

# サブプライムローン問題とグローバル金融市場

～ 過剰流動性とヘッジファンドの行動～

## < 要旨 >

今年 6 月の米大手証券系ヘッジファンドの破綻を契機とする金融市場の混乱は、米サブプライムローン市場への注目を高めた。問題の震源となった米国の住宅市場は、2004 年から 2006 年にかけて主にサブプライム層を中心に急拡大した。背景にはマイノリティー層の持家比率の上昇があったが、これを支えたのが金融機関の与信基準の緩和であった。資金の流れを支えた証券化ビジネスの進展は、CDO など商品特性が複雑なことから、キャッシュフローリスクが高く、金融市場の混乱の原因となった。また、ヘッジファンドによるレバレッジを高めた投資行動も金融市場の混乱を増幅させた。金融市場の混乱は短期金融市場でなお続いているものの、徐々に沈静化するとみられる。

サブプライム問題を金融の流れからみると、近年の金融市場における過剰流動性が証券化された金融商品を通じて、数少ない資金需要分野であった米住宅市場に大量に流入した構図があった。こうした動きを支えた市場の過剰流動性は、リスクプレミアムが低下する中、資金需給の緩みによってもたらされたとみられる。こうした傾向には変化がみられないことから、過剰流動性傾向は続くとみられる。

金融市場が落ち着きを示し始めていることで、実体経済への影響は、典型的な「一時的ショック」とみなすことができる。住宅投資の調整は長期化の様相を呈しているものの、雇用の増加が個人消費を下支えする構図が今後も続く見通しである。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 海外経済班

細尾 忠生 (E Mail : hosoo@murc.jp)

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

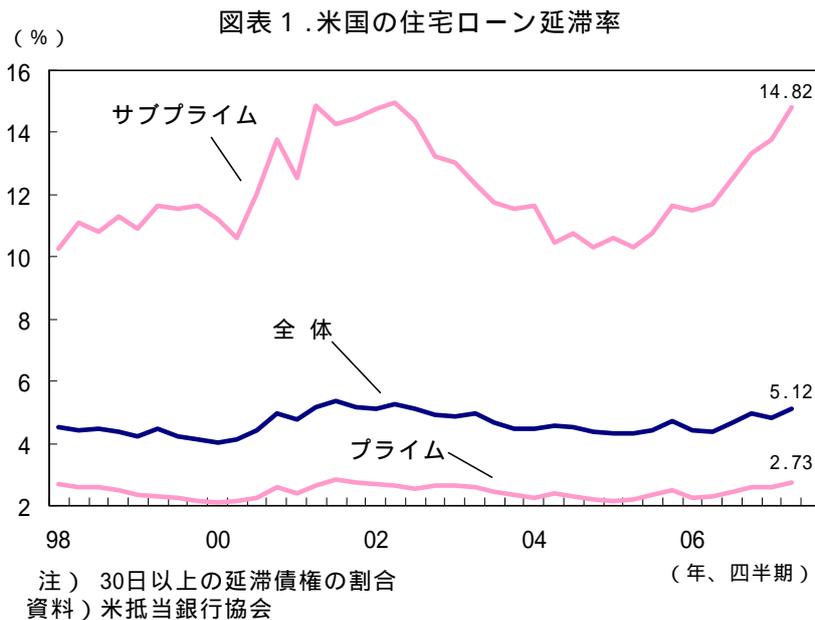
## 1. 米国のサブプライムローン問題

### (1) サブプライムとは何か

米国でサブプライムローンの延滞率が上昇し問題となっている(図表1)。サブプライムローンとは、信用力の低い借手を対象とする住宅ローンであるが、具体的にはどのような人々を対象としたものだろうか。

F R Bなど米国の金融監督当局が、サブプライムの目安を公表している。それによると、過去に延滞履歴や破産経験がある人、信用スコアの低い人、借入金の多い人が指摘されている(図表2)。

信用スコアとは、Fair Isaac Corporation社が開発したFICOスコアが利用される。返済履歴や借入状況などによって個人の信用力を300~850点に換算するものであり、同社のホームページで頭金やローンの返済期間を入力すれば、適用金利の目安を知ることができる。もっとも、あくまで目安にすぎず、実際にはFICOスコア660点を下回るプライム層もいれば、660点を上回るサブプライム層もいる。



図表2.サブプライムローンの債務者の判断の目安

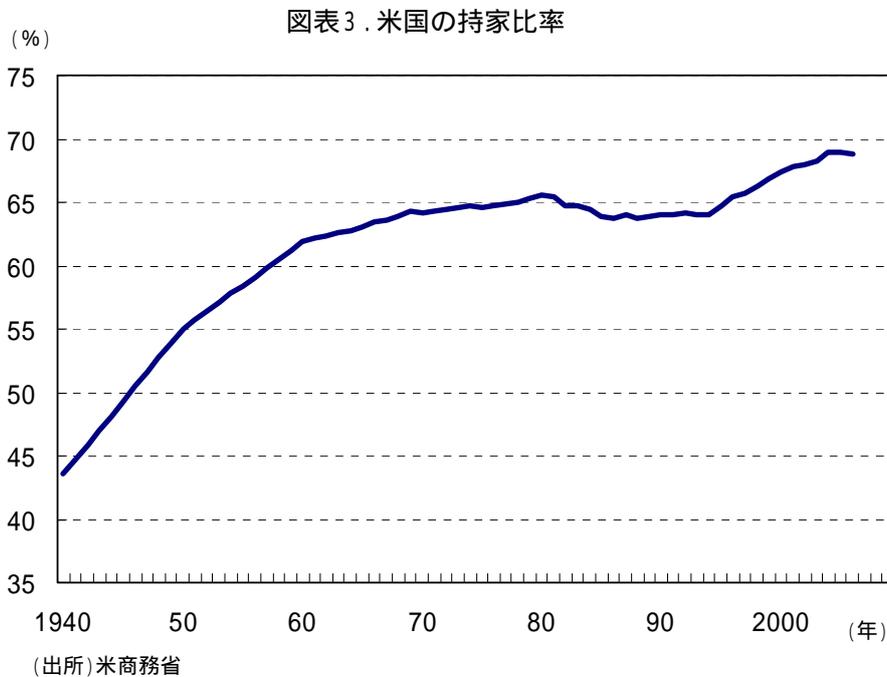
- ・過去12ヶ月の間に30日延滞が2件、過去24ヶ月の間に60日延滞が1件ある
- ・過去24ヶ月の間に抵当差押さえや担保回収、不良債権償却がある
- ・過去5年以内に破産したことがある
- ・FICOのスコアが660点以下かそれと同等の貸し倒れ確率が認められる
- ・債務返済負担が所得の50%以上

(出所)米FRB

## (2) 住宅市場の拡大をけん引したサブプライム層

サブプライム層が住宅市場の拡大に果たした役割をみるために、米国の持家比率の推移をみると、1970年頃まで所得の上昇を背景に右肩上がりで推移して以降は、65%前後で安定していたが、90年代後半から再び上昇に転じた(図表3)。

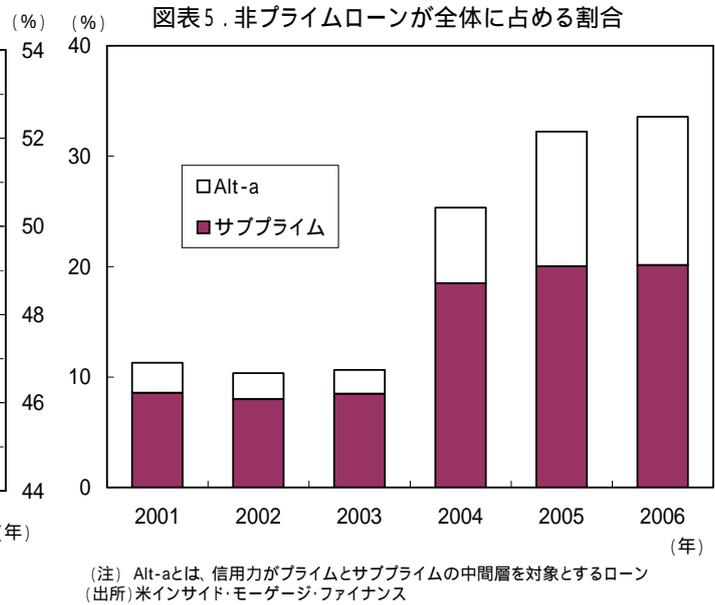
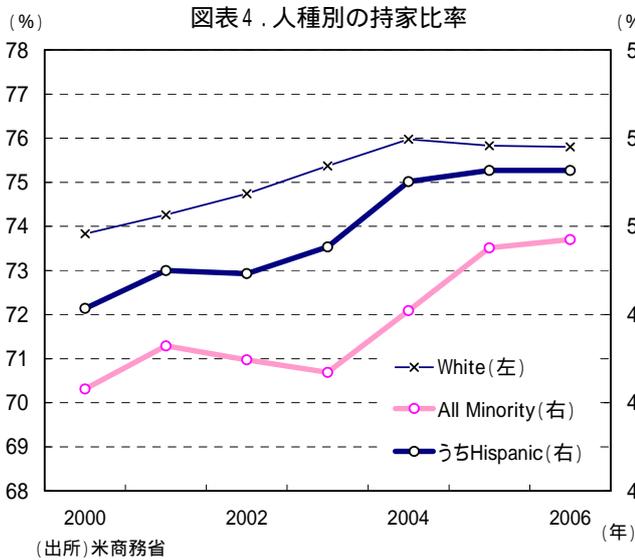
統計の定義によると、「持家」とは占有的に使用される住宅のうち所有権を有する住宅であり、「持家比率」は、「持家/占有住宅(=持家+貸家)×100」により算出される。世帯数を基準に集計されるため、投資目的や別荘などで複数保有する住宅は「季節的空室」に、使用されていない住宅は「通年空室」に分類され、いずれも「占有住宅」ではない。持家比率の分母である「占有住宅」は約1億戸であり、持家比率の1%上昇は、新規の住宅需要が100万戸程度存在したことを示す。今回の住宅市場の拡大局面で持家比率は5%程度上昇した。



持家比率の上昇を促したのは金融アクセスの改善であった。ベビーブーマー世代(1946~1964年生まれの人々)が住宅保有年齢に差し掛かったことに加え、移民の流入が増大し世帯数が増加したことが住宅の実需を生み出した。このうち、移民は所得水準が低く、金融取引における差別的待遇も残っていたが、差別的な取引慣行を排除する法律の制定や、金融面のリスク管理技術の進歩により金融手段へのアクセスが改善されたことが住宅需要を顕在化させた。

ところが、2004年以降、マイノリティー層の持家比率が全体を上回って顕著に上昇した(次頁図表4)。所得水準が低く債務負担能力が小さいマイノリティーの持家比率が、全体を上回って拡大したことは、金融アクセスの改善よりも、与信基準が緩和されていた

ことを示唆している。マイノリティは大半がサブプライム層であるため、この時期の住宅ローンの内訳は、サブプライムローンの比率が拡大していた（図表5）。



### (3) サブプライム層のもう一つの顔

「住宅ローン開示法」という法律により、FRBが毎年公表している住宅ローンに関する分析報告書によると、サブプライムとAlt-a（信用力がプライムとサブプライムの中間層）を含む非プライム層の平均年収は6.8万ドルである。これはプライム層の平均である7.9万ドルと比べると低いものの、家計調査年報（労働省）によるマイノリティ層の平均年収は2.9万ドルであり、それと比べると高く、サブプライムローンは低所得者向けという一般的なイメージと異なった姿を示している（図表6）。

図表6. 米住宅ローンの平均像

	プライムローン	非プライムローン
住宅ローン1件あたりの債務額	24.6	20.9
所得水準	7.9	6.8

(万ドル)

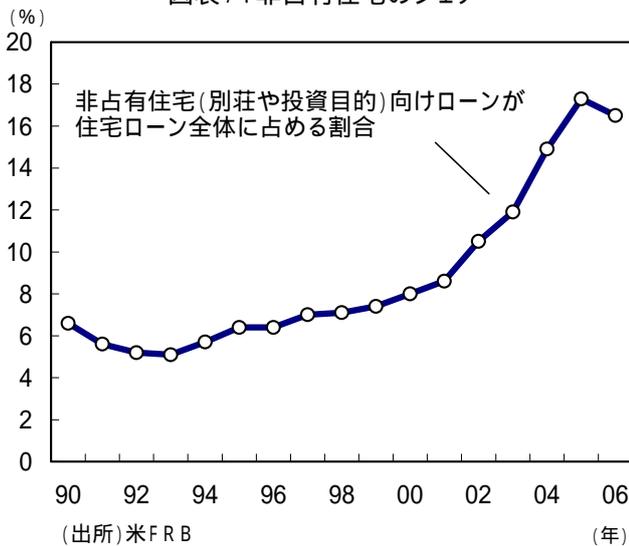
(注) プライムローン、非プライムローンともに中間値  
(出所)米FRB

このような相違が2つの統計に生じるのは、一つは統計ベースの違い、特にFRBの統計は、住宅（住宅ローン）を保有する相対的に裕福な階層を対象に平均を集計している

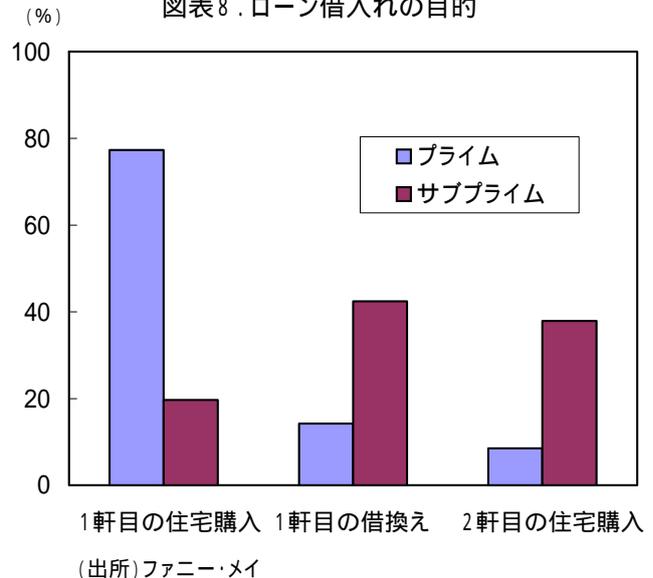
ためと考えられる。しかし、非プライム層の平均年収を押し上げている要因はそれだけではない。平均的な所得層の人々の間で、住宅の値上がり期待を背景に、投機目的による住宅投資が行なわれていたことが同時に指摘されている。こうした人々は、複数の住宅ローン債務を抱えていて借入金が大きいことや、投機目的用に頭金が少額で済むローンを利用するなどの事情によって非プライム層に分類される人々である。

F R Bの調査によると、複数の住宅を、主に投資目的で保有するために住宅ローンを組んだ人の割合が、今回の住宅ブーム期に上昇していた（図表7）。また、政府系住宅金融機関であるファニー・メイの調査によれば、住宅ローンを借入れる人々を対象に、借入れ目的を尋ねたところ、プライムローンの借入者については、1軒目の住宅購入のためにローンを借入れる人が8割近くであったのに対して、サブプライムローンを借入れた人の4割近くが、2件目の住宅購入のためにローン借入れを行っていたことが示されていた（図表8）。

