

サブプライム金融危機の機序と「サブプライム証券化機構」

小林正人 | 駒澤大学

1

はじめに

2008年9月の「リーマン・ショック」の前後における世界的な金融危機は、米国の投資銀行5社の主導による、サブプライム住宅ローンを利用した証券化ビジネスの隆盛と崩壊を特徴とするので「サブプライム金融危機」と呼ぶことができる。サブプライム金融危機の過程で破綻した預金銀行等は米国だけでも2007～12年の累計で468に上った^{※1)}。この過程で信用収縮が実体経済にも作用して急激に需要が縮小し、米欧日の製造業大企業などの経営が危機になり、失業率が急上昇した(米国2010年＝9.6%、英国2011年＝8.1%、日本2012年＝5.4%)。さらに欧州では多額の国債発行による景気対策が財政危機(ソブリン危機)へと連動し、実体経済への信用収縮を長引かせた。この危機の総体を「サブプライム恐慌」^{※2)}と呼ぶことができる。金融部門の危機による信用収縮が実体経済の需要を縮小させ、後者が信用収縮を長引かせ^{※3)}、さらに失業率の上昇が消費需要や設備投資需要を縮小ないし低迷させて実体経済に縮小再生産を強いるという悪循環現象は、1929年大恐慌とも類似する^{※4)}。

本稿ではまず、FF金利(federal funds rate)の上昇、サブプライム住宅ローンの返済延滞率等の上昇、住宅バブル崩壊の前後関係を確認した上で、サブプライム・ローンの特異性としての「ティーザー金利」の(住宅バブルへの参加者の広がりやFF金利上昇のショックの大きさにたいする)意義を論じる。さらに、2000年代の米国で住宅バブルを引き起こし、のちに崩壊させた「サブプライム証券化機構」の内部構成と膨張の論理を解明する。そして、サブプライム証券化商品の大口顧客になった預金銀行やヘッジ・ファンドによる高レバレッジ経営が、サブプライム住宅ローンの返済延滞増加によって逆レバレッジへと反転し、短期金融市場に急激な信用収縮を

もたらしたサブプライム金融危機の機序を論じる。

なお本稿では、サブプライム住宅ローン(subprime mortgage loan)をSPLと略して記載する。

2

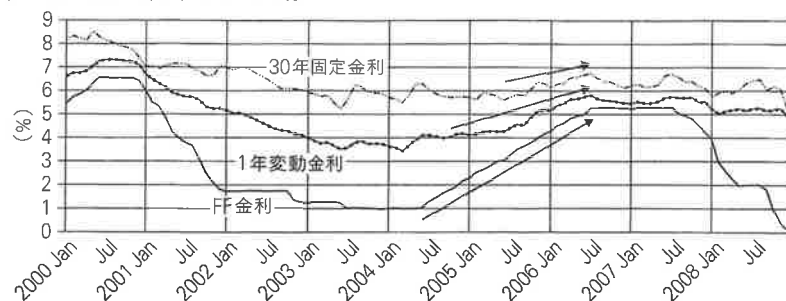
サブプライム金融危機と住宅バブル崩壊

2008年の世界金融危機の発端について、「2006年秋以降住宅価格が下降に転じ、サブプライム層の元利返済がとどこおり、差し押さえが増大しはじめ」^{※5)}たという説明が定説化している。住宅価格の低下のもとで住宅ローンの延滞・焦付きが増大、あるいは住宅価格が下落して延滞・焦付きの急増となったとする著書もある^{※6)}。つまり、住宅価格が下落したあとでSPL債務者の返済延滞や差押えが増加したという説明である。この機序は重要なので、統計資料で確認しておくべきである。

図1はFF金利と、住宅ローンの固定金利および変動金利との比較である。FF金利は2003年央に1%まで下げられたが、04年7月から2年間に段階的に引き上げられ、06年央に5%を超えた。住宅ローンの1年変動金利は少し遅れて04年10月の4%から2ポイント上昇した。住宅ローンの30年固定金利はもっと遅れて上昇したが、上昇幅は1ポイントであり、SPLにとって重要なのは変動金利である。住宅ローン金利が政策金利を下回るはずはなく、FF金利に準じるのは当然である。

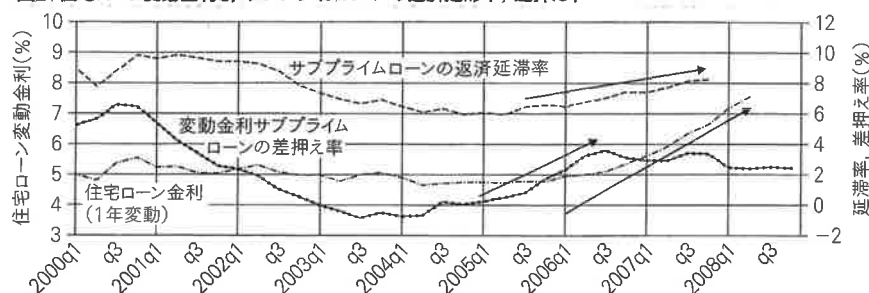
SPLは基本的に変動金利型住宅ローンである。1年変動の住宅ローン金利と、SPLの返済延滞率や差押え率との比較を図2で示した。住宅ローンの変動金利が上昇し始めて半年後の2005年央から、SPL債務者の返済延滞率が上昇し始め、その半年後の06年初からSPL債務者の差押え率が上昇し始めた。米国の住宅ローンは実質的に(明文ではなく)ノンリコース(非遡及型)であり、返済延滞が90日続くとすぐに当該物件が

図1 米国のFF金利と住宅ローン金利



資料:住宅ローン金利はFreddie MacのウェブサイトのPrimary Mortgage Market Survey。

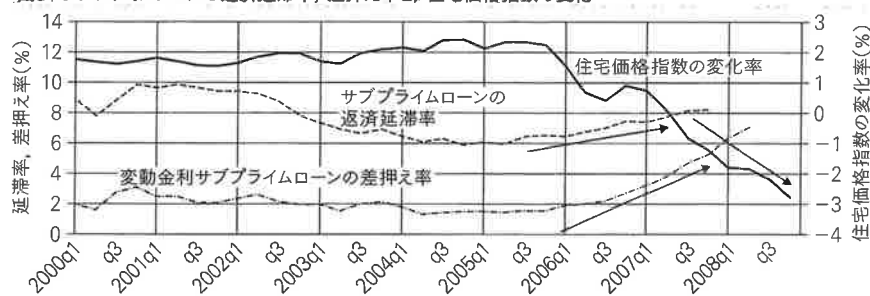
図2 住宅ローン変動金利と、サブプライムローンの返済延滞率、差押え率



注:住宅ローン金利は各年の1月, 4月, 7月, 10月の値。返済延滞率は返済が30日以上延滞したローンの比率。

資料:住宅ローン金利はFreddie Mac, 返済延滞率はOECD Economic Outlook No.83(p.30), 差押え率はOECD Economic Outlook No.84(p.34)。

図3 サブプライムローンの返済延滞率、差押え率と、住宅価格指数の変化



資料:返済延滞率はOECD Economic Outlook No.83(p.30), 差押え率はOECD Economic Outlook No.84(p.34), 住宅価格指数はFHFAのウェブサイト。

差押えられる(所有権が債権者に移って売り家になる)^{*)7)}から、延滞率上昇のあとで差押え率が上昇するのは当然である。住宅ローン金利の上昇は新規の住宅ローン需要にも影響するが、図2が示す事実、住宅ローン変動金利の上昇が返済途中のすべてのSPL債務者の返済額を一斉かつ段階的に増やしたことである。

図3が示すように、FHFA(連邦住宅金融局)の住宅価格指数は2005年まで年平均2%の速さで上昇したあと、06年初から上昇率がにぶった。しかし反転して下落したのは07年第2四半期からである。一方、SPLの返済延滞率の上昇はすでに2005年央から、SPLの差押え率の上昇は06年初から始まった。この図3の資料はOECDのデータであるが、MBA(Mortgage Bankers Association)

