

サブプライム問題と 世界金融危機について

2009年4月21日

慶応義塾大学商学部教授

日本経済研究センター理事長

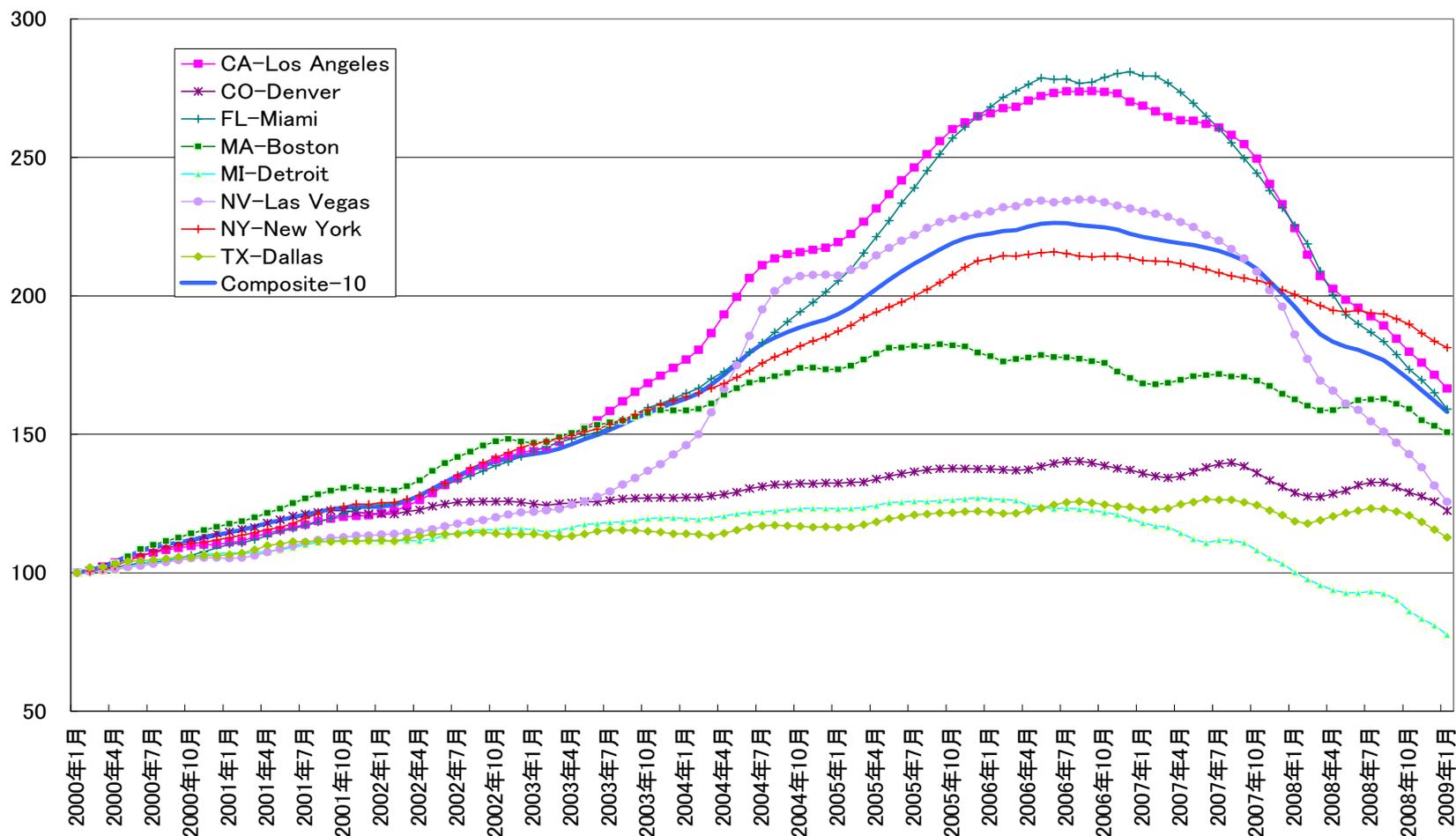
深尾光洋

サブプライム問題の構造

- 低金利政策の持続で住宅への投資が増加
- 住宅価格の上昇が消費を拡大
- 好況の持続で貸倒リスクを過小に評価
- 金融機関も徐々に担保価値を重視した貸し出しを増加
- 従来は住宅ローンが借りられなかった低所得者向けのローンが2000年代に入って拡大

