

サブプライム問題と国際資本市場

久留米大学

伊豆久

1：はじめに～課題の設定

サブプライム問題から見た国際資本市場の今日的特徴は何か¹

金融緩和、安い資金供給、楽観、法令モラル違反（事後的な？）、資産価格の急騰と急落
→あらゆる「バブル」に共通（⇒市場経済の「本質」）

例えば

・不動産関連融資におけるバブルの破裂・・・日本のバブル崩壊、S&L危機

↔一国内ではなく国際的

・世界同時的なバブルの破裂・・・2000年ITバブルの破裂

↔一国（米国）から出発して海外に波及

ハイテク企業の収益評価（株式市場）ではなくクレジット市場

・ヘッジファンド危機・・・98年LTCMの破綻

↔<1ファンドの失敗>による<市場の動搖>ではなく、

<市場の動搖>による<多数のファンドの失敗>

米国における不動産関連融資の不良債権化

→米国から欧州・日本へ ————— **国境横断的**・・・<融資の市場化>

→融資市場から外為・株式市場へ———— **市場横断的**・・・導管としての<ヘッジファンド>

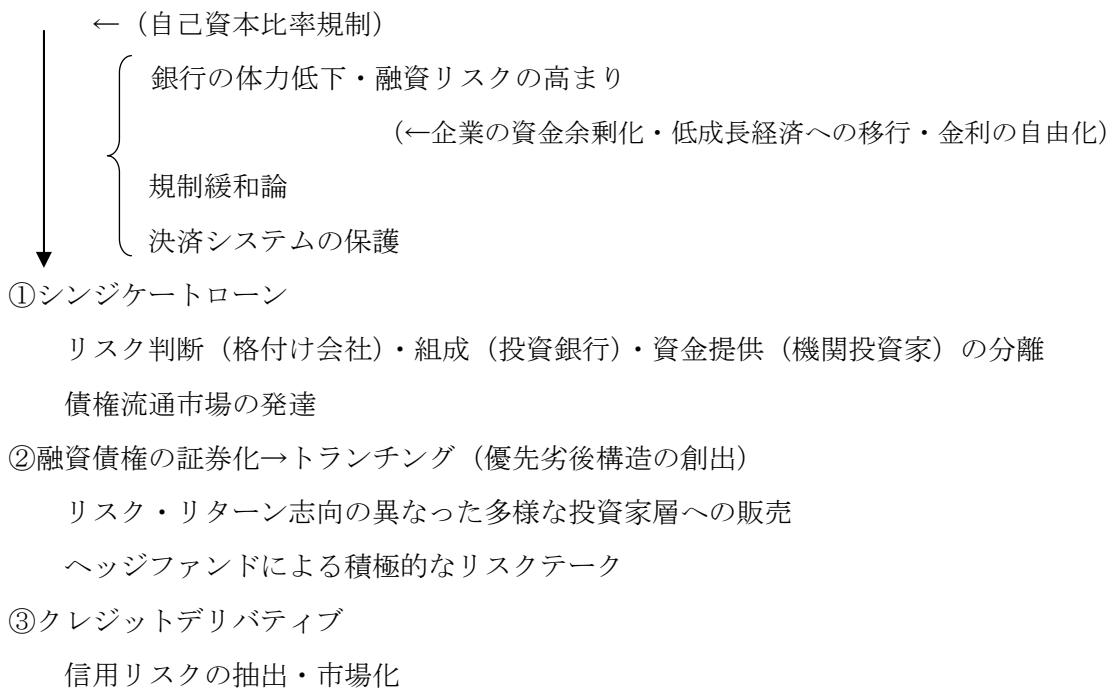
→欧米投資銀行による巨額損失→信用不安

(→米国の景気悪化→世界的な景気悪化)

¹ サブプライム問題の推移・背景に関しては、金融当局・実務家の各種レポート参照。①金融市場戦略チーム（金融担当大臣の私的諮問機関）「第一次報告書」2007年11月30日、②内閣府『世界経済の潮流』2007年秋号、2007年12月（第1章サブプライム住宅ローン問題の背景と影響）、③遠藤久佳「サブプライム問題の現状把握と将来の展望」『財界観測』2008年1月、④日本銀行金融市场局「金融市场レポート—2007年後半の動き—」2008年1月（第2章サブプライム住宅ローン問題と国際金融市场の混乱）、⑤江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』商事法務、2008年、⑥大垣尚司「サブプライム問題と市場化経済」『証券アナリストジャーナル』2008年3月、⑦安岡彰「サブプライム問題後のウォール街」『知的資産創造』2008年6月号。

2 : <融資の市場化>

伝統的な融資：個別銀行によるリスク判断、資金提供、債権満期保有



証券化（トランシング）の例

100 億円 (1,000 万円 × 1,000 人)、1 年、金利 10% の住宅ローン (100 億円 → 1 年後 → 110 億円)

