

サブプライム問題の誤算

発表日：2007年8月13日（月）

～グローバルな過剰流動性問題のつまづき～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（外線：5221-5223）

サブプライム発の世界同時株安は、サブプライム問題に関する楽観的見解が裏切られたことが原因である。従来、サブプライム問題は、住宅ローンに占めるサブプライムローンのウエイトは小さく、金融機関の体力からすれば影響は軽微であるという評価が多かった。しかし、こうした見解は、投資ファンドを中心とした資産取引に高いレバレッジがかかり、信用収縮の発端になっている側面を正しく理解していなかった。そこで、本稿では誤算はどこにあったかを整理したい。

インパクトは小さいか？

サブプライム問題に関して、従来から楽観論が支配的であった。代表的なのは「サブプライムローンは住宅ローン全体の1割に過ぎない」という見方である。こうした見解は、米国の個人消費に対する影響の度合いを念頭に置いている場合が多かった。金融市場に対するインパクトがわからないので、ファンダメンタルズに及ぼす効果が軽微だから、マーケットに対する影響もまた大きくないという論法をメインに据えているとも言える。

これとは別に、金融機関の収益力からすれば、大した損害ではないという見方もある。しかし、バーナンキFRB議長は、7月19日の議会証言で「サブプライムクレジット商品に絡む損失額は500～1,000億ドル程度（6～12兆円）と推定される」と語っている。このインパクトは、決して小さくないし、米国当局の受け止め方は比較的重いと理解できる。

これまでサブプライム問題は小さいと認識してきた論調には、大きく集約すると3つの読み違いがあったと整理できる。まず、一つ目は、規模が小さいという誤算である。なぜ、過小評価を生んだかという金融市場への影響度を評価できなかったことがあると考えられる。サブプライムローンは証券化されて、ハイリスク・ハイリターン住宅ローン担保証券（MBS）が組成され、それを担保にしてリスクごとに再構成されてCDO（債務担保証券）が発行される。サブプライムローンの影響は、そのリスクが証券化商品によって金融市場に拡散されているので、そのインパクトがより大きくなっている。具体的には住宅ローン残高は約10兆ドルで、その中でサブプライム層は1割に相当する1.3兆ドル（2006年末）。そのうちサブプライムローンを含んだMBSの規模は0.8兆ドル。それが組み入れられたCLOは1.0兆ドルになる。米国で組成された証券化商品は、欧州など海外投資家によって保有されるケースも大きく、市場収縮はグローバルな規模で連鎖した。このように、証券化商品が幅広くファンドや投資家に保有されている状況を見ると、サブプライム問題の影響度合いが小さいという理解は間違っていたのだろう。

また、そうした証券化商品のリスクは、サブプライムローンのデフォルト率が上昇したことで高まった。米抵当銀行協会によると、サブプライムローンの延滞率（3か月以上）は2007年1～3月に13.8%（前年同期11.5%）まで上昇している（うち変動金利型ローンは15.8%）。サブプライムローンの中で人気商品だったものは、当初2年間は適用金利を低く固定しておいて、3年目から変動金利に切り替わるという商品性であった。借り手がローンを組んだときはFRBの利上げが進んでいない時期だったので、2006年6月以降のようにFFレートが5.25%まで引き上げられた環境では借り手が金利改定期に臨むと、大きな負担増を強いられる。それが最近の延滞率上昇の背景にも

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

なっている。この変動金利タイプのローンは、2007年8月から2008年12月までに金利改定されるものが8,200億ドルもあり、それが延滞率を上昇させるという見方がある。さらに、サブプライム以外に、サブプライムとプライムの間にある信用度のオルトAローン（オルタナティブAローン）や、プライムローンでも延滞率が上昇していることへの懸念もある。格付け機関は、サブプライムローンの信用度の低下に伴い、7月上旬にMBSの格下げを行い、8月にはオルトAを組み入れた債券についても格下げする意向を示したとされる。信用度を格下げされると、投資家は証券化商品の保有を減らす方向で見直すことになるが、売却価格は大きく下落するので、そこで損失が発生する。また、証券化商品は流動性が乏しいので、時価評価ができないという弊害もある。ファンドでは、出資者の解約の申し出が相次ぎ、流動性確保のために健全な証券まで売却する行動に発展する。このような市場全体への影響は、事後的にリスク許容度が低下してからしか正しく理解されない。

