

# リーマンショックとは何だったのか

横浜国立大学名誉教授

上川 孝夫 Takao Kamikawa

## 1. はじめに

2008年9月、米国の大手投資銀行であるリーマン・ブラザーズが破綻した。いわゆる「リーマンショック」である。その影響は瞬く間に世界に広がり、1929年の大恐慌の再来ともいわれた。しかし、リーマンの破綻から10年以上が経過し、コロナ禍に揺れる現在でも、世界では局地的にバブルや金融危機が起きている。リーマンショック直後、英国のエリザベス女王が、経済学者たちを前に、「なぜ、これほどの巨大な危機を予見できなかったのですか」と尋ねたという話は有名だ。警鐘を鳴らしていた経済学者はいるが、マーケット（金融市場）は総じて金融取引に伴うリスクを過小評価しており、いわば「根拠なき熱狂」が蔓延していたといえる。本稿ではリーマンショックを振り返り、金融危機の背

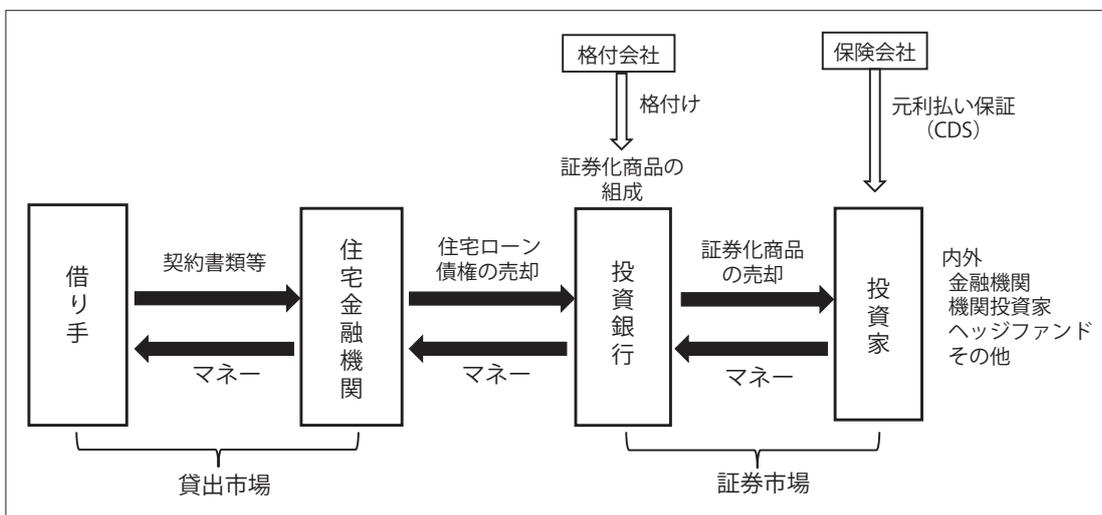
景と教訓を考えてみたい。

## 2. 危機の震源地—米国の住宅金融市場

リーマンの破綻は、21世紀初頭から進行していた米国の住宅バブルが関係している。危機の震源地になったのは、人々に住宅購入資金を供給する米国の住宅金融市場である。米国の住宅金融市場はやや複雑な仕組みになっており、そのことがリスクの過小評価に導いたとの指摘も少なくない。そこで、その仕組みから見ておこう。

図1は、危機前の米国の住宅金融市場を概観したものである。通常、住宅金融は、図の一番左に位置する借り手と、その隣の住宅金融機関<sup>※1</sup>との間のやりとりで完結する（住宅ローンの供与とその返済）。しかし、米国の

図1 米国の住宅金融市場（概念図）



CDSはCredit Default Swapの略。

※1  
住宅金融機関  
米国で住宅融資を行う主要な金融機関は、商業銀行、貯蓄貸付組合、ノンバンクである。

住宅金融市場は、両者の関係にとどまらず、さらにその先に別の取引が続いていたことに注意する必要がある。すなわち、まず、住宅金融機関は、この借り手に対して保有する住宅ローン債権を投資銀行（傘下の特定目的会社<sup>※2</sup>）に売却して、融資金を回収する。次に投資銀行は、この買い取った住宅ローン債権を担保に、証券化商品（住宅ローン担保証券）を組成し、これを内外の投資家に販売する。

