

## (未定稿) サブプライム問題に見る現代金融の病弊

### サブプライム問題に端を発する国際金融不安

2007年の夏以来、サブプライム問題と呼ばれる金融不安が世界的に広がった。サブプライム問題は、もともとは米国で低所得者など返済能力に不安のある借り手に対する住宅ローンが急増し、その多くが住宅市況の悪化によって返済不能になり、これらのローンを原資産として組成された証券の価格が大幅に下落した結果、これらの証券を大量に保有していた銀行や機関投資家に巨額の損失が発生したことから広がった金融不安である。

サブプライム問題に端を発する今回の金融不安は、これまでの金融不安と比べて、大きな特徴をもっている。それは、これが「資産証券化」と呼ばれる、最新の金融工学を利用した金融取引が世界的に広がった状況のもとで発生した、最初の大規模な金融不安だということである。これは、1987年に世界の株式市場を揺るがした米国のブラックマンデーにも、1998年に世界中の金融当局をあわてさせた巨大ヘッジファンドの破綻にも、さらには90年代の日本のバブル崩壊に伴う金融危機にも見られなかった際立った特徴と言える。

したがって、今回のサブプライム問題がなぜわれわれが目当たりしているような深刻かつグローバルな金融危機として広がったのかを理解するためには、資産証券化と呼ばれる新しい金融取引の仕組みと、この市場が過去10年ほどの間に爆発的に膨張してきた背景を理解することが必要である。

### 資産証券化の仕組み

資産証券化は、従来は市場で直接売買することが難しかった銀行の資産（住宅ローンや企業向け貸出債権など）を、社債や国債と同じような債券（資産担保証券）に作り変えて市場で投資家に販売する金融技法である。その際、投資家に支払われる利子や元本は、もとのローンの借り手が銀行に返済する元利金が充てられる。また、一般の社債の場合と同様に、発行業務は大手証券会社（米国では投資銀行と呼ばれる）や銀行の証券子会社によって引き受けられ、利回りは格付け会社の格付けにもとづいて決められる。

資産証券化は、1980年代に米国で住宅ローンの証券化を中心に発達し、とりわけ90年代以降、米国の大手金融機関はこの取引で莫大な利益を上げてきた。さらに2000年以降になると、ヨーロッパや日本の大手金融機関も、この金融取引に積極的に参加するようになった。

それとともに、証券化される元の資産の種類も住宅ローンだけではなく、自動車ローン、消費者ローン、カードローン、中小企業向け貸し出し、企業の受取債権など様々なローンに広げられ、さらには、オフィスビルやアパートなど定期的な賃貸料をもたらす不動産なども資産に組み込まれるようになった。

さらに、最近では、こうして様々な資産をもとにして発行された資産担保証券を担保にして、二次的に発行される債務担保証券と呼ばれる新しい種類の証券も大量に発行されるよ

うになっている。実は、今回のサブプライム問題で大幅に価格が下落して銀行やヘッジファンドに莫大な損失をもたらしている証券の大半は、こうした二次的な資産担保証券である。

#### 資産証券化はなぜ爆発的に広がったのか

1990年代以降、世界の主要な金融機関はこぞって資産証券化ビジネスに殺到し、「金融の証券化」と呼ばれる現象が進展した。このように銀行の主要業務が融資から証券ビジネスに移った理由は、大手銀行にとって、従来のような大手企業との取引で利益を上げ続けることが次第に難しくなってきたためである。

1980年代以降、アメリカを始め先進国の政府と金融当局は、不況を回避して経済成長を維持するために、繰り返し金融緩和政策を実施してきた。これに加えて、米国が慢性的に経常収支の赤字を出し続けたために、世界中に何兆ドルもの資金が散布されてきた。さらに、先進国の主要産業が、かつての鉄鋼業や化学工業のような巨額の設備投資を必要とする産業から、サービス業や情報産業などの非装置産業に転換したために、企業からの資金需要が低迷するようになった。

こうした理由から、90年代以降、国際的に見ても、企業と金融機関の手元に莫大な資金が集まるようになり、金利は低下傾向をたどってきた。このために、大手銀行は従来型の企業金融だけでは十分な利益を上げられなくなり、その穴埋めをする方途を資産証券化ビジネスに求めるようになったのである。

1990年代以降、資産証券化ビジネスが世界的に急拡大を遂げたもう1つの重要な理由は、大手銀行にとって、従来 of 企業や個人に代わって、投資信託、年金基金、ヘッジファンド、保険会社その他のいわゆる機関投資家が重要な取引相手になってきたことである。これらの機関投資家は、企業や個人から預かった莫大な資金を株式や債券などの証券に投資して運用することを業務としており、これらの機関投資家にさまざまな資産担保証券を売りさばくことが、大手金融機関にとって大きな収益源になってきたのである。