↓ RMBS (住宅ローン担保証券) の組成

合計 100 億円 110 億円 (10%)

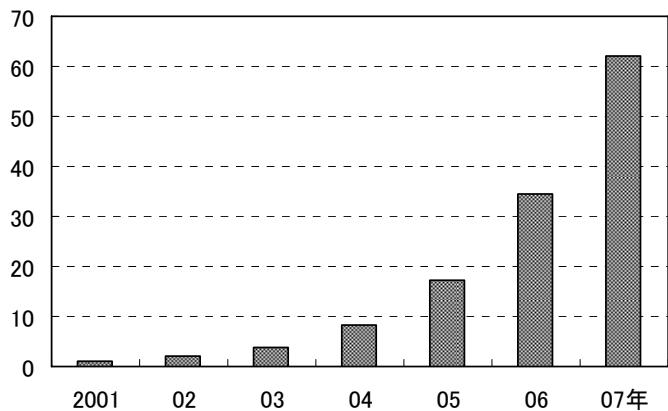
60 億円 (1 年後 → 63 億円 · 5%)	シニア (AAA : ローリスク・ローリターン)
30 億円 (1 年後 → 33 億円 · 10%)	メザニン (BBB : ミドルリスク・ミドルリターン)
10 億円 (1 年後 → 14 億円 · 40%)	エクイティ (格付けなし : ハイリスク・ハイリターン)

↓ 貸し倒れが発生し 90 億円しか回収できなかつたとすると・・・

合計 100 億円 90 億円 (- 10%)

60 億円 (1 年後 → 63 億円 · 5%)	シニア
30 億円 (1 年後 → 27 億円 · - 10%)	メザニン
10 億円 (1 年後 → 0 億円 · - 100%)	エクイティ

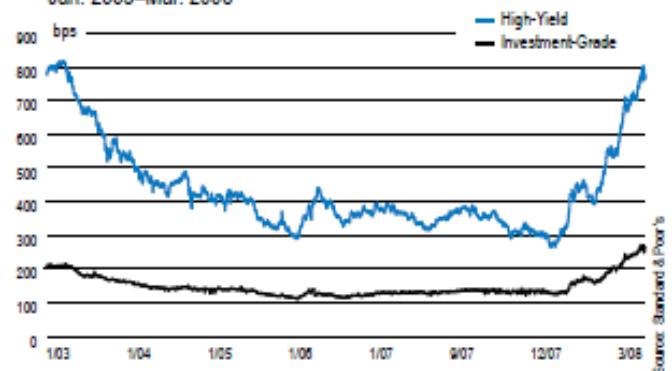
図1 クレジット・デリバティブ(CDS)の残高
(兆ドル)



(出所)ISDA(www.isda.org)資料より作成。

図2

S&P Corporate Composite Spreads
Jan. 2003-Mar. 2008



(出所) SIFMA, *Research Quarterly*, May 2008.

金融緩和（長期金利の「謎」）+技術革新（融資の市場化）→リスク判断の歪み

市場化の<未成熟=行き過ぎ>

技術革新と「インフラ」のアンバランス・・・格付けの妥当性・過度の依存
証券化商品の流動性リスク判断・価格評価の失敗
ファンド（SIV等）へのクレジットライン→銀行への波及

（←→リスク分散による金融システムの頑強性）

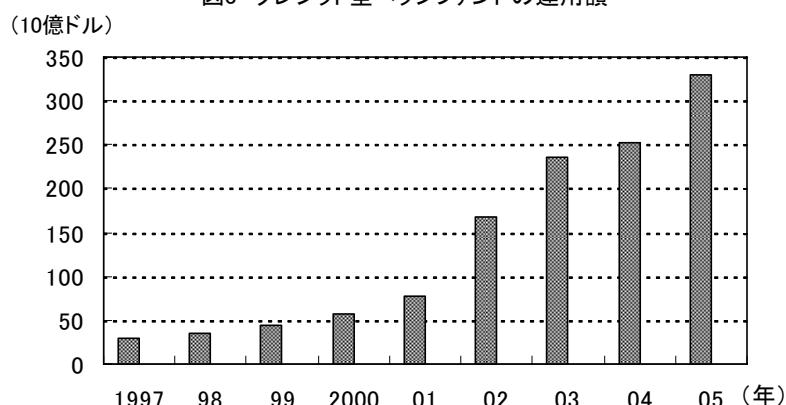
価格付けの歪み→裁定機会→仲介機関（投資銀行）による巨大ポジション

3 : ヘッジファンドを通じた影響の広がり

設備投資の低迷

ヘッジファンドによるハイリスククレジット商品への投資
→低格付け債務の利回り低下（←倒産確率の低下←好景気の持続・自己資本比率の上昇）
(→安易な資金供給→倒産確率の押下げ)