図表7. 非占有住宅のシェア



図表8. ローン借入れの目的

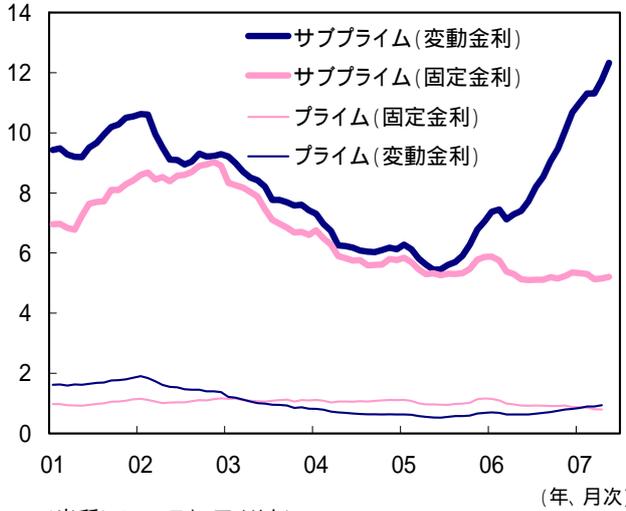


#### (4) サブプライム層が直面する問題

米国の住宅ローンの形態の違いに注目すると、特徴的なことは、A R M (Adjustable Rate Mortgage) と呼ばれる変動金利型住宅ローンの延滞率上昇が顕著なことである（次頁図表9）。A R Mは古くからある住宅ローン商品だが、1980年代以降はシェアが低下していた。そうした中近年広く普及したのが、「オプション型A R M」と呼ばれる、当初2年間の支払金利を低く設定する形態の住宅ローンである。また、当初数年間は金利支払いのみですませるI Oローン (Interest Only Loan) のシェアも高まり、中にはA R MとI Oローンを組み合わせて、当初数年間は金利支払だけですませ、その間の金利も低めに設定される形態の住宅ローンも利用されていた。

統計によれば、サブプライムローンの90%程度がARMタイプ、20%程度がIOタイプであり、両者の形態を合わせたタイプのものが普及していたことが分かる（図表10）。

図表9. ローンの形態別に見た延滞率



(出所)ファースト・アメリカン

図表10. サブプライムローンの商品構成

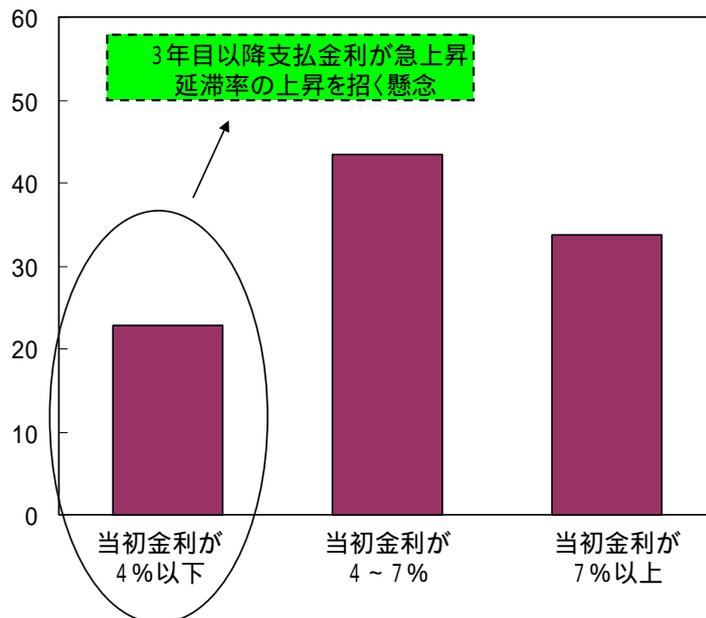
	ARM	I-O型ARM	頭金の低いローン
2001	73.8%	0.0%	28.5%
2002	80.0%	2.3%	38.6%
2003	80.1%	8.6%	42.8%
2004	89.4%	27.2%	45.2%
2005	93.3%	37.8%	50.7%
2006	91.3%	22.8%	50.8%

(注) I-O型ARMは、当初数年間は、利子部分のみを支払う形態のローン(=インタレスト・オンリー)  
(出所)フレディ・マック

オプション型のARMは、当初の金利が低く設定された時期が終了した時点で、金利が高めに変更されることから、「金利ペイメントショック」と呼ばれ、住宅ローンの延滞率を今後一段と押し上げることが懸念されている。

民間会社の調査によれば、当初の金利が4%以下の低い水準に設定されていたローンは、プライムローンを含む住宅ローン全体の20%程度とみられる（図表11）。こうしたローンでは、当初の金利と、見直し後の金利の水準が極端に乖離することとなり、ローンの延滞に結びつきやすくなる。

図表11. ARM型ローンの当初支払い金利

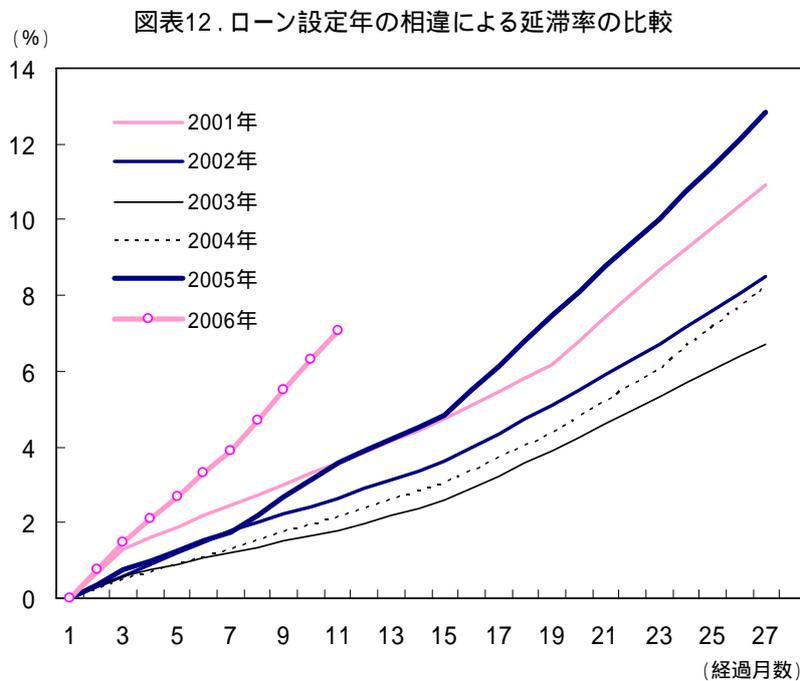


(出所)ファースト・アメリカン

サブプライムローンの債務者が直面するもう一つの重要な問題は、2005、06年にローンを借り入れた人の中で、通常よりも早い時期に延滞に至るケースが増加していることである。住宅ローンの延滞率は、通常、当初の金利を見直す24ヶ月を過ぎた頃にピークを迎えるが、2005、06年に設定されたローンは、それよりも早い時期にローンの元利支払いが延滞するケースが増えている（図表12）。

こうした問題の背景には、転売目的でローンを組み住宅を購入したものの、住宅価格の値上がりが期待できなくなり、転売すると売却損が見込まれるが、債務額が大きく、月々の金利支払いが困難となっているケースが増えているという事情がある。

上述した当初期間の支払負担が小さいタイプのローンは、もともとはこうした投機目的のために開発されたローン商品であったが、こうしたタイプのローンは、住宅価格の上昇が止まると、リセットしやすいということが明らかになりつつある。



(注) サブプライムローン借入れ後の、経過月ごとの延滞率の推移  
住宅ローンが実行された年ごとに比較している  
(出所) BIS

最後に、サブプライムローンの延滞率の上昇には、地域的な特性がみられる。それは、雇用の悪化している地域で、延滞率が上昇していることである。こうした特徴は、ウォール・ストリート・ジャーナルなどの現地のメディアによって、当初から指摘されていた。また、ハーバード大学が毎年公表している住宅市場についてのレポートによると、住宅ローンの延滞は、多くの場合 失業、 疾病、 離婚、 死亡によるとした上で、現在の延滞率の上昇は、雇用が悪化している地域で特徴的であると分析している。

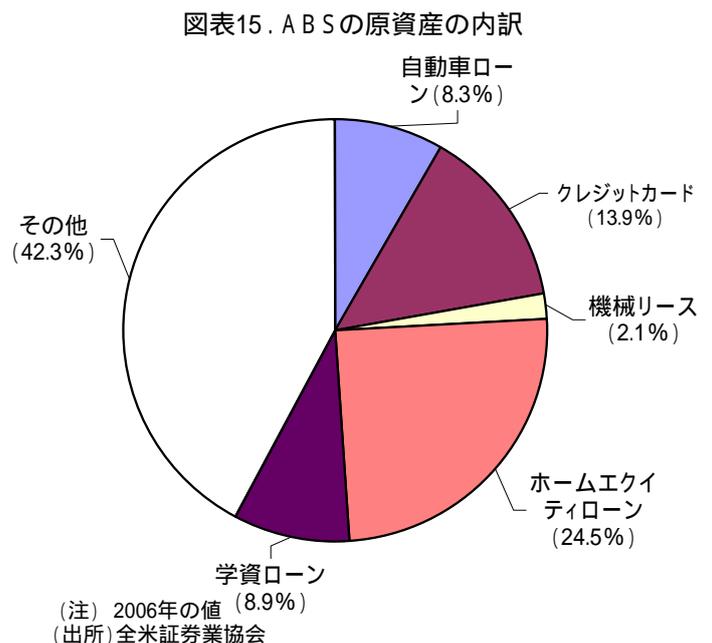
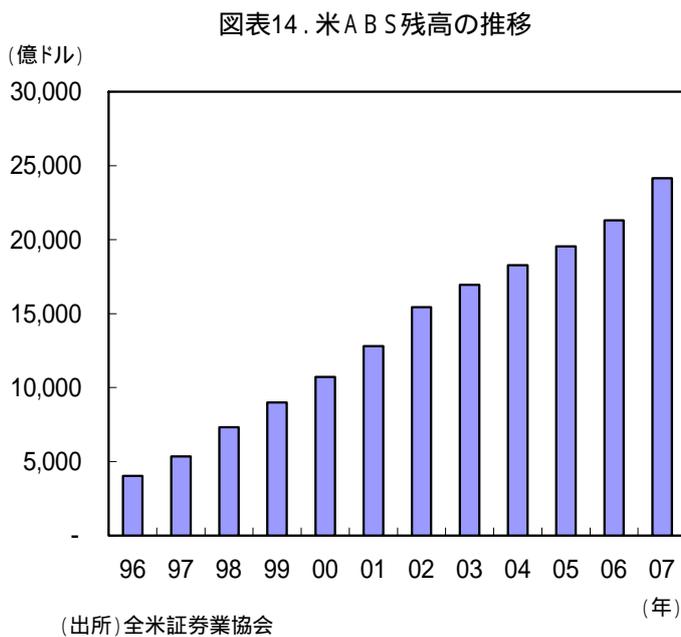
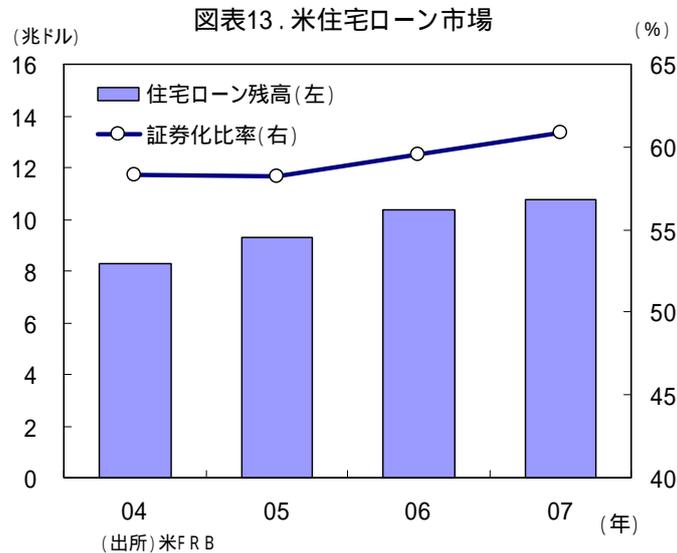
もっとも、雇用環境が安定していても、金利ペイメントショックにより、延滞率は今後もある程度上昇することは避けられないであろう。

## 2. 金融市場の混乱の背景

### (1) 証券化ビジネスの進展

#### 住宅ローンの証券化

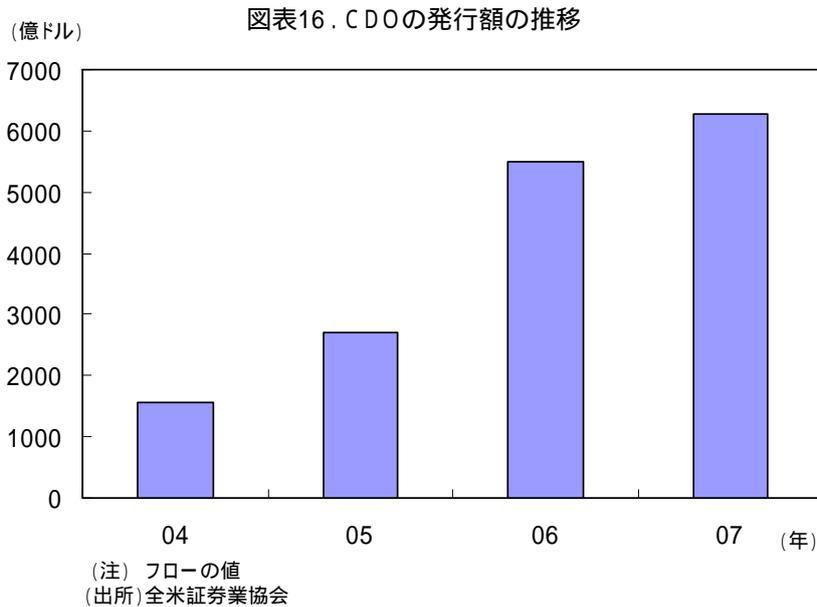
サブプライムローンの延滞率が上昇したことによって、サブプライムローンを担保として発行されていたRMB S（住宅ローン担保証券）の価格が低下した。米国の住宅ローン残高は約10兆ドルだが、このうち約60%のローン債権が証券化されている（図表13）。原資産を担保に証券化を行う証券化ビジネスが拡大しており、ABS（Asset Backed Security、資産担保証券）の発行額は年々増加している。ABSの原資産の内訳をみると、自動車ローンや学資ローンなどを証券化していることがわかる（図表14、15）。



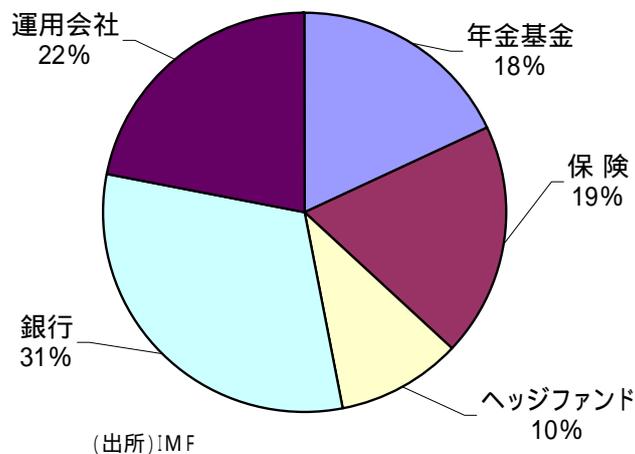
### CDO市場の拡大

次に、これらのABS（資産担保証券）を合成して、さらに証券を発行するということが行なわれていた。こうした証券は合成債務担保証券（CDO）と呼ばれ、発行額が近年急拡大している（図表16、17）。

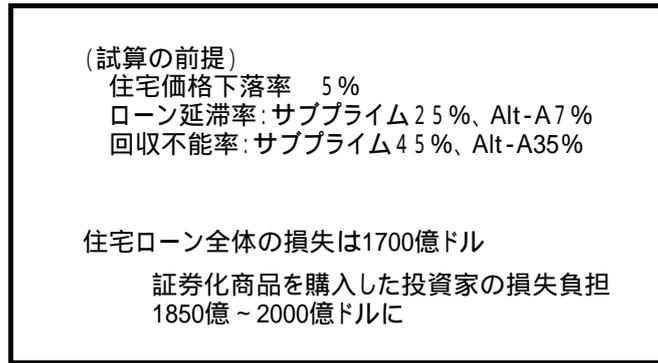
証券化ビジネスの拡大によって、サブプライムローンによる損失は、世界中の投資家に分散される結果となった。IMFの試算によると、米国の住宅市場の低迷とローン延滞率の上昇によって、住宅市場で発生する損失額は1700億ドルと見込まれるが、その大半がABSやCDOの投資家による損失になるとしている（次頁図表18）。



