

# 「サブプライム国際金融危機」序説

平 田 潤

サブプライム金融危機と米国の陥った「政策危機」

1 米国では90年代以降、長期にわたる景気拡大や、金融緩和持続（FRBは、ITバブル崩壊 / 2001年同時多発テロ後の景気落込みに対応して、FF金利を1%台に引き下げるなどの超低金利政策を採り、2003年まで持続した）を背景に、資産価格（特に住宅価格）が長期間上昇を続けた。02年以降は住宅価格上昇が加速し、米国各地でバブル化の様相も見られた。さらに04年前後から、主に信用力の低い個人層に貸出される（注 1）住宅ローン（サブプライムローン）の比重が急増（06年全住宅ローンの約2割シェア）していった。

こうした住宅ローンの多くは、投資銀行等を介して証券（債券）化が行なわれた（米国で不動産ローン証券化の歴史は、1970年代に始まる）が、さらにその債券の一部は他の証券化商品と組み合わせられ、再証券化された（シンセティックCDOなど）ことから、サブプライム関連証券全体の残高も累増していった。

これらの証券では、基本的にキャッシュフロー（ローン元利払）充当順序について、優先（シニア）・劣後（メザニン・エクイティ）構造となっており、とくにシニア債は、格付け機関から高い格付け（AAA格、AA格等）を得ていた。

また米国で住宅ブームが続く間では、ローン返済の滞りも予想を下回ったことで、

劣後構造部分に投資することで、ハイリスク・ハイリターンを狙うことも可能であった。そのため多くの投資家（金融機関等）が、サブプライム関連証券を保有することとなり、重要な収益資産ポートフォリオを構成するようになっていった。

米国では、こうしたサブプライムローン・その証券化商品について、国民（主に低所得者層）の住宅取得促進と資産形成、金融機関の貸出資産オフ・バランス化や新規ローン獲得の手数料増加（住宅金融機関等）、証券化ビジネスでの諸手数料増大（投資銀行等）、好適な債券投資増加（投資家・各種ファンド、金融機関）という、関係者全てがWIN・WINとなる流れに乗って、急拡大したと考えられる。

ところが06年半ばになると、米国経済の減速や、（原油・資源価格急騰等インフレ要因に対応する）短期金利上昇の累積効果などにより、住宅価格がピークアウトするなかで、元来債務者の返済資力が乏しく、また住宅バブル下、安易に貸し出されがち（住宅価格上昇持続・借り換えを織り込み、甘く緩い審査や、貸出し条件の緩和、返済の後寄せ等が多く見られた。）であったサブプライムローンに、延滞・返済不能が急増した。そこで同ローン証券化で高い格付けを持っていたシニア債も、（債務不履行率上昇をメザニン・エクイティ部分ではもはや吸収できず）、07年後半以降に、次々に格付け機関により格下げされ、債券価格は急落した。

その結果、サブプライムローン関連商品(再証券化CDOを含む)を直接・間接保有する、各国の金融機関(特に欧米銀行、投資銀行、ファンド等)は大打撃を蒙った。(欧米有力行は、別働隊であるSIVを設立し、証券化商品に投資していた。)市場では、証券化商品全般の価格下落や、証券化商品のポートフォリオが多い金融機関の損失が予想を大幅に上回るにつれて、金融機関間の取引リスク(カウンターパーティ・リスク、流動性リスク)が急速に高まり、国際金融危機化していった。

2 米国発サブプライム金融危機は、07年半ば(パリバ・ショックなど)からグローバル金融市場で拡大し始め、08年に入ると、欧米諸国金融機関の経営危機・破綻が続出(大手投資銀行のベア・スターンズ破綻、信用保証を提供するモノライン企業危機等)して、各国金融機関の経営に急速に影響を及ぼした。08年9・10月には、リーマン・ブラザーズの経営破綻、及び米国緊急経済安定化法が下院で一端否決された(後に修正され可決)ことにより、米国をはじめとする各国金融市場は混乱が相次ぎ、株式市場では株価急落連鎖が続いた。その後も09年前半にかけて、株式市場・外国為替市場等の混乱は持続し、米国・欧州を中心に、金融産業等の企業部門の打撃は大きく(経営破綻、公的資金注入、一時的国有化が続出)、さらに各国実体経済へのダメージが拡大した。09年の米国・EU・日本の、実質GDP成長率予測(IMF/世界銀行)は、いずれもマイナス成長が見込まれている。

