

みずほマーケットインサイト	Market	2007/9/11
みずほ総合研究所 経済調査部 エコノミスト 中村 正嗣 (03-3201-0549) masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp		
<h2 style="color: #002060;">欧州で広がるサブプライム問題</h2> <h3 style="color: #002060;">～信用不安の拡大によりECBは利上げを見送り～</h3>		

- 9月ECB政策理事会では信用不安の拡大を懸念し、金融政策の据え置きを決定
- 今後も金融市場の不透明感が燻り続けるとみられることから、金融政策は年内据え置きか
- 欧州の信用不安拡大の中核には金融機関傘下のS I Vなどの投資ヴィークルが存在。今後も米住宅市場悪化を通じたS I Vの資産価値悪化が懸念材料

9月ECB政策理事会は、金融市場の安定化を図るため金融政策の据え置きを決定

ECBの対応が二転三転したことは、欧州金融市場の動揺の根深さを象徴することに

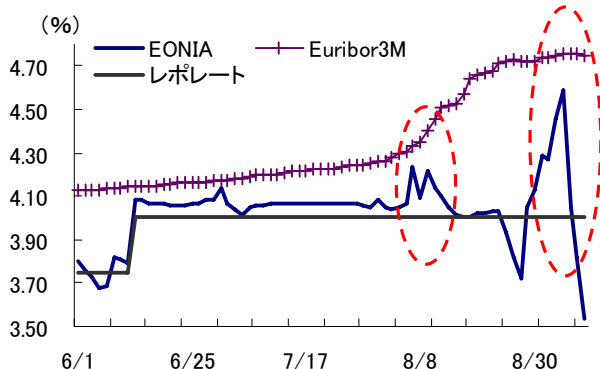
9月6日のECB政策理事会では、金融政策の据え置きが決定された。欧州では金融市場の動揺が続いており、今回の据え置き決定は、市場の早期安定化を図り実体景気への波及を抑えるための判断と言える。

8月以降の欧州金融市場は、米サブプライム・ローン(信用度の低い借り手向け住宅ローン)問題が波及し、信用不安が高まった。欧州で信用不安が拡大した背景には、7月末のドイツ中堅銀行によるサブプライム関連投資による多額の損失発表と当局主導での同行救済案策定(8/9)、フランス大手銀行傘下のヘッジファンドの凍結発表(8/9)などがあった。事態を重く見たECBは、異例の規模で流動性供給を実施(8/9)、金融市場の安定化を図った。しかし、短期金融市場の動揺は収まらず、Euribor3M レートは上振れした推移が続いている(図表1)。市場は依然として緊張状態にあることが示唆される。

ECBは8月9日の緊急対応後、「金融市場は正常化に近づいている」(8/14)、「マネーマーケットは着実に正常化に向かっており、ECBは過剰な流動性供給を徐々に縮小させていく」(8/27)と、楽観姿勢を示し、毎週実施の定例オペでは、徐々に余剰供給額の縮小が進められた。

一方で、銀行間レートの高止まりが続いたため、ECBは臨時の長期オペ(400億ユーロ、期間3カ月、8/24)を実施し、理事会前日には「ボラティリティの高まりが続けば、金融市場の正常化に貢献する準備がある」と、再び流動性供給を実施することを示唆した(9/5)。9月の理事会当日には422億ユーロの臨時オペ(期間1日)を実施し、再度、臨時の長期オペ(期間3カ月、実施予定日:9/13)も決定した。

【図表1：ユーロ圏短期金利の推移】



(資料)ECB, EcoWin

【図表2：9月ECB政策理事会声明文】

○ 金融政策は依然緩和気味(accommodative side)である。同時に、金融市場の変動と最近のリスク再評価の動きは不確実性を高めた。高水準の不透明性を踏まえると、金融政策の新たな結論を出す前に、追加情報が必要。
○ 政策理事会は全ての動向を非常に緊密に監視していく(will monitor very closely)。タイムリーに断固たる行動を取ることで、物価安定のリスクが顕在化しないようにするとともに、中期インフレ期待が物価安定とともに引き続きしっかりと抑制されるようになる。
○ 金融市場に関してはしばらくの間多大な注意を払っていく。
○ 景気見通しのリスクは下方にあると判断している。
○ 2007年と2008年の新しい(物価見通しの予想)レンジは過去に予想されたレンジ内である。政策理事会は物価見通しへのリスクがアップサイドにあるとの見方である。
○ 7月のマネー統計は、既に(現在の金融市場の動向による)ポートフォリオの状況から一部影響を受けている可能性があり、8月は一段と影響を受ける可能性がある。

