

特別寄稿

## サブプライム問題 についての一考察

---

本澤 実

7月後半から世界の株式市場が動揺し、それに引きずられる形で日本の株式市場も大きく下落している。そして、米国のサブプライム問題が原因だとか、証券化商品や金融機関の資金繰りが問題だなどといわれている。しかしマスコミのコメントも、グローバル化のためにリスクの所在についてはよくわからないとする論調や、問題について断片的な分析のものが多いようだ。

金融のグローバル化によって、世界の市場は変わってしまったのだろうか？金融バブルの発生についても、本当に理由がわからなくなっているのだろうか？

今回のサブプライム問題について、いったい何が問題なのかがわかりにくいという声をよく聞く。とくに株式投資を専門としている人たちからの質問が多いので、簡単に解説をしたいと思う。

## 1. 投資の基本 —Fixed Income と Equity—

サブプライムの話の前に、投資についての基本的な話から始めよう。投資には大きく分けて、債券や貸付債権などの債務者の負債関連(Debt)の商品に対する投資と、株式などの資本関連(Stock)の商品に対する投資の2つがある。金融の世界では、前者をFixed Income、後者をEquityと呼んでいる。欧米では、Fixed Incomeの市場はEquityよりも大きく、機関投資家から個人まで幅広い投資家によってさまざまな商品が売買されている。一方で日本では、昔から証券会社が「株屋」と呼ばれているように株式仲介を中心とした業務展開をしていて、債券業務については欧米に比べて著しく遅れている。これは日本の債券関連の市場、とくに二次市場(セカンダリー・マーケット)が発達していないことと大きく関連している。そのため、日本の個人投資家にとっては、債券市場といわれてイメージするのは国債やせいぜい大企業の社債がいいところで、それ以外にどのような商品が存在しているかすら、知識を持っていない場合が多い。

日本の金融機関が不良債権処理に追われていたこの10数年の間に、世界の金融市場は大きく変わっている。1980年代までは、Fixed Income と Equity の市場はそれぞれのプレーヤーも異なっていたが、1990年代以降急速に進展した金融のグローバル化の中

で両者の関連性は深くなっている。21世紀に入ってからではヘッジファンドをはじめとするイベント・ドリブン<sup>(注)</sup>の投資家が増加して、その残高は1兆ドルを超えたといわれている。こうした投資家は、儲かる投資であれば株式、債券、商品など何にでも首を突っ込んでくる。現物投資だけではなく、先物やオプションなどのデリバティブも例外ではない。

これに輪をかけて大きく変化しているのが、証券化の市場である。10年くらい前は、クレジットカード、自動車ローンや銀行が普通に貸出をするような通常の住宅ローンなどが証券化される資産の中心であったが、現在ではリスクの高い買収関連貸出や銀行が貸さないようなサブプライム・ローンなども証券化されて市場で売買されるようになってきているのである。

(注) イベント・ドリブン

突発的な変化を含めた市場の変化(価格のみならず需給などの変化も)に細かく対応していこうとする投資の姿勢。あらかじめ想定しておいた変化だけを対象とするのではなく、変化を発見してそれに対応する戦略を機動的に取っていくイメージ。

今回のサブプライムの問題は、急激に拡大した証券化市場の一部が破綻し、それがきっかけとなって Fixed Income の世界で起

こっていたバブルが破裂したのである。そして、ヘッジファンドなどを経由して直接的には関係のない世界の株式市場にまで影響が波及しているのである。

## 2. サブプライムの貸し手はノンバンク

サブプライム問題は、結論からいうと前述したように「Fixed Income 市場のバブル崩壊」である。Fixed Income 市場は、発行体(債務者)の信用リスク(負債リスク)を取引していることから、「信用市場のバブル崩壊」ということもできる。今回の混乱のきっかけとなったサブプライム・ローンおよびその証券化商品について話を始めよう。

サブプライム・ローンとは、信用力の低い個人向けの住宅ローンである。伝統的に個人向け住宅ローンについては、商業銀行が自らリスクを負担して貸出を行ってきた。しかしサブプライム・ローンについては、その貸し手の多くが銀行ではなくノンバンクなのである。米国でもノンバンクは預金の受け入れができないために、主に大手金融機関(銀行や投資銀行など)から資金調達をして貸出を行ってきた。この図式は、1980年代後半の日本において、銀行が貸し出しできないようなリスクの高い借入人に対して住専をはじめとしたノンバンクが貸出を行っていたのと同じである。このときもノンバンクの資金調達先は銀行が中心であり、今

