

## Ⅱ. 寄稿論文

サブプライムローン問題と投機マネー

岩本武和教授

# サブプライムローン問題と投機マネー\*

京都大学大学院経済学研究科  
教授 岩本 武和

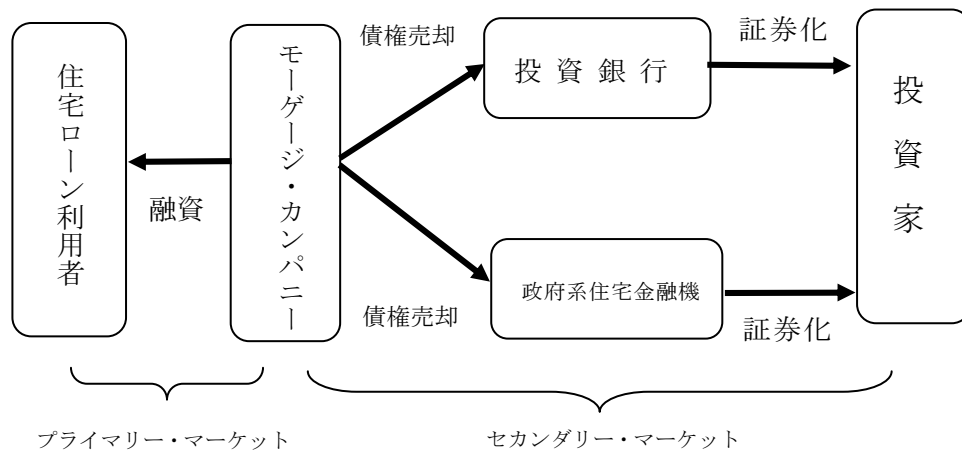
## I はじめに

2007年夏に顕在化したサブプライムローン問題によって、証券化商品の市場が収縮すると、跳梁する投機資金は、原油市場や穀物市場に流れ込み、ガソリンや食品などの価格が一举に高騰した。

ここで主犯格とみなされている「世界を駆け巡る投機マネー」とは、一体どこからやってくるのか？ 実体経済とかけ離れた「過剰流動性」とは、何を意味するのか？ 小稿では、昨年来アメリカの金融市場のみならず、世界の資本市場をも震撼させているサブプライム問題を手がかりに、言葉だけが跋扈している感のある「投機マネー」とは何なのか、という問題を考えたい。今や投機は、金融工学の技術に長けたファンド・マネージャーだけに固有の問題ではないこと、マネーゲームには一般大衆でさえ容易に参加でき、投機のリスクはわれわれのごく身近なところで簡単に発生するものになってきていることに対する警告が、小稿の意図するところである。

## II サブプライムローン問題：2007年夏～2008年夏

図 住宅ローンの証券化の流れ



### 住宅バブルの崩壊とアメリカ金融システムの混乱

アメリカでは、2000年代にかつてない住宅ブームが到来し、住宅価格の上昇等に支えら

\* 『じっきょう』 No.80,通巻 368号,2008年11月(脱稿は2008年7月31日)

れた消費拡大によって高い経済成長を続けてきた。また2004年以降、サブプライムローン(低所得者向け高金利住宅ローン)の貸出しが大幅に増加し、特に05~06年に貸付機関の融資基準が弛緩したことによって、高リスクな貸出しが増加した。大半は、預金機能を持たないモーゲージ・カンパニーによる貸出しで、クレジット履歴の無い移民、クレジット履歴に瑕疵のある顧客などの低所得階層に対し、住宅価格の上昇を前提として、略奪的貸付とも言われる半ば強引な貸出しが行われた。しかし、06年に入ると、住宅投資は減少に転じるとともに、住宅価格の上昇も鈍化し始めた。住宅バブルの崩壊である。これに伴い、サブプライムローンの延滞率・差押率が高まった。ここまでは、図の「プライマリー・マーケット」の話である。

### 住宅ローンの証券化と国際資本市場への波及

地方のモーゲージ・カンパニーや銀行が、ハイリスク・ハイリターンの子プライムローンを拡大させていった背景は、その債権をウォール街の投資銀行に売却することによって、信用リスクも転売できたからである。投資銀行がサブプライムローンを買取ったのは、それを「住宅ローン担保証券」(Residential Mortgage Backed Security, RMBS)等に証券化することによって、リスクを分散化(多様なリスクを一つの証券に束ねることによって、大数の法則が働き、高リスクの子プライムローンのリスクも軽減)し、この証券化商品をヘッジファンド等の世界中の投資家に販売できたからである。アメリカの住宅ローン市場の規模は、2007年末の残高で10.5兆ドル(対GDP比76%)、そのうちの約6割は証券化されている(2割が投資銀行等による民間証券化であり、4割は、後述のように、政府系住宅金融機関によるエージェンシー証券化である)。これが図の「セカンダリー・マーケット」の話である。

