

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の特徴は何か¹

金融緩和、安易な資金供給、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<市場の動揺>ではなく、

<市場の動揺>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>

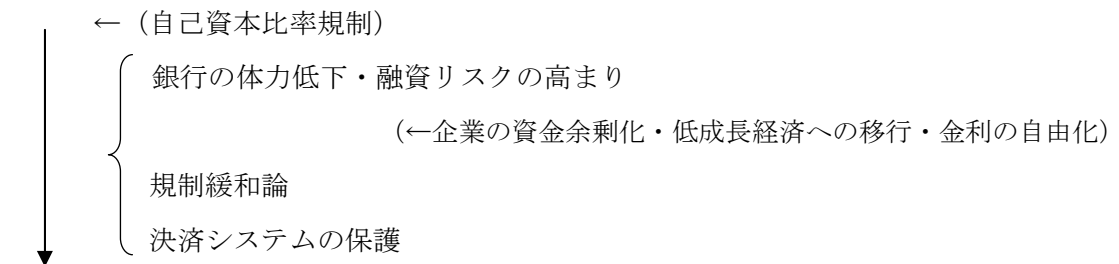
→欧米投資銀行による巨額損失→信用不安

(→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日本銀行金融市場局「金融市場レポート—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場の混乱）、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



①シンジケートローン

リスク判断 (格付け会社)・組成 (投資銀行)・資金提供 (機関投資家) の分離
 債権流通市場の発達

②融資債権の証券化→トランチング (優先劣後構造の創出)

リスク・リターン志向の異なった多様な投資家層への販売
 ヘッジファンドによる積極的なリスクテイク

③クレジットデリバティブ

信用リスクの抽出・市場化

証券化 (トランチング) の例

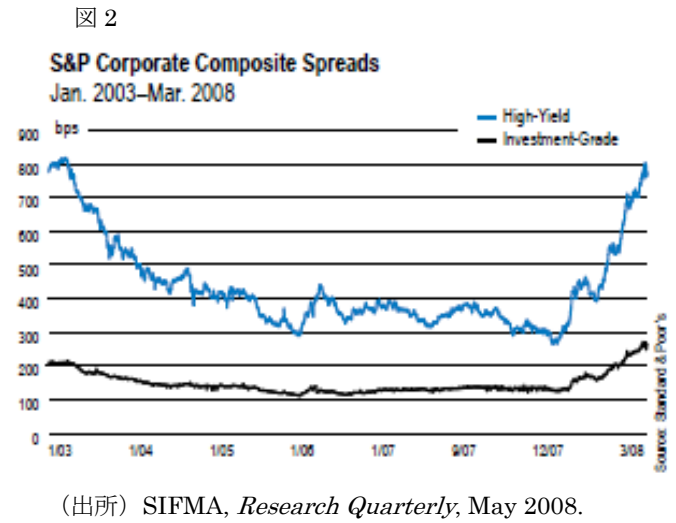
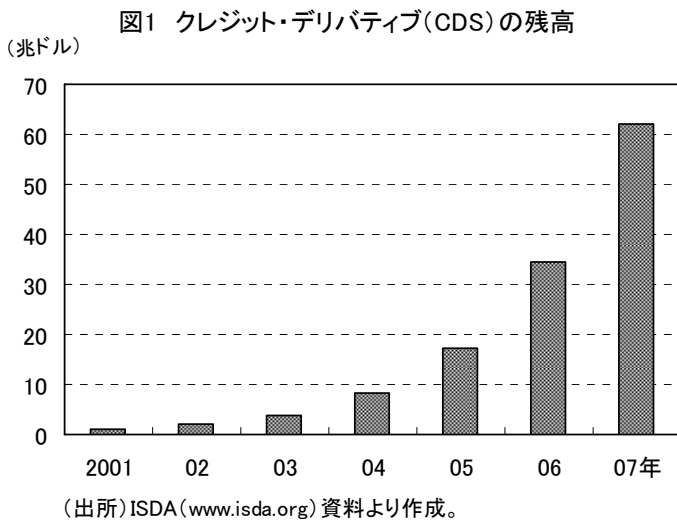
100 億円 (1,000 万円×1,000 人)、1 年、金利 10%の住宅ローン (100 億円→1 年後→110 億円)

↓ RMBS (住宅ローン担保証券) の組成

{	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)
合計	100 億円	110 億円 (10%)

↓ 貸し倒れが発生し 90 億円しか回収できなかったとすると・・・

{	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
合計	100 億円	90 億円 (- 10%)



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

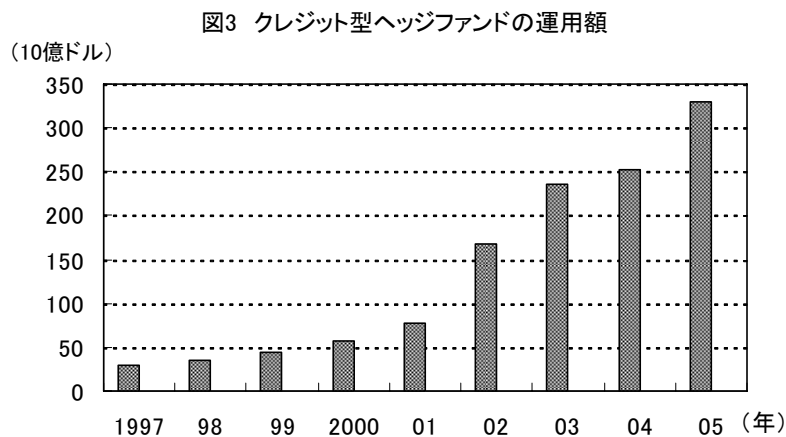
設備投資の低迷

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)



