

市場型間接金融の落とし穴：「サブプライムローン問題」の5つのポイント

滝川 好夫

発表者コメント

「サブプライムローン問題」は、住宅ローンの貸手、借手のモラルハザード及び米国政府・FRBの不作為の生み出したものであり、その解決には貸手・借手に対する当局の対策のみならず、政府・FRBの金融規制・金融政策の見直しが必要です。

日本の金融システムが「間接金融から直接金融へ」「間接金融から市場型間接金融へ」シフトすることが望ましい方向であると言われていた中で、サブプライムローン債権の証券化といった市場型間接金融が“新しいタイプの金融危機”をもたらしています。

「サブプライムローン問題」からの教訓を本論文で整理することは、これからの日本における金融システムのメカニズム・デザインを行ううえで非常に有意義であると思います。

1 はじめに

「サブプライムローン問題」はつまるところ不特定多数の投資家の、信用力の低い住宅ローン借手への債権が焦げ付きになるかもしれないという問題である。サブプライムローン問題が世間で話題になっているのは世界の株式市場を震撼させているからであるが、本論文のねらいは「サブプライムローン問題から何を学ぶべきか」を明らかにすることである。

サブプライムローン問題が世間で関心をもたれるようになると、1990年代から2000年代前半までの日本発の日本の「金融機関の不良債権問題」と、米国発の世界の「サブプライムローン問題」との類似点を指摘する新聞記事が多数見られる。日本には地価は下落しないという“土地神話”があり、日本銀行の円高抑制のための金融緩和政策は市中銀行をして不動産融資を競わせ、それは行き過ぎた地価高騰を招いた。これに対して、「通貨価値の安定」（円の対外価値の安定化と、財貨・サービス諸価格の安定化）をめざす日本銀行は、必ずしも法律上は本来の目的とは思われない資産価格（地価および株価）の安定化（抑制）のために金融引き締め政策を行い（一方、大蔵省（当時）は不動産向け融資の総量規制を発動した）、その結果地価は反落して“土地神話”は崩れ、土地を担保に融資していた企業向け貸出が焦げ付いた。これが日本の金融機関の不良債権問題であり、「預金者－（預金）－金融機関－（貸出）－企業」の構図の中で、預金者の預金は預金保険制度の超法規運用により全額保護されていたので、日本の不良債権問題の核心は、企業の信用リスクを金融機関が集中的に負担していたことである。

一方、米国では、住宅価格が過去30年間1年を通じて前年水準を下回ったことがないことから“住宅神話”が醸成され、住宅ブームが最高潮に達した2004-05年には住宅ローン貸出競争が生じ、信用力の低い借手に対する住宅ローン貸出、つまりいま問題になっている「サブプライムローン」が増えた。米住宅ローン会社は04年ごろから、住宅価格の右肩上がりの上昇を前提にした非伝統的な住宅ローン（インタレスト・オンリー・ローンやネガティブ・アモチゼーション・ローンなど）を信用力の低い借手に対して提供してきたが¹、米10大都市圏の住宅価格の動向を示すケース・シラー住宅価格指数（S&P/Case-Shiller (R) Home Price Indices）は、1987年の統計開始以来はじめて、07年1-3月に下落に転じた。サブプライムローン債権を組み込んだ証券化商品（RMBS：Residential Mortgage-Backed Securities）や、そのRMBSなどを組み込んだ再証券化商品（CDO：Collateralized Debt Obligation）の価格が下落し、サブプライムローン関連商品を購入した世界中の投資ファンド、金融機関および投資家が損失を被ることになった。地価・株価高騰時の日本の金融当局の対応とは異なり、住宅ブームの生起についてグリーンズパン前FRB議長は「土地が広い米国では全国的なバブルが発生する

¹ 非伝統的な住宅ローンは信用力の低い借手への貸出の約半分を占めている。「インタレスト・オンリー・ローン」は元本返済を先送りするローンであり、「ネガティブ・アモチゼーション・ローン」は返済額を一段と抑制して債務が膨らむローンである。

可能性が低い」と説明し、住宅ブームの崩壊についてミシュキンFRB理事は「中央銀行の責任はバブルを止めることではなく、崩壊後に速やかに対応することだ」と述べているが、いま世界中を震撼させている「サブプライムローン問題」は両者の発言を検討する機会を与えている。

