

3 基調講演資料

オフィス セントポーリア 代表 馬淵 治好

金融危機の現状と展望

年金数理部会セミナー2009 基調講演

金融危機の現状と展望

2009年7月28日

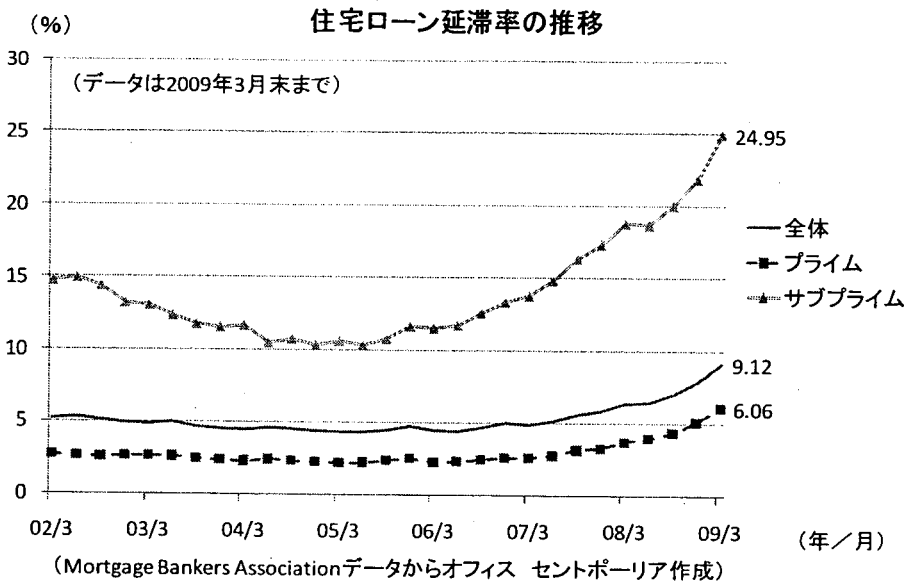
オフィス セントポーリア

代表 馬淵 治好

今回の金融危機の要因

～行き過ぎたリスク追求の反動が真相～

住宅ローンの延滞はサブプライムの25%程度



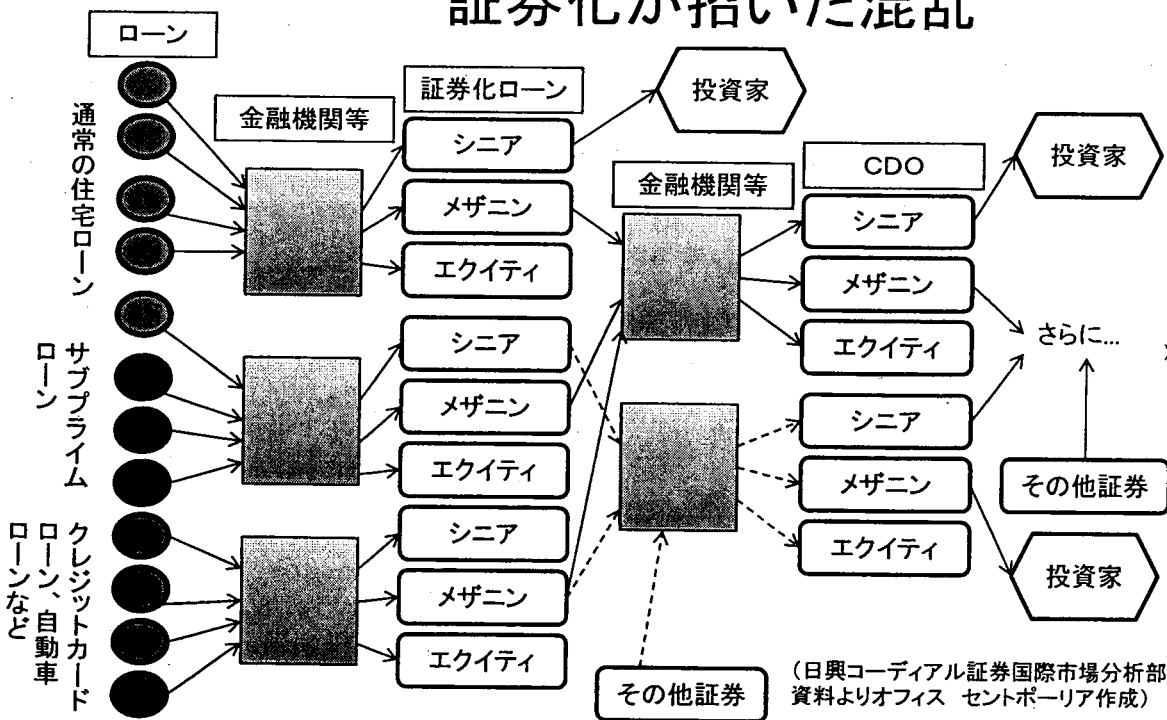
- 住宅ローンの延滞率(30日以上予定より元利金の返済が遅れると延滞となる)は、ローン全体では9%程度。サブプライムに限ると25%程度である(ただし、さらに上昇するであろう)。
- 現在の延滞率を踏まえると、住宅ローンがすべてサブプライムローンであり(非現実的な仮定その1)、延滞しているローンがすべて貸し倒れ(非現実的な仮定その2)、貸し倒れたローンは担保が無価値(非現実的な仮定その3)だったとしても、住宅ローンそのものあるいはそれを証券化したものの、約1/4の価値が毀損することとどまるはずだ。



プライムローンは比較的信用力がある(返済能力が高いとみられる)借り手向けのローン。サブプライムは比較的信用力がない(所得が低い、貸し出し審査を受けてない、過去に貸し倒れの履歴がある、など)借り手向けのローンだ(数値的には、信用力を測るスコアに基づいて分類される)。プライムでもサブプライムでもないローンもある(中間層)。サブプライムローンは、住宅ローン全体のほぼ15%程度であるとみられる。モーゲージ(Mortgage)という言葉がよく聞かれるが、これは「担保」「抵当」という意味。住宅を担保にしたローンが、(住宅)モーゲージローン。モーゲージ金利とは、住宅担保ローンの金利のこと。

オフィス セントポーリア

証券化が招いた混乱



- サブプライム問題の元凶は、複雑な証券化にあったと言える。原資産(ローン等)が傷んだことにより、最終的にどの投資家にいくらの損失が発生するか、実態がわからなくなった。
- 証券化ローンを保有する金融機関は、その価値がわからないため、保守的に損失計上する(多めの損失見積もりを行う)形に追い込まれた。これが金融機関の経営不安を招き、金融機関への資金供給が滞り、経営危機を招いた。

上図は、証券化の概念図であり、証券化の一例を示しているにすぎない。証券化の際に、ローンの貸し倒れ・延滞などによる損失を最初にかぶる部分をエクイティ(Equity)と呼ぶ。リスクが非常に高いので、債券ではなく株式(Equity)の一種のように考えられている。最も最後に貸し倒れなどの損失をかぶる部分をシニア(Senior、優先の意味)と呼ばれ、高格付けが付いている。その中間をメザニン(Mezzanine、中二階の意味)と呼び、やや低い格付けが付いている。上図右上の「CDO」とは、Collateralized Debt Obligation(債務担保証券)の略で、債券や貸付など様々なものを証券化したものを指す。