投機失敗が起こすバランスシート調整

二つ目は、債券保有者の負債側から逆のレバレッジ効果が働くことが、過小評価をしている人々には盲点になっていたことだ。高利回りのサブプライムローンに投資して収益を稼ごうという投資ファンドは、資金調達を増やして証券化商品を保有している。借入によってレバレッジが利いている分、投資ファンドは高い収益率を狙えるが、反対に債券や証券化商品に失敗すると、融資には焦げつきリスクが発生する。レバレッジをかけて投資手法は、資金の貸し手側の混乱につながった。これまで安心してファイナンスをしてきた側が一転して慎重姿勢に変わったことも、信用の急激な収縮を生じさせている。

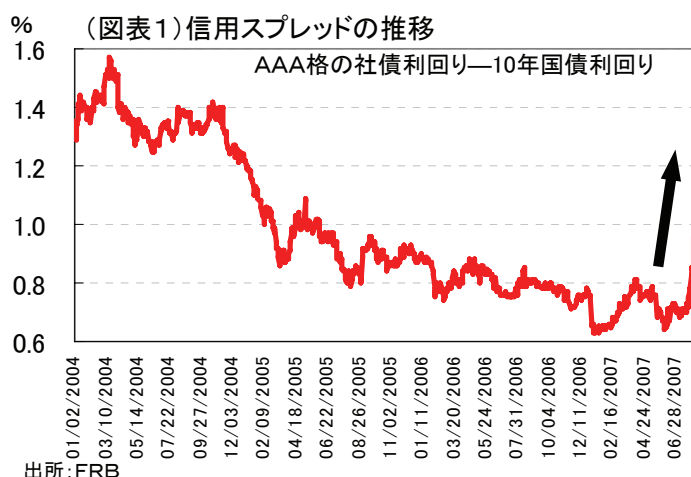
さらに、逆レバレッジを加速させたのは、クレジット・スプレッドの拡大である。少し詳しく経緯すると、これまでリスクプレミアムは縮小傾向にあったが、それがここにきて顕在化したかたちになっている（図表1）。金融市場では、2005年頃から信用リスクに対するスプレッドが急速に低下していた。これは、景気が拡大する一方で長期金利が上昇せず、利回り重視の投資資金が活発にリスクのある投資に向かったことが背景である。

クレジット・スプレッドが縮小してきた現象は、世界的な過剰流動性が根っこにある。オイルマネー

ーは原油高騰を契機にそのボリュームを拡大させてきた。世界中の年金がオルタナティブ運用へ傾斜したことも、投機筋には潤沢な資金が回っていく原因になった。2003～2005年はヘッジファンドの規模が年間1.2～1.3倍に膨張した時期でもある。その資金がクレジットの市場に流入し、債券の価格を吊り上げ、利回りは低下した。

ファンドの企業買収にスポットを当てて「ファンド資本主義」などと呼ぶ人もいるが、筆者は過剰流動性時代が過去とは異なる姿で再現されたものだと理解している。前述のレバレッジをかけた投機的取引の隆盛は、金あまり時代に運用利回りを稼ぐ手法でもあった。それがマーケットのプライシングでは、ごく最近まではクレジット・スプレッドを縮小させ、リスクに対する投資家の慎重さを後退させてきた。

それがここにきて資金の出し手がクレジットリスクに敏感になったために、投資ファンドの資金調達コストを打撃している。サブプライム問題とは直接的に関係のない、企業買収を手がけるプライベートエクイティ・ファンドも、レバレッジローンの調達コストの上昇で活動しにくくなっている。信用収縮に反応したリスクプレミアムの拡大が、金利メカニズムを介して、他の分野のハイイールド投資に波及していることを理解する必要があるだろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ファンドが持つブラックボックス性