住宅バブルの崩壊に伴うプライマリー・マーケットにおけるサブプライムローンの焦げ付きは、セカンダリー・マーケットである証券化市場に飛び火した。2007年6月22日、アメリカの大手投資銀行ベアー・スターンズは、傘下のヘッジファンド2社の救済のため32億ドルを救出すると発表、7月10日には、格付け機関のムーディーズが、サブプライムローンを組み込んだMBSの399銘柄にのぼる大量格下げを発表した。さらにRMBSは世界中の投資家に販売されていたので、8月にはフランスのBNPパリバ(パリ国立銀行とパリバが合併して誕生したユーロ圏で最大規模の金融グループ)が、傘下の3つのファンドを凍結、9月にはイギリスのノーザン・ロック銀行の取り付け騒ぎにまで発展した。こうして、サブプライム問題は、局地的な住宅ローン市場の問題から、一挙に世界の資本市場の危機へと拡大した。そして、08年3月16日、ついにベアー・スターンズは、連邦準備銀行(FRB)の支援の下、JPモルガン・チェースに買収されることが決まった。これは図の「セカンダリー・マーケット」のうち、上のルート(民間の証券化)に属する経緯である。

### 政府系住宅金融機関への公的資金投入とドルの信任問題

さらに事態は深刻化する。図の「セカンダリー・マーケット」のうち、下のルート(政府系金融機関の証券化)にまで、危機は及ぶに至ったのである。2008年7月13日、アメリカ財務省は、政府系住宅金融機関(Government-Sponsored Enterprises, GSE)である連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)と連邦住宅金融抵当金庫(フレディマック)の2社が、実質債務超過に陥ったことに対し、公的資金を注入して資本増強するとの声明を発表した。GSEも、住宅ローン債権をRMBSに証券化して売却しているが、民間の投資銀行とは異なり、このRMBSには公社による元利払いの保証が付く。またGESが発行する社債も1.6兆ドルにのぼるが、これにも米政府による「暗黙の保証」が付くとみなされている。

政府救済の対象となった2社が発行するGSE債は、5兆ドル(約535兆円)にも達し、日本のGDP(515兆円)や、米国債の発行残高(4.5兆ドル)をも上回る規模である。しかも政府による「暗黙の保証」が付くとの見方から、例えば邦銀メガバンク3行など海外の投資家が、米国債並みの安全資産として保有し、さらにはロシアや中国など多くの国が、外貨準備の一部として保有している。GSEに債務不履行の懸念が強まり、GSE債が売却され始めるようなことになれば、事態は国際通貨ドルの信認問題にまで波及する。GSEが破綻でもすれば、各国の外貨準備の一部が「紙くず」になるからである。だからこそ、いち早く公的資金の注入という米政府としては異例の措置を発表したのである。しかし、米国債残高をも上回る負債は、「too big to fail(大きすぎて破綻させられない)」どころか、「too big to bail(大きすぎて救済できない)」との見方もある。

しかも、たとえ米政府の救済策によってGSEが破綻を免れても、GSE救済による米政府の財政悪化が懸念されると、アメリカの長期金利が上昇する可能性がある。それは、今まで「グリーンパンの謎」(長期金利が低位安定し続けている謎)と言われ、巨額の経常収支赤字と、累積する対外純債務の下で、ドル価値の安定を維持してきたメカニズムが一挙に崩れ去る危険な要因となる。

このように、住宅バブルの崩壊に端を発したサブプライムローン問題は、アメリカの金融システムの根幹を揺るがす金融危機から、グローバルな資本市場の危機へと拡大し、一挙に国際通貨ドルの信認を脅かし国際通貨システムにまで動揺を与える問題へと発展したのである。

### Ⅲ 高レバレッジと投機マネー

サブプライム問題の根幹には、すでに図で示したセカンダリー・マーケットにおける「証券化」がある。プライマリー・マーケットにおける住宅ローン債権は、ウォール街の投資銀行によって証券化され、この住宅ローン担保証券(RMBS)に世界の「投機マネー」が殺到した。投資銀行は、サブプライムローンのリスクを、ヘッジファンドをはじめRMBSを購入した世界中の投資家に転売し分散化させたが、証券化の手法が複雑になればなるほど、リスクはどこに行ったのかが分からなくなったのである。このような金融工学の技術があ