以上が基本的な仕組みであるが、全体として見ると、借り手に流れるお金は、結局、図の一番右に位置する投資家の資金によって賄われていることになる。従って、借り手によるローンの元利返済も、この最終の投資家に対して行われる。

このように米国の住宅金融市場には様々な金融機関が関わっているが、これはそれぞれにメリットがあると考えられたためである。例えば、住宅金融機関は手持ちの住宅ローン債権を直ちに売却する道があることから、不良債権を抱え込むリスクを避けることができる。また投資銀行は、証券化商品の組成や販売を通じて、住宅分野へ証券業務を拡大することができる。さらに証券化商品の格付けを行う格付会社や、借り手が債務不履行に陥った場合に投資家に支払いを保証する保険商品（CDS：Credit Default Swap）を扱う保険会社も、それぞれ住宅分野での業務を開拓する機会が与えられるのである。

一般に家計や企業が資金を調達する方法には、銀行借入れと証券発行がある。前者は貸出市場、後者は証券市場において行われる。この視点から見ると、米国の住宅金融は、この二つの市場を一体的に運用する形で展開されていたといえる。こうした統合型の金融システムは「市場型間接金融」とも呼ばれており、当時の米国の代表的な金融イノベーションの一つだったのである。

### 3. サブプライム・ローンと証券化商品

そこで、より具体的に、リーマンショック前夜の実態をみておこう。まず、米国の住宅ローンは、借り手の信用度に応じて、優良な借り手向けの「プライム・ローン」と、信用度の低い層向けの「サブプライム・ローン」に大別される。この分類は通常、FICO（Fair Isaac Corporation）スコア<sup>※3</sup>に基づいて行われる。米国の住宅ローン残高は2006年末時点で約10兆ドルに達していたが、その内訳を見ると、プライム・ローン6.2兆ドル、サブプライム・ローン1.4兆ドル、その他のローン1.4兆ドルであった<sup>1)</sup>。

これらの住宅ローンから証券化商品が組成されるが、ローンのすべてが証券化されるわけではない。証券化された割合はピーク時で約7割であった。**表1**は、この証券化された商品のサンプルを示している。証券化商品は数多くの住宅ローンを集めて組成されるが、それは「トランシェ」（tranche）と呼ばれる部分に切り分けられて、投資家に販売される。トランシェは、上から順に、シニア債（A表示）、メザニン債（M表示）、エクイティ債（E表示）に大別される。これは住宅ローンの借り手が債務不履行に陥った場合に、投資家が元利返済を優先的に受けられるかどうかに基づく分類であり、「優先劣後構造」と呼ばれる。債務不履行が生じると、下位のエクイティ債から順に支払いが停止される。

この点は、各トランシェの格付け<sup>※4</sup>とスプレッド<sup>※5</sup>の違いに反映されている。格付けは、元金返済が優先されるシニア債が高く、メザニン債、エクイティ債へと低くなる。これに対してスプレッドは、逆にシニア債が低く、メザニン債、エクイティ債へと高くなる。この結果、シニア債は低利回りだが確実な支払いを望む投資家に選好され、エクイティ債

※2 特定目的会社  
証券化業務などを行う目的で特別に設立される会社。債権を管理し、元利金の確実な返済を担保する機能を持つ。

※3 FICO スコア  
クレジットカードの返済履歴などから、ローン利用者の信用度を数値化したもの。

※4 格付け  
金融商品の信用度をランクで示したものの。

※5 スプレッド  
証券化商品の発行金利と市場金利との差。後者の市場金利にはロンドン銀行間取引金利（LIBOR London Interbank Offered Rate）が使われる。

はハイ・リスク、ハイ・リターン型の商品を望むヘッジファンドなどに好まれる。

ここで注意すべきは、証券化商品は住宅ローンの借手が一齐に債務不履行に陥らないという前提で組成されていることである。借手が1人しかいない場合には、元利返済はその借手の資金状態に全面的に依存する。しかし借手が多数いる場合には、借手が一齐に債務不履行に陥る可能性は低いと考えられるため、少なくともメザニン債の上位クラスやシニア債は、それらを保有する投資家にとっては「安全な金融商品」と映るわけである。