の統計でも、変動金利型SPLの延滞率はほぼ同じ2005年末から上昇している。つまり住宅価格が下落に転じる前にSPL債務者の延滞率や差押え率が上昇したと判定できる。S&P/ケース=シラー住宅価格指数をみても反転下落は2006年8月からであり、上記の判定は揺るがない。

以上の統計資料から検出されたのは、FF金利の上昇→住宅ローン変動金利の上昇→SPL債務者の返済延滞率と差押え率の上昇(→売り家の増加)→住宅価格指数の上昇率のゆるみ、そのあと反転下落(住宅バブル崩壊)という機序である。住宅価格の下落はSPL延滞率を上昇させるが、同時にまた延滞率上昇が差押え率の上昇→売り家増加となって住宅価格を下落させ

る。つまり両者は相互作用(悪循環)の関係にあるから、一方だけの議論は一面的である。しかもこの悪循環は住宅価格の下落が始まったあとの現象である。恐慌ないし不況は悪循環現象だから、その悪循環が始まった理由を解明することが課題である。上記の統計分析によれば、この悪循環に先行してSPLの延滞率や差押え率の上昇が、さらにその前にFF金利の引き上げがあったのである。

3

サブプライム住宅ローン(SPL)の特異性とFF金利

SPLの返済延滞率の上昇の理由を解明するには、SPLという住宅ローンの特異性の把握が必須である。住宅ローンの返済期間は30年が標準であるが、プライム・ローンの70%が全期間固定金利である一方、SPLは90%以上が変動金利であり、しかも返済当初2年間だけ固定金利というタイプが50%以上を占めた(図4)。この型のローンは、3年目からの28年間が変動金利になるので2/28(two twenty-eight)と呼ばれるが、以下ではこの型のSPLを焦点に議論する。

変動金利型住宅ローンを米国ではARM(adjustable rate mortgage)と呼ぶが、市場金利に連動して返済金利が調整される住宅ローンを意味する。SPLの変動金利の式は【6か月物LIBOR+(ローン会社の手数料5~6%)】である^{❖8)}。6か月物LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)に連動するから、2/28型の3年目以降の返済金利は半年ごとに改訂(リセット)される。しかも2/28型には、当時のFRBによる超低金利政策(図1)の影響で、当初2年間の金利がプライム・ローン並みに低かったという特徴があった。この当初2年間の低い金利はティーザー金利(teaser rate, いわば「勧誘金利」)と呼ばれ、住宅ローン会社が市民をSPL利用へと誘い込むときに使われた^{❖9)}。このため、ティーザー金利期間のあとの返済額が大幅に増加するペイメント・ショックが債務者に個別に及ぶことになる。

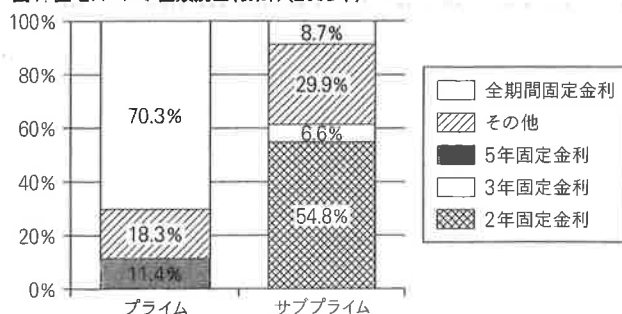
これに加えて、FF金利の段階的上昇に連動して6か月物LIBORが2004年央の1%台から06年央の5%台へと急上昇した^{❖10)}。これによりSPLの返済金利(上記の式)も2年間にわたり段階的に上昇し、ティーザー金利の期間が終わったSPL債務者全体にたいして全米で一斉かつ波動的なペイメント・ショックが襲った。これが、05年央からの

SPL債務者の延滞率の上昇(図2と図3)の原因である^{❖11)}。たとえば03年前半にプライム・ローン並みの5%台でSPLを借りた人は、3年目(05年央)の金利改定時には返済金利が【LIBOR 3%+手数料=】8.5%程度になり、LIBORが5%を超えた06年央には10%程度に跳ね上がる。

当時のFRB議長A.グリーSPAN(在任1987年8月~2006年1月)がFF金利を急速に引き上げた理由は何か。彼は2004年4月に米国議会で、持続的繁栄には物価安定の維持が必要である、価格インフレへの圧力を防ぐ程度までFF金利を引き上げなければならないと証言した。そのFF金利引き上げの狙いについて彼は回顧録の中で、「歓迎できないあぶく(froth)をその当時に生みだしていた住宅ブーム(boom in housing)を鎮める水準まで住宅ローン金利(mortgage rates)を引き上げることだった」^{❖12)}と書いている。狙いは住宅ローン金利の引き上げによる住宅バブルの沈静化と価格インフレの予防だった^{❖13)}。しかし彼は大量のSPLが証券化されて米国のみならず欧州の預金銀行も大量に所有し、FF金利の上昇が証券化商品の価格暴落のきっかけになるとは想定しなかったのだろう^{❖14)}。資産バブルを徐々に鎮めることはできず、資産の投げ売りを誘発し急速に収縮するのである。

サブプライム金融恐慌をめぐる議論ではFF金利の歴史的低下が住宅バブルを助長したという指摘は多いが、そのあとのFF金利引き上げの政策効果については不問にされていることが多い^{❖15)}。これは一面的な議論であろう。政策金利の引き上げは信用や設備投資を縮小させる効果を実感に持つ^{❖16)}。ただしサブプライム金融恐慌との関連については、「サブプライム証券化機構」(第5節)の分析が不可欠である。

図4 住宅ローンの種類別金利条件(2006年)



資料:フレディマック。
出所:倉橋/小林[2008]60頁。

4

住宅バブルの参加者はだれか

SPLは「信用力の低い人に対する住宅ローン」だったという定義の陥穽を見ずに、SPLの債務者は低所得者だったという議論が多い^{❖17)}が、これは「ミスリーディングである」^{❖18)}。低所得者への略奪的貸付だけで当時の「投機的に上がりすぎた住宅価格」^{❖19)}を説明するならば、「貧者による投機がバブルを起こした」という不可解な議論になるだろう。

米国での議論は異なる。SPL債務者のうち低所得者は27.1%で、プライム・ローンでの25.1%と大差なかったという米政府機関の2006年の調査^{❖20)}を見るだけでも、上記の議論の陥穽がわかる。また、バブル期にサブプライム・ローンを借りた人の少なくとも三分の一が実際はプライム・ローンの適格者だった^{❖21)}。つまり中所得以上の人もSPLを利用したのである。さらに、1998～2006年に貸し出されたSPLのうち住宅購入に使われたのは40%程度、初めて住宅を買うのに使われたのは9%程度だったという調査がある^{❖22)}。つまりSPLの60%程度は住宅以外の物件への融資であり、SPL債務者の90%はすでに自宅を持っていたのである。実際、セカンドハウスや別荘を買う、住宅を転売して値上がり益を狙う、5件以上の家とステーキ店などの賃貸用物件を購入する、所得が高いが背伸びして高級住宅を買うなどの事例があった^{❖23)}。

さらに、購入物件の価格上昇分をホームエクイティローンの担保にして得た金で消費財を購入するためなどにSPLを利用した人も多かった^{❖24)}。また、1986年から住宅ローン利子所得控除を2戸目の住宅ローンにも適用する政策^{❖25)}が始まったが、これこそ低所得者の持家促進政策ではなく、すでに持家がある人に住宅の追加購入を促す政策だった。しかも米国の住宅ローンは実質的にノンリコースであり、2戸目の物件のローンが返済できなくなっても、物件の所有権を放棄すれば残債務を負わないという事情もあった。すなわち、低いティザー金利が終わったときにプライム・ローンへと借り換えるか、物件を手放せばペイメント・ショックをかわすことができるという思惑が、中所得以上の人々のSPL利用をあおったのである。エール大学のロバート・シラーが、住宅市場には素人が多く参加した、購入資金の9割を借りられる住宅投資でもうける人々を見て皆が投資に走ったなどと言った^{❖26)}ときのSPL債務者は、