図表17. CDOの投資家別保有シェア



図表18. IMFによるABS/CDOの損失試算

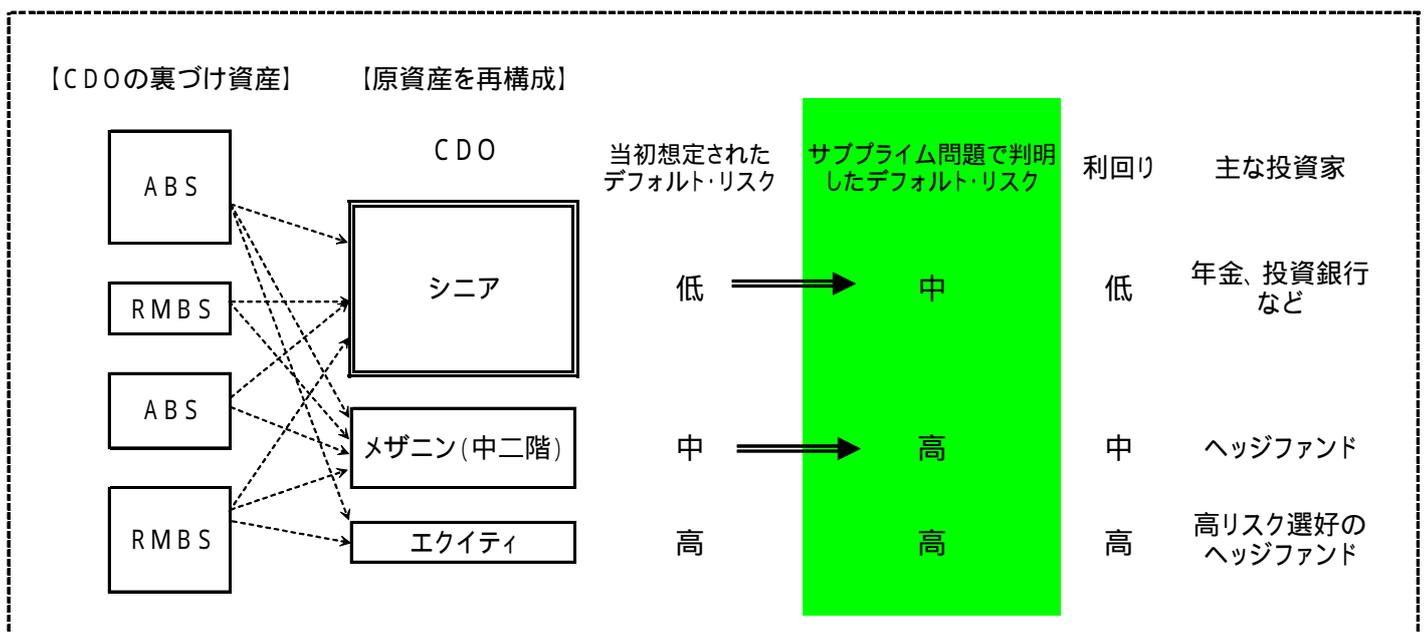


(出所)IMF

CDOを商品設計する段階では、複数のRMBSやABSをリスク評価し、リスクの度合いによって3つに切り分ける。最もリスクが高いエクイティ部分には、ヘッジファンドが出資していたとされる(ABSやCDOについて、「金融機関が発行し投資家が購入する」との記述が目立つが、厳密には、金融機関がABSやCDOの発行会社を設立し、投資家によるABSやCDOの購入は、発行会社への出資形態をとる。投資家が出資の対価として得るのがABSやCDOなどの受益証券である)。

一方、リスク回避型の投資家は、メザニン(中二階)やシニア部分に出資する。ところが、サブプライムローンの混乱の広がりによって、まず、ヘッジファンドが出資していたエクイティ部分がほとんど無価値となったことに加え、商品設計の段階でデフォルトリスクが小さいとされていたメザニンやシニア部分でも、急速にリスクが高まったことが、CDO市場の混乱を拡大させる要因となった(図表19)。

図表19. CDOの商品特性からみた損失の広がり



## 証券化ビジネスが促したLBO融資の拡大

近年、企業のLBO（Leveraged Buy Out：買収先企業の資産を担保とした企業買収）向け融資の拡大を背景に、M&Aブームが続いていた。LBOは多額の借入れをともなうため財務内容が悪化する。IMFやイングランド銀行の分析によると、LBO市場での借り手の債務負担の増大は、リスク評価の甘さと過剰流動性を背景としている点で、サブプライムローンの債務者と似た構図にあり、サブプライム市場で起きた混乱がLBO市場でも同様に起きうることが警戒されていた。

金融機関のLBO融資は、シンジケート・ローンの手法で多くの金融機関の協調融資として実行される。こうした融資債権は、金融機関がバランスシートから切り離すことを目的に、CLO（ローン担保証券）に証券化して投資家に売却されていた。借り手の債務負担が増大するためCLOの格付けは低いが、高い利回りが期待できることからヘッジファンドなどの投資家に人気があった。

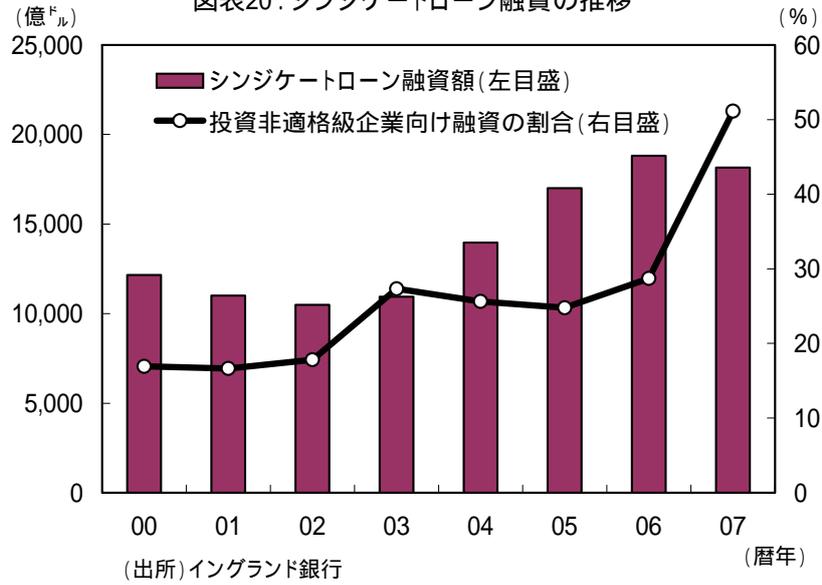
シンジケートローン全体に占める低格付け企業向け融資の割合は2003年から上昇し、2007年には全体の半分程度を占めるようになった。LBO融資の市場規模自体も倍増ペースで拡大している（次頁図表20、21）。

金融機関はCLOの組成・売却によって、融資債権をバランスシートから切り離しリスクを軽減できるだけでなく、巨額の販売手数料収入を得たほか、M&A案件を取りまとめる過程で多額のアドバイザリー・フィーを手にし、金融機関の収益を押し上げた。

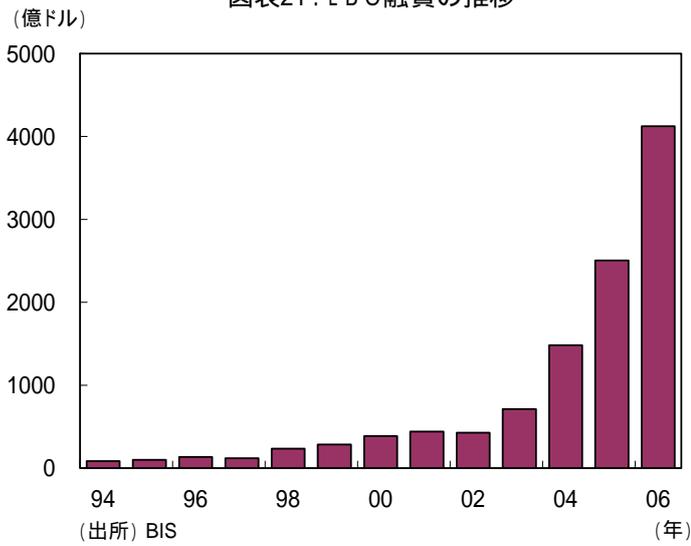
こうした一連の過程では、欧米の大手金融機関が買収ファンドと組み、中心的な役割を担っていた（次頁図表22）。このため、IMFなどは、信用リスクが表面化したさいの影響は、サブプライムローン問題以上に大きくなる可能性があるとして指摘していた。

実際、今夏の金融市場の混乱によりリスク回避の動きが強まると、投資家の間でCLOへの投資を見送る動きが広がった。金融機関はCLOの売却見込みがたたなくなりM&A向けの融資は停滞し、計画を発表済みであった主な大型M&A案件が頓挫する事例が相次いだ。このため、M&Aブームが終焉したとの悲観的な見方が広がることとなった。もっとも、サブプライムローンと比較した場合、LBO融資では、個々のM&A案件の金額や被買収先企業の借入れによる金融機関からの資金調達額、被買収企業の財務内容など、情報の透明性が確保されている点が大きな相違点である。金融機関では、融資をまとめた後に信用危機が起こり、売却できずに自己勘定で抱えるCLOが3,000億ドル程度とあるとされるが、9月の後半以降、いくつかのM&A案件のCLO販売が徐々に再開され始め、頓挫していたM&A案件で資金調達にめどがたつ事例が出てきている。

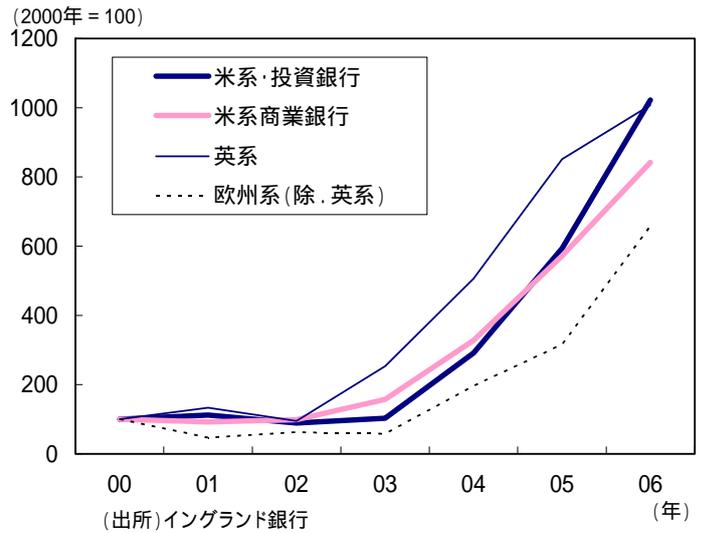
図表20. シンジケートローン融資の推移



図表21. LBO融資の推移



図表22. 金融機関の業態別に見たLBO向け融資



## (2)「ヘアー・カット」の広がり

### デフォルト・リスクとキャッシュフロー・リスク

格付け機関が、CDOや、CDOに組み込まれていたRMB S（特にサブプライムローン関連）を、大量一斉格下げしたことが金融市場の混乱を増幅させた。このため、欧米の金融当局や政府首脳、議会筋などから、格付け機関への批判が高まっている。

もっとも、9月26日に米下院金融サービス委員会の公聴会で証言したスタンダード&プアーズ（S&P）社長は、格付け機関による格付けは、あくまでデフォルト・リスクに関するものであり、キャッシュフロー・リスクは本来考慮に入れていないと述べている。キャッシュフロー・リスクとは、資産を市場で売却し現金化するさいの換金性に付随するリスクであり、不動産売却はキャッシュフロー・リスクが高い典型例といえる。

ABSやCDOは、リスクの異なる複数の債券を組み合わせることによって、投資家の多様なリスク選好ニーズに対応できる利点がある一方、カスタマイズされた商品設計により汎用性が低いことから換金性が乏しい。このため、証券化された金融商品は、市場規模が大きく取引の歴史が古いRMB Sを除き整備された流通市場が存在せず、キャッシュフロー・リスクの高い金融商品である。

キャッシュフロー・リスクの高さは、金融市場の危機を増幅させることとなった。投資家は保有するCDOを投げ売りするしかなく（Fire Sale）、取引量が少ない中でCDOに値がつくと、それが市場の実勢価格として一人歩きするケースが目立ったのである。

### キャッシュフロー・リスクが高いことによるヘアー・カット率の拡大

IMFやイングランド銀行の分析では、換金に迫られ投げ売りすることを「ヘアー・カット」と呼んでいる。個々の事情により平時でも様々な資産の処分売りが生じるケースがあるが、証券化された金融商品の換金性の低さは、ヘアー・カットのさいの割引率を拡大させ、処分売りによるインパクトを増幅させることになった（次頁図表23）。

IMFの分析で目を引くのが、CDOの高リスク部分であるエクイティのヘアー・カット率が100%となったことである（次頁図表23）。サブプライムローン問題の深刻さが明らかになるにつれて、リスクが高い部分については極端な値引きを行なっても、もはや誰も買い手がいなかったことを示している。

金融市場動揺のきっかけとなった米投資銀行大手ベアー・スターンズ傘下のヘッジファンド危機のケースでは、当該ファンドは高格付けCDOへ投資するファンドであったにもかかわらず、ファンドが保有する資産価値が全くなかったことが清算の結果判明した。ファンド閉鎖をきっかけにリスク意識が急激に高まったことや、そうしたタイミングで大量一斉格下げが行なわれたこと、また、融資を行なっていた金融機関からのマージン・コールによって資産の処分売りを急ぐ必要に迫られたことなど、様々な事情が重なった結果とはいえ、文字通りヘアー・カット率が100%となってしまった事例である。

図表23. 信用危機におけるヘアカット率の変化

	07/1-5月	07/7-8月
社債		
投資適格級	0～3%	3～7%
高利回り債	0～5%	10%以上
ABS/CDO		
AAA	2～4%	8～10%
AA	4～7%	20%
A	8～15%	30%
BBB	10～20%	50%
エクイティー	50%	100%

(出所)IMF

#### 格付け機関の責任の範囲

S & P社長は、格付け機関への批判に対し、今後、格付けにあたっては、キャッシュフロー・リスクをある程度考慮に入れる必要があると述べている。

格付け機関のノウハウは、債券が満期を迎えるまでの間に、債務不履行が発生するリスクについての評価であり、換金性をリスク評価の対象に加えた場合、提示された格付けがどのようなリスクを示すのかがあいまいになるおそれがある。

キャッシュフロー、デフォルトの各リスクの評価は、投資家の運用方針やリスク許容度、各資産の商品特性を前提に判断される問題であろう。キャピタル・ゲインを狙う短期的な投資家にとっては、キャッシュフロー・リスクが考慮される必要があるが、インカム・ゲインを狙う長期的な投資家にとっては、投資期間中のデフォルト・リスクが最も重要な投資基準となる。

格付け機関の責任が問われているのは当然であるが、投資家についても、新B I S規制で示されたリスク管理技術の向上が求められているといえよう。

### (3) 銀行融資によるレバレッジの拡大

#### ヘッジファンドの追い証の発生

証券化の進展、ヘアー・カットの拡大とともに、金融市場の混乱を増幅したもう一つの要因は、ヘッジファンドが金融機関からの借入金に過度に依存し、自己資本の10倍を超えるレバレッジを働かせていたことであった。ヘッジファンドの運用資産には金融機関による抵当権が設定されているため、資産価格の下落によって追加証拠金が発生し、その他の手持ち優良資産の売却を迫られることになる。キャッシュを確保するための処分売りによって売りが売りを呼ぶ構図となり、追加証拠金を差し入れるための連鎖的な資産処分が市場の混乱を増幅させる結果となった(次頁図表23)。

ヘッジファンド投資には、もう一つ市場の混乱を拡大させる経路があった。近年、年金基金やファンズ・オブ・ファンズなどが、代替投資の手段としてヘッジファンドへの出資比率を高めている。このような投資家は、出資にさいして損切りラインを予め設定しているケースが多い。こうした投資基準はヘッジファンドへの解約償還請求を増加させ、ヘッジファンドの自己資金が減少する。その結果レバレッジ比率が上昇し、再びマージンコールの売りの連鎖が働いたことが、IMFやイングランド銀行の分析で指摘されている(次頁図表23)