3 今回の米国発国際金融危機は、まず90年代以降金融仲介手段として急速に比重を増してきた「証券化」及び「証券化商品」が初めて直面した危機(「21世紀

型金融危機」)でもある。危機の内容や、投資銀行・ファンド(金融機関の別働隊SIVも含め)等市場プレーヤー群の行動や役割、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)などのデリバティブ活用による危機拡大効果、危機深化のスピードの速さ、などをみれば、90年代での金融危機 アジア通貨金融危機や、日本のバブル崩壊から金融システム危機 - 喪われた10年 - への流れとは、様相が異なる点が多い。

しかし、危機予防・危機管理の視点から、危機の背景や対応策について分析してみると、今回の危機と、90年代或いはそれ以前の様々な国際金融危機との間には、依然として多くの共通した要因・問題点(特に危機管理における失敗、政策危機発生など)が指摘される。

4 . 巨額のグローバルマネーが瞬時に移動できる国際金融市場では、深刻な金融危機が生じ、投資家の金融商品や金融システムへの信頼が大きく揺らぐ事態が発生すると、需要・供給バランスに急激な崩れが生じる。そして、市場参加者の理性的・合理的なリスクテイクは起こりにくく、極端な「リスクを回避する行動」=安全性への逃避、つまり安全資産(米国債等)への資金流入が急速に生じる。(市場における金融商品 - 特に価格変動リスクの高い資産 - の価格が、底無しに落ち込むという恐怖感が増幅する。)

しかも現状では、投資家や金融機関の行動自体に、会計原則(時価会計)やBIS規制の縛り、共通したリスク管理手法等がビルトインされており、(損失回避あるいは確定における)投資家・金融機関の類似した行動が連鎖・拡大増幅して(プロシクリカリティ)、一方通行的な市場が成立し易いと考えられる。

さらに市場に大きな「情報の非対称性」が存在している場合では、投資マインドや、投資行動がパニック的ともなり、市場による合理的価格形成機能の回復は当面望めない事態も生じる。これまで各金融市場も、こうした市場の大きな混乱を冷却するための様々な措置(株式市場の値幅制限など)や手段を講じているが、市場の秩序・安定を回復するのは容易ではない。このように市場に重大危機が生じた場合、市場自身の力やメカニズムにより切り抜けることは、非常に困難と言わざるを得ない。(注 - 2)

5 . 実際に90年代、94年メキシコ通貨金融危機、97年アジア通貨金融危機、98年ロシア・中南米金融危機など、大規模な国際金融危機が発生した場合には、市場の危機の根源に届く「確かな政策」が打たれたことが、市場安定の必要条件となつたと考えられる。(注 - 3) 深刻な金融危機を防止し、或いは発生時に迅速に対処し被害を最小化するためには、的確な危機予防・危機管理政策が重要であることはいうまでもない。

しかしこれまで様々な金融危機、近年では、90年代アジア通貨危機、日本のバブル崩壊・金融システム危機、現在の米国サブプライム金融危機に至るまで、共通して危機発生前後の政策対応や、危機管理失敗が、むしろ危機を拡大深刻化してしまった面が見られる。

しかも国際経済・金融分野で危機が繰り返して発生する中、各国や国際機関により、過去の危機経験や教訓から十分に学んだといえぬ政策対応が行なわれ、危機による被害や回復までの時間・コストを大きくした面もあった。

深刻な危機が発生拡大している中で、

各国(及び国際機関)政策での初動対応失敗、政策・処方箋の欠陥や、現実経済や市場とのミスマッチが、事態を一段と悪化させ、新たな危機の段階に至らしめ、危機からの回復・コストを大幅に増大させてしまう状態、即ち「政策危機」の発生が指摘される。

筆者は、アジア通貨金融危機を契機に問題意識を拡大し、70年代以降各国に生じた、深刻な経済金融危機 / 経済の長期停滞事例について、「政策危機」発生の検証を試みてきた。この「政策危機」のケースを考察すると、以下の A~D のカテゴリーに分類できると考えられる。

