

# NIRA 政策レビュー

www.nira.or.jp

May 2008 No. 26

## サブプライム問題の背景

総合研究開発機構 (NIRA) 理事長 伊藤元重

サブプライムローン問題に端を発した世界的な金融危機はいまだ進行中の出来事である。この危機がどこで止まるのか、どの程度の経済的被害となるのか、現段階で予想をすることは難しい。今回は、専門家の方にサブプライムローン問題やそれに関連したグローバルマネーの問題について論じてもらった。ここでは、今回の問題を教訓とする論点の中で重要と思われるものをいくつか提示してみたい。

**繰り返す世界的金融危機**：世界経済はこれまで何度も通貨危機や金融危機を繰り返してきた。グローバルマネーの動きが活発になるほど、こうした危機のリスクも高まる。金融危機を避けることが難しいとすれば、危機が生じたときどのような対応が必要となるか、議論を高める必要がある。

**金融パニックのメカニズム**：健全な銀行でも、預金取り付けが始まれば潰れる。また、他の預金者が取り付けを始めたら、その銀行の経営が健全であると分かっているにもかかわらず、銀行の経営が破たんする前に自分の預金を引き出すのが合理的である。これが預金取り付けのメカニズムである。今回は証券化商品で似たようなメカニズムが生じている。市場が証券化商品を売りに出せば、その価格は暴落するリスクがある。その場合には、できるだけ早く手元の証券化商品を売却することが損失を最小限に抑えるために必要になる。しかし、皆がそうした行動に出れば証券化商品の価格は暴落することになる。こうした市場のパニックの中で、サブプライムローン関連の証券化商品だけでなく、より安全と言われる証券化商品でも価格の大幅下落が起きている。

**クレジット危機**：サブプライムローン商品で大きな損失を被ったヘッジファンドや、影の銀行とも言われるSIV（投資ビークル）は、レバレッジをかけた投資をするために市場から巨額の資金調達をしていた。市場リスクが高まる中でこうした資金が取りにくくなるだけでなく、市場の疑心暗鬼を招いて短期金融

市場の混乱を引き起こしている。

**銀行の関与**：SIVの運営に銀行は深く関与してきた。規制がかかりにくいオフバランスでSIVを活用していたとも言える。この影の銀行とも呼ばれるSIVの損失が、結果的には銀行の大幅な損失を生んでいる。今後の銀行の規制の在り方に教訓を残している。

**近年急速に増えたサブプライムローン**：サブプライムローンは2004年以降、急速に増えている。米国中央銀行の大胆な金利引き下げ政策に重要な原因があるという見方もある。日本の1980年代末のバブル同様、金融政策の在り方が問われる。住宅ローンの大半は健全なものであっても、サブプライムローンの問題が深刻化する中で他の健全なローンの商品にも深刻な影響を及ぼしている。また、新たな住宅ローンが出ていきにくい状況が続けば、不動産市場にも深刻な影響が及ぶだろう。

**どのような対応が必要か**：中央銀行は巨額の短期資金を市場に投入し、短期金融市場のパニックを抑えようとする。ただ、銀行の資本が大きく毀損すれば、そこに公的な資本注入を行うべきかどうか、という点が大きな論点となる。

**実体経済との連動のリスク**：今回の金融ショックとは別に、米国経済に(1)高すぎる不動産価格、(2)異常とも言える過剰消費、(3)膨れ上がる貿易赤字、という三つの過剰がある。これが金融ショックと連動し、米国経済が本格的な景気後退に入るようだと、実体経済を通じた日本やアジア経済への影響が懸念される。

伊藤元重 (いとう・もとしげ)  
 東京大学経済学部卒。米国ロチェスター大学Ph.D。  
 専攻は国際経済学、流通論。1993年東京大学経済学部  
 教授、96年同大学大学院経済学研究科教授、現在に至る。  
 2006年2月よりNIRA理事長。最新著書は『キーワードで読み解く経済』[2008] NTT出版。



# グローバルマネーについて

一橋大学 大学院 商学研究科 教授 小川英治

## 1. 欧州へ波及したアメリカのサブプライムローン問題

アメリカの財務省は3月初めに、サブプライムローン問題に関連して、世界の金融機関が公表した損失額が2000億ドル（約20兆円）を超すという集計結果を発表した。そして、損失を被った金融機関はアメリカの金融機関だけではなく、欧州の金融機関にも及び、驚くことに、アメリカの金融機関の損失額がその半分に留まっているのに対して、欧州の金融機関は全体の4割弱の750億ドル（約7.5兆円）もの損失額に達している。そもそもサブプライムローンはアメリカの低所得者層向け住宅ローンである。そのままの形であればリスクが高すぎ、かつ、情報の非対称性が高いために、大西洋を挟んだ対岸の欧州の金融機関は融資対象としなかったであろう。しかし、サブプライムローンがプーリングされ、価格付けがされて、証券化した金融商品（証券化商品）に資産変換されることによって、欧州の金融機関が、国境を越え、大西洋を飛び越えて、その証券化商品に容易に投資し、マネー（資金）を提供することができた。このようにして、欧州の金融機関は、アメリカの金融機関の損失額に匹敵するだけの多額の損失を被ることとなった。