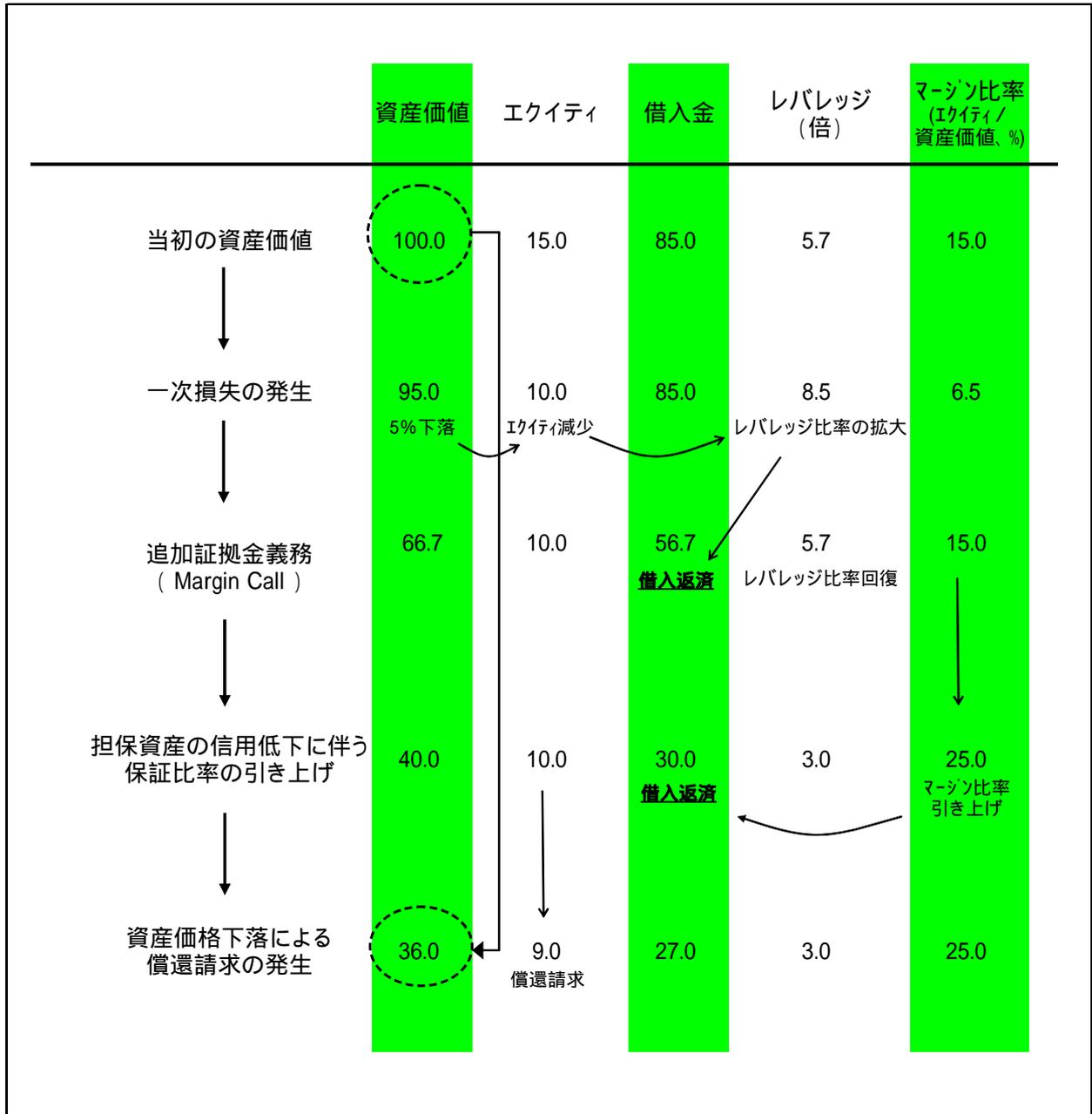
#### 金融機関によるヘッジファンド融資の背景

金融機関がヘッジファンド融資に傾斜した背景には二つの事情がある。第一にヘッジファンドは、欧米金融機関の主要な収益基盤となった証券化ビジネスの分野で重要なプレーヤーであった。ヘッジファンドは金融機関(が設立する資産担保証券発行会社)が組成した証券化商品に積極的に投資するため多額の販売手数料が得られたほか、日々のディーリングでは売買仲介手数料が見込まれ、融資資金からは受取利息を得る。ヘッジファンドの運用資金を拡大させることは、金融機関の投資銀行業務における収益を直接的に押し上げる効果を持っているのである。

もう一つの要因は、ニューヨークの金融機関・ヘッジファンドを監督するニューヨーク連銀が、金融機関を通じたヘッジファンド監視を強めていたことである。CCRM(Counterparty Credit Risk Management)と呼ばれるこうしたアプローチは、ヘッジファンドに自由な投資活動を保証する代わりに、関係する金融機関を通じてヘッジファンドの投資内容を把握するものである。このアプローチの下では、ヘッジファンド向け融資が拡大すると、ヘッジファンドの活動内容をより詳細に把握できるようになる。

同連銀のガイドナー総裁は2006年9月に行なった「金融システムの観点からみたヘッジファンドとデリバティブ」と題する講演の中で、ヘッジファンド向け融資について、(1)ヘッジファンドの運用資産に抵当権を設定する、(2)抵当権を設定した資産価格が下落するさいに速やかに追加証拠金を要求することの二点を強調していた。

図表23. ヘッジファンドの損失が拡大したメカニズム



(出所) IMF資料をもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

同じ講演の中では、「金融機関が追加証拠金を求めると、ヘッジファンドの流動性リスクが高まり（＝キャッシュを確保するための処分売りが進み）、資産価格の値動きが増幅される。このような事態が起きると、必要となる追加証拠金が膨らんで、金融機関への融資返済の動きが強まるであろう」と述べ、まるで今回の金融危機のメカニズムを予想していたかのような発言を行っている。

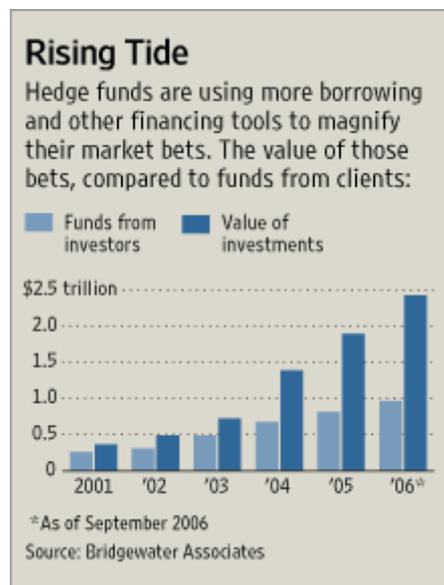
こうした発言の背景には、運用に失敗したヘッジファンドが市場で淘汰されることはやむを得ないが、金融システムへの波及をどのように回避するかという問題意識がある。こうした金融監督アプローチは、米国がヘッジファンドの自由な活動の保証と、金融システムの維持との両立を目指す中で進められてきたアプローチである。

2月のG7や、6月のハイリングダム・サミットでは、ヘッジファンド監督が議題にとりあげられ、規制強化を求める欧州と、規制に反対する米国とで意見の隔たりがみられた。米国の主張はヘッジファンドを野放図に放置することにあるのではなく、金融機関を通じたモニタリング（CCRM）を進めている自信のあらわれといえる。

金融監督当局が、銀行によるヘッジファンド融資の拡大をヘッジファンド監督に利用する動きをとってきたことは、融資拡大が、当局により半ば公けに認可されていたことに等しい効果をもっていたとみられる。

4月30日付けWall Street Journal紙はA1面記事で、ヘッジファンドが外部からの借入れ依存を拡大させている問題を取り上げている。それによると2004年頃を境にヘッジファンドの運用資産額が投資家からの出資金を大きく上回ったことが分かる。（図表24）

図表 24.ヘッジファンドの借入金の拡大



(出所)Wall Street Journal 4月30日1面“As Funds Leverage Up, Fears of Reckoning Rise”より抜粋

#### (4) 金融市場の現状

##### 信用リスク評価の見直し

株価が高値圏で推移し、米国債市場では質への逃避の動きが一服するなど、金融市場は全般的に落ち着きを取り戻しているが、今なお流動性不足が続く市場もある。金融市場の現状を二つの点からみることにする。

第一に、今夏の金融市場の動揺のさいに、信用リスクに対する評価の見直しが進んだと指摘された。具体的に信用スプレッド（社債利回り - 米国債利回り）の動きをみると、夏場に急上昇したが、9月後半以降スプレッドが縮小している（図表25）。

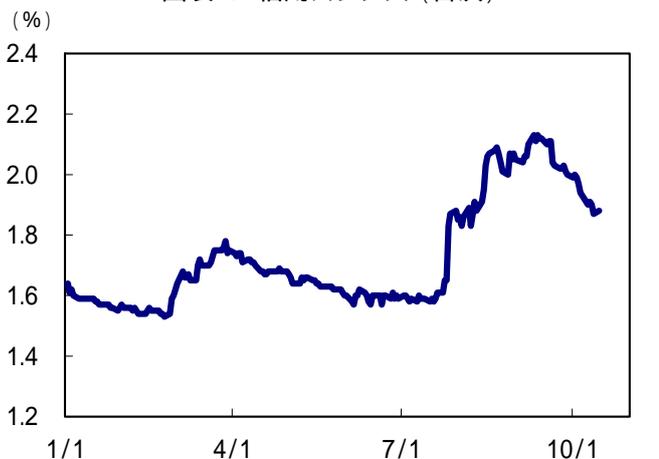
金融危機の前と比べるとまだ高い水準にあるが、これは信用リスクを織り込んだ結果である。M & Aの活発化により米企業の財務内容は悪化していたが、金融危機の直前まで信用スプレッドは低下し、企業の債務増加を無視するような動きが続いた（図表25）。

危機前と比べ信用スプレッドが多少高い水準にあることは、過度に低いリスクプレミアムの修正（信用リスクに対する評価の見直し）が進んだことを示す。スプレッドがここから一段と低下し危機前の水準に戻ることは、企業の財務内容の改善を伴わない限り、危機前の過度に低いリスクプレミアム（甘いリスク評価）に回帰することになる。

信用スプレッドが落ち着きを示し始めたことは、市場のリスク評価の見直しが一服したことを示す。9月の後半以降、LBOが再開され、企業買収が増え、CLOの売却が再開されていることは、信用スプレッドと整合的な動きである。

米国の信用スプレッドの長期推移をみると、信用評価の見直しが一服した現在の水準は、依然として低水準にある。また、スプレッドの基準となる米国債利回り自体も歴史的な低水準にあるため、企業の資金調達環境は良好なままとみられる（図表26）。

図表25. 信用スプレッド(日次)



(注)10年物米国債利回り - 社債利回り(BBB格) (月/日、日次)  
(出所)米FRB

図表26. 信用スプレッド(月次)



(注)10年物米国債利回り - 社債利回り(BBB格) (年、月次)  
(出所)米FRB

A B C P 市場の機能停止と銀行間金利の高止まり

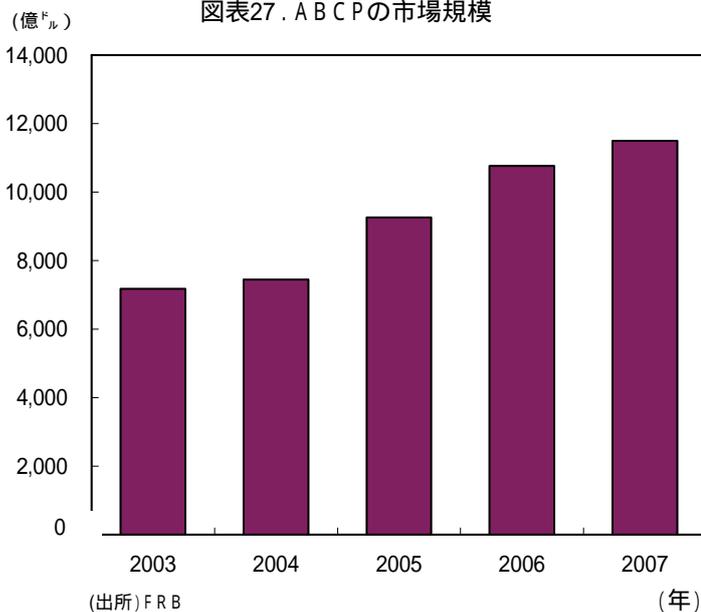
次に、市場の動揺の主役となった資産担保付きコマーシャル・ペーパー（A B C P）市場の動向をみる。

短期金融市場は、本来は日々の運転資金の過不足を調整する場であり、信用リスクが相対的に低い市場である。特に、A B C Pは担保資産の裏づけがあるため、発行主体の信用力が高くない場合でも資金調達が可能となる証券である。

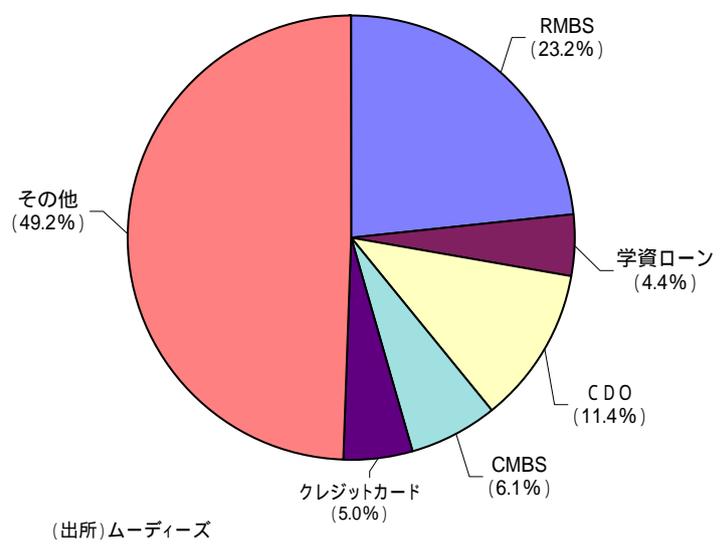
しかし、A B C Pは担保資産の裏づけがあれば発行が容易なことから、投資家は保有するC D Oなどのリスク資産を担保に資金調達を行ない、調達した資金をさらにC D Oなどに投資することが行なわれていた。その中で 2005 年以降 A B C P 市場の拡大が加速した背景には、こうした投資家の行動が寄与していたとみられる（図表 27、28）。

中でも懸念されているのが、金融機関が簿外で設立したS I V（Structured Investment Vehicle）という運用会社である。ドイツの金融機関の破綻は傘下のS I VでA B C Pの借換えが困難となり資金繰りに行き詰まったためである。S I Vを積極的に活用していた金融機関には偏りがみられ、S I Vの市場規模が約 4,000 億ドル程度とみられる中、米シティグループのS I Vが 1,000 億ドルの資産に投資している。

図表27. A B C Pの市場規模



図表28. SIVの運用資産

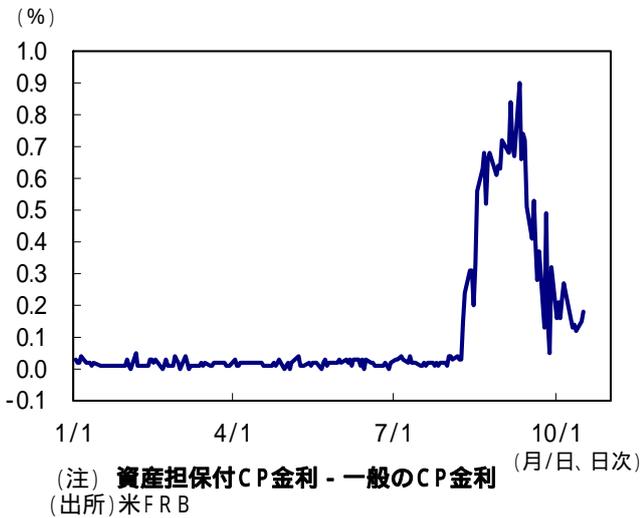


A B C Pと通常のC Pとの利回り格差をみると、このところ落ち着きがみられる（次頁図表 29）。もっとも、A B C Pの残高の減少は続いており、A B C P市場の流動性の低下が続いている（次頁図表 30）。その中、通常C Pとの利回り格差が縮小している背景には、A B C Pの発行体の多くが金融機関と信用補完契約を結んでおり、A B C Pの借換えが困難となった場合に、金融機関から融資を受けることが可能なためである。

