

米国のサブプライム住宅ローンに端を発した信用危機は大方の予想を超えて広がり、欧米金融機関に巨額の損失をもたらしたばかりでなく、グローバル金融市場の安定性に深刻なダメージを与える出来事となった。景気後退の兆候も米国を中心に目立ち始めている。これはもはや「サブプライム危機」という限定領域の話ではなく、「グローバル信用危機」と呼ばれるべき性質の問題であろう。

ニューヨーク大学の畏友ヌリエル・ルービニ教授（ルービニ・グローバル・エコノミクス会長）は、住宅価格の急落と住宅ローンの信用リスク増大について2006年から頻繁に警告を発し、07年3月には広範の消費者信用市場（プライム住宅ローン、クレジットカード・ローンや自動車ローン）のデフォルト急増を予測するなど、早くからサブプライム問題の深刻さと広がり、警鐘を鳴らしてきたことで知られる。メデ



ブル(強気)市場に戻るのいつか

Bloomberg

今回の金融危機を1998年のLTCM（ロングタム・キャピタル・マネジメント）危機と同じような「流動性危機」と捉える見方は、米欧の政策当局においても07年9月ごろまでは有力であったようだが、危機の性格を一過性のパニック的な流動性危機と見るか、それともファンダメンタルズ

流動性危機の場合 資産価値は失われない

IAや金融業界の主流よりも明らかに悲観的な見方であったが、結果的には彼のような少数派の予想がほぼすべての中してきたと言えよう。言い換えれば、多くの論者はこの危機を過小評価してきたということになる。

信用危機による 景気後退は長期化する

不安定

よつづか としき
四塚 利樹

早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

要因に基づく信用危機と見るかは、政策当局にとっても投資家にとっても非常に重要な区別であり、どのように行動するべきかという指針が大きく異なってくる。

たとえば、担保付き借入れによってCDO（債務担保証券）などの証券化商品を保有していたヘッジファンドや金融機関が、価格の下落で担保不足に陥り、元々流動性の低いCDO市場で売却を迫られたとしよう。するとそれが引き金になってCDO価格の下落が加速し、運用者は評価損が拡大してさらに追加的なポジション解消を進めなければならぬが、そのことがまた価格の下落に拍車をかける。

このような負の流動性スパイラルは、仮にCDOという資産のファンダメンタルズにならぬ問題がなくて

過大評価分が消失する 信用危機

07～08年の出来事にも確かに流動性危機の側面があったことは間違いない。たとえば計量的手法で逆張り的な株式ロング・ショート運用を行

も起さる可能性はある。預金保険や中央銀行のサポートがなければ、健全な銀行であっても取り付け騒ぎが起きる可能性を排除できないのと同じだ。実際、98年の大手ヘッジファンドLTCMの事実上の破綻は、そのような純粋な流動性危機に比較的近いケースだと考えられる。中央銀行による流動性供給が数週間市場の沈静化に成功し、ファンド救済のために資本注入した大手投資銀行のコンソーシアムが最終的に利益を確保しているのがその傍証である。

ラエクイティ・マーケット・ニュー
トラル（EMN）戦略は損益のブレ
が小さいことで知られているが、こ
の戦略のファン드가07年8月に突
然、米国市場で軒並み大きな損失を
出す「事件」があった。CDO価格
の下落で手元流動性不足に陥ったマ
ルチストラテジー・ファン드가株式
市場で急激なポジション解消を図
り、割安（割高）銘柄がさらに割安
（割高）になったためである。

しかし、図に示されているように、
EMN戦略の損失の大半は8月上旬
のわずか3日間に集中し、月末まで
にはほぼ回復した。株価変動の原因
がファンダメンタルズでなく、急激
な流動性需要の発生であったため
である。このような特異現象は典型的
な流動性危機として解釈できる。

しかしながら、サブプライム問題
全体を同じ流動性危機の枠組みで捉
えることには無理があり、今となっ
ては誤りであったことは明白だ。現
在の危機の背景には米国における大
規模な住宅バブルがあり、その崩壊
がさまざまな信用リスクの顕在化を
もたらしているからである。

エール大学のロバート・シラー教
授らが開発したS&Pケース・シラ
ー住宅価格指数の推移を見ると、家
賃相場や建設コストの実質値が長期
にわたって安定しているのに対し、
住宅価格のみが00年ごろから06年ご

