

サブプライム問題から ABCP 問題へ

関 雄太

■ 要 約 ■

1. 米国のサブプライム住宅ローンの焦げ付きを契機にした世界的なクレジット市場の混乱で、2007年8月に特に注目を集めたのが、ABCP（資産担保コマーシャルペーパー）市場における混乱であった。
2. 米国 ABCP 市場は近年、急速に拡大していたが、7月末にドイツの金融機関 IKB の資金繰り悪化が表面化した前後から、投資家が資金を引き揚げはじめ、ABCP 金利の急上昇と発行残高の急激な収縮が発生した。この混乱が、2007年8月17日の公定歩合引き下げ、9月18日のフェデラルファンド金利の引き下げにも影響を与えた可能性が大きい。
3. CP 市場で特に問題とされたのは、ストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）と呼ばれる RMBS や CDO を担保とした ABCP 発行体の存在である。SIV の資産となっている証券化商品については、処分・買取のスキーム（M-LEC 構想）なども議論されている。
4. ABCP 市場の状況は未だに安定したとは言えず、今後の動きに注目していく必要がある。また、サブプライム問題と証券化の関連性において、ABCP や SIV がどのような役割を果たしたのか、今後の検証が注目されよう。

I 公定歩合引き下げの背景となった ABCP 問題

米連邦準備理事会（FRB）は2007年8月17日、臨時の連邦公開市場委員会（FOMC）を開き、FRBが民間金融機関向け貸出金利である公定歩合を0.5%引き下げ、年5.75%とすることを全会一致で決定した。9月18日に予定されていた次回のFOMCを待たずに公定歩合を引き下げたことは、FRBが金融・株式市場の動揺や信用収縮に歯止めをかける強い意志を示したと見られ、8月16日まで6営業日連続で下落していたダウ平均株価は、17日によりやく反発した。

2007年2月後半以降、サブプライム住宅ローンのデフォルト率上昇に端を発したクレジット市場の動揺が続いているが、一連の動きを見ていると、住宅ローンで発生したクレジットリスクが、RMBS（住宅ローン担保証券）やCDO（債務担保証券）あるいはヘッジファンド・投資銀行を通じて波及し、金融市場に断続的に動揺が広がるという推移をた

どっており、その都度、証券化やデリバティブの制度や格付け・評価をめぐる様々な問題が提起されているようである。そして、8月の動揺で焦点となったのは、米国の短期金融市場において非常に重要な地位を占めるコマーシャルペーパー（CP）、とりわけ資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）をめぐる問題である。

II 注目を集めたドイツ IKB の SIV

米国の ABCP 金利（AA オーバーナイトもの）は、8月3日の 5.34%から1週間で 6.14%へと急上昇し、この間に低下した1ヶ月もの財務省証券利回りとの利回り格差（スプレッド）は前週末の 40 ベーシスポイントから 176 ベーシスポイントへと急拡大した。この ABCP 金利急上昇の背景となったのは、ドイツの中小企業向け金融機関 IKB Deutsche Industriebank（IKB）が、米国のサブプライム住宅ローンや証券化商品への投資で損失を抱え、流動性不足に直面したことである。このニュースが7月30日に公表されると IKB の株価は急落、しかも IKB の信用力低下に対応すべく、ドイツの公的・民間金融機関により大々的な救済策が実施されると決まったことで、米国の信用不安がヨーロッパへ本格的に飛び火するのではないかとの懸念が広がった。

IKB の問題の核心とされたのは、同行が Rhineland Fund や Rhinebridge などの名称で傘下に抱えていた「ストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）」が、RMBS や CDO に投資していたことであった。SIV とは、銀行などの金融機関がセットアップする簿外の特別目的会社（コンデュイット）で、多くの場合、ABCP やミディアムタームノート（MTN）などで調達した資金を、長期の公社債市場で運用して利ざやを獲得することを狙っている（図表1）。つまり、多くの ABCP が、大手銀行等がセットアップする SPC を通じて行われる売掛債権等（Receivable）の流動化スキームであるのに対し、SIV の場合には、証券運用あるいはアービトラージのスキームという性格が強い。IKB は、ドイツの金融機関としては最も積極的に SIV を活用していたが、その発行する ABCP の借り換え（ロールオーバー）ができなくなったことで、IKB 本体の流動性にも影響が発生したのである。

