

(信用リスク)：サブプライムローン問題と証券化市場

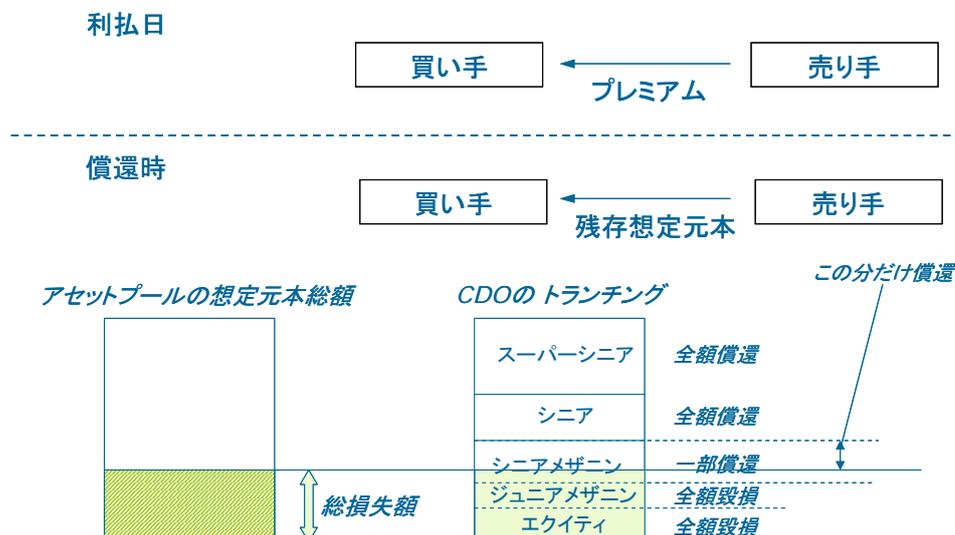
米国のサブプライムローン問題に始まる世界的な金融・証券市場の動揺では金融技術が悪役の一端を演じたが、悪かったのはその適用方法や格付けの限界のためかもしれない。

リスクが高いほど期待リターンが高く、リスクが小さいほど期待リターンも小さいというのが証券投資の常識であるが、証券化商品には格付けが高く、スプレッド（国債やLIBORとの利回り差）も高い商品群がある。常識外れであるが、信用スプレッドが極端に低い状況が続く昨今、同格付けの社債より明らかにスプレッドが高いこれらの商品に投資家が手を出すのは当然の成り行きである。摩訶不思議なその市場はここ数年拡大を続けてきたが、この夏に事件が起こった。米国のサブプライムローン問題に端を発する世界的な金融市場の動揺である。

サブプライムローンとは信用度において多少の難がある個人向けの住宅融資のことである。2003年以降の米国は住宅ブームであった。住宅価格の上昇により、ローンの借換えや短期転売で値上がり益が期待できるので、これまでマイホーム取得が困難であった低所得者層の住宅購入が増加した。2005年には住宅価格の上昇ペースが鈍ってきたが、住宅金融業者は融資基準を緩和し、借りやすいローンを導入して残高の維持・増加に努めた。ところが、その後に住宅ブームが沈静化した結果、借換えや短期転売を当てにしていた住宅購入者層の延滞や差し押さえが急増し、今も増え続けている。

これまでならば、この問題は米国内の問題に過ぎなかったはずである。しかし最近では住宅ローンの約60%、種類によってはそれ以上の比率が証券化されRMBS（モーゲージ担保証券）として販売され、さらにそれらを裏付けとするCDO（債務担保証券）が組成され、世界中の投資家に購入されている。その結果、米国のサブプライムローンの資産内容の劣化は住宅金融業者の業績悪化を招くだけでなく、RMBSやCDOなどの関連商品の価格下落を招き、そこに投資していた世界中のヘッジファンドや金融機関を痛めつけた。また、関連商品の解約が相次ぐ中、当座の資金調達のために流動性の高い企業向けローンが売却された結果、本来はサブプライムと関係のないローンの価値も下落し、それらを裏付けとするCDOの価格もまた下落した。