るにかけて約5割も上昇している。
このような住宅バブル全盛期に、無
理な借り入れで割高な住宅を購入し
た人々、彼らに貸し込んだモーゲー
ジ・ブローカー、彼らを顧客とする
建設会社やデベロッパー、持ち家の
値上がりで生じたホームエクイティ
を現金化して消費に注ぎ込んだ人々
などは、住宅価格が下落に転じれば
すぐに行き詰まって破綻するしか
ない。住宅開発に依存した商業施設
なども同様である。

彼らに支払い能力がないことが明
らかならば、ABS（資産担保証
券）、MBS（不動産担保証券）、C
D Oなどの証券化商品の価値が毀損さ
れ、資金の出し手となってきたヘッ
ジファンダや金融機関が損失を被る
ことになる。証券化商品の価格が急
落したのは主に07年6月以降だが、
サブプライムローンの延滞率は、す
でに06年後半から目立って上昇して
おり、プライシングの修正は遅きに
失したとも言える。過大評価が修正
されたために生じた損失は、市場流
動性が回復しても取り戻せるもので
はない。取り戻せない巨額の損失が
発生する事態は単なる流動性危機で
はなく、バブル崩壊による信用危機
である。

証券化商品は 割安になったか

証券化という金融技術が本格的に
実用に供されるようになって約20年
が経過したが、証券化技術が大規模
な信用危機のきっかけとなったのは
今回が初めての経験であり、市場関
係者にとっても政策当局者にとつ
ても手探りの状態が続いている。金融
機関の信用力や格付け会社の信頼性
が大きく傷つき、さらには政策当局
の危機管理能力にも疑問符が付く
など、市場のインフラに関して自明と
思われてきた前提が大きく揺らいで
いる。

証券化ビジネスそのものを批判す
る論者もいるが、もちろんそのメリ
ットも大きく、証券化が存在しな
かった時代に逆戻りするわけにはい
かない。当面の危機を收拾するための
政策対応と並んで、ビジネスモデル
の修正や規制・監督手法の再検討が
行われることになる。

投資家にとっては、資産価格の
下落やドル安で一部の米国資産が割
安に見えるようになりつつある。今年
1月に開かれた企業年金連絡協議会
のセミナーで、筆者はマイロン・シ
ョールズ博士らと共にパネルディス
カッションに参加する機会があつた
が、そこで次のような質問を受けた。

「現在、市場の混乱により一部のクレ
ジット商品やストラクチャード商品
は割安に放置されているかもしれな
い。このような時期に年金が逆張り

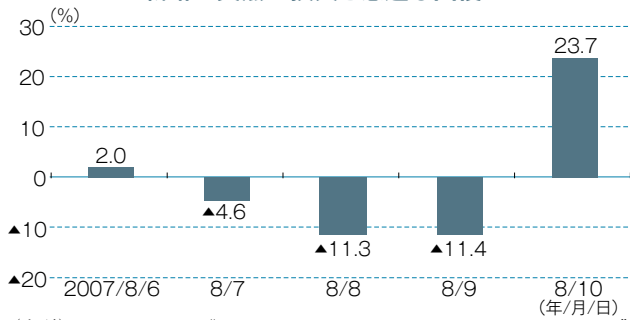
的に火中の栗を拾うような行動は正
しいと考えられるか？」

筆者が債券・転換社債アービトラ
ー（価格差の裁定取引）の分野で
実務経験を持ち、逆張りの投資戦
略を高く評価する傾向があるのを知
ったうえで質問だったが、残念な
がらこの質問に対しては「ノー」と
言わざるを得なかったし、現時点で
も答えは同じである。3月中旬にな
って急激に破綻の淵に追い詰められ
たベア・スターンズのように、隠さ
れた地雷はまだ残っている可能性が
高く、いつ爆発するかわからないか
らだ。既存の証券化商品の組成プロ
セスに重大な欠陥があることもはっ
きりしており、よほど注意深く精査
しなければ割安とは判断できないだ
ろう。

最大の問題は、証券化プロセスに
参加するプレーヤーのインセンティ
ブに十分な注意が払われなかったた
めに、モラルハザードが蔓延したこ
とである。ローンの直接の貸手であ
るオリジネーターは、ローンを保有
せず証券化のために売却するわけだ
が、貸出額が増えるほど多くの手数
料が稼げるため、貸し出し基準を甘
くするインセンティブがあるのは明
らかである。彼らに信用リスクをコ
ントロールさせるために「買い戻し
特約」が設けられ、売却したローン
のデフォルト率が高ければ彼らが買