低所得者ではない。

SPL債務者の中には返済不能になり、住宅を差押えられてホームレスになった人も確かに多い。しかし、このような人々へのSPLだけで当時の(土地付き)住宅への投機的購入を説明することはできない。中所得以上の人々が、自宅以外の物件の購入、転売による値上がり益、あるいは消費資金の増加を狙ってSPLを利用したことも、2000年代の住宅バブルの要因だった。内閣府(2007)も「投資目的の住宅取得者」^{❖27)}を併記している。しかし、中所得者などが投資目的で物件を購入したくても、十分な資金がなければ不可能である。SPLを潤沢に供給した金融システム、次節の「サブプライム証券化機構」が問題なのである。

5

サブプライム証券化機構の内部構成と信用膨張

5.1 サブプライム証券化機構とは

SPLを潤沢に供給したメカニズムについて、FCICは「ウォール・ストリート住宅ローン証券化機構」^{❖28)}と名付け、ファーガソンは「証券化の食物連鎖」^{❖29)}と渾名している。この機構の内部を図式化したのが図5である。この図は住宅ローン債権一般の証券化の説明だが、SPL債権が証券化される機構の説明図にもなる。以下ではこれを「サブプライム証券化機構」と呼ぶ。

5.2 SPL債権の組成と買い取り

サブプライム証券化機構の起点は、住宅ローン会社が融資のさいに組成したSPL債権を投資銀行などが買い取ることである(図5)。表1のように、SPLの新規融資額の約50%はモーゲージ・バンク(表内の「モーゲージ・カンパニー」という非預金銀行が占め、残りは預金銀行、その子会社や系列会社だった。以下では、SPLの融資機関としてモーゲージ・バンクを中心に論じる。

SPL債権の約70%が買い取られ^{❖30)}、SPL証券化商品が発行されて世界中に売られた。SPL債権の買い取りは商業銀行なども行なったが、主役は投資銀行である^{❖31)}。リーマン・ブラザーズなどの投資銀行は、SPL債権を「奪い合い、手当たり次第に買いつけた」^{❖32)}。

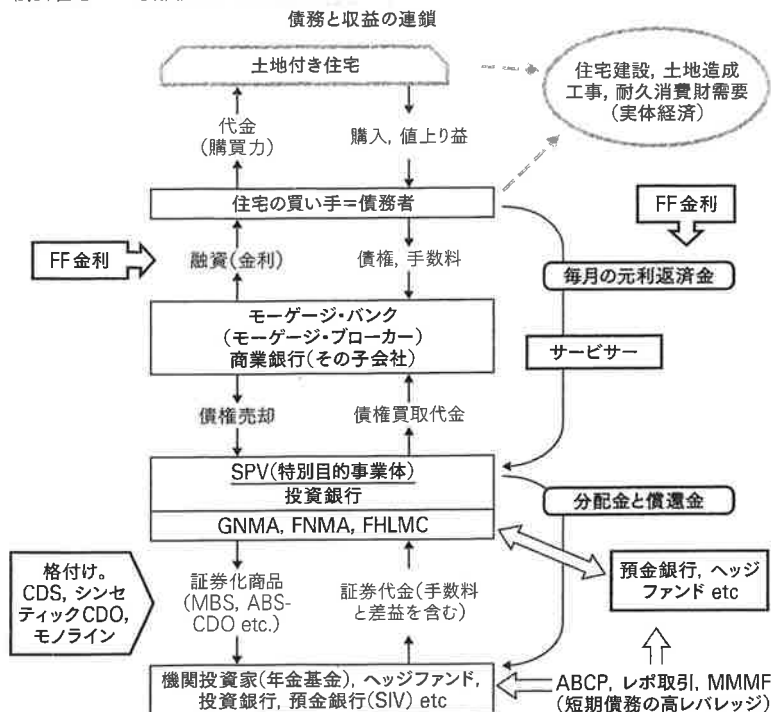
モーゲージ・バンクは「独立」していたというよりも、むしろ投資銀行との結託があった。すべての投資銀行が複数のモーゲージ・バンクを買収し、SPL債権の確保に

奔走させた。たとえばリーマンは2004年までにSPL会社を6社買収し、ベアー・スターンズは3社買収、メリル・リンチは2006年に大手SPL会社のFirst Franklinを買収したし、モルガン・スタンレーはNew Century(2006年に全米第2位のSPL会社)に、住宅ローンの原資を供給していた^{❖33)}。特にリーマンは、SPL会社の融資を危険だとする社内の調査報告があった(1999年2月)にもかかわらず買収を推進した^{❖34)}。なお、預金銀行がSPL会社を買収したり、融資した事例もある。

金融自由化により預金銀行から競争圧力を受けた投資銀行^{❖35)}にとって、従来の受け身のビジネスから脱する新事業が証券化ビジネスであり、投資銀行5社の競争で優位に立つにはSPL債権を大量に買い取ることが必須だった。この圧力のもとで、モーゲージ・バンクがティーザー金利を利用してSPLの融資件数と融資額を増やす競争に邁進した^{❖36)}。さらにSPL会社の融資担当者の報酬は融資量に連動して増え、190万ドルの年収のほかに1300万ドルのストック・オプションを行使できた幹部もいた^{❖37)}。

1980年代後半に日本で生じた土地バブルにおける投機信用の原理は、預金銀行が商業地などの買い占めに融資し、その貸出債権を保有する「組成保有」だった。しかしモーゲージ・バンクや投資銀行には預金という資金基盤はない。モーゲージ・バンクという非預金銀行ができるのはSPL債権を組成して(originate)投資銀行に売るという「組成販売」である。けれども、債権買い取りという取引自体は「21世紀型」ではなく、預金銀行による商業手形の割引と原理は同じである。手形割引では、一般企業から商業手形を預金銀行が買い取り、その利子の一部を取る代わりにその返済不能リスクを引き受け、そのときに両者が債務者からの利子を分け合うのであり、これが銀行信用の創造や膨張となる。買い取った手形債権を銀行が保有せずに証券化商品に仕立てることもできるから、証券化と別物ではない。SPLの「組成販売」では、モーゲージ・バンクと投資銀行が結託してSPL債権を組成し証券化して、世界中の金

図5 住宅ローン債権証券化機構と实体经济



融機関に販売し、その還流資金がさらなる債権買い取りに向けられて住宅ローンが膨張した。その中で、モーゲージ・バンクは(SPLの借り手から)手数料を取り、投資銀行は証券化商品を買ったあとで(SPL債務者による元利返済金から)手数料を取るという収益のフローがつけられた(図5)。同時に、SPLの返済不能リスクは世界中に拡散された。

5.3 サブプライム住宅ローン(SPL)の証券化

投資銀行のSPV(special purpose vehicle, 特別目的事業体)が数千件の住宅ローン債権を買い取り、住宅ローンの元利返済金を裏付けとする新たな証券を発行することが「住宅ローンの証券化」であり、発行された証券化商品がMBS(mortgage-backed security, 住宅ローン担保証券)である