カリフォルニア、フロリダ、ネバダなどで不動産価格が大幅に上昇

米国主要都市の住宅価格動向(ケース・シラー指数)



サブプライム貸し出しの実態(1)

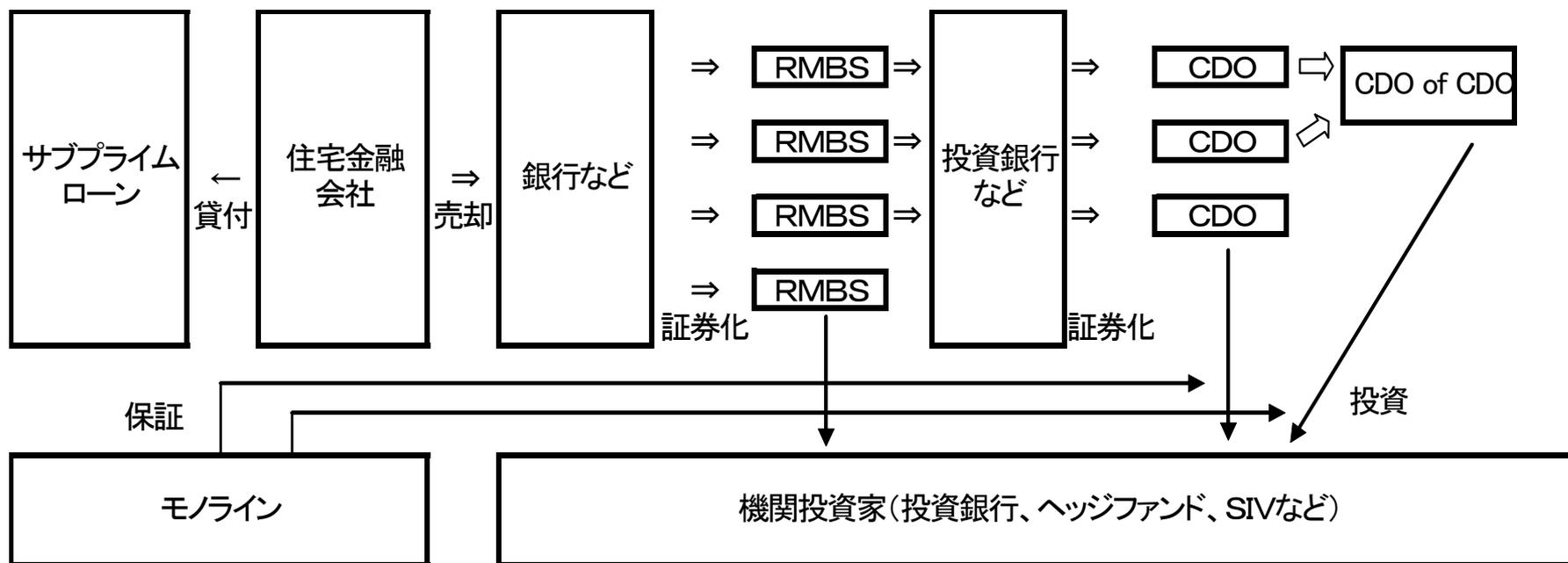
- 典型的な貸出は20万ドル(2000万円)程度
- 過去数年内に債務返済の遅延があったり、最近の所得の証明が出せない階層向け
- 大部分が当初の2~3年間は返済額が軽減され、その後は返済が2~5割増加する設計
- 返済額の増加幅は市場金利に依存
- 貸出残高は1.3兆ドル程度

サブプライム貸し出しの実態(2)

- 貸し出しの相当部分が証券化されて転売
- 一部に職業、所得、返済能力などを偽った借り入れがあった
- 債務者には2年程度返済を続ければ、地価の上昇と支払い履歴の改善で低い金利での借り換えが可能になるという見込みもあった
- 連銀の引き締めで地価反落すると同時に返済負担も上昇
- 返済負担の増加に伴い、貸し倒れが増加

