

## Spotlight

2008年2月

## 小関広洋、サブプライム問題の現状と今後の展望について語る



## 小関広洋

エグゼクティブ・バイス・プレジデント  
アジア・クレジット・リサーチ統括

2005年ピムコジャパンリミテッド入社。クレジット・アナリストとしてPIMCOグループのアジア・クレジット・リサーチを統括。日本の金融・産業セクターを中心にアジア地域の金融セクターを担当。入社以前は、銀行勤務を経て、1994年～1997年IBC（現フィッチ）で銀行アナリストとして日本および韓国の銀行格付を担当し、以来、一貫して銀行クレジットおよび債券市場分析に従事。1998年～2003年メリルリンチ日本証券でマネージング・ディレクターとして銀行アナリストおよびクレジット・リサーチのヘッドを務めた後、2003年～2005年7月野村證券で投資銀行部門のシニア・アドバイザーとして資本政策を中心とした研究と業務運営の助言を行う。投資分野での業務経験21年。衆院予算委員会公述人（2002年2月）、国土交通省「市場機能を積極的に活用した住宅金融のあり方懇談会」委員（2001年11月～2002年4月）、金融審議会「自己資本比率規制に関するWG」委員（2003年1月～2004年7月）、東京都「公金管理委員会」委員（2002年3月～現在）を歴任。東京大学卒業、ハル大学（英国）でMBA取得。

PIMCOのクレジット・アナリストである小関広洋は、アジア・クレジット・リサーチを統括しています。今回は深刻化しているサブプライム問題の現状と、今後の展望について、小関よりご説明します。

## 問：サブプライム問題はなぜ起きたのでしょうか？

小関：まず、サブプライムローンとは何かという点からお話しましょう。サブプライムローンとは、信用力の低い借り手向けの住宅ローンで、ファニーメイやフレディマックなどいわゆるエージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）の融資基準に合わないものを指します（なお、エージェンシーの融資基準を満たすプライムローンでも、上限金額を超えるものは、“ジャンボローン”と呼ばれ、エージェンシーMBSの対象外となっています）。米国の住宅ローン残高は約10兆ドル（1,200兆円）、定義によって異なりますがそのうち約15～20%がサブプライムローンにあたるとされています。

今回のサブプライム問題は、この信用力の低い住宅ローン市場で借入金返済の延滞率が上昇したことで始まったわけですが、どうして問題がここまで拡大したのかについて考えてみましょう。

サブプライム問題の原点は米国の住宅バブルと、信用力の低い債務者に対する過剰貸付にあります。ご存知の通り、米国の住宅価格は2006年まで年率10%を超える程の勢いで上昇を続け、「持ち家ブーム」ともいえる状況が続いてきました。住宅ローン業界の競争が激化する中、ローン業者は融資額を伸ばすために融資基準を緩和し、低所得者層へも積極的に融資を行ってきました。また、金融技術の革新によりローンの種類も当初の支払い負担を抑えるタイプや金利のみを支払えば良いタイプなど、低所得者でも借り入れし易いローン商品が次々と登場しました。更に、低所得者層の多くは住宅価格の上昇を前提として借り入れを行っていたため、自らの所得水準でまかなえる以上の住宅ローンの借り入れが多く行われていました。

## Spotlight

2008年2月

更に、この状況に拍車をかけたのが「低金利」でした。住宅ローン金利が低位に留まっていたことは、住宅ローンの借り入れを後押しする大きな要因であったと言えます。

ところが、米国の金利上昇に伴い低金利を背景とした住宅購買欲は後退し、2006年後半からの住宅市場の冷え込みにより住宅市場の上昇を前提としていた借り手の返済能力は大幅に低下しました。これが、低所得者層にとっての延滞率の上昇へと繋がり、サブプライム問題の原因となっていったわけです。

### 問：サブプライム問題はどのように波及したのでしょうか？

**小関：**サブプライム問題の波及は、大きく分けて以下の3つの段階に分けられると考えています。以下の問題の波及経路を見ていくと、住宅ローン市場内での問題に留まらず、銀行システムの中核、ひいては米国景気の先行きにも影響が及ぶ問題へ発展しつつあることがわかります。