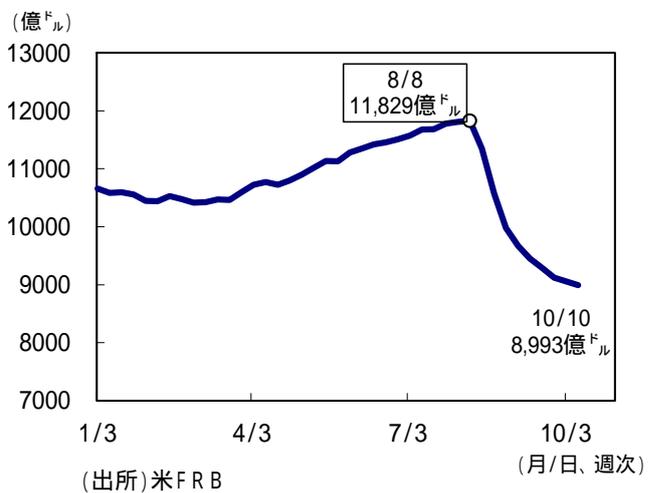
このため、A B C P市場の流動性低下が続くと、金融機関の補完融資が増加することになり、バランスシートの悪化や貸し倒れ損失の発生が懸念される。このような事情により銀行間市場の金利が高止まっており、LIBORとFF金利との差であるTEDスプレッドは、危機前の水準と比べ高い水準にある（図表31）。

TEDスプレッドが、最悪期は過ぎたものの危機前の水準に戻っていない状況は、信用スプレッドと同様の動きを示している。いずれも比較対象とのリスクプレミアムを示しているが、信用スプレッドは、リスク評価の見直しが進んだ結果、危機前と比べて高いのに対し、TEDスプレッドは、金融機関へのリスク評価が上昇したことを示している。このため、TEDスプレッドについては、危機以前の水準に回帰することが、A B C P市場の問題解消がどの程度進んだかをみる上での目安となる。

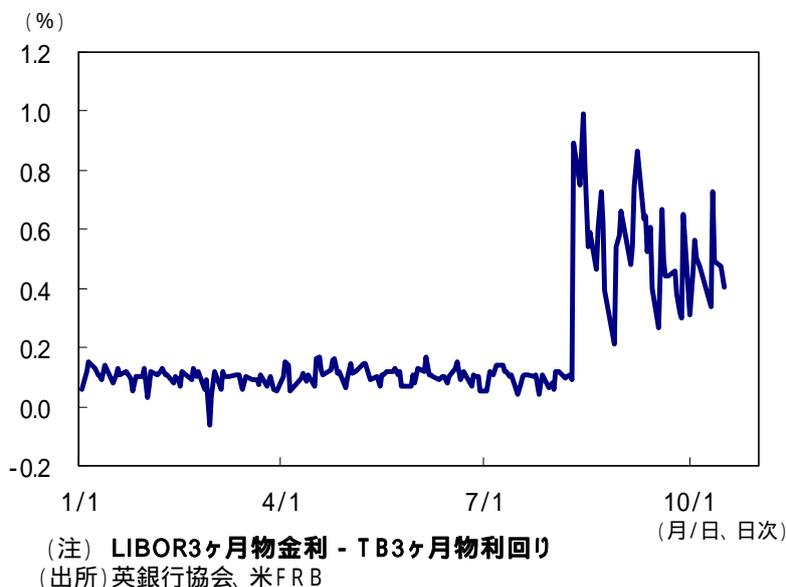
図表29. CPスプレッド



図表30. ABCPの発行残高



図表31. TEDスプレッド



### 3. 過剰流動性とグローバル金融市場の拡大

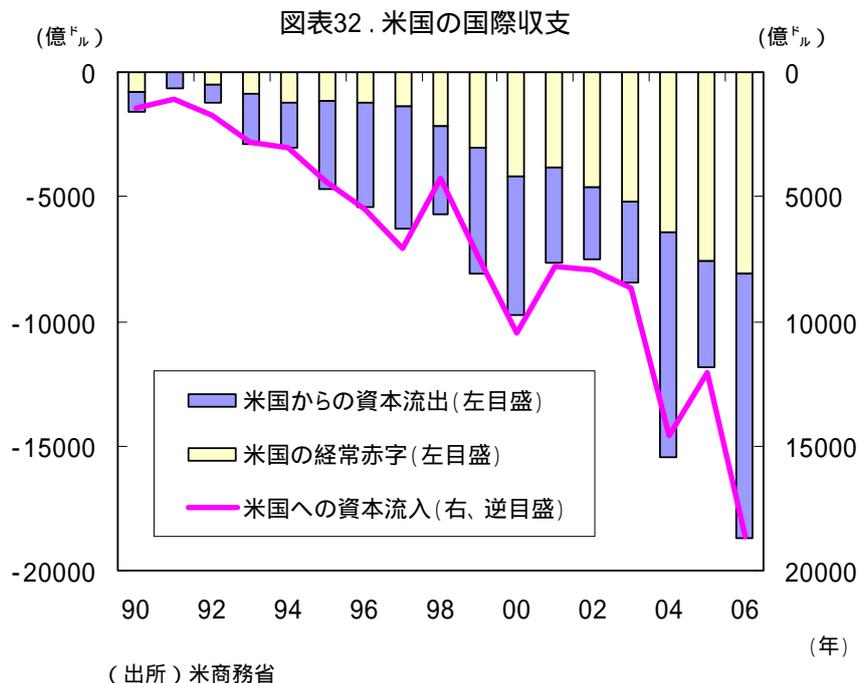
これまで米国の住宅市場の拡大とその背後にあった金融市場の動きをみてきた。証券化ビジネスを中心に拡大する現在の金融市場の動きは自己増殖的なイメージでとらえられ、金融市場の動揺によって過剰流動性が終焉するとの議論が指摘されている。そこで以下では過剰流動性を促したとみられる要因について概略を整理する。

#### (1) 米国の金融仲介機能の拡大

近年の国際金融市場における最も重要な動きとして、米国の経常赤字が拡大する一方で、アジアや中東からの資本の円滑な還流が進んでいることが指摘される。

米国への資本の流れは経常赤字の1.5倍にのぼり、経常赤字をファイナンスしてあまりある資金が米国に流入している。

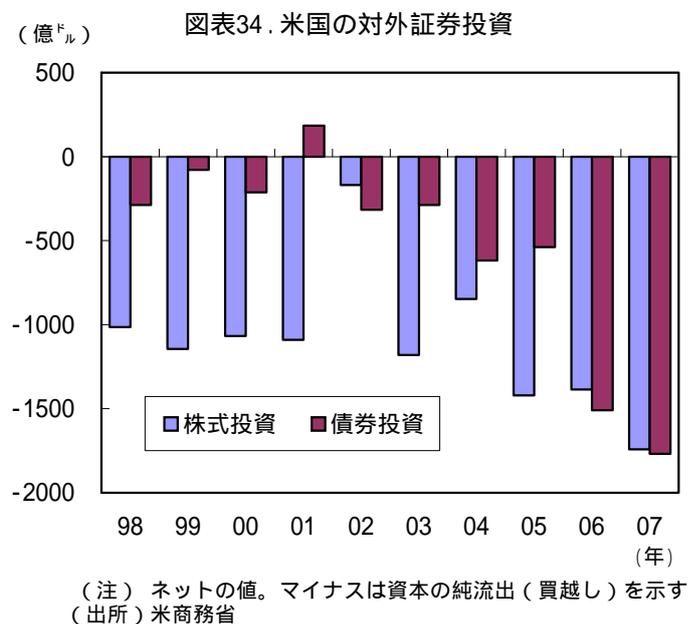
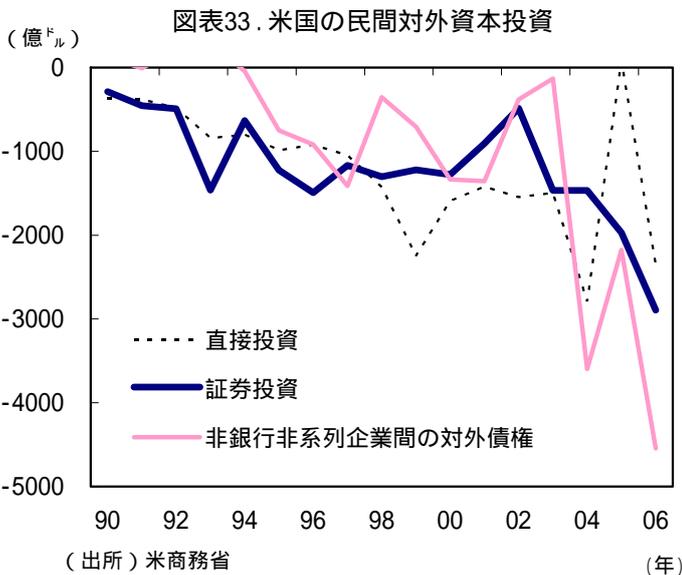
経常赤字の穴埋め以上に米国に流入する資金は、再び米国外に流出することになる。米国は世界の資金をいったん集めた上で、海外に投資する金融仲介機能を高めているといえる（以上図表32）。



米国からの資本流出の内訳をみると、非銀行非系列企業間の対外債権・対外債務や、米銀の対外債権・対外債務といった、経済活動のグローバル化に伴う短期的な資金のやり取りが多く占めている。こうした分を除くと、民間証券投資として海外に流出する資金が中心である（次頁図表33）。

民間証券投資の内訳は、海外株式の買い越し分と海外債券の買い越し分とに分類される。このうち、以前は株式買い越し額が民間証券投資の大半を占めていたが、近年では、債券の買い越し額が急増しており、2006年には株式の買い越し額を上回った（図表34）。地域別の内訳を直近3カ年の平均値でみると、株式（平均1500億ドルの買い越し）では、ヘッジファンドが太宗とみられるカリブ海を除き全ての地域で買い越ししている。最大は欧州であり（990億ドル）、そのうち約三分の二を英国が占める（690億ドル）。次いでアジアが続く（490億ドル）、アジアの4割程度を日本が占める（190億ドル）。一方、債券（平均1270億ドルの買い越し）については、欧州が突出して多く（1230億ドル）、うち英国が三分の二程度を占めている（780億ドル）。その他の地域では、日本を含むアジアで売り越ししている（日本 20億ドル、アジア 230億ドル）以外買い越しとなっているが、絶対額は非常に小さい。

債券投資が欧州で突出しているのは、欧米地域以外で債券市場が成熟していないことが要因として考えられる。また上述のとおり、債券買い越し額が近年になって急増したことを考慮すると、欧州の中でも英国はプライベートエクイティの本拠であり、ハイ・イールド債市場が発達していることから、近年の証券化商品を米国の投資家が欧州市場で積極的に購入していたとみられる。

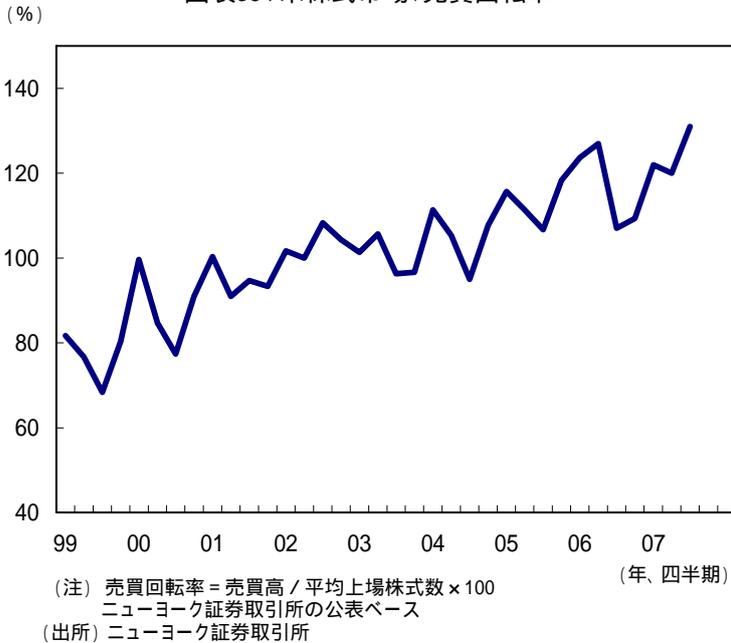


## (2) 金融市場の流動性

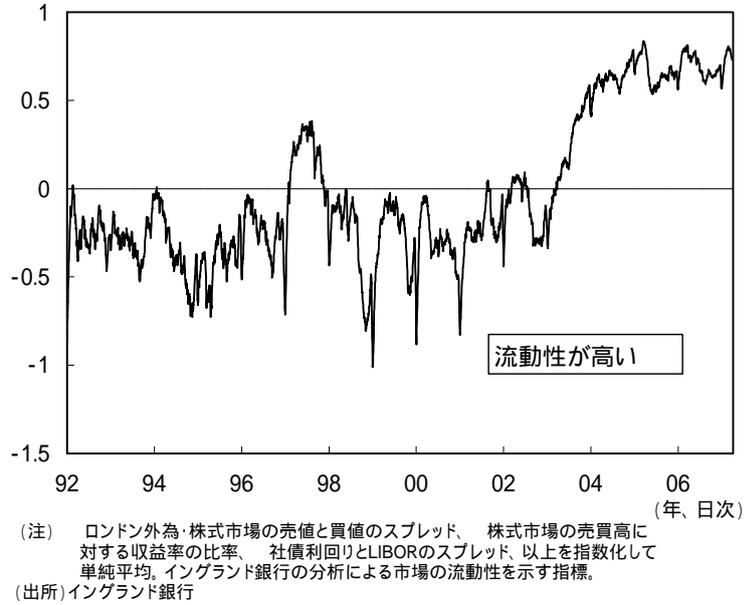
それでは、なぜ経常赤字の1.5倍もの資本を輸入し、積極的に海外へ資本投資行なう金融仲介機能が拡大したのだろうか。まず第一に、近年の金融市場における流動性の高まりが指摘できる。ニューヨーク証券取引所の売買回転率をみると上昇傾向で推移している。売買回転率の拡大は、資産の取引量を増大させ、信用市場規模を拡大させることとなる（次頁図表35）。

こうした動きについてイングランド銀行では、市場の流動性を高める要因として、近年金融市場で売値と買値の差額が縮小する傾向にあり、株価の過熱を伴わずに売買高が増加していることなどを踏まえ、独自の流動性指数を用いた分析を行なっている。それによると2004年以降金融市場の流動性が顕著に高まっていることが分かる(図表36)。