日本の不良債権問題からの教訓は「貯蓄から投資へ（正しくは預金から証券へ）」を促進することによって、金融システムを銀行中心の間接金融と、証券会社中心の直接金融（あるいは市場型間接金融）の両輪を持つようにすることであったが、サブプライムローン問題からの教訓は、逆に市場型間接金融を推し進めることは“幅広い層によって、薄くリスクを負担する”をもたらさず、“幅広い地域に信用不安を拡散する”ことにはかならないかもしれないということである。本論文では、「サブプライムローン問題」から学ぶべきものとして、第1に「信用力の低い借手へ貸出を行い、それが焦げ付いたときは、借手だけが悪いのか、それとも貸手も批判されるべきなのか」（貸手責任 vs. 借手責任）、第2に「山一証券や日本長期信用銀行の経営破綻問題発生時には流動性リスクも問題になったが、日本の金融機関の不良債権問題は基本的には信用リスクの問題であった。サブプライムローン問題は信用力の低い借手への貸出債権の焦げ付きの問題であるのか、それとも住宅ローン会社・金融機関や投資ファンドの流動性リスクの問題であるのか」（信用リスク vs. 流動性リスク）、第3に「住宅ローン債権の証券化といった市場型間接金融は、伝統的な住宅ローンといった間接金融と比べて、どこが優れているのであろうか」（市場型間接金融 vs. 間接金融）、第4に「サブプライムローン関連商品は正しくリスク評価されていたのか」（格付け機関のリスク評価）、第5に「投資家にとって、住宅ローン債権を担保とした証券化商品（RMBS）はよく理解できる商品であるかもしれないが、RMBSなどを複雑に組み込んだ再証券化商品（CDO）は“闇鍋”であり、正しく評価されえないのではないだろうか」（再証券化商品の“闇鍋性”と投資家）といった、5つのポイントを取り上げて、検討する。

2 サブプライムローン問題の経緯

米国が住宅ブームに沸き始めた2004年ごろからサブプライムローン、つまり“優良とはいえない”顧客（低所得者やクレジットカードの延滞を繰り返すなど信用力の低い個人）向け住宅ローンが普及し始めたが、「サブプライムローン問題」という形で問題が顕現化しはじめたのは2006年12月である。サブプライムローンの元利金を回収できなくなったために、サブプライムローン債権の証券化による資金調達ができなくなった住宅ローン会社の経営破綻が相次ぎ、サブプライムローン債権の証券化商品（RMBS）、再証券化商品（CDO, ABCP）を購入した米国内外の投資家、投資家に購入資金を融資した金融機関が連鎖的に損失を被り、これが世界の金融・資本市場を動揺させているのが「サブプライムローン問題」である。

07年9月以降に、米大手証券会社の決算やM&Aの資金調達の問題、年金基金や商業銀行が持っているCDO（合成債務担保証券）の四半期でのマーク・トウ・マーケット（保有資産を実際の市場レートで計算して現在価値に引き直す）があるため、「本当のサブプライムローン問題は9月から始まる」と言われていたが、ダウ工業株30種平均が、8月に入ると、3日に281.42ドル、9日に387.18ドル、14日に207.61ドル、15日に167.45ドル、28日に280.28ドル下落し、8月にサブプライムローン問題が世界の金融・資本市場を震撼させることになった。

サブプライムローン問題を整理すると、問題の今日までの経緯は次の7つのステップに分けられるであろう。

（1）サブプライムローンを提供している住宅ローン会社の資金繰り難：2006年12月

2006年12月、米住宅ローン会社が資金繰りに行き詰まり、業務停止になった。「サブプライムローン問題」発生の表面上の源はサブプライムローン借手の債務不履行（懸念）であり、その根底には米住宅ブーム（“バブル”）の終焉がある。07年3月末の全米の住宅価格は1980年3月末の4.1倍であり、04年からは投資マネー流入が主導して値上がり率は年2ケタに達していた。しかし、急上昇していたカリフォルニア州の地価が06年半ばから下落に転じたことから、住宅市場は変調をきたし、サブプライムローンの焦げ付き懸念から、住宅ローン会社は、サブプライムローン債権の証券化による資金調達ができなくなった。ダウ工業株30種平均の06年12月の月足は1日12194.13ドル、29日12463.15ドルの陽線であったが、住宅関連株の一角は売られた。07年3月13日、ニューヨーク証券取引所は経営破綻の可能性があるという理由で米住宅ローン会社大手の「ニュー・センチュリー・ファイナンシャル」の上場廃止を発表したが、その日のダウ工業株30種平均は242.66ドル下落した。米住宅ローン会社は「少ない元手で何度もローンを回転させる」と言われ、日常的に住宅ローン債権を担保に借入れを行ったり、住宅ローン担保証券（RMBS）を発行して資金調達しているが、住宅ローン（原資産）の価値が下がって、証券化商品を売却しにくくなり、資金繰りに行き詰まった。米住宅ローン会社の経営破綻の原因は、“貸し倒れ問題”ではなく、1年以内の短期の資金調達に頼りすぎているための“資金繰り問題”である。

（2）サブプライムローン債権を組み込んだ証券化・再証券化商品を大量購入した投資ファンドの経営難：2007年2月下旬

2007年2月下旬、米大手証券「ベアー・スターンズ」傘下のヘッジファンド2社が購入したサブプライムローン関連商品（RMBSなど）による損失問題が表面化し、ダウ工業株30種平均は2月27日416.02ドル下落した。6月ごろからRMBSの価格下落に拍車がかかったこともあって、同月中旬には経営難の報道が相次いだ。

(3) サブプライムローン債権を組み込んだ証券化・再証券化商品の大量・大幅格下げによる、サブプライムローン関連商品価格の下落：2007年7月10日

2007年7月10日、米格付け大手「ムーディーズ・インベスターズ・サービス（ムーディーズ）」はRMB Sを大量に格下げし、信用リスク懸念が急速に広がった。同日のダウ工業株30種平均は148.27ドル下落した。8月16日、ムーディーズは、抵当順位が2番目のローンを集めた証券化商品691件を格下げし、うち150件余りがデフォルトにあたるCに下がった。また、8月27日、米スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は、RMB Sの劣後部分などを取り出した再証券化商品195件を格下げした。同社による格下げは7～8月で1,400件を超し、短期間でこれだけの格下げは異例であり、中には最上級のトリプルAから債務不履行（デフォルト）寸前のトリプルCに17段階も下がったものがあった。

