

# サブプライム問題とITバブル

伊豆 久

はじめに

米国のサブプライム問題が、世界の金融市場に大きな影響を与えるようになって、まもなく一年が経とうとしている。この間、事態の推移・背景について、すでに多くのまとまった報告・書籍が発表されている。

本稿では、そうした論点整理を参考にしながら、今回のサブプライム問題を、まだ記憶に新しいITバブルや日本のバブルと比較することで、改めてその性格について考えることとしたい。

## 1 グローバルな危機

サブプライム問題の特徴の一つは、米国における安易な不動産融資という、規模は大きいとはいえそれ自体としては一国内の問題が、世界全体に大きな影響を与えたことであろう。この点、日本のバブルが、行き過ぎた不動産関連融資という点では共通するものの、一国内限りの問題であったことと対照的である。その違いをもたらしたのは、すでに繰り返し指摘されているように、証券化によって融資債権の市場化が進んでいたか否かの違いであろう。日本の場合、不良債権は銀行に抱え込まれていたため、外に広がることはなかったのに対して、サブプライムローンはその多くが証券化され、ヘッジファンドを含む多様な投資家に販売された。そして損失を被ったファンドが、例えば外為市場における円キャリートレードの巻戻しなど他市場でもポジションの解消に動いた

結果、影響が広範囲に及んだのである。

グローバルな危機という点では、二〇〇〇年春をピークとするITバブルの崩壊も、サブプライム問題と共通する。しかしながら、そのグローバル化の性格は大きく異なっているように思われる。サブプライム問題の場合、あくまで、米国を出発点としつつ、融資債権の証券化・市場化や投資家の国際的な投資行動が危機の国際化を招いたわけであるが、ITバブルの場合、インターネットに代表される情報技術の急速な発展（とその企業業績に対する過度の楽観論）という世界共通の現象が背景にあった。図式化すれば、サブプライムの場合、問題そのものはローカルなものであったにもかかわらず、それが、証券化商品と国際的投資家という二つの媒介項を通じて、グローバルな混乱へと拡大していったのに対して、ITバブルの場合、（もちろん機関投資家の国際分散投資の影響も小さくなかったが）問題の発生源そのものがグローバルなものだったと見るべきであろう。

## 2 証券市場における危機

サブプライム問題とITバブルに共通する、そして日本のバブルと異なるもう一つの特徴は、それが証券市場の危機である点であろう。

もちろん日本の場合も株価の急騰と暴落があったわけであるが、その主たる要因は、銀行融資の拡大を背景とする不動産価格の上昇による含み益の増加、そしてその崩落であった。株価の動きはわかりやすく注目されやすいが、例えば八〇年代後半に株価の上昇が顕著だったのは、営業利益の増加が期待されるというより、過去に安い価格（簿価）で大量の土地を取得していた「古い」（非営業利益の増加は期待しにくい）業種であった。不動産が主で株価は従だったと言えるであろう。

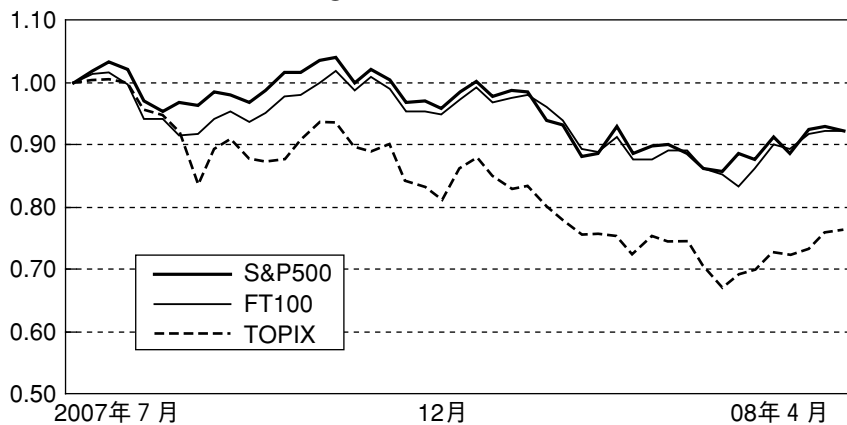
それに対して、ITバブルの場合は先述のようにネット関連企業を中心とするハイテク企業の業績（本業での利益）への楽観的な見方が株価を押し上げたのであった。また、サブプライム問題も、略奪的とも言われる安易な不動産融資を震源地としつつも、むしろ問題の中心は、住宅ローンを裏付資産として作られたRMBBSやCDOなどの証券における価格付けの歪みである。

ITバブルにおいては、①IT革命への楽観の上に、②株式市場における一種の技術革新（株式交換とストックオプション―「株式の貨幣化」―の広がり）が重なり、③バブル崩壊後は、粉飾決算や、株式市場のインフラであるアナリスト・監査法人の不正が厳しく指弾された。今回の場合は、①長期金利の低位安定というマクロ的環境の上に、②クレジット市場における技術革新（ローンの流通市場の発達・CDO等の証券化技術の高度化・CDS等のデリバティブ市場の拡大など）、③ヘッジファンドのクレジット市場への参入、などの変化が重なることで、クレジット市場全体にわたってスプレッドが低下し、直接的には、④安易な住宅ローンの提供と、⑤甘い格付けが、証券化市場におけるバブルを生み出したということになるのである。