また、株式・社債の投資家も、いたずらな不安にとらわれる結果となってしまった。

オフィス セントポーリア

サブプライム問題による損失は？

- 米国の各ローン(住宅ローン以外も含む)に起因する、全世界における最終的な損失額の見通し(IMF:国際通貨基金による予想):
約1兆4000億ドル(2008年10月7日時点)
→約2兆2000億ドル(2009年1月28日時点)
→約2兆7000億ドル(2009年4月21日時点)
- 2兆7000億ドルのうち、全世界の銀行の損失は約1兆6000億ドル、さらに米銀の損失はその6割の約1兆ドル程度ではないかとみられる(オフィス セントポーリア推計)。これは米国のFDIC(Federal Deposit Insurance Corporation、連邦預金保険公社)加盟金融機関の自己資本(1兆3917億ドル、2009年3月末時点)の約72%である。



上記の2兆7000億ドルの損失を、「米国の銀行がこむる損失の合計額」であると報じている向きがあるが、全くの誤りである。約2兆7000億ドル(正確には2兆7120億ドル)の損失は、米国の資産(米国における種々のローンやそれを証券化したものなど)を起因として、全世界の(広義の)金融界がこむる損失である。2兆7120億ドルのうち、全世界の銀行の損失が1兆6040億ドルで、残りは保険会社(2180億ドル)、年金・ヘッジファンド等(8900億ドル)と推計されている。この他の数字では、欧州の資産を起因として全世界で生じる最終損失が1兆1930億ドル。欧米も含めて、全世界で発生する損失は4兆0540億ドルとなる(すべてIMF推計)。ちなみに金融機関の自己資本とは、金融機関自身の(あるいは株主の)資金(=総資産-負債)。なお、1990年頃の米国では、住宅不況からS&L(Savings & Loan、貯蓄貸付組合)という種類の金融機関が多く破たんし、S&L危機と呼ばれた。当時の損失額は累計4810億ドルと推計され、同時期の米銀の自己資本の約2.5倍に達したとみられる。

オフィス セントポーリア

4

(参考)損失推定額の内訳

米国のローンを起因とした全世界における最終損失額の推計値

(単位:兆ドル)

種類	残高	損失推計値 (2008年10 月時点)	損失推計 値(2009年 4月時点)	損失率(%)
合計	26.6	1.405	2.712	10.2
ローン	13.5	0.425	1.068	7.9
住宅ローン	5.1	0.170	0.431	8.4
商業用不動産ローン	1.9	0.090	0.187	9.8
消費者ローン	1.9	0.045	0.272	14.2
企業向けローン	1.9	0.110	0.098	5.2
その他ローン	2.7	0.010	0.080	3.0
証券	13.0	0.980	1.644	12.6
ローン等を証券化したもの	8.3	0.740	1.309	15.9
社債	4.8	0.240	0.335	7.0

(IMF Global Financial Stability Report(2008年10月及び2009年4月)よりオフィス セントポーリア作成)

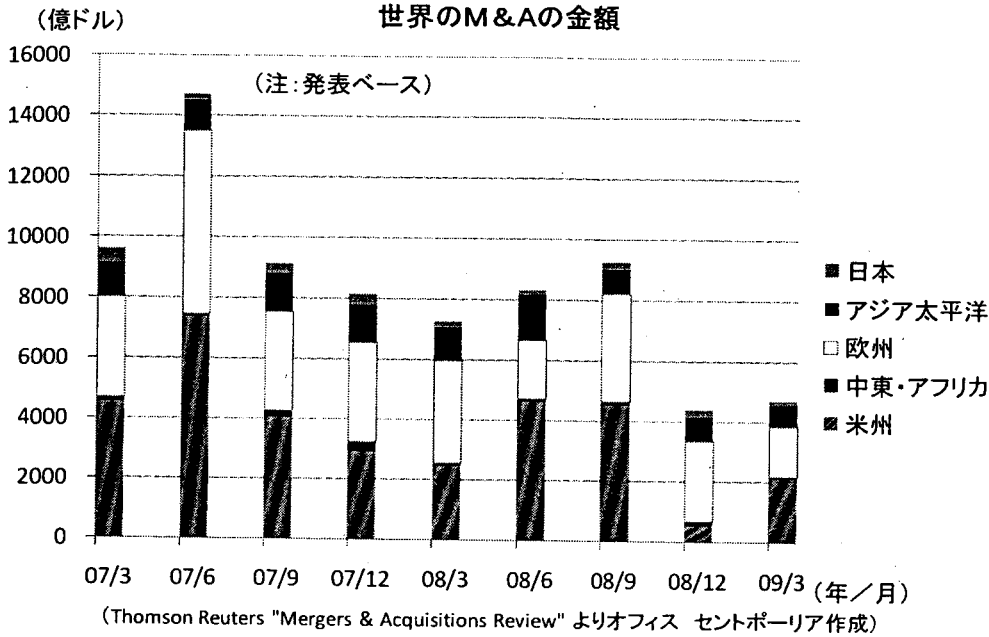


損失率(損失推計値÷残高)をみると、住宅ローンについては8.4%。住宅ローン全体の延滞率(2009年3月末で9.12%、おそらく今後さらに増える)と比べて、納得のいく数値ではないだろうか。なお、証券化ローンの損失率については、全体では上表のように15.9%であるが、うち住宅ローンを証券化したものは14.3%、商業ローンを証券化したものは34.8%、消費者ローンを証券化したものは14.2%。商業ローンを証券化したものが、大きく悪化していることがわかる。ただし証券化ローンの残高においては、総額8.3兆ドルのうち、住宅ローンを証券化したものが6.9兆ドルを占める。

オフィス セントポーリア

5

M&Aは一休み



オフィス セントポーリア

- 世界におけるM&A (Mergers & Acquisitions、企業合併及び買収)は、2008年9月のリーマンショック以降大きく減少している。これは、①買収企業(買う側の企業)・ファンドの収益悪化や、業容拡張計画の修正、②買収企業・ファンド向けの融資の貸し渋り、③買収企業の株価下落及び被買収企業の売却見込み株価の下落、などによる。
- M&Aそのものは、スピードを持って事業構造・産業構造を組み替えることのできる手段であり、再び拡大していこう。しかし一時期横行したような、M&Aファンドが借入金により企業を買収し、他に売却あるいは公開して靴を抜くようなやり方については、大きく反省を迫られたと言える。

6

国際商品市況は下げ過ぎからの戻り



- 原油価格は、指標となるWTI先物価格が1バレル当たり145.29ドルの高値(日々の終値ベース、2008/7/3)を付けた後、一時40ドル割れまで急落した。幅広い商品先物価格の平均であるCRB先物指数も、同じように急落した。
- 急落の背景として世界景気に対する悲観論がある。しかし急落の本当の理由が世界景気の悪化のせいであれば、2008年7月に商品市況があれほどの高値を付けた理由が説明できない。高値を付けたのも、その後の急落も、余剰資金の商品市場への流入によるものと考え方が自然だ。
- 世界景気は1929年の大恐慌並みの深刻さとは言い難く、行き過ぎた不安心理が後退し投機の売りが一巡すれば、国際商品市況は、最近のように、徐々にではあろうが、持ち直していこう。