## 4. サブプライム危機の発生

米国では、1990年代後半のクリントン政権から、低所得層も対象に入れた「持ち家政策」が推進された。これを後押ししたのが、とくに21世紀に入ってからの低金利と住宅価格の継続的上昇であった。これにより、新規住宅の購入が促進されるとともに、住宅所有者が高値で持ち家を売却して、新規住宅に買い替えたりすることが可能になった。

しかしこの過程では、既に述べたように、住宅金融機関は手持ちの住宅ローン債権を容易に現金化できたため、融資の審査は杜撰になりがちで、強引な貸し込みも行われたといわれる。また投資銀行は、証券化商品に高い格付けが得られるよう、商品設計に様々な工夫を凝らした。そして投資家は、低金利が続く中で、より高利回りの証券化商品を買ったのである。

問題が顕在化するののは、2006年頃からである。住宅建設ブームなどを背景にインフレ懸念が台頭するに及んで、FRB（米連邦準備制度理事会）は利上げに踏み切るが、それと

表1 証券化商品の例

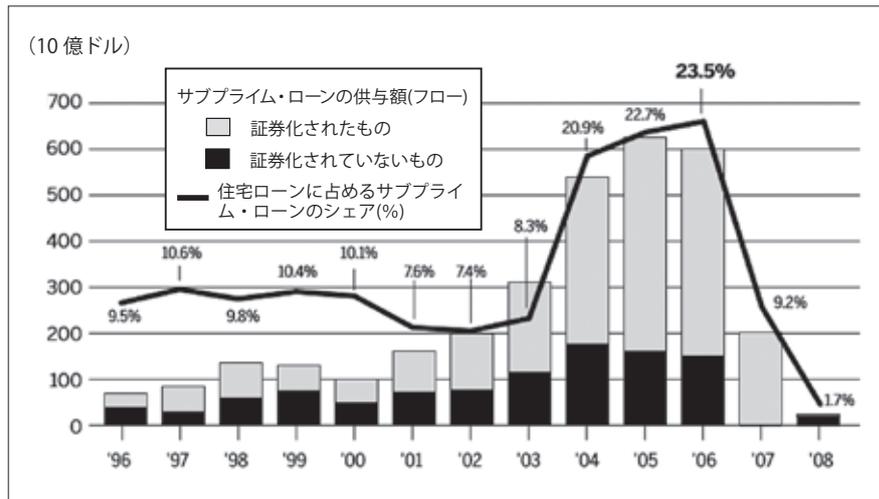
	トランシェ	発行残高 (100万ドル)	格付け	スプレッド (%)
シニア債	A-1	154.6	AAA	0.04
	A-2A	281.7	AAA	0.06
	A-2B	282.4	AAA	0.24
メザニン債	M-1	39.3	AA+	0.29
	M-2	44.0	AA	0.31
	M-3	14.2	AA-	0.34
	M-5	16.6	A	0.40
	M-7	9.9	BBB+	0.70
	M-9	11.8	BBB-	1.50
	M-11	10.9	BB	2.50
エクイティ債	E-C	13.3	—	—

発行当初の条件を示す。格付けはS & P (Standard & Poor's) によるもの。スプレッドは1か月物LIBOR (London Interbank Offered Rate) に上乗せされる利幅。—は記載なし。  
The Financial Crisis Inquiry Report <sup>2)</sup> より作成。

ともに住宅価格は下落へと転じた。サブプライム・ローンの金利方式は様々だが、中でも特に多かったのは、当初は固定金利、数年後に変動金利に切り替わるタイプのものであった。この金利リセットの時期が当局の利上げの時期にぶつかったことも、問題を大きくした。こうして住宅ローンの延滞や住宅の差し押さえ件数が増加し、いわゆる「サブプライム危機」が発生するのである。

