

おかげさまで新年度と一ヶ月

拝復。

すっかり秋の様相ですね。しかし、**先日の台風**にはびっくりしました。発生したと思ったらもう翌日には最接近。約束があったので外出しましたが、当然、ずぶ濡れ。まあ、日ごろの行いでしょうか(T_T)。その日はよく行くオーディオショップの試聴会だったのですが、参加者はいつもの半分以下。おかげで、ベストポジションで新製品を聞くことができました。しかし秋葉原の最近の変わりぶりには驚きますね。かつては家電・オーディオの街だったのですが、今は立派なオフィスビルが立ち並ぶちょっとした新都心



←実際にいるからびっくりしますよね^^;

の様。もっともその横に「オタク」というトッピングがついているのですが (笑)。

閑話休題。今回のお題は「**サブプライムローン問題**」。普段の業務とは縁もゆかりもありません。ただ、連日報道はされているものの、全体像がよく分からない。どのくらい大変なのかも分からない。今回は様々な文献 (本、新聞記事、テレビ番組、ブログ) をあたりまくることによって、この問題の構造化と今後の行く末を占ってみます。かっこよく言うと**思考実験**です。

① そもそも、サブプライムローンとは何か？これは割に簡単わかります。普通の住宅ローンでは与信を通らずに貸せない人達に対する、「サブ」ローンです。米国の中・低所得者層向けに作られた住宅用の金融商品です。日本と同様に購入する自宅を担保にします。プライム (優良貸り手) に比べると、破綻確率は高くなるので利率は高利となります (消費者金融の利率が高いのと同じです)。

日本と違うのは、この住宅ローンを専門に貸し出す「会社」があることです (日本でもバブル期に住専という存在がありましたが、あれに良く似ています)。一般に、貸し出しの審査には甘く、時間的にも早い。なぜか？月々のローンを**3回滞納すると、「即差し押さえ、立ち退き」**が絶対条件だからです。担保物件として取り上げた物をまた別の人に売れば良い。米国の場合は日本と違って中古住宅流通が新築市場の数倍の大きさを持っており、中古の家に対する忌避感がありません。

その昔、ずいぶん嫌な目に合わされました^^; →
日本の銀行さん。固ければいいというものでもない



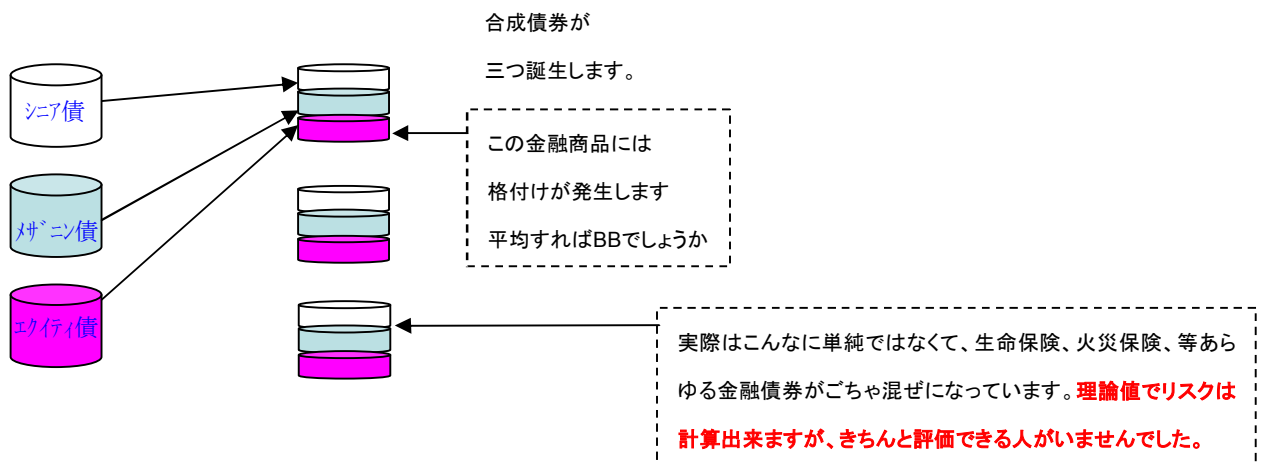
② しかし、そもそも返済の危ない人達になぜ貸すのか？日本の金融機関であればまず貸さない。審査は厳しく担保物件も押さえ、なおかつ団体生命保険に加入が半ば義務となっています。なぜなら、銀行は自社の債権として管理し、収益を金利収入から得るからです。**まず一つ目のポイントです。英米では、住宅ローンの多くは証券化され販売**されます。つまり、貸し手と債権の権利行使者が異なる場合が多いのです。売り出されるイメージはこうです。