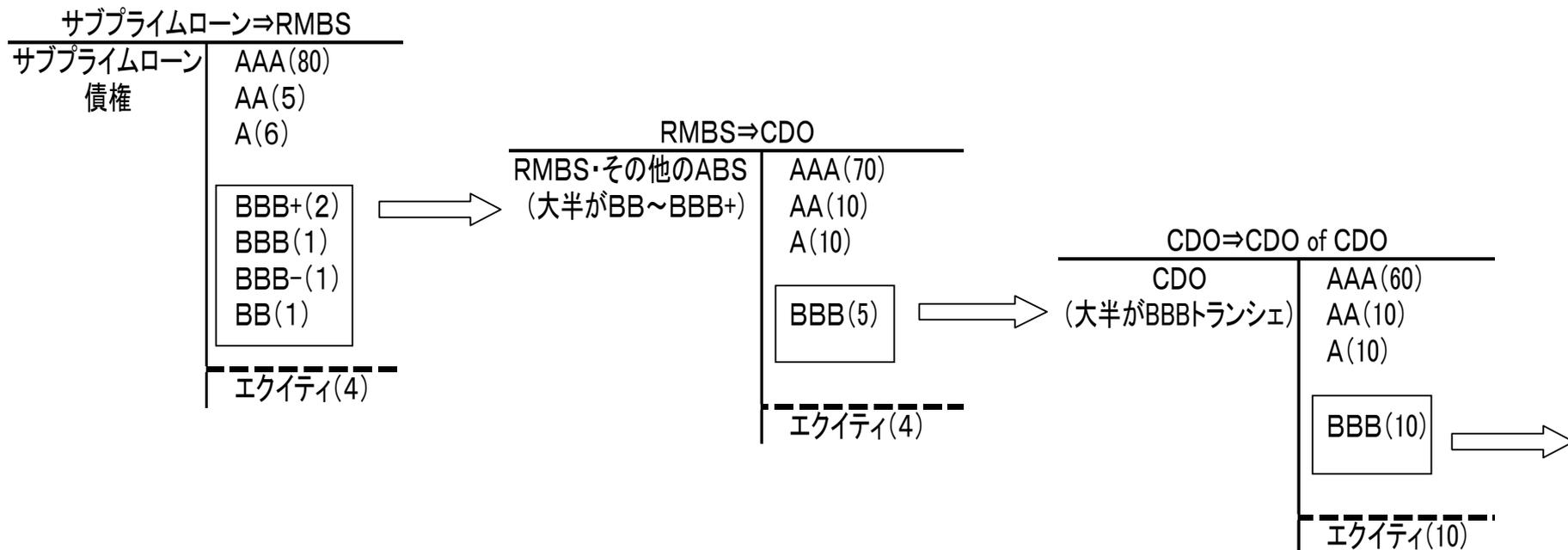
住宅貸出証券化の仕組み

チェック体制はあったが審査が次第に甘くなった



証券化によりリスクが複雑化

RMBSのAAAとCDOのAAAは別物

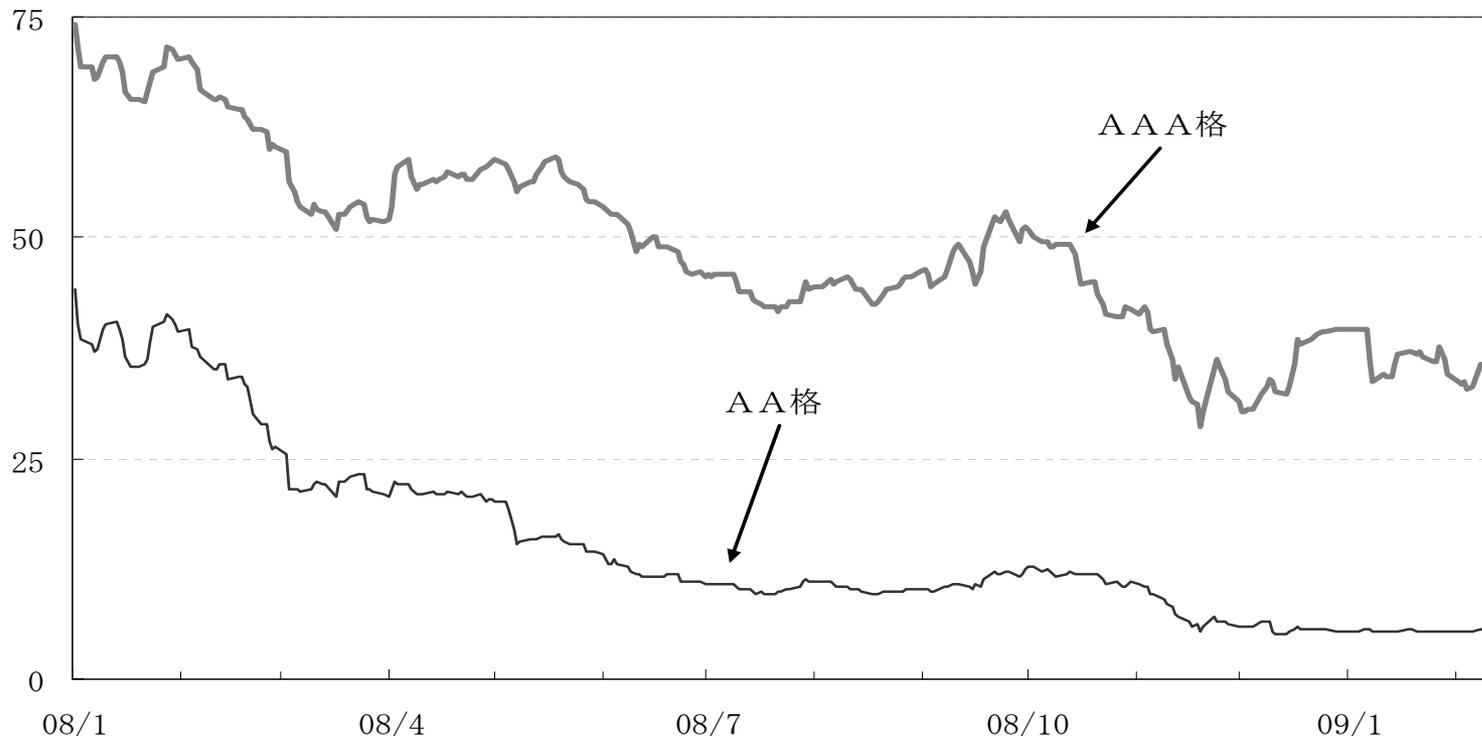


注: 上の図はゴールドマンサックス証券プレゼンテーション資料

多数の貸出債権をまとめ、そこからの元利返済金を受け取る権利に優先・劣後関係を設定することで、高格付け債券を生み出した。一段階目のRMBSに比較して二段階目のCDOのリスクは大きかった。

資産流動化証券の市況悪化

多数のRMBSをまとめたABX-HE指数が大幅に低下



注1)各系列ともABX-HE 07-2シリーズを使用。

注2)ABX-HE指数は、Markit社が作成するサブプライム資産を担保とするRMBSを対象とするCDSのうち、代表的な20銘柄をまとめたインデックス型指標。

注3)いずれも07年7月に組成されたものを掲載。組成時の価格を100としている。

資料) Bloomberg、Markit

サブプライム問題の拡大

- 2007年春頃から住宅ローン専門会社などがまず破綻
- その後、資産流動化していた金融機関に損失が拡大
シティグループなどが連結からはずした特別目的会社(SIV)を救済へ(母体行負担の住専処理に類似)
- 流動化証券の格下げで債券価格が下落し損失が発生
- 欧州系の金融機関も米国金融機関などへの貸出枠契約などで損失をこうむる