この損失額には、サブプライムローンそのものの不良債権処理に伴う損失だけではなく、サブプライムローンの証券化商品の価格暴落による評価損を含んでいる。そのため、サブプライムローン問題が発覚した後は、サブプライムローンの証券化商品に対する需要が減少すればするほど、その価格暴落が進み、評価損が拡大し、サブプライムローンに関連する損失額が膨らむという構図にある。そのため、サブプライムローンに関連する損失額が一層、膨らむかもしれないという悲観的な見方が大半である。その悲観的な見方が支配的となればなるほど、期待 expectation の自己実現によって損失額は拡大するであろう。

このサブプライムローン問題がアメリカにとどまらず、欧州にも波及したのはまさしく欧米間でマネーが自由に移動して、欧州の金融機関が、リスクが相当高いはずの低所得者向け住宅ローンが証券化されることによって、その真の姿（リスク）が覆い隠された証券化商品に多大なマネーをつぎ込んだことによ

る。「リスクが覆い隠された」というのは正確な表現ではない。リスクのプーリングによって部分的にリスクが低減したものの、残ったリスクは証券化商品の投資家に転嫁されているのだが、（特に、住宅価格上昇の期待に依拠した）証券化商品の価格上昇によるキャピタルゲインを楽観的に評価して、転嫁されるリスクを過小評価したことが、このグローバルマネーを拡大するとともに、結果的には、欧州の金融機関でも多額の損失を発生させることになった。

## 2. 欧米間を駆け巡るグローバルマネー

欧米間で資金フローが大きく移動するのは、今に始まったことではない。1990年代後半から最近までアメリカは経常収支赤字を拡大し続け、GDP比で6%を超えるところまで達している。経常収支赤字によってドルが減価するように思われるが、実は違う。経常収支赤字額を超えるだけの資本がアメリカに流入すれば、経常取引と資本取引を合わせたトータルの国際経済取引によって為替相場が決まることから、たとえ経常収支が赤字であっても、ドルは増価する。それが1990年代後半に起こった。ITブームに乗って民間設備投資が急増し、欧州をはじめとする外国からM&Aによる直接投資や株式・社債等への証券投資の形で資金が大量に流入してきた。ユーロは、1999年の導入直後から2001年まで減価し続け、ドル高ユーロ安が進んだ。

しかし、アメリカのITブームが終焉しつつあるなか、2001年の同時多発テロ9・11をきっかけに、欧州からアメリカへの資金フローが、アメリカから欧州へのフローへ反転することになる。一方で、アメリカは経常収支赤字を拡大し続けるために、拡大する経常収支赤字を十分に賄い切れなくなり、為替相場の動きはドル高ユーロ安からドル安ユーロ高に変化した。2002年年初に1ユーロ=0.9ドルを割り込んでいたドル・ユーロ相場がユーロ高ドル安に進み、2008年3月初め現在では1ユーロ=1.5ドルと6年前に比べて、6割以上のユーロ高ドル安となっている。昨年夏からのサブプライムローン問題は、アメリカから欧州への資金フローの回帰を引き起こし、ユーロ高ドル安に拍車をかけている。

### 3. グローバルマネー・フローの多様化

グローバルマネーの流れは欧米間に限定されていたわけではない。民間部門の貯蓄投資ギャップを反映した経常収支黒字に基づいて、日本からもアメリカへ資金が移動していた。むしろ欧米間の資金フローとは異なり、一貫して日本からアメリカへ資金フローは向かっていた。しかし、その一貫した日本からアメリカへの資金フローも時によって濃淡があったために、円ドル相場も大きく振幅しながら、推移している。

最近では、このグローバルマネー・フローに2つの地域から資金フローが加わってきた。1つは、豊富な貯蓄を背景にした東アジアから流れ出ている資金フローである。1980年代後半から積極的に進めてきた、資本管理・外国為替管理の規制緩和、さらには、オフショア市場の開設によって、アジア通貨危機前には、大量の資金が通貨危機を直面した国々に流入し、国内ではバブル状態となった。しかし、その後、これらの国々は、バブル崩壊とともにグローバルマネーが引き揚げられることによって通貨危機を経験することになる。しかし、通貨危機からの急速な経済回復を達成することによって、豊富な貯蓄の背景に着実に東アジア発のグローバルマネーが成長している。東アジアの資金は、有利な投資機会が多く存在する東アジア諸国に直接に流れこまず、欧米の資本金融市場を通じて間接的に流れているのが実態である。そのため、東アジアの中で直接的に円滑に資金が循環するように、アジア債券市場育成イニシアティブやアジア債券ファンドなど、アジア債券市場の育成が政策的に取り組みられている。

もう1つは、昨今の原油価格急騰を背景として、石油産油国がグローバルマネーの供給の担い手となっている。アラブ湾岸諸国のみならず、ノルウェーやロシア等の石油産油国からも大量のグローバルマネーが供給されている。これらのグローバルマネーの多くは、ソブリン・ウェルス・ファンドを窓口として資金管理されている。ヘッジファンドと同様に、あるいは、それ以上に、ソブリン・ウェルス・ファンドの不透明性や経済非合理性が警戒されている。一方、リバレッジを利かした投機性の高いヘッジファンドに比べれば、ソブリン・ウェルス・ファンドの投機性は低い。投機は、規則的な変動をスムーズにすることはできても、実際問題として非効率的な資源配分を引き起こすことになるバブルや通貨のミスアライメントを助長する