(注)ECBよりみずほ総研仮訳

声明文では、利上げバイアスを維持、金融市場を注視する姿勢を強調

インフレ警戒姿勢は不変だが、景気見通しの判断は下方修正

マネー分析では、金融市場のリスク再評価によって影響されている可能性を指摘

年内、金融政策は据え置かれる可能性が高い

これら一連のECBの対応は二転三転した感が否めないところだが、ECBも予見できなかったほど、欧州金融市場の動揺が根深いことを象徴していると言える。

声明文を見ていくと、「金融政策は依然緩和気味(accommodative side)」であり、「政策理事会は全ての動向を非常に注意深く監視する(will continue to monitor very closely)」と、利上げバイアスが維持された(図表2)。今回の据え置き決定は、不確実性が高まったため、新たな追加情報が必要であるとの判断が理由とされた。ECBは今後も金融市場の動向に「多大な注意を払っていく」との姿勢である。

今回、ECBスタッフによる2007・2008年の見通しが改訂された(図表3)。インフレ率の予測値(レンジ中央値)は6月から据え置きとなったが、ECBは「リスクはアップサイドにある」と、従来通りのインフレ警戒姿勢を示した。7月のユーロ圏失業率が1980年代以来の低水準にあることや、「予想より強い賃金の伸び」が背景である。一方、景気見通しに対しては「リスクは下方にある」と、下方修正された。景気見通しへの不確実性として、現在の金融市場の動向が要因として挙げられており、「良好な景気見通しに対するリスクは概ねバランスしている」と示した6・7月の判断から後退した。ECBスタッフの見通し改訂を見ると、実質GDP成長率予測値(レンジの中央値)は2007年が▲0.1%pt、2008年が据え置きとなった。2008年は、個人消費、固定資本投資中心に内需が下方修正、外需が上方修正(輸入の下方修正が要因)された。

マネー分析では、引き続き中長期的な物価安定に「アップサイドリスクがある」との判断が示された。7月のM3(通貨供給量)は前年比+11.7%(6月同+10.9%)と、依然高い伸びを示していることなどが論拠である。一方、7月のマネー統計は、昨今の金融市場の動向によって上方に歪められている可能性が指摘された。8月はこの影響がさらに強まるとの見方も示した。ECBはインフレリスクを判断するにあたり、金融市場の動向を踏まえてマネー分析を行っていく姿勢を強調した。

次なる利上げは、金融市場の落ち着き次第だろう。しかし、年内は据え置きとなる可能性が高いとみている。米住宅市場の調整が続くと見込まれる中、今後も金融市場の不透明感は根強く残り易いだろう。今後は米景気の下振れや好調な新興国景気への影響といった懸念材料も意識される可能性がある。加えて、年末にかけてユーロ圏景気の減速感が続く予想しており、ECBは利上げバイアスを維持しつつ、利上げを来年に持ち越すのではないだろうか。

【 図表3：ECBスタッフの見通し改訂(9月) 】

	前年比上年率、%			
	実質GDP成長率		インフレ率	
	2007年	2008年	2007年	2008年
2007年6月	2.3~2.9 (2.6)	1.8~2.8 (2.3)	1.8~2.2 (2.0)	1.4~2.6 (2.0)
今回	2.2~2.8 (2.5)	1.8~2.8 (2.3)	1.9~2.1 (2.0)	1.5~2.5 (2.0)

(注)括弧内は予測レンジの中央値。

	WTI仮定値		Euribor 3M仮定値	
	2007年	2008年	2007年	2008年
	2007年6月	65.0\$/bl (47.8ユーロ)	69.9\$/bl (51.4ユーロ)	4.20%
今回	68.1\$/bl (49.7ユーロ)	71.9\$/bl (52.5ユーロ)	4.30%	4.50%

(注)ユーロ建てWTIはWTI(ドル建て)、為替相場の仮定値から算出(資料)ECB

	2007年	2008年	修正幅(pt)
実質GDP	2.2~2.8 (2.5)	1.8~2.8 (2.3)	▲0.1 ±0.0
民間消費	1.4~1.8 (1.6)	1.5~2.7 (2.1)	▲0.3 ▲0.1
政府消費	1.3~2.3 (1.8)	1.2~2.2 (1.7)	+0.3 +0.2
固定資本形成	3.6~5.2 (4.4)	1.4~4.6 (3.0)	▲0.5 ▲0.5
輸出	4.6~7.4 (6.0)	3.9~7.1 (5.5)	▲0.2 ▲0.1
輸入	3.7~6.7 (5.2)	3.6~7.0 (5.3)	▲1.1 ▲0.3
HICP	1.9~2.1 (2.0)	1.5~2.5 (2.0)	±0.0 ±0.0

