

「米サブプライム問題が示唆するもの」

受託運用部:高鍋 朗

6月下旬、サブプライム問題が3度目の米国市場の動揺を促した。最初は2月の下旬、延滞率が上昇していたサブプライムモーゲージ（低信用者への住宅ローン）のデフォルトがサブプライムの貸し出し専門会社を襲い、そのほとんどが破綻することとなった。2番目は3月下旬から、そのサブプライムローンの証券化ビジネスで潤ってきた大手金融機関が損失を被る懸念が市場を揺るがした。第1の危機はサブプライムビジネスの再編という形で、専門会社の買収、整理、合併等で幕が引かれた。第2の危機は4月中旬の金融機関の決算発表において、サブプライムビジネスの悪影響は軽微であることが示され、市場は安堵する。今回は6月下旬、大手証券会社の子会社のヘッジファンドがサブプライム担保証券の運用で大きな失敗を犯したことで各方面への影響が懸念されることとなった。今回の事件の内容からの市場への示唆とその背後にある米国の金融市場の構造について考察してみることにする。

まず、今回の事件で注目されたのは、レバレッジの規模である。6億ドルの資本のファンドがネット60億ドルもの資産を保有しており、その破綻の影響が、ファンドに融資している証券会社、銀行にも及ぶ懸念が浮かび上がった。レバレッジで想起されるのは98年のLTCMショックである。その50倍とも言われたレバレッジには及ぶべくもないが、10倍ものレバレッジが、ファンドの出資者だけでなく、レバレッジの提供者（証券、銀行）をも傷つけかねないリスクに市場は動揺したが、親会社の証券会社が信用供与することで事態は沈静化した。ただし、レバレッジの問題は、見えないリスクとして今後も残存することになりえる。

次の問題は、そのレバレッジ提供している証券会社らが担保証券のオークションを行い、早期に資金を回収しようとしたことから起こった問題である。サブプライム証券化商品に関しては非常に複雑で、高度なスキームで商品化されており、その評価は簡単にできるものではない。また流動性は非常に乏しく、取引も相対で行われることが多いため、市場で評価されるような時価評価がなじみにくいものであった。その結果、各金融機関、投

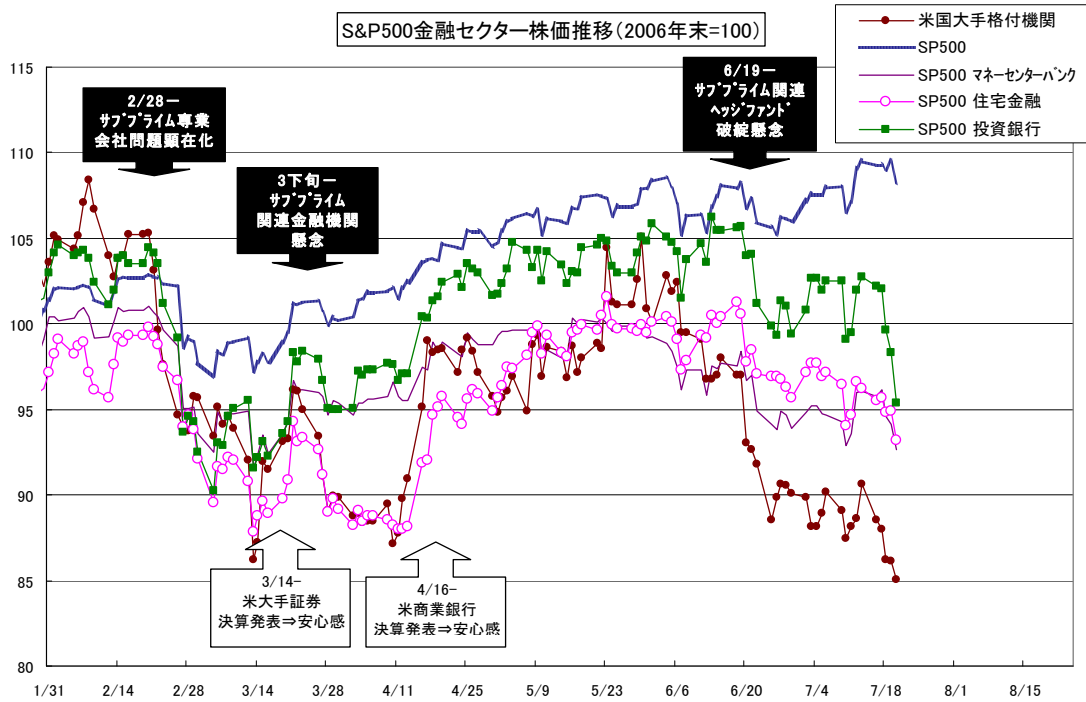
資家は完全な時価評価が出来ていたところばかりではなかった模様である。担保処分のためにオークションで価格が決定されてしまえば、自分たちの保有資産も再評価しなおさなければいけないリスクが金融機関の間で共通認識となり、ヘッジファンドの親会社が資金提供し、オークションを取りやめることで、事態が收拾された。しかしながら、金融機関のバランスシート評価の問題は残り、同様の評価体系と目されるレバレッジド・ローン（企業買収のローン）に対する疑念が市場では残ることとなった。最終的な事態の收拾は金融機関のバランスシートがそれらの不透明な資産を適正に評価した場合でも健全であることを示すことが必要であり、今後の米金融機関の決算発表が要注目であることは言うまでもない。

