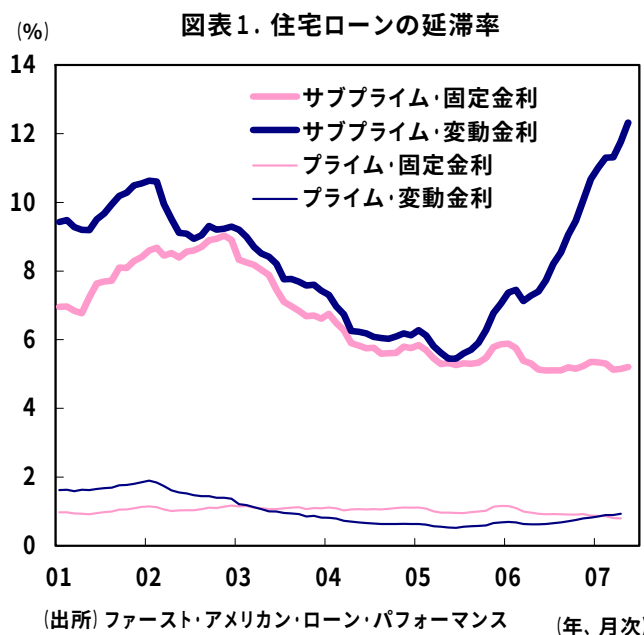


米国のサブプライム・ローン問題について

Q1. 米国のサブプライム・ローン問題が懸念されていますが？

- ・ サブプライム・ローンとは、過去に延滞り歴があるなど信用力の低い借り手を対象とする住宅ローンです。米国の住宅ローン残高は約 10 兆ドルですが、このうち 1 割強にあたる 1.3 兆ドルの残高があるとされています。このサブプライム・ローンの延滞率が上昇していることが懸念されています。
- ・ どのような人々が延滞しているのかについて、一つの特徴がみられます。それは、雇用が悪化している地域で延滞率が上昇するという関係がみられることです。もっとも、金融市場などでは、住宅市場の低迷が長期化していることと、サブプライム・ローンを中心に延滞率が上昇していることが関連付けて理解されているようです。
- ・ サブプライム・ローンの延滞率が上昇すると、金融市場にどのような影響が及ぶのでしょうか。米国の住宅市場の金融の仕組みをみると、住宅金融会社は住宅ローンを提供するとともに、その住宅ローン債権を担保に証券（債券）を発行します。これらは MBS（不動産担保証券）や RMBS（住宅ローン担保証券）と呼ばれています。証券の価格を決める際には、証券の原資産（証券価値の裏付けとなる資産、この場合は住宅ローン債権）のリスクを評価する格付けが重要となります。サブプライム・ローンの延滞率が上昇したことによって、RMBS の格付けが低下し価格が下がり、そのような証券で資産運用を行っていた投資家が損失をこうむることになったのです。



Q2．なぜこれほど大きな混乱になったのですか？

- ・ 米国のヘッジ・ファンドや投資銀行の最近の特徴として、CDO（合成債務担保証券）と呼ばれる金融商品への投資を拡大させていたことが指摘できます。CDOとは、いくつかの債券を合成して作った金融商品のことで、いくつかの債券を合成することにより、リスク分散のメリットがあるほか、合成する商品の中に高リスク・高リターン型の債券を組み合わせることにより、相対的に高い利回りが期待できる商品にすることが可能です。
- ・ 金融市場で問題とされたのは、第一に、CDOの中に、サブプライム・ローンを原資産とする債券が組み込まれていたことです。サブプライム・ローンの延滞率は、Q1でみたとおり、当初予想された以上に悪化しています。このため、サブプライム・ローン関連の債券が組み込まれたCDOに対するリスク認識が急速に広がりました。
- ・ 金融市場の混乱を引き起こした第二の要因は、CDOを処分しようとしても、新しい金融商品であるため、流通市場が十分に整備されていないことや、商品設計が複雑であることから、流動性（換金性）が非常に低かったことです。このため、CDOを処分しようとする、理論的に計算される当初の想定価格と比べ、1/10 以下の価値しかもたなかったり、あるいは、全く価値がないとされたりしてしまうことが分かりました。CDOで運用する投資家が増えていたことから、金融市場はパニック的な状況になったのです。