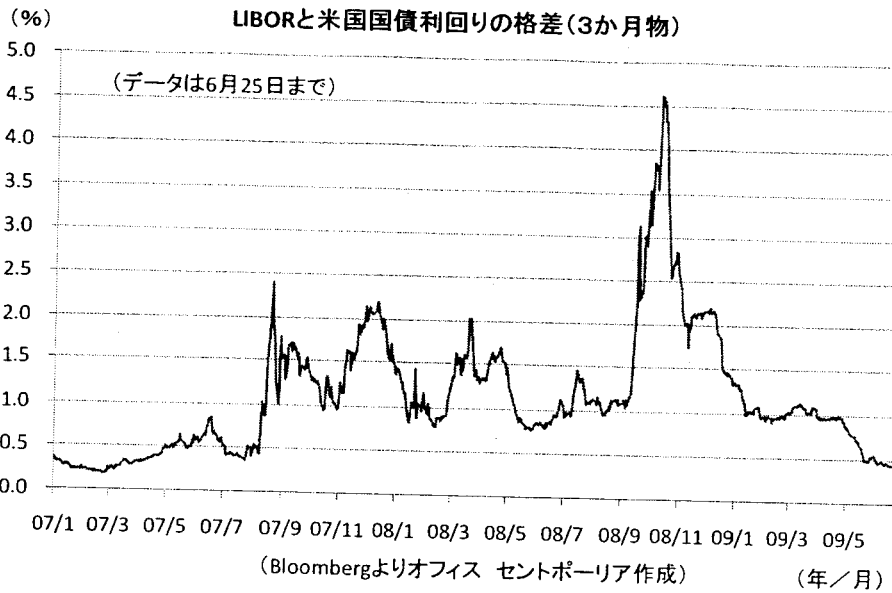
7



1バレルは、約159リットル。「バレル」は樽の意味なので、もともと原油を入れた樽の容量が159リットルであったとか、容量は160リットルであったが原油を船で輸送している間に1リットル分を樽が吸収したとか、諸説紛々だ。WTI(West Texas Intermediate)は米国産の原油で、その先物がニューヨークに上場されており、原油価格の指標とみなされている。CRB先物指数は、19品目の商品先物価格の加重平均値(19品目は、原油、暖房油、天然ガス、無鉛ガソリン、とうもろこし、大豆、小麦、銅、アルミ、ニッケル、綿花、生牛、豚赤身肉、金、銀、ココア、コーヒー、オレンジジュース、砂糖)。

オフィス セントポーリア

銀行間の信用不安はだいぶ落ち着いてきた



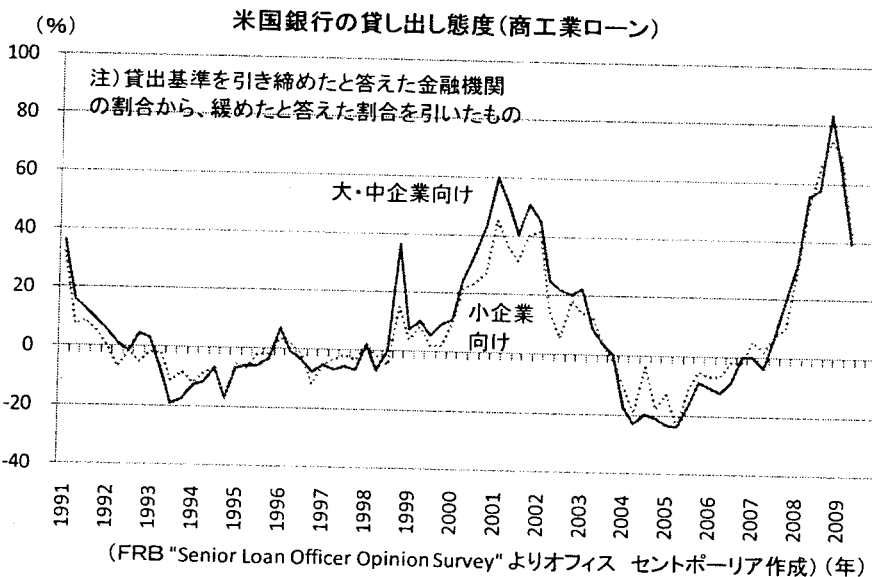
- ▶ LIBOR(London Interbank Offered Rate、ロンドン銀行間金利)をみると、銀行同士の信用不安による貸し渋りから金利が急騰していたものが、だいぶ落ち着きをみせてきた。
- ▶ 米国における銀行への公的資本注入などの策が功を奏し、銀行間の信用不安は抑え込まれている。



上のグラフの、LIBORと米国債利回りの差は、「TEDスプレッド」と呼ばれる。「T」は米国債(Treasury Bill)の最初の文字。「E」「D」は、ユーロドル(Euro Dollar)から来ている。ユーロドルとは、米国国外で流通しているドルのことを言う(同様に、日本国外で流通している円はユーロ円)。ロンドン市場(すなわち米国国外)において、銀行同士が米ドルを融通しあう際の金利がLIBORなのだ。

オフィス セントポーリア

銀行の貸し渋り進行に歯止めがかかりそう



- ▶ 米連銀の“Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices”(銀行融資担当者調査)によれば、2008年10月調査では貸出基準を引き締めたと答えた金融機関の割合が8割を超え、貸し渋りが急速に進行した。
- ▶ しかし2009年4月調査にかけては、貸出基準をさらに引き締める金融機関の割合は低下しており、貸し渋りは依然進行しているものの、そのスピードに歯止めがかかりそうだ。



上記のデータは、当該調査で、貸出基準を引き締めたと答えた金融機関の割合(「かなり(considerably)引き締めた」と「ある程度(somewhat)引き締めた」の合計)から、貸し出し基準を緩めた(「かなり緩めた」と「ある程度緩めた」の合計)を引いたもの。これ以外の回答は、「基本的に変わっていない(Remained basically unchanged)」。上記のグラフの数値がマイナスにならないと、全体として貸し出し基準が緩くなったことにはならないことに注意されたい。

