

あの時は大変だった

金融クライシスを振り返る  
～vol.01 サブプライム・ローン問題(2007年夏)nikko am  
fund academy

日興AMニュースレター

渦中ではよく分からなかったが、今だから分かることがある。

## サマリー

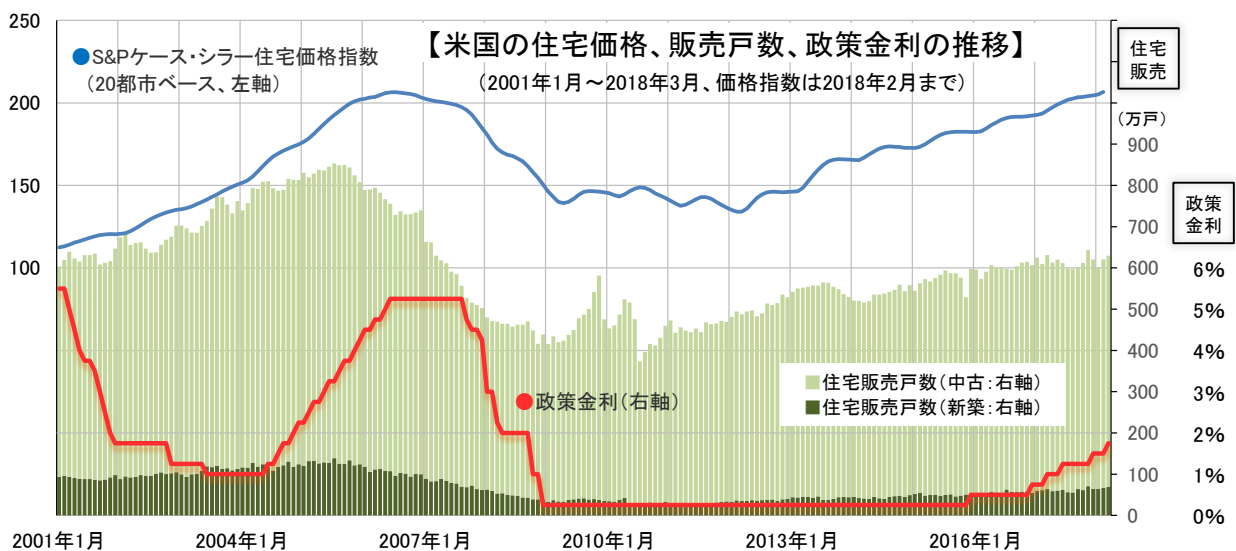
- インカムへの渴望に対応するべく開発された、高格付の証券化商品が主役
- 住宅価格の値下がりにはきっかけに過ぎず、事の本質は証券化商品の破綻にある
- 市場で起きた不信感は容易に収まらず、その後の「リーマン・ショック」に繋がっていく

## ■政策の後押しもあり、米国で普及した「サブプライム・ローン」

「サブプライム・ローン」とは、信用力の低い低所得者層(プライム(優良)に次ぐ(サブ)という意味)を対象にした住宅ローンであり、返済が滞る可能性が高い分、貸出金利が高いという特徴があります。

住宅産業は裾野が広く、個人消費にもつながることから、日本に限らず米国でも住宅購入が政策として推奨されていました。日本では少ないサブプライム・ローンですが、買い替えを念頭に住宅購入を行なう米国では、2000年以降、住宅価格が上昇する中で、値上がり期待への思惑も絡んでサブプライム・ローンは増加しました。また、米国では、一般に融資を行なったローン会社は、融資債権を継続して保有するのではなく、住宅ローン債権担保証券(RMBS)などを組成する企業に売却し、得た資金で更なる融資を行なう形態をとっていたことも、サブプライム・ローンの増加につながりました。

サブプライム・ローンは、住宅価格が上昇している間は大きな問題とはなりませんでした。が、指数(下グラフ参照)でみて10年を待たずに約2倍になるような急激な住宅価格の上昇を受け、販売戸数が頭打ちし、2007年に住宅価格が下がり始めると、FRB(米連邦準備制度理事会)による政策金利の引き上げに伴う貸出金利の上昇も相まって、サブプライム・ローンが返済不能に陥るケースが相次ぎました。



※信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成  
※上記は過去のものであり将来を約束するものではありません。

