ではない。しかし、投資銀行が、発行業務や仲介業務(ブローキングやマーケットメーカー)から大きく離れたところで積極的なポジションをとることには、弊害も大きいと思われる。

後述のように、証券化の意義の一つは、銀行からのリスクの遮断にあったわけであるが、そのことは、金融機関がすべてのリスクから免れることを意味するのではない。証券化の進んだ金融市場においては、融資債権の信用リスクの多くは銀行の外部によって保有されるわけであるが、同時に金融機関の役割も変化し、そこで新たなビジネス・収益を求めれば、新たなリスクが発生し、それぞれにおいて適切なリスク管理が求められるのは当然のことである。

今後、サブプライムローンにとどまらず、クレジットカードローン、レバレッジドローン等クレジット市場全体へと評価損が拡大する可能性が高く、その場合には、金融機関に不足するのは流動性ではなく自己資本となり、必要な対策は中央銀行による金融緩和ではなく内外ファンド(あるいは米国政府?)からの追加出資とならざるをえないであろう。またより中長期的な金融機関のあり方を考えても、今回のクレジットバブルの崩壊によって、ここ数年間重要な収益源となっていた、各種ローンからの資産担保証券(ABS)やCDOの組成、LBO融資(買収ファンド向け融資)といった業務は大幅な縮小が避けられず、ビジネスモデルの再構築が必要となるであろう。

### 3. 証券化の〈功罪〉

では、証券化そのものの問題についてはどう考えるべきであろうか。証券化によってリスクは分散化されたとはいえ、そのことが逆に、危機のグローバル化、不透明化を招いたことは間違いない。

しかしながら、今回のサブプライム問題において問われるべき証券化の最も大きな〈罪〉は、証券化が融資段階での規律を緩めることにつながった点であろう。銀行が住宅ローンを提供しそのまま満期まで保有するのであれば、銀行は融資段階において慎重

にリスクを判断したはずである。しかし債権が融資実施後すぐに転売され、自らは融資に応じた手数料を受け取るだけという仕組みが、安易な(さらには「略奪的」な)融資を促したのである。

このことは、リスクの高い融資であるなら、それはそのまま証券化商品の価格に反映され、さらに融資の現場に戻って融資規律の引締めにつながるという、証券化市場が前提としている正確で迅速な情報の伝達や適切な価格決定が行われなかったことを意味する。その上に重ねて、証券化商品の組成段階においても、投資銀行や格付け会社それぞれがこれまた目先の手数料獲得に走るばかりで十分な資産の査定を怠っていたとすれば、〈融資の段階〉と〈証券化の段階〉の二段階にわたって歪みが発生していたことになる。リスクとリターンバランスが崩れて当然であり、つまり、証券市場において最も重要であるはずの、価格メカニズムが十分機能していなかったのである。

しかし同時に、証券化の〈功〉の部分についても冷静な議論が必要であろう。例えば、〈利回り8%で格付けBBB〉という住宅ローンであれば、そのリターン・リスクを許容・選好する限られた銀行・投資家しか資金を提供することができない。しかし、そこから、〈利回り3%でAAA〉、〈利回り6%でA〉、〈利回り12%で格付けなし〉という異なったリスク・リターン特性をもつ3種類の証券を作ることができれば、それぞれのリスクを好む投資家を集めることができ、結果的に、住宅ローンのコストを引き下げることができる。注1にあげた内閣府の報告書は、このコスト削減効果を金利約1%分と推計している。

また、証券化が始まった背景を振り返ると、伝統的な銀行融資のみに依存する経済に戻ることも容易でないことがわかる。米国では、1980年代からのSL危機、途上国債務危機等を契機に、融資債権の証券化が本格化したのであり、日本では90年代の銀行の機能停止がきっかけとなった。銀行が融資を満期保有する従来型の金融システムでは、融資先の倒産リスクや、短期の預金債務と長期の融資債権をもつこ

とからの金利リスクが非常に大きい。そして、それによって銀行の資金仲介能力が低下すれば、経済全体が麻痺することになる。かつては金利は規制され（それによって大手銀行は超過利潤を確保し経営危機に陥った銀行を救済することもできた）、高度成長のもとで経済全体のリスクは小さく、万一の場合には中央銀行による救済も可能であった。しかしながら今日、日本においてもそうした条件は失われてしまい、銀行（ひいては中央銀行・政府）がそうしたリスクを負うことは困難である。そのため、銀行を仲介者とする預金と融資を一つのルートとしつつ、もう一つの証券市場を通じた資金仲介の必要性が唱えられてきたのである。

日本のバブルの例を持ち出すまでもなく、伝統的な銀行融資といえども、そのリスク判断が常に慎重であるわけではない。そして、今回サブプライム問題が明らかにしたように、証券化市場といえどもその価格メカニズムがいつも円滑に機能するわけではない。「YesかNoか」ではなく、一つ一つの経験を踏まえた具体的な検討を重ねていくほかないのではないだろうか。