#### 資産証券化はなぜ儲かるのか

1990年代以降、世界中の大手金融機関が米国の投資銀行にならって資産証券化ビジネスに殺到した理由は、この新しいビジネスがまるで錬金術のように莫大な利益を生み出したからである。この錬金術の秘密を、住宅ローンの証券化で説明してみよう。

銀行が貸し出す住宅ローンの借り手には、返済能力に問題の無い人も多いが、中には所得が不十分であったり、頭金を用意できなかつたりで返済に不安のある人もいる。銀行が借り手を慎重に審査して選別できる場合には、返済に不安のある人は融資対象から除かれる。しかし、前述したように、銀行の手元に資金がダブっている状態では、銀行の審査基準が甘くなり、返済に不安のある人にも積極的に融資する傾向が強まる。今回のサブプライム問題が表面化する以前には、まさにこのように返済に不安のある人たちへの融資が20

05年以降急増していたのである。

返済に不安のある人に貸し出しをする時は、銀行は通常よりも高い金利を要求する。借り手がなんとか資金繰りをつけて返済を続ける限り、銀行には大きな金利収入がある。これに対して、これらのローンを担保にして銀行が発行する証券は、さまざまな工夫によって安全な証券と見なされ、これを購入した投資家には比較的低い金利が支払われる。つまり、住宅ローンで銀行が受け取る金利と銀行が投資家に払う金利には証券化の経費を差し引いても大きな利鞘が取れる構造になっている。

しかも、銀行は住宅ローンの件数がある程度まとまるとそれを証券化して投資化に販売することで、融資した資金を短期に回収し、再び住宅ローンにまわすことができる。こうして、資金を効率的に回転させ、住宅ローンを膨張させるたびに前記のような利鞘が手に入るのが、錬金術としての証券化の仕組みなのである。このために、銀行にとっては、証券化によって利鞘を稼ぐことが目的となり、住宅ローンは証券化の材料を手に入れるための手段になったのである。

#### 錬金術の助手を務めた格付け会社

ただし、このような錬金術がプロの投資家が集まる金融市場で通用するためには、さらに幾つかの仕掛けが必要であった。

その第一は、証券の担保に、住宅ローンだけではなく、自動車ローンや消費者ローンなどさまざまなローンを混ぜ合わせることで、金融専門家のいわゆるリスク分散効果を出すことである。つまり、万一住宅ローンで延滞率が上昇しても、他のローンからの回収で埋め合わせができるという理屈である。しかし、実際に銀行が行っていたのは、リスク分散と称して、各種ローンの中でもリスクの大きな、つまり質の劣るローンを混ぜ合わせることであった。いわば、少量の高価な銘柄酒にいろいろな安物の酒を大量に混ぜて、風味が増したと称して全体を銘柄酒と同じ高値で販売し、暴利を上げるのと同様のやり方である。もう1つの仕掛けは、格付け会社と結託し、証券に高い格付けを付けてもらうことである。証券市場で売り出される債券の価格は、格付けによって決まる。なぜなら、格付けはその債券が満期になるまでに債務者が支払不能になって利子や元本が回収できなくなる危険性を専門の格付け会社が評価した結果で、債券の安全性を示す最も信頼できる基準と見なされるからである。

このように投資家の判断基準になる格付けが行える会社は、世界に事実上3社しかなく、しかも全てアメリカのウォール街（金融界）と密接に結びついた会社である。格付け会社は、証券を発行する銀行などから依頼を受けて、大きな手数料をとって格付けを行う。つまり、格付け会社にとって銀行は大口の顧客である。このために、格付け会社は銀行の要望に沿う形で、実際のリスクを反映しない甘い格付けを与える傾向があるといわれている。事実、今回のサブプライム問題では、担保の中にリスクの大きなローンが大量に混ぜ合わされた劣悪な証券に、気前よく最上級の格付けを与え、銀行がこれらの証券を高値で投資

家に売りさばいて莫大な利益を上げるのを手助けしたのである。その際、従来の社債などと異なり、資産担保証券はその構造が複雑なことから、格付けにも高度の専門知識が必要という理由で、格付け会社は社債の格付けの2～3倍の手数料を受け取っていたと言われている。

#### 鍊金術のリスクを買ったモノライン保険

今回のサブプライム問題では、前記の格付けに加えて、さらにもう1つの仕掛けが容易されていた。それは、モノラインと呼ばれる金融商品の保険制度である。

モノラインのモノとは、モノレールのモノと同じで、1つだけという意味の形容詞である。つまり、モノライン保険とは、債券の信用リスクをカバーする保険だけを売り、それ以外の保険（生命保険や一般の損害保険）は取り扱わないことで認可を受けた保険会社である。もともと、モノライン保険は、アメリカの各州が発行する州債に対して、発行者である州が財政危機に陥って支払いができなくなった場合に、その支払いを肩代わりする保険ビジネスであった。各州は、このような保険を付けることで大量の州債を発行し、財政の資金繰りをつけることができたのである。その限りでは、モノライン保険は、アメリカの地方財政の発展に有益なサービスを提供してきた。