Q3．金融市場の混乱の原因として他にどのようなことが指摘されていますか？

- ・ ヘッジ・ファンドなどが、投資家からの出資金や短期金融市場での調達資金に加え、元手の10倍ほどの資金を銀行からの融資でまかない、運用成績を拡大させていたことも、危機を増幅させた要因と指摘されています。金融機関から融資を受けるさいに、運用資産に担保が設定されるため、CDOの値下がりにより追加担保が求められ（追証の発生）、価値の高い手持ち資産まで処分売りをする必要が生じたのです。サブプライム問題とあまり関係がない日本株が下落したのはこのためとされています。
- ・ また、サブプライム問題と直接関係がないものの、類似性がみられた分野でも投資が減少しました。株式市場ではM&Aマネーの流入が株価を押し上げていたとされてきましたが、買収ファンドの資金調達をみると、CDOに投資していたヘッジ・ファンドと似た構図がみられます。低格付け債券を発行するとともに、銀行借入に依存していたのです。銀行が買収ファンドへの融資を傾斜させた背景には、ファンド向けローン債権は高い利回りが期待されるため、証券化してヘッジ・ファンドなどに売却すると、多額の手数料を得ることができたからです。

- ・ところが、サブプライム・ローン問題の混乱が拡大したことにより、高リスク・高リターン型の債券への投資が敬遠されるようになり、資金調達が進まず買収がストップする案件が目立つようになりました。M&A案件が停滞したことは、株価下落の要因になったとされています。

図表 2．投資家の行動パターン

①ヘッジ・ファンドの運用例		②企業買収ファンドの運用例	
投資資産	資金調達手段	投資資産	資金調達手段
CDO	・投資家からの出資金 ・短期金融市場での資金調達 ・金融機関からの借入れ	上場企業 (買収)	・投資家からの出資金 ・低格付け債券の発行 ・金融機関からの借入れ

