

例によって、今回も日本の感度は鈍かった。8月9日、ECB（欧州中央銀行）が948億<sup>ユーロ</sup>、15兆円を市場に投入したとき、わが金融界からは「大きすぎる。かえって市場の危機感をあおることになる」という、何とも太平楽な声が聞こえてきた。15兆円どころか、ECBは必要とあらば「無制限に」資金を投入する決意を固めていたのである。

太平楽は日本だけではない。7月末、ウォトル街の準大手、ベアー・スターンズ傘下の二つのファンドが破産法の適用を申請し、倒産した。それを受けたベアー・スターンズとアナリストたちの電話会議。アナリストがお気楽に問いかけた。「ヘイ、サム。あなたは1980年代の株暴落やITバブルの破裂を引き合いに出したが、事態はそれほど重大なのか」。サムこと、ベアー・スターンズのCEOが答えた。「私は22年間、

## サブプライム危機、もう一つの深淵 大銀行・格付け会社が 見失った規律と倫理

今の仕事をやってきた。そう、この8週間は22年間で最悪だ。

日本列島が猛暑にうだっている間に、世界の金融市場は一変した。出現したのは厳寒の風景である。

ベアー・スターンズ、BNPパリバ、そして今をときめく買収ファンドの雄、KKR。いずれも傘下のファンドがサブプライムローン（信用力の低い個人の住宅ローン）を組み込んだ

だ証券化商品にのめり込み、資金調達で行き詰まった。CP（コマース・ヤルペーパー）を発行し資金繰りをつげようとしたが、錚々たる大銀行（巨大ファンド）の金看板をバックにしたCPを誰も買おうとしない。信用市場の「信用崩壊」。言うまでもなく、金融は信用の上に成り立っている。世界金融市場は機能停止の瀬戸際に追い込まれたのである。

### 短期借りの長期貸し

元凶はサブプライムローンだ。だが、そもそも、住宅ローンは完済まで銀行が保持するものと思っ込んでいた日本では、住宅ローンの証券化と言われても、ピンとこない。

が、米国では住宅ローンを担保に

した証券（MBS）を発行し、銀行や住宅金融会社などローンの貸し手はそれによって資金を回収する。現在、米国のMBSの市場規模は10兆<sup>ドル</sup>（1150兆円）。米国債を上回る巨大市場だ。MBSは当初、優良な住宅ローン（プライム）だけを対象にしていたが、ハイリターンを求める投資家の要求に応え、2000年前後からサブプライムも積極的に証券化した。ただし、さすがに裸のサブプライムは売りにくい。さまざまにローンを債務と組み合わせ、投資家が望むリスク・リターンに応じて切り分けるCDO（債務担保証券）が生み出された。このCDOに世界中の投資家が飛びついた。

投資家だけではない。ライン河の程近く、デュッセルドルフに本店を構えるIKB産業銀行。筆頭株主で政府系のドイツ復興金融公庫（KfW）の下、中小企業融資に携わってきたIKBは、日本でいえば、中小企業金融公庫だろうか。

そのIKBがCDOに手を染めたのは、02年の不況で格下げの危機に見舞われたから。ファンドを設立し、CPで調達したカネをCDOで運用してサヤを抜く。運用額は03年の48億<sup>ユーロ</sup>から06年には140億<sup>ユーロ</sup>に膨ら

### 要点

■CDOなる合成商品。隠されたリスクが世界に拡散。

■大金融機関が軒並みサブプライム漬け。市場は機能停止に。

■大銀行と格付け会社に疑問符。危機の責任はどこにある。

んだ。140億<sup>円</sup>といえ、I K Bの時価総額の9倍に近い。

I K B同様、BNPパリバのような大銀行も、KKRのような巨大ファンドも、バランスシートに載らないファンドを作り、思い切りレバレッジを利かせ(目いっぱい借金して)、サヤ稼ぎに精出していったのだ。

典型的な「短期借りの長期貸し」である。短期資金が回らないと、立ちどころに行き詰まる。細切れのサブプライムがはめ込まれたC D Oは、原債務が特定できない。一部のサブプライムが滞ると、すべてのC D Oがヤバイとなる。かくて、C D Oを担保としたすべてのC Pが市場から拒絶されることになったのだ。

もつとも、I K B傘下のファンドは無防備だったわけではない。万が一に備え、親会社のI K Bや欧州有数の大銀行にクレジットライン(緊急融資枠)を設定していた。ところが、この大銀行は緊急融資を実行する代わりに、I K Bの現状を監督当局にチクったのである。

## 「言論の自由」?

実は、大銀行は1年以上前から、サブプライム市場への警戒感を高め、今年第1四半期には、サブプライム

をカラ売りする側に回っていた。その一方、この大銀行はI K BにC D Oを売り、C Pを仲介することで、C D O投資を助長し続けていたことになる。いったい、大銀行の倫理観はどうなっているのだろうか。

格付け会社も倫理観を問われている。ムーディーズとS & Pはサブプライムを取り込んだ証券化商品の99%以上について格付けを行っている。専門家の間では昨年にはサブプライムの劣化が認識されていた。が、

両社が怒濤の格下げに踏み切ったのは、今年の夏になってからだ。

格付け会社は誠実だったのだろうか。ウォールストリート・ジャーナル紙は首をひねっている。C D Oはウォール街の投資銀行や欧州の大銀行が組成する。「組成するに当たって、彼ら(銀行)は売りやすい格付けがつくよう、格付け会社と共同作業する」(8月15日付)。格付け会社は発行体の銀行からファイをもらう。C D Oのファイは通常の社債の格付けの倍。C D Oを含めた「ストラクチャード」物からファイは格付け会社の全収入の5割近くに達している。

格付け会社の責任を問う、規制を求める声に対して、彼らが出すのは「言論の自由」だ。「格付けは一つの言論。言論は憲法によって守られている」。えらく儲かる言論もあつたものだが、「単なる言論」と聞き直されたら、さて、投

資家は保有するC D Oの現在価値をどう評価したらいいのか。

それだけでなく、C D Oを構成するサブプライムの劣化は、これから本番だ。8月6日、全米10位の住宅金融会社・アメリカンホームが倒産した。住宅金融会社が逼迫し、MBSが売れないとなれば、担保の住宅を処分するしかない。住宅価格の下落に拍車がかかる。

FRBのバーナンキ議長は「サブプライムの損失は500億〜1000億<sup>ドル</sup>」と見立てている。サブプライムの残高1・3兆<sup>ドル</sup>の8%弱。だが、住宅価格が10%下落しただけで、損失は2倍に膨れ上がる。

日銀の福井総裁は「数週間で(今の事態が)ほぐれていくとは考えにくい」と言う。大銀行や格付け会社という現代金融社会の基本インフラに対する「信用」の揺らぎ。劣化が進むC D Oは世界の信用市場を攪乱し続けるだろう。その中で「信用」回復には、数カ月、いや、数年を覚悟せねばならないかもしれない。

太平楽ときっぱり決別し、市場と大プレーヤーたちの規律回復に向け、世界の中央銀行が決然とした共同行動をとることを期待したい。

(シニアライター…梅沢正邦)

©ロイター/アフロ



8月9日、ECBのトリシェ総裁(写真左)は15兆円を市場に投入した。次の焦点はバーナンキFRB議長がFF金利の引き下げを決断するかどうか