図表35. 米株式市場: 売買回転率



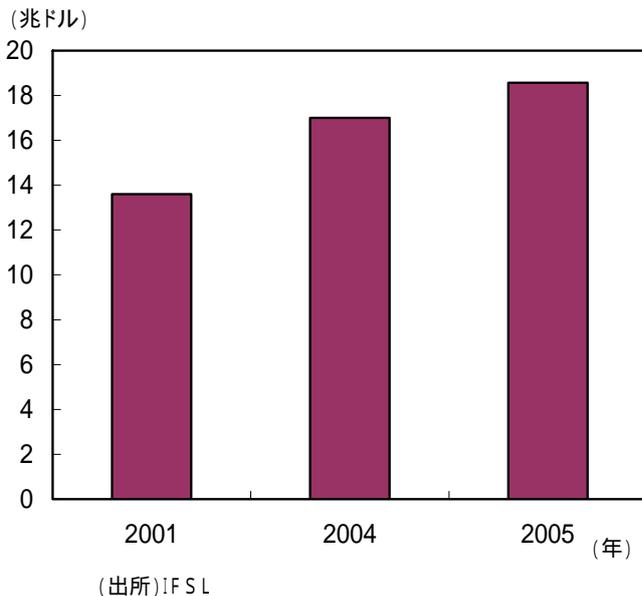
図表36. 金融市場の流動性



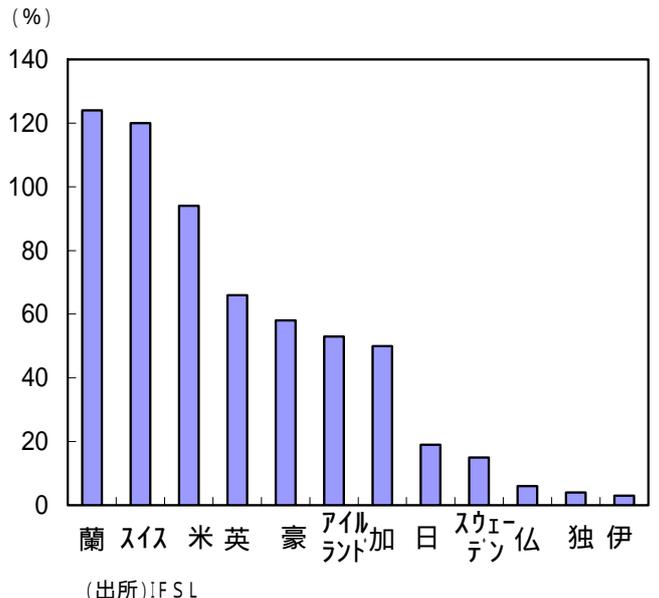
### (3) 資金供給の拡大

それでは市場の流動性を高めている要因とは何であろうか。まず資金の供給側に注目すると、先進国での高齢化の進行を背景に年金基金の資産が増加している(図表37)。

図表37. 世界の年金基金の運用資産



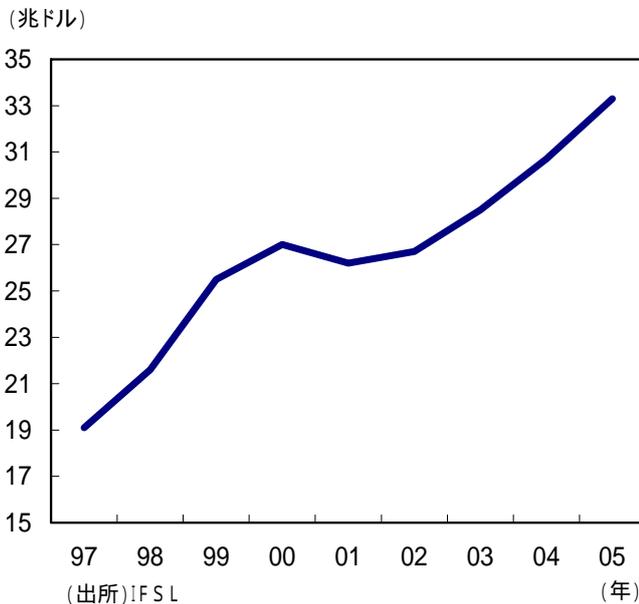
図表38. 各国の年金基金のGDP比



世界の年金基金による運用資産の規模は、2005年には約18.6兆ドルと、名目GDPの42%にのぼった。各国別にみると、米国や英国、豪州など、アングロサクソン型の経済でGDP比率が高い傾向にある。一方、日本やドイツ、フランスなどの国々は、相対的に規模が小さい（前頁図表38）。

また、先進国経済の成熟化と新興国経済の急成長、資源価格の上昇などを背景に、個人富裕層の資金が急拡大しており、金額の規模、増加ペースとも年金資金を上回っている。欧米金融機関ではこうした個人の富裕層を対象とする資金管理業務を拡大させているほか、ヘッジファンドやプライベートエクイティファンドへの出資元にもなっている（図表39、40）。

図表39. 個人富裕層の資産の拡大



図表40. 金融機関の個人資産管理業務の取扱い残高

(億ドル)

金融機関	取扱い残高 (億ドル)
UBS	13,190
シティグループ	13,100
メリルリンチ	11,000
クレディ・スイス	5,590
モルガンスタンレー	3,740
HSBC	3,480
JPモルガン	3,130
ワコピア	3,100
バンカメ	2,280
ドイチェ銀行	1,990
その他	24,400
合計	85,000

(出所)IFS L

#### (4) 実体経済部門での資金需要の低下

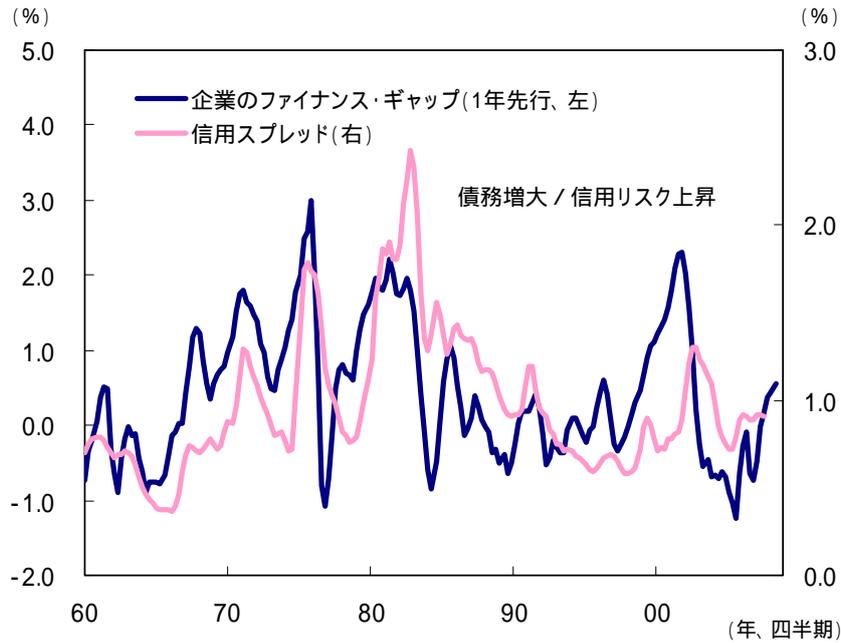
##### 先進各国の企業部門での資金需要の低下

近年、日米などの先進国では、企業部門が資金超過部門に転じていることが広く指摘されている。このことは、企業部門の資金需要が低迷していることを反映している。

企業が資金超過部門となった背景には、米ITバブル崩壊や日本のバブル崩壊により、企業の債務削減が進んだことや、企業の経営環境をとりまく不確実性が増す中で、手元のキャッシュフローを増大させる志向が働いていることが指摘されている。

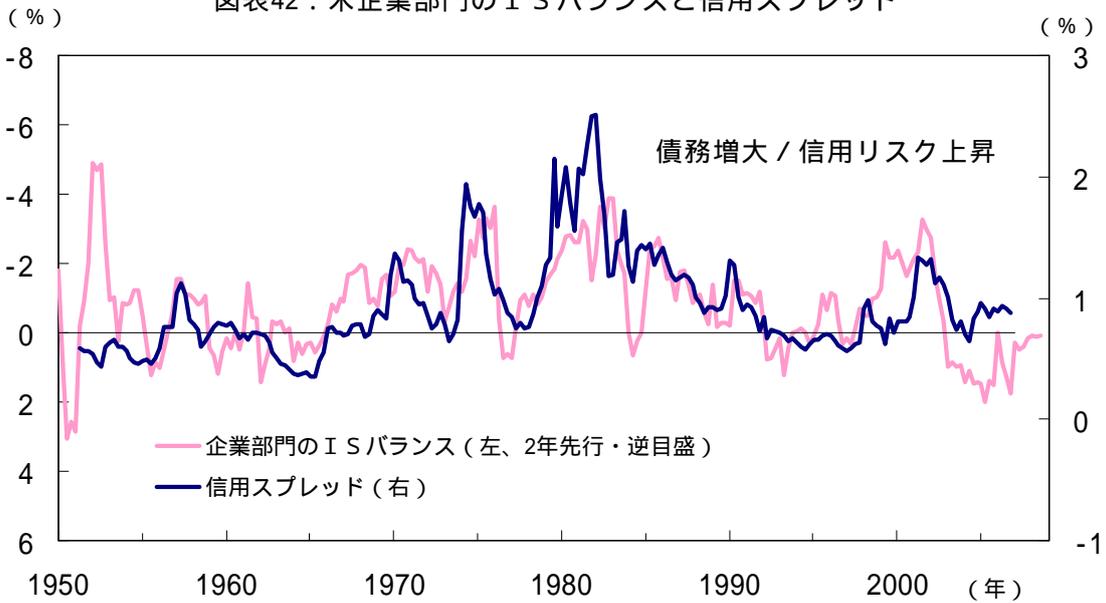
企業部門の資金需要の低下は企業の債務削減につながり、財務内容を改善させる。近年の信用スプレッドの低下は、企業のバランスシートの改善を反映した動きであることが分かる（次頁図表41、42）。

図表41. 米企業のファイナンスギャップと信用スプレッド



(注)ファイナンスギャップは、(設備投資 + 在庫投資 - 内部留保) / 名目GDP × 100  
 (出所)米商務省、米FRB

図表42. 米企業部門のISバランスと信用スプレッド



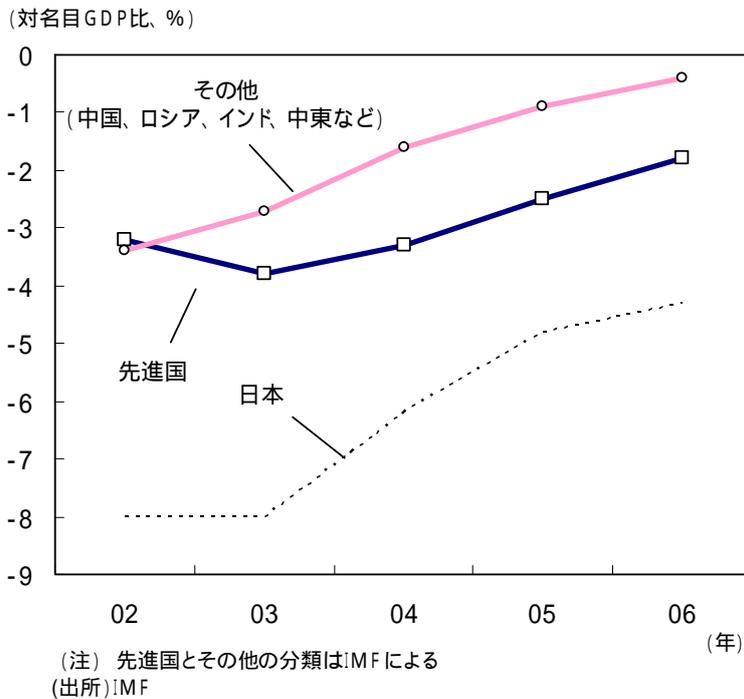
(出所)米商務省、米FRB

### 財政赤字の縮小

日本を含む先進各国で財政収支の改善が顕著となっている。日本は政府債務残高は先進国中最高水準にあり財政再建は道半ばであるものの、単年度のフローベースでは、ここ1、2年の間に、米国や欧州各国なみの水準まで急速に改善した。また、世界全体で見ても、新興国では高い成長率による税収増を背景に、産油国では石油価格上昇の恩恵により、先進各国を上回るペースで財政収支が改善を示している(次頁図表43)。

世界的に実体経済の各部門で資金需要が低下する中、米国の家計部門（住宅市場）は数少ない資金需要部門であったが、今後は資金需要が弱まるとみられる。このため、資金供給の拡大が続く中で、資金需要は一段と細ることになり、金融市場における流動性は一層高まる可能性があると思われる。

図表43. 各国の財政収支

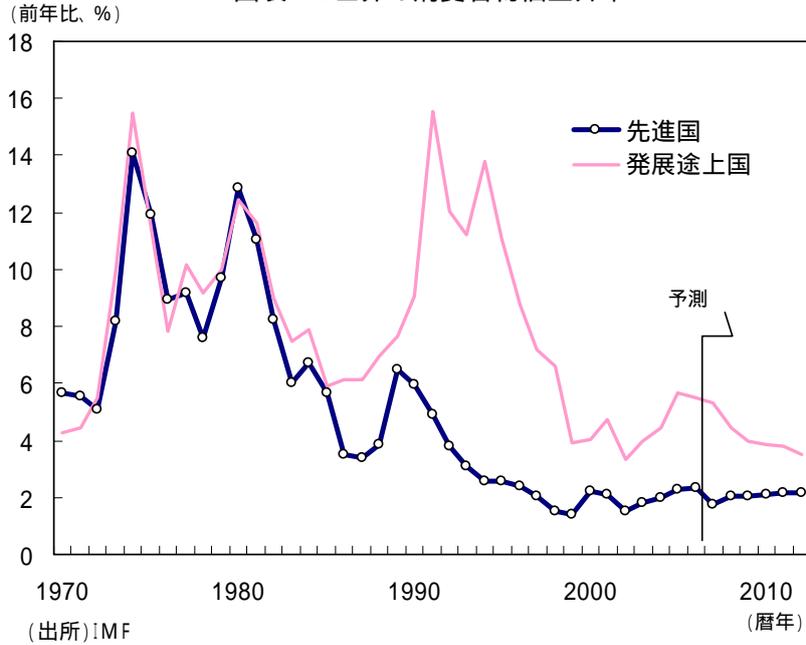


( 5 ) 各国の経済・物価情勢の安定 ~ Great Moderation

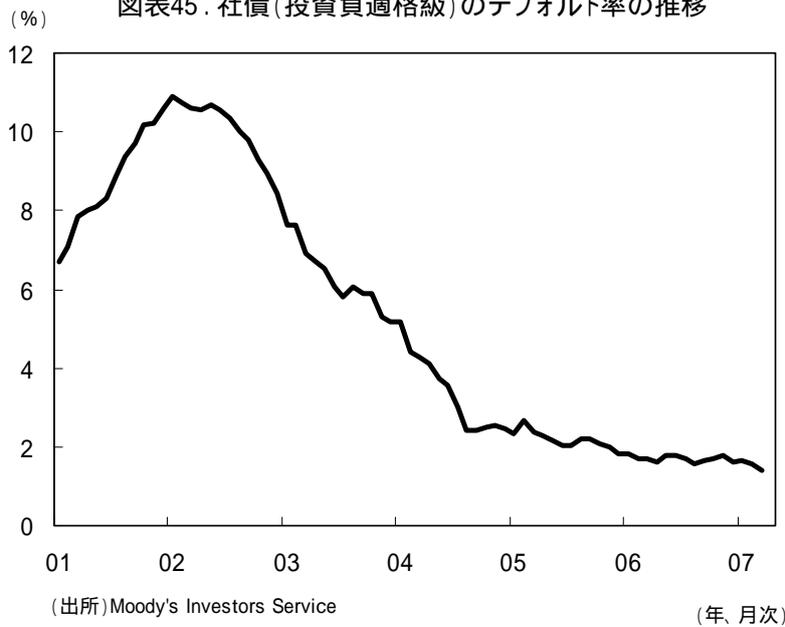
近年の世界経済の景気や物価指標の動きをみると、振幅が小さくなり標準偏差が低下している。こうした経済の安定化傾向は、バーナンキ F R B 議長が 2004 年に行なった「Great Moderation」と題する講演（当時は F R B 理事）で一躍注目されることとなった（次頁図表 44）。

経済変動の低下は、金融取引においては、先行きの様々な不確実性を低下させることによって、不確実性に伴うリスク・プレミアムを低下させる働きを持つ。リスク・プレミアムの低下に加え、上述した企業債務の減少や、金融市場の流動性の高まりなどもあり、企業の倒産確率がこのところ低下傾向が続いている。企業の倒産確率の低下は、信用スプレッドを低位に安定させる働きを持つことになる（次頁図表 45）。