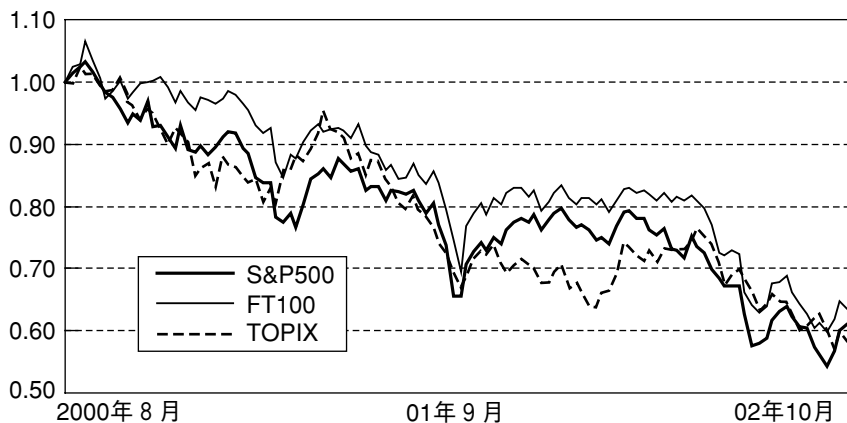
つまり、ITバブルは株式市場における危機であり、サブプライム問題は債券市場における危機であるため、したがって株価も同じく大きく下げたとはいえ、微妙な違いも存在する（図1）。ITバブル期には、本格的な株価下落が始まった二〇〇〇年八月からわずか七ヶ月で米国の株価の下落幅は二割を越えているのに対して（〇一年三月）、今回は、戦後最大の経済危機が叫ばれながらも、少なくとも現在までのところ、昨年七月からの英米の株価の下落は最大（今年三月）でも一四%にとどまる（日本の下落幅は英米に比べてかなり大きい）、それはサブプライムの直接の影響というより日本固有の要因によるものと見るべきであろう。

図1 日英米の株価

① サブプライム期



② ITバブル期



(注) Yahoo Financeより作成。それぞれ2007年7月初、2000年8月初を1として指数化。週次ベース。

### 3 証券会社の株価

証券市場における危機であるから、仲介機関である証券会社の株価も直接に打撃を被るのは当然であろう。当然であるが、しかし少し考えてみると、問題はそう単純ではない。証券市場の最大のメリットは、リスクを分散することにより多くの資金を調達できることである。証券会社は証券を「製造」（引受け・組成）するものの、リスクの主たる保有者は仲介機関ではなく投資家である。証券市場における

スク分散機能が十分に發揮されていれば、証券会社への影響は小さいはずである。バブル崩壊後の日本の銀行が、巨額の不良債権を抱え一時は機能停止にまで追い込まれたのとは異なるはずである。では、ITバブル期、今回のサブプライム問題における証券会社の損失・株価下落についてどう考えればよいのだろうか。

図2は、米国最大の証券会社であるメリルリンチの株価を指数と比較して示したものである。これを見ると、今回の下落幅は市場全体よりもはるかに大きい。ところが、ITバブル期の同社の株価は、おおむね指数の範囲内である。もちろんこれも、サブプライム問題が、株式市場ではなく債券市場を主要舞台としているため、問題の大きさに比べて株価（指数）の下落が小さいからにはかならないが、同時に、株式市場と証券化市場における証券会社の役割の違いを示している。

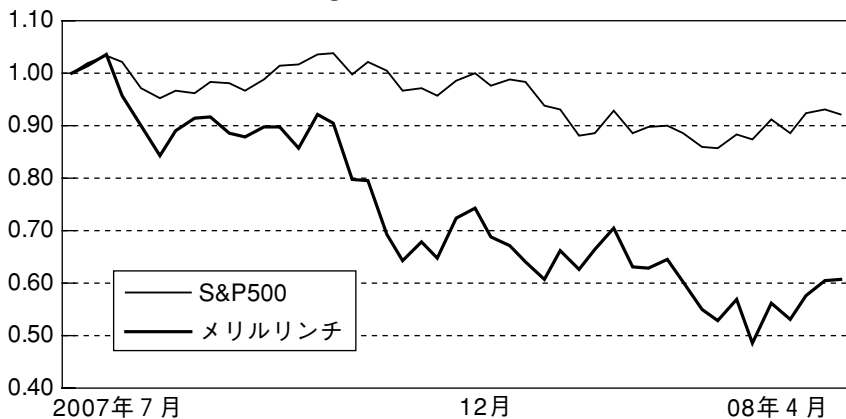
ITバブルの崩壊過程では、市場全体の株価下落に伴って、①出来高の減少がブローカー部門に影響を与え、②M&AやIPOの低迷が投資銀行業務の収入を抑えたこと（あるいはそれが予想されたこと）が証券会社の株価を押し下げた。つまり、株価の下落は証券会社に大きな打撃を与えるが、それは直接、証券会社の保有資産に影響するのではなく、出来高や案件の減少を通じた間接的なものにすぎない。プリンシパル投資やマーケットメーカーなどに伴う自己勘定による保有資産も無視できないが、それが主たる要因ではなかった。株式市場において証券会社は仲介機関にすぎず、相場の影響を受けるとはいえそれは主としてビジネスの繁閑によるものであり、価格リスクそのものは外部の投資家に保有されていたと言えるであろう。