図3 クレジット型ヘッジファンドの運用額



(出所)IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2006 (Chapter 2 "The influence of credit derivatives and structured credit markets on financial stability")

サブプライムローンの延滞率の上昇
 →損失の発生・償還請求
 →株式市場・外為市場での換金売り・・・円キャリートレードの巻き戻し

プライベートファンド台頭の背景

ヘッジファンド、買収ファンド、アクティビストファンド等
 ⇔ 公募ファンド（投資信託）
 分散投資、出資・報酬への制約、情報開示

←機関投資家による出資の増加
 ・長期金利低迷による運用難
 ・インデックス投資+オルタナティブ投資

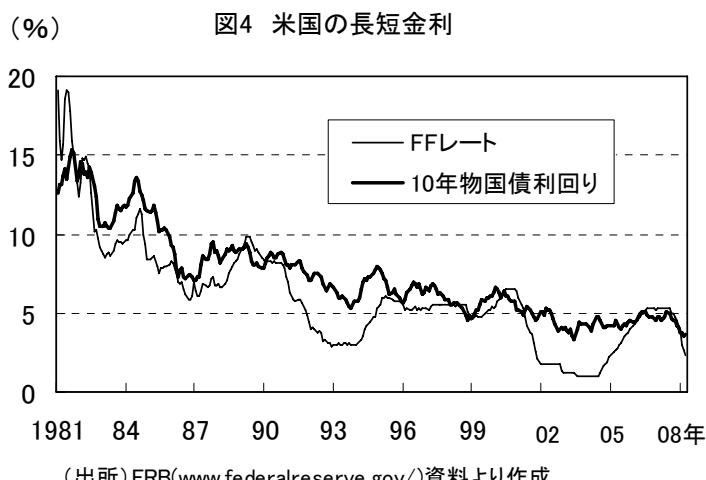
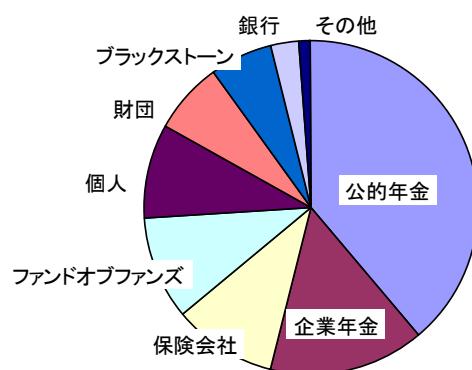


図5 ブラックストーン・ファンドへの出資者



(出所)ブラックストーン目論見書(Form S-1)より作成。

4 : 買収ファンドによるM&Aブーム (2003年頃~07年初)との共通性

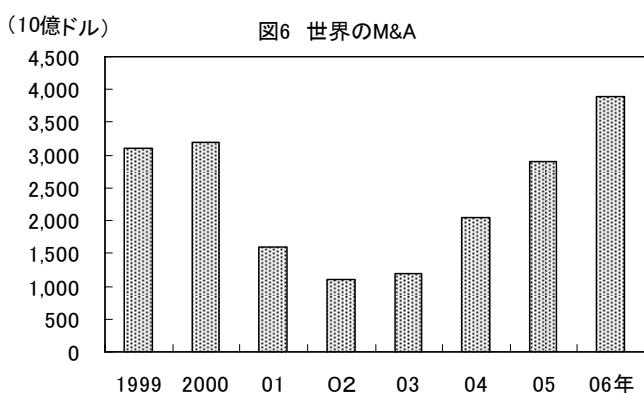
買収ファンドによるM&A=レバレッジドバイアウト

→買収先企業のキャッシュフローを担保にした高利回りの資金調達による買収

←ヘッジファンドによる積極的な資金供給

←<融資の市場化>+<ファンダムブーム>

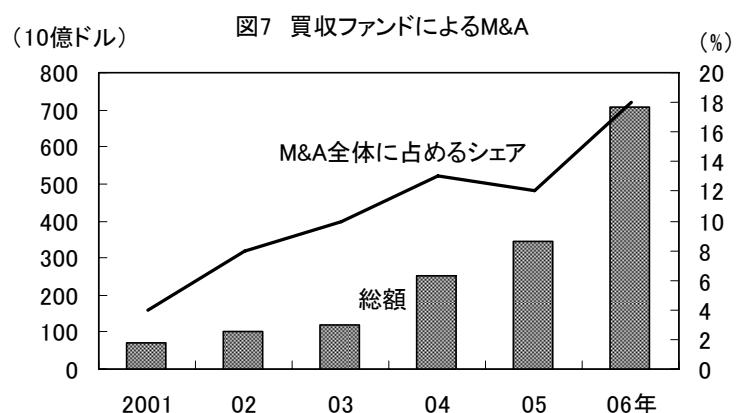
↔ ITバブル期の株式交換によるM&Aブーム



(注)06年は12月20日まで。

(資料)Dealogic.

