

# 米国サブプライムローン問題を考える

## — 進行するリスクのリプライシング(再評価) —

米国のサブプライムローン(信用力の劣る個人向け住宅ローン)問題に端を発した夏場以降の世界的な金融・資本市場の混乱は各国当局の大規模な流動性供給、米国の金融緩和策等を受けてやや落ち着きを取り戻しつつある。しかし、サブプライムローン問題の根は深く、市場の調整圧力は当面払拭されないものと考えられる。

### 世界的な「過剰」流動性

先進国経済を景気・金利サイクルから見ると、景気拡大の成熟局面にあると考えられ、米国では2007年半ばには金融引き締め最終段階に、欧州、日本では更なる金融引き締めのタイミングを模索するステージにあった。振り返れば、IT(情報技術)バブルの崩壊、米国の同時多発テロと景気後退、日本のデフレと不良債権問題、ドイツを中心とする欧州経済の低迷等、山積する諸問題を背景に2000年代前半は世界的に超低金利政策が長期間にわたり採られた。この超低金利政策はその後の世界経済の持続的な拡大の礎になる一方、世界的な金余り、いわゆる過剰流動性をもたらすことにもなった。「過剰」か否かの測定・判断は前提の置き方によって大きく異なり、また、経済・金融の構造が変化している可能性もあることから一概には言えないが、世界のマネーサプライや銀行貸出から測定される流動性は近年では過去のトレンドを大きく上回って推移している(図表1)。

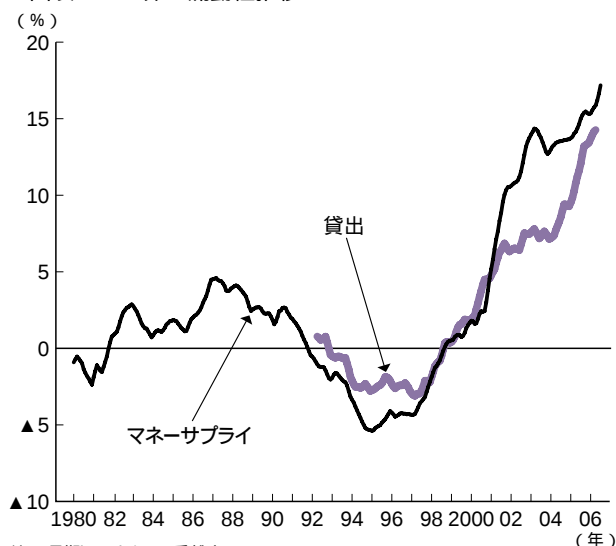
### リスクのリプライシング(再評価)の始まり

今回のサブプライムローン問題はこのような世界的な金融緩和が修正されつつある局面で起きたものであり、金融・資本市場の随所で見られた市場の歪みが、リス

クのリプライシング(再評価)という形で始まったものと捉えることができる。

第一に、問題の発端となったサブプライムローンの関連市場について見てみたい。米国では日本と異なり住宅ローンの大宗が証券化され、貸し手(オリジネーター)の手を離れて、投資家に販売される。伝統的に連邦政府の支援を受けた住宅金融機関(連邦住宅抵当金庫：通称ファニーメー、連邦住宅貸付抵当公社：通称フレディマック)が信用力の高いプライム層向けのローンを証券化するものがその大宗であったが、近年ではサブ

● 図表1 世界の流動性推移



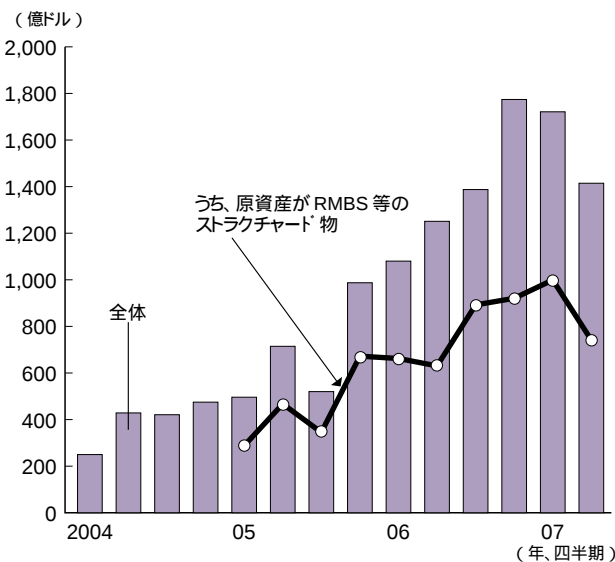
(注) 長期トレンドからの乖離率。

(資料) OECD, World Bank

ライム層向けの民間ローンの証券化が急増した。また商品としても、シンプルなローン債権の証券化に加えて、様々なローン債権や債券を組み合わせ、2次加工、3次加工してできた債務担保証券(CDO)の組成が増えるようになった。世界のCDO発行額は2006年には約5,500億ドルに上り、前年からほぼ倍増している(図表2)。