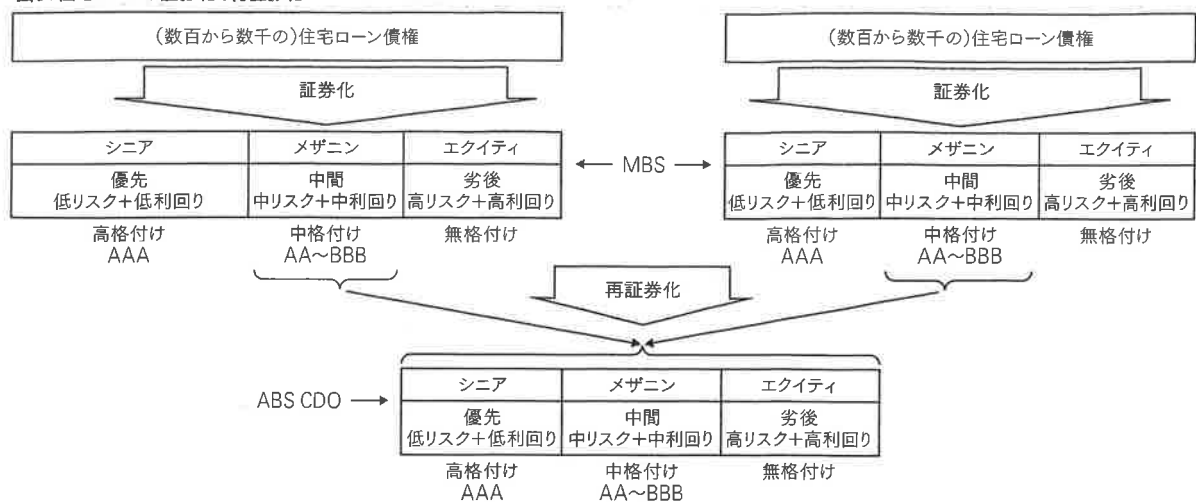
表1 サブプライム住宅ローン等の貸付機関別貸出額シェア(%)

貸付機関	2004	2005	2006
独立のモーゲージ・カンパニー	50.6	52.0	45.7
預金取扱金融機関	25.9	22.8	28.5
預金取扱金融機関の子会社	11.5	13.0	12.4
預金取扱金融機関の系列会社	12.0	12.2	13.4
合計	100.0	100.0	100.0

注:この表の「サブプライム住宅ローン等」とは、Higher-priced loans(国債金利とのスプレッドが3%以上の住宅ローン)を指し、その大半がサブプライム住宅ローンである。

出所:内閣府[2007]6頁。

図6 住宅ローンの証券化と再証券化



出所：倉橋／小林[2008] 91頁、みずほ総合研究所[2007] 123頁。

(図6)。たとえばベアー・スターンズだけで2004～06年に100万件近い(年間約30万件)住宅ローン債権を証券化し、その総額は1920億ドルだった^{❖38)}。MBSを投資銀行は、預金銀行(商業銀行)、ヘッジ・ファンド、年金基金、保険会社、他の投資銀行などに大量に売り手数料を稼いだ。SPLの金利は(当時は)国債の利回りよりも高く、MBSの所有者は相対的に高利な分配金を受け取れたので歓迎した^{❖39)}。つまりSPLのMBSとは、SPL債務者が毎月支払う元利返済金を投資銀行と、MBSの所有者(金融機関)とが、手数料あるいは分配金として分け合う金融スキームである(図5)。

途中で返済不能になる債務者が増えると、MBSの所有者には期待された分配金を支払えなくなる。そこで使われたのが「優先劣後構造」である。つまりSPLの返済不能リスク等によって、シニア、メザニン、エクイティの三層のMBSを仕立て、分配金はシニア層所有者に優先的に支払い、エクイティ層への分配金は払わず欠損にするという方式である。これによりシニア層MBSの格付けはAAAになり、(メザニン以下より)低利だが低リスクの金融商品として投資銀行は売り込んだ。MBS全体のうちAAA格が70～80%を占めた。もともと個々のMBSに2/28型SPLがどれだけ混入し、個々の2/28債権にどんな返済不能リスクがあるかは、MBSの購入者にはわかりにくい。しかも、返済不能リスクは「高度な」金融工学により計算済み、すなわち「解決済み」とされたので、いずれFF金利が上昇すればSPLの返済不能者が一斉に増加するという説明はなかった^{❖40)}。結局、購入者が信用したのは格付けだった。

一方、エクイティ層のMBSは高リスク・高利回りの金

融商品としてヘッジ・ファンドや投資銀行自身が所有した。これが資金調達(ABCP発行やレポ取引)の担保として(高レバレッジにより)利用され、のちの逆レバレッジによるMBS価格の崩落につながった(第6節を参照)。

5.4 証券化商品の再証券化

投資銀行が証券化ビジネスで儲けるには、MBSのうちの15%程度を占めるのにAAA格にならないメザニン層のMBSも売り尽くし、原債権のSPLの買い取りに投じた資金を回収して手数料を稼ぐ必要がある。ここで「再証券化」という手法が利用され、メザニン層のMBSに入る分配金(と償還金)を裏付けに^{❖41)}新たな証券化商品が大量に発行され販売された^{❖42)}(図6)。証券化商品を原債権とする証券化商品は「ABS CDO」^{❖43)}と呼ばれる。ABS CDOは、後述のシンセティックCDOとは別のCDO(collateralized debt obligation)である。

「証券化」と同様にABS CDOも優先層、中間層、劣後層が仕立てられるが、優先層とされたABS CDOであっても原債権はメザニン層のMBSだから、それへの分配金の支払いはAAA格MBSよりも劣後になる。これについては、「BBBのMBSがAAAのCDOに化ける。……見かけ上、ローリスク・ハイリターンという都合のよい金融商品の組成を実現するため、BBB格程度のMBSが積極的に活用されていた形跡すらある。……サブプライム・ローンの損失をMBSのエクイティですべて吸収することができず、BB格やBBB格のMBSにまで損失が拡大し、それを裏付けとするCDOの価値が想定以上に大きく毀損される」^{❖44)}と指摘される。つまりABS CDOは、メザニン層のMBSを「低リスクの証券」に偽

装して再販売する金融スキームだった^{❖45)}。にもかかわらず「優先層」のCDOにもAAA格が付けられ、欧米の銀行などに売り込まれた。

大橋(2010)は、ABS CDOが利用された目的について、「最優先ではないため高格付けを取得できないRMBSのメザニン・トランシェをプールし、……そのプールからリスクの少ない優先トランシェを切り出し、それに高格付けを取得して高値で売却する」ことであり、「低リスクと評価していた優先トランシェも実際のリスクは高かった」、「誤ったリスク評価があった」ことを認める(121頁)。しかしこれは、「証券化を利用すれば、取引するリスクの内容や大きさを……容易にコントロールできる」(37頁)という自らの解説とは矛盾する。偽装的なABS CDOの量産も証券化の帰結であるのなら、証券化ビジネスの功罪の厳正な評価が必要である。

5.5 サブプライム証券化機構の補助的機関

これまでサブプライム証券化機構の主導的機関を論じたので、その膨張を補助した機関について論じる。

まず、サービサーという債権回収機関の役割である。組成されたSPL債権を投資銀行が買い取ってもSPL債務者の債務は消えない。債務者は契約時の返済計画に従って元利返済を毎月しなければならず、この返済金を毎月回収して投資銀行(のSPV)に送る「サービサー」が証券化商品には不可欠である。ただし、「サービサーはしばしばオリジネーターが兼ね」^{❖46)}るから、実質的にはモーゲージ・バンクなどが担っていた。そのためモーゲージ・バンクの破綻が続くと(第6節(2))、証券化商品の所有者には分配金の欠損の警鐘、投げ売りへの誘因となる。証券化商品の問題点をめぐる議論ではサービサーの役割が明示的ではないことが多く、証券化を解説した図でもサービサーが省かれることが多い^{❖47)}が、図5では明記した。

ムーディーズやS&P(Standard & Poor's)などの格付け会社が大量のMBSやCDOをAAAに格付けてその信用を補完したことが、SPL証券化商品の販売を助長した。格付け会社が、住宅ローンを裏付けとするCDOを格付けた件数は2004～07年に10倍に増え、S&Pは2007年7月の第1週には1日で300件ものMBSを格付けた^{❖48)}。一般投資家への「中立・公平な」信用情報の提供を建前とする格付け会社が、ウラではおごりな「高格付け」を与えて顧客(投資銀行)を儲けさせ、それにより自らも「途方もなく儲けた」^{❖49)}のである。