ったからこそ、信用力のない低所得者でさえ、住宅ローンを借りられることができたとも言える。その意味では、サブプライムローンの証券化も、しばしば「グローバル化の恩恵」(!)とも言われる一例でもある。

こうした証券化のスキーム(特に重要なのは、格付けの異なる住宅ローンを「優先劣後構造」と言われるパッケージに組成する手段)については、すでに多くの分析がなされているので、ここでは、今回のサブプライム危機でも、言葉だけが跳梁跋扈している感のある「投機マネー」とは何かという問題に焦点を当てよう。答えは、「レバレッジ効果」によって生み出される、自己資本を数十(百)倍も上回る投機資金であり、今や個人の素人投資家でさえ、わずかの小銭で巨額のマネーゲームに参加できる制度にある。

### レバレッジ効果

レバレッジとは、自己資本(例えば投資家から集めた出資金)を元手に借金をして、自己資本の数十(百)倍もの投資を可能にし、当初の自己資本に対する利益率を高める手法である。要するに、槌子(レバレッジ)の原理によって、小さい元手で大きく運用することである。

例えば、投資家から 100 億円の出資金を募って、資金の運用を任されているヘッジファンドを考えよう。このファンドが、銀行から 4900 億円を金利 5%で借入れ、総資産を 5000 億円(自己資本[100 億円]+借入金[4900 億円])に膨らませた上で、収益率 10%の証券化商品に投資した場合、経常利益は 225 億円(資産収益[5000 億円×10%]-借入コスト[4900 億円×5%])、自己資本利益率は 225%(225 億円÷100 億円)となる。もし借入金を調達せず当初の出資金だけで運用した場合、自己資本利益率は 10%(10 億円÷100 億円)に過ぎない。このように、レバレッジ比率を上げる(この例では総資産 [5000 億円]÷自己資本[100 億円]=50 倍)ことによって、自己資本収益率を上げる(10%から 225%に上げる)効果を、レバレッジ効果という。

ここで、「投機マネー」とはヘッジファンドが投資家から運用を任された最初の出資金 100 億円ではない。それにレバレッジ比率をかけた 5000 億円が「投機マネー」として跳梁跋扈することになる。実際には、購入した証券化商品を担保に、さらに借金をすることが可能で、レバレッジ比率は一層高まることになる。

重要なことは、レバレッジを高めることによって、利益率を大きくすることもできるが、自己資本に対する損失の割合も大きくなることである。すなわち、総資産を利用した投資の利益率が借入金の調達コストを下回るときは、むしろレバレッジ効果により、利益率の減少または損失の拡大を招く。担保資産の価値が一定水準を超えて維持されている間は上手く回るが、実際、今回のサブプライム問題で起きたことは、RMBS や、それをさらに組成して再証券化した CDO(債務担保証券)の価格が下落を始め、ファンドに資金を貸し出した金融機関が、いわゆるマージンコール(追加証拠金)を要求し、担保資産が時価を下回るとロスカットと言って強制的に資産を売却させ資金を回収しようとしたことである。

RMBS や CDO といった証券化商品への投資は、サブプライムローンを組み込んでいる

ので、それだけでリスクの高い投資である。住宅バブルの崩壊⇒サブプライムローンの焦げ付きによって、この信用リスクが現実のものとなったとき、レバレッジを高めた分だけリスクも増幅されることになり、事態を深刻化させたのである。

このように、投機マネーとは、レバレッジを高め、それだけリスクも増幅された投機資金である。この過剰な投機マネーを規制することは、レバレッジを高めることに規制をかけることと定義上同義である。実際、いわゆる BIS 規制は、そうした発想から生み出されたものである。「総資産÷自己資本」と定義されるレバレッジ比率は、自己資本比率(=自己資本÷総資産)の逆数で、BIS 規制では、銀行の自己資本比率を 8%以上に義務づけているから、銀行の場合は、自己資本の 12.5 倍(レバレッジ比率)を超えて貸出はできないのである。

### 誰もが参加できるマネーゲーム

ところが、こうした高レバレッジ取引は、今やマネーゲーム(しかもネット上のゲーム)として、われわれ一般大衆誰でもが参加できるものとなっている。株式における信用取引は言うまでもなく、今流行っているのが、FX(外国為替証拠金取引)である。

FX は、例えば 1 ドル=100 円するとき、1000 万円支払って 10 万ドル購入するといった通常の為替取引とは全く異なり、証拠金(保証金)だけ支払って、為替変動による利益と損失を、最初に支払った証拠金によって差金決済のみを行う為替における信用取引である。

