

サブプライムローン問題と市場型金融システム

一二上季代司

米国の信用力の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン、以下、SPLと略）問題に端を発した世界的な信用収縮は、この一〇年来わが国が目指してきた市場型金融システムのありかたについて、いくつかの教訓を残したように思われる。なぜならば、これは証券化市場を舞台にした初の金融危機だったからである。

証券化市場は市場型金融システムの中核をなすもので、そこを舞台に世界的に金融システムが一時、凍結するような事態が起こったことは、市場型金融システムのあり方を考えさせるうえで十分な材料を提供している。すなわち、①市場型金融システムそのものにバブルの生成・崩壊を容易にする要素があるのか？それとも②情報開示の不足、格付会社の誤った情報生産（甘い格付け）のやり方など市場型金融システムを構成するパーツに不備があったただけなのか？そのどちらであるかによって、今後の対策も違ってくるだろう。

米国内の問題に過ぎないSPLの焦げ付き問題が、欧州の銀行の流動性危機、日本の株式市場の下落など世界的な混乱につながった因果関係については新聞報道でかなり詳しく報じられており、また優れた分析もすでにくつか出ている。⁽¹⁾以下では、これらの論説の中から舞台となった証券化市場に特に焦点を当てた議論を整理することによって、市場型金融システムのあり方について検討してみよう。

1 サブプライムローン（SPL）問題

最初に今回のSPL問題の事実経過を、新聞報道等によりながら簡単に整理してみよう。

米国の住宅ローン規模は約一〇兆ドル、うちSPLは一・三兆ドル（〇六年末）であるが、住宅ローンの六割、六兆円はRMBs（Residential Mortgage Backed Securities、住宅ローン担保証券）として証券化されており、SPLを裏づけとするRMBsは九千億円と試算されている。さらに、これらRMBsの一部はその他の資産担保証券⁽²⁾とともに担保にされてCDO（Collateral Debt Obligation、債務担保証券）として再組成されており、それが三・一兆ドル、うちSPLを含むCDOは一兆ドルある、とされる（『日経金融新聞』七月一三日）。ところが、今年に入ってSPLの延滞が急増し、延滞率は約一五％に達し約二千億ドルが不良債権化している（『日本経済新聞』九月九日）。

この結果、SPLの不良債権化は、当然のことながら住宅金融会社の経営危機を招いた。ついで、住宅金融会社は住宅ローン関連の資産を担保にレポ市場で資金繰りをつけているので、レポの出し手にも信用リスクが波及する。こうして住宅関連金融資産を担保とするレポ市場は急速に信用収縮したのであった。しかしそれよりもっと影響が大きかったのが、ヘッジファンドと銀行系運用会社であった。

「ヘッジファンド」

ヘッジファンド（以下、HFと略）は全世界で一・五兆ドル規模（〇七年一月）であり、そのうちSPL関連のRMBsやCDOを投資対象とする運用スタイルのものは「高利回り債ファンド」あるいは「債券分散投資ファンド」などと分類されている。これらのHFは金融機関から運用資金を借り入れて大きなレバレッジを働かせながら、RMBsやCDOのうち「エクイティ」と呼ばれる劣後部分に集中投資していたので、SPLの不良債

権化はこれらHFを直撃した。HFは資金繰りのため流動性の高い株式を真つ先に売却したため世界的な株式市場の下落を招き、さらにHFは低利の円を借りてドルに換えて投資する(円キャリートレード)が多かったので、取引の巻き戻しが円の買戻しにつながった、とされる。⁽³⁾

「銀行系運用会社」

また、銀行出資による特別目的会社(SIV、Structured Investment Vehicle)が、保有資産を裏づけとするABC Pを発行してこれまたRMB SやCDOに投資しており、同様の打撃をこうむった。その際、親銀行はC P発行の更新が出来ない場合の信用供与枠(コミットメントライン)を設定していたので、親銀行は突発的な信用供与に迫られ、それがドル資金調達に不利な欧州の銀行の流動性危機を招くこととなったのである。ちなみに銀行系運用会社上位一〇社のABC P発行残高は四六五〇億ドルにのぼり、米銀系のほか欧州銀行系も多数含まれている。⁽⁴⁾ 他方、こうした事態は市場関係者の疑心暗鬼を招いて銀行間市場の収縮をもたらしたのである。

2 証券化市場の混乱に関する二つの見解

さて、以上がサブプライムローンの不良債権化が世界的な信用収縮をもたらした因果関係の概略である。ローンが証券化され、それが世界中に分散保有されたため、ローンの不良債権化が世界的な金融市場の危機として波及した、と理解できるだろう。しかし、市場型金融システムでは、ローンが証券化され分散所有されることで、信用リスクが多くての投資家に広く薄く吸収され、銀行にリスクが集中する銀行中心のシステムに比べ、むしろリスク耐性が強いと考えられてきたのである。ところが、そうはならなかったのである。それはなぜか？