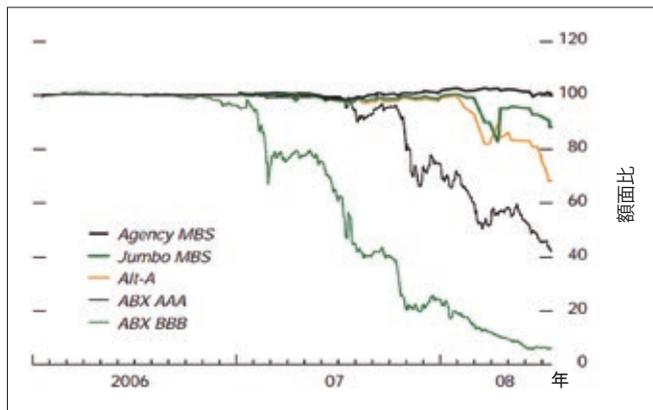
この点は図2に明瞭に示されている。サブプライム・ローンの供与額（フロー）は2005年にピークをつけた後、07年に激減し、リーマンが破綻した08年には証券化も完全にストップした。また証券化商品の格付けも相次いで引き下げされた。例えば、2007年7月、格付会社のS & P (Standard & Poor's) は、サブプライム・ローン担保証券について計612件のトランシェの格付けを引き下げたが、そのほとんどは発行当初の格付けがメザニン債のうちの下位クラスに属するものだった<sup>3)</sup>。投資家も証券化商品の売却を急いだ結果、図3に示されるように、証券化商品の流通価格は、低格付けのクラスから下落傾向をたどるのである。

図2 サブプライム・ローンと証券化



The Financial Crisis Inquiry Report <sup>2)</sup> より作成。

図3 証券化商品の流通価格



Agency MBS 及び Jumbo MBS はプライム・ローン関連の証券化商品。  
Alt-A は準プライム・ローン関連の証券化商品。  
ABX は格付けごとのインデックス価格。AAA、BBB は格付けを示す。  
The Financial Crisis Inquiry Report <sup>2)</sup> より作成。

## 5. リーマン・ブラザーズの破綻

リーマン・ブラザーズは米国を代表する大手投資銀行である。一般に投資銀行は、商業銀行とは異なり小口の顧客預金を受け入れていないため、その資金調達は大口の顧客預金や金融市場に依存しなければならなかった。金融市場では、レポ取引<sup>※6</sup>やコマーシャル・ペーパー<sup>※7</sup>といった短期的な取引が大きかった。

このような財務上の特性があるために、リーマンの場合も短期債務は多額にのぼっ

た。自己資本に対する負債の割合をみると、大手商業銀行が12.5倍程度であったのに対して、リーマンの場合は、同社破綻直前の公表データで実に25倍程度に及んでいた。

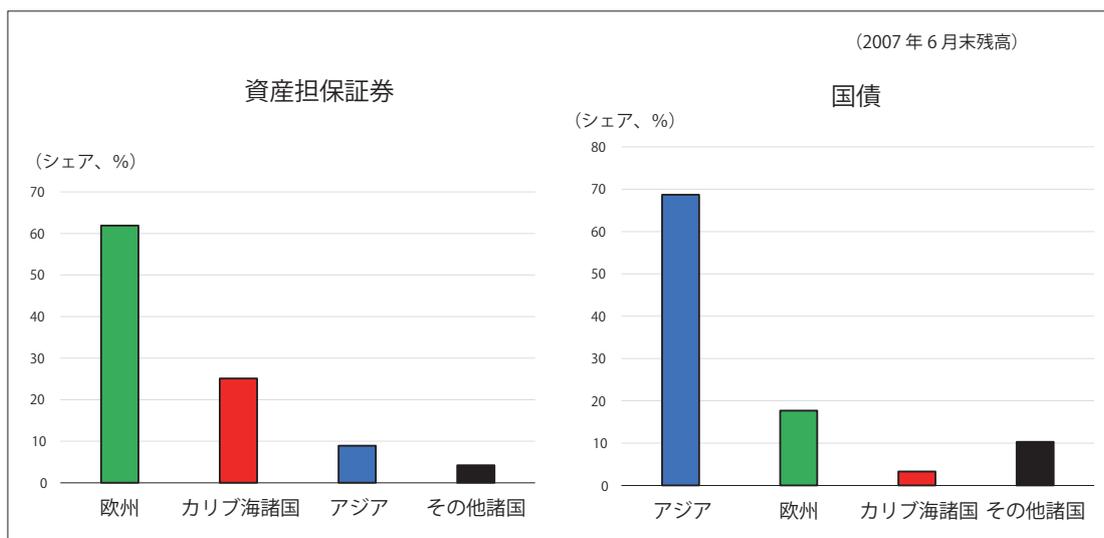
こうした状況はリーマンにとって、いわば諸刃の剣であった。低利で調達した短期資金を高利回りの長期資産に運用して収益をあげている限りは、経営は安泰だが、この構造が崩れると、ピンチに陥ってしまう。実際、リーマンは、サブプライム危機が深刻化するとともに、運用資産の収益が悪化する一方、短期資金の引き揚げに見舞われた。例えば、上記のレポ取引におけるリーマンの取引相手は、2008年7月に70社あったが、破綻直前には15社にまで減少した<sup>4)</sup>。こうして資金繰りが急速に悪化するなか、株価も暴落状態となり、2008年9月の破綻へと至るのである。