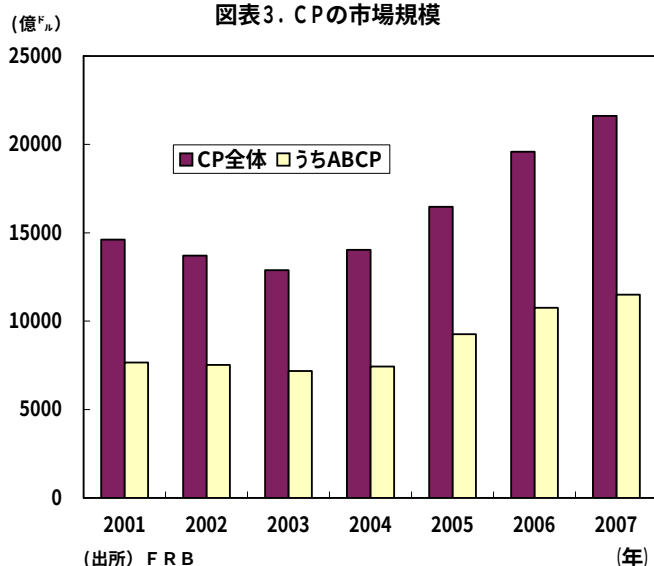
(出所) ウォール・ストリート・ジャーナル紙の報道などにより作成

Q 4．株価や為替相場は落ち着きを取り戻し始めているようにみえますが？

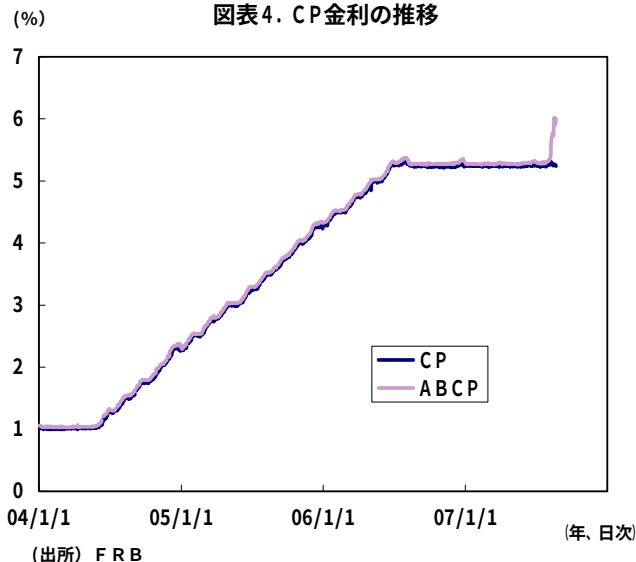
- ・ Q 2 で指摘した一連の金融パニックは、落ち着きを取り戻している印象があります。しかし、短期の資金調達を行うコマーシャル・ペーパー（CP）の金利は上昇したままです。このためCPで資金調達を行っていた金融機関や投資銀行、ヘッジ・ファンド、企業などの資金繰りが困難な状況は、依然として解消されていません。
- ・ 短期金融市場は、本来は日々の運転資金の過不足を調整する市場であり、信用リスクが相対的に低い市場です。この市場で特に資金調達が困難となっているのが、資産担保付きのコマーシャルペーパー（ABCP）です。CPを発行して資金を調達するさいには、発行主体の信用度が重視されますが、ABCPは担保資産の裏づけがあるため、発行主体の信用度が高くない場合でも、資金調達が可能となる証券です。米国のABCPの7月末の発行残高は約 1.2 兆ドルと、CP市場全体（約 2 兆ドル）の半分以上を占めています。
- ・ 近年では、銀行が特別目的会社を設立して貸出債権を移管し、特別目的会社がABCPを発行するケースが増加しているようです。このようなケースでは、銀行の貸出資産をバランスシートから切り離すことが可能となり、BIS規制に適応しやすいことがABCP市場の拡大の要因となりました。
- ・ しかしABCPは、担保資産の裏づけがあれば、発行が容易であることから、ヘッジ・ファンドや投資会社などが、手持ちのCDOなどを担保に資金調達を行い、調達した資金をさらにCDOなどに投資するということがみられました。特に、2004～06 年には、ABCP市場の拡大が一段と加速していたため、ヘッジ・ファンドなどによるA

D C Pの発行が増加していたと思われます。ところが今回の金融市場の混乱により、C D Oなどの担保資産の資産価値に疑念が生じ、敬遠されるようになったため、A B C Pによる資金調達が困難となっているのです。

図表3. CPの市場規模



図表4. CP金利の推移



Q 5. F R Bはどのような金融政策を実施しているのでしょうか？

- ・ F R Bは、サブプライム・ローン問題を契機とした信用不安の発生、拡大を防ぐため、8月9日以降連日にわたり、短期金融市場に大量の資金供給を行なっています。また17日には、同様の目的により公定歩合を6.25%から5.75%に引き下げました。
- ・ 一連の政策で注目されるのは、短期金融市場でのオペの対象資産として、当初、M B Sが認められたことでした。また、公定歩合が引き下げられたさいには、これまで翌日物であった貸出し期間を最大30日に延長するとともに、オペの対象資産について、「住宅ローンおよびその関連資産を含む幅広い担保を受け入れる」と明記されました。「幅広い担保」の具体的な内容について、米ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、サブプライム・ローン担保証券が含まれていると報じています。
- ・ F R Bの目的は、リスク回避行動が行過ぎることによって、短期金融市場で資金調達が行えなくなった金融機関や企業の資金繰りを担保することにあります。現時点では、A B C P市場で依然として資金繰りが困難な状況が続いていることを踏まえ、24日には市場への資金供給を管理・執行するニューヨーク連銀が、オペの対象資産としてA B C Pを追加すると発表しました。
- ・ こうしたF R Bの政策対応には、評価が高まりつつありますが、A B C P市場の困難が今後も解消されない場合には、新たな政策が実施されることになります。たとえば、

資金の貸出し期間をさらに延長することや、サブプライム・ローン担保証券や格付けの低いCDOなどをオペの対象とすること、場合によっては、公的資金の注入により劣化資産の買取りなどの可能性が考えられるでしょう。