傾向は否めない。これらのヘッジファンドの投機性とソブリン・ウェルス・ファンドの不透明性や経済非合理性が相俟って、グローバルマネーは効率的な資金フローを阻害する可能性がある。

それが証拠に、サブプライムローン問題で行き場を失ったグローバルマネーは、ユーロや円のみならず、新興市場国通貨へ投資されて、これらの通貨で乱高下を起こしている一方、原油などの商品市場にまで流れ込んで、ファンダメンタルズからは随分と乖離した価格水準へ高騰している。グローバルマネーの投資対象までが多様化しつつある。

### 4. 成長するグローバルマネーへの対処

グローバルマネーは、ボラティルな資金フローを起こさないかぎり、効率性を維持しながら世界の経済成長を実現することに貢献する。近視眼的ではなく長期的視点に立ったグローバルマネーが運営されれば、ボラティルな資金フローを起こさないであろう。近視眼的に価格上昇を期待して投資することによって、非効率性を生み出すバブルやミスアライメントが発生する。しかし、秒単位で運営されるグローバルマネーが近視眼的に運営されることを禁ずることは到底不可能である。また、近視眼的な資金フローを資本管理・外国為替管理によって禁ずることもその副作用は大きい。例えば、2006年末のタイの資本規制導入によって株価が暴落したことがその副作用として発生する。したがって、近視眼的なグローバルマネーの動きに関して、その透明性を高めて、監視することによって、逸早くバブルやミスアライメントの兆候を見出し、その発生を抑制する必要がある。そして、クロスボーダーのグローバルマネーの動向をより実効的に監視するためには、一国の金融当局のみでは対処できないことは明らかである。そのためには、国際金融機関とともに各国金融当局のグローバルな協力・協調の必要性が一層高まる。

小川英治（おがわ・えいじ）

一橋大学商学部卒業。一橋大学大学院商学研究科単位取得退学。一橋大学博士（商学）取得。専攻は国際金融論。一橋大学大学院商学研究科教授。著書に『国際通貨システムの安定性』[1998] 東洋経済新報社。共編著書に『国際金融システムの制度設計』（福田慎一との共編）[2006] 東京大学出版会、等。

視点・論点

# サブプライムを超えて広がる信用不安 ～背景、展望、対応

みずほ総合研究所 専務執行役員・チーフエコノミスト 杉浦哲郎

## はじめに

サブプライム問題が俄然耳目を集めるようになってから、8ヶ月が経過した。当初は、その影響は限定的なものにとどまるとみられていたが、実際には悪影響は拡大を続け、最近サブプライムを超えて信用不安が広がりつつある。3月中旬には、米大手証券会社ベア・スターンズが、短期金融市場での資金調達達が急速に困難化し、実質的な経営破綻に追い込まれた。経済への悪影響も大きくなってきた。多くのエコノミストが、米国経済はすでにリセッション（景気後退）に入ったと判断している。

サブプライム・ローンはなぜ拡大したのか、それがより広範な信用不安を引き起こしているのはなぜか、信用不安はどこまで広がるのか、経済に及ぼす悪影響はどれほど大きいのか、それらを緩和するためにどのような対応が取られるのか、を考察するのが、本稿の目的である。

## サブプライムはなぜ問題化したのか

サブプライム・ローンとは、米国における信用力の低い借り手向け住宅ローンで、その残高は住宅ローン全体（2007年末10.6兆ドル）の1割強にあたる1.3兆ドル程度といわれている。サブプライム・ローンは03年頃から急増し、住宅ブーム過熱（＝バブル）の大きな原動力となってきた。しかし06年に入り、住宅需要の縮小と価格下落が始まると、延滞率が高まり、問題が表面化した。（図表1）

サブプライム・ローンに関する問題は、以下の二つに集約される。

第一は、それが、借り手（家計）の返済能力をはるかに超えた過大な信用の供与を増幅したことである。サブプライム・ローンの拡大は、住宅価格上昇を当て込んだ住宅需要・借入の過度の膨張を引き起こしただけでなく、ホーム・エクイティ・ローンなど消費向けの借入れをも増やすこととなった。その結果、07年10－12月期における米国家計のデット・サービス・レシオ（元利返済額／可処分所得）は、それ以前のピーク（1987年4－6月期、12.3%）を大きく上回る14.3%に達した。