(4) 金融機関の投資ファンドなどへの支援：2007年8月上旬

「サブプライムローン問題」は米国の問題であり、対岸の火事であると思われていたが、2007年8月上旬、ドイツの中堅銀行「IKB産業銀行」がサブプライムローン関連商品に絡んだ投資の損失を出し、筆頭株主の政府系金融機関「ドイツ復興金融公庫（KfW）」から81億ユーロ（約1兆3,000億円）の資金支援を受けた。サブプライムローン問題が欧州の銀行の経営不安に発展した裏には、欧州の金融事情があった。銀行再編が早かった米国と比べ、欧州はドイツの州立銀行など地域単位の銀行が数多く残り、グローバル化に伴う競争激化で中堅銀行は高利回りを求め、相場逆転に備えるリスク管理のノウハウを持たないまま、ハイリスク・ハイリターンの仕組みが複雑なサブプライム関連商品への運用に傾斜していった。銀行の傘下にある投資ファンドは、自己資金の10倍から20倍の資金を借り入れて、RMB Sを組み込んだハイリスク・ハイリターンの再証券化商品（CDO）などに投資しているが、その資金調達もCDOなどを担保にしたCP（ABCP：資産担保商業紙）の発行によって行っている。ABCPの満期は1～3か月であるので、投資ファンドは銀行との間で、ABCPを借り換え発行できない場合は代わりに流動性資金を供給してもらう「契約（コミットメント）」を結んでいる。証券化ビジネスでは後発組の欧州の銀行は米銀行と比べると、体力以上に大きな「コミットメント」を傘下ファンドに提供している。

(5) 投資ファンドの解約停止：2007年8月9日

2007年8月9日、「サブプライムローンで巨額の損失を抱える銀行が出た」との憶測が流れている中でドイツ連邦銀行が緊急会合を開くとの速報が出ている一方で、フランスの大手銀行「BNPパリバ・グループ」がRMB Sを組み入れた、傘下の3つ

の投資ファンドの解約停止（凍結）を発表した（8月28日以降、順次解除）。投資ファンドは1つにはファンドに組み入れられている資産を不当な価格で売却したくないから、もう1つには流動性の手当ができないから、投資ファンドの解約を一時的に停止した。サブプライムローン証券化・再証券化商品の大量・大幅格下げで、8月に入ると、それら商品の評価が困難になって、価格が暴落する、ないしは価格がつかなくなり、サブプライムローン関連商品への投資に積極的であった投資ファンドや、その投資ファンドへの融資に積極的であった金融機関は経営が悪化した。一部投資ファンドの解約停止をきっかけに、A B C P（資産担保C P）の金利が急騰して発行が減少するなど、一部市場で流動性が収縮した。金融・資本市場が動揺するようになると、一方でリスクの高い金融商品や株式の換金売りが殺到し、他方で行き場を失った資金は安全性の高い日米欧の国債に向かい、国債金利は低下傾向にある²。

（6）サブプライムローン問題に対するECBの対策：2007年8月9日

2007年8月9日、一部投資ファンドの解約停止を契機として、インターバンク市場では不安心理から資金の出し手が極端に少なくなり、インターバンク市場金利（ユーロ翌日物金利）は欧州中央銀行（ECB）の誘導目標である4.0%から外れ、取引がほとんど成立しないまま4.7%まで急上昇した。ECBは流動性危機に陥りかねないと懸念したので、市場安定のための緊急声明を発表し、政策金利の年4.0%で無制限に資金を供給する意志を伝えた。8月9日から14日にかけて4営業日連続で短期金融市場に合計2,100億ユーロ（9日の為替レートで約35兆円）の緊急の資金供給を行い、その額は日米に比べて突出した規模であった。ECBの潤沢な資金供給は、流動性遮断の連鎖によるシステム・リスク顕在化の回避が目的であり、個々の金融機関の救済を意図するものではなかった。9月6日のECBの理事会では利上げを見送り、政策金利の据え置きが決定された。欧州では、一方で米不動産関連商品に投資している銀行の経営不安説が絶えず、他方で物価上昇のリスクは残っている中、トリシェECB総裁は金融引き締めを継続する姿勢を強調した。

（7）サブプライムローン問題に対する米国政府・FRBの対策：2007年9月1日

欧州の流動性危機は米国へ広がり、米短期金融市場でもFF金利が米連邦準備理事

² 日本にとっても対岸の火事であるように思われていたが、8月10日からの東京株式市場は株安と円高が進む「負の循環」に陥り、15日には「サブプライムローン問題が米個人消費の減速につながる」との懸念が浮上し、金融株から輸出関連株へ売りが広がった。年初来高値（7月9日）までの株価を牽引していたのは、7月までの円安を受けた輸出関連株であったが、輸出企業の今期の想定為替レートの平均が1ドル=115円であることもあり、17日は1年2か月ぶりに1ドル=111円台に突入した急激な円高・ドル安を機に全面安の展開となり、前日比874円（5.4%）安という7年4か月ぶりの下げ幅を記録した。欧米のヘッジファンドがサブプライムローン関連商品に絡んだ投資の損失を埋め合わせたり、顧客からの解約に備えるために、流動性が高く換金しやすい日本株をまとめて売却する動きが加速し、日経平均株価は15-17日の3日間で1,570億円（9%）下落し、年初来高値（7月9日）からの下落率は16%に達した。