第1局面（2007年2-3月）：サブプライムローンの延滞率上昇、住宅ローン業者の破綻

第2局面（2007年7-9月）：サブプライム関連の証券化商品の相次ぐ格下げ、短期金融市場の流動性危機

第3局面（2007年10月以降）：金融機関による関連損失の計上、資本不足への懸念

まず、先程申した通り、住宅市場の減速と金利の上昇が低所得者層のサブプライムローンの延滞率の上昇に繋がり、これにより住宅ローン業者の損失が大幅に拡大しました。結果として、業界大手のニューセンチュリー・ファイナンス等、2006年後半以降に破綻したサブプライムローン業者は30以上に上りました。

この時点では問題は住宅ローン市場内部での出来事だったわけですが、第2局面にはこの問題が金融市場に飛び火していきました。金融機関は保有する住宅ローン債権を「証券化」というプロセスを経て売却し、資金調達をすると同時にローンの貸し倒れリスクを簿外に移転してきました。そして、それら証券化商品は幅広く金融機関やヘッジファンドなど投資家の手に渡ったため、リスクが世界中に拡散していきました。こういった証券化商品の裏付け資産である住宅ローンが、延滞率の上昇を受けて劣化したわけですから、第2局面ではこれらの証券化商品の価格に影響が及びました。大手格付け機関が、こういった証券化商品の格付けを一齐に格下げ方向で見直したため、証券化商品の価格が大幅に下落することとなりました。

価格への影響は証券化商品に留まらず、金融市場全体にも波及していきました。市場参加者による「質への逃避」の動きです。サブプライム問題は住宅ローン市場、そして関連金融商品で起こった事象ではあるものの、相対的に安全性の高い国債以外は「リスク資産」とみなされ、それらの価格が下落するということが起きたため、金融市場全体への混乱へと繋がっていったわけです。

加えて、短期での資金調達が行われる短期金融市場へも問題が波及しました。金融機関は市場の混乱と損失拡大への懸念から資金放出に対して慎重な姿勢をとり始め、このことから銀行間レートが大幅に上昇して、問題は金融市場全体へと波及していきました。

第3局面はこれまでの問題の波及の結果ともいえます。つまり、金融機関は、保有している住宅ローンの劣化に加え、証券化商品の価格下落による含み損の拡大により、大幅

## Spotlight

2008年2月

な損失を計上する結果となりました。金融市場に波及したサブプライム問題は、更に金融機関の資本不足への懸念へと波及していったということになります。

### 問：サブプライム問題の今後の展開において注目していることはありますか？

**小関：**「モノライン」と呼ばれる金融保証会社の格付問題を注視しています。そもそも「モノライン」は、地方債等の公的セクターが発行する債券を保証する機関として1970年代に設立されました。しかし近年になり、証券化商品の保証業務へと業容を拡大しRMBS（住宅ローン債権担保証券）を中心に証券化商品の保証を行っています。また、この「モノライン」市場は、MBIA、AMBAC、FGIC、FSAの4社が9割のシェアを占める寡占状態となっているのも特徴の一つです。

金融保証と言うビジネスの性格上、AAAという格付を付与されていることが「モノライン」会社の事業の根幹をなしている訳です。しかしサブプライム問題が起きた2007年の秋以降、証券化商品の市場価格が急落し「モノライン」各社は軒並み評価損を計上し、資本毀損に直面しました。このような状況を受けて、格付会社が「モノライン」各社のAAA格の見直しを検討するに到ったのです。実際に、2008年1月には格付機関FITCHが「モノライン」の一つであるAMBACの格付をAAA格からAA格へと引き下げました。この「モノライン」に対する格下げが本格的に始まると、「モノライン」が保証している証券化商品の格付が低下し、更に「モノライン」の格下げを招くと言う、格付のスパイラル的低下をもたらすこととなります。ひいては、サブプライム関連商品だけでなく、「モノライン」の保証によって成立している地方債や他の証券化商品を始めとする他債券セクターへと波及する可能性も考えられます。

尚、今般の格下げリスク懸念を受け、「モノライン」各社は資本増強策を模索しており、すでにニューヨーク州保険局が金融機関に対し、1.6兆円に及ぶモノライン向け資金支援を要請するなど救済策も検討されていますが、今後の展開には注意が必要です。