図表44. 世界の消費者物価上昇率



図表45. 社債(投資負適格級)のデフォルト率の推移

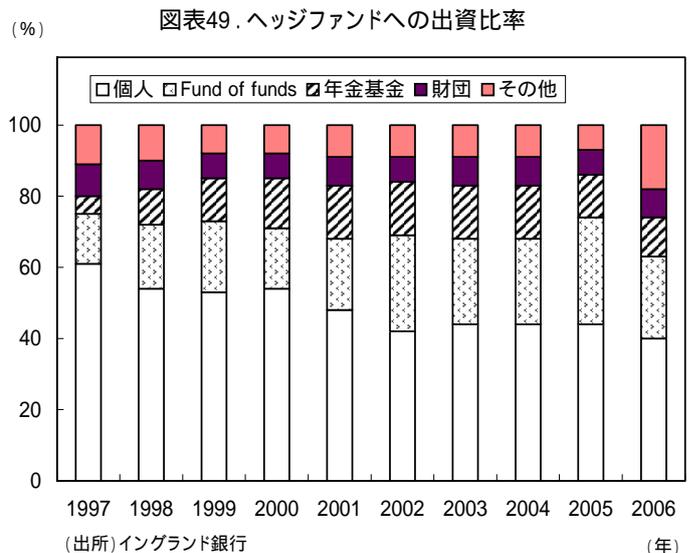
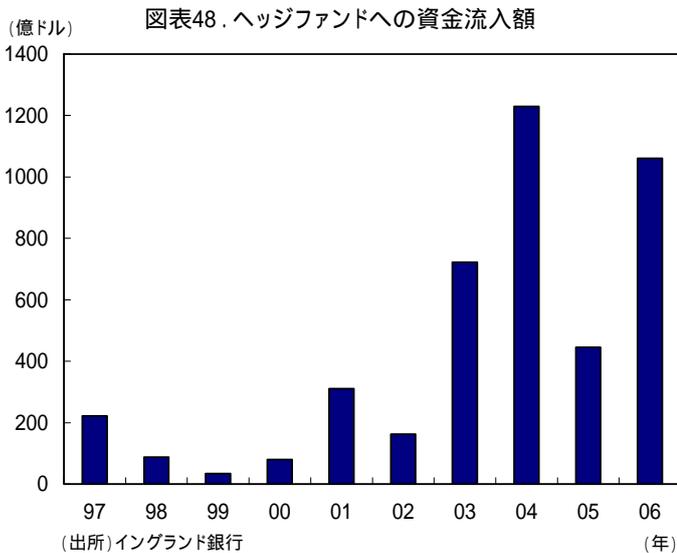
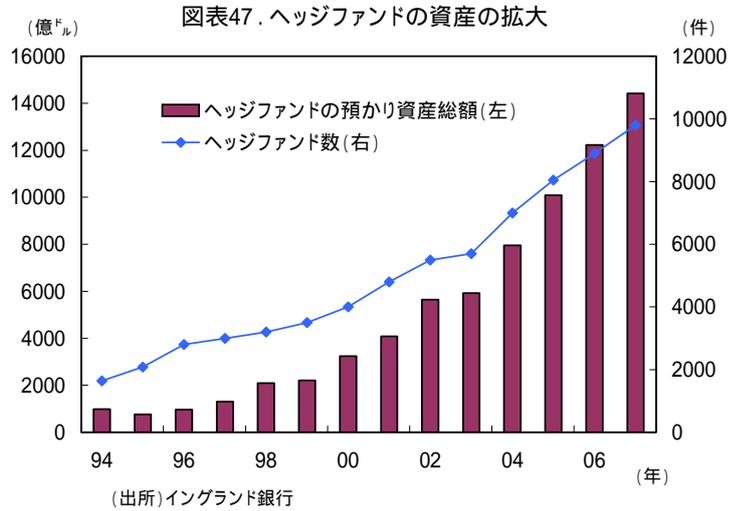
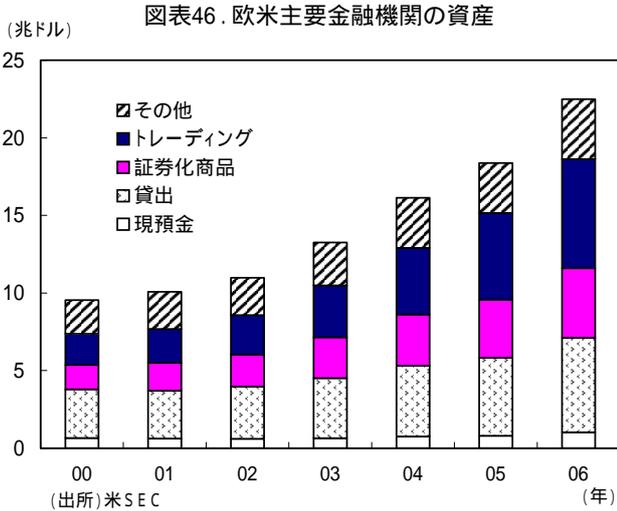


#### (6) ヘッジファンド等の資産の拡大

リスクプレミアムの低下が長期にわたり続く中、資金需給の緩みもあって金融市場の流動性が拡大している。最後にこのような環境のもとで、市場の中心的存在を占めつつある投資家の動きをみることにする。

まず、欧米の商業銀行や証券会社で投資銀行業務が拡大している。2003年以降欧米金融機関の資産の拡大が顕著となっているが、けん引役となっているのがトレーディングと証券化商品といった投資銀行業務である(次頁図表46)。これらの分野は現代の金融における中心的な機能であり、金融市場の拡大が直接収益に結びつく構図にあるといえる。

投資銀行部門によって整えられた基盤で、一段と存在感を高めているのがヘッジファンドである。ヘッジファンドの資産は21世紀に入ってから急速に拡大している(図表47)。投資家からの資金流入についても、2003年以降急増しており、その中心は、従来の個人富裕層のウエイトが低下する中、年金基金やファンド・オブ・ファンズといった機関投資家に移りつつあることが分かる(図表48、49)



ヘッジファンドに加え注目されるのが、産油国やアジアの中央銀行である。各国の外貨準備の増加ペースは一段と加速しており、2003年以降の4年間で、2兆ドルから5兆ドルに急拡大した(次頁図表50)。

こうした中心的なプレーヤーの市場における規模をみると、資産規模自体はいまだ低水準にある。ただしヘッジファンドは2 - (3)でみたとおり、銀行からの融資によって10~20倍のレバレッジを働かせていることや、独自の運用姿勢を保持していることから、存在感は投資家からの預かり資産額の規模以上といえよう(次頁図表51)。

図表50. 各国の外貨準備高

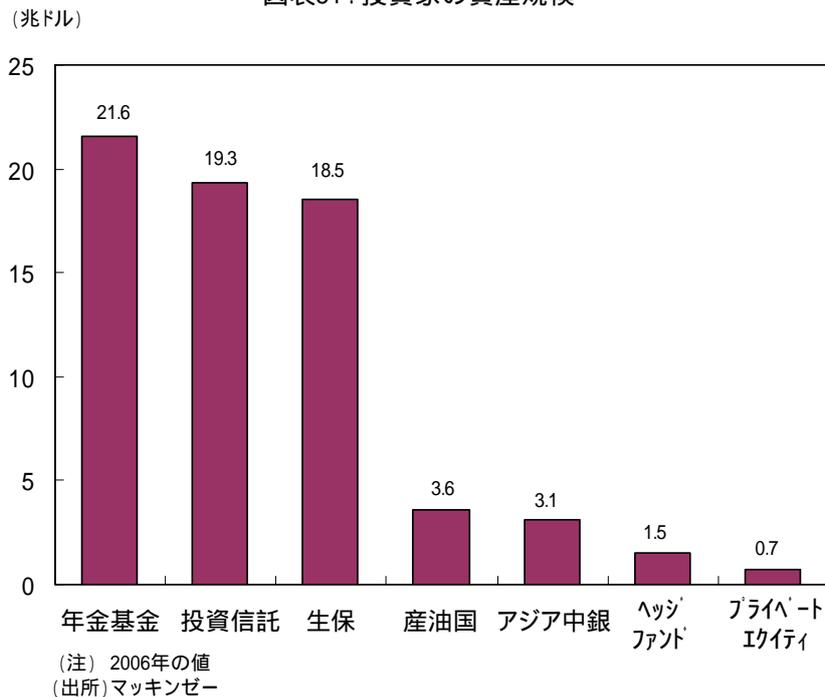
(億ドル)

	外貨準備高		2002～06年の増加額
	2006年	2002年	
世界計	50,342	20,496	29,846
中国	10,663	2,122	8,541
日本	8,749	3,878	4,871
産油国	7,065	1,780	5,285
ロシア	2,953	326	2,627
中南米	2,710	1,360	1,350
台湾	2,661	1,221	1,440
韓国	2,384	1,025	1,359
欧州	1,840	2,077	-237
インド	1,702	453	1,249

(注1) 2006年末時点の値

(注2) 産油国は、アルジェリア・アンゴラ・カザフスタン・メキシコ・ナイジェリア・ノルウェー・ロシア・ベネズエラ・中東の合計

図表51. 投資家の資産規模

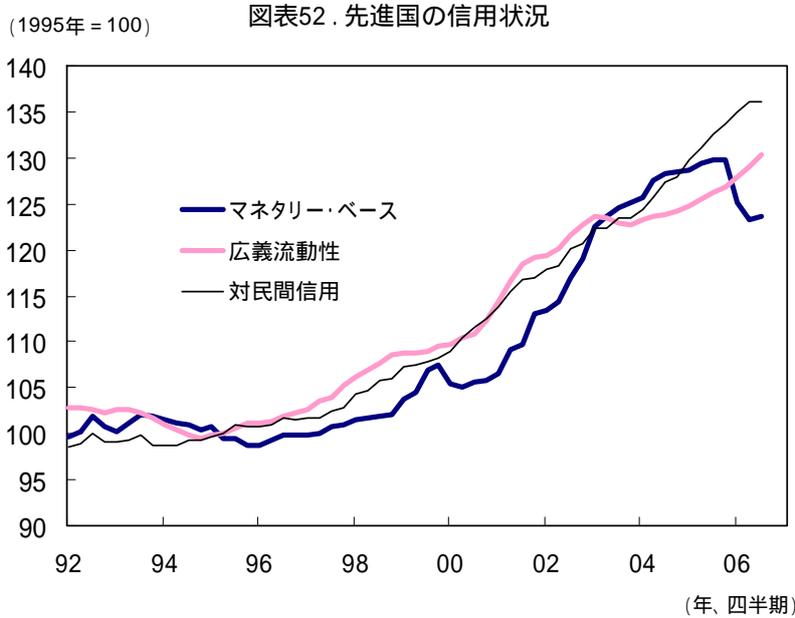


(7) 各国の中央銀行の対応と信用状況

これまで金融市場における流動性の高まりをみてきたが、このような傾向に各国の中央銀行はどのような役割を果たしてきたのだろうか。

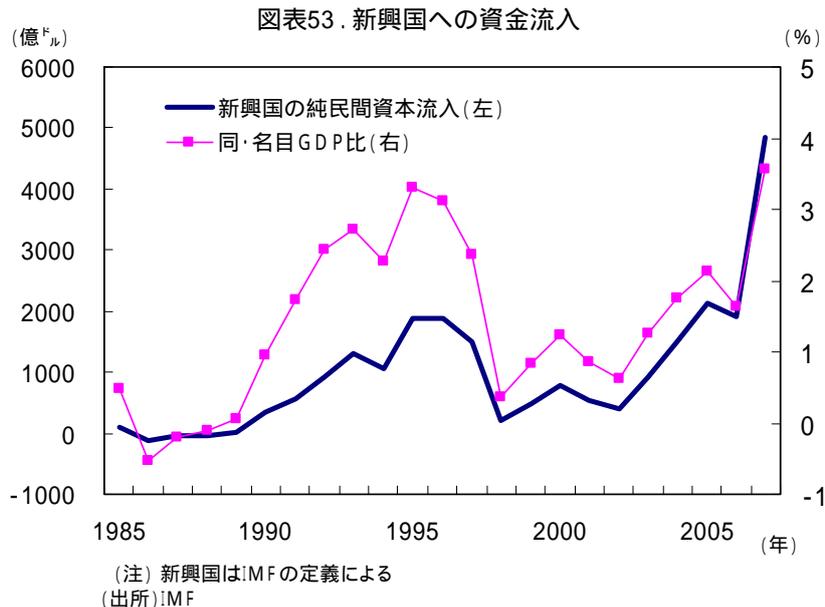
しばしば過剰流動性傾向が指摘されるものの、近年、各国の中央銀行はインフレへの予防的対処から利上げを続けており、BISの統計によるとマネタリーベースは減少している。ベースマネーの供給が過剰流動性に結びついていない(次頁図表52)。

一方、マネタリー・ベースが減少する中で、民間マネーについてはやや頭打ち感がみられるものの拡大の一途をたどっている。こうした現象は、1999～2000年のITバブルのピーク時にもみられ、中央銀行の利上げによりマネタリー・ベースが減少する中、民間のマネーが拡大していた。近年の金融システムの大きな特徴は、中央銀行による金融調節の枠を超えて、金融市場が独自にマネーを創造しているともいえよう。



(注) OECD16カ国のデータを2000年の名目GDPと購買力平価により加重平均  
 OECDデータよりBISによる算出  
 (出所) BIS

過剰流動性を生み出した環境にほとんど変化がなく、米国の住宅市場で資金需要が低下するとみられるなかで、リスクマネーは今後も新たな投資先に向かう可能性は十分に考えられよう。すでに新興国への資金流入が今年に入って急増するなど、新しい投資先を探す動きが始まっているようである(図表53)。



#### 4. 米国経済への影響について

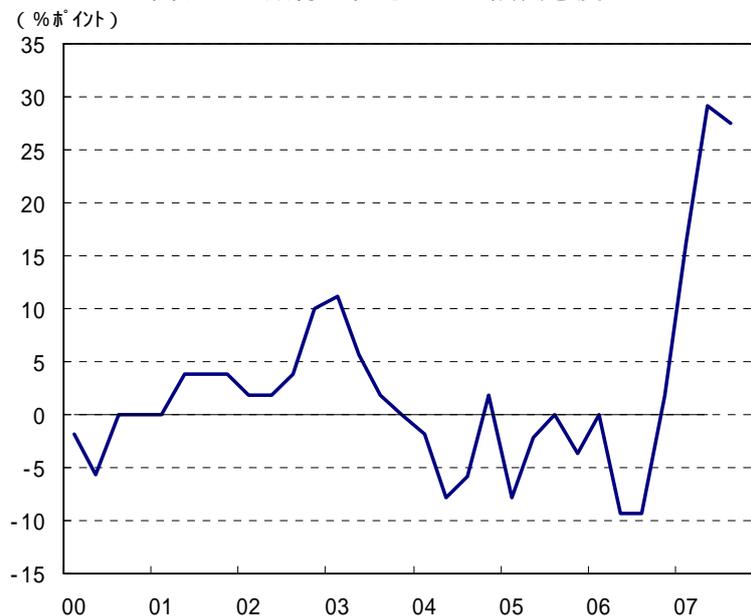
##### (1) 住宅市場の低迷は長期化の見込み

F R B が四半期ごとに実施している金融機関の融資担当者を対象とするアンケート調査によると、住宅ローンへの融資態度が今年に入り急速に厳しくなっている。金融機関の融資態度は、住宅市場が急速に拡大した 2004～06 年の半ばまでは緩和されていたことから、今後、金融面での反動が増幅されるとみられる（図表 54）。

融資態度の厳格化は、サブプライムローン問題を反映したものとみられる。ローン延滞率は、金利ペイメントショックがピークを迎える 2008 年にかけて一段と上昇するとみられることから、2008 年中は厳しい融資姿勢が続くとみられる。このため、米国の住宅投資の調整は 2008 年後半まで長期化する可能性が高まっている。