- ・ 金融市場では、政策金利であるFF金利の引き下げ期待が高まっています。もっとも、これまでのFRBの政策対応は、短期金融市場での資金繰り難の解消を目指したものであり、景気や物価動向に基づいて判断されるFF金利の変更とは、目的も効果も異なることに注意する必要があるでしょう。FF金利の変更が必要と判断されるようになるには、経済情勢の推移をしばらく見守る必要があり、現時点では時期尚早といえるでしょう。

図表５．FRBの金融政策

8/8	短期金融市場への資金供給 ・ 8月9日以降14兆ドルの資金を供給（24日まで） ・ レポの対象資産として、MBSを容認
8/17	公定歩合を5.75%に引き下げ ・ 貸出し期間を最大30日に延長 ・ レポの対象資産を、住宅ローン関連資産を含む広範囲に拡大
8/24	レポの対象資産としてABCPを認める

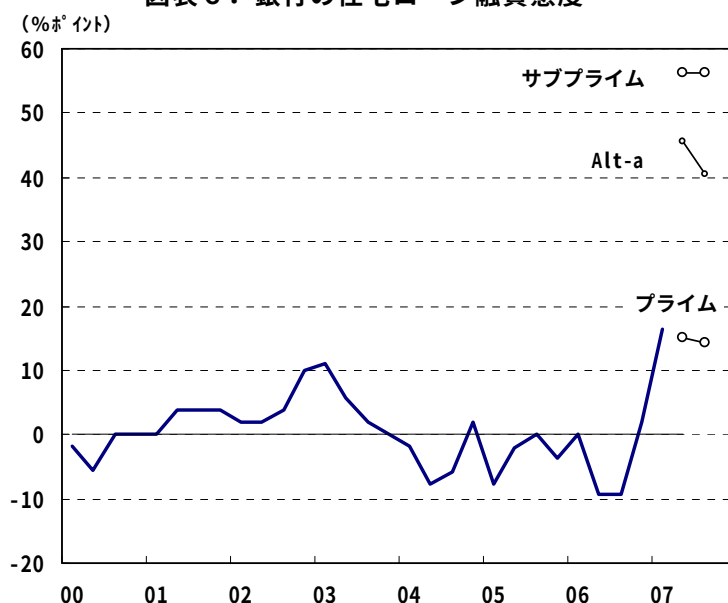
（出所）FRB、NY連銀

Q6．米経済は堅調さを持続することが可能でしょうか？

- ・ 今回の金融市場の混乱は、住宅投資や個人消費などにどのような影響を与えるかは日本経済にとっても重要な点といえます。
- ・ まず、住宅投資については、すでに大幅な調整が進んでいたことから、これまでは、一段と落ち込む可能性は小さいと思われていました。しかし、サブプライム・ローン市場の混乱が明らかとなり、金融機関が住宅ローンの融資姿勢を厳しくする動きがみられます。このため、住宅投資は当初の見通しと比べ、一段と下方修正する必要性が出てきているといえます。
- ・ 当社ではこれまで、米国の住宅投資の減少幅に注目し、2006年7～9月期の前期比年率20%減からマイナス幅が縮小傾向であったことから、足元7～9月期の減少幅はさらに縮小し、10～12月期には小幅ながらプラスに転じると予想していました。しかし、サブプライム・ローン市場の混乱の影響により、住宅投資の下げ止まりの時期は2008年後半以降になるとみられます。このため、住宅投資は今後も5%程度の減少が続いていくと予想を修正しました。

- ・ 米国の住宅投資はGDP全体の6%程度を占めますので、GDP成長率全体でみると、これまでの見通しと比べ0.3%程度下方修正されることになります。従来は、年後半から来年にかけて、米経済が3%程度の潜在成長率並みの成長を続けるとみていましたが、2%台の後半へ下方修正する必要があります。
- ・ もっとも、雇用、所得の安定が個人消費を下支えし、好調な海外経済が米企業の収益を押し上げる構図は依然として健在です。住宅投資の一段の冷え込みが、個人消費に波及することが懸念されますが、そのような可能性はあまり大きくないでしょう。

図表6．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。
 2007年2月調査より対象ローンにより3分化した。
 (出所) FRB

お問合せ先 調査部 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。