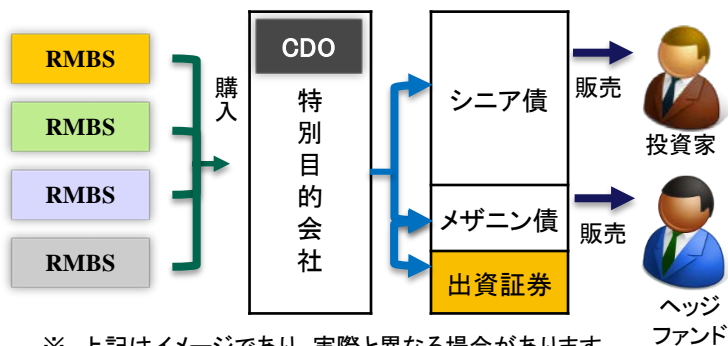
日興アセットマネジメント

- 当資料は、日興アセットマネジメントが投資手法や投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。
- 投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

## ■問題を大きくしたのは、リスクが不透明になっていた証券化商品の破綻

サブプライム・ローンは相対的に高い貸し倒れリスクを想定した住宅ローンであり、元利払いの遅延や貸し倒れは大きな問題ではありませんでした。しかし、サブプライム・ローンを複数集めて組成したRMBSの行き詰まりや、複数のRMBSで組成した債務担保証券(CDO)が破綻したことが問題となりました。

### 【CDO組成の流れ】



※ 上記はイメージであり、実際と異なる場合があります。  
 ※ 一部では出資証券部分を集めて更に高利回りを提供する証券化商品も販売されていました。

CDOは、損失が発生した場合の負担度合いの少ない順に、シニア債、メザニン債、出資証券などに区分されて販売されました。最上位のシニア債には格付会社から高い格付(AAAなど)が付与され、高いインカムを求める金融機関などの投資家に幅広く販売されました。

また、出資証券などは貸倒損失を優先して引き受ける代わりに、高収益を得る仕組みとなっており、住宅価格が右肩上がり続ける中では、貸し倒れも少なく、極めて有効な投資先となっていました。

## 証券化商品のどこに問題があったのか？

そもそも、サブプライム・ローンという信用力の低い債権で組成されていたにもかかわらず、高い格付が付与された“不思議な仕組みを持つ商品”であり、商品組成が複雑で流動性が乏しい“不透明な商品”であったのに、住宅価格の上昇を背景に“世界中で幅広く販売された”ことなどが問題でした。

## ■CDOの破綻から、金融市場は混乱へ

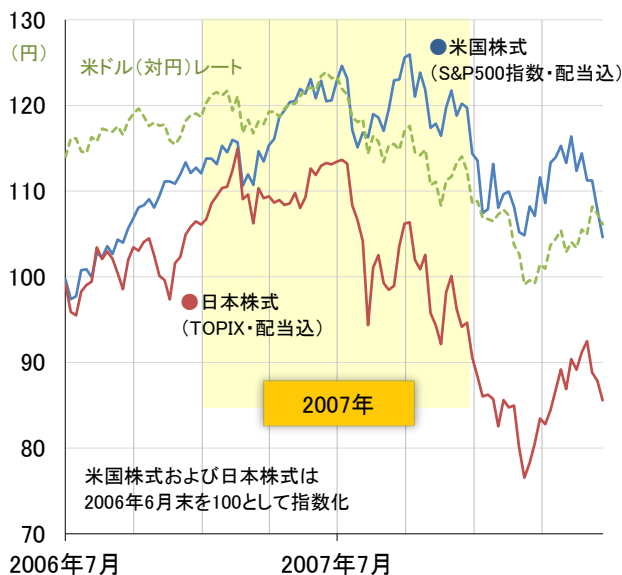
米住宅ローン大手の経営危機の表面化後、2007年7月に格付会社がRMBSの格下げに踏み切ると、CDOへの懸念が一気に拡がり、投資家は一斉にCDOの売却(解約)に動きました。しかし、CDOが保有する流動性の低い債権の売却はうまく進まず、解約の凍結が危惧されるようになりました。

そして8月9日、仏大手銀行のBNPパリバが、「傘下の3ファンド(CDO)は解約に応じない」と発表、一気に問題が表面化しました。この余波で、9月には英国で取り付け騒ぎが起きたほか、その後、米シティグループをはじめとする欧米の金融機関が巨額の損失を計上することとなりました。

株価が急落する中で、世界はサブプライム・ローン問題の大きさに気づき、FRBをはじめとする各国の中央銀行が市場への資金供給を増額するなどの対策を行なった結果、秋口にかけて騒ぎは一旦収まる気配を見せたものの沈静化せず、翌2008年の「リーマン・ショック」に向け、騒ぎは続きました。

### 【日米の株価と為替の推移】

(2006年7月第1週～2008年6月最終週)



※信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントが作成  
 ※上記は過去のものであり将来を約束するものではありません。