会（F R B）が誘導目標とする 5.25%を大幅に上回った。F R Bは 2007 年 8 月 9 日以降、柔軟な資金供給を強調しつつも、通常の公開市場操作で様子見に徹していたが、ダウ工業株 30 種平均が 16 日、7 月 19 日につけた最高値から一時、1 割強下落したときには、「市場機能支援」の声明を発表し、連日の資金供給に踏み切った³。9 月 1 日、米政府・中央銀行は、政策総動員でサブプライムローン問題に起因する金融不安を解消する姿勢を明らかにした。ブッシュ米大統領はサブプライムローン問題について、次のような総合対策（借手保護策）を発表した。①米連邦住宅局（F H A）による信用保証を拡充し、借り換えを促進。②立ち退きに直面する住宅保有者に税の所得控除を拡大。③融資基準の明確化など貸手にも対策。④住宅ローン業者の包括的な登録制を検討。⑤金融教育を充実。

また、同日、バーナンキ米連邦準備理事会議長はサブプライムローン問題について、次のような講演を行い、柔軟な金融政策運営を表明した。①米景気の下振れリスクがかなり高まった。②信用収縮の広がり米経済全体に打撃を与える可能性がある。③最新の経済指標を注意深く監視する。④状況を監視し、必要に応じて行動する。

3 サブプライムローン問題のポイント①：貸手責任 vs. 借手責任

住宅価格が上昇し続けていけば、購入した住宅の担保は増価するので、値上がりした住宅を担保にした借入を行うなどしてサブプライムローンの返済にはさほど支障はないし、返済の不履行が生じても担保処分をすれば住宅ローン会社の実損は最小限に抑えられた。しかし、住宅価格が下落しはじめると、購入した住宅の担保は減価するので、サブプライムローンの返済に支障が生じ、返済不履行になって担保処分をすれば住宅ローン会社の実損は膨らむ。「サブプライムローン問題」が顕現化するようになり、サブプライムローン関連商品購入の手控えに拍車がかかると、一方で住宅ローン会社の資金繰りが一気に悪化し、他方で住宅ローン金利が上がる。住宅ローン金利の上昇で、ローン元利金の返済ができなくなったサブプライムローン借手は住宅を差し押さえられ、差し押さえ物件は住宅在庫となって積み上がり、住宅価格がより下落するという悪循環に陥る。

「サブプライムローン」は「信用力の低い個人」といった特定階層向け住宅購入資金融資であるが、サブプライムローン問題は貸手責任、借手責任いずれの責任が問われるべきであろうか。サブプライムローン問題が生じると、「次第に『与信の限

³ F R Bが 16 日夕の臨時の F O M C の終了後に発表した声明の要旨は、「金融市場の状態は悪化している。信用収縮の動きと不確実性の高まりが今後の経済成長を抑制する可能性がある。最近の指標は米経済が緩やかなペースで拡大し続けてきたことを示唆している。しかし、景気下振れのリスクはかなり高まった。F O M C は状況を注視し、市場の混乱が米経済に打撃を与える場合には、必要に応じて行動する用意がある。」というものである。25 日、ニューヨーク連邦準備銀行は、貸出担保として A B C P を受け入れる方針を決めた。

界』を超える層まで拾い上げる例が生まれた」（田中直毅[2007]）、「ほとんどのローンがまともな所得審査もなく、安易に貸し付けられていたという事実である。実勢価値以上の融資も多く、中にはあからさまな不正もあった。」（高木[2007]）と言われるが、サブプライムローン問題は授信、受信のいずれの“限界を超える”問題であろうか。

サブプライムローン残高は1993年にはほぼゼロであったが、2005年には6,250億ドルと住宅ローン全体の20%を占めるまでに拡大した。サブプライムローンの急拡大には、次の3つの理由があると思われる。第1は貸手側の理由で、1つにはFRBの利上げで、顧客拡大に陰りが出てきた住宅ローン会社がサブプライムローンを増やしたこと、もう1つには住宅ローン会社は信用リスクの高いサブプライムローンを提供しても、それをRMB Sによって小口証券化するので、信用リスクを100%RMB S購入者（投資家）に転嫁できるので、融資審査が甘くなること。また、最初の2年間は低金利、後の28年間は高金利といった、30年の変動金利型住宅ローンなどを提供し、借手が安易に借りられるようにしていることである⁴。第2は借手側の理由で、借手は住宅価格のさらなる値上がりを期待して安易に変動金利型住宅ローンを借りたり、担保として提供している住宅の価格上昇を利用して、住宅ローンを多めに借り換え、多めの部分を「意外の利得」として消費している。第3は金融当局側の理由で、1つにはサブプライムローンの信用リスクに対する過小評価を生んだ住宅バブルを放置したこと、もう1つにはサブプライムローンを行っている金融機関に対する自由放任政策である。