オフィス セントポーリア

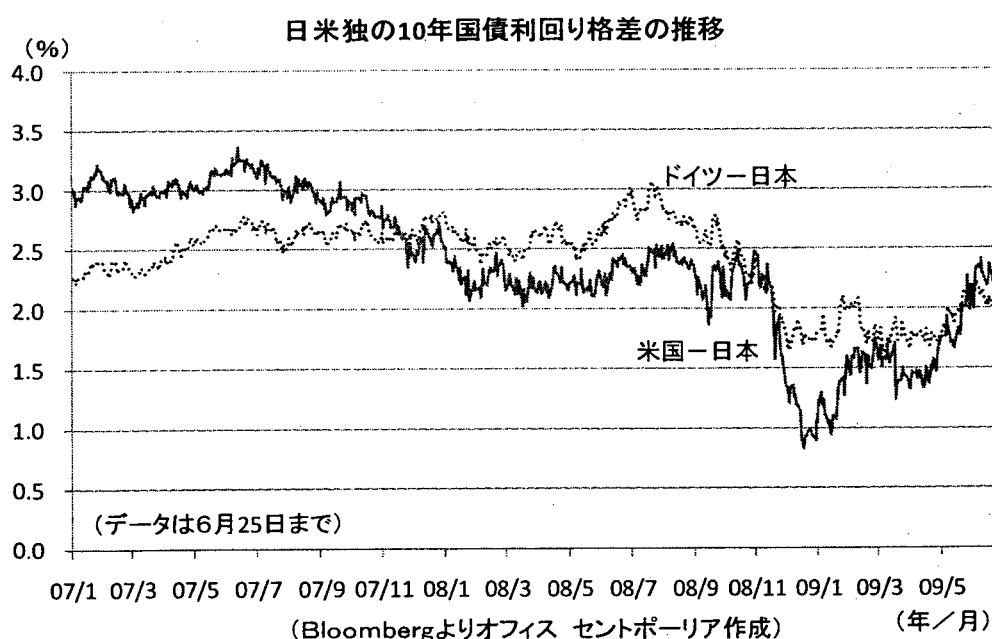
金融危機の年金資産運用への影響

～実態は大恐慌ではないが、市場は大混乱～

オフィス セントポーリア

10

国際比較では、米国債利回りは「相応の位置」へ



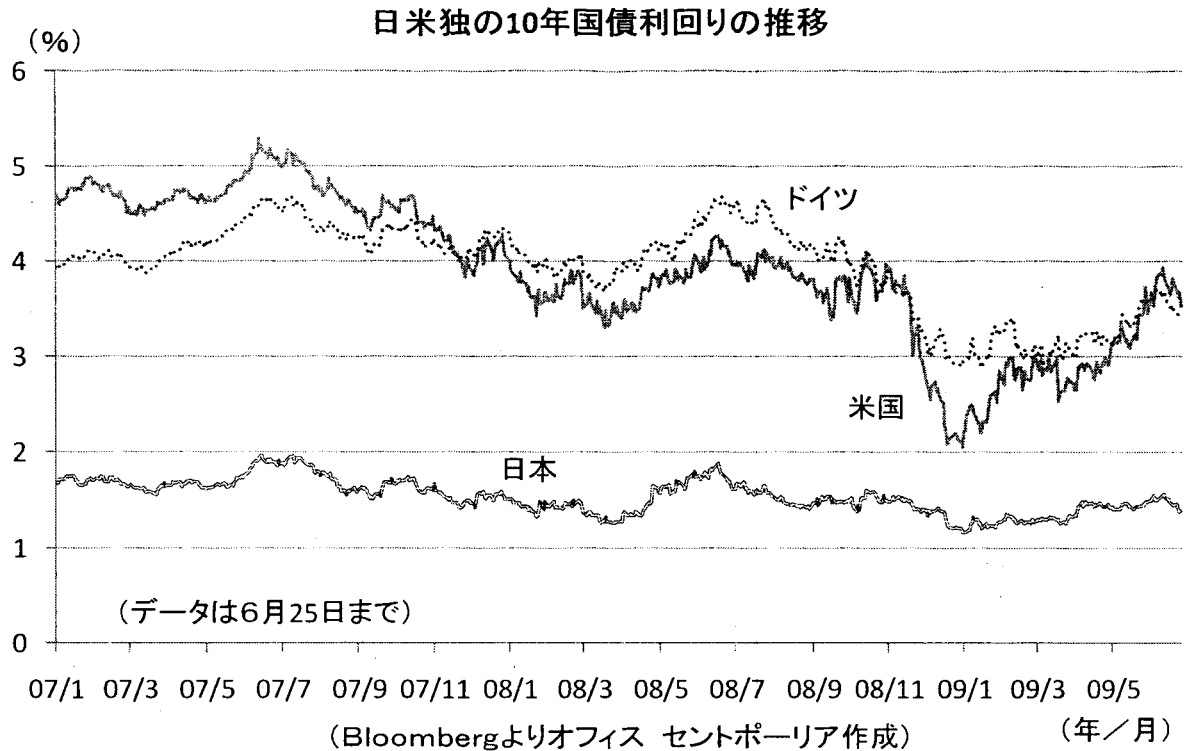
▶ 日本の長期金利が低位で安定推移しているなか、欧米の長期金利が相対的に大きく下落した形となっている。特に米国の長期金利低下が大きかったが、これは①金融不安の「お膝元」であったため、景気に対する不安や「質への逃避」の動きなどが最も強く表れた、②政策金利の引き下げ幅が日欧より大きかった、によるものだろう。

▶ 最近の米国長期金利の上昇が様々な形で懸念されているが、日米長期金利差は、2008年全般の水準(2.0～2.5%)に戻ったにすぎない、とも言える。

オフィス セントポーリア

11

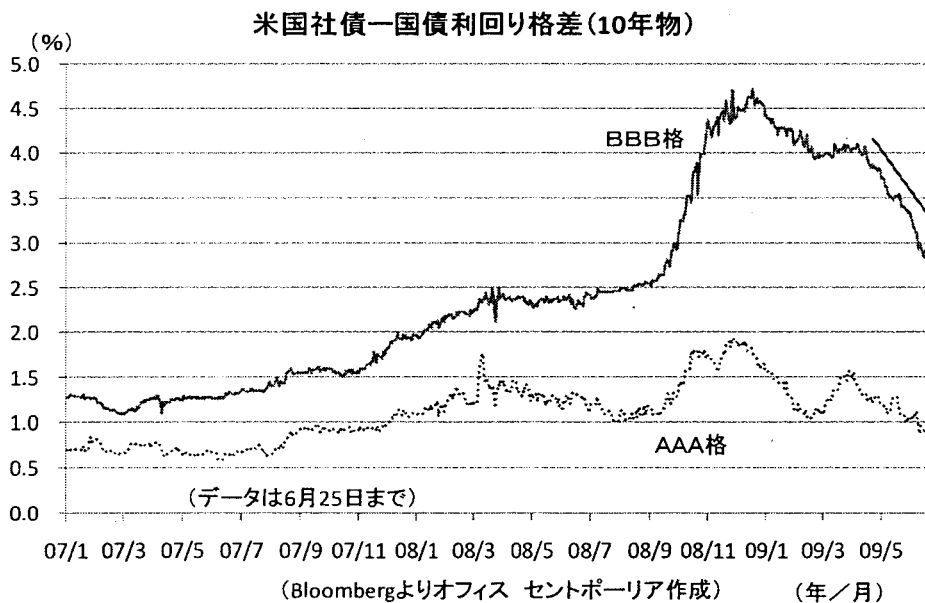
(参考) 日米独の長期国債利回りの推移



オフィス セントポーリア

12

米国企業の信用不安は解消まで道半ば



- ▶ 米国の社債市場において企業の信用不安の度合を測ると、経済・金融対策への期待を中心に、一頃よりは大きく改善したと言える。
- ▶ しかしBBB格社債と米国国債の利回り格差は、2008年9月の「リーマンショック」前の水準までは低下しておらず、信用不安が完全に解消されたとは言い難い。