しかし、州債の保健サービスで成功して大規模化し、さらに新規参入で競争が激しくなったモノライン保険会社は、90年代に爆発的に膨張した資産証券化市場に参入し、その後はむしろ、州債よりも資産担保証券に対する保険販売が主要業務に変わっていった。近年では、モノライン保険各社の収益の約半分が資産担保証券関連で生み出されている。

資産担保証券を売りさばく銀行は、自分が発行する証券に、まず第一に格付け会社からAA以上の優良な格付けを付けてもらい、第二に、モノライン保険を付けて万一証券が支払不能になってもその肩代わりを保証してもらうことで、投資家にいわば二重の安心を与え、大量の証券を高値で売りさばき、莫大な利益をあげてきたのである。

#### 大手銀行の巨額損失

今回のサブプライム問題の前例のない異常さは、資産担保証券を購入した投資家だけではなく、前述のような仕掛けを利用して大量の資産担保証券を売りさばき、莫大な利益を上げてきた世界中の大手銀行が、突然莫大な損失を公表するという事態に現れている。2007年の秋から2008年にかけて、メリルリンチ、シティグループ、UBS（スイス）などの世界を代表する金融大手が相次いで公表した損失は、その金額の莫大さに世界中の人々が驚愕するほどであった。金融機関の損失は、現在（2008年5月）なお拡大し続けており、それが最終的にどれほどに達するのか誰にも予測が付かない状況になっている。それでは、これまで資産証券化ビジネスで主導権を握り、莫大な利益を上げてきた大手銀行が、なぜこのような巨額の損失を公表せざるをえなくなったのであろうか。

これまでのところ、各銀行は今回の巨額損失がどのようにして発生したのかを詳らかにす

る情報を公表していない。しかし、各種の報道によれば、損失の大半は、銀行が自己勘定で保有していた証券の評価損と、関連会社として運用していた特別目的会社（SPV）にはめ込んでいた証券の評価損、から発生したと考えて間違いないであろう。つまり、大手銀行は、大量の証券を売りさばいていただけではなく、自分自身が大量の証券を保有して投資家としても利益を上げていたのである。しかし、このようなやり方はサブプライム問題の表面化によって崩壊し、自己勘定や特別目的会社を通じて保有していた大量の証券の評価損を自ら被る結果になったのである。

#### 当局の緊急措置と金融監督制度の改革

2007年夏にサブプライム問題が表面化し始めた時、アメリカの金融当局（連邦準備制度理事会と財務省）は、延滞しているローンは住宅ローン全体から見ればごく一部で、金融システムに不安を引き起こす深刻な問題ではないと繰り返し述べていた。そう言いながらも、欧州中央銀行などと計り、金融不安を緩和するため莫大な資金供給を繰り返していた。しかし、2008年春になっても銀行の損失が増え続け、3月には大手投資銀行のベア・スターンズが事実上破綻する事態に追い込まれたことで、金融当局は金融システムの崩壊を食い止めるために、異例の介入に踏み切らざるをえなくなった。

アメリカ政府はすでにかねてより、サブプライム債務者に対する利払い猶予措置を打ち出していたが、これに加えて財務省は、金融監督制度の大幅な改革案を打ち出した。その骨子は、分散している監督権限を集中して監督制度の統合化をはかること、監督機関の監視機能をヘッジファンドの活動にまで拡張することなどである。また、連邦準備制度理事会は、ベア・スターンズの買収資金として300億ドルをJPモルガン・チェースに貸し出し、さらに他の証券会社に対しても資産担保証券などを担保にして200億ドルの融資枠を設定することを決定した。

また、これまで莫大な損失を計上し、自己資本の不足に追い込まれた大手銀行は、相次いで産油国や中国などの政府系ファンドから巨額の資本を受け入れることを公表した。アメリカのウォール街に君臨する大手銀行が海外から資本を受け入れるのは前例がないわけではないが、これほど多くの銀行が先を争うようにして中東や中国から資本を受け入れる状況は、やはり歴史的な出来事と見ることができよう。

これらの措置によってサブプライム問題は小康を得た状態になっているが、今後この問題がどのような形で収束に向かうのか、また、今回当局が打ち出した緊急措置ならびに銀行の外資導入が今後の金融監督体制にどのような派生的問題を引き起こすのか、注目される点である。