リーマンショックが海外へ与えた影響は甚大であった。図4に示されるように、米国証券の海外保有は、国債についてはアジアが突出していたのに対して、証券化商品(図の中の「資産担保証券」に含まれる)は欧州が目立っていた<sup>5)</sup>。特に欧州系銀行が大きな影響を受けることになった。こうして米国発のリーマンショックは、欧州を経由して残余世界に波及し、大恐慌以来のグローバル危機へ

※6 レポ取引  
債券などを買い戻し条件付きで売る取引や、売り戻し条件付きで買う取引。例えば、債券を買い戻し条件付きで売れば、買い戻しまでの期間、資金を調達できる。

※7 コマーシャル・ペーパー  
短期資金を調達する目的で発行する無担保の約束手形。

図4 海外諸国による米国証券の保有



資産担保証券は民間発行分で、住宅ローン担保証券を含む。  
US Department of Treasury, et al.<sup>5)</sup> より作成。

と発展したのである。

## 6. まとめ

本稿で見てきたように、リーマンショックの震源地は米国の住宅金融市場であり、そこには様々なリスクが内在していた。とりわけ、より高利回りの商品を求める金融機関や投資家が証券化商品に殺到し、危機の引き金になった。また金融グローバル化の時代にあつて、証券や資金が国境を越えて大量に取引されていたことも、危機の影響を大きくした。最大の問題は、様々な経済主体の間で、債権・債務関係が鎖のように繋がっていたため、リスクが、どこに、どれだけ、どういう形で存在しているのか、外部から容易には感知しがたいことであつた。

危機後、国際機関や主要国などで規制の議論が行われ、一部は実行に移されている。しかし、規制の網をかいくぐる形で新たな金融取引も登場しており、コロナ禍の現在も世界では局地的なバブルや破綻が後を絶たない。ブームと破綻の悪循環が続いているわけだが、これを未然に防ぐには、公正で規律のある金融市場の整備、金融監督体制の強化、さ

らには金融システムの安定性を高めるための方策が必要である。その実現のために、規制当局など関係者は、粘り強い努力を続けていなければならない。

### 参考文献

- 1) 上川孝夫編：国際通貨体制と世界金融危機，日本経済評論社，2011.
- 2) The Financial Crisis Inquiry Report, US Official Government Edition, 2011.
- 3) 江川由紀雄：サブプライム問題の教訓，商事法務，14，2007.
- 4) Adam C, et al. : Repo Runs—Evidence from the Tri-Party Repo-Market, FRB of New York Market Staff Reports, 506, 2014.
- 5) US Department of Treasury, et al. : Report on Foreign Portfolio Holdings of US Securities as of June 2007, 2007.

### かみかわ たかお

東京教育大学文学部卒業。中央大学大学院博士課程単位取得退学。横浜国立大学経済学部教授、同大学院国際社会科学部研究科教授、放送大学客員教授を歴任。『週刊エコノミスト』（毎日新聞）書評委員。専門は国際金融論、国際金融史。