

テーマ：崩落する信用バブル（上）

発表日：2008年2月20日（水）

～世界的超低金利政策を背景に、03年頃からバブルが膨張した～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清（03-5221-4521）

はじめに

サブプライムローン問題がグローバルマーケットを揺るがし始めてから約1年が経とうとしている。この間、経済環境は大きく変わり、金融政策を中心に経済政策もそれまでとは様相を一変させている。しかしなお、市場混乱に歯止めがつかないと言え難い状況で、様々な問題が新たにクローズアップされている。

サブプライムローン問題と言われる一連の混乱の元凶について、筆者は2000年代前半の世界的な超低金利政策と、それに伴い生じた“信用バブル”にあると見る。サブプライムローン問題とは、こうした信用バブルの崩壊が現象面となって現れたものと考えられる。

サブプライムローン問題から信用不安へ

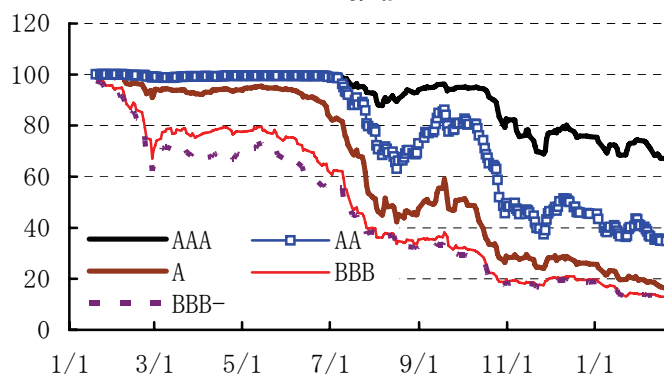
07年2月27日、NY株式市場を襲った前日比▲416.02ドル（NYダウ、▲3.3%）の株価急落は、同日の上海株安（前日比▲8.8%、上海A株）が引き金とはなったが、背景には米住宅ローンの貸し倒れ問題があった。所謂サブプライムローン問題が、市場混乱となって表面化したスタートとも言える日である。

当初、「大したことはない」と考えられていたこの問題が、より深い問題となって市場を震撼させたのは昨夏以降である。欧米を中心とした大手金融機関が相次いで巨額の損失を計上、一時落ち着いていた市場は再び動揺、混乱に拍車がかかった。この段階で問題となったのが、貸し倒れが急増していたサブプライムローンを含んだ証券化商品である。これらの価値が毀損したために、こうした商品を保有する金融機関が含み損を抱え、これを処理せざるを得なくなったのである。

当時、市場で話題となったのは、『米国の住宅問題が欧州や日本など世界各地に飛び火』という点であったが、これは問題の正鵠を射ていない。価値が毀損している問題債券は専らサブプライムローンに関するものが中心であるにもかかわらず、それがどの証券化商品にどの程度含有しているかが不明確なために、これら証券化商品市場の機能が停止してしまったことが重要である。すなわち、住宅ローンを担保とした住宅ローン担保証券（RMBS）、商業用不動産を含めた不動産担保証券（MBS）、複数の資産担保証券をまとめた債務担保証券（CDO）など、所謂資産担保証券（ABS）市場において、買い手が極端に減少してしまったために、これらの保有者が損失処理のために売却しようとしても、なかなか売却できずに、更なる価格下落を生んで一層の損失拡大に繋がる状況に陥った。

07年後半のマーケットは、同時に発生した銀行に対する信用不安に苛まれたが、欧米中央銀行による大規模な流動性供給により、インターバンク市場における緊張は徐々に和らぎ、07年内には問題は沈静化した。しかし、その一方で別の問題がクローズアップされた。それがモノライン不安である。モノライン不安とは、金融保証業務を専門に扱う保険会社（モノライン）が、サブプライムローンを含む証券化商品を保証対象にしていたことや、保有する証券化商品の価格下落によってバランスシートが急速に悪化したために、これが保証する他の債券の債務保証能力までが危ぶまれていることである。直接的には、モノラインが保証している債券はモ

A B Xの推移<07-1>



ノラインと同等の格付けを得られていたが、モノライン自体が格下げ、ないしは格下げされるリスクが高まったことにより、保証している債券の格付けも引き下げられる、ないしは格下げリスクが高まるという問題が発生する。これにより、該当する債券の保有リスクが高まり、機関投資家などが売却せざるを得なくなるケースなども考えられ、社債や地方債の需給環境が大幅に悪化、価格が下落することによって金融機関の新たな損失拡大に繋がる恐れがある。一方、債券の発行主体も、高格付けが得られなくなることにより起債コスト、すなわち資金調達コストが嵩むことになる。これは、企業や地方政府の設備投資や雇用意欲の減衰など、実体経済に直接大きな影響を及ぼす可能性を秘めている。