(注)修正幅は前回(6月予測)対比。07年上段、08年下段。全て前年比上年率(資料)ECBより当社作成

米国統計によれば、米 Non Agency MBSの海外保有残高のうち、欧州勢がおよそ半分を保有

米サブプライム・ローン問題が欧州にまで波及した根本的な要因は、米サブプライム・ローン関連投資に対する信用不安である。米国財務省によれば、2006年6月末時点の米民間ABS(Corporate debtの内訳)の海外保有残高のうち、ユーロ圏は約1,900億ドルを有し、05年5月から06年6月までの1年間で約600億ドル増加した(図表3)。このうち、米民間MBS(Non Agency mortgage backed securities)のユーロ圏保有残高は1,100億ドルに上る。これは米国外の海外保有残高(3,400億ドル)のおよそ3割である。英国を含めると、欧州勢が米民間MBS海外保有分の半分近くを占めていることになる。このデータが欧州勢の保有額を示すものとは必ずしも言えないが、相応の投資残高があると見るべきだろう¹。

【図表3：米ABSの欧州保有残高】

単位：百万ドル

	05年6月末	06年6月末	(比率、%)	増加額	(うち、民間MBS残高)	(比率、%)
オーストリア	150	625	0.1	475	341	0.1
ベルギー	37,727	40,858	6.9	3,131	17,739	5.2
フィンランド	81	118	0.0	37	85	0.0
フランス	8,306	12,605	2.1	4,299	8,582	2.5
ドイツ	21,723	30,027	5.1	8,304	22,272	6.5
ギリシャ	1	2	0.0	1	0	0.0
アイルランド	10,183	17,744	3.0	7,561	10,532	3.1
イタリア	357	2,585	0.4	2,228	1,597	0.5
ルクセンブルク	36,080	50,304	8.5	14,224	22,381	6.6
オランダ	21,817	41,039	6.9	19,222	26,994	7.9
ポルトガル	62	216	0.0	154	85	0.0
スペイン	9	95	0.0	86	94	0.0
ユーロ圏合計	136,496	196,218	33.0	59,722	110,702	32.5
英国	70,634	88,416	14.9	17,782	44,081	12.9
全世界	452,717	594,252	100	141,535	340,871	100

(注)ABSはCorporate debtの内訳。民間住宅ローン(=Non Agency Mortgages)、商業用不動産ローン、クレジットローン、自動車ローン、学資ローン等が裏付け資産。比率はいずれも全世界に占める割合。
(資料)米国財務省

¹ 米国財務省統計は保有国=最終受益者所在国ではないからである。すなわち、英国やルクセンブルクにはオイルマネーを始めとしたヘッジファンドが多く所在するとみられ、全てが欧州勢に関連するとは言えない。逆に、ケイマン諸島といったヘッジファンドが多数存在する国の最終受益者に欧州勢が含まれる可能性もあるだろう。

欧州で信用不安が急激に広まった背景には、金融機関傘下の投資ヴィークルが存在

今回、欧州で急激に信用不安が拡大した要因として金融機関傘下の投資ヴィークル(SIV: Structured Investment Vehicleなど)の存在が挙げられる。冒頭挙げた独中堅銀行のほかに、銀行団から資金枠設定の支援(事実上の救済措置)を受けた独州立銀行に関しても、きっかけは傘下であるSIVの損失(後者については損失懸念)の表面化であった。

SIVは、CDO(債務担保証券)、ABS(資産担保証券)などへの長期投資を行う一方、負債サイドはABCP(資産担保CP)、MTN(Medium Term Note)プログラムなど、短期負債中心となっていると言われる(図表4)。資産・負債のデュレーションがアンマッチしているため、当然ながらCPは借り換えが前提となる。このため、金融機関(=運営会社のケースが多い様子)が信用補完(=融資ライン設定)を行っているようだ。今までは発行されるCPが高格付であったため、短期負債によって調達コストを抑制しつつ、高いリターンが期待できるCDOやABSなどへの長期投資を行うという歯車が機能していた。

しかし、今回、投資ヴィークルが多額の損失を出すという事例が発覚し、リスク回避姿勢を強めたMMFなどがABCPから資金を引き上げ始め、SIVはCPの借り換えに窮する事態に陥った。このため、融資ラインを設定する金融機関にも信用