A. 危機自体が(想定を超えた)未知の原因・領域・分野で生じたために、政策対応が非常に困難であった例

B. 危機への過小評価(過去の成功体験等によって生じる)、自らの対応力過信等の結果として、初期段階での対応を誤ったり、不十分なため危機が拡大深化し、その結果、危機克服に至る時間・コストを倍化させてしまった例

C. 構造的な危機にもかかわらず、危機の根源には届かない政策や、既に有効性に限界のある伝統的政策、安易な対症療法的施策などを漫然と繰り返して、危機の根源である問題解決を先送りした例

D. 新たな改革策を導入していく場合でも、優先順位が曖昧で一貫性を欠いたり、中途半端な施策実行や教科書的対応で、現実経済・金融システム・市場等へのショック・副作用を軽視して混乱が生じた例

6 . サブプライム国際金融危機は、資産証券化が、市場における金融仲介手段として急速に比重を増した(証券化商品による金融資産流動化の隆盛、様々な証券組合わせでさらに複雑な仕組み商品も創

出された) 中で生じた「グローバルな金融市場の危機」であり、

- ・市場での金融技術革新や、金融工学の成果に、監督部門のモニタリングや当局の政策が追いついていない、
- ・多くの有力金融機関では、精緻なリスク管理システムを採っていたにもかかわらず、想定を超えた危機に見舞われた。
- ・危機の発生・拡大によって、金融商品(証券化商品・デリバティブ)・リスク管理等、金融イノベーションが急速に進展していた分野が、深刻な危機・問題に直面し、見直しを余儀なくされた。
- ・しかも連鎖的に破綻に瀕した金融機関は、米国・欧州を中心として、銀行・証券会社・投資銀行・ファンド・保険会社(CDS等デリバティブを通じて)と、これまでになく広範(国・地域・業種・業態)に及ぶなど、危機自体としては、確かにAの様相を強く示しているとみられる。

ここで、米国での危機の原点に戻って考えると、サブプライムローンという、非常に限界的な(注 - 4)ローン資産までを証券化に組み込んで、しかもなどの証券化商品をさらに組み合わせた「第二次証券化(CDO等)」では、(統計や相関係数の理屈付けに依存して)ハイリスクの拡散・先送り(という他はない)金融商品創出に邁進したオリジネーターや投資銀行等[モラルハザードというより強欲]の問題、

こうした商品に、過去の(限られた)統計的根拠に過度に依存して、お墨付きを与えた格付機関の問題等は、「証券化金融」を舞台として、初めて顕在化した危機(21世紀型危機)ともいえよう。

しかしながら危機の背景としての、長期にわたる過剰流動性の下、住宅投資等に醸成されたバブル膨張(住宅ローン

や住宅価格上昇によるホーム・エクイティ・ローン利用も増大し、米国家計部門の債務残高は急増していた)や、金融機関が(ファンドやデリバティブ等で)急速に膨らませていた、諸リスクへの実質的放任や、モニターについての無策(過去や他国の教訓から十分学んだかは疑問な、米国金融政策の問題)、様々な金融分野で、市場規律(ディシプリン)弛緩が進行する中で、規制・監督サイドの不備や不足については、過去の金融危機とも本質的に通じる問題である。さらに 有力な金融機関が、収益極大化を図るため、結果的に、特定資産(今回は、安全性を格付けに過度に依存する仕組み債)を、直接・間接大量保有するというポートフォリオ上のリスクを冒していたことが、損失の急拡大に結びつき、自己資本が毀損し大幅に不足をきたす流れとなったのは、まさに過去の金融危機でも見られた現象であった。(90年代日本の金融システム危機等) とくに複雑に絡みあった金融取引を大規模に行なっている有力金融プレーヤー(リーマン・ブラザーズ)を破綻させたため、その機能が突如停止した場合に生じる金融市場の大混乱も、90年代日本での先例(証券会社・大手銀行破綻により、コール市場混乱、資金調達の困難化等深刻な危機が発生した)があったことを考えれば(過去の教訓軽視)、今回のサブプライム国際金融危機には、様々な局面で、米国が引き起こした「政策危機」(特に上述Bの要素)が強く指摘されるものであり、今後再発防止策や規制強化策の設計を進める上でも、「政策危機」が十分に解析される必要がある。