したがって、サブプライムローン問題の背景には、第1に住宅ローン会社のモラルハザード（RMB S購入者に対する裏切り行為）がある。すなわち、サブプライムローンを提供している住宅ローン会社は、証券化によって債務不履行リスクを回避できるので、融資審査を甘くして、できるだけ多くの契約をまとめて手数料を稼ごうとする。住宅ローン融資の適否を判断する主体（住宅ローン会社）と、住宅ローン融資の信用リスクを負担する主体（投資家）との分離をもたらした“証券化”は、住宅ローン会社のモラルハザードを生み、融資審査の質の低下につながった。第2に借手のモラルハザード（住宅ローン会社およびRMB S購入者に対する裏切り行為）がある。第3は金融当局の不作為責任がある。1つにはサブプライムローンの信用リスクに対する過小評価を生んだ住宅バブルを放置したFRB、特にグリーンズパン前議長の責任がある⁵。もう1つにはサブプライムローンを行っている金融機関に対する規制・監

⁴ 今後大量に訪れるサブプライムローンの金利改定が波乱要因であるとの指摘がある。07年に金利改定を迎える変動金利型ローンは5,000億ドル（約59兆円）、08年は7,000億ドルに上ると言われている。

⁵ グリーンズパン前議長時代のFRBは、バブルが崩壊すると、危機を封じ込めるため思い切った金融緩和策を講じたが、大胆な金融緩和が次のバブルを生んだことも否めない。さらにはグリーンズパン氏は米CBSテレビのインタビューで「2006年1月末の退任直前まで事態（サブプライムローン問題）の重要さに気づいていなかった」と答えたとの報道（『日本経済新聞』2007年9月14日）があった。これに対して、ジョン・テラー元米財務次官は「2003年から06年にかけてのFF金

督の不備がある。米国では、プライムローンを融資している金融機関は連邦政府の監督・規制を受け、借手に対する審査を厳格に行い、固定金利型の住宅ローンを提供しているが、サブプライムローンを融資している金融機関は連邦政府の監督・規制を受けないで、借手に対するずさんな審査を行い、固定金利型のみならず変動金利型の住宅ローンを提供している、といった通常の融資審査では持ち家が望めない低所得層のために歪んだルールが政治的理由から作られている。

4 サブプライムローン問題のポイント②：信用リスク vs. 流動性リスク

「サブプライムローン問題に端を発した金融資本市場の動揺」と言われるが、金融資本市場の何が動揺しているのか。サブプライムローン問題はなぜ世界の金融資本市場の不安の引き金になったのであろうか。すなわち、サブプライムローン問題は信用力の低い借手への貸出債権の焦げ付き（信用リスク）の問題であるのか、それとも住宅ローン会社・金融機関や投資ファンドの資金繰り（流動性リスク）の問題であるのか。

2006 年末時点で、米国で住宅ローンを借りる人の約 15%がサブプライムローンを利用し、残高は約 1 兆 3,000 億ドル（約 150 兆円）と住宅ローン全体の約 14%を占めている。米抵当銀行協会（MBA）によれば、07 年 1-3 月期の、住宅ローン全体の延滞率（利払いが 3 か月以上滞った率）、プライムローンの延滞率、サブプライムローンの延滞率はそれぞれ 4.84%、2.58%、13.77%である。07 年 4-6 月期のそれは、それぞれ 5.12%、2.73%、14.82%（2,000 億ドル弱）であり、5 年ぶりの高さである。ローンの返済が滞って差し押さえに発展した住宅物件は、住宅ローンの融資案件全体の 07 年 1-3 月期 0.58%、4-6 月期 0.65%であるが、サブプライムローンの差し押さえ率は同年 1-3 月期 2.43%、4-6 月期 2.72%である。

「差し押さえ物件の売却で住宅価格が一段と下落すれば、経済全体の問題となる」と言われているが、サブプライムローンの債務不履行はどの程度の問題であろうか。これについて、FRB のバーナンキ議長は 07 年 7 月中旬の議会証言で「サブプライムローンの焦げ付きで金融機関の損失が 500 億-1,000 億ドルに達すると民間試算がある」と指摘している。サブプライムローンの損失問題に限定すれば、それは世界の金融・資本市場の規模と比べて微々たる問題であるが、米銀行の不動産関連融資は総資産の 3 分の 1 を占め、市場参加者は不動産融資の問題に波及しかねないとの懸念を抱いている。

住宅ローン会社にとっては、第 1 に、サブプライムローンの大半は証券化され、焦げ付きリスク（信用リスク）を投資家に転嫁しているので、サブプライムローンが債

利は物価や成長率から見て適切な水準をはるかに下回っていた。適切な水準にあれば、住宅ブームの大半は起きなかっただろうし、住宅バブル崩壊もさほど激しくなかつただろう。デフレのリスクに対応するために低金利政策を持続させた面があった。批判ではなく、将来への教訓として指摘したい。」（『日本経済新聞』2007 年 9 月 7 日）と述べている。