こうした証券化市場の急拡大の背景には、世界的な低金利の下で、少しでも高い利回りを求めるヘッジファンドや機関投資家といった投資家サイドの事情もある。

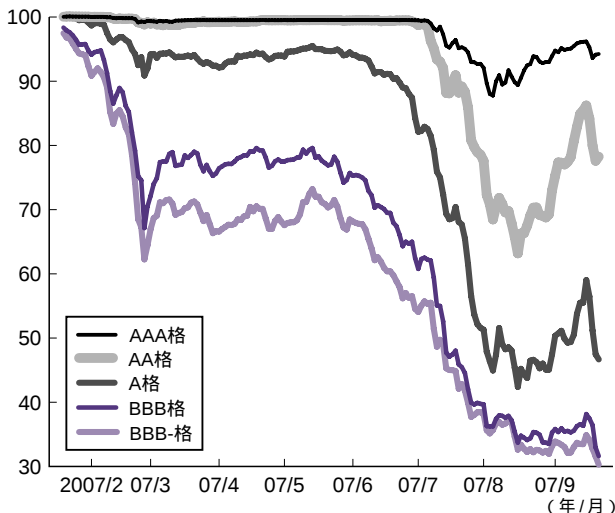
●図表2 世界のCDO発行額推移



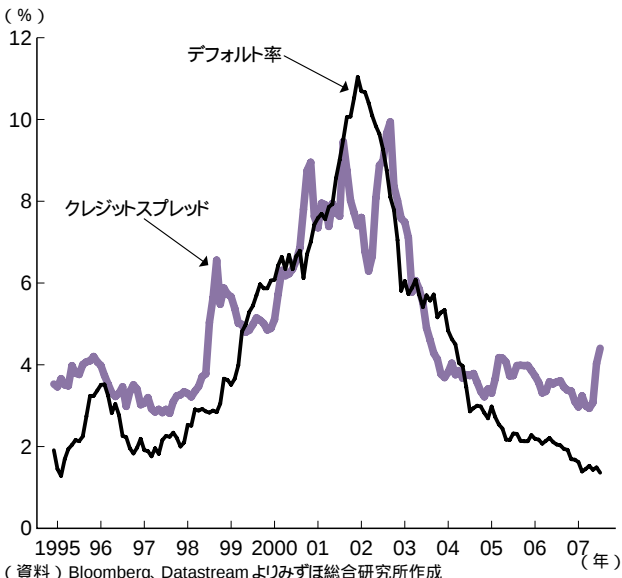
サブプライムローンには住宅価格の半ば永続的な上昇を見込んで無理なローンを組んだ「借入人の問題」に加えて、資金供給サイドの要因がローンのオリジネーションを牽引した「投資家の問題」の側面もあると考えられる。また、そうしたローンや商品を生設計・販売した貸し手や証券会社、格付を付与し、また、商品設計にも間接的にかかわった格付機関等の「業者の問題」もある。とりわけサブプライムローン関連の証券化商品の格下げが春先から夏場にかけて加速したことに対し、これまでの格付けの妥当性を問う声が高まっている。サブプライムローンを原資産とする証券化商品関連の指数(ABX指数)の推移を見ると夏場以降、AAA格、AA格といった上位格付でも下落幅が拡大している(図表3)。実際、こうした上位格付の証券も格下げの対象となることがあり、また、今後の原債権の延滞率次第では格下げの動きが更に広がる可能性も否定はできない。

第二に、市場の調整がサブプライムローン関連市場にとどまらず、他の市場にも波及していることが注目される。例えば、米国の商業用不動産の証券化市場でも延滞率が上昇する兆しが見られ、国債利回りに対する上乗せ金利幅であるクレジットスプレッドが8月以降拡大に転じている。また、信用力が相対的に劣る企業の社債であるハイイールド債市場でも、これまで低格付けの

●図表3 サブプライムローン証券化商品指数の推移



●図表4 米ハイイールド債クレジットスプレッド推移



企業による発行が急増したにもかかわらず、市場の流動性が潤沢な中でクレジットスプレッドが歴史的な低水準にまで縮小していたのが、夏場以降は急速な拡大に転じた。ハイイールド債のデフォルト率は現状では1%台半ばの低水準にあるものの、今後は上昇に向かう公算が大きく、市場もクレジットサイクルが今後転換することを織り込み始めているものと考えられる(図表4)。

近年拡大が著しい世界のM&A市場でも、市場拡大の一つの牽引役となってきたファンド等によるLBO(レバレッジ・バイアウト:買収対象先の資産やキャッシュフローを担保とするなど負債を積極活用した買収)が転換点を迎えている。世界のLBO市場は2006年に金額、件数ともに過去最高を更新したが、被買収企業のキャッシュフローに比して割高な条件での案件が増加しており、調整の予兆が見え始めていた(図表5)。