それに対して、昨年から続く欧米証券会社のサブプライム関連の損失・株価の下落は、ビジネス環境の悪化というより、自らが保有する証券化商品の価格下落を反映したものである。二〇〇三年頃からのクレジットスプレッドの縮小（クレジットバブル）を背景に、大手金融機関は、融資債権の証券化（証券化商品の組成）、LB

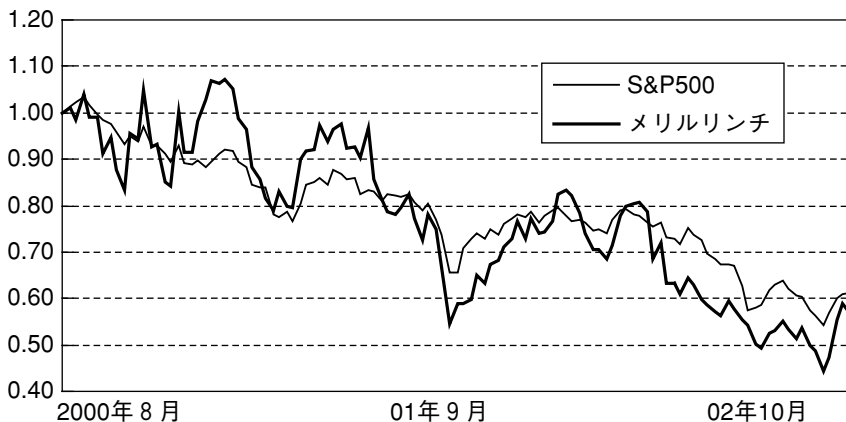
O向け融資、CDSのマーケットメークなどから巨額の収益を上げてきた。バブルが崩壊した以上、こうしたビジネスは当面低迷を余儀なくされるであろうが、この間の証券会社の大幅な株価下落の主たる要因は、そうした今後の手数料収入の落ち込みではなく、より直接的な保有資産の評価損である。この点、ITバブルと今回のサブプライム問題との大きな違いとなっているように思われる。問題が顕在化した昨年六月の時点において

図2 証券会社の株価

① サブプライム期



② ITバブル期



(注) 図1に同じ。

も、金融当局を含めまだ楽観的な見方が支配的であった。銀行にリスクが集中した日本のバブルと異なり、証券化の進んだ米国のサブプライムローン市場においては、損失は広く薄く投資家に負担され、金融システムへの影響は小さいと見られていた。しかし事実はそうでなかったのである。では、仲介機関であるはずの証券会社が、巨額の証券化商品を抱え込んでいたのはなぜだろうか。

#### 4 証券化の成熟度

金融機関がサブプライムローン等を原資産とする多額の証券化商品を保有していたのは、一つには、売買益を目的とした投資・裁定取引等によるものであろう。そしてもう一つは、CDO組成ビジネスにおける「原料」と「製造過程での副製品」の保有であろう。証券化商品組成のために、原資産となるサブプライムローンやRMBS等が集められ、また組成・販売後に残ったスーパーシニアCDOが自己勘定で保有されていた。とは言え、裁定取引に証券化市場における流動性供給の役割を指摘し、組成ビジネスに伴う資産保有に投資目的を見ることが可能であり、そのほうがより実態に即しているかもしれない。

いずれにしても、株式と異なり証券化商品の場合、流動性は小さく価格の歪みが大きいため、裁定機会が非常に大きいと見られたことが、保有額の増大につながったと思われる。いわば証券化の成熟度（流動性や価格発見機能等）の高い株式市場において、そうした裁定取引で証券会社が大きな利益あるいは損失を計上することは、ITバブル期においても一般的でなかったが、今回、発展途上にある証券化商品市場において歪みをチャンスと見た証券会社が大きなポジションをとったのであろう。

このように考えれば、サブプライム問題の背景として「行き過ぎた証券化」が指摘されることが多いが、それ

は、クレジット市場における「証券化の未成熟」と言い換えても同じことである。振り返れば、株式市場においても、指数先物やオプションなどのデリバティブ商品が開発されると、そうした「行き過ぎた」Ⅱ「未成熟な」市場において、先進的な証券会社は自己売買によって巨額の利益を挙げてきた。しかし、すでに成熟した今日の株式市場においては、そうした裁定機会は大幅に減少している。それが今回は、クレジット市場に舞台を移して利益が目指されたものの、マクロ的なクレジット市場の混乱もあいまって大きな損失に終わったということであろう。

こうした証券化の発展（未開拓地の開拓）が広く社会的な厚生を高めることに貢献しているのか否か、あるいは、どのような制度設計のもとでそれが可能なのか、が現在問われているのであろう。

（いず ひさし・客員研究員）