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

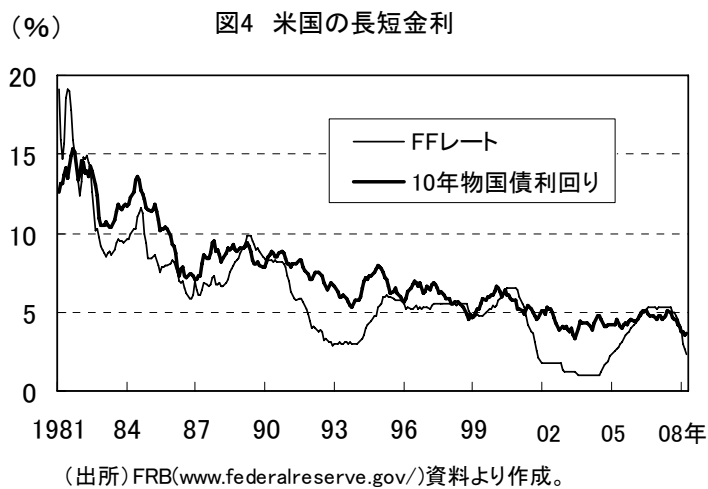
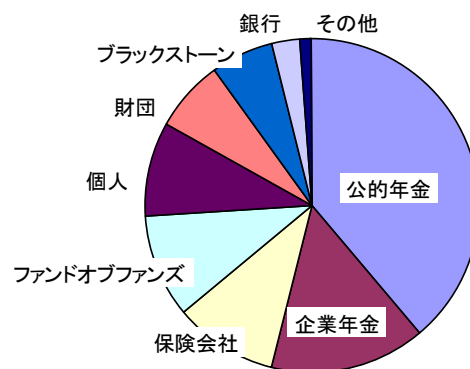


図5 ブラックストーン・ファンドへの出資者



(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

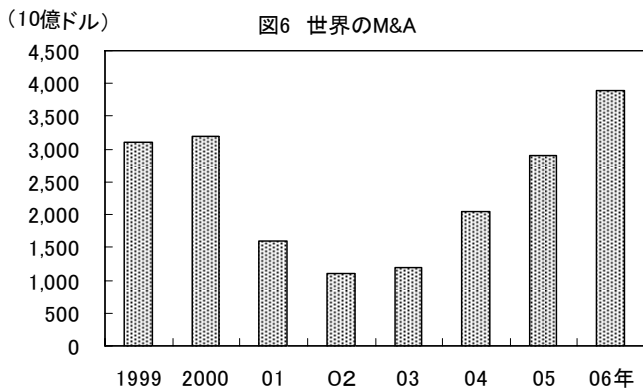
買収ファンドによる M&A=レバレッジドバイアウト

→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

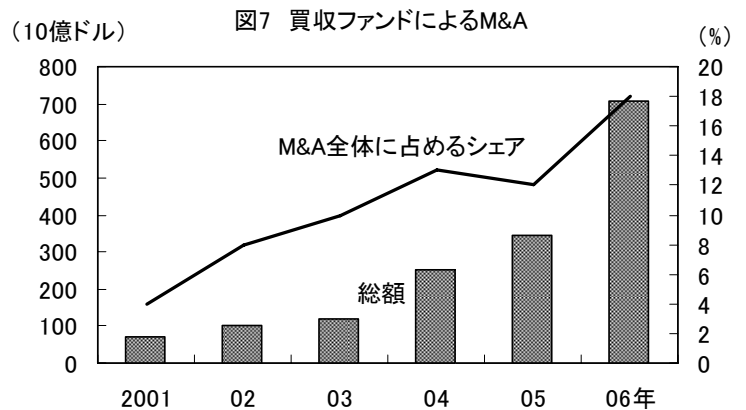
←ヘッジファンドによる積極的な資金供給

←— <融資の市場化> + <ファンドブーム>

←→ IT バブル期の株式交換による M&A ブーム

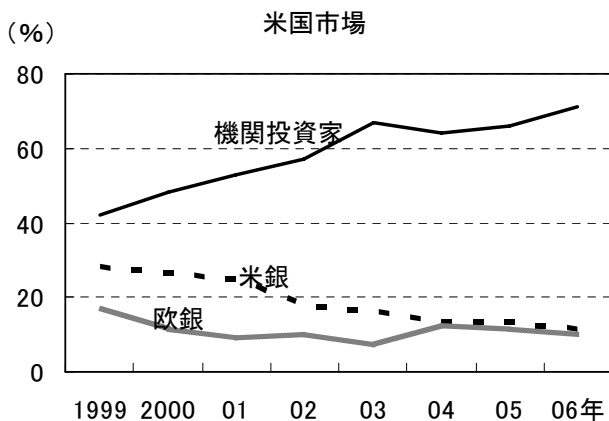


(注)06年は12月20日まで。
(資料)Dealogic.
(出所)Financial Times, December 21 2006.



(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 ②IT 株高・金利高 →株式交換○ →株式交換×	①株主からの圧力の高まり ②低金利 →借り入れ○ ③ファンド (非上場) →株式交換×
グローバル化 規制緩和 ↓ <選択と集中>		

5：欧米投資銀行による巨額損失（←→ 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	・・・	レボ市場・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)