サブプライム問題深刻化の原因(1)

金融機関の抱えた巨額のリスクに比して低かった資本

- SECが2004年に大手投資銀行5社に対する資本規制を大幅に緩和
- 高いレバレッジ比率: 好況期は高収益だが脆弱
 - デリバティブや証券化商品を使った高レバレッジ取引拡大
 - CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)取引拡大
 - SPC、SPVを使った住宅ローンのファイナンス
 - 一番リスクが高いが予想利回りの高い持ち分に投資
- ヘッジファンドに対するプライム・ブローカレッジ
 - 投資銀行はヘッジファンドの取引全般を仲介
 - 顧客の資産を分別管理せず自らの資金調達に使用

サブプライム問題深刻化の原因(2)

政府による金融危機対応の失敗:リーマンの破綻処理

- FRBが格下のベアー・スターンズを救済したあとリーマンを破綻させた
予想外の破綻
 - リーマンのCPは最上級格付
 - 高いレバレッジによる損失リスクが表面化
 - リーマンの負債は元本の一割下にまで価格が低下
- リーマンのCPを組み込んだMMFが額面割れ
 - MMFからの資金流出拡大
- プライム・ブローカレッジを受けていたファンドが担保証券で損失
 - 多数のファンドが投資銀行にある預かり資産を引き出しへ
 - 一種の取り付け(日本でも1997年の山一証券破綻で発生)
- 日本市場でリーマンの日本法人がレポ取引をフェイル
 - 外資系金融機関に対する警戒感が強まる
 - 外資の資金繰りが急速に悪化