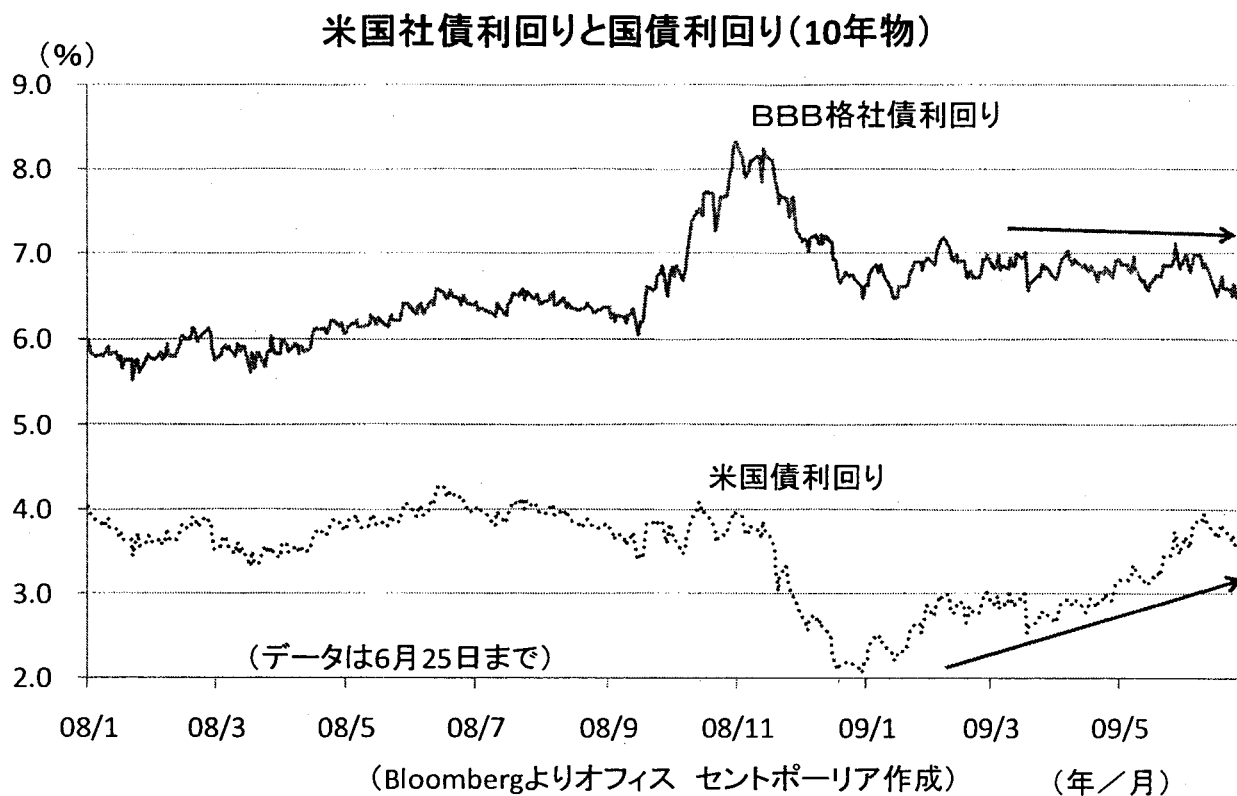


BBB格社債と10年国債利回りの格差の最高記録は、大恐慌時の7.24% (1932年5月)。他の期間においては、せいぜい格差は3.8%前後であった(1938年4月の3.81%、1982年10月の3.82%、2002年10月の3.79%)。したがって、最近の4%超えという水準は、大恐慌に次ぐ最悪記録である。(以上の数値の出所は、Moody's社並びに大和総研)

