

特集にあたって

牧本 直樹 (筑波大学)

米国のサブプライムローン問題に端を発した金融危機は、世界各国の金融機関に大きな打撃を与えただけでなく、ゼネラル・モーターズの破綻など実体経済にも大きな影響を及ぼしている。当初は「ハチが刺した程度」といわれ、欧米に比べて影響が小さいとみられた日本でも、金融機関の損失が増大し、自動車や電機などの主力企業が巨額の赤字を計上する事態となった。

サブプライムローンとは、通常のプライムローンでは借り入れができない低所得者向けの住宅ローンを指す。2000年以降、米国住宅価格の上昇と歩調を合わせてサブプライムローンは急速に増加したが、その要因の一つに、リスクの高いサブプライムローンに投資資金を集めるための「証券化」とよばれる技術の発展があった。サブプライムローン問題で広く一般に知られるようになったCDO(債務担保証券)は、代表的な証券化商品である。

証券化では、多くのローンを一つのプールにまとめ、それをリスクの大きさが異なる商品に切り分けて販売する。これにより、ローリスク・ローリターンからハイリスク・ハイリターンまで、投資家のリスク選好に応じた金融商品を提供することが可能となる。一方、サブプライムローン問題の発生以降、証券化商品の格下げが相次いだことから、証券化商品のリスク評価が適切に行われていなかったことが今回の問題を招いたとの批判が強まっている。証券化商品の価格やリスクの評価には金融工学の技術が利用されているため、こうした批判が金融工学へ向けられることも少なくないが、技術そのものとそれをどう使うかという点は区別して考える必要がある。

証券化はツールとしてサブプライムローン問題に関わったが、より広い視点でこの問題の構造を探っていくと、世界規模での金融・経済環境に原因があることがわかる。これまでに指摘されている主な点を挙げると、ブッシュ政権が推し進めた住宅取得政策、米国に投資資金が流入しやすいマクロ的なインバランスの構造、ヘッジ・ファンドなど金融当局の規制が届かない

金融業(シャドーバンキング)の拡大などである。サブプライムローン問題全体の解明と検証にはまだ時間を要すると思われるが、本特集では、こうした点も含めて、これまでの議論で明らかになってきたサブプライムローン問題の構造と今後の展望について5人の研究者および金融実務家に解説をお願いした。

木村氏には「マクロ経済インバランスとサブプライム金融危機」と題して、サブプライムローン問題の発信源となった米国のマクロ経済について解説していただいた。2000年以降に急増した海外から米国への投資や米国の金融政策が住宅バブルを後押しした状況が、さまざまなデータで示されており、マクロ的な視点からサブプライムローン問題の背景を理解することができる。

室町氏と澤木氏には、証券化商品およびその評価技術としての金融工学とサブプライムローン問題について論じていただいた。室町氏の「証券化商品とサブプライムローン問題」では、まずCDOの仕組みや価格・リスクの評価方法を説明し、次に証券化商品の問題点や評価方法の限界を指摘している。澤木氏の「サブプライム・ローンによる金融危機と金融工学」では、CDOと並んでサブプライムローン問題のキーワードに挙げられるCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)を中心に、格付けも含めて金融工学と今回の金融危機の関連を論じている。証券化商品の評価の難しさが専門家間で認識されていたにも関わらず、今回の危機を防ぐために生かされなかった、という問題は、今後の金融工学と金融ビジネスのあり方を考える上で重要であろう。

福原氏の「ヘッジ・ファンドと金融危機」では、ヘッジ・ファンドの歴史を皮切りに、ヘッジ・ファンドが急速に勢力を拡大してきた理由、サブプライムローン問題との関わりなどを、資産運用実務に関わってきた視点から解説していただいた。金融当局の規制が届かないヘッジ・ファンドは外から見えない部分が多いが、その実像を垣間見ることができるのではないかと

思う。

北野氏には「グローバル金融危機後のプロシクリカリティに関する議論の進展」と題して、金融機関に対する規制について解説していただいた。BIS（国際決済銀行）や各国金融当局が検討を始めた今後の規制の方向性について、プロシクリカリティ（景気循環の影響で金融規制が金融危機を増幅する効果）を中心に述べられている。

今回の金融危機の引き金となった2007年8月のパリバ・ショック（仏BNPパリバが傘下のファンドの

凍結を発表）から約2年、2008年9月のリーマン・ショックからは1年が経過した。この間の主な出来事を振り返ると、改めて今回の危機の大きさや広がりやの速さに驚かされる。この間、各国政府や中央銀行はさまざまな対応策を講じており、一時の混乱に比べると現在は小康状態を保っているが、本格的な回復にはまだ相当の時間がかかるものと予想されている。本特集が、100年に一度ともいわれる今回の危機をより深く理解し、将来の展望を考えるための一助となれば幸いである。

サブプライムローン問題に関連した主な出来事（2007年8月以降）

2007年8月	BNPパリバが傘下のファンド凍結を発表（パリバ・ショック）
9月	FRBがフェデラルファンド（FF）金利を0.5%利下げ（2008年4月までに合計3.25%利下げ）
10月	NYダウ平均が史上最高値を記録
2008年2月	英政府がノーザンロックの一時国有化を発表
3月	JPモルガンがベア・スターンズを救済買収
7月	米地銀インディマック・バンコプが経営破綻 NY原油先物が史上最高値を記録
9月	米政府が住宅抵当金庫（ファニーメイ）と住宅貸付抵当公社（フレディマック）を公的管理下に リーマン・ブラザーズが連邦倒産法11章を申請（リーマン・ショック） バンク・オブ・アメリカがメリルリンチの買収を発表 米政府がAIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）を実質的な管理下に 英バークレイズがリーマン・ブラザーズの北米投資銀行事業の買収を発表 英ロイズTSBが住宅金融HBOSの救済合併で合意 ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーが銀行持ち株会社へ移行 三菱UFJフィナンシャル・グループがモルガン・スタンレーに対する出資を発表 野村ホールディングスがリーマン・ブラザーズのアジア・太平洋部門の買収を発表 米貯蓄金融機関ワシントン・ミューチュアルが経営破綻、JPモルガンが買収 ベルギー・オランダ・ルクセンブルクの3ヶ国政府がフォルティスの部分国有化を発表
10月	ウェルズ・ファーゴがワコビアの買収を発表 NYダウ平均が10,000ドル割れ アイスランド政府が国内上位3行を管理下に 大和生命保険が経営破綻 スイス政府がUBSへの支援策を発表 オランダ政府がINGへの支援策を発表 日経平均が一時7,000円割れを記録
11月	米政府がシティグループに対する支援策を発表
12月	FRBがFF金利を引き下げゼロ金利に 1ドル90円を割る円高に 日銀が0.2%利下げし誘導目標を0.1%に
2009年1月	米政府がバンク・オブ・アメリカに対する支援策を発表
3月	NYダウ平均が7,000ドル割れを記録 日経平均終値がバブル崩壊後の最安値を記録
4月	クライスラーが連邦倒産法11章を申請
5月	FRBが米大手金融機関に対するストレステストを実施
6月	ゼネラル・モーターズが連邦倒産法11章を申請