### 問：サブプライム問題の規模はどの程度ですか？ またその影響は過去の金融危機と比べて大きいのですか？

**小関：**サブプライム住宅ローンの市場規模は、米住宅ローン市場全体の約15～20%に相当する200兆円程度と推定されています。このうち多くが証券化され、金融機関を始めとする投資家に保有されていると見られています。問題はその損失額であり、OECD（経済協力機構開発機構）の試算に基づくと、約200兆円のサブプライムローンのうち15～25%程度に当たる30～50兆円であると想定されています。

これは、米国のGDPの約2%程度に相当し、1998年のヘッジファンドLTCMの破綻による金融危機（1%）よりは大きいものの、80年代後半の貯蓄金融機関S&Lによる金融危機（4%）の半分以下となります。

今後、仮にサブプライム関連の損失が倍増し米GDPの4%を超えると、金融危機の可能性が高まります。但し、サブプライム問題では米国の金融機関のみが損失リスクを負っているわけではなく、世界中の投資家に損失リスクが分散されており、この問題だけで破綻に追い込まれる金融機関や投資家は、それほど多くないと考えられます。そのため、各国金融当局が流動性危機等の金融市場における混乱をうまく封じ込めることができれば、十分に制御可能な規模であるものと考えます。

**Spotlight**

2008年2月

**問：日本の不良債権問題とサブプライム問題に共通点はありますか？**

**小関：**規模だけで見た場合、1990年代後半から2003年まで続いた日本の不良債権問題では、不良債権の処理費用は累計100兆円を超え、日本のGDPの20%あまりにも及びました。サブプライム問題に比べると、金融システム全体や経済全体に対する負荷がはるかに大きかったことが伺えます。

サブプライム問題も事態が金融機関の資本不足（ソルベンシー）の問題へと発展してきていることを考えると、日本の不良債権問題との共通点があるとも言えますが、事態の深刻度合いはかなり違います。日本では金融システム全体の資本不足もしくは債務超過が問題でした。これに対し、欧米の大手銀行（上位50行）および大手証券会社（上位10社）を加えた金融機関全体の自己資本と年間純利益はそれぞれ240兆円、30兆円となっており、サブプライム関連の金融機関の損失額を20兆円から40兆円と推定すると、日本のように金融システム全体の債務超過という規模ではなく、国際決済銀行（BIS）の定める自己資本比率基準8%を維持できるかどうかという問題であり、深刻度合いは大きく異なると考えられます。ただし、サブプライム関連の潜在損失は、証券化商品の組成などに深く関わっていた大手金融機関への集中度が高いため、一部の金融機関により大きな負荷がかかる点には留意が必要です。

日本の不良債権問題の教訓から、損失処理完了と資本再構築のプロセスを得て金融機関の財務体力回復をいかに早く行うかが、問題解決へ要する時間軸となるでしょう。また、これに合わせて金融政策や財政政策がタイミング良く講じられることが重要となります。2008年は米大統領選挙の年であり、スムーズに政策の実施が行われるかどうか注目されます。

**問：これまでのサブプライム対策にはどのようなものがありますか？ そしてそれらはどのように評価できるのでしょうか？**

**小関：**8月に問題が表面化した際に、米国だけでなく、各国の金融当局が協調して機敏な対応を見せました。FRBが金融機関向けの窓口貸出金利をまず引き下げ、その後9月には利下げを行いました。英国では資金難に陥った中堅銀行ノーザンロックに対し、イングランド銀行が流動性支援を行う制度を設置し、さらに大蔵省が同行の預金全額保護、更には国有化に踏み切りました。また、年末にかけては欧米の中央銀行が市場へ異例の規模での流動性供給を行い、ひとまず年末の流動性危機は回避されました。

金融当局が金融危機に対応するための手法としては、大きく分けて、金融政策（利下げ）と銀行救済（流動性供給・預金保護）の二つがあります。利下げによる対応は経済全体に、新たなバブル形成のリスクをもたらすとの批判がありますが、今回FRBが早期に市場の予想よりも大幅な利下げを行ったこと、また「市場の自己責任」を重んじるイギリス金融当局が、禁じ手とされてきた預金全額保護や国有化という政策を打ち出してきたことは、問題の深刻さと、問題解決に向けた金融当局の強いコミットメントを示しているといえるでしょう。