たとえば1億円の住宅ローン債券があったとした場合、破綻リスクが20%あるとした場合その理論価値は7140万円となります。(償還は二年後、金利は6%とします) この価格で債券は取引されます。

$$1 \text{ 億円} \times (1 - \text{デフォルトリスク } 20\%) \div (1 + \text{金利 } 6\%) \text{ の二乗} = 7140 \text{ 万円}$$

デフォルトしなかったとしたら、一億円 ÷ 7140万円 = 140% **超ハイリターン**の商品が誕生することになります(ここで扱った数字は 吉田繁治氏のビジネス知識源 9月11日号から引用)。

③もし上記の証券があったとしたら買うでしょうか。もちろんハイリスク・ハイリターンをとことん追いかけるヘッジ・ファンドなら買うかもしれません。しかし**普通の金融機関は買わない**。リスクが大きすぎるからです。ここで1980年代から急速に発達した**「金融工学」**が活躍します。**二番目のポイント**です。プライムローンだけの証券、これは売れますね(シニア債 格付け AAA)、その次のメザニン債(格付け BB) ここまでは売れるかもしれません。しかし、エクイティ債(格付けなし)は売れない。格付け外の商品を購入したら背任に問われかねません。ところがここで金融工学の申し子 CDO (colateralized debt obligation) という手法が登場します。絵で説明します。



こうしてみると、**売れるはずの無い「エクイティ債」が商品化**されます。これを世界中



の金融機関が買いました。エクイティ債の多くはサブプライムローンでした。

(これ実は、**巧妙なごまかしで、リスク理論値は全く同じ**です。なんだか良く分からないうちにエクイティ(毒)を無理やり飲まされた感じに近いでしょう)

④輪をかけたのが、住宅ローン専門会社と証券会社でした。住宅ローン会社はすぐに証券化しても売れるのであれば、貸せば貸すほど儲かります。つまり、**後の面倒を証券化して売れる**のであれば、誰

にでも、いい加減な審査でも貸せば良いのです。また証券会社は世界中の金融機関に売りまくりました。手数料が高かったからです。**格付け機関（政府系）**！もある意味**グル**でした。住宅が値上がりすると言う前提に立てばほとんどの債券はプライムでした。アメリカの住宅金融業界のモラル・ハザードが崩れていたとっていいでしょう。みんなでラリってたんだ。**┌┐┘** **がっかりだよっ！！**

⑤さらに同時に別の問題も発生していました。サブプライムローンのほとんどの借り手は最初の数年間の返済額を低めに、3~5年後の返済額が高くなるように設定していました（日本でもゆとり返済と言う名前でありましたねえ）。中には最初の3年間は利子の支払いだけでいいという「インタレスト債」と言うものまであったと言います。この人達は最初の3年間で比較的低い返済額で抑え、三年後に住宅が値上がりし

バブルとは共同幻想です→



ていれば売るか、低い固定金利に借り換えるつもりでした。**バブル心理状態** だったのです。さて、住宅価値が下がり、借り換えも出来ず（サブプライムローンは変動金利です）、ゆとり返済の終了を迎えた人達が続出し、デフォルトしました。これが**狭義で言うサブプライム問題**です。ここまでであれば日本の住専と同様に国内問題として処理をすればいい。ところが今回は違った。前述した通り、世界中の機関投資家がこれを証券として買っていたのです。