#### 4. 格付けをどう見るか

そして、証券化商品の価格メカニズムにおいて極めて重要な役割を果たす格付けの失敗が、問題をさらに深刻にした。証券化商品への当初の格付けが、関連の認識等において適切でなかっただけでなく、その修正も市場の混乱をかえって助長した。サブプライムローンの延滞率の上昇は、2006年末には明らかとなり、07年2月には複数の住宅ローン会社の破綻にまで至っていたにもかかわらず、関連商品の格下げは行われなかった。しかし6月になると、今度は広範囲かつ大幅な引き下げが断続的に行われ、そのことが格付け（したがって価格）への信頼を一気に失わせ、売買が事実上ストップしてしまったのである。

しかしより構造的な問題は、格付けが、形式上は民間会社の私的な意見にすぎないにもかかわらず、事実上は独占的かつ公的な役割を担っているという点

であろう。格付けは、債券の信用リスクを簡単な記号でわかりやすく示した投資家向けサービスであり、したがって、株式について証券会社が株価の見通しを予想したレポートを投資家に提供するのと性格的には同種のものである。それは、民間会社の一つの意見、対価を受け取って提供しているサービスの一つにすぎず、当然のことながら、結果的に間違っていることも珍しくない。格付け会社や担当アナリストに多少のクセがあったり、対象業種が異なると整合的と言えないケースがあったりとといったこともよく知られている。しかしながら、国際的に活動している格付け会社は3社しかなく、事実上その3社の意見が、市場で資金を調達する世界中の会社の生殺与奪の権を握っているといっても過言ではない。投資適格の下限であるBBBから転落すれば、資金調達は極度に困難となる。

格付け会社が極めて大きな責任を負わなければならないのはもちろんのことであるが、それを利用する投資家の側にも、格付けも一つの意見にすぎないことを十分に理解するなど反省すべき点は多い。証券化商品は、裏付けとなる資産（に対する格付け）をベースに新たな証券（新たな格付け）を作り出すわけであるから、格付けを二重三重に重ねることになる。格付けにズレがあれば、それも二乗三乗されていくのであるから、証券化を重ねた商品であるほど格付けを利用する側も慎重にならねばならないはずである。しかし実際には、証券化を重ねるごとにその裏付け資産は見えにくくなり、投資家サイドで独自にリスクを判断することは難しく、安易に格付けに依存する状況が生まれていたのである。

では、こうした問題は、制度的な改革によって解決できるのであるだろうか。

一つの選択肢は格付け会社への公的な規制の強化であるが、それは、一步間違えれば表現の自由に抵触する可能性があるだけでなく、格付けに公的なお墨付きを与えることにもつながり、かえって格付け利用の歪みを拡大させかねない。しかし、新BIS規制における格付けの重視など、3社がすでに「私的

な意見」を超えた巨大な力をもっていることも歴然たる事実なのである。

格付けが、投資家向けサービスであるにもかかわらず、その対価（手数料）が発行体（アレンジャー）から支払われることも、格付けをめぐる古くて新しい難問である。証券を発行する側は少しでも高い格付けを望み、格付け会社は少しでも手数料が欲しい。となれば、格付けが甘くなるのは避けられず、結局投資家が被害を受けるのであり、根本的な利益相反が存在すると言わざるを得ない。他にも、監査法人への監査手数料が決算を監査してもらう会社から支払われ、あるいは取引所の上場審査手数料が審査される当該会社から支払われるのも、これと同じ構図であり、監査や審査が甘くなりやすいという問題を抱える。いずれも投資家へのサービスなのであるから、投資家から手数料を徴収できればそれが望ましいのであるが、抜本的な解決の道は明らかではない。

市場のインフラである格付けの質を高めていくのは、結局は、格付け会社と投資家と規制の間の適切な緊張感であり、まずはそれを回復することが最も重要なことであるように思われる。

## 5. ドルの没落が始まったのか？

では、サブプライム問題による世界経済の混乱はどこまで大きくなるのだろうか。例えばジョージ・ソロスは、今回の危機は「過去60年間で最大の危機」であり、「ドルに依存した信用拡張時代の終わり」であると警告している<sup>4</sup>。世界的な恐慌に至る可能性を懸念する声もあるが、その前に、今回の混乱が過去のドル危機やバブルの崩壊とどのように異なるのかを具体的に検討する必要があるであろう。

と言うのも、「米国経済は終わった」「ドルの没落が始まった」といった主張は、1971年のドルショックの際にも、スタグフレーションが昂進した70年代末にも、87年のブラックマンデーの際にも、そして2000年からのITバブル崩壊の際にも声高くなされたからである。しかし、いまだ米国もドルも世界経済