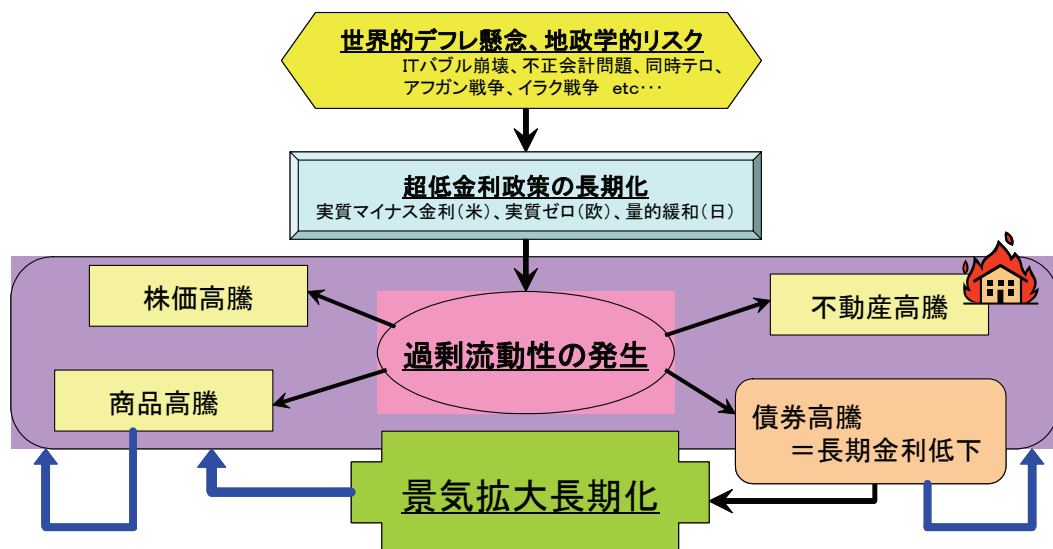
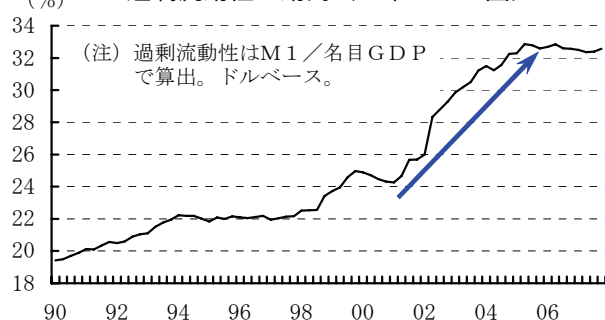
以上のように、サブプライムローン問題をきっかけとしたここ1年ほどの金融市場の動きからは、これが単なる米国の住宅バブル問題にとどまらず、より深刻な問題を内包していることを物語っている。すなわち、証券化商品市場の事実上の機能停止や、モノライン格下げに絡む問題は、市場を支える【信用】の瓦解リスクが高まっていることを示唆している。サブプライムローンは、かつて返済遅延などの経歴があるなど、相対的に貸し倒れリスクが高いと考えられる人たち向けの住宅ローンであり、急速な所得の向上や担保となる住宅価格の恒常的な値上がりなしにはやがて返済が困難となるものである。すなわち、潜在的な貸し倒れリスクは相当程度高いはずである。そのようなローンを含んだ証券化商品が投資対象となり得たのは、そういったリスクが小さいプライムローンなどと混ぜることによって格付け（＝信用）を嵩上げさせたからに他ならない。また、モノラインについても、モノラインという会社の保証を得ることによって格付けが嵩上げされるからこそ、そのような形態が機能したのである。要するに、昨年来グローバルマーケットを揺るがしているのは、このような嵩上げされた信用（＝信用バブル）が崩壊の危機に瀕しているためである。