サブプライム問題深刻化の原因(3)

予想外の大手投資銀行の破綻で信用不安が拡大

- モルガン・スタンレーなど他の投資銀行からも資産が流出
プライム・ブローカレッジに対する信用不安
格付、会計に対する信頼失墜
- メリルリンチがバンク・オブ・アメリカに吸収される
- **AIGが連鎖破綻**
AIGロンドン法人はCDSの信用保証売りで巨額の利益を計上
しかしサブプライム問題の深刻化で含み損が拡大
リーマンの資産価格下落情報がAIGの格下げを招く
CDSによる保証債務に対する担保差し入れが必要に
FRBからの救済融資で破綻を免れる

米国危機と日本との比較(1)

両国とも金融機関への公的資金投入に世論の抵抗が強い

- 住専処理に対する反発で、公的資金注入が1998年まで遅れた
- 1997-98年の貸し渋り・貸し剥がしによる実体経済の大幅悪化
- 経済規模に対比した不良債権損失の深刻度では、2008年8月までのアメリカのほうが90年代の日本よりも軽症
 - 邦銀のロス: 10年間で約100兆円
 - 米国の住宅関連資産の損失予想: 約1兆ドル
 - 米国の経済規模は日本の約3倍弱
 - 損失の4割は欧州系金融機関が負担
- アメリカの場合は1年そこそこの間に損失の大半を処理
 - この結果、資本が厚い金融機関も経営困難に陥った
- 米国の金融機関救済基準は不透明で予想できないため不安心理を高めた
 - ベアー・スターンズとAIGは救済、リーマンは破綻処理
- リーマンの破綻後、世界的なクレジットクランチが発生

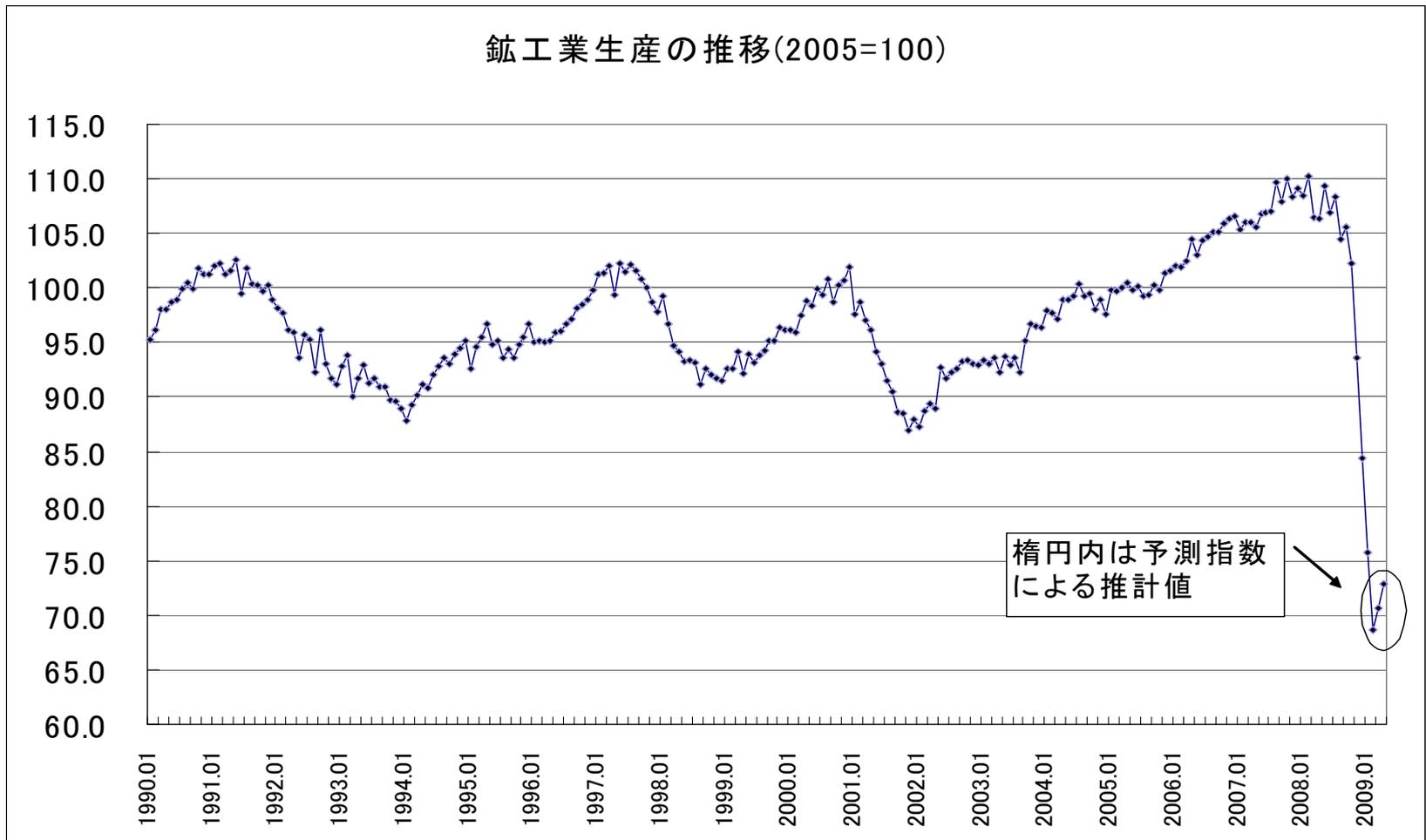
米国危機と日本との比較(2)