(出所)Financial Times, December 21 2006.

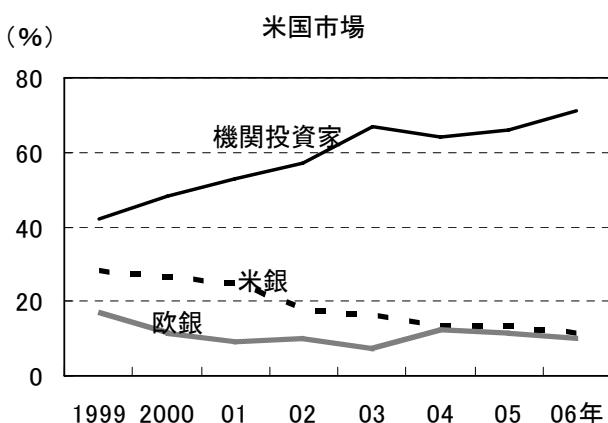


(注)06年は12月20日まで。

(資料)Dealogic.

(出所)Financial Times, December 21 2006.

図8 レバレッジド・ローン市場における資金供給者のシェア



(注)2006年は、05年9月末からの1年間の数値。

(資料)S&P.

(出所)Financial Times, October 26 2006.

表1 二つの買収ブーム

	ITバブル期 (90年代末)	03年頃~07年初
買い手	欧州企業	買収ファンド
値域	米国企業 (46%)	地域的拡散 米国企業<欧州企業
業種	IT産業	業種的拡散
M&A 手法	株式交換	LBO
背景	①欧州統合 (99年ユーロ導入) →米国市場で地歩を築く	①株主からの圧力の高まり ②低金利 →借り入れ○
グローバル化	②IT株高・金利高	③ファンダム (非上場) →株式交換×
規制緩和 ↓ <選択と集中>	→株式交換○ 借り入れ×	

5 : 欧米投資銀行による巨額損失 (\leftrightarrow 証券化によるリスク分散)

- ①単純な投資の失敗
- ②組成ビジネスにおける「原料在庫」と「製品在庫」の値下がり
サブプライムローン・RMBS 等 → CDO 等
- ③SIV 等 (ABS を保有・ABS からの収益を裏付に CP を発行) へのクレジットライン

*<未成熟な=行き過ぎた>市場における裁定取引

- 1 : 金融工学を活用した 80 年代の株式デリバティブ (指数先物・オプション・転換社債) 取引
- 2 : IT バブル期における評価損 (?)

- ・投資銀行 (市場仲介機関) によるポジション保有の是非
- ・金融コングロマリット (銀証分離規制撤廃) の是非
- ・自己資本比率規制の有効性

6 : 展望

- ①米国の実体経済 (景気後退懸念)
- ②投資銀行の資本不足
- ③投資銀行のビジネス構造の再構築・貸渋り (スプレッドの拡大)
- ④<融資の市場化>の行方 (格付け等インフラの再検討)
- ⑤<ファンドブーム>の行方 (オルタナティブ投資ニーズ、長期金利の低迷)

	日本の不良債権問題（90年代） 米国の S&L 危機（80年代末）	ITバブル崩壊（01年～03年）	LTCM 危機（98年）	サブプライム危機（07年～）
出発点	銀行の不良債権	ネット企業収益の伸び悩み	巨大ファンドの運用失敗	住宅ローン延滞率の上昇 ヘッジファンドの破綻
海外市場への波及	国内問題	海外市場への直接的波及 （「技術」のグローバルな性格）	海外新興市場への一時的波及	海外市場への直接的波及
他市場への波及	実体経済への波及	・・・	レポ市場・プライムブローカー等	クレジット・株式・外為市への波及
波及の経路	信用収縮 (←銀行中心の資金仲介)	ネット企業（ヤフー他） →通信企業（ワールドコム他） →通信機器企業（シスコ他） →・・・実体経済へ波及 (収益の連鎖→株価の連鎖)	ファンドのポジション清算にともなう波及 →FRBの介入 →ポジション肩代わり →実体経済への波及抑制	ヘッジファンドの資金繰り 資金仲介機能の低下 景気低迷懸念
批判点	銀行・監督当局のリスク管理	株価至上主義 監査法人の利益相反 アナリストの利益相反	過大なレバレッジ 過去のデータへの依存	格付けのあり方 過大なレバレッジ SIVへの信用枠
危機の性格	金融自由化・緩和下の過当融資	IT革命・「株式の貨幣化」下の株価評価の失敗 (株式交換) (ストックオプション)	巨大ファンドの運用失敗に伴うポジションの清算	金融緩和・「クレジット革命」下のクレジットリスク評価の失敗 (融資の市場化) (プライベートファンドの台頭)