2000年代前半に積み上がった過剰流動性の後始末

以上のように、所謂サブプライムローン問題で露見したのは、単なる米国の住宅バブルではなく、嵩上げされた信用バブルが崩落しかかっているというより深刻な問題だ。

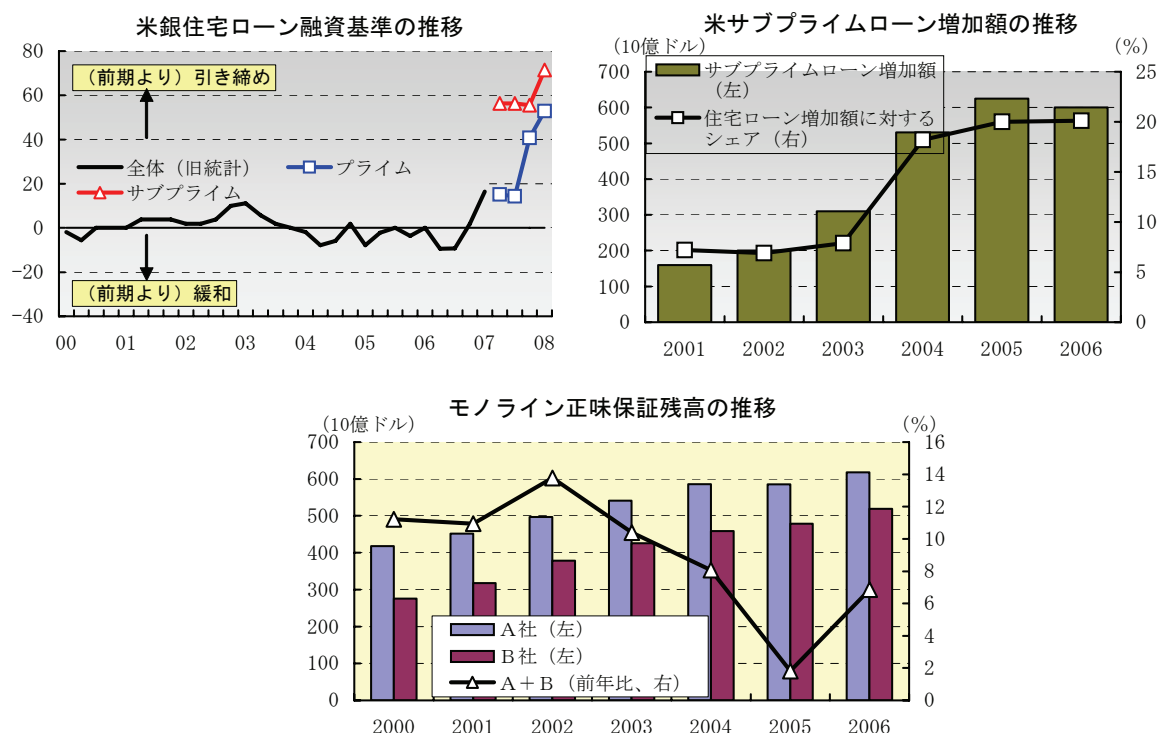
こうした信用バブルは、2000年代前半の世界的な超低金利政策によってもたらされたと考えられる。中国など新興国による安価な輸出品の急増、90年代後半以降の日本のデフレ、2000年のITバブル崩壊とその後に続く世界的な景気後退、および米企業の不正会計問題、さらには01年の同時テロとその後のアフガン、およびイラク戦争など、00年代初頭の世界経済は極めて不安定な状況にあった。こうしたなかで、FRBは実質マイナス金利政策、ECBは実質ゼロ金利政策、日銀は量的緩和政策という劇的な緩和政策によって、景気の浮揚、デフレ脱却（ないしは回避）を目論んだ。なかでも、地政学的リスクは03年のイラク戦争終結まで、世界経済の大きなリスク要因となったため、こうした超緩和政策は01年から

過剰流動性の動向（日米ユーロ圏）



05年までの長期に渡って続いた¹。

この間に積み上がったのが過剰流動性である。これを背景に、（過去の例に漏れず）マーケットは過剰流動性相場の様相を呈し、株高、債券高に加え、不動産、原油などの国際商品市況までもが高騰した。なかでも、BRICsの台頭による中長期的な資源需給逼迫期待を背景とした国際商品市況の高騰は、豊かになった資源国が手持ちのドルを米国債を中心とした米国資産に振り向けた結果、米金利の低位安定と更なる株価高騰、不動産高騰へと繋がった。こうした低金利とリスク性資産の高騰とが同時に発生したことにより、より有利な（＝高利回りな）確定利付き資産への投資家の需要が強まった。その結果、金利の低下は新興国など相対的にリスクが大きいとされる国の債券や社債などに及んだほか、金融商品開発技術の発展から高格付けが可能となった所謂証券化商品にも投資家の需要の手が伸びたと考えられる。実際、サブプライムローンなどの貸し手側の住宅ローン融資基準は03年から06年にかけて緩和傾向を辿っており、この間特にサブプライムローン融資が米住宅ローンを牽引してきたことがわかる。一方で、モノラインの保証残高もハイペースでの拡大が続き、FRBが利上げに転じた後の05年には一旦増勢が鈍ったものの、06年には再び急増するなど、好環境が続いていたことが窺われる。



このように、特に03～06年にかけて、足元で大きな問題となっている素地が出来上がったと考えられる。要するに、超低金利政策の長期化による過剰流動性の発生と、新興国台頭に伴う資源価格の高騰、そして投資家の運用需要の高まりが相俟った結果生じたのが信用バブルであり、06年から明確となった世界同時利上げによって、その崩落が始まったということになる。

¹ FRBは04年6月以降利上げに転じたが、CPI上昇率が高めだったこともあり、FF金利が実質マイナスの状態を明確に抜け出したのは05年11月にずれ込んだ。