米国危機と日本との比較

- 金融危機で米国の実体経済は急激に悪化
 - 自動車の売り上げは急減
 - 地方自治体も資金調達難
 - 日本の1997年末から98年にかけての時期に類似
 - クレジットクランチが継続すると深い景気後退に陥り
 - デフレ的になる可能性も⇒そうなると不況が長期化
- 金融市場の動揺
 - 金融機関の財務諸表や格付に対する根強い不信感
 - CP最上級格付けのリーマンやAIGの突然の破綻
 - AAA格の債券の大幅な価格低下
- 最近の落ち着きは政府による広範な金融機関保護政策によるもの

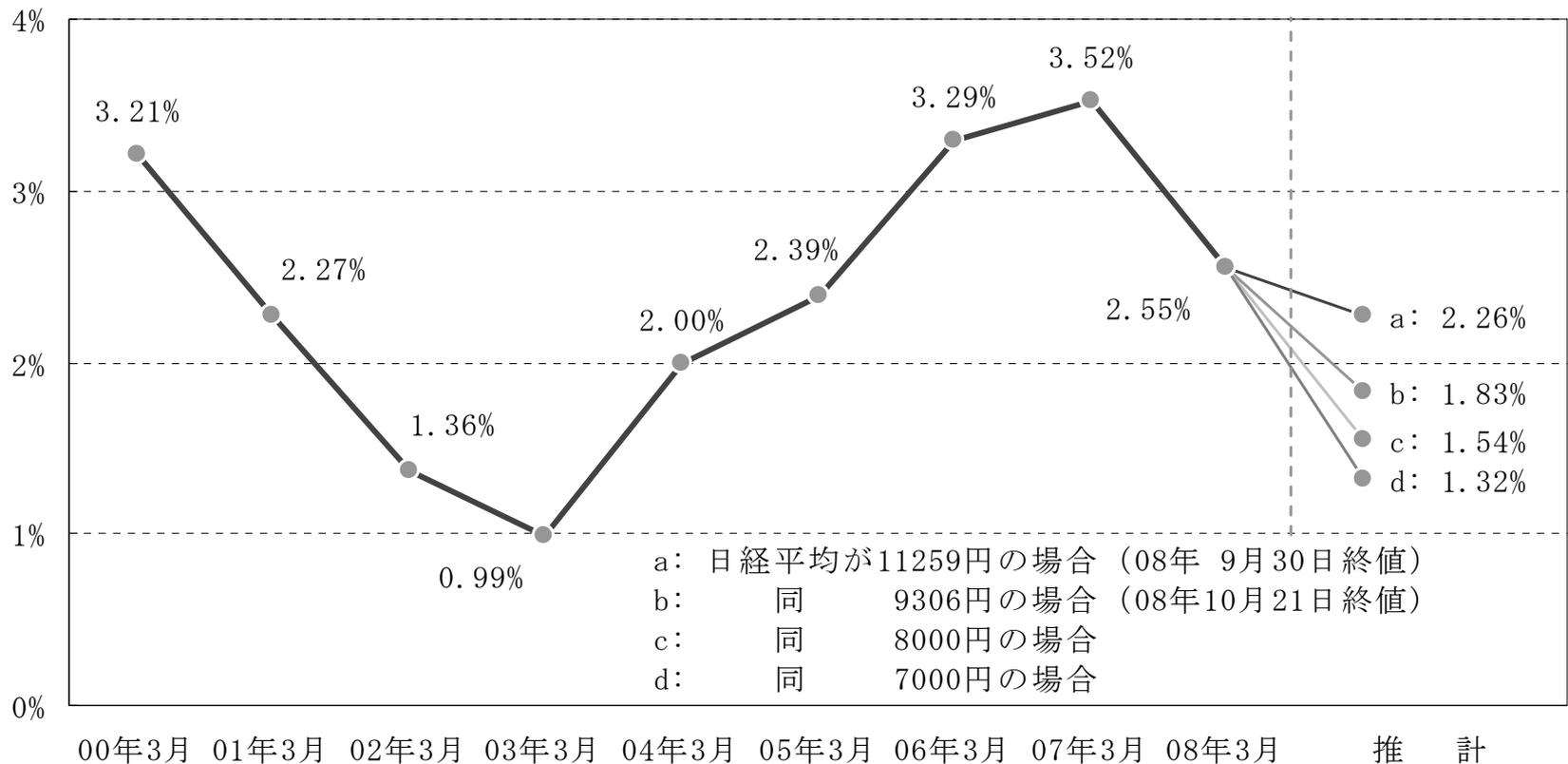
日本経済への影響(1)