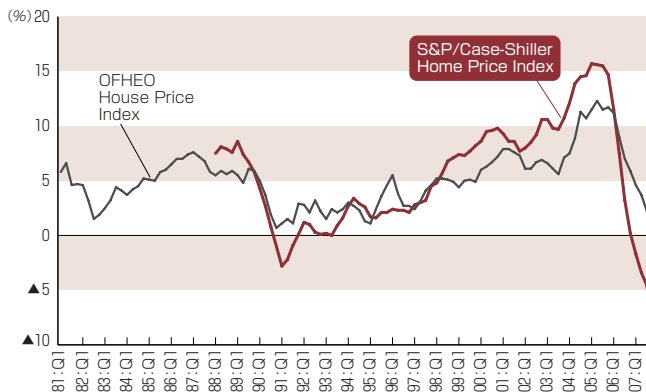
第二は、不良債権化したサブプライム・ローンのリスクが、証券化を通して分散され、何処の誰がどれ位、サブプライム関連損失を抱えているかが分からなくなっていることである。それが、短期金融市場や資本市場における信用供与の萎縮や、株式などリスク資産への投資縮小、国際など安全資産への資金シフト（いわゆる「質への逃避」）を引き起こしている。

## 信用不安はなぜ広がっているのか

当初、限定的と思われていた金融市場の混乱が、金融危機の様相を呈するほど深まってきたのはなぜか。

第1の要因は、信用劣化の懸念が、水平的にも垂直的にも拡散してきたことである。証券化を通じたリスクの分散により、米国だけでなく、欧州や日本、アジアの金融機関や投資家が、サブプライム関連損失を抱えていることが明らかとなった。また資産価格の下落は、サブプライムからAlt-A、プライムと呼ばれるより高い信用力を有する借り手向け住宅ローン市場へ、また商業用不動産向け、LBOなど買収関連市場へと広がりつつある。さらに、サブプライム関連証券に対する格付けの妥当性への懸念、モノラインと呼ばれる保証会社の格下げなどによって、投資の安全性に対する担保が毀損したことも、信用不安

◆図表1 National Home Price Indices



（注）前年同期比騰落率  
（資料）ボストン連銀 “A Historical Perspective on Housing Downturns”  
OFHEO, S&P/Case-Shiller/Haver Analytic

を高めた。そして最近では、政府機関債など安全と見做されてきた債券でも、市場の軟化がみられている。

第2の要因は、金融機関やファンドなどが、借り入れ（レバレッジ）によって投資を膨張させていたことである。最近破綻したカーライル・キャピタルという投資ファンドは、高いレバレッジによって、自己資本の30倍に達する投資を行っていたという。保有資産価値が急減した金融機関やファンドに対して、運用資金を融資していた銀行などが追証の抛出（マージン・コール）や融資の回収を求め、それを捻出するための資産の投げ売りが、さらなる資産価格の下落を招くという悪循環が生じている。

第3の要因は、信用リスクが、金融システムの中核である銀行に還流していることである。投資ファンドの中には、銀行などが深く関わっているもの（SIVなどと呼ばれる）も多く、それらはCP市場で調達した資金によって運用を拡大させていた。しかし、資産劣化によってCP市場での調達が困難化すると、バックアップ・ライン契約を結んでいた銀行はファンド向け融資に応じざるを得なくなり、銀行がオフバランス化によって切り離れたはずの投資リスクは、結局は銀行に戻ってきつつある。また先述のように、高レバレッジのファンド向け融資の劣化が、銀行収益に大きな悪影響を及ぼしている。

IMF（国際通貨基金）は、以上のような金融システムに広がる信用不安から生じる損失が、9450億ドルという巨額に達すると見込んでいる。またグリーンズパン前連銀議長は、「今回の危機は、米国にとって第2次世界大戦後最も苦痛に満ちたものになるだろう」と述べている（フィナンシャル・タイムズ、3月17日付）。

## どうしたら信用不安は止まるのか

以上のように、米国金融市場は、サブプライム・ローンや関連証券の劣化という問題をはるかに超えて、貸出市場、資本市場の機能麻痺、大手金融機関の経営悪化、中央銀行による救済という、「金融危機」と呼ぶに相応しい局面に立ち至ったというべきだろう。したがって、米国における最優先の政策課題は、この信用不安、金融危機を早期に終息させることである。

FED（連邦準備制度理事会）は、3月16日の公定歩合緊急引き下げ（3.5%→3.25%）に続き、18日にはFFレートを3%から2.25%へ大幅に引き下げたが、信用不安が広がっていることを考えれば、FEDはさらなる利下げ（おそらく1.5%程度まで）を視野に入れざるを得ないだろう。

また上述したニューヨーク連銀による信用供与は、差し入れられた担保の価格下落による損失を連銀が引き受けるという点

で、日本銀行による「特融」と同質のものだった。それは、公的資金による金融市場、金融システム再建の端緒を開いたものと考えることができる。FEDは、住宅ローン債権・不動産関連証券を担保とする資金供給（実態的にはFEDによる市中からの証券購入）を拡大させることによって、資産価格の形成や金融機関の資金繰り支援を続けることになるだろう。財政資金による証券購入や金融機関の資本増強も、いずれ検討されるだろう。

ブッシュ政権は、モラルハザードを引き起こすような公的資金による救済策には難色を示しているし、大統領選挙が近づく中で、有権者の税金を投入することに対する批判も出よう。しかし、これだけの規模とスピードで信用不安、金融危機が生じ拡大している中で、公的資金による金融システム再建以外に、有効な手立てがあるとは思えない。それは、日本が10年前に経験した金融危機とその収束の経緯を見れば明らかである。