三つ目は、サブプライム問題のダメージがブラックボックスになっていることである。サブプライムローンを含むCDOの保有者には、ヘッジファンドなど情報開示が広く行われていない主体もある。レバレッジをかけてハイイールド債に投資する手法に失敗しても、その損失がすぐに表面化しない。経営悪化の状況の把握ができずに、大規模な資金流出によってファンドが実質破綻に陥ってから事態が明らかになる懸念がある。それが、市場の不透明感につながり、疑心暗鬼を呼んで過大な信用収縮や行き過ぎたリスクプレミアムを発生させる。

ヘッジファンドの監視については、2007年2月のエッセンのG7で欧州各国から強い問題提起が行われて、声明文の一項として書き込まれた経緯がある。しかし、このとき、米国の規制反対の論調もあって、他のG7各国は具体的な対応に踏み込めずにいたことも事実である。潜在的な金融市場のシステミック・リスクに対する認識の温度差が、国際的な対応を遅らせてしまった感は拭えない。

現在でも、欧米金融機関の傘下にあるファンドの損失発覚でマーケットが揺れているが、もっとほかに監視の行き届かないファンドの損失が隠れているかもしれない。

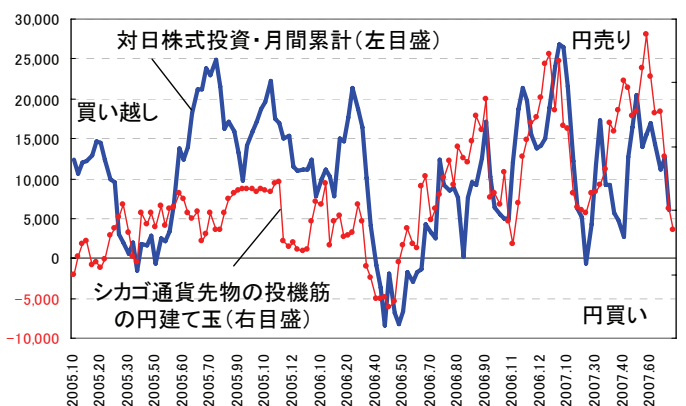
日本への影響

日本の金融機関は、サブプライムローンを含んだ証券化商品を比較的保有しておらず、その損失も少ないと考えられる。日本経済は、引き続き健康体であると理解して差し支えない。ただし、日本経済が健康体であっても、サブプライム問題の間接的な影響は決して小さくないと楽観すべきではないと考えられる。

なぜならば、日本への影響は、信用収縮に伴うレバレッジの逆回転が、円高圧力を生じさせる作用があるからだ。世界中で資金調達コストの最も低い円資金は、キャリートレードに使われている。こうした資金の流れは、2005年以降、株価上昇と円安の並存という関係をつくっている（図表2）。シカゴ通貨先物市場では、投機筋の円売りの建て玉が縮小し、2月末～3月の世界同時株安以来の規模にまで落ち込んでいる。ここには円資金の調達活発化＝円安圧力が、キャリートレードの巻き戻しで縮小したことを物語っている。キャリートレード巻き戻しの裏側では、証券化商品などの資産取引を増やしてきた投資ファンドが投資解消を一気に進めると同時に、円資金でファンディングが一気に解消される動きがあったのだろう。

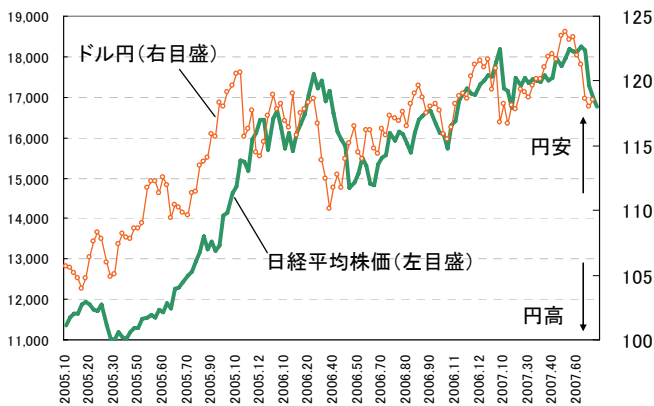
同じようなことは、日本の株式投資にも表れている。シカゴ通貨先物市場の動きと、日本における海外投資家の対日株式投資の増減が奇妙に一致している姿は、両者のデータを重ねてみると実によくわかる（図表3）。通常、「円高になるから、それに反応して株安が起こる」と説明されるが、実はその背後にはキャリートレードの収縮があるのだろう。