生産は急激に減少し回復も小幅=>デフレのリスク拡大



日本経済への影響(2)

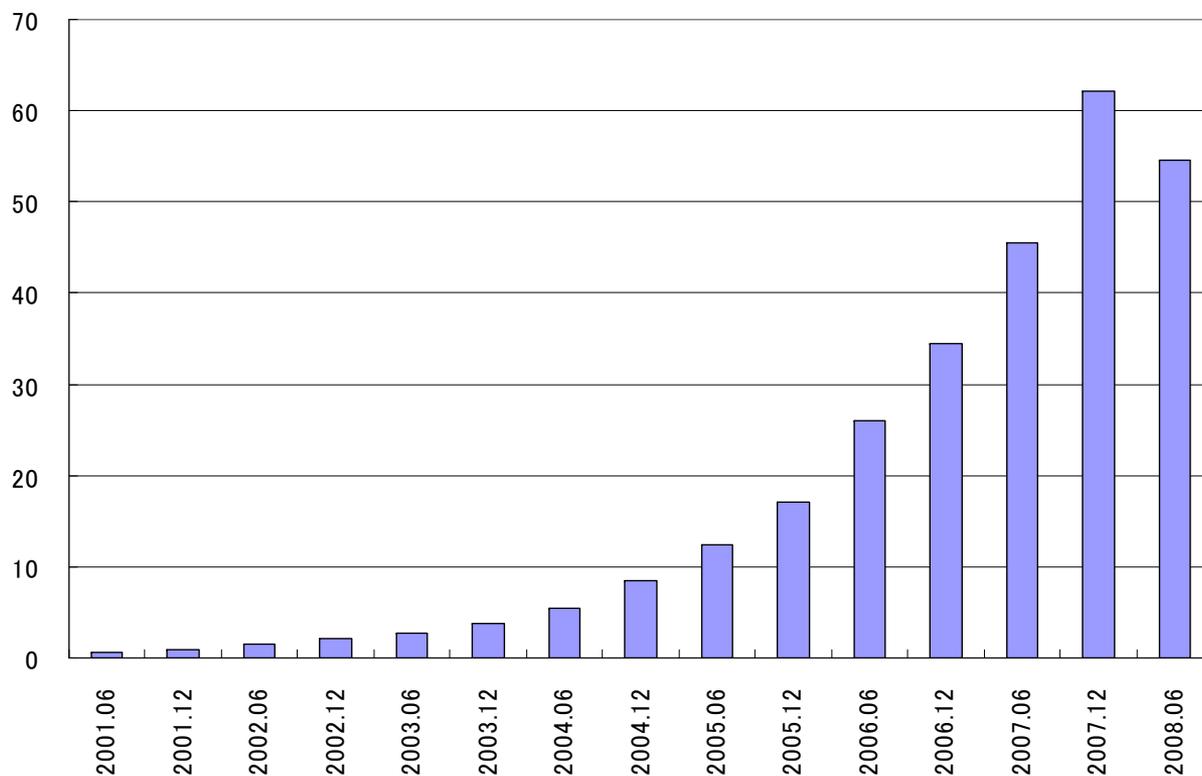
全国銀行の修正自己資本比率も低下(日経センター試算)



