

証券化商品の価格崩落とパriba・ショック

事件のたびに価格下落

サブプライム証券化機構の崩壊は SPL 債務者の返済延滞と差押えの増加から始まった。それは証券化商品の所有者への分配金を遅滞させ、証券化商品に不信感をもった所有者が、売り抜け→価格下落→投げ売り→価格崩落という負のスパイラルに陥る誘因になる。

米国の投資銀行は証券化商品を欧州でも大量にうりさばいてきたので、証券化商品への不信用が広がり、欧州の銀行でつぎつぎと巨額の損失が発覚し、ついにシステミックリスクの恐れを顕在化させたのがパriba・ショックだった。

のちにサブプライム証券による損失の分布が、米国 50%、欧州（英国と大陸）40%、その他 10% となったことから、「アメリカのサブプライム証券を欧英の金融機関がいかに多量に購入していたかがわかる」田中素香 121

Shadow banking の一種であるサブプライム証券化機構の中の危機が、証券化商品を所有する預金銀行を導火線にして、欧州の短期金融市場で信用収縮を引き起こし世界金融危機に伝播した。

リーマン・ショック（つまり投資銀行のリーマン・ブラザーズが史上最大の負債をかかえて倒産したのは）は 2008 年 9 月であるが、投資銀行業界第 5 位だったベアースターンズが 08 年 3 月に破綻して救済合併されたときにはすでに、「次は第 4 位のリーマンが危ない」と言われ、リーマン社は資金調達に苦しんでいた。そのころリーマン社の CEO が日本の銀行に出資を打診していたという証言～日本経済新聞社 53、65。

リーマン社は、証券化商品の価格下落による売り上げ減少と所有資産の市価の崩落により、かつまた短期金融市場の信用収縮による資金調達難により、追い詰められた。

リーマン社自体の高レバレッジ経営（40 倍）による証券化ビジネスはすでに危機にあった。

以下では 2006 年末からパriba・ショックまでの米欧での金融危機現象を時系列的に振り返るが、そのときのキーワードは証券化商品の価格崩落、高レバレッジと逆レバレッジ、証券化商品を担保とする資金調達である。

2006 年 11 月にはメザニン層（BBB 格）の証券化商品の下落が始まった。

小林／大類 77 の図 2-1。以下でも同図を参照する。

証券化商品という債券の価格が下落するのは売りが買いより多いからであり、購入時の価格より低くてもさらに下落する恐れがあるなら今のうちに投げ売り dumping しようとする所有者が多数になるからだ。これは、一般の商品のような価格下落が買い手を増やし需給が均衡するという新古典派的な価格メカニズムの範囲外にある現実である。

この時点では住宅価格の上昇率は鈍っていたが、下落はまだ始まってない、つまり住宅バブルはまだ崩壊してない。ではこの時点で証券化商品の価格下落が始まったのはなぜか。それはやはり、FF 金利の上昇に準じて住宅ローン変動金利が上昇し、SPL の 3 年目以降の債務者に波動的なペイメントショックが始まり返済延滞や差押えが増加、サービサーによる元利返済金の回収が遅滞して証券化商品への分配金も遅滞、危機感を持った購入者が市場で売り抜けに入ったからである。

さらに重要なことは、証券化商品という資産の市場価格が下落すると、まだその資産を所有している金融機関にとっては、自分の資産の評価額の減損を市場から突き付けられたことを意味すること。Devil take the hindmost（売り遅れると大損するぞ）という警報が所有者たちに鳴り響くことになる。

証券化商品の価格崩落のつぎの契機は、大手モーゲージ・バンクの連鎖的破綻だった。2006 年 12 月に Ownit Mortgage が破綻。07 年 2 月に（SPL 融資第 2 位の）New Century の経営危機が報道され、4 月に破綻。同じ 4 月に大手 People's Choice Home Loan が破産。この時点で、すでに業務停止した SPL 金融会社は 20 社以上だった〜NK20070322

それまで急成長してきたモーゲージ・バンクが連鎖倒産するほどに SPL の返済延滞が増えたということであり、分配金の遅延の恐れが強まったという警鐘である。しかもモーゲージ・バンクがサービサーを兼ねている場合は、その恐れはもっと強い。

SPL を裏付けとする証券化商品への信用はさらに下がり、メザニン層の証券化商品の価格もさらに下落する。これが、メザニン層 MBS を裏付けとする ABS CDO への不信用となり、CDO 価格も下落する。

6 月下旬、ベアースターンズ傘下の 2 つのヘッジ・ファンドが CDO 投資で多額の損失を出し、ベアアが 32 億ドルを支援すると報道された。小林／大類 72、みずほ 22-23

CDO などを大量に発行した、証券化商品を熟知するはずの、しかも米国で第 5 位の投資銀行が、そのリスク評価すらできず、子会社の損失をかぶるということは、投資銀行の証券化商品全般への不信用を生み出す。

ヘッジ・ファンドは預金という資金基盤がないので、短期（3 か月程度）の社債である ABCP（asset-backed commercial paper）を（資産の一部を担保に）発行して資金を調達し、当時は「優良な資産」だった MBS や CDO を購入していた。しかも、それらの「優良な資産」そのものを担保に、ABCP をさらに発行して（負債を増やして）MBS や CDO を買うということを繰り返して資産と負債を膨張させながら高収益を上げた。＜倉橋／小林 87-88＞