(注 1) 「信用力の低い」サブプライムローンは、信用力が低い層(一般に住宅ローン借り手の信用判定に使われる、FICOスコアリング基準を満たさない、或いは過去に延滞等の記録があるといった債務者)

を主な対象としている。信用力に問題が無い個人の場合、通常ではファニーメイ等のGSE(政府支援企業)の基準に適合したローン(コンフォーミング・ローン)を利用するのが一般的である。

(注 - 2)

各国・国際金融市場が、非常に重大な危機に陥った事例では、

各国(地域)における内生的あるいは外生的な要因により、深刻な危機が発生し、或いは波及し

各国(あるいはグローバルなレベル)の経済・金融構造にまで、危機が到達して、

各国(国際)経済・金融に対して、甚大なダメージを与えて、

かつ市場自身の力・メカニズムや、通常の景気循環の中では、自律的な回復が容易に見込めない

という状況が発生した。本稿では、これを「構造危機」(Crisis to the Structure)と総称する。

(注 3) 危機の根源に届く政策

アジア通貨危機がタイから波及した、マレーシアでは、98年9月に急遽「短期資本移動規制」を実施して、資本の国外流出規制と、自国通貨リングの対USDドルへの固定策を導入した。マレーシアは、97年危機勃発以来、IMFのプログラムにならった緊縮政策や、高金利政策を採用したが、国内景気が大幅に悪化する中、通貨・株式の下落に歯止めがかからなかった。

そこでマレーシアでは、マハティール首

相の下で、98年7月以降、「経済再建プログラム」を発表し、政策の軌道修正に踏み切ると共に、金融市場を混乱させる「短期資本の移動」にターゲットを絞り、厳しい制限・禁止を加えた。当初は市場原理に背反する政策として、とくに欧米市場関係者を中心に、強い批判を浴びた。

しかし一般に[impossible trinity]で知られる、資本移動自由化、為替相場の安定化(固定相場制採用)、独立した金融政策の実施、の3目標を同時に達成することが非常に困難なことを勘案すれば、「マレーシア型政策は、資本移動の自由化を諦めて、為替相場の安定化と

金融政策の自律性を選択するものである、従ってマレーシア型政策は理論的にも整合性がある。」(「通貨危機の処方箋

マレーシア型政策とその適用可能性」

中川理香、アジ研ワールドトレンド

103(2004.4)から引用)という評価が成立する。

同論文では、マレーシアが独自の政策を採用できたことについて、国内貯蓄率が高かった、財政収支が健全、外貨準備が豊富であった、政府の政策実行意思が強かったこと、に注目し、マレーシア型政策を実行するために必要な条件といってもよいとしている。(前掲論文より要約) 同国の政策は、海外投資家の信認を損なった点是否定できないが、規制目的は「投機資金流出入排除」であり、直接投資流入を抑制しないように慎重な配慮がなされていた。現在では、危機に対する有効な「緊急避難策」と理解され、国際金融界でも評価されている。

(注 4) サブプライムローン

サブプライムローンは、同ローンが米国で金融緩和局面(2001年以降)で盛んに利

用されたことや、証券化の対象として活用されたことから、住宅ローンのなかでもシェアを急速に向上させていたが、元来  
ローン自体に存在する高いリスク、  
原ローン「組成」の際に見られる諸問題

原ローン「証券化」の際の諸問題、  
が指摘される。しかし住宅投資ブームが盛り上がる中で、サブプライムローン証券化に際して懸念される「住宅ローン元利不払いリスク」は、住宅価格上昇による転売や、ローンの借り換え返済でカバーされることが想定され(実際、2004年ころまで債務不履行比率は大きくなかった)ていた。

そこで、証券化ビジネスにしのぎを削っていた投資銀行にとって、サブプライムローンの「原債務者リスク」が過少評価されるだけでなく、さらに拡大が期待できる証券化のターゲットとして、むしろビジネスチャンスとなったのである。