回の米国のケースは日本の住専と同じであるといえる。

## 3. サブプライム問題の本質は「証券化」と「レバレッジ」

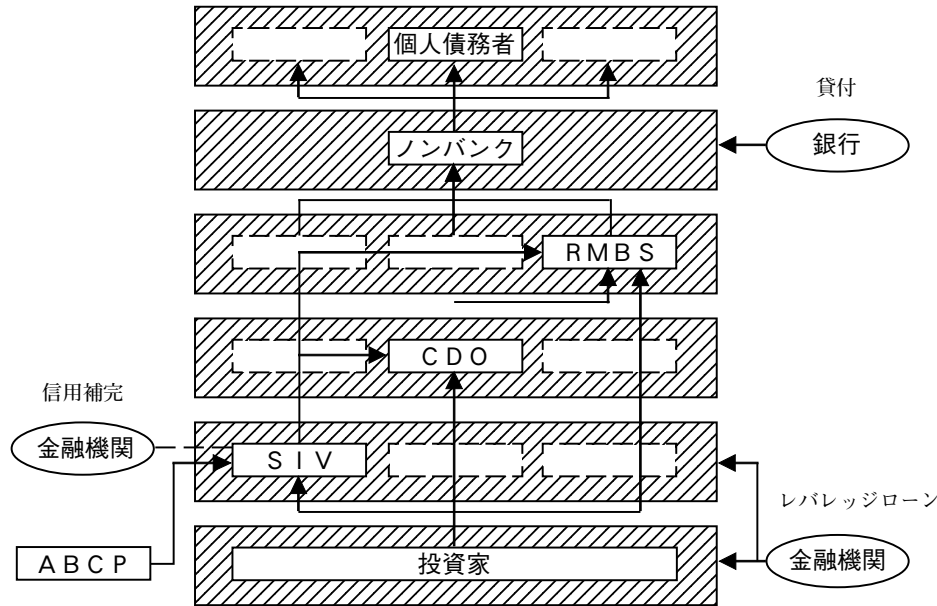
1980年代の日本においては、貸出債権のセカンダリー・マーケット(二次売買市場)が存在しなかったため、ノンバンクが借り入れできなくなった時点で信用拡大のゲームは終了した。当然、ノンバンクは破綻し、そのツケを銀行が負担することになった。損失額があまりにも大きすぎるため、銀行が負担しきれないとの不安から平成の金融危機となり、最終的に政府が銀行に公的資金を投入して問題の解決を図ったことは、われわれの記憶にも新しい。

以下のサブプライム問題の説明については、図1を参照しながら読んでいただきたい。

### 1) ローンのセカンダリー・マーケット売買

しかし、米国のサブプライム問題は、ここから先がさらに複雑なのである。サブプライム・ローンの貸出残高が伸びるにしたがって、ノンバンクは貸出したローンを担保に銀行から資金を借り入れたり(売り戻し条件付のレポ取引を含む)、セカンダリー・マーケットで売却したりして資金を調達し、それを新たな貸出に回して事業拡大を行っていたのである。

図1 サブプライム関連商品の相関図



以降は見出しのみ掲載します

- 3) C D O
- 4) S I VとA B C P
- 5) C Pの信用補完を行う銀行
- 6) 投資家
- 7) 金融機関(レバレッジド・ローンの貸し手)

#### 4. サブプライム問題は6重構造

#### 5. 証券化商品販売の舞台裏

#### 6. 信用バブル崩壊の過程

#### 7. 中央銀行の介入

#### 8. 信用バブルの原因は何か

#### 9. 今回のまとめ

#### 10. ガルブレイスの言葉を再び

#### 11. 投資家の心得

#### 2) R M B S

問題の拡大に輪をかけたのが、1980年代以降進歩してきた「証券化」の流れである。証券化を簡単に言えば、どんな資産でも一定のキャッシュフローを生む商品に仕上げることで市場取引ができるように変える仕組みである。今回のケースでいえば、ノンバ