CDS(credit default swap)のような債権損失保険も、国債

や株式のような流通市場が確立してない証券化商品の信用を補完した。CDSはプレミアム(保証料)を定期的に支払った企業に、証券化商品などで損失が出たときのプロテクション(損失補償金)を支払うという金融保険である。モノライン(金融保険専業会社)やAIGなどが、サブプライム証券化機構から収益を吸い取るためにプレミアムの値下げ競争を展開し、プロテクションのための原資が十分に積めなくても、この機構内の資金循環が続くあいだは、プレミアムを受け取る一方の儲かる事業としてCDSビジネスが続いた。さらに、CDSを大量に集め、それらのプレミアムを裏付けとする新たな証券化商品(シンセティックCDO^{❖50)})の発行と販売に投資銀行も乗り出した^{❖51)}。証券化商品の分配金の欠損リスクを金融保険ビジネスに利用し、証券化商品の信用を高めようとした。このようにCDSやシンセティックCDOは、高い格付けとともに、MBSやABS CDOなどの証券化商品の市場での信用と販売を助長し、サブプライム証券化機構の膨張を補助した。

5.6 Shadow bankingとしてのサブプライム証券化機構

投資銀行5社間の競争が主導した住宅ローン債権の証券化ビジネスは、モーゲージ・バンクから買い取った大量のSPL債権を裏付けとする証券化商品を米国や欧州の金融機関に大量に売り込み、その販売代金がモーゲージ・バンクに還流して次のSPLの資金になるというグローバルな資金循環を実現した^{❖52)}。格付け会社や金融保険会社などは、この資金循環の膨張を補助した。こうして自然発生的に形成された資金循環と信用膨張のシステムがサブプライム証券化機構である。この信用膨張により住宅建設が促進され、製造業などが衰退した米国では、建設業や住宅産業の需要を拡大し、さらに中国や日本にとっては家電製品などの輸出需要となるなど、実体経済のグローバルな拡大にも寄与した。この機構内の金融活動が「実体経済から独立した」とは言えない^{❖53)}。

サブプライム証券化機構の収益源はSPL債務者が「確実に」支払う割高な手数料と元利返済金である。超低位のFF金利を利用したティーザー金利に不動産所有の思惑をかけた米国市民がモーゲージ・バンクに勧誘されて行なった(土地付き)物件への投機を資金的に助長し、住宅バブルを現出させたのがサブプライム証券化機構だった。FF金利が上昇に転じて波動的ペイメント・ショックが債務者を襲うと、サブプライム証券化機構は収益を生まなくなり、機構全体が内部崩壊へと向かっ

た。これを明示するため、図5の右側に「FF金利」→「毎月の元利返済金」を図示した。

サブプライム証券化機構を主導した投資銀行が金融当局の(預金銀行のような)規制のもとにはなく、しかも2004年にレバレッジ規制が緩和されたこと(当時ゴールドマン・サックスの会長のH.ポールソンが主導)はよく知られている^{❖54)}。また同じく主導的機関だったモーゲージ・バンクは米国では州の監督下にあり、規制はゆるかった。補助的機関である格付け会社は、格付けに誤りがあっても損害賠償責任を負わないし、金融保険会社は損失補償の原資が不十分でもCDSビジネスを続けることが許された。金融当局からの規制を免れていること、世界的信用膨張の重要な担い手になったこと^{❖55)}がshadow banking(影の銀行業)の定義だとすれば、サブプライム証券化機構の総体がそれである。サブプライム金融危機と規制緩和が無関係というのは誤りである。

6

証券化商品の価格崩落と 金融市場の信用収縮

米国の投資銀行は証券化商品を欧州でも大量に売った。2006年にMBSを保有していた地域はユーロ圏が33%、英国が13%を占めていた^{❖56)}。またサブプライム証券による損失は、のちに米国50%、欧州(英国と大陸)40%、その他10%という分布となり、ここから「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」^{❖57)}。たとえばゴールドマン・サックスはIKBドイツ産業銀行を標的にシンセティックCDOを売り込んだ^{❖58)}。のちに証券化商品の価格が崩落し欧州の銀行がつぎつぎと巨額の損失を出し、ついにインターバンク市場の機能停止に至ったのがパリバ・ショック(後述)だった。shadow bankingの一種であるサブプライム証券化機構の中の問題が、証券化商品を所有した預金銀行を導火線にして、欧州の短期金融市場においてシステミック・リスクを発生させグローバル金融危機に発展した。

リーマン・ショックは2008年9月の事件だが、半年前の3月に投資銀行業界で第5位のベアー・スターンズがついに破綻したときから「次は4位のリーマンが危ない」^{❖59)}と言われた。そのころリーマンのCEOが日本の銀行に出資を打診していたという証言がある^{❖60)}。このときからリーマン社は、証券化商品の価格崩落による所

有資産の減損と、短期金融市場の信用収縮とに挟まれて債務超過の危機にあった。

以下では2006年末からパリバ・ショックまでの個別事件の連鎖により米欧で金融危機が深化していったプロセスを、証券化商品の価格崩落、高レバレッジと逆レバレッジ、そして信用収縮をキーワードにして分析する。

(1) まず、2006年11月からメザニン層(BBB格)の証券化商品の価格の下落が始まったことに注目する必要がある^{❖61)}。この時点ではFHFA住宅価格指数の上昇率は鈍っていたが、反転下落はしておらず、住宅バブルはまだ崩壊していない。ではこの時点で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一斉かつ波動的なペイメント・ショックがふりかか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に欠損が出て、不信感を持った所有者(とくにヘッジ・ファンドや投資銀行)が市場で売り抜けと投げ売り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たいして、その資産の評価額の減損を突き付けることになるということである。この局面で所有者たちを捉えるのは、Devil take the hindmost^{❖62)}(売り遅れると大損する)という危機感である。証券化商品という資産の価格が下落するのは売りが買いより多いからであり、今のうちに売り抜けよう、市場価格が購入時より低くてももっと下落する前に投げ売り(dumping)してもよいとする所有者が増えるからだ。これは、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論の範囲外にある現実である。

(2) 証券化商品の価格崩落のつぎの契機はモーゲージ・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New Century(前述)の経営危機が報道され、4月に破綻。同月に大手People's Choice Home Loanも破産。この時点ですでに業務停止したSPL金融会社は20社以上になった^{❖63)}。それまで急成長してきたモーゲージ・バンクが連鎖破綻するほどにSPLの返済延滞が増えたということであり、証券化商品が投げ売りされる恐れへの警鐘である。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、その警鐘はもっと直接的である。SPLを裏付けとする証券化商品への不信用が強まり、メザニン層の証券化商品の価格下落がすすむが、これがさらにメザニン層MBSを裏

付けとする(AAA格に偽装された)ABS CDOへの不信用に及び、投げ売りされる。

(3) 6月下旬、ベアー・スターンズ傘下のヘッジ・ファンド2社がCDO投資で多額の損失を出し、ベアーが32億ドルを支援するとの報道が出た^{❖64)}。CDOなどを大量に発行し、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、SPL証券化商品への不信用がその全体へと波及する。ヘッジ・ファンドは短期(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)発行して資金調達し、当時は「優良な資産」だったMBSやCDOを購入しており、しかも、その「優良な資産」を担保にABCPをさらに発行し(負債を追加し)MBSやCDOを買い込むことを繰り返す、負債と資産を膨張させて収益を上げていた^{❖65)}。これは、負債が多くて債務超過になりやすいという量的に高レバレッジであるだけでなく、価格が下落しやすいリスク資産を債務の担保にした高レバレッジである。この状態で債務超過を避けるための資産売却をすると、つまり逆レバレッジ(deleveraging)を行なうと、自分の資産の評価額も下落させてしまい、さらなる逆レバレッジを強いられるという自己矛盾と悪循環におちいることになる。

のちに、ベアー・スターンズの損失はさらに拡大し、FRBに支援された大手預金銀行に吸収合併された(前記)が、投資銀行への不信は第4位のリーマン社に波及し、のちのリーマン・ショックを準備した。

