

## サブプライム問題は終わっていない

発表日：2007年8月22日（水）

～欧米中央銀行はABC Pの調達難に神経を尖らす～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生（外線：5221-5223）

ECBは大量資金供給に踏み切り、FRBは公定歩合の引き下げを追加した。その背後には、RMBS（住宅ローン担保証券）やCDO（債務担保証券）のリスク問題から、金融機関のABC Pによる資金調達難へと問題が広がってきたことがある。今後のサブプライム問題については、金融市場の追加的ショックが回避され、実体面でも米国の住宅ローン債務者の体質改善が進むことが願われる。

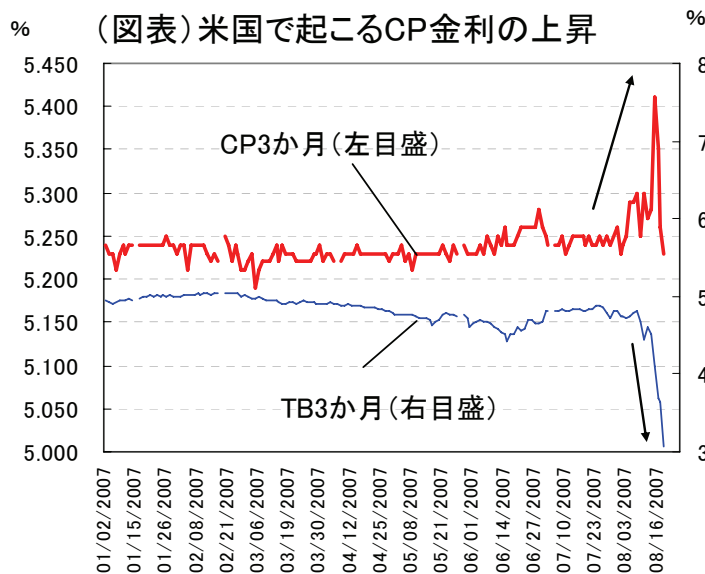
### 米欧中央銀行の大量資金供給の背景

8月9日にECBが948億ユーロ（15.4兆円）の大量資金供給を行ってから、米欧金融市場では緊張した状況が続いているようだ。8月17日にはFRBが臨時のFOMCを開き、公定歩合を引き下げた。これを境に、各国株価は反発し、底割れ懸念は回避できたようにも見える。

しかし、まだ楽観に戻るのには早い。サブプライム問題は、金融取引に幅広く疑心暗鬼の心理を植え付け、信用収縮を生みやすい状況が解消されていないからだ。ECBのトリシェ総裁にしても、セントルイス連銀のプール総裁にしても、以前は自己責任を強調する姿勢であった。それが、大量資金供給を開始してからはFRBもECBも掌を返したように緊急モードに変わった。その理由は、問題が住宅ローン会社やヘッジファンドの経営危機から、銀行の信用不安へと広がったからだ。当初、サブプライム問題は、当該ローンの延滞率上昇だったが、それがRMBS（住宅ローン担保証券）やCDO（債務担保証券）の格下げ、価格下落に発展し、さらに金融機関がABC P（資産担保証CP）で調達しようとしたときの困難へと波及した。問題が連鎖反応を起こしたことが、中央銀行を危機モードに変えたのである。

問題の経緯を辿ると、8月9日にドイツ連銀がIKB（ドイツ産業銀行）の救済協議をしていたことが一つの契機になった。IKB自身はバランスシートの中にサブプライム関連資産を保有していなかったが、傘下の投資ファンドがサブプライムに絡んだABS（資産担保証証券）を保有していた。そのファンドは、ABC Pによる資金調達ができなくなってIKBに資金支援を求めたが、IKBはまかないきれず、最終的にKfW（ドイツ金融公庫）による資金支援によって一大事を収めた。同日には、フランスのBNPパリバのファンド問題が持ち上がって、ECBも遂に大量資金供給に動いた。ユーロ・オーバーナイト金利は誘導目標の4.0%を超え、4.7%近辺に上昇したので、ECBは4.0%以上の金利跳ね上げを抑えるスタンスで臨んだ。

ABC Pの資金調達難は、米国市場でも起き



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。

た。8月13日にカナダの投資銀行が償還を迎えたABC Pの借換えができず、償還期限延期をすることを発表した。償還延期オプションは一度も発動されたことのないオプションだったので、市場参加者の驚きは強烈であった。米国ではCP市場が2.2兆ドル（250兆円、うち半分1.1兆ドルがABC P）もあり、それが機能不全に陥ったことは重大なインパクトを与えた。このショックに反応して市場では、CP金利は跳ね上がり、質への逃避でTB金利が急低下している（図表）。CP市場の混乱は、銀行だけでなく、ノンバンクや事業法人の資金繰りにも甚大な影響を与えるので、FRBとECBはともに絶対に資金ショートを起こさせないことが目先の責務となったのである。