その理由について、これまで様々な識者がいろいろな指摘を行っているが、ここでは、今回の混乱の主舞台とな

った証券化市場を巡って異なった見解・解釈が見られることに注目したい。

〔情報開示不十分説〕

まず、もっともオーソドックスな見解は「情報開示不十分説」とでもいえるものである。たとえば高木信二（『経済教室 適切な情報開示さらに』『日本経済新聞』九月二一日）は、概略、次のように言う。

SPLの不良債権は二千億ドル規模であり、世界の金融市場から見れば微々たるものである。にもかかわらず、これだけ大きな問題となったのは、住宅ローンを証券化する過程でリスクの所在が不明確となり市場価値を評価できなくなったためである。この結果、HFや銀行系運用会社が資金繰りのため売却しようとしても、買い手が現れないし、担保価値の評価も出来ないのも、これを担保に資金を出そうという出し手も現れない。こうして、金融市場は急速に目詰まりを起こすことになる。

銀行は長期的関係に基づくアイタイ取引なので金融資産を適切に評価することには長けていないが、市場型金融システムでは、ローンが証券化され需給によって金融資産が評価される。不良債権化しても、それは価格に反映されて新たな均衡へ移るだけである。それがそうならなかったのは、金融資産のリスク・リターンを評価するための正確な情報開示が欠如していたためである。

したがって対策としては、欧米中央銀行による短期資金供給⁽⁵⁾ではなくて、複雑な金融商品に対する情報開示などが求められることになる。これが、この見解を「情報開示不十分説」と呼ぶゆえんである。

〔リスクマネー自己増殖願望説〕

しかし、これとは別の異なる見解もある。小幡績（『経済教室 二一世紀型バブルが崩壊』『日本経済新聞』八月二八日）は、次のように言う。

今回の危機の原因は、サブプライムや証券化にあるのではなくて、古典的なバブルが生成し、崩壊しただけである。ただ、以前と異なるところがあるとすれば、金融市場が発展し資本が増大し金融技術が進歩すればするほどバブル発生・崩壊が恒常化する。というのは、金融技術は「リスクをリスクでなくしてしまふ」、「実体経済のリスクは不変だが投資家のリスクは低減し」、「投資家がリスクを許容する分だけ金融市場全体ではリスクは低下したがって金融商品の価格が上昇し、リスクを許容した投資家は利益を上げることになる」。

こうしてリスクマネーは利益を上げ自己増殖する。この過程で、金融商品の価格は上昇し徐々に収益率は低下するが、レバレッジをきかせることにより当初の投下資本に対する収益率を高めようとするので、金融資産の価格はますます上昇する。リスクテークバブルである。そして、一定規模の投資家が、リスクが高いと認識を変えた瞬間、このバブルは崩壊する。

以上のようにこの見解は、危機の本質はリスクマネーの自己増殖願望にあると捉え、対策としては、「情報開示不十分説」とは逆に、当局がスピード感を持って市場介入（中央銀行による大量の資金供給や為替介入）を行い、価格の乱高下を防いでリスクマネーの自己増殖願望に対抗することだ、ということになる。

小幡の論説はやや抽象的であるが、ここでは、証券化のような金融技術がバブル生成・崩壊を容易にさせている、という主張に注目したい。すなわち金融システムが市場化されればされるほど「リスクマネーの自己増殖願望」が満たされやすくなり、バブルの発生・崩壊が起こりやすくなる、というわけである。

ところで、「情報開示不十分説」と「リスクマネーの自己増殖願望説」は、今回の混乱の本質に関する理解、その対策においてまったく異なる見解を示しているのだが、両者ともに、その根拠をサブプライムローンのリスクを組み込んだCDOの組成のありかたにおいている。そこで、次に、CDOの組成プロセスについてやや詳しく

く見てみよう。

3 CDOの組成プロセス

先に見たように、米国の住宅ローン約一〇兆円は六割がRMB Sとして証券化され、格付け会社によって格付けされている。さらにこのRMB S（およびその他の資産担保証券）を裏づけにして三・一兆ドルのCDOが組成されているのだが、CDOは異なる優先劣後構造を持つトランシェに区分され、各トランシェは投資家特性に応じて売却される。したがって、トリプルB以下のRMB Sに裏づけされていても、①トリプルAやダブルAの優先CDO、②トリプルB以下のメザニンCDO、③最劣後のエクイティCDOに切り分けられることになる。