## 経済への影響

金融危機が沈静化するまでの間、経済には大きな負荷がかかり続けることになるだろう。住宅市場は縮小を続けており、住宅価格はさらに10~20%下落するとみられている。また、クレジット・クラッシュが、個人消費に加え設備投資、商業建設を冷え込ませる懸念がある。

シカゴ大学・カシャップ教授らの分析によれば、住宅ローンに関わる損失によって、金融機関は2兆ドルの資産圧縮に走る可能性があり、それに伴い、実質GDP成長率は1~1.5%押し下げられるという。また、ハーバード大学・ロゴフ教授らによる、戦後先進国で発生した金融危機に関する研究によれば、危機の後は不況が3年続きGDPは5%縮小したという（特に厳しい5ケースの平均）。

米国の景気後退は、これまでよりも深く長くなる可能性があり、またその後の景気回復も緩慢なものにとどまるのではないかと。それは、米国でいえばS&L危機後の1991~94年の行きつ戻りつした景気回復、日本でいえば90年代の長期低迷を連想させる。

金融危機は、いつかは終わる。しかしその前に、長く厳しい不況を乗り越えなければならない（つまり、良くなる前に悪くなる）というのが、アメリカ経済がおかれた現実である。

杉浦哲郎（すぎうら・てつろう）

早稲田大学政治経済学部卒。富士総合研究所ニューヨーク事務所長、同経済調査部長などを経て、2007年よりみずほ総合研究所専務執行役員・チーフエコノミスト。専門は日米マクロ経済、経済政策分析。主な著書に『アメリカ経済は沈まない』[2003] 日本経済新聞出版社、『BRICs~持続的成長の可能性と課題』[2006] 編著、東洋経済新報社、等多数。

論点の背景

# サブプライムローン問題とは何か

みずほ総合研究所 シニアエコノミスト 太田智之

2008年入り以降、米国では雇用情勢の急速な悪化や企業マインドの落ち込み、個人消費の減速など景気後退リスクの高まりを示唆する経済指標の発表が相次いでいる。英国やユーロ圏、その他一部の先進国においても景気の減速が顕著となっており、米国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混乱が徐々に実体経済へと波及しつつある状況だ。主要国の中央銀行は、金融面からの景気下押し圧力を緩和しようと政策金利の引き下げや大量の流動性供給など矢継ぎ早の対策を実施しているが、今のところ金融市場の混乱が終息に向かう兆しはうかがえない。一国の住宅金融問題がなぜ世界的な金融収縮をもたらすまでに至ったのか、以下ではこれまでの経緯をふまえながらその波及メカニズムを概観する。

## 急拡大したサブプライムローン

サブプライムローンとは低所得者や信用履歴の低い個人(=サブプライム)向けに提供された住宅ローンの総称である。サブプライムに関して公の定義は存在せず、過去12カ月における延滞経験の有無やクレジットスコアの水準、所得に対する返済額の割合など様々な角度から「信用力が低い」と判断された借り手を指す。

昨年来、にわかに注目を集めるサブプライムローンだが、その歴史は古く貸出金利規制などが撤廃された1980年代に遡る。もっともサブプライム層を対象とした住宅ローンの供給は長い間極めて限定的な水準にとどまっていた。サブプライムローンが急速に拡大したのは2003年以降のことである(図表1)。2002年に2300億ドルだったサブプライムローンの実行

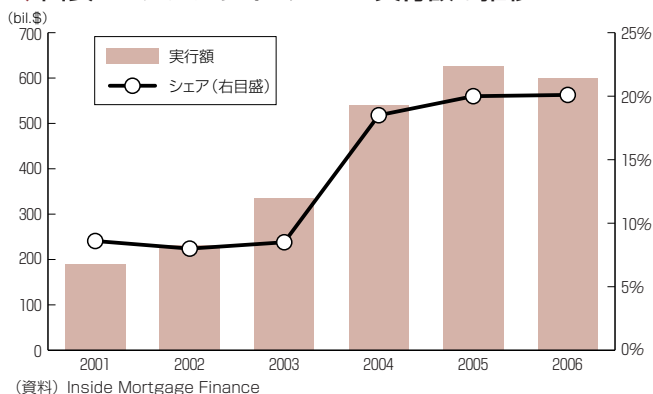
額は、4年間で6000億ドルまで拡大し、住宅ローン全体の実効額に占めるシェアは2002年の8.0%から2006年には2割を上回る水準にまで上昇した。

## 住宅価格上昇を前提とした安易な貸出が背景に

サブプライムローン拡大の原動力となったのがインタレスト・オンリーやオプションARM、ハイブリッドARMなどと呼ばれる、いわゆる「非伝統的住宅ローン」の活用である。図表2に示すとおり、それぞれ内容は異なるがいずれも借入当初の返済額を抑制する点が特徴だ。毎期の返済負担を軽減し信用力の低いサブプライム層でも借入可能とすることでサブプライムローンは急速に普及した。