における支配的な地位を失っていない。記憶に新しいITバブル崩壊の際には、単に株価が暴落するだけでなく、エンロン等の粉飾決算、株式市場のインフラであるべきアナリストや監査法人の不正が次々と明らかになった。米国経済を支える株式市場の根幹が崩れたと多くの人が考えたのである。しかしながら、米国は、迅速な金融緩和と減税、企業改革法の制定等によって景気後退を短期間で乗り越え、新たなブームを創出することに成功したのである。

では、サブプライム問題もそのように克服できるであろうか。

本稿執筆時（08年3月上旬）でも、数多くの懸念材料とその一方で楽観論など様々なことが論じられているが、ここでは論点の一つとして、米国へのマネーフローの変化を指摘しておきたい。実は、ドルをどのように支えるか、米国の国際収支赤字をどのようにファイナンスするかは、1960年代以降常に、国際金融における最大の課題であり続けた。60年代には貿易黒字国となった西ドイツや日本が外貨準備をドル預金し、70年代にはオイルマネーが、80年代前半には日本の生命保険会社が米国国債を買うことでドルは支えられてきた。そして、ITバブル崩壊後は、日本の他、中国等のアジア諸国・BRICS・資源大国等の中央銀行が、輸出によって稼いだドルを市場介入で吸い上げ、米国の国債・政府機関債に投資してきたのである。米国の赤字を新興諸国の黒字がファイナンスする「世界的不均衡（グローバル・インバランス）」がある種の均衡を生み出し、それが米国の住宅バブルを支えていたのであるが、最近、そこに大きな変化が生じ始めている。米国と同盟関係にない国々が運用する政府系ファンドの台頭である。

現在の米国の赤字をファイナンスしているのは、かつてのような日本や西ドイツ、サウジアラビアといった米国の同盟国ばかりではない。中国、ロシア、そしてインドやイランといった、米国にモノ申すことのできる国際政治上の大国が、政府系ファンドの運用に乗り出している。「9・11」やイラク戦争以降、中東諸国と米国の関係も微妙に変化しつつあり、それはオイルマ

ネーの動きにも影響を及ぼすであろう。そして、ユーロという、ドルに代わりうる通貨も誕生している。その一方で米国は、今後も変わらず巨額の対外債務を抱え続けなければならないのである。

現在は、各国政府系ファンドは、サブプライム問題で苦しむ米国金融機関への「従順な出資者」としての地位に甘んじているが、その潜在的な政治力は決して小さくない。これは、数年前までは存在しなかった、米国経済にとっての大きな脅威と言ってよいであろう。

ドルの買い支えが多少細っても、そのことが直ちに国際通貨としてのドルの地位を脅かすとは思えないが、ドルの下落は石油等一次産品のドル建て価格の上昇を招き、インフレーションとして米国に跳ね返って来ざるをえない。その時には、米国は、住宅バブル崩壊による景気後退とインフレに同時に襲われるのであり、それへの対処を誤ることがあれば、ソロスの警告も現実味を帯びてくることになるであろう。■

《注》

- 1 ①金融市場戦略チーム（金融担当大臣の私的諮問機関）「第一次報告書」2007年11月30日、②内閣府『世界経済の潮流』2007年秋号、2007年12月（第1章サブプライム住宅ローン問題の背景と影響）、③遠藤久佳「サブプライム問題の現状把握と将来の展望」『財界観測』2008年1月、④日本銀行金融市場局「金融市場レポート—2007年後半の動き—」2008年1月（第2章サブプライム住宅ローン問題と国際金融市場の混乱）、⑤江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』商事法務、2008年、等。本稿もこれらに負うところが多い。
- 2 拙稿「サブプライム問題とファンド資本主義」本誌129号、2007年10月号。
- 3 メリル等がスーパーシニア格付けのCDOで巨額の評価損を抱えたのは、以下のような経緯によると推測される。サブプライムローンを裏付けとするRMBSのうちBBB程度の格付けのものは、投資家を集めにくく、再証券化（CDOの組成）されることが多かった。そこでも高いリターンを求める投資家が多く、理屈上AAAを上回る格付けとなるものの利回りの低いスーパーシニア部分は、CDO組成におけるいわば「残り滓」となりアレンジャーがそのまま保有した。手数料収入の獲得を目指して多くの案件をこなせば、「副製品」の保有額も大きくなり、それをポジション保有によるリターン追求が後押しもしたと思われる。サブプライムローンの延滞率が上昇してくると、当初はCDOの低格付け部分による損失負担で収まっていたが、やがてCDOの裏付け資産であるBBB格RMBSの全額が毀損する可能性が現れ、そうなると、RMBSの「上澄み部分」だけを集めたスーパーシニアといえど評価損を計上せざるをえなくなったのである。
- 4 *Financial Times*, January 23, 2008.