「リスクがリスクでなくなる」

その際、複数のRMB Sを束ねることで住宅ローンの地域分散（したがってリスク分散）が期待できるので、これらを裏づけとするCDOは全体として格付けが高くなるといわれている（『日本経済新聞』八月一七日）。譬えて言えば、RMB S商品Aのデフォルト率が二割、RMB S商品Bも二割で同じ格付けだが、両者に正の相関がない（すなわち同時にデフォルトになることはない）と仮定すれば、AとBを含むCDOのデフォルト率は二割以下となり、より高い格付け取得が可能になる。その結果、リスクプレミアムが低下して資産価格が上昇する。すなわち、小幡が言うように、「証券化の金融技術によって「リスクがリスクでなくなる」のである。

したがって、重層的な証券化プロセスそのものが、資産価格の上昇↓バブルの生成を容易にするメカニズムを内包していることになる。このような状況の下ではバブルの発生を予想したり、それを正常な状況で取り除くことは不可能であり、当局のできることはバブルが崩壊したときにその悪影響をおさえることしかないということ

になる。⁽⁷⁾ 今回、欧米の金融当局が行ったことはまさにそれであった。

「情報開示の不十分さ」

他方、住宅ローン債権↓RMB S↓CDOと証券化が重層的になるにつれて、原資産である住宅ローンのリスクの所在は当然のことながら不分明となる。トリプルAの優先CDOでも信用リスクの高いサブプライムローンが組み込まれている可能性があるが、直接、組み入れられているのはRMB S（あるいはそのクレジットデリバティブ）であるため、それは分からないのである。実際にデフォルトが起きた段階（あるいは起きそうな段階）に達したときに格付会社が格下げを行い、そのときになってはじめてリスクの高いローンが裏づけとなっていたことが分かるのである。

すなわち高木の言うようにリスクの所在が「不透明」であり情報開示が不十分、ということになる。そうだとすれば、対策は証券化商品の情報開示の充実という方向に向けられるであろう。

「格付会社の情報生産機能の不十分さ」

他方、そのことは外部から見れば、当初の格付けが甘かったように映る。加えて、格付会社は組成側から手数料を得ており、格付けを利用する投資家と利害相反の関係にある。おまけに、格付会社は証券化の組成段階に深く関与しており、どのような条件が満たされれば格付けを上げることができるか、といったモデルを提示してオリジネーターや投資銀行と相談しながら証券化を支援さえしているのである（『日本経済新聞』九月一九日）。かくして、格付会社の格付けに問題があるのではないか、という疑惑を生むことになったのである。ここに、格付会社の情報生産に疑問が投げかけられる根拠がある。

そこで対策としては格付会社の規制に向けられる。証券市場の国際的な監督機関の集まりであるIOSCO

(証券監督者国際機構) は各国の格付会社を招請し、①格付手法のあり方や②依頼側である投資銀行等の利益相反の有無などについて調査を開始したといわれる(『日本経済新聞』九月二一日)。

〔公正価値会計〕

CDOは投資銀行等が格付会社の支援を受けながら「優先」、「メザニン」、「エクイティ」と格付別にトランシェを切り分けていくため、はじめから市場価格はないのである。米国では、すべての金融資産及び金融負債は時価(公正価値)で測定し、会計処理することを目標にしているが、時価がないものについては理論値で評価せざるを得ない。ではその理論値は何によって決まるかといえ、組成・販売側の投資銀行の参考価格に依拠しているのが現状である。

投資銀行は出来るだけ高く売りたいのであり、その彼らが提示した参考価格が果たして「公正価値」といえるかどうか。今回の危機の中で、CDOは「理論値」ではまったく売れないことが明らかとなった。ここから、「公正価値会計」ルールのなかにいかにして証券化商品を位置づけるかという課題が浮上してくることになる。

〔金融監督の新たな問題〕

今回の危機では、リスクの凝縮された最劣後CDOのかなりの部分をヘッジファンドが抱えていたことが明らかとなったが、ヘッジファンドは私募ファンドであり、監督当局のモニターの外にある。のみならず、一般に、市場型金融システムは幅広くリスクが分散保有されるシステムである。このことから、例えば翁百合(『日経金融新聞』九月七日)は、誰がリスクを背負っているか分からないため、①一旦、どこかでデフォルトが発生すると、疑心暗鬼でマインドが萎縮し、信用収縮に落ち込む危険性があること、②金融コングロマリット化しているため市場の流動性が銀行に直結していることをあげている。ここから、対策として監督当局・中央銀行が市場の

透明性を高めるべく民間プレーヤーの情報開示を促進し、ファンド、ノンバンク、投資家の動向を市場横断的に監視する体制を整備すべきだ、という主張がでてくることになる。

4 市場型金融システムの新たな課題

市場型金融システムでは、金融資産が市場で売買されることによって当該金融資産のリスクとリターンに関する情報が価格に反映される。ここでは、絶えずチェックが入るので、誤った情報解釈は直ちに価格に反映され、他の投資家によって是正される。こうして、絶えず新しい情報を反映した価格がシグナルとなつて資源配分が行われる。また多くの投資家が参加することでリスクが分散できる。これが市場型金融システムの教科書的な理解である。