務不履行になっても直接的には損失を被ることはない、第2に、証券化されずに残っているサブプライムローンは貸し倒れ損失になるが、不良債権比率は最大手のカンントリーワイド・ファイナンシャルで1%にすぎず、日本の大手銀行の不良債権比率が8%を超えていたのに比べると低水準である。したがって、住宅ローン会社はサブプライムローンの焦げ付き自体だけで、経営破綻に追い込まれるわけではなく、サブプライムローン問題は「信用リスク（債務不履行リスク）」の問題ではない。

サブプライムローン債権は証券化・再証券化され、住宅ローン債権は流動性は低いが、住宅ローン債権を100%裏付けとした証券化商品（RMBS）、RMBSを組み込んだ再証券化商品（CDOなど）は流動性は高いと思われていた。サブプライムローン関連商品を購入していたのはハイリターンを求めていた投資ファンドであり、投資ファンドは出資者から解約の申し入れがあると証券化・再証券化商品を売却せざるを得ないが、投資ファンドには出資者に対してファンドの都合で解約停止の申し入れができる条項があるので、証券化・再証券化商品の値崩れが起こりそうになって、07年8月9日の「パリバ・ショック」では解約停止条項が発動された。すると、投資ファンドの解約をできなくなった出資者は、流動性を他の何らかの手段で確保しなければならないので、流動性確保のための売却注文を他の金融資本市場に出し、値下がりが起こった。リスクが高いとみなされている商品は売られ、逆にリスクが低いとみなされている商品は買われるという「質への逃避」が生じた。あるいは、再証券化商品のような“闇鍋金融商品”が売られ、逆に国債のような“ガラス張り商品”は買われた。

「パリバ・ショック」はインターバンク市場での資金の逼迫、すなわち損失を抱えて資金繰りに困ったヘッジファンドなどが短期のつなぎ資金を求めて短期金融市場に駆け込んだものの、資金を供給する金融機関はほとんどなく短期資金の需給が逼迫し、信用収縮が顕在化したことである。したがって、現在のところ、サブプライムローン問題は、信用リスク（不良債権）にもとづく金融システム不安ではなく、流動性リスク（資金繰り）にもとづく金融システム不安として顕在化しており、サブプライムローン問題は世界レベルで短期金融市場を動揺させている⁶。

5 サブプライムローン問題のポイント③：市場型間接金融 vs. 間接金融

「サブプライムローン問題」ではサブプライムローン関連商品を購入したのは主にヘッジファンドなどのプロの投資家であり、ヘッジファンドの経営破綻をもたらしたのは、世界的なカネ余りを背景に、金融機関からの借入をしてまでサブプライムロー

⁶ 米CPの残高は07年8月22日現在、2兆400億ドル（237兆円）であり、その中の資産担保CP（ABCP）は企業が保有する資産（売掛債権や住宅ローン債権）を担保に翌日物、1か月物といった形で短期資金を市場から直接調達する商品で、住宅ローン市場の拡大にあわせ2004年から残高が倍増し、CP全体の残高の半分を占める規模に拡大した。サブプライムローンは期間30年程度、ABCPは期間1～3か月であり、証券化・再証券化の過程で満期についての資産変換が行われている。

ン関連投資を膨らませていたからである。すなわち、「不良債権問題」では金融機関への信用リスクの集中が問題視され、それを回避するための工夫として住宅ローン債権の証券化などが工夫されたにもかかわらず、金融機関が証券化商品に投資しているヘッジファンドへ信用リスクを集中させているは「金融の証券化によるリスク分散（損失を広く薄く負担）」は何らの効果をもたない。

資産の部に再証券化商品を多額に計上している投資ファンドに対して、銀行は多額の融資を行っているので、投資ファンドの危機は銀行を直撃する。田中[2007]は「最終投資家にリスクが広く分散されることで経済は安定化するはずだったが、一斉に彼らが解約に走り、しかもレバレッジ（てこ）が効いていたことがあだになった。これは21世紀型の新しい危機といえるだろう。」「サブプライムローンに発するリスクは、最終投資家が受け入れる以外にない。」と指摘しているが、サブプライムローン問題の特徴は、住宅ローン債権の証券化・再証券化を行っているにもかかわらず、証券化・再証券化商品がレバレッジ率の高い投資ファンドによって集中的に保有され、投資ファンド経営の危機がファンドのレバレッジを支えている銀行を直撃し、証券化・再証券化といった「市場型間接金融」がまったく機能していないことである。

6 サブプライムローン問題のポイント④：格付け機関のリスク評価

2007年8月31日、米ブッシュ大統領はポールソン財務長官が率いる「金融市場に関する作業部会」に対し、サブプライムローンの証券化・再証券化の実態や証券化・再証券化商品の格付け基準などを調べるよう指示した。また、世界の証券規制当局でつくる証券監督者国際機構（IOSCO）のフィリップ・リチャード専務理事は、証券化商品などの格付けの改善策の検討が必要であり、第1は格付けの基準や手続きの情報開示の進め方、第2は格付け会社と発行企業や組成金融機関との間の利益相反の回避策を検討する考えを示した。サブプライムローン関連商品の格付けの大幅引き下げについては、第1に、格付け機関が適当であるとしても、原商品（サブプライムローン）のリスク評価は、格付け機関（評価者）が状況をつねに把握し続けていれば信頼しうるものであるが、サブプライムローン債権の証券化・再証券化商品のリスク評価は、格付け機関（評価者）が状況から隔離されているので信頼しうるものではない。第2に、格付け機関が適当であるとしても、サブプライムローンのような比較的新しい分野は格付けのための統計データ（延滞率）が不十分であるので、サブプライムローン関連商品では精度の高い格付けが難しいという構造要因がある。第3に、市場では格付け会社が手数料収入を意識してサブプライムローン関連商品の格付けを甘くしたのではと批判されているが、格付けが甘くなった背景には、格付け会社の収益構造があり、米ムーディーズは収益の5割以上を証券化・再証券化商品の格付けに依存している。格付けは07年から導入された新BIS規制の基礎になっており、格付け