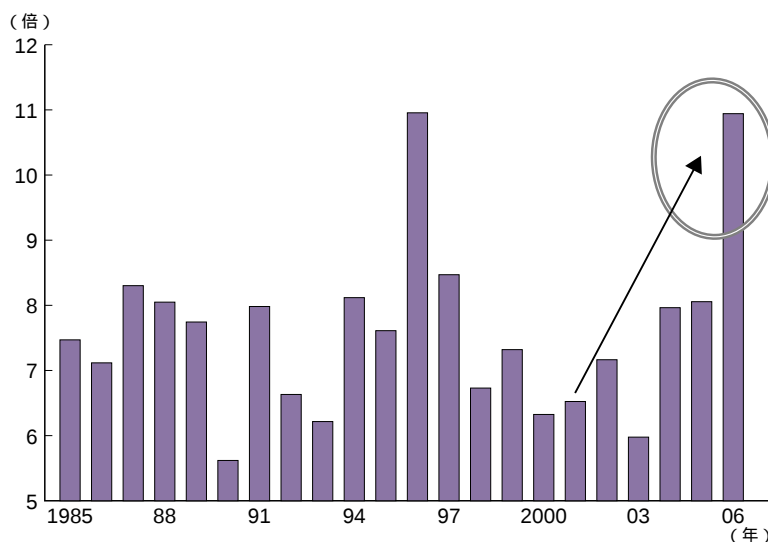
欧米では金融機関はLBO関連融資に対して慎重となりつつあり、ファンドがこれまでのように積極的にレバレッジを効かせて大型買収を繰り返しているのは困難となりつつある。

第三に、「過剰」流動性の中で覆い隠されていたリスク管理面での甘さが一部で露呈した。一部欧州系金融機関では関連する運用ピークルでの運用失敗から事実上破綻するケースやALM(資産・負債の総合管理)の失敗から資金繰りに窮するケースも散見されている。金余りの中では所与のものとしていた流動性に対する十分な配慮が求められることに加え、信用リスク、市場リスクに対しても一段の警戒が求められつつある。米銀の融資態度の変化を見ると、2007年7月には個人向けの住宅ローン貸出では1990年代初頭の貯蓄貸付組合(S&L)危機時に匹敵する

水準にまで厳格化しており、また、企業向け貸出でも2003年末来3年半ぶりに引き締め超に転換している(図表6)。リスク管理の強化は米銀にとどまらず、程度の差こそあれ、世界の金融機関、投資家にも及んでいると見られる。

このように金融市場で進行しつつあるリプライシングの流れは簡単には止まらないと考えられる。もちろん、米国を中心に金融政策を始め各種対応策が採られ、また、欧州や日本でも国際的な金融事情にも配慮した政策運営がなされていることから、直線的、連続的な市況

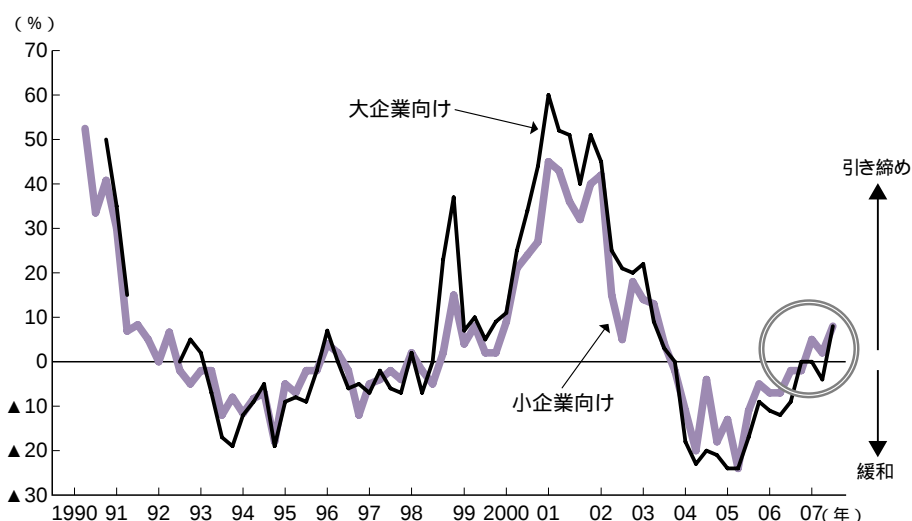
●図表5 LBO案件の割高度合いの推移



(注) 被買収企業の企業価値(EV)のキャッシュフロー(EBITDA)に対する倍率。

(資料) Thomson Financialよりみずほ総合研究所作成

●図表6 米銀の融資態度変化(企業向け貸出)