オフィス セントポーリア

13

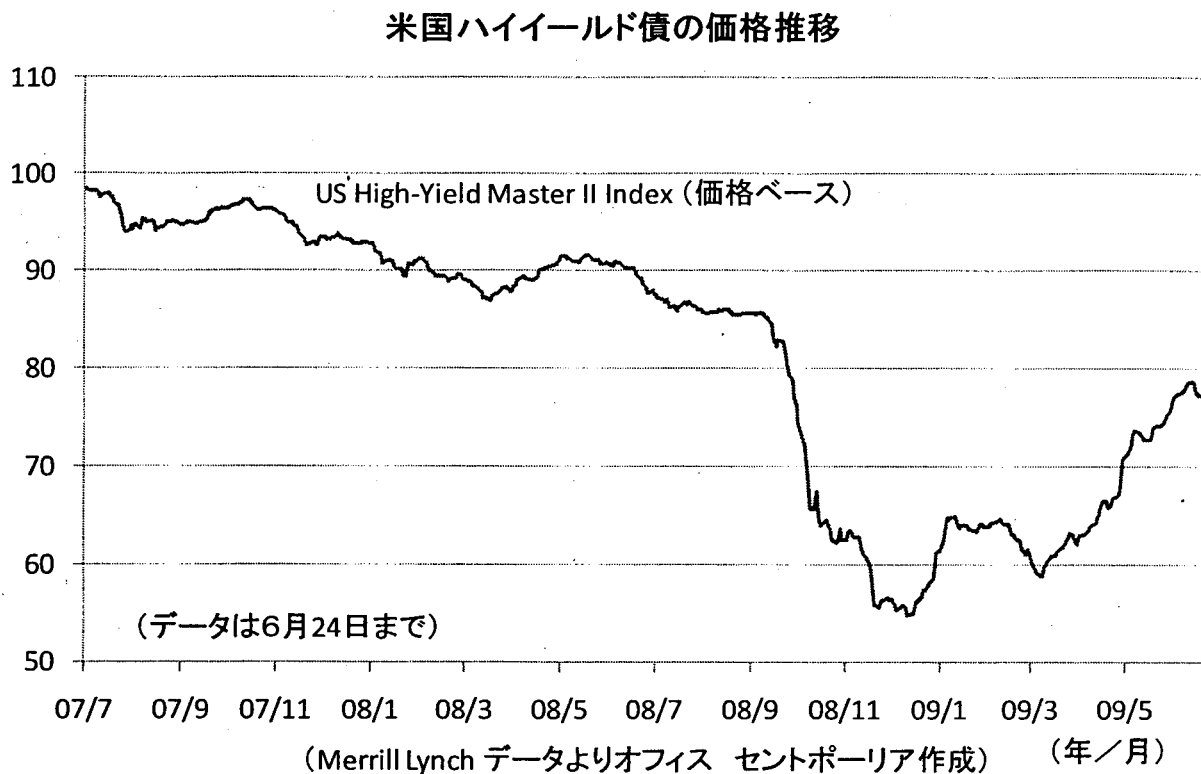
(参考) 米国債利回りとBBB格社債利回りの最近の動き



オフィス セントポーリア

14

(参考) 米国ハイイールド債の価格の動き

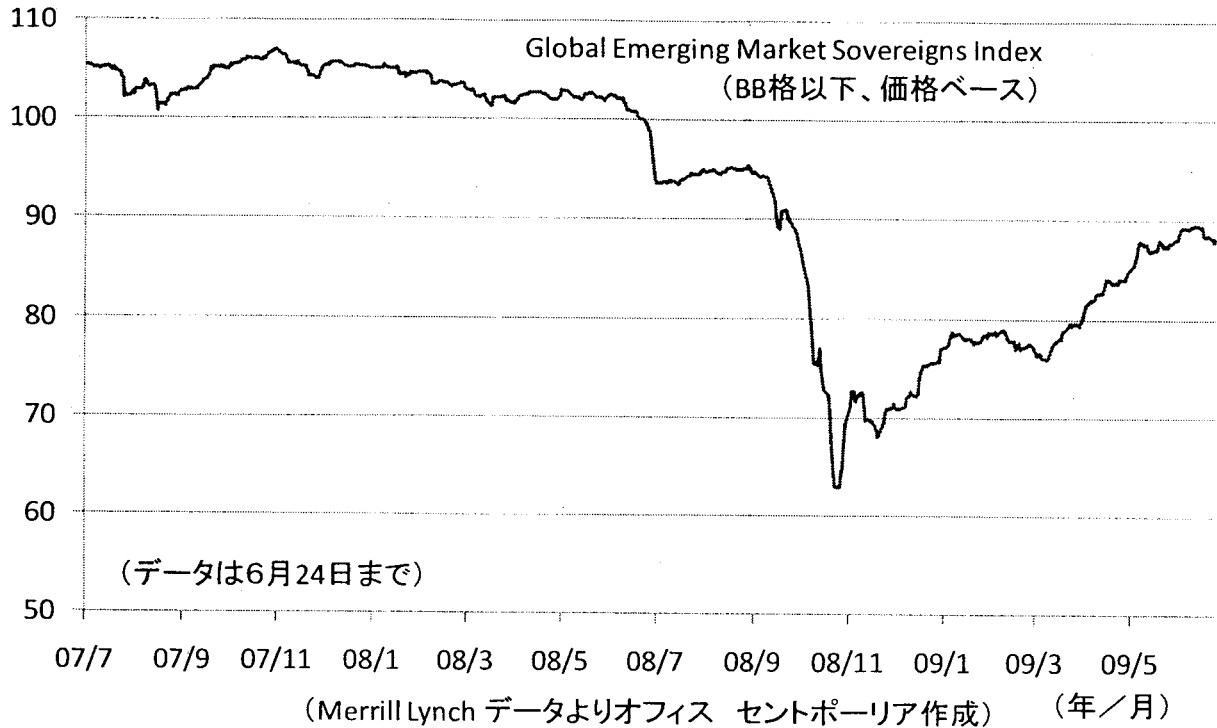


オフィス セントポーリア

15

(参考) エマージング国債の価格の動き

エマージング・ソブリン債の価格推移



オフィス セントポーリア

16

国内株価は底入れした形

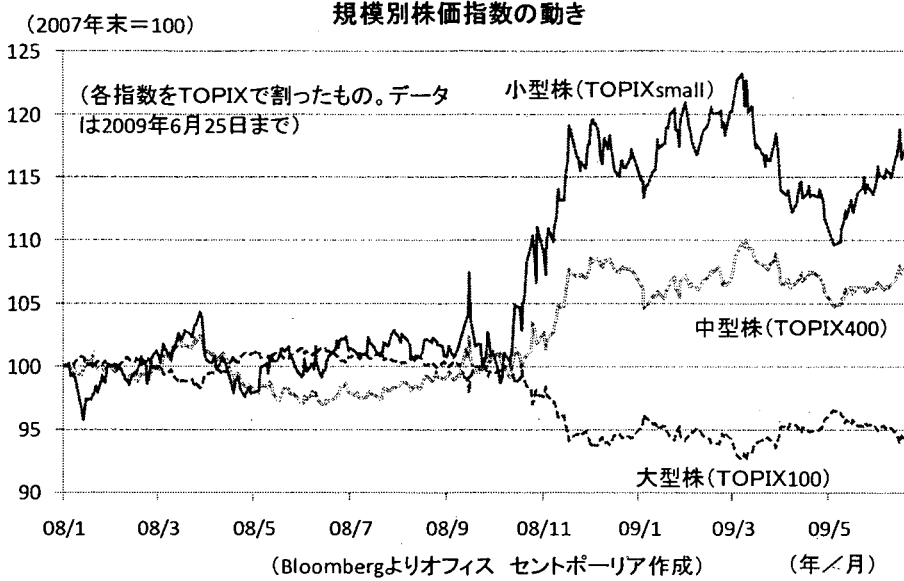


- 日経平均株価は、2008年10月27日の終値ベースの安値7162.90円を、2009年3月10日に割り込んだ後、大きく戻りを見せ始めた。
- 9500円近辺までの取引が昨年後半以降多く、この価格帯より上は、12000円辺りまで、ほぼ真空地帯だ。投資環境が不透明なため、一気に12000円を目指すかは疑問だが、需給面からは上値を伸ばす可能性が高い。

オフィス セントポーリア

17

出遅れた大型株

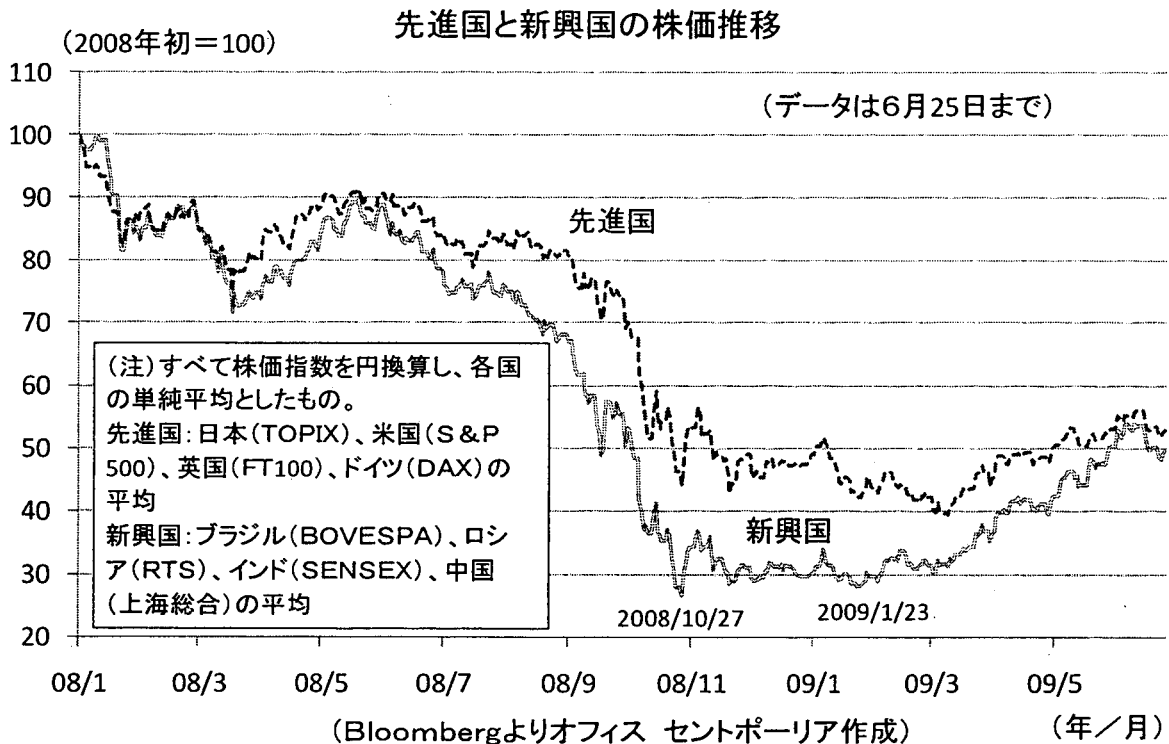


- 規模別(時価総額の大小による)株価指数をみると、2008年秋のリーマンショック以来、小型株の優位、大型株の劣位が目立つ。
- これは大型株の企業実態が悪いのではなく、①世界の株式市場が波乱に陥るなか、外国人投資家が国際優良株中心に持ち株を売った、②円高や海外景気の失速懸念から、大型の輸出株(電機・自動車など)に売りが高んだ、という理由による。
- しかし外国人投資家の処分売りは峠を越したとみられるうえ、円高や海外景気への懸念も一巡しつつある。今後は、輸出主力の大型株が、大きく追いついていこう(内需株や、ディフェンシブ株～食品、電力・ガス、医薬品などは、時折訪れる調整局面における幕間つなぎにすぎまい)。