クレジット・デフォルト・スワップ(CDS) のリスク(1)

- CDSは想定元本ベースで54兆ドルと2007年の世界GDP並みの規模

CDS想定元本(兆ドル)



クレジット・デフォルト・スワップ(CDS) のリスク(2)

- CDSはヘッジよりも倒産する企業で賭をするための商品に
- GMネームのCDSの例
 - 保証の売り: GM倒産で損失
 - 保証の買い: GM倒産で利益
 - これがGM社債を持っていない主体同士で取引可能
- CDSで「勝ち」があっても、保証を売っている金融機関が破綻すると「勝ち」は消える
 - ゴールドマンはAIGに巨額の「勝ち」を保有
- 大手投資銀行はCDSの取引仲介額が極めて大きい
 - 「カウンターパーティ(取引相手)リスク」を警戒
- 負けのある金融機関は格付が低下すると担保を差し出す義務
 - CDSの含み損が拡大すると巨額の担保が必要に
 - => AIGへの資金援助が急激に拡大

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS) のリスク(3)

- ある企業の経営が悪化しCDSの保証が大量に購入されると保証料が上昇して、その企業の資金調達が困難になる
- 逆にCDSの保証が大量に売られると、保証料が低下して、その企業の資金調達が容易になる
- 馬券を買う(売る)とその馬が強く(弱く)なる効果！！

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS) のリスク(4)

- CDSの保証の売りによる利益計上
AIGはCDSの保証の売りで巨額の利益を計上
- 将来の貸し倒れリスクを過小評価
デリバティブは本来『ゼロサム』
債務保証債務の引き当てを計上すべきだったが
受取保証料を利益に計上しCDS取引チームに
巨額報酬を払った
- デリバティブ資産価値の過大計上、負債価値過少
計上による架空利益上の可能性

必要な金融監督体制の見直し(1)

- 欧米諸国の金融危機への対応は不十分
 - 資産査定無しの資本注入: 注入金額の過不足も不明
 - リーマンの負債毀損率91%は日本の破綻金融機関よりも遥かに高い
 - 木津信組で77%、長銀12%、日債銀29%、山一証券3%
 - なぜリーマンの資産がここまで劣化したのか解明されていない
 - ガイトナー財務長官によるストレステスト公表が待たれる
- CDSなどのデリバティブ評価の透明化とカウンターパーティリスク削減が急務: デリバティブ取引所の設立が必要
 - デリバティブ資産・負債価値評価の対称性確保
 - 「勝ち」+「負け」=ゼロ となる評価にする
 - BIS報告金融機関は2008年6月末にCDSだけで2000億ドルの勝ち、デリバティブ全体では5260億ドルもの勝ちを報告
 - ゼロサム of 賭のはずがプラスサムの賭になっているのでは?
- 取引段階ごとに重複した担保の削減が必要

必要な金融監督体制の見直し(2)

- 金融機関の自己資本規制の全面的な見直しが必要
従来の数年程度の短期データによる必要資本の計測は不十分
20年以上の長期における最大損失に対応した資本保有が必要
- 破綻が金融危機に繋がる大規模金融機関に対する分割の検討、
合併審査の強化
「大きすぎてつぶせない」=>「大きすぎて政府にも救えない」
- 金融仲介機関に対する法人税課税の見直し
法人税は高い自己資本比率維持に対するペナルティとして機能
=>自己資本規制と矛盾
利益ではなく金融仲介額に対して課税すべきではないか

必要な金融監督体制の見直し(3)

- 金融機関の連結範囲の拡大
従来連結されていないSPV、持株会社についても本体の存続可能性に大きく影響する先は連結して監督すべき
- オフバランス化基準の厳格化
日本でも証券化商品によるオフバランス化基準が甘すぎる
- 損益の期間対応の厳格化
シンジケート・ローン組成手数料の利益計上見直し
債務保証による保証料やCDS保証料収入の引き当て
処理厳格化