1 ドル=100 円するとき、5 万円(500 ドル)を証拠金として預託し、レバレッジを 100 倍に設定すると、500 ドル×100 倍=5 万ドルの取引が可能となる(逆に言えば、5 万ドル=500 万円の取引を行うために必要な元手は、わずか 1%の 500 ドル=5 万円)。ここで、5 万ドルを買うことによって取引を開始し、翌日にドル高となって 1 ドル=101 円になったとする。このとき 1 ドル当たり 1 円の利益だから、5 万ドルでは 5 万円の利益となり、証拠金は 10 万円(当初の証拠金[5 万円]+為替差益[5 万円])に増える。5 万円の元手で 5 万円の利益となり、為替変動率は 1%に過ぎないのに、利益率は 100%にもなる。これはレバレッジを 100 倍と設定したからである。通常の為替取引では、1 ドル=100 円するとき、5 万円で 500 ドル買って、翌日 1 ドル=101 円になったときに、500 ドルを売って、5 万 500 円(101 円×500)入手できるだけであり、利益率は為替変動率と同じ 1%に過ぎない。

逆に、1 ドル=100 円から翌日 1 ドル=99 円へと円高になった場合は、5 万ドルでは 5 万円の損失となり、為替変動率は 1%に過ぎないのに、損失率は 100%にもなる。このとき、証拠金はゼロとなる。FX 取引では、証拠金が一定水準以下に下がると、「マージンコール」という追加証拠金が要求される。もっとも、円高になって儲ける方法もある。それは、先に「売りポジション」から取引を始めることで、それは通常の為替取引では不可能な「空売り」(高いときに売って安くなってから買い戻す)と同じである。

何れにせよ、ここでの証拠金は「掛け金」以外の何物でもなく、ドルが上がるか下がるかは、丁か半かの「博打」、本質的にゼロサムゲームであるある FX 取引は、丁半揃って成立する「賭博」そのものである。馬券を買うことの効用は、「儲ける」こと以上に、お気に

入りの馬に賭けることや、そのことで味わえるスリルにあるのだろう。同じように、取引毎に値洗い(証拠金の時価評価であるが、要するに賭けに対する勝ち・負けの判定)が行われ、負けが込むとマージンコールやロスカットを要求されることがあっても、そのスリルから得られる FX デイトレーダーの効用は、ファンド・マネージャーが日々味わっているスリルと快感と基本的に同じものであろう。

### 大衆のマネーゲームからの隔離

投機マネーに対する規制の一つが、レバレッジ比率を高めることに対する規制であることはすでに述べたが、一般大衆がマネーゲームに参加しにくくすることも、考えてもよいのではないだろうか？ それは、地球温暖化防止のために、工場から排出される CO2 を削減するだけでなく、一般家庭が猛暑の折に酷使するエアコンの設定温度を下げるのも(微々たる効果であろうが)重要であるのと同じようなものだ。

FX は 98 年の外為法自由化に伴って、個人の投資家も参加できるようになった制度である。監督官庁である金融庁の HP に、FX に対する注意書きとして、「外国為替証拠金取引は、相当程度の専門知識が要求されるうえ、非常にリスクの高い取引であるため、取引の仕組みが理解できないときは、はっきりと断ることが大切です」と何度も書かれていることは、自由化を進めた当局の発言だけに、相当なブラックユーモアのように聞こえる。

以下は、J.M.ケインズの『一般理論』からの引用である。「公共の利益のためには、カジノは近づきにくくカネのかかるものにしておかなければならない。おそらく同じことが株式取引にも当てはまる。ロンドン株式取引所の罪がウォール街の罪より軽いのは、平均的なアメリカ人がウォール街に近づいたり、カネを支払ったりするのと比べて、平均的なイギリス人はスロッグモートン街に近づきにくく、またカネのかかるものであるという事実によるものである。アメリカにおいて投機が企業活動に比べて優位である状態を緩和するためには、政府が全ての取引に対してかなり重い税を課すことが、実行可能で最も役に立つ改革となるであろう」(原文ページ, pp.159-60)。

この引用文は、ノーベル経済学賞を受賞した J.トービンが、1970 年代に提唱したトービン税(全ての外国為替取引に対して一律の低課税をかけることによって短期的な資本取引を抑制する効果を狙ったもの)のアイディアの元になったものとして有名である。本稿の意図から言えば、素人筋をマネーゲームから隔離するためには、最低証拠金の下限規制か、レバレッジ設定の上限規制か、ということになるだろう。