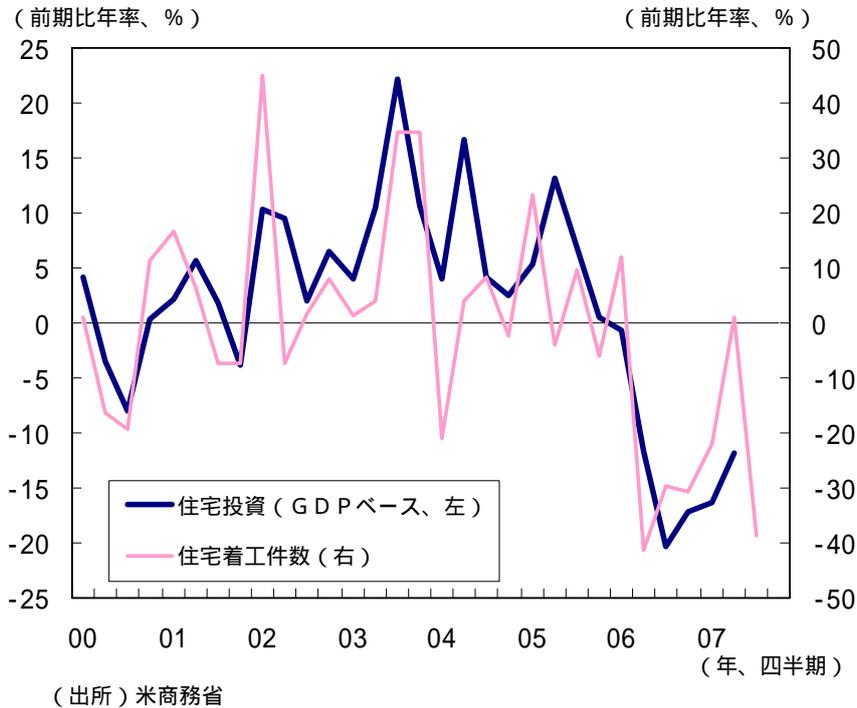
米国の住宅関連指標の動きをみると、今年に入りマイナス幅が縮小する動きがみられた（次頁図表 55）。このため在庫調整の影響などからしばらく弱い動きが続くものの、マイナス幅の縮小傾向が持続し、年内には緩やかなプラスに転じるとの見方も少なくなかった。こうした当初のやや楽観的な見通しと比べ、住宅投資の落ち込みは G D P 成長率全体をさらに下押しするとみられる。

図表54．銀行の住宅ローン融資態度



(注) 「融資を厳しくした」と回答した金融機関の割合 (年、四半期)  
 - 「緩和した」回答割合。  
 プライム・非プライム別のD.I.を融資額ウエイトで加重平均  
 (出所) F R B

図表55．住宅投資と住宅着工



(2) 個人消費への波及をどうみるか

こうした住宅投資の低迷が、個人消費にどの程度波及するかが、今後の米国景気をみる上でポイントとなろう。

そこで、米国の住宅資産が、個人消費に対してどの程度の資産効果をもつかをOECDの分析でみると、日本やドイツなどと比べ、米国では、住宅資産の変動に対する個人消費の弾性値が高いものの、その値は0.05にすぎないことが分かる(図表56)。これは、住宅資産が1%変動したとき、個人消費は何%変動するかをみたものである。

図表56．住宅資産の限界消費性向

オランダ	0.08	大 ↑ ↓ 小
英国	0.07	
豪州	0.07	
カナダ	0.06	
米国	0.05	
スペイン	0.02	
日本	0.01	
ドイツ	0.00	
フランス	0.00	

(注) 住宅資産が1%変化した場合の消費の変化率  
(出所) OECD

つまり、仮に今後住宅価格が下落に転じ、マイナス幅も10%程度の大きさになる悲観的な前提でも、住宅資産が10%減少による個人消費の押し下げ効果は0.5%にとどまる。個人消費はGDPの7割を占めることから、このケースでの成長率の下押し幅は0.35%にとどまることになる。

もちろん、直接的な関係だけでなく波及効果を考慮に入れる必要がある。そのさい、ポイントとなるのは、これまでの米国の経済成長がどの程度住宅部門に依存していたかである。もし住宅部門依存型の経済成長であれば、所得増加の大半は住宅市場拡大の恩恵によるものであり、今後は所得の減少を通じて個人消費を大きく下押しすることになる。しかし、米国のこれまでの経済成長は、サービス部門が主導した面が大きかったと考えられ、住宅部門の低迷が続く場合でも、サービス部門主導による雇用の増加が個人消費を下支えする環境は今後も続くと思われる。

一方、設備投資については、社債の利回りが低水準にあるなど、資金調達環境は引き続き良好であることや、キャッシュフローが潤沢であることなどから、金融面での抑制要因はないといえよう。収益については、米国国内の減速傾向により、鈍化傾向が続くとみられるものの、新興国を中心とする海外経済の好調が米企業の収益を押し上げる構図はしばらく続くと考えられ、今後も底堅く推移する見込みである。

F R Bは、信用収縮が、実体経済に及ぼす影響に注意を払うとして利下げを実施した。物価動向が落ち着きを示していることから、当面は景気配慮型の政策運営姿勢を保ちやすい環境にあらう。もっとも、直近までの実体経済の指標は、当初懸念されたほどには低迷がみられず、底堅さを保って推移している。このため、景気への警戒姿勢は解除できないものの、大幅な利下げが必要なほどではないといえよう。

## まとめ

本論では、サブプライムローンが住宅を押し上げてきたことをみた。また、証券化の進展とレバレッジをかけた投資の拡大によって、規模が小さいサブプライムの混乱が、金融市場で増幅されたことをみた。

先行きについては、「リスク資産投資の見直し」や「過剰流動性の終焉」を指摘する議論がある。しかし本論でみたとおり、過剰流動性は金融市場の構造変化を反映したものであり、金融市場の混乱を経た後もその構造に変化がみられない。

むしろ、これまで、数少ない資金の需要先であった米住宅部門が、今後は、資金需要がなくなることによって、金融市場の過剰流動性は、新たな投資先に向かうとみられる。過剰流動性の投資先が、健全なリスク・リターン分析によって、投資家のリスク評価や期待収益率に基づき多様化されることが望ましい。もっとも新たなバブルの火種となる可能性も懸念され、国際的な資金動向には今後も注意が必要といえる。

(補論)

図表1 . サプライム・ローンに関する主な動き ~ Bear Stearns ショック

1	6/12	Bear Stearns傘下のヘッジファンドでサブプライムにからむ損失が判明(年初~4月:23%の運用損)
2	6/22	Bear Stearns、傘下のヘッジファンドに32億ドルの緊急融資を表明
3	6/25	(WSJ) BSは氷山の一角: HFは非流動資産で運用。証券の値付けは困難。現金化すると価格下落
4	6/26	SECの委員全員が下院金サ委公聴会で証言、CDOの価格評価の適切に疑いのある12件の捜査着手を明らかに
5	"	(WSJ) CLOの終焉: M&Aブームを支えるCLOは、デフォルト率が上がればリスクが拡散してしまう
6	6/28	(FT) サプライム懸念によるリスク回避の動きが他の市場に波及、企業の資金調達に影響
7	7/2	(WSJ) BS損失確定に時間: 運用資産が非流動的。同様の資産に投資している他の投資家が注目
8	7/10	S&P(120億ドル分) Moody's(102億ドル分)、サブプライムローン担保証券を含むCDOの大量格下げを発表
9	7/11	ウォーシュFRB理事、サブプライムローンの焦げ付き急増に関し、「システムリスクの恐れはない」
10	7/12	(WSJ) 格下げは市場全体で見ると規模は小さいものの、サブプライム問題がCDOに波及したことが問題
11	"	(FT) 米サブプライム問題拡大、欧米市場で質への逃避強まる、サブプライム関連のデリバティブ乱高下
12	7/17	BS、傘下のHF2社の清算結果を顧客に通知、1社は無価値、もう1社も1/10未満の価値に
13	7/18	バ議長議会証言(19日まで)、住宅低迷見通し、サ・ブでは消費者保護尽力を強調、損失は500-1000億ドル

図表2 . サプライム・ローンに関する最近の動向 ~ 危機のContagion

1	7/20	(FT,WSJ) 豪最大のHFがサ・ブで損失(14%損 解約制限 追証請求 担保債券差押さえ)
2	7/24	カントリーワイド4-6月期決算はサ・ブローンの焦げ付き増加を反映し大幅減益に
3	"	(WSJ) GM部品子会社売却に関し(56億ドル)、買収F(ローン35億+ジャンク債11億)ローン調達、起債難航
4	7/26	(WSJ) クライスラー買収のためのサーベラス向け融資を担保とする債券の売却を銀行団が延期(120億ドル分)
5	"	(FT) 米クライスラーや英アライアンスの起債延期など、世界的にクレジットクランチ懸念強まる
6	7/27	英キャドバリー・シュエップス、北米飲料部門の売却延期
7	7/31	アメリカン・ホーム・モーゲージが流動性低下を表明
8	"	(FT) IKB、コメルツがサ・ブ関連の損失発表、欧州に飛び火、処分売りが加速するとの懸念からCDX急上昇
9	8/1	BS傘下のABS向け投資HFも解約制限を表明
10	8/2	(FT) サプライム・ショック、豪マッコリー銀傘下の2つのHFに波及
11	"	(WSJ) 低ボラによる割安感からHFを中心に急拡大していたデリバ向け投資バブルも崩壊か?
12	8/3	S&PがBSをネガティブに格下げ、アメリカン・ホーム・モーゲージがMBS申請を停止、7000人を解雇

図表3．サブプライム・ローンに関する動き ～ A B C P が危機の主役に浮上

1	8/7	FOMC、景気は下ぶれリスクがあるものの堅調を持続する見通し。政策上の主たる懸念はインフレ
2	8/9	仏BNPパリバ傘下の3つのHFが解約制限、米ABS市場の流動性低下により値付けが不可能なためと説明
3	"	ECBが950億ユーロの資金を短期金融市場に供給、FRBも240億ドルを供給
4	"	(WSJ)MMFがADCPに投資。サブプライム債券が担保となっていることを懸念してTBへの乗換えに懸命
5	8/10	(WSJ)中央銀行はリスク評価正常化の過程としてきたが、信用市場の動揺により政策姿勢が試されている
6	8/13	加投資銀行のコベントリーが資産担保付C P ( ABCP)の借換えが不能に
7	"	GSが傘下のHFに30億ドルの資金注入
8	8/14	ウォルマート5～7月決算が市場予想を下回る。通期の見通しも下方修正
9	8/15	メリル、住宅ローン最大手カントリーワイドの投資判断を引き下げ
10	"	(FT)米銀が住宅ローン、サブプライム担保証券へ投資するHFへの融資を拒否
11	"	(WSJ)格付け機関の無責任がサブプライムローンを増加させ、今頃判断を修正した。議会の対応が注目
12	"	(FT)1.5兆ドルの複雑な市場に試練：ADCPの担保資産内容に疑念を抱く借換えが困難に
13	8/16	(FT)EU欧州委員会が格付け会社にサブプライム関連投資リスクの指摘が不十分として調査開始

図表4．サブプライム・ローンに関する動き ～ F R B による公定歩合の引き下げ

14	8/17	カントリーワイド危機：ADCPで資金が取れず110億ドルの信用枠を利用
15	"	(FT)豪ラムズ・ホーム・ローンズ、ADCPの借換え不能により株価急落
16	"	(WSJ)今度の悪役はCP:HF、PE、投資銀行はADCP市場の拡大の主役、調達した資金でモーゲージ関連投資
17	"	米公定歩合引き下げ(6.25～5.75%)、借入期間を最大30日に延長、「幅広い担保を受け付ける」
18	8/20	(FT)短期金融市場の投資家が最近の金融ドラマの主役
19	"	独中堅州立銀行ザクセンLB、参加投資会社の資金繰り難により公的金融機関に緊急資金援助求める
20	8/21	安全資産への資金逃避が強まる。TB利回りの日中低下幅は87年ブラックマンデー以来に
21	8/21	バーナンキ議長、ドッド上院委員長、ボ財務長官と会談、「あらゆる手段を活用する用意がある」
22	8/22	ECBが3ヵ月物で400億ユーロ供給米銀大手4行(別途ドイツ銀も)が公定歩合で資金を借入れ
23	8/22	(FT)ドイツの銀行に対する融資に外銀が消極的になっている
24	8/23	(WSJ)21世紀の金融政策のマニュアルはまだない。バーナンキが今それを書いている
25	8/24	FRB、公定歩合貸出しについてサブプライム債券や資産担保CPも適格担保であると通達
26	"	中国銀行がサブプライム債券に関して11億元の引当金を計上

図表5．サブプライム・ローンに関する動き ～ 政府による救済策の発表

27	8/25	独州立銀行最大手バーデン・ビュルテンベルクLB、流動性危機のザクセンLB救済買収を発表
28	8/29	ECBトウンベルクゲレル理事、ヘッジファンドや銀行監督について国際的な規制調整が特に重要な分野
29	8/31	ブッシュ米大統領、サブプライム問題で借り手救済策を発表
30	"	バーナンキ議長が講演で「必要に応じて行動」と表明
31	9/5	米SEC局長、サブプライム問題で格付け会社が果たした役割を調査中と議会下院委員会で証言
32	9/12	ECB、タム物金利上昇に対応し臨時3ヶ月ものオペを実施
33	"	EU委員、加盟国に金融市場動揺での信用格付け会社が及ぼした影響に関する調査書の年内提出を指示
34	9/13	(FT)FRB、流動性逼迫対処で追加措置検討中
35	9/14	BOE、資金難に陥った中堅ノーザンロック銀に緊急資金支援を実施
36	"	加中央銀行ドッジ総裁、金利をもっときつ引き上げておくべきであったと英エコノミスト誌に語る
37	9/17	英ノーザンロック発行の証券化商品、ドイツ銀やアリアンツ傘下のファンドが購入していたことが判明
38	"	EUマンデルソン委員、サブプライム問題による英銀の破綻について、国際投資規制がこれまで以上に必要
39	9/18	(FT)ムーディーズ、格付け方法の改善を検討、流動性などを加味する方向で
40	"	米住宅ローン最大手カントリーワイドフィナンシャル、サブプライム事業からの撤退を表明
41	9/19	米下院、ブッシュ大統領が打ち出したサブプライム対策の柱となる関連法案を可決
42	"	米政府、政府系住宅金融機関に対し、サブプライム債権買取の上限規制を緩和

図表6．サブプライム・ローンに関する動き ～ 金融機関の決算とSIV問題

43	9/20	米下院サブプライム公聴会：ポールソン財務長官、政府系住宅金融会社の積極活用を表明
44	"	" : バーナンキ議長、「必要に応じて行動する」
45	"	証券大手6-8期決算、ヘアスターズ61%減益、リーマン3%減益、モルスタ17%減益、GSは79%の増益
46	"	独メルケル首相、サブプライム問題を受け「格付け機関やヘッジファンドの透明性向上が世界的な利益」
47	9/21	FRBウォルシュ理事、サブプライム問題は引き金にすぎない
48	9/24	IMF半期金融報告、サブプライム損失2000億ドル、金融市場混乱長期化の可能性、格付け方法見直しなど指摘
49	9/26	米SEC委長、米上院格付け問題公聴会で、有力格付け会社を不正の有無について調査中と表明
50	10/1	UBS信用不安を受け7-9期に34億ドルの評価損計上・赤字転落の見通しと発表
51	"	シティ、7-9期は33億ドルの評価損計上により60%の減益見通しと発表
52	"	ドイツ銀、7-9月期に22億ユーロの評価損を計上すると発表
53	10/5	コーンFRB副議長、米経済緩やかな成長続く、サブプライムの影響これまでは限定的にとどまる
54	10/6	ウォルシュFRB理事、金融市場に正常化の兆し、緊張はしばらく続く見込み
55	10/12	ラトIMF専務理事、信用不安も過剰規制は避けるべき
56	10/15	米大手銀行3行の主導により、SIVの損失処理のためのファンド創設を発表
57	10/16	カナダがABCP市場救済策の2ヵ月延長すると発表

(出所) 報道等により作成