オフィス セントポーリア

18

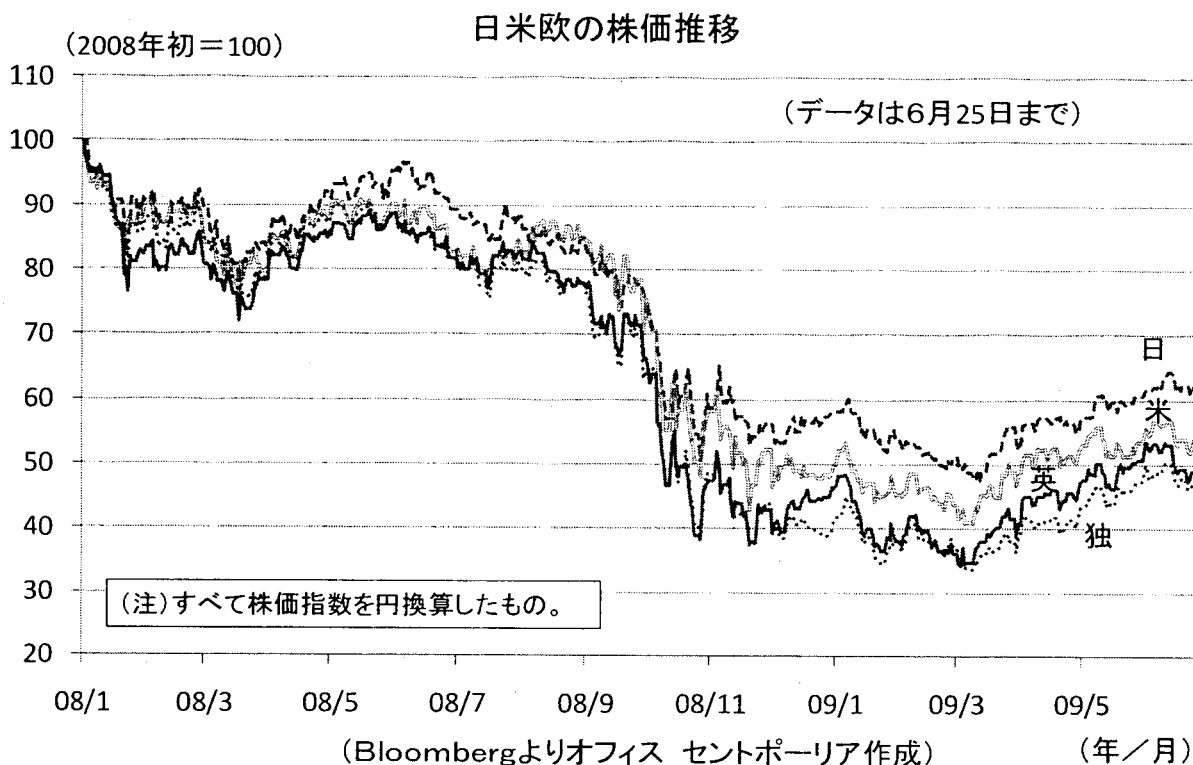
(参考)先進国と新興国の株価推移



オフィス セントポーリア

19

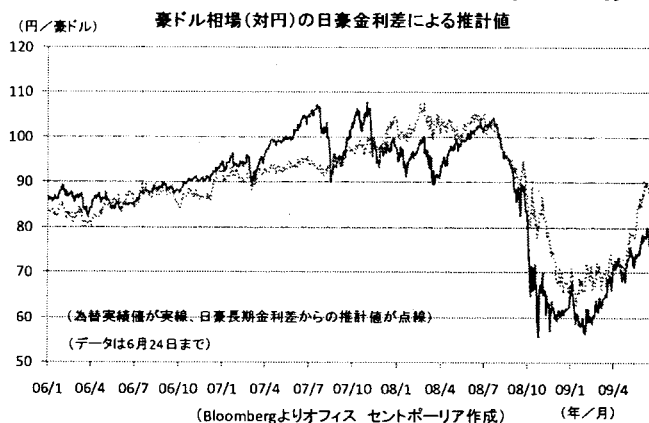
(参考) 先進国の株価推移



オフィス セントポーリア

20

(参考) 通貨相場と長期金利差との回帰分析による推計値



- > 内外長期金利差と為替相場との関係を回帰分析してみた。回帰の期間は、2006年初から2008年末までで、そこで得られた計算式を2009年に外挿している。
- > 最近の海外金利の上昇により、外貨の対円相場は、金利差から導かれる水準より円高で推移していると言える。市場が内外金利差に目を向ければ、円安水準への修正が起こりうる。

(回帰式)

米ドル: $Y=14.67554X+72.58072$ ($R^2=83.2\%$, $t=62.30902$)

ユーロ: $Y=30.54356X+80.83717$ ($R^2=66.4\%$, $t=39.32221$)

豪ドル: $Y=18.76561X+13.38708$ ($R^2=65.5\%$, $t=38.54866$)

おのこの、Xは長期金利差(10年国債利回り格差)、Yは為替相場(対円)、t値はXの係数のもの。

オフィス セントポーリア

21

史上最高の円高からの修正はだいぶ進んだ



- ▶ 円の総合力を実効為替相場で見ると、今年1月前後は、過去最も円高だった1995年4月(当時円対米ドル相場が一時80円超え)を上回る円高水準になっていた(2009年5月の水準は355.4)。
- ▶ しかしそれほど円高であったことを実態面から説明できる状況ではない(景気の強さ、政治状況、金利水準など)。海外景気の先行き不安から、一旦資金を日本円に移す動きが行き過ぎていたのだろう。
- ▶ そのため、その後は円安方向へと水準修正が進んできたわけだ。ただし直近5月末の水準は、ここ10数年来のレンジの上限辺りまで接近しており、行き過ぎた円高の修正はだいぶ済んだとみることもできる。

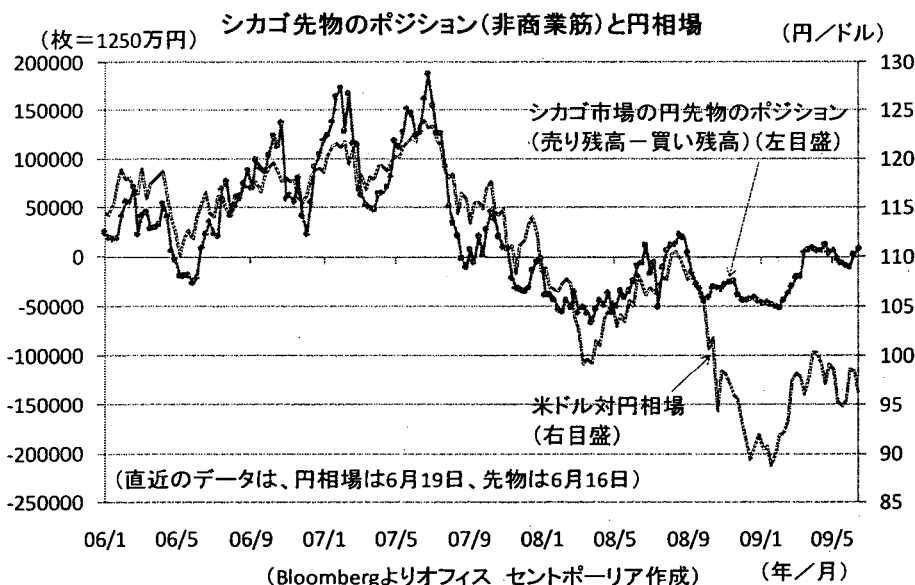


円の実効為替相場とは、円対米ドル、円対ユーロなど、さまざまな円相場を、日本から当該国・地域への輸出額(2005年基準)に応じて加重平均したもの。円の総合力を表すと考えられる。現在算出に使われている通貨は15通貨(米ドル、中国元、ユーロ、韓国ウォン、新台幣ドル、香港ドル、タイバーツ、シンガポールドル、英ポンド、マレーシアリングギット、オーストラリアドル、インドネシアルピア、フィリピンペソ、カナダドル、メキシコペソ)。