このほかにもサブプライム問題への対策として、米国では債務者救済策のためサブプライムローン金利の凍結が予定されていますが、対象となる債務者に条件があるなど、その効果を疑問視する声も上がっています。民間の自助努力としては、自己資本増強策などがあげられます。日本が公的資金を使って金融機関の資本増強を行ったのに対し、今回は金融機関に積極的に資本注入をするソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）が存在する点は、その規模、迅速性という観点からも大きな助けになると言えるでしょう。



**Spotlight**

2008年2月

**問：サブプライム問題の解決にはあとどれくらいの時間がかかりますか？**

**小関：**問題解決に必須なのは、金融システムの安定ですが、そのためには金融機関が損失を適切に認識して処理する必要があります。サブプライム関連商品の評価損がどこまで拡大するのか、現時点では明快な答えがありません。先ほど申しました通り、サブプライム関連の直接的な損失は30～50兆円と推定されます。しかし、これまでに金融機関が公表した損失の内容を見ると、サブプライムの直接の損失に加えてその他の証券化商品などの評価損も計上されており、こちらの損失推定額を20～30兆円と見積もると、サブプライム関連全体の損失は50～80兆円と推定できます。このうち、金融機関の負担は、全体の4割程度の20～40兆円程度が潜在損失ということになります。

2008年1月末現在で、大手金融機関の認識している損失額の合計はおよそ15兆円で、これは推定潜在損失の半分弱に相当します。従って、問題解決に向けた現在までの進捗度は、依然道半ばであり、金融機関ファンダメンタルズのボトムアウトと金融市場の安定性回復には、なお時間を要するものと考えられます。今までの損失認識のペースから見て、最短でもあと半年から一年を要すると見るべきでしょう。ただし、日本が10年あまりかけて処理した問題を、今後1年足らずで目処をつけることができるとすれば、処理は極めて迅速という評価もできるでしょう。

**問：このサブプライム問題に関して、PIMCOはどのような対応をしてきましたか？**

**小関：**PIMCOは、サブプライムが問題視される以前の2005年から、住宅ローン関連商品の専門家で組織される特別調査チーム「住宅プロジェクト」を発足させました。スタッフを住宅市場が活況を呈している都市や停滞している都市を含め全米20都市に派遣し、取引状況や価格動向、取引件数の動向、ファイナンスの状況における異変などについて、各地域の最新情報を毎月入手し、分析を行いました。また、よりリアルタイムに近いデータを得るため、不動産仲介業者や鑑定業者、モーゲージ・ブローカーとの協力関係も構築し入念な調査を行ってきました。

こうした独自の分析の結果、米住宅市場におけるバブル崩壊のリスクと、それが実体経済に与える影響について市場に先駆けて警鐘を鳴らしてきました。景気減速に伴う利下げを見込んだ戦略や、社債投資において銘柄の絞り込みのほか、リスクとリターンが見合わない判断した証券化商品を回避するなど、リスクに備え、長期的に安定したポートフォリオ構築を目指してきました。

**ありがとうございました。**

ピムコ ジャパンリミテッド  
105-0001  
東京都港区虎ノ門4-1-28  
虎ノ門タワーズ オフィス18階

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第382号  
加入協会/（社）日本証券投資顧問業協会、（社）投資信託協会

## Spotlight

2008年2月

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。

過去の実績は将来の運用成果を保証するものではありません。本資料には、本資料作成時点での著者の見解が含まれていますが、これは必ずしもPIMCOグループの見解ではありません。著者の見解は、予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

債券市場の各セクターへの投資にはリスクが伴います。デリバティブ商品を利用することにより、コストが発生する可能性があり、さらに流動性リスク、金利リスク、市場リスク、信用リスク、経営リスク、そして最も有利な時点でポジションを清算できないリスクなどが発生する可能性もあります。デリバティブ商品への投資により、投資元本以上の損失を蒙る可能性もあります。

金融市場動向に関する発言は現時点での市場状況に基づいており、変動します。これらの投資戦略はすべての市場状況下での効果を保証するものではありません。金融市場の動向に関する記述は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で紹介した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効であるという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。

運用を行なう資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料には具体的な金額・計算方法は記載しておりませんのでご了承ください。

本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。 2008年

(注) PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味します。