(注) 前回調査以降、融資基準を厳しくした銀行数から緩くした銀行数を差し引いた数字が全体に占める比率。

(資料) FRBよりみずほ総合研究所作成

の悪化は想定しづらい。市場はかなりの悪材料を一度は織り込んでいるため、短期的には反発する局面も十分予想される。しかし、米国の住宅部門の調整には相当の期間を要し、米景気が巡航速度を回復するのはかなり先と考えられる。このため、当面はサブプライムローン問題の呪縛から市場が解放される可能性は低いと言えよう。

### サブプライムローン問題からの教訓

国際通貨基金(IMF)は今回のサブプライムローン問題にかかわる損失を、ローン債権の回収不能額として合計で1,700億ドル(約20兆円)、証券化商品の時価評価に伴う評価損として2,000億ドル(約23兆円)と試算している。この金額自体はいずれも決して小さくない数字であるが、マクロ的には世界の金融機関の収益力や資本力(ちなみにみずほ総合研究所の集計では2006年の世界の上場銀行、証券会社の純利益の合計額は約6,500億ドル、自己資本合計額は4兆ドル強)に鑑みれば吸収可能な範囲内とも考えられる。しかし、問題は損失額が住宅価格の推移等の前提の置き方によって大きく左右され、また、証券化によってリスクが分散されているところにある。加えて、問題の所在がサブプライムローンにとどまらず、他の商品、市場にも飛び火していることが

ら、最終的な金融機関や投資家の損失額が更に拡大する可能性もある。

サブプライム問題に端を発する今回の世界的な金融・資本市場の混乱は、住宅やクレジット市場等における古典的なバブルと言える側面と証券化によってもたらされた現代的な危機と言える側面の両面がある。古典的なバブルの側面については、ある意味では調整は不可避であったとも言えるが、金融政策対応等によりいかに調整プロセス、コストを和らげるかがポイントとなる。

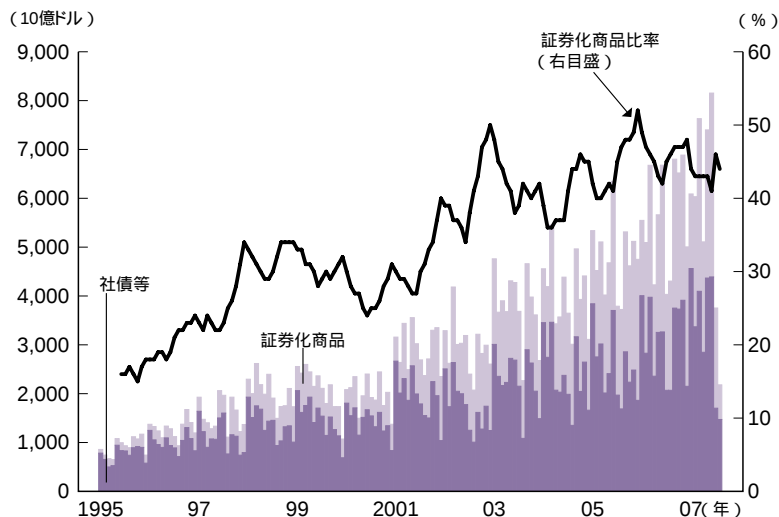
現代的な危機の側面については、証券化によって原債権のリスクが市場に分散され、また証券化商品の中には複雑な商品設計のものも多いことから、リスクの所在を見定めにくい点が指摘される。しかし、特定の地域、経済主体にリスクが集中し、当該部門が壊滅的な影響を受けるよりは、市場を通してリスクがシェアされることによって市場全体のリスク耐性を強めることの方が健全なものとも考えられる。

証券化は本来的には新たな投資、調達のプロントニアを提供するものだ。サブプライムローン及びその証券化は伝統的な住宅ローンでは満たされなかった個人層の住宅取得ニーズに対応したものであり、また、投資家に対しても新たな投資機会を提供するものでもあった。結果としては貸出・借入規律の問題、格付の問題、商品設計の問題等が複合的に絡み合い、大きな禍根を残す

こととなったが、証券化という金融手法・技術そのものを否定するものではない。

世界の債券市場を見てみると、証券化商品の発行は今や市場全体(除く国債)の半分弱を占めるに至っており、証券化市場は資金調達、運用手段として極めて重要な役割を担っている(図表7)。今回の問題を契機としていかに市場機能を拡充させ、何らかのショックに直面しても、金融の発展を停滞させないようにするかが今後の課題と言えよう。□

● 図表 7 世界の債券(除く国債)発行額推移



(注) 証券化商品比率は債券全体(除く国債)に占める証券化商品の比率(6カ月移動平均)。  
(資料) Thomson Financial よりみずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所 金融調査部

主席研究員 長谷川克之

katsuyuki.hasegawa@mizuho-ri.co.jp