これは単なる高レバレッジではなく、価格不落到りされやすい資産を担保にした高レバレッジである。担保資産の市価が下がれば債務超過になりやすいだけでなく、ABCP の返済のために担保資産の売却を強制され＝逆レバレッジ deleverage、それが証券化商品の市価をもっと下落させて自分の首を絞めるという悪循環に転落しやすい高レバレッジである。

最初に買った MBS や CDO を担保にして ABCP を発行し、その資金でさらに MBS や CDO を買うということを繰り返すレバレッジ運用。証券化商品の価格下落により、債務返済のためそれらを売却せざるをえなくなり deleverage、それが証券化商品の価格をいっそう下落させ、ABCP の借り換えが不可能に。背景は SPL の延滞率上昇 24。

その後、ベアースターンズはレポ取引の行き詰まりから数 10 億ドルの資金が流出して破綻寸前と

なり、小林／大類 98

08年3月にFRB（とくにニューヨーク連銀）が300億ドルの不良資産を実質的に引き取った上でJPモルガン・チェース銀行に吸収合併させたが、「次は第4位のリーマンが危ない」となり、リーマン・ショックへの導火線になった。小林／大類 98、日経 53

その直後の7月、格付け会社のS&Pとムーディーズが大量のSPL証券化商品の格付けを突如引き下げた。証券化商品の価格下落の追認

S&Pが引き下げたのは612件（約121億ドル）のMBS、ムーディーズは399件（約52億ドル）のMBSだった。みずほ 23

ここでAA格やAAA格の証券化商品も不信用の対象になり、価格の崩落が始まったが、それがまた証券化商品を所有する金融機関を債務超過に追い込み、その投げ売りを強いるという逆レバレッジが激しくなった。^{加速}
^{逆レバレッジ}

この大量格下げは、まずIKBドイツ産業銀行の危機として顕在化する。

直後の7月末、IKBのSIVが巨額の損失を公表して株価が急落、独政府が救済策に乗り出した。SIV（structured investment vehicle）とは、自己資本比率が規制されている預金銀行の貸借対照表から「切り離された」別会社で、高レバレッジの資産運用を専門とする。

ファーガソン 139

ユーロ導入を背景に競争が激化した欧州金融業界で、積極的にSIVを活用したのがIKBだった。IKBのSIVは、格付けAAAのMBSやCDOを購入し、これらの「優良な」SPL証券化商品を担保にABCPを発行してさらに証券化商品を買うことを繰り返すという高レバレッジ運用で収益を上げていたが、大量格下げのあと証券化商品の価格崩落が進み、ABCPの再発行ができなくなり破綻。関雄太 2007 サブプライム問題からABCP問題へ」秋

保守的で堅実な経営の銀行と見なされていたIKBのABCPすら売れなくなると、短期金融市場でABCP全体が不信の対象になり、資金をABCPに依存するほかの金融機関も売れなくなるとい信用収縮となった。^{逆レバ}

「サブプライム証券を担保にしたABCPを金融機関は発行して資金調達をしたが、これには多数の欧州金融機関が投資していた。つまり欧州の銀行や傘下のファンドは巨額のリスク証券を保有していたのである。サブプライム証券が焦げ付けば、米英欧の銀行がともに流動性危機に陥るような状態になっていた」田中素香 121

その後、総計で107億ユーロという資金（主に税金）がIKBの損失の穴埋めのために費やされ、IKBは09年8月に米国の投資会社を買収された。

預金銀行もSPL証券化商品に多額の投資をしていたという事実

IKB破綻の直後の8月9日、フランスの預金銀行BNPパリバの傘下にあった3つのファンドが取引を停止すると発表し、このファンドの投資家が資金を取り戻せなくなった。

このファンドが所有するSPL証券化商品の資産評価が、従前の価格崩落により不可能になったというのが停止した理由だった。

*それらのファンドの資産の市場が消えて、当該資産に価格が付けられなくなった Greenspan
ところが、フランス第1位の預金銀行のこの発表のあと、「数時間以内に、世界各地の短期信用市
場の取引が事実上、止まった」、「欧州の資金市場は完全に機能を止めた」。

このパリバ・ショックによる短期金融市場での信用収縮は、ABCP への不信用をさらに深めると
ともに、米英欧の銀行の資金繰りが一斉に悪化する恐れが出てきた。

ただちに(8月9日-10日)、ECB(ヨーロッパ中央銀行)は950億ユーロ(約20兆円)という
巨額の資金を銀行間市場(短期金融市場)に供給すると発表。8月17日には米FRBが公定歩合
を0.5%引き下げて支援した。つまり欧州と米国の金融当局が、預金銀行分野でのシステミックリ
スクの可能性を認めたのである。

サブプライム証券化機構の中の危機が、その顧客である欧州の金融業界での巨額損失を導火線に
して、欧州の銀行間市場の機能停止にまで展開し、金融当局によるシステミックリスク予防策を
余儀なくさせた

みずほ総合研究所 28 頁以下、小林／大類 78 以下。

日本経済新聞社 202 以下

Greenspan 2008, p.507

同様に AAA 格の SPL 証券化商品を購入していたザクセン州立銀行(独)も、これを担保にした
ABCP が売れなくなり資金不足で破綻(8月中旬)も重なり、欧州の金融業界は

ノーザンロック 初の預金取り付け

M-LEC 投げ売り

付録(2)の2ページ
パリバ