(4) 7月上旬、格付け会社が大量のSPL証券化商品の格付けを引き下げると発表した。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^{❖66)}。それは証券化商品の価格下落の追認だったが、この発表がAA格やAAA格の証券化商品への不信用を増幅させ、投げ売り価格崩落を進行させ、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、その投げ売りをともなう逆レバレッジに走らせた。

(5) この大量格下げの影響が顕在化したのが、IKBドイツ産業銀行の危機だった。格下げ直後の7月末にIKBが、傘下のSIVの巨額の損失を公表して株価が急落、独政府が救済に乗り出した。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。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、AAA格の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ということを繰り返す高レバレッジ運用で収益を上げていたが、大量格下げのあとの証券化商品の価格崩落によりABCPの再発行ができなくなり破綻した^{❖67)}。しかも保守的で堅実な銀行だったIKBのABCPすら売れなくなったので、短期金融市場で売られるABCP全体が不信用になり、ほかの金融機関もABCP発行による資金調達ができなくなるという信用収縮に入った。「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、これにも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……。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」^{❖68)}。この「状態」を準備したのが前述のサブプライム証券化機構である。

のちに、IKBの損失の穴埋めに107億ユーロもの資金(主に税金)が費やされ、IKBは米国の投資会社に買収された(09年8月)。

(6) IKBの破綻は、預金銀行もSPL証券化商品で多額の損失をかかえている事実を明るみにしたが、フランスの預金銀行BNPパリバがさらに重大な事態を引き起こした^{❖69)}。IKB破綻の直後の8月9日、BNPパリバの傘下にあった3つのファンドが取引の停止を発表し、このファンドの投資家が資金を取り戻せなくなった。ところが、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」^{❖70)}り、「欧州の資金市場は完全に機能を止めた」^{❖71)}のである。3ファンドの取引停止の理由は、所有するSPL証券化商品の価格が崩落してその資産評価ができなくなったからだ^{❖72)}。フランス第1位の預金銀行がバックにいるファンドすらSPL証券化商品の投資で失敗したことから、証券化商品の損失で資金調達が危機的な預金銀行がほかにいるのではないかという不信用が高まり、預金銀行相互の貸借市場であるインターバンク市場(短期金融市場)で急激な信用収縮が発生した。こうして英欧の預金銀行の資金調達が一挙に悪化する恐れが生じた。ただちに(8月9日～10日)、ECB(ヨーロッパ中央銀行)は948億ユーロ(約16兆円)という巨額の資金をインターバンク市場(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。欧と米の金融当局がインターバンク市場でのシステミック・リスクの発生を認めたのである。

サブプライム証券化機構の中の不信用が、その大口顧客だった欧州の金融機関の巨額損失を導火線に、欧州のインターバンク市場で信用収縮を発生させ、金融当局によるシステミック・リスク対策を余儀なくさせた。

(7) そのあと、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)の破綻(8月)、中堅銀行ノーザンロック(英)への「預金取り付け」(9月)、欧米大手金融機関の決算発表による巨額損失の露呈などが続いた。証券化商品の投げ売りを抑制するためM-LECを設立する構想があったが、断念された(12月)。こうして証券化商品の価格崩落⁷³⁾と短期金融市場での信用収縮との悪循環は止まらず、リーマン・ブラザーズを倒産へと追い込み、パリバ・ショックを超える規模の信用収縮と、それによる実体経済の需要縮小、倒産、高失業などをもたらした。

7

むすび

本稿では、「影の銀行業」の一類型としてのサブプライム証券化機構の内部構成を図式化した(図5)。それは、既成の住宅ローン債権証券化の図を、投資銀行とモーゲージ・バンクに主導された証券化機構へと改定した図ではある。しかし、サービサーを経由する(証券化商品所有者への)分配金の支払い(または欠損)の問題を、さらに分配金の元になるSPL返済金利にたいするFF金利の作用を、筆者は明示した。同機構は、投機目的の物件購入に資金を潤沢に供給し、2000年代の米国で住宅バブルを加速させた金融機構であり、同機構が「実体経済から独立した」というのは一面的であることも明確にした。

また本稿では、各種の経済統計と、LIBORおよびティーザー金利に左右されるSPLの特異性とを総合して、FF金利上昇と住宅バブル崩壊との関係について、下記のような機序を解明した。すなわち、FF金利の段階的上昇(2004年7月～)→6か月物LIBORの上昇→「ティーザー金利」終了後のSPL返済金利(住宅ローン変動金利)の上昇→SPL債務者への全米で一斉かつ波状的なペイメント・ショック→SPL返済延滞率の上昇(05年央～)→SPL差押え率の上昇(06年初～)→売り家(処分物件)の増加(これには慣行としてのノンリコースも関係した)、以上による住宅価格の反転下落(06年8月ないし07年央)である。これにより、住宅バブルが崩

壊したあとでSPLの返済延滞が増加したという説に反論した。この機序の確認なくしてサブプライム金融危機の機序は解明できない。

パリバ・ショックまでのサブプライム金融危機の機序について、本稿が解明したのは、(上記の機序の中の)SPLの返済延滞と差押えの増加→(SPLを裏付けとする)MBSの所有者への分配金の欠損→メザニン層MBSの投げ売りと価格下落(06年11月～)→「AAA格」に偽装されたABS CDOの投げ売りと価格下落→SPL証券化商品全体への不信用による投げ売りと価格崩落(07年6月～)→(証券化商品の大口顧客だった)欧州銀行群の巨額損失(7月末～)、そして欧州のインターバンク市場におけるシステミック・リスク発生(8月初)である。これによる信用収縮と証券化商品の価格崩落との悪循環が、のちにリーマン・ブラザーズを巨額の負債とともに倒産させた。

このように、SPLの返済延滞と差押えの増加を基点にすると、米国での住宅バブル崩壊と、欧州でのシステミック・リスク発生とを総合的に説明できる。従来は、米国の金融事情に詳しい論者がパリバ・ショックを軽視したり、その逆に、パリバ・ショックに詳しい論者が、米国で住宅価格が下落するとローンの延滞が増加したと論じたりというように、サブプライム金融危機の総合的な解明には断絶があった。

システミック・リスクを言い換えると、預金銀行間の「信用」システムのはずのインターバンク市場が、「不信用の市場」に一変する現象である。預金銀行相互の「不信用」が自分たちを債務超過の危機に追い詰めるのである。当時のシステミック・リスクは、金融当局による迅速な対処によりいったんは「収束した」が、金融機関相互の不信用はリーマン・ショックまで続き、実体経済へと広く波及した。このパリバ・ショックを、火の気の無いところへの「飛び火」と評した人もいるが、これではサブプライム証券化機構が欧州の多数の預金銀行を大口顧客にしたという直接的関係を等閑してしまう。SPL返済延滞の増加が証券化商品の「高利回り」という偽装をはがし、その価格崩落を引き起こす関係を金融業界につくりだしたのは、高収益のために同機構が行なった証券化商品の大量販売だった。しかも、(金融規制からは)相対的に独自に生成したはずのサブプライム証券化機構が、金融規制下の預金銀行システムという金融システムの中枢を麻痺させたのだった。

パリバ・ショックまで続き、さらにリーマン・ショックまでも続いた欧米金融機関の行動を端的にモデル化するな

らば、資産評価額の減損(キャピタル・ロス)から逃れるための証券化商品の投げ売りであり、それがさらなる逆レバレッジ(投げ売り)を自らに強いるという悪循環である。これは株価暴落、地価暴落、国債価格暴落など幾多のバブル崩壊の原理と同様であり、違いは証券化商品(fictitious capital の一種)が主な資産だったことにある。資産価格は「下がる」のではなく、資産所有者たちが「自由な売買」をとおして自ら「下げる」のであり、それは彼らが単に自分の私有財産権を市場で行使するだけである。サブプライム証券化機構は21世紀独自の金融現象であるが、サブプライム金融危機の内部に過去と共通の悪循環があったことは滅却されるべきではない。