の信憑性への疑義の影響は金融の根幹に及びつつある。

7 サブプライムローン問題のポイント⑤：再証券化商品の“閻鍋性”と投資家

サブプライムローンは融資した住宅ローン会社が抱え込むのではなく、「住宅ローン担保証券（RMBS）」として証券化されている。RMBSは住宅ローンからの元利返済金を裏付けに発行される証券であり、それはさらに加工されて「合成債務担保証券（CDO）」といった複雑な金融商品になる。CDOはRMBSなどを裏付け資産として束ねた金融商品であり、1つのCDOでも信用力に応じて分割して投資家に販売される。そして、CDOはさらに加工されて「資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）」になる。BNPパリバ傘下で、解約停止を行ったファンドの1つ「パーベスト・ダイナミックABS」の格付け区分をみると、最上級のAAA格の40%をはじめ、ほとんどが投資適格であり、無格付け部分は4%にとどまり、運用資産が債務不履行を起こしたわけではないが、ファンドに組み込んでいるサブプライムローン関連商品の流通市場の厚みが極端に細り、少しの売り注文でも価格が一気に下落しかねないので、投資ファンドの解約停止を行ったとされる。

原商品（住宅ローン）と区別された金融派生商品（証券化商品、再証券化商品）の組成にこそ金融革新の神髄があるとされている。証券化・再証券化商品の組成によって、原商品（住宅ローン）のリターンとリスクは編成・再編成されることを期待されていたが、再証券化商品のリターン・リスク再編成のプロセスおよび結果は見えにくく、そのことが投資家の不安を高めている。証券化商品（RMBS）のリターンとリスクは地域や組成年で異なるが、CDOのような再証券化商品を組成すれば、「ハイリスク・ハイリターン」「ミドルリスク・ミドルリターン」「ローリスク・ローリターン」といったタイプ別商品を作れることがねらいであったが、出来上がった再証券化商品がハイテク金融商品であったために投資家に正しくリスク評価されえなかったことが「サブプライムローン問題」の核心である。すなわち、再証券化商品の中に組み込まれている原商品（住宅ローン）のウエイトがごく僅かでも、原商品（住宅ローン）が債務不履行になれば、再証券化商品全体があたかも債務不履行になるかのような“投資家の錯覚”が「サブプライムローン問題」の核心である。

サブプライムローン債権の証券化市場・再証券化市場は住宅ローン会社にとってはリスク移転、投資家には投資機会の多様化を提供し、全体としては資源の効率配分に資するものであり、このようなサブプライムローン関連商品の価格や格付けは、組み込まれる住宅ローン債権の過去の不良化の確率や住宅ローン債権間の相関などを用いた評価モデルによって算出される。サブプライムローン問題の本質は住宅価格上昇が住宅ローンの不良債権化を抑えていた状況下で構築された価格評価モデルにとって、想定外の住宅価格下落が生じたために、証券化市場・再証券化市場の価格決定メカニズムが機能しな

なくなったことであると言われるが、サブプライムローン関連商品に対する疑心暗鬼の要因は次の2つである。第1は担保資産の承保がわかりにくいということであり、CDOはRMB Sを元に発行され、いわば証券化商品を証券化した金融商品であり、信用力の高い「優先」、中位リスクの「メザニン」、格付けのない「エクイティ」といった具合に切り分けられている。シングルA格のCDOは格付けを見れば安全な資産であるが、元をたどれば信用リスクの高い住宅ローンを担保にしているため、原資産が劣化すれば、CDOの格付けは急速に劣化する可能性がある。第2はCDO価格の不透明性である。

8 おわりに

サブプライムローン債権を組み込んだ金融商品は地下茎のように複雑に絡まり、リスクの波及が読めず、「サブプライムローン問題」は不安が連鎖するまったく新しい金融危機である。問題は多岐にわたるが、サブプライムローン問題から学ぶべき教訓としては主として次の5つがある。