ところで、市場型金融システムのもつこうした効率的資源配分、リスク分散が適切に機能するためには、日々新たに発生する情報が正しく迅速に価格に反映されることが必要である。すなわち、「情報開示」「会計制度」「格付」といった市場インフラが整備されていなければならない。今回、明らかになったことは、CDOの組成プロセスにおいて、そうした市場インフラが未整備であったということであった。原資産であるローンの延滞率がすでに年初から上昇していたということは明らかに新しい情報であり、それはCDOのリスク・リターンを大きく左右する要因であるから、もっと早くCDOの格付けや価格に当然反映されていなければならないが、そこに不備があったということである。

しかし、もっと根本的で深刻なことは、市場型金融システムそれ自体にバブルを容易にする要因が潜んでいるのではないか、という指摘である。

混乱の舞台となったCDOは、二〇〇〇年代に発達した比較的新しい証券化商品であるが、〇六年には全世界で五五〇〇億ドルもの発行規模にまで膨らんでいる（『日本経済新聞』八月二二日）。これらCDOに集中投資し、混乱の導管となったヘッジファンドも、一〇年ほど前は二千本、残高九七〇億ドルに過ぎなかった（九六年）のに、今や九五五〇本、一・五兆ドル（〇七年一月）と二五倍以上に膨らんでいる。ではヘッジファンドへの投資家は誰かといえば、機関投資家である。

年金基金などの機関投資家は、株式や債券のような伝統的な投資物件以外を「オルタナティブインベストメント」と呼ぶ。これにはヘッジファンドはもちろん買収ファンド、不動産ファンドなどが含まれるが、これらオルタナティブ投資のメリットを機関投資家は「伝統的金融商品とは相関が薄くリスク分散効果が期待できる」という点に求めている。「相関係数の低さ」「リスク分散効果」を根拠に機関投資家が出資を増やしたことこそヘッジファンドを膨らませ、CDOを膨張させた究極の背景であると同時に、リスクプレミアムを低下させ金融商品の価格をバブル的に高めた真の背景である。

しかも、この動きはやむことなく、クレジットデリバティブ、保険デリバティブ、商品デリバティブといった新しい金融商品を次々に生んでいる。このことは、これまで銀行業界内部、保険業界内部、非鉄金属や商社など当業者内部に限定されてきた信用リスク、保険リスク、商品価格変動リスクという種類の異なるリスクが、「リスク分散」の名目のもと、金融市場という大海の中で売買されるようになったということの意味する⁽⁸⁾。

小幡の主張するように、バブルの発生・崩壊を容易にする金融システムに入りつつあるということである。だとすれば、市場インフラを整備するだけでは不十分である。市場インフラを整備してもバブルが生成し崩壊することが不可避であるとすれば、そこからくる悪影響（信用収縮↓雇用、生産への悪影響）を吸収する制度的な設

計もあわせて検討することが求められるのである。

注

- (1) たとえば伊豆久「サブプライム問題とファンド資本主義」、『生活経済政策』一二九号、二〇〇七年一〇月)は、ローンの市場化(証券化、クレジットデリバティブなど)によって信用リスクが拡散される状況にあったこと、ローンのデフォルトの影響を世界の株式市場や外為市場に拡散させた導管としてヘッジファンドと買収ファンドをあげている。
- (2) 社債、商業用モーゲージ、消費者信用、商業ローンなどが裏付資産である。
- (3) 前掲、伊豆論文。なお同論文では、HFがレバレッジドバイアウト(LBO)に伴う融資の主たる出し手となっていたこともあり、HFの資金供給力の低下が買収ファンドの手がけている買収案件の延期・中止をもたらし、「買収期待プレミアム」が剥げ落ちて、この面からも株式市場の下落をもたらしたという。
- (4) 上位一〇社の親銀行は、順に、①シティバンク、②ABNアムロ(蘭)、③ドイツ銀行(独)、④JPMorganチェース、⑤バンクオブアメリカ、⑥HBOS(英)、⑦パークレーズ(英)、⑧ラボバンク(蘭)、⑨ラサールバンク(ABNAMMロの米国部門、バンカメに売却で合意)、⑩OSRMマネジメント。
- (5) この見解によれば、中央銀行による資金供給はモラルハザードをもたらし、次のバブルの種を蒔くだけということになる。
- (6) というよりも「リスクマネーの自己増殖願望」が証券化等の金融技術発展の機動力になったというほうが正しいのだろう。
- (7) グリーンスパン(前FRB議長)も同様のことを主張している(『日本経済新聞』九月二九日)。

(8)

以上の論点については、拙稿「金融デリバティブ市場の存在意義と将来展望」(『大証先物オプションレポート』一九
卷五号、二〇〇七年五月)。

(にかみ きよし・客員研究員)