サブプライム金融危機は、米国の住宅バブルの破裂が原因だとする説明が流布している。これは、住宅価格の変動を経済の「外生変数」にしてしまうものであるが、実は、この説明を補強したのが、SPLは住宅価格の上昇を前提として成り立つという解説であり、これを逆にした、SPLの返済延滞が増加したのは住宅価格が下落したからだという連想である。この両者自体は正しいものの、SPLが超低位のFF金利とティーザー金利とを前提した変動金利ローンであることを黙殺した論説である。さらに、住宅価格の反転下落と、SPLの返済延滞の増加とは相互作用の関係つまり悪循環の関係にあることを等閑するものでもある。そもそも経済恐慌は悪循環現象であり、どの要因が先なのを追究する分析視覚が不可欠である。

FF金利の段階的上昇がSPL返済延滞を増加させたのだが、問題は、その前に(ITバブルの崩壊と9.11テロ事件のあとの)FRBによるFF金利の超低位への引き下げが住宅バブルの温床になったことである。超低位のFF金利を前提にしたのが投資銀行のSPL証券化ビジネスだったので、FF金利の段階的上昇からくる衝撃も大きくなる。極端な金融政策による「景気回復」が破壊的副作用をもった事例の一つであり、そのあとと長く続く量的緩和や異次元緩和などの金融政策の冷厳な評価の土台にもなる。

ただし、FF金利の上昇はきっかけ(occasion)であり、原因(cause)はサブプライム証券化機構の膨張である。投資銀行とモーゲージ・バンクが高収益のために、超低位のFF金利とティーザー金利とを利用し、市民による投機目的の物件購入をあおり、証券化商品を欧米の金融機関に大量に売り込んだ。それによって欧米の預金銀行、ヘッジ・ファンド、さらに投資銀行自らも、証券化商品を高レバレッジで所有し運用するという「資産運用の構造」が形成された。そこにFF金利上昇という外生変数の急変が作用した結果がサブプライム金融危機だった。サブプライム層という異名を付けられた低所得者層が住宅欲しさに無理な借金をしたことが住宅バブルの原因ではなく、サブプライム証券化機構内の金融機関たちが高収益を追求して競争したことが住宅バブルの原因であり、そしてサブプライム金融危機の原因でもある。

注

- ❖1) 井村／北原[2016]383頁。
- ❖2) サブプライム恐慌という名称の嚆矢は管見によると、伊藤[2009a]70頁以下や121頁以下にあるが、サブプライム金融恐慌と同義で使われている。なお筆者は、crisisを危機か恐慌かで訳し分けることに意味はないと考える。
- ❖3) 実体経済と銀行(部門)との相互関係としての同様の指摘は、建部[2009]24頁、鶴田[2010]10頁を参照。
- ❖4) この類似性について伊藤[2013]66頁以下は「金融と産業の相互促進的な崩壊」との概念で論じている。ただし金本位制との関連が当時とは異なる。
- ❖5) 伊藤[2009a]45頁。伊藤[2009b]316頁でも、住宅価格の反転下降のあとサブプライム債務者の返済不能が増大したと書かれている。岩田[2009]96頁、松本[2010]25頁にも同様の指摘がある。
- ❖6) 井村／北原[2016]362-363頁。
- ❖7) 小林／大類[2008]59-60頁、滝田[2008]68頁。
- ❖8) 倉橋／小林[2008]71-72頁。ほかに、みずほ総合研究所[2007]78頁。
- ❖9) Ferguson[2012]p. 57, p. 63, p. 73, 邦訳76頁, 84頁, 97頁。FCIC[2011]p. 104, pp. 106-107, p. 109。
- ❖10) 小林／大類[2008]52頁。
- ❖11) この機序は、FF金利の引き上げ→サブプライム利用者のペイメント・ショック→サブプライム・ローン延滞率の上昇→住宅価格の押し下げという倉橋／小林[2008]76-78頁の指摘を精緻にしたものである。
- ❖12) Greenspan[2008]pp. 377-378, 邦訳[2007]168-169頁。
- ❖13) 星野[2010]注24の指摘についてこのように答える。
- ❖14) 2000年代の住宅ブームについてグリーンスパンは、「資産バブル(asset bubble)は、チューリップ熱狂をはじめ経済史における他のすべてのバブル(bubbles)と同じ経過をたどる運命にあった」(Greenspan[2008]p. 522, 邦訳[2008]39頁)と、過去のバブルとの共通性を認めたが、自らの超低金利政策ならびに利上げ政策との関係については無言のままである。
- ❖15) 星野[2010]25頁はFF金利引き上げの影響を重視するが、それが住宅バブルを崩壊させたあとでSPLの返済不能問題が表面化したという機序で書かれている。井村／北原[2016]362-363頁

ではFF金利とサブプライム住宅ローンの延滞率上昇との関係について指摘がないが、SPLが変動金利ローンであるという指摘がなく(316頁, 351頁, 362頁), 30年間固定金利だけを論じている(349頁, 361頁)からではないかと思われる。

- ❖16) 井村[2005]190頁。
- ❖17) 伊藤[2009a]は信用度の劣る人と低所得者とを等置し(17頁), 「サブプライム層」という概念を多用した(26頁, 27頁, 29頁, 34頁。頁以下)。井村/北原[2016]316頁, 351頁, 352頁も参照。
- ❖18) 倉橋/小林[2008]44頁。
- ❖19) 伊藤[2009a]18頁。
- ❖20) 小林/大類[2008]41頁。
- ❖21) Ferguson[2012]p. 58, 邦訳76頁。
- ❖22) Ferguson[2012]p. 54, p. 336, 邦訳72頁, 445頁。
- ❖23) Ferguson[2012]p. 57, 邦訳75頁, 日本経済新聞社[2014]107頁, 倉橋/小林[2008]44頁。
- ❖24) Ferguson[2012]p. 212, 邦訳275頁, 井村/北原[2016]307頁。
- ❖25) 井村/北原[2016]304頁。
- ❖26) 日本経済新聞社[2014]259-260頁。
- ❖27) 「借入れ当初の金利を低く抑えたサブプライム住宅ローンに対し, 信用力の低い住宅取得者や投資目的の住宅取得者の需要が高まった」(内閣府[2007]14頁)。なお, 第1-1-14図が示す「居住目的以外の住宅ローン件数の割合」にはプライム・ローンも含まれている。
- ❖28) FCIC[2011]p. 20, p. 22, p. 104。
- ❖29) Ferguson[2012]p. 60, 邦訳79頁。
- ❖30) FCIC[2011]p. 70(Figure 5.2)。
- ❖31) Ferguson[2012]p. 55, 邦訳74頁。
- ❖32) 日本経済新聞社[2014]107頁。
- ❖33) Ferguson[2012]pp. 60-61, p. 99, 邦訳80頁, 132頁。
- ❖34) NHK取材班[2009]37-38頁。
- ❖35) 1970年代以降の預金銀行と投資銀行の攻防については柿崎[2016]96頁, 106頁以下を参照。
- ❖36) 2000年代, サブプライム融資競争の最前線だったカリフォルニア州アーバイン市にはサブプライム融資専門会社が乱立し, 信用力が低い借り手に収入証明なしでも融資するように不動産会社などが要求し, それを拒むと取引は別の融資会社に流れた(日本経済新聞社[2014]106-107頁)。
- ❖37) Long BeachやNew Centuryの事例である(Ferguson[2012]p. 62, p. 65, p. 66, 邦訳83頁, 86頁, 88頁)。
- ❖38) Ferguson[2012]p. 89, 邦訳118頁。
- ❖39) Ferguson[2012]p. 59, 邦訳78-79頁。
- ❖40) 「何千万ドルもの変動金利住宅ローンの金利が翌年にもっと高い金利にリセットされて, そのあとに来るデフォルトの波が避けられないという詳細な分析」が, 2007年5月にあった(Ferguson[2012]p. 125, 邦訳166頁)。ただし高い金利へのリセットとFF金利の上昇との関係への言及はない。
- ❖41) メザニン層のMBSを裏付けにABS CDOが発行される構図は, みずほ総合研究所[2007]123頁, 倉橋/小林[2008]91頁, FCIC[2011]p. 128(Figure 8.1)を参照。
- ❖42) 「サブプライム・ローンRMBSのメザニン・トランシェ……を原資に大量のCDOが発行され」た(大橋[2010]113頁)。1990年代に