今回の事件の示唆するところは何であろうか。ひとつは以前にもこの欄で指摘した米国の「バブルリレー」の第二走者（第一走者はIT産業）である「住宅」の走破区間の終わりが見え始めてきたことであろう。マクロ的にはサブプライムローンの住宅ローン全体に占める比率は14%程度と大きくないし、その他の住宅ローンの延滞率はさほど上がっていないため、早急に米住宅市場が悪化し景気後退に陥ることはないであろう。しかし、金融的行き詰まりが「終わりの始まり」を示していることは間違いないであろう。

また今回の事件が過去の金融問題と比べてどうかということであるが、規模的には最大級で500億ドルから1000億ドルもの被害が想定されるそうである。しかしながら物事の本質は、過去の金融問題と変わらない。米国は金融ビジネスを主産業とする国家であり、新金融テクノロジーの導入を率先して行ってきた。それは、過熱によって生じた不正の修正や価格評価適正化を金融問題の收拾の中で行ってきた歴史でもある。今回もおそらくいろいろな問題が明らかになる中でそういった整理が行われ、証券化ビジネスの新スタイルが確立されるのであろうが、それは次の景気後退期の中、司法・政治的判断を伴うもので、一大イベントとなることは間違いないであろう。（2007年7月25日記）

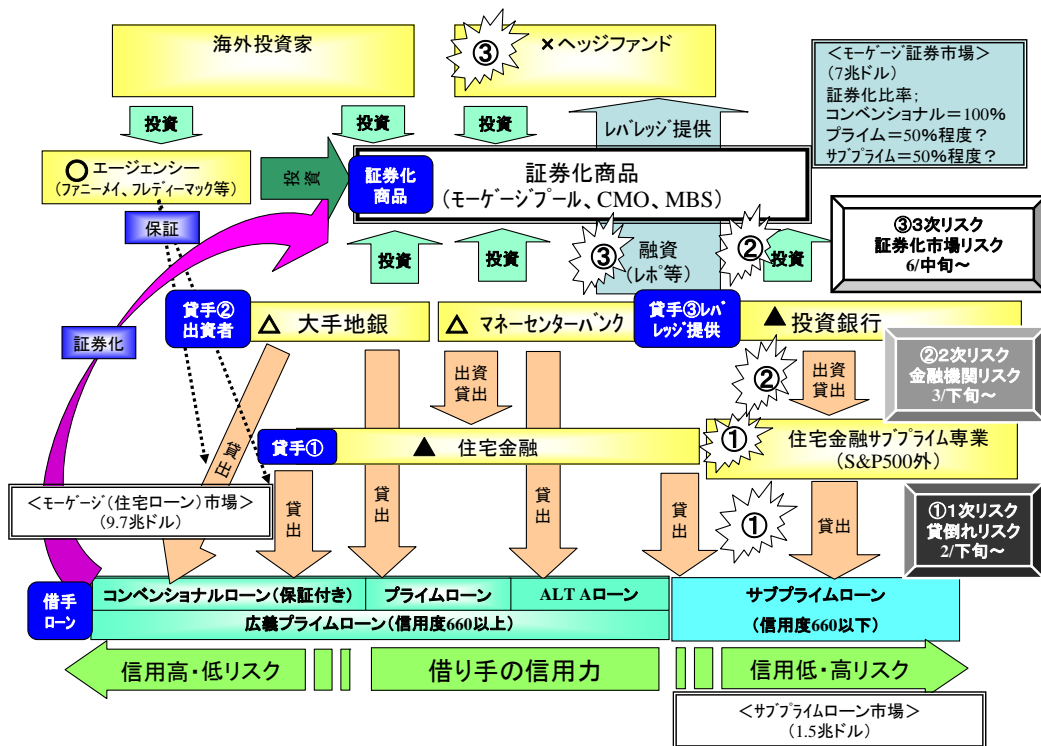
＜図表：米サブプライム問題が示唆するもの＞

○図1：米株式市場で見るサブプライム問題の経緯



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

○図2：米国住宅ローン証券化市場相関図



出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についても当社は保証するものではありません。
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
 ◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）