こうした中、8月17日にFRBは、金利上昇に対応するために、プライマリー・クレジットに適用される公定歩合を引き下げた。公定歩合の引き下げは、単なるアナウンスメント効果だけでなく、リスクプレミアムの抑止の意義がある。FRB自身、2003年以降公定歩合での窓口貸出は廃止するとしてきたが、日本のロンバート貸出と同じように、市場金利の跳ね上がりにキャップをはめる使い方ができる。今回、公定歩合は6.25%から5.75%に引き下げられたので、FFレートの誘導目標5.25%からのスプレッドは50bpまで縮まったことになる。これは、50bpのリスクプレミアムを発生させないように抑え込む意図を持っている。しかも、貸出期間は原則1日を30日へと延長したので、ターム物の金利上昇抑制をも射程に入れて、プレミアム潰しができるようになった。さらに、プライマリー・クレジットの適格担保には、サブプライムローンを証券化したABSを担保に発行されたABC Pなども含まれることを、FRBは再確認している。こうしたFRBの資金供給の工夫は、FRBが日本の金融危機に学んだのではなかろうかと勘ぐってしまうほど思い切ったものである。

## 尾を引く問題の図式

米欧の中央銀行は、金融市場に大量資金供給を行って、資金ショートを防止することに目を光らせている。金融市場の側では、サブプライム関連資産が含まれているというだけで、資産担保証券の売買が敬遠される雰囲気があり、その部分の信頼回復は容易ではないだろう。今後も、サブプライム関連でファンデ破綻や金融機関の資金調達の不具合が出れば、疑心暗鬼が高まる可能性は否定できない。

もっと視野を広げると、金融機関の資金調達だけではなく、サブプライムローンを含んだRMB Sを証券化したCDOの信用リスク問題もまだ損失が隠れているかもしれないというリスクもある。証券化商品を購入した時点では、シニア・メザニンという信用グレードが決められ、しかるべき格付けも決められているが、事後的に、米国の住宅ローン市場の状況悪化に伴って損失確率の分布が変化すると、証券化商品の信用度は低下する。個々の金融機関がどこまでリスク管理ができていたかが問われる問題である。

また、CDOなどの時価がどんどん下がっていることも心配である。金融市場では、リスクの取り手がいなくなると、それを売却しようとしたときに価格下落に歯止めが利かなくなる。そのほか、これまで健全とみられてきたABC Pなどの担保資産に関して信頼度が失われるような事態や、証券化商品の格付けがいきなり大きく下がるといったショックが起こることも懸念される。

実体面からみると、米国の住宅ローンには、プライムローンとサブプライムローンの間に、オルトA（オルタナティブAローン）やジャンボといったニア・プライム層の債権がある。サブプライムローンだけでなく、それらの信用度がしっかりしているかどうかの問題も重要である。さらに、住宅ローンの中には、変動金利適用型の金利リセットのタイミングが2009年まで多くあったり、元本支払いを延期するIOローン（利息だけを当初支払うタイプ）の元本返済が始まってくることの不確実性もある。

## 問題が消化されていくために

打開のベストシナリオは、マクロ経済のコンディションが改善し、家計所得増加によって住宅ローンの負担がう

---

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。

まく吸収されることである。米国の個人消費は、低所得層よりも中間層以上の階層に支えられている部分が多いので、サブプライムの破綻がいくらか増えて、消費全体が腰折れするとは限らない。GDPの7割を占める個人消費が堅調であれば、家計所得の増加にフィードバックされて、潜在的負担増は消化されていく。ただ、このベストシナリオは時間がかかり過ぎる難点がある。もはや待てば海路の日和ありとはいかないだろう。

セカンドベストは、FRBが金利引き下げを実施して、しばらくは家計を含めた債務負担の軽減が進むことを見守ることであろう。米国のファンダメンタルズは腰が強いので、この状況で金利を引き下げれば効果は大きいはずである。一方、現状での利下げ（ないし利下げの長期継続）はモラルハザードを容認するという見方もある。こちらは過剰流動性に対して、金融取引を利下げによって活発化させることへの警戒の声とも言える。

そのほかに、もっとダイレクトに、金融機関のバランスシートから、サブプライム関連資産を除去するような政策措置を欧米の金融当局が検討する手法もある。かつてのS&L危機や日本の経験からすれば、公的機関に不良債権を集めて、個別金融機関のバランスシートから不安を取り除くことが償却のスピードを早めた。

バーナンキ議長は、「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）という推定もある」と述べたが、今後、金融当局がサブプライム関連の損失額がこれ以上ないという強いメッセージを発し、しかるべき説得材料が明らかになって、そのことが金融市場に信じられれば、疑心暗鬼は後退する。今後、欧米の政策当局がどのように動くかも注目点である。