億円 (図表2) 対日株式投資と円売りポジションの同調



出所: 財務省、CFTC(全米先物取引委員会)

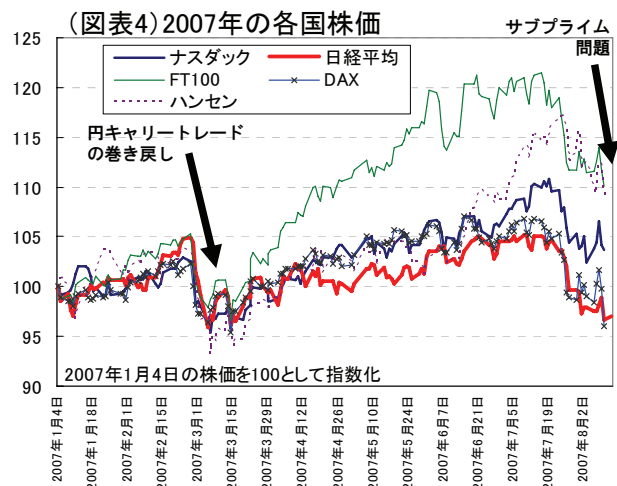
円 (図表3) 株価上昇と為替円安



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日本の株式市場は、海外投資家によって株価が支えられている側面が強い。サブプライム問題が海外投資家に多大なるダメージを与えると、海外投資家に依存する日本市場は間接的に大きな影響が及ぶと考えるべきかもしれない。日本の株価にはそうした影響が警戒される。

これまでの日米欧の株価の推移をみると、日本株は下げ局面では連動し、上昇局面では出遅れ感が目立っていた(図表4)。日本株は、基本的に海外株価と連動しつつも、割を食ってきたことがわかる。今後、欧米株価はサブプライム問題の悪影響を徐々にこなしながら、徐々に上昇基調に復帰していきだろうが、その中で日本株の上昇力が比較的弱いまま推移する可能性はある。



局面は過剰流動性からファンダメンタルズへの転換へ

現在、不幸中の幸いと言えるのは、世界経済のファンダメンタルズが上向きにあることだ。達観してみると、ファンダメンタルズが改善すると、中長期的には株価も上昇していくと言える。そうなったとき、これまで過剰流動性に依存して上昇してきた部分が剥落し、表面化した損失は拡大方向にある企業業績によって吸収されていくだろう。当面は、そうした過程の生みの苦しみが続きそうだ。

ここ数年間、世界経済の特徴として、企業収益が拡大して行く中で、従来とは違って賃金上昇圧力という脅威を受けにくいという異例のことが起こっていた。それが低インフレ環境をつくり、欧米の中央銀行が過去の局面に比べて強烈な金融引き締めをしなくても済んでいるというメリットを生んだ。柔軟に考えると、今の欧米中央銀行はその気になれば、金融緩和方向に動きやすいというチャンスがあると言える。長年苦しんできたインフレと成長のトレードオフは、かつてほどシビアに成り立っていないということだ。

また、信用リスクに対するバッファも今は厚い。かつて、日本が苦しんだ金融システム不安のときは、そのタイミングが不況と重なり、企業の期待収益率が低下していた。筆者は、当時、企業のバランスシートが数%の資産収益率を安定的に確保できていれば、不良債権の損失の消化もあれほどに苦しまなかったはずだと考える。その点、現在の欧米企業は、当時の日本企業とは比べものにならないほど、大きなプラスの資産収益率を確保できている。筆者はそうした実体的な側面から過度の悲観をすべきはないということも併せて感じる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。