図表1: CDOのトランシングとキャッシュフローのイメージ



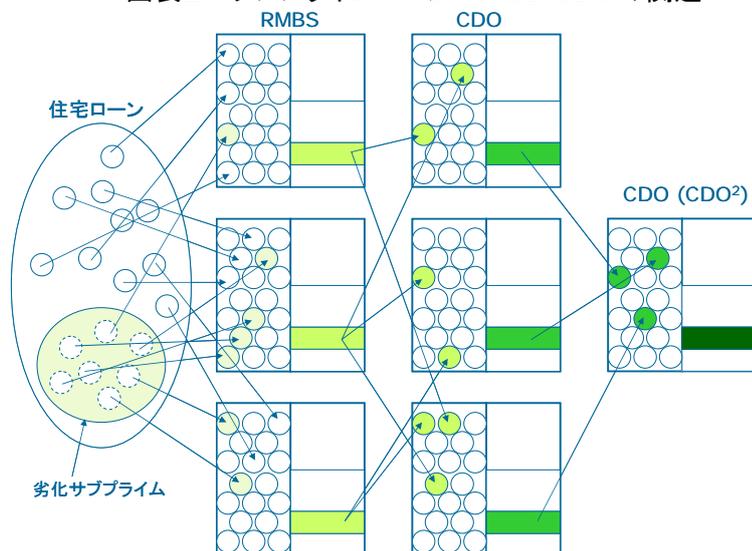
図表 1 に CDO のキャッシュフローの概略を示す。CDO は複数の商品に切り分けられ（トランピング）、各商品がアセットプール（参照資産ポートフォリオ）に生じるデフォルト損失のうち異なる部分を引き受け、その対価として定期的にプレミアムを受け取る。例えば、最初の 3% の損失を引き受けるエクイティについて考えると、当初は参照資産がデフォルトするたびに損失額だけエクイティの想定元本（償還額）が毀損され、総損失額が全体の 3% 以上になると全額毀損し、次のジュニアメザニンで元本の毀損が始まる。CDO のプレミアムは引き受けるリスクに相応して設定されるので、エクイティ、ジュニアメザニン、・・・の順に低下する。

CDO で使われる証券化手法は、相関関係の低い資産を多数プールすることによりリスクをコントロールする技術である。また、世界的なリスク分散自体は、特定地域へのリスク集中を回避するだけでなく、分散投資の機会を広げることにもなるので、リスク管理上も投資技術上も決して悪いことではない。問題があったのは、①「参照資産には同時に劣化しにくい資産を集める」という大原則に反して同質性の高い資産を集めたり、②同じ CDO をさまざまな CDO で参照するといった CDO 組成の姿勢（図表 2 を参照）や、③購入した RMBS や CDO を担保に借入れをして投資額を拡大するレバレッジ投資の行き過ぎなどである。

また、格付会社に対しては「格付けがそもそも甘かったのではないか」「裏付資産の状況を把握できていないのではないか」などの批判に加えて、格付機関が格付けで収入を得ている点を構造的な利益相反とする指摘もある。これに対し、「格付けは単なる意見の一つ（最終的な責任は投資家にある）」「格付けは元本・利払の確実性を示すもので、時価変動の可能性は示していない（時価が下落しても、利払償還は予定通り行われる商品も多い）」といった反論もあろう。とはいえ、格付会社にも工夫すべき点はある。例えば、証券化商品の格付記号を債券の記号と違えるだけで、「同格付けの社債よりもスプレッドが高い」という誤解は激減するだろう。また、時価下落の可能性を考慮した新しい概念の格付けも検討してはどうか・・・と思っていた矢先、海外格付会社がその点に市場のニーズを感じて動きつつあることが報じられた。

いずれにしても、今回のショックを経験して、市場はまた成長し、格付けも進歩する。しかし、いつでもリスクは顕在化の機会を狙っている。投資の最終的な責任は常に投資家にある。

図表 2: サブプライムローン・RMBS・CDO の関連



(室町 幸雄)