もちろん非伝統的住宅ローンは、借入

◆図表1 サブプライムローン実行額の推移



◆図表2 非伝統的住宅ローンの概要

種類	内容
インタレスト・オンリー	・当初(最長15年)の返済は金利部分のみ
オプションARM	・毎期の返済額は借り手の任意 ・金利を下回る場合は元本が増加(ネガティブアモタイズド)
ハイブリッドARM	・当初は実勢よりも低めの固定金利 ・数年後(3、5、7、10年等)に変動金利(ARM)に切り替え

(資料) みずほ総合研究所

当初の返済負担が軽い一方で、優遇期間が終了すれば返済条件の見直し（＝ペイメントリセット）によってその後の負担は急増する。サブプライムローンの拡大に際して、ペイメントリセットによる将来的な債務不履行の増加を懸念する声の一部であったものの、良好な雇用・賃金環境や住宅価格の上昇（＝担保価値の増加）に押されて、そうした懸念が貸し手・借り手の双方に強く認識されることはなかった。その結果、金融機関はサブプライム層に対する信用供与を大幅に拡大させた。住宅価格の上昇を前提に信用を供与し、その信用供与が住宅価格の上昇を支えた今回の構図は、これまで世界各地で繰り返されてきたバブル醸成の構図と全く同じである。

しかし2006年半ば以降、状況は一変する。ペイメントリセットによるサブプライムローンの焦げつきが増加するとともに、非伝統的住宅ローンのよりどころの1つであった住宅価格の上昇も急速に鈍化した（一部地域では下落に転じた）。今後も住宅価格の調整が見込まれる中、大量のペイメントリセットが控えている状況に鑑みれば、サブプライムローンの延滞率上昇とそれともなう金融市場の混乱は当面続く可能性が高いといえそうだ。

### 証券化を通じて拡散したサブプライムローン問題

バブル崩壊によって金融機関が多額の不良債権を抱えた事例は枚挙にいとまがない。90年代の失われた10年に日本の金融機関が100兆円規模の損失を計上したのは記憶に新しいところである。ただし、今回のサブプライムローン問題は、単なる住宅ローンの焦げつきにとどまらず証券化を通じてその影響が広範に波及した点で従来のバブル崩壊とは様相が異なる。

米国では、資産負債管理（ALM）の観点に加え、預金を取り扱わない住宅ローン専門金融機関の資金調達ニーズに対応するため、住宅ローンの証券化が日常的に行われてきた。サブプライムローンについてもその8割がモーゲージ担保証券（MBS）として証券化されたとみられている。

証券化は原債権であるサブプライムローンのリスクを金融機関から切り離し、多くの投資家に分散させる効果がある反面、想定を上回る損失が顕在化した場合はその影響が資本市場に広く及ぶこととなる。また、組成されたMBSは国内外を問わず投資家に売却されるため、影響は自国内にとどまらず世界各国に伝播する。事実、米国財務省の集計によると、世界の金融機関が公表したサブプライム

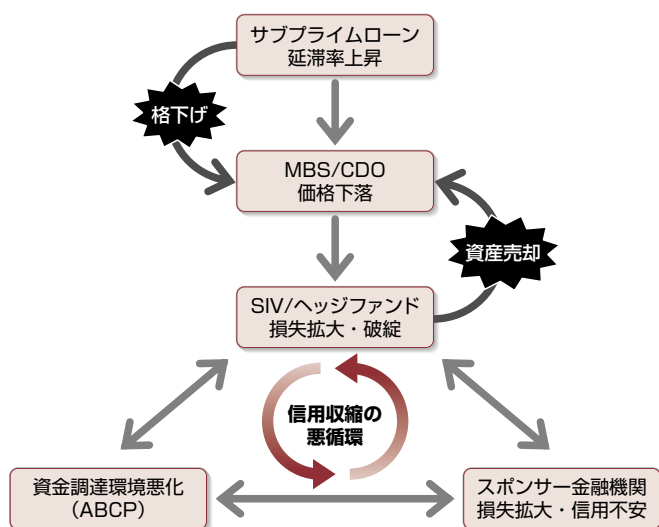
ローン関連の損失額は既に2000億ドルを超えるが、震源地である米国金融機関の損失はその約半分にとどまる。欧州やカナダ、アジア諸国など米国以外の国々でも損失が発生しており、サブプライムローン問題の影響が証券化を通じて世界各地に広がっていたことがみてとれる。

### 拡大する信用不安。信用収縮のワナに陥った金融市場（図表3）

2006年後半以降、サブプライムローンの延滞率上昇という問題の所在については広く認知されるようになったが、当時はまだ住宅ローンの劣化に伴う貸倒引当金の増加や住宅販売の落ち込みによる住宅ローン専門金融機関の業績悪化などあくまで米国住宅市場の問題として捉えられることが多かった。金融市場混乱の主因といえる証券化を通じたサブプライムローン問題の影響が最初に認識されたのは、米国大手証券会社ベアスターズ傘下のヘッジファンド2社が破綻の危機に陥った2007年6月のことである。両社は市場から資金を調達し、サブプライムローンを裏付けとしたMBSのほか、他の資産担保証券と組み合わせて再証券化された債務担保証券（CDO）に投資していた。それが、サブプライムローンの延滞率上昇を背景とした証券化商品価格の下落によって多額の損失を抱えたのである。