- ① サブプライムローン問題は住宅ローンの貸手、借手のモラルハザードおよび米国政府・FRBの不作为の生み出したものであることは確かである。ただし、サブプライムローン問題を顕在化させたのは住宅価格の下落と、2年間固定されていた住宅ローン金利の引き上げであり、潜在的原因として、貸手、借手、米国政府・FRBさらには格付け機関を含めて、サブプライムローンの特徴である“住宅価格の右肩上がりの上昇を前提にした非伝統的な住宅ローン”（インタレスト・オンリー・ローンやネガティブ・アモチゼーション・ローンなど）やサブプライムローン関連商品といった金融イノベーション商品のリスク評価を正しく行うことができなかつたことがあるのではないと思われる。単純に「貸手責任 vs. 借手責任」ということではなく、サブプライムローン問題の根底には金融イノベーションに対応しきれない現状がある⁷。
- ② サブプライムローン問題を損失問題に限定すれば、それは世界の金融・資本市場の規模に比べれば微々たる問題であり、したがってサブプライムローン問題は信用リスク（不良債権）の問題ではない。問題はサブプライムローン関連商品を購入しているのが投資ファンドであり、投資ファンドが保有証券を担保として多額の借入を行っていることから生じている。サブプライムローン問題は流動性危機の問題であり、米FRBの公定歩合0.5%の引き下げは「市場の流動性不足には積極的に対応する」「状況次第でFF金利の誘導目標を引き下げる用意がある」という2つの意志を示しているとされる。ただし、サブプライムローン問題の根底には、本来の証券化・再証券化は信用リスクを分散化させるものであるが、投資ファンドがサブプライムローン関連商

⁷ ドイツの中堅銀行「IKB産業銀行」がサブプライムローンに絡んだ投資の損失を公表したのは「今年度は順調な滑り出し」と楽観的な見通しを出した10日後のことであり、銀行がサブプライムローン関連商品のような高度な金融技術を使った商品に対して、リスクを十分に把握できていない実態をさらけ出した。

品をまとめ買いし、それにレバレッジ融資していたのが銀行ということで、実は銀行の債務不履行リスク、したがって決済システムの問題もある。

- ③ 間接金融優位のシステムでは、住宅ローンが問題化すれば、それがどの金融機関にどれほど影響があるのかを長期的関係（リレーションシップ）を通して容易に想像できたが、証券化・再証券化（市場型間接金融）の下では、最終的に誰がどれだけの不良債権を保有し、それが資産価格にどれほどの影響を与えるかを把握することは難しくなった。「銀行貸出・不良債権問題」では少数の銀行が集中的にリスクを引き受けたことが問題になり、「証券化・サブプライムローン問題」では狙いは多数の投資家によるリスク分散化であったが、「リスクは分散しているのだろうか」「リスクはどのように分散化されているのか」についての“不透明感”が市場参加者の疑心暗鬼を生んでいることが問題である。まさに、リスクが分散されているため、誰がどこに損失を抱えているかが見えず、不安心理を増幅しやすくなっている。つまり、サブプライムローン問題の根底には、サブプライムローン債権が証券化・再証券化される過程で信用リスク・価格変動リスクの所在が不明瞭になり、市場化されたはずのサブプライムローン関連商品の価格づけが情報の開示不足のために適正に行われなかったことがある。
- ④ RMB Sのメザニンと呼ばれるトリプルB格の証券化商品を集めて組成した再証券化商品（CDO）は、裏付け資産の質が低くても多数の証券化商品を束ねると、高い格付けの再証券化商品になるとされる。例えば、焦げ付く可能性が20%のRMB Sでも、無相関の3つを集めてCDOを作れば、すべてデフォルトする確率は0.8%（ $=20\% \times 20\% \times 20\%$ ）にすぎないとされるが、サブプライムローン問題からの教訓は3つのRMB Sが無相関でなかったということである⁸。サブプライムローンのような比較的新しい分野は格付けのための統計データ（延滞率など）が不十分であることもあるが、サブプライムローン問題の根底には、信用格付け機関の不誠実と能力の限界がある。サブプライムローン問題をきっかけとした市場の動揺を受け、日米欧の金融当局内で民間格付け会社の監視強化論が浮上している。しかし、格付け会社は市場の競争にさらされて、不適當ならば淘汰される圧力があるので、一民間会社が自己責任と信頼で手掛ける格付けを規制するのは行き過ぎであろう。
- ⑤ BNPパリバ・グループが傘下の投資ファンドを一時的に凍結（解約停止）したのは、投資ファンドが破綻したからではなく、保有しているRMB SやCDOの価格付けを行うことができなくなったからであり、したがってRMB SやCDOを担保にしたABC Pを発行して資金調達できなくなったからである。つまり、サブプライムローン問題の根底には、サブプライムローン債権の証券化・再証券化商品は「闇鍋（偽装）金融商品」であり、そのリスク評価を行うことができなかったこと

⁸ これに関連して、桜川[2007]は「考えの及ばないリスクをヘッジしきれずそれが顕在化したためだ。」「住宅価格と逆方向の動きをする資産を組み合わせれば、住宅価格の下落が生じて、証券価格はあまり下落せず、今回の問題（サブプライムローン問題—引用者注）は妨げたはずである。」と述べている。

がある。主要国の当局者の間には、サブプライムローン問題をリスク評価の正常化過程として歓迎する向きもあるが、投資ファンドや金融イノベーション商品の徹底した情報開示によって、金融危機時に投資家が「金融の闇鍋（偽装）」リスクにおびえないようにすることが必要である⁹。

⁹ これに関連して、竹森[2007]は「実は、不確実性は金融手法のイノベーションに混入した。」「人々は発生確率を予測できない不確実性に直面して最悪のシナリオを想定して行動するという傾向がある。」と論じている。