⑥バブルは必ず弾けます。**アメリカの住宅価格がピークをうち**、今年に入ってマイナスに転じました。ローン破綻をしても担保として残るはずの家の価値が下がり始めたのです。これを予想外の出来事というのはあまりにもルーズだと思うのですが。当然のこととして**格付け会社が CDO の格付けを下げました**。担保価値が評価を下げるのはあたりまえです（無責任だけどね）。

⑦たちまち**信用不安**が起り、いっせいに**CDO**は売りに出されました。当然ですが買い手がいません。**額面の 35%でも売れない**。もともと流通市場等がはっきりしているわけでも無く、格付けの信頼性もあやふや。多くの金融機関がキャッシュ不足から倒産の危機にさらされました。誰にどのくらい貸し



ても大丈夫なのか、**インターバンク市場は疑心暗鬼**に陥りました。これを食い止めるために欧米の中央銀行は**42兆円**という多額の資金を市場に提供した。これが**8.09**と呼ばれる、短期コール市場の危機でした。**FRB**も金利の下げを実施しました。変動金利を低くするためです。合計でおよそ**100兆円**換算の資金が市場に投入されたのです。パニックは収束しました。

⑧一応政府の対応を見て、市場は落ち着いたように見えます。しかし、問題は一向に改善されません。アメリカの住宅需給はむしろ悪化しています。サブプライムローンの**返済条件の変更時期**も次々にやってきます。**CDO**の中身はむしろ悪化しています。この証券は他の金融商品と違って歴史も浅く、そのリスクや格付けをすることが非常に難しい商品だったのです。誰がどれだけ持っているのか分からない。ど

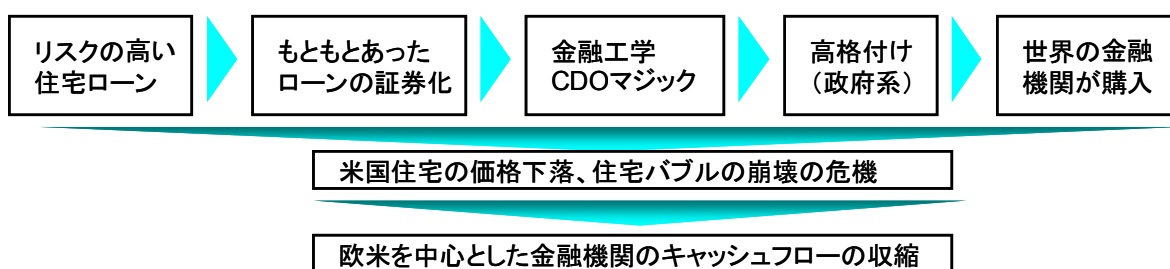
の程度悪化しているのかも分からない。プレイヤーは戦々恐々としながら市場を見ていることしか



←文字通りお手上げです(T_T)

出来ないでしょう。また債券は「売らなければ損は出ない」バブル時の日本の銀行と同じです。

⑨まとめます、本来、サブプライムローンは米国の問題です。日本の住専がそうであったように。それが証券化され世界中の投資機関が買った。今や**世界中が共有している問題**なのです。だからサブプライムローン問題は大きく取り上げられています。ところが個々の新聞記事やニュースを見ただけでは全体像ははっきりとしません。図示します。



これが今回のサブプライム問題の構造です。



⑩では、サブプライム問題は日本にどのような影響を及ぼすのか。先日の報道では野村証券が数百億円の損失を出した、と報じられました。が、**日本の金融機関は軽症**です。住宅ローンの証券化という新しい商品になれていなかったからでしょうか。購入量は少ない。しかし、では日本経済は安泰かという残念ながらそうではない。これだけグローバル化が進んだ今日、日本だけが影響を逃れるということは不可能です。また、記述は少ないのですが日本の金融機関が欧米の CDO の破綻リスク保険を引き受けていると言う記事もありました。もし本当だとしたら日本も一蓮托生です。