図 流動性危機の典型例
EMN戦略の突然の損失と急速な回復(日次リターン)



(出所) Khandani & Lo, "What Happened to the Quants in August 2007?", MIT, 2007

い戻さなければならぬという契約になっていたのだが、この仕組みはオリジネーターに十分な自己資本がなければ実効性はない。オリジネーターとしては、十分な手数料を稼いだ後で倒産してしまえば済む話である。

しかもこうしていったん証券化されたものが、他の証券化商品と混ぜ合わされて再度証券化されると、オリジネーターと投資家との距離が極端に遠くなり、投資家によるモニタリングがまったく働かなくなる。こうして中身が見えなくなった商品に対して安易に資金を出す投資家が多数存在したことが、住宅バブルを過熱させ、今回の危機を招いた根本

ヘッジファンド投資の タイミングを考える

的な原因だろう。単に1年前と比べて大幅に安くなっているからという理由で飛び付くようでは、同じ過ちを繰り返すことになりかねないのではないだろうか。

慎重にアプローチすべきなのは、証券化商品だけではない。ヘッジファンドの運用戦略の中には(国債・スワップ中心の)古典的な債券アービトラージ戦略や前述のEMN戦略のように、信用リスクをほとんど含まず、株式市場の全般的水準との相関も低いものがあり、総称してマーケット・ニュートラル系戦略と呼ばれる。しかしそのような戦略でも信用危機によって悪影響を受ける可能性がないわけではない。

一般にマーケット・ニュートラル系戦略においては、市場のゆがみ(各種資産間の相対的割安度・割高度)が過大であると判断してポジションを構築した後も、均衡へ単調に収束するとは限らない。ポジション構築後もゆがみがさらに拡大して一時的な損失(評価損)をもたらすリスクは常に存在する。実際EMN戦略については、昨年8月に市場のゆがみが急拡大し、その後すぐに縮小したことはすでに述べた。

EMN戦略の場合、もともとゆが

みの収束が非常に速い傾向があるの
で、サブプライム危機の影響も短期
間でほぼ消滅した。それに対し、債
券アービトラージのようにポジショ
ン保有期間の長い戦略の場合、ショ
ックが次々と発生する場面では市場
のゆがみもその度に拡大を繰り返す
ため、なかなか収束による利益が得
られない可能性がある。ゆがみの規
模も大きくなるので魅力的なリター
ンが期待できるかもしれないが、投
資タイミングの選択は難しい。

さらに、グローバル信用危機が経
済の構造変化を引き起こし、過去に
有効であった運用手法のパフォー
ンスが劣化する可能性も否定できな
い。長期的観点に立ってタイミング
の問題はある程度割り切るとして
も、構造変化の影響についてはファ
ンド運用者と十分に議論し、もし満
足できなければさらに周到な分析と
検討を求めることが賢明ではないか
と思われる。

米国株式市場の方向感も当分の間
手探りの状態が続くであろうし、株
価の予想は筆者の得意とするところ
ではない。したがって、もし米国株
を割安と見て購入しようとする人々
がいれば、彼らに対して取り立てて
異論を述べる気もない。

ただ、ここでひとつ触れておきた
い論点は、米国の過去の景気後退期
と比べて、今回の景気後退は長引く

可能性が高いという点である。戦後
の米国における景気後退は、ITバ
ブル崩壊時を除くとほとんどがイン
フレ抑制のための金融引き締め政策
によるものであると言ってよい。し
たがって、緩和方向へ転換すること
も容易であり、NBER(全米経済
研究所)によると景気後退期の長さ
は平均して10カ月程度にすぎない。

しかし、日本やドイツの近年の経
験を見ればわかるように、信用危機
による景気後退は長期化する可能性
が高い。米国金融機関は損失処理の
スピードが速いので、日本のように
延々と長引くことはあり得ないが、
金融仲介機能の回復と企業・家計の
バランスシート健全化が1年以内に
終わるといふシナリオも現実的では
ない。

バーナンキ議長率いるFRBは果
敢にクリエーティブな手法を練り出
して金融システムと景気の安定化を
図ろうとしているが、当然ながら金
融政策にできることには限界があ
り、過大な期待は抱かない方がよい
だろう。無謀なインフレで実質債務
の帳消しを企てるのではないが、
痛みを伴う調整はしばらくの間続
き、その途上では、失望に伴う株式
市場の大幅下落も何度か繰り返され
るであろう。それでもよいという長
期投資家は、そろそろ出番かもしれ
ない。