## サブプライム問題の背景

◆図表3 サブプライムローン問題の波及経路



### 存在感増すアジアマネー・オイルマネー

金融市場の混乱を受けて世界全体の投資マネーが縮小する中、巨額の経常黒字を背景に膨張を続けるアジアマネー・オイルマネーの存在感が増している。実際、アジアマネー・オイルマネーを原資としたソブリンウェルスファンド (SWF) の動きは活発だ。サブプライムローンで大きな痛手を負った欧米金融機関に対しても積極的に投資を行っており、国際金融市場の安定に寄与している。

これに対して欧米の一部ではSWFの透明性やガバナンスに問題があるとして、その動向に警戒感をもつ国もあるようだ。しかし、グローバルな金融システムの安定性を確保するためには多様な投資主体が欠かせない。まして欧米の伝統的な機関投資家のリスク許容度が著しく低下している現状においてはなおさらのことである。異質性を排除するのではなく、どう調和を図るのか、金融システムの安定に向けて各国当局の力量が試されているといえそうだ。

太田智之（おおた・ともゆき）  
 京都大学大学院農学研究科修了。富士総合研究所、日本経済研究センター、財務省財務総合政策研究所等を経て、2005年7月より現職。著書に『デフレ不況の実証分析』[2002] 東洋経済新報社、『日本経済の明日を読む』[2007] 東洋経済新報社、『中国の台頭と東アジアの金融市場』[2006] 日本評論社（いずれも共著）等。

7月には格付け機関による証券化商品の大量格下げが行われ、価格がさらに急落、多くの運用会社やヘッジファンドが損失を抱えることとなった。この時期を境に、市場では証券化を通じたサブプライムローン問題の影響に対する関心がにわかに高まった。しかし、証券化商品は原債権と異なりリスク・損失の所在が不明確なうえ、買い手不在による流動性の喪失も相まって適正価格を算出することが難しく、関心の高まりはむしろ市場の疑心暗鬼を助長する結果となった。

損失拡大で破たんリスクが高まったことにより、ヘッジファンドをはじめとした運用会社は資金調達にも支障をきたすようになる。とりわけ証券化商品を大量に保有していた投資ビークル (SIV) の資金繰り悪化は2つの点で金融市場の混

乱を増幅させた。1つは短期金融市場の機能不全を招いた点だ。SIVは資産担保コマーシャルペーパー (ABCP) を発行して短期の資金を調達しているが、SIVの経営悪化を受けて短期資金の出し手が激減し、健全な企業でさえ資金調達が困難な状況を作り出した。もう1つは金融機関の信用不安を惹起させた点である。欧米の金融機関の中にはSIVの運営に強く関与している金融機関が少なくない。そのため最終的には金融機関がSIVの損失を肩代わりするとの見方が強まり、体力の弱い金融機関を中心に信用不安が高まった。主要国の中央銀行はこうした信用不安の拡大を抑えるべく大量の流動性供給を実施しているが、未だ状況が改善されないところに今回の問題の根深さがあらわれているといえよう。



# 政策研究の最前線

## 日中韓新時代の幕開けに期待

総合研究開発機構（NIRA）リサーチフェロー 畑佐伸英

### 日中韓首脳会合の進展

1999年11月27日及び28日、マニラにおいて第3回ASEAN+3首脳会議が開催された。その渦中の28日朝、日本側の提案により約1時間に亘って、日中韓首脳が一堂に会した朝食会が行われた。和やかな雰囲気の中で、日本の小渕恵三首相、中国の朱鎔基首相、韓国の金大中大統領による意見交換が行われ、これが歴史的な第1回の日中韓首脳会合となった。

1999年当時の各国リーダーのイニシアチブによって、それぞれ複雑な背景を抱えている日中韓が、北東アジアの安定へ向けて協調へと動き出したこの事実は、日中韓の関係構築へ向けた重要な一歩と言って良いだろう。とりわけ、日本の小渕総理からの提案で、3国間の対話の実現したことの意味は大きい。

日中韓首脳会合は、その後も毎年のようにASEAN+3首脳会議の際に行われるようになった。しかしながら、2005年12月、マレーシアのクアラルンプールにおいて開催された第9回ASEAN+3首脳会議では、日中韓の首脳が共に手を取り合うことはなかった。過去の負の遺産を乗り越えるのは容易ではないことを改めて痛感すると共に、その後の関係修復に懸念が残ることとなった。

2006年9月下旬に安倍政権が誕生すると、10月初めには北京、ソウルを立て続けに訪問し、胡錦濤国家主席、盧武鉉大統領との会談を持った。冷え切った日中・日韓関係は、再び改善へ向けて梶が切られた。2007年1月14日にフィリピン・セブで再び顔を揃えた日中韓首脳は、また、新たな信頼醸成の確立へと動き出した。

2007年9月に福田内閣が発足されると、その機運はさらに高まることとなった。2007年11月20日の第8回日中韓首脳会合の席では、次回から3国首脳会合はASEAN+3首脳会議とは切