⑪一体全体、どのくらいの債券が破綻しそうなのでしょうか。様々な数字が出ていました。FRB は当初の発表では「11 兆円」と発表し、冷笑されました。CDO の発行残高は 350 兆円。これの全てが大幅な下落をするというわけではない。しかしもう一つ不確定要素があります、デリバティブ取引でのレバレッジ(てこ)です。**損害がどの程度なのか誰にも分からない**。分からないから不安が増殖します。

以上がサブプライムローン問題の構造です。

なぜこの問題が世界中で騒がれるのがようやくわかったような気がします。

サブプライム問題の処理に説得力のあるシナリオがあります。今回 **8.09 を乗り切った**、ということはこれからも同じ手法で乗り切り続ける、と言うものです。**サブプライムによる金融機関の破綻を中央銀行の力で起さない**、と言う論。この論の帰結は非常に単純です。市場に資金があふれかえります。**インフレです**。断末魔の財政負担にあえぐ日本政府にとっては案外救いの神になるかもしれません。被害者は一般消費者です。後述するようにコモディティに資金が集まっているのはその前触れかも知れません。

番外編 その1. 商品市場の活況

※象徴的なことが表面化しています。原油を初めとする商品市況の高騰です。原油は 90 ドルを突破し



、ゴールドは



およそ **30年ぶりの高値** を突破しました (グラム 3,000 円)。オイルマネー

を筆頭とするお金が実物 (石油、金) その他一次産品 (小麦、とうもろこし、レアメタル) に向かっていきます。電子マネーから現物への動きが盛んです。ガソリンも上がります、プチインフレが見える。

番外編 その2. アメリカの憂鬱→世界の憂鬱へ

※前述したアメリカの **FRBの金利の引き下げ** ですが、これは**アメリカにとって非常に苦しい選択** です。アメリカの経常収支は年間で 100 兆円以上の赤字です。消費が高水準だからです (働くよりもたくさん使っている)、その一つの原因は、**また(T.T)**、住宅ローンにありました。**ホーム・エクイティ・ローン**です。購入した住宅が値上がりして含み益を出したとしたら、その **8割方の金額を無目的ローン** として貸しだしています。もう、むちゃくちゃです (笑)。住宅価格が値上がりしているうちは何の問題ありません。今は下落です。担保価値の落ちた不動産の含み益を利用した借り手は・・・悲惨です。

過剰消費ですから、どこかでお金を借りなければなりません。それが日本や中国が買い続けてきた米国債でした。ちょうど年間 100 兆円くらいです。なぜ米国債を買うのか、金利が高いからです。日米では約 4%の差があります。つまり**アメリカの高金利が世界中のマネー**をかき集め、何とか帳尻を合わせてきたのです。ところが高金利のまま推移すると、サブプライムローンの問題が悪化します、かといって金利を引き下げれば米国債は売れない。どっちに転んでもアメリカの消費は低迷します。

アメリカの消費が低迷すれば、**中国や日本の輸出産業**はその影響を直接に受けます。世界同時不況への道が見えてきているような気がします。新聞等の報道はここまで悲観的ではありません。なぜでしょう、私にはわかりません。マスコミは意図的に書かないことで状況を作り出す役割があるようです。先日の NY 発上海経由の世界同時株安は単なるプロローグにしか見えない。

長文になってしまいました。m(_ _)m。それでも、ここまで理解するのに大分時間がかかりました。この複雑な経済状況を理解するには二時間番組が必要かもしれません。それだけ世界の金融市場が肥大化しています。原因は複雑な金融工学とレバレッジです。日常のお金の単位とかけ離れている世界です。



しかし、いい時に辞めましたね、**グリーン・スパンさん**(笑)、お気の毒、**バーナンキさん** (T.T)。



今回は 11 月中旬ごろ。テーマは未定です (今回はなれないことをしたので疲れた) (笑)。

株式会社アール・リサーチ 〒271-0051 千葉県松戸市馬橋 1896-1 ヴィレッジ K・I 馬橋 3 F

Tel 047-342-3181 mobile 090-7428-8999 mail : ryubon@kkd.biglobe.ne.jp

(配信を希望されない方は上記メールアドレスまでご連絡をお願いします)