CDOビジネスを始めたのはペアー・スターンズである(NHK取材班[2009]150頁)。

- ❖43) 藤井/竹本[2009], 大橋[2010]115頁。
- ❖44) みずほ総合研究所[2007]122-124頁。ただし格付けの表記をわかりやすく変えた。
- ❖45) 井村/北原[2016]313頁の「CDO組成の仕組み」の説明にはメザニンというキーワードが欠けておりABS CDOのAAA格の偽装性が検出されず, 「リスクがほとんどない最も安全なAAA(その他の——引用者)……CDOが仕立てられていく」(313頁)と書かれている。
- ❖46) 大橋[2010]60頁。
- ❖47) たとえば河村[2009]10頁に転載されている「証券化の構図」にはサービサーが省かれている。一方, 『マネーの経済学』日本経済新聞社, 2004年, 174頁, 内閣府[2007]34頁, 『金融読本(第28版)』東洋経済新報社, 2011年, 147-148頁などの図には明記されている。
- ❖48) Ferguson[2012]p. 107, 邦訳142頁。
- ❖49) “insanely profitable”(Ferguson[2012]p. 107, 邦訳142頁)。
- ❖50) Ferguson[2012]p. 355, 邦訳424頁(ただし誤訳がある), 大橋[2010]119頁の図, FCIC[2011]p. 144(Figure 8.2)。
- ❖51) NHK取材班[2009]154頁, 159頁。
- ❖52) 河村[2009]9-10頁。
- ❖53) 鶴田[2010]10頁。Ferguson[2012]p. 212, 邦訳275頁。
- ❖54) 井村[2010]130頁。
- ❖55) 小西[2016]103頁。
- ❖56) 内閣府[2007]28頁の第1-1-27図(2)。
- ❖57) 田中[2010]121頁。
- ❖58) Ferguson[2012]p. 137, 邦訳182頁。
- ❖59) 日本経済新聞社[2014]53頁。
- ❖60) 日本経済新聞社[2014]53頁, 65頁。
- ❖61) 小林/大類[2008]の図2-1(77頁)を参照。以下, 証券化商品の価格については同図を参照した。
- ❖62) これはChancellor[1999]の原題であり, 「逃げ遅れると鬼につかまる」というのが元の意味であるが, この警句は, 経済史で繰り返して生じたバブルの崩壊には「逃げるが勝ち」の売り抜けと投げ売りがあったことを示唆している。
- ❖63) 『日本経済新聞』2007年3月22日。
- ❖64) みずほ総合研究所[2007]22-23頁, 小林/大類[2008]72頁。
- ❖65) 倉橋/小林[2008]86-88頁。
- ❖66) みずほ総合研究所[2007]23頁。
- ❖67) 関雄太[2007]「サブプライム問題からABCP問題へ」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー 秋』を参照。SIVについては小林/大類[2008]84-85頁。
- ❖68) 田中[2010]121頁。
- ❖69) 以下については, みずほ総合研究所[2007]28頁以下, 倉橋/小林[2008]99頁, 小林/大類[2008]78頁以下。
- ❖70) Greenspan[2008]p. 507, 邦訳[2008]9頁。
- ❖71) 当時のECB総裁ジャン=クロード・トリシェの発言(日本経済新聞社[2014]202頁)。
- ❖72) 「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[2008]p. 507, 邦訳[2008]9頁)。
- ❖73) 2008年8月時点のCDOの売却価格は当初価格のわずか20%だった(『日本経済新聞』2008年8月8日)。

参考文献

- [1] Chancellor, Edward[1999]*Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, Plume. エドワード・チャンセラ(山岡洋一訳)[2000]『バブルの歴史 チューリップ恐慌からインターネット投機へ』日経BP社。
- [2] FCIC(The Financial Crisis Inquiry Commission)[2011]*The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, January.
- [3] Ferguson, Charles H.[2012]*Predator Nation: Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*, Crown Business. チャールズ・ファーガソン(藤井清美訳)[2014]『強欲の帝国 ウォール街に乗っ取られたアメリカ』早川書房。
- [4] Galbraith, John Kenneth[1955]*The Great Crash, 1929*, (Houghton Mifflin Co., 2009). ジョン・K・ガルブレイス(村井章子訳)[2008]『大暴落 1929』日経BP社。
- [5] Greenspan, Alan[2008]*The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, with a new epilogue, Penguin Press, 2008. アラン・グリーンズパン(山岡洋一/高遠裕子訳)[2007]『波乱の時代: 世界と経済のゆくえ』上下, 日本経済新聞出版社, アラン・グリーンズパン(山岡洋一訳)[2008]『波乱の時代[特別版]サブプライム問題を語る』日本経済新聞出版社。(前者を邦訳[2007], 後者を邦訳[2008]と略記する。)
- [6] 伊藤誠[2009a]『サブプライムから世界恐慌へ』青土社。
- [7] 伊藤誠[2009b]『伊藤誠著作集 第3巻 信用と恐慌』社会評論社。
- [8] 伊藤誠[2013]『日本経済はなぜ衰退したのか』平凡社。
- [9] 井村喜代子[2005]『日本経済——混沌のただ中で』勁草書房。
- [10] 井村喜代子[2010]『世界的金融危機の構図』勁草書房。
- [11] 井村喜代子/北原勇[2016]『大戦後資本主義の変質と展開 米国の世界経済戦略のもとで』有斐閣。
- [12] 岩田規久男[2009]『金融危機の経済学』東洋経済新報社。
- [13] NHK取材班[2009]『マネー資本主義 暴走から崩壊への真相』日本放送出版協会。
- [14] 大橋和彦[2010]『証券化の知識(第2版)』日本経済新聞出版社。
- [15] 柿崎繁[2016]『現代グローバリゼーションとアメリカ資本主義』大月書店。
- [16] 河村哲二[2009]『アメリカ発のグローバル金融危機——グローバル資本主義の不安定性とアメリカ』『季刊 経済理論』第46巻第1号。
- [17] 倉橋透/小林正宏[2008]『サブプライム問題の正しい考え方』中央公論新社。
- [18] 小西一雄[2016]『資本主義の『金融化』と『資本論』草稿研究』『nyx(ニクス)』第3号, 11月。
- [19] 小林正宏/大類雄司[2008]『世界金融危機はなぜ起こったか』東洋経済新報社。
- [20] 滝田洋一[2008]『世界金融危機 開いたパンドラ』日本経済新聞出版社。
- [21] 建部正義[2009]『金融サイドから見たサブプライムローン・ショック』『季刊 経済理論』第46巻第1号。
- [22] 田中素香[2010]『ユーロ 危機の中の統一通貨』岩波書店。
- [23] 鶴田満彦[2010]『2008年世界経済恐慌の基本性格』『季刊 経済理論』第47巻第2号。
- [24] 内閣府[2007]『サブプライム住宅ローン問題の背景と問題点』内閣府『世界経済の潮流 2007年秋』12月。
- [25] 日本経済新聞社編[2014]『リーマン・ショック——5年目の真実』日本経済新聞出版社。
- [26] 藤井真理子/竹本僚太[2009]『証券化と金融危機——ABS CDOのリスク特性とその評価』金融庁金融研究センター平成20年度ディスカッションペーパー, 3月5日。
- [27] 星野富一[2010]『アメリカ発世界経済金融危機とその原因』『季刊 経済理論』第47巻第2号。
- [28] 松本朗[2010]『物価変動の変容からみた2008年経済恐慌』『季刊 経済理論』第47巻第1号。
- [29] みずほ総合研究所編[2007]『サブプライム金融危機』日本経済新聞出版社。

(2017年6月17日受理 2017年9月17日採択)