り離して、単独で開催されることが決定された。今年の終盤には、日本が幹事国として、国内で3国首脳会合が開催されることになっている。

### 日中・日韓関係の改善

日中関係については、2006年10月の安倍首相による「氷を砕く旅」を契機として、温家宝首相による「氷を溶かす旅」（2007年4月）、福田首相による「春を迎える旅」（2007年12月）を経て、堅実な進展が見受けられる。さらに、5月初旬には胡錦濤国家主席の来日が予定されており、「春風・開花の旅」、「春爛漫の旅」として大きな期待が寄せられている。

中国国家主席の来日は1998年の江沢民氏以来、実に10年ぶりである。1972年の「中日共同声明」、1978年の「中日平和友好条約」、そして、1998年の「中日共同宣言」の三つの文書に続いて、第四の文書が作成されることも検討されている。この10年で中国は大発展を遂げ、日本もまた戦後最大規模の不況という厳しい冬の時代を潜り抜けて、共に異なった意味での成長の姿を見せている。両国には未だ難しい問題が横たわってはいるものの、このような時代の変化に即した、新しい協力関係が築かれることが切に望まれる。

韓国との関係についても、その見通しは比較的良好である。安倍総理は内閣誕生直後に中韓をそれぞれ訪問した後、そのひと月後の11月にもベトナムで盧武鉉韓国大統領と会談を行っている。しばらくは膠着状態が続いたものの、2007年12月に親日派とも言われる李明博氏が韓国大統領選挙で勝利すると、日韓関係はまた一歩前進することになった。2008年2月の李大統領就任式には、福田総理も出席し、日韓新時代を拓いていくことで一致した。

4月下旬には李大統領の訪日が予定されており、2005年に途絶えていた日韓シャトル外交が復活する。韓国大統領の来日は2004年12月以来で、3年4カ月ぶりとなる。さらに、2004年11月に中断されたままの日韓FTA交渉の再開も、現実視されている。経済関係の協力強化と共に、一層の日韓友好の拡大が期待される場所である。

## 日本のリーダーシップで日中韓新時代の幕開けを

現在の東アジアを舞台としたFTAや地域共同体の議論を聞いていると、どうも、そのドライビングシートに座っているのはASEANである。日本と中国・韓国が小競り合いをしている間に、ASEANにハンドルを持って行かれたというのが、正直なところであろう。本来ならば、隣国同士であり経済的にも政治的にも大きな影響力を持つ日中韓が、緊密な協力関係のもとに、北東アジアのみならず、東アジア、ひいてはアジア太平洋地域において主導権を握りながら、時代をリードしていく立場にある。

しかし、過去から引き継いだ様々な問題が、それを許してはくれなかった。ASEAN諸国が仲介するような形で、地域協力の枠組みに3カ国が引き込まれ、徐々に角を取り除きながら、ようやく協調関係へと向かい始めたというのが、これまでの日中韓の歩みと言って良い。

ここにきてようやく機は熟し、日中韓が先陣を切ってアジアを牽引していくべき時が来ているように思う。現在の日中韓各国トップの顔触れと日中・日韓の関係、並びに、3国首脳会合の単独開催が開始されることを考えると、とりあえずは舞台と役者は揃った感がある。ここまで環境が整ったこと自体、前代未聞のことで、これ以上の成果を求めることは酷かもしれないが、やはり、演技の内容にもこだわってほしい。

その鍵を握っているのは、やはり日本である。国内の政治基盤が一番脆弱で、かつ、今年の3国首脳会合の幹事国である日本が、どこまでリーダーシップを発揮できるかに懸かっている。中国・韓国それぞれに対して似たような問題を抱えている日本が、思い切った決断をしない限り、多くを望むことはできない。日本の小淵総理の勇気ある一歩によって、第一回目の日中韓首脳会合が開催されたことを思うと、それは決して不可能ではない。今年、日本で単独開催される3国首脳会合が、日中韓新時代を切り拓く突破口となるよう、再度、日本のリーダーシップに期待したい。

畑佐伸英（はたさ のぶひで）

2002年名古屋大学大学院国際開発研究科より博士（学術）取得。国連アジア太平洋経済社会委員会社会開発部インターン、早稲田大学アジア太平洋研究センター助手、アジア開発銀行研究所リサーチ・アソシエイト、首都大学東京都市教養学部研究員、総合研究開発機構国際研究交流部研究員などを経て、2007年11月より現職。

### 〈NIRAホームページ〉

NIRA政策レビューのバックナンバーをはじめ、NIRAの諸活動を紹介するホームページをご利用ください。  
<http://www.nira.or.jp/index.html>

2008年4月30日発行 ©財団法人総合研究開発機構

**NIRA** 総合研究開発機構  
National Institute for Research Advancement

編集発行人：伊藤元重 NIRA理事長  
編集主幹：加藤裕己 東京経済大学教授

〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿4-20-3  
恵比寿ガーデンプレイスタワー34階  
電話 03-5448-1735 FAX 03-5448-1744  
e-mail: info@nira.or.jp <http://www.nira.or.jp/>

**R100**  
国連が2007年10月25日採択した持続可能な開発目標（SDGs）の達成に向けた取り組みを支援しています