S I Vの更なる資産悪化・CP市場の流動性枯渇懸念が相互に影響して金融機関への信用不安に発展している状況

信用不安が拡大したと考えられる。上述したドイツの二銀行は、資産規模に比して過大な融資ラインを設定していたことで、自らの流動性リスク顕在化につながってしまったようだ。

欧州で信用不安が熾り続ける背景には大きく二つの点が挙げられよう。二点目は他にも同様の金融機関があるのではないかと疑念である。S I VがABC Pの借り換えに窮しているのは、投資対象にC D Oなど、投資家の間で信用不安が高まっている商品を含んでいるためとみられる(図表4参照)。C P市場の枯渇が持続すれば、S I Vは融資ラインを発動し、金融機関が実質的に肩代わりすることになる。Moody'sによれば、S I Vなどが発行するABC P残高は2,500億ドル(2007年4月時点)に達しており、ここ数年で大きく増加した(図表5)。ABC P発行体のスポンサー金融機関別の残高上位には欧州勢が多いようであり、問題が欧州で急激に拡大した一因と考えられる。また、金融機関はS I Vの多くをオフバランスとしており、融資ライン設定額やデリバティブ取引など、関与度合いが不明瞭である。この点も金融機関への信用不安へとつながっているだろう。

二点目の理由は、S I Vが負のスパイラルに陥る可能性を内在しているためである。高格付を取得しているS I Vは、設計上、厳格なリスク管理運営を行っていると言われる。その場合、投資対象の価格下落局面では、S I Vは資産売却にせまられる(Force to sell)。また、S I VはC Pなどの調達額に対して十分な融資ラインを設定していないケースがあり、C P市場の枯渇状態が続けば、手元流動性確保のための資産売却に迫られるだろう(Fire sale)。売りが売りを呼び、資産価格が急落するリスクを内在していると言える。

これら二つの理由が相互に影響して信用不安を高めた結果、欧州では流動性リスクが顕在化する事態へ発展したと考えられる。

今後、欧米金融機関からS I Vに関する情報開示が進むだろう。しかし、根本的な要因である米住宅市場は2008年中頃まで調整が続くとみられ、予断を許さない。まずは、9月中旬以降から発表される米大手証券会社の決算が注目材料となる。

【 図表4 : S I Vのバランスシート事例 】

Asset		Liability	
3平均 5均 4期 年間	長期投資	Financial 41.5%	シニア
		RMBS prime 21.5%	MTN
		CDO 13.2%	CP
		ABS 7.2%	メザニン
		CMBS 7.6%	エクイティ
		その他 9.0%	銀行出資
(サブプライム・LBOローン等)			

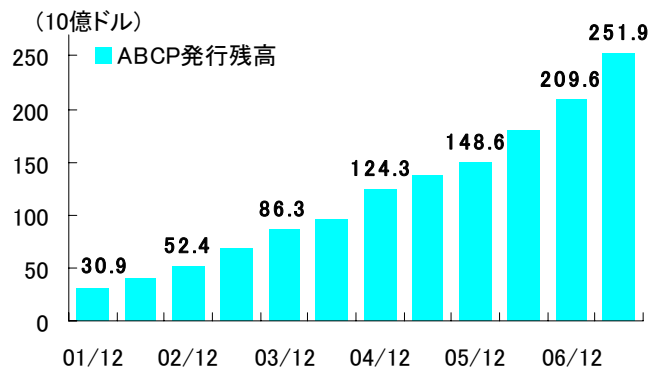
1 融
0 資
0 ラ
% イ
未
満

短期負債

・投資戦略: 短期(=低利)調達、長期(=高利回り)投資が基本
 ・運営会社による厳格なリスク管理体制の導入、高格付商品への投資によって、シニア部分はAAAなどの高格付取得→調達コスト低下
 ・現在の懸念要因は、
 ①投資対象の価格下落(CDOそのものへの信用不安)
 →Force to sell: 厳格に定められた運営ルール(流動性比率、実質資産の負債比率など)遵守のため強制売却
 ②CPの借り換え困難による流動性逼迫
 →Fire sale: 償還原資確保のため投売り(融資ラインでは不足)

(注)Assetの割合はS&Pレポートより。図表は各種資料より当社作成

【 図表5 : S I VのABC P発行残高 】



(注)米欧のコンデュイット、S I Vによる発行残高。直近は2007年4月。(資料)Moody's