オフィス セントポーリア

22

年初までの円高は仕掛け的な買い？



- ▶ シカゴ市場(IMM、International Money Market)の円先物の動きは、過去は円相場の推移と関係が深かった。
- ▶ しかし最近では、シカゴ先物の動向にかかわらず、円高が進んでしまった。これは、シカゴの先物市場とは別に、投機筋が仕掛け的な円買いを行ってきた可能性がある。
- ▶ 現在は、この投機による行き過ぎた円高からの修正運動にあると考えられる。現在の先物のポジションが示唆する円相場は、110円水準だ。

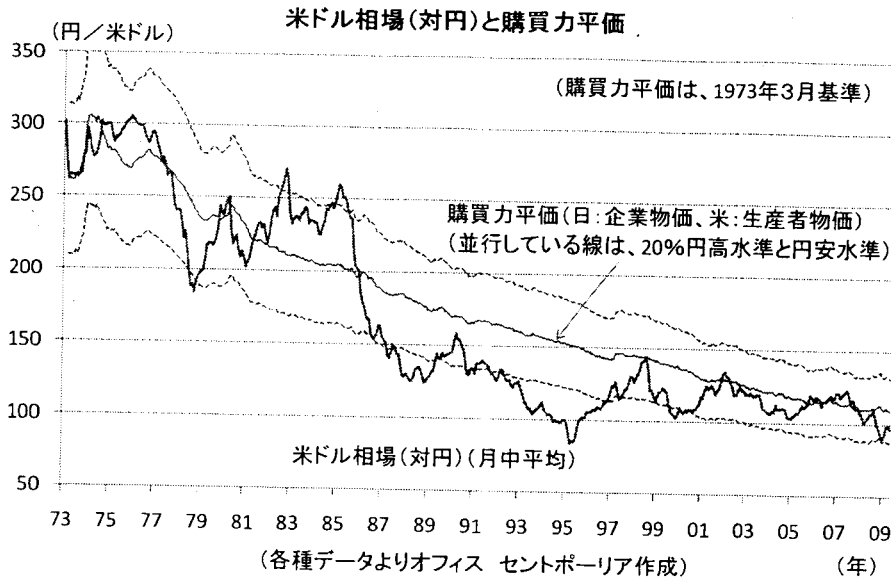


先物ポジションの「非商業筋」とは、商業筋(為替を本業としている銀行など)ではない、という意味。銀行は、顧客から為替の売買を持ち込まれポジションを持つと、為替相場変動の影響を避けるため、そのポジションを相殺するように先物を保有する。これは為替の相場観とは全く関係のない先物ポジションであるから、それを除き、相場観と関係が深いと考えられる非商業筋のポジションだけを上のグラフで示している。

オフィス セントポーリア

23

購買力平価からみると、もう少し円安が予想される



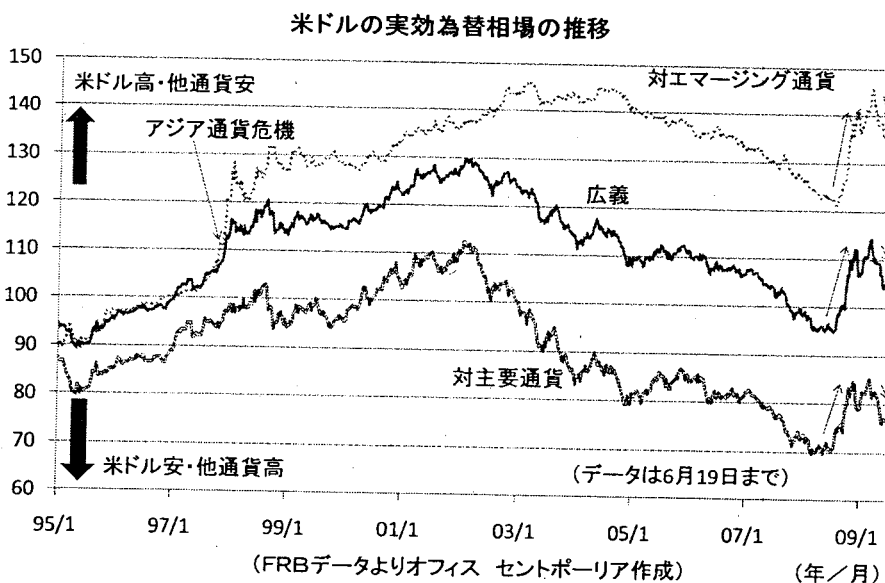
- 2カ国の物価水準から、妥当な通貨相場を算出したものが購買力平価だ。これと実際の為替相場(米ドル対円)を比較すると、最近10年強は、購買力平価とその20%円高水準との間で、概ね動いてきたことがわかる。
- 2009年5月時点では、購買力平価は109.27円、その20%円高水準は87.41円だ。一時88円割れをみせた円相場が、110円に向かって動いているのは、妥当な相場変動だと言えよう。



購買力平価は、日本国内と米国内で、同一商品が同じ値段で買える為替相場を求めるもの。たとえばリンゴが日本では180円、米国では2ドルであれば、円相場が1ドル=90円なら同じ値段で買えることになる。こうした考え方から、英エコノミスト誌が、「ビッグマック平価」(ビッグマックが同じ値段で買える為替相場)を算出している。実際には、多様な商品が売買されているので、それらを総合した物価指数を用いて購買力平価を計算する。上図では、日本の企業物価指数(旧「卸売物価指数」)と米国の生産者物価指数を用い、変動相場制に移行した1973年2月14日の直後の1973年3月を基準としている。

オフィス セントポーリア

米ドルの動きは何を示しているか？



- 米ドルの実効為替相場をみると、ここ数年長期下落傾向にあったものが、2008年後半に急速に(対日本円以外で)米ドル高に向かったことがわかる。この背景には、米国の投資家が、金融不安を受けて運用を縮小したことがあるだろう。
- 最近米ドル高に歯止めがかかってきた兆しが見えることは、米国の投資資金の縮小が一巡したことを示唆しているのかもしれない。
- なお、米ドルは対主要通貨より対エマーシング通貨で強い。すなわち、裏返してエマーシング諸国通貨は売られ過ぎだとも考えることもできる。特に1997年のアジア通貨危機で暴落した直後の水準より安いのは、行き過ぎだろう。



「実効為替相場」とは、いわばその通貨の総合的な相場を意味する。たとえば米ドル相場であれば、米ドル対日本円、米ドル対ユーロ、などなど、多くの米ドル相場が存在する。これらの相場を加重平均(米国と当該通貨国との貿易量等に応じて重みを付けて平均)したものが、実効為替相場だ。上記のグラフのデータは、FRB(米連邦準備制度理事会)が毎週算出しているもので、「対主要通貨」は7つの主要な通貨、「対エマーシング通貨」(正確には「その他の重要な貿易相手国通貨」)は他の19通貨に対しての米ドル相場を平均したものだ。「広義」は全ての26通貨を合わせたものだ。

オフィス セントポーリア