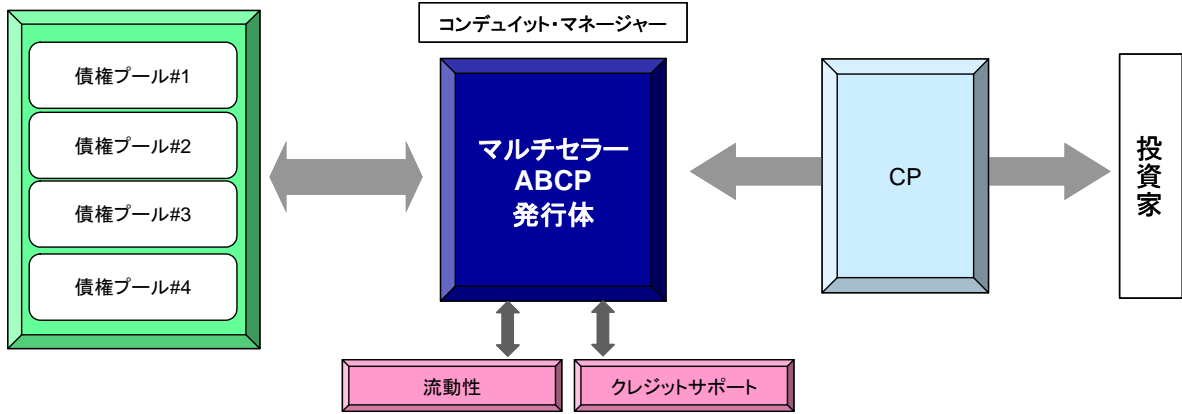
一方、同じ週の米国では、8月6日に連邦破産法チャプター11 手続を申請したアメリカン・ホーム・モーゲージ・インベストメント（モーゲージ REIT）など3社が ABCP の満期を延長するという事態が発生した¹。これらの ABCP の場合、発行体に満期を延長できるオプションが付与されており²、明確なデフォルトというわけではなかったが、市場参加者の ABCP に対する警戒感が高まる契機となった。

¹ “Commercial Paper Show Some Stress”, *Wall Street Journal*, 8/8/2007

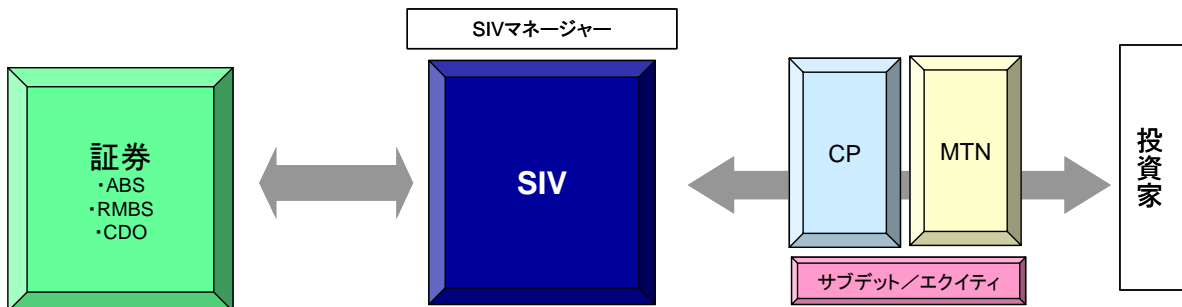
² エクステンディブル（延長可能な）ABCP プログラム、エクステンディブルノートなどと呼ばれている。

図表1 ABCPとSIV：構造の比較

①マルチセラー型 ABCP の構造



②SIV の構造



(出所) 野村資本市場研究所作成

Ⅲ コベントリーからカントリーワイドへ

翌週になって、北米の ABCP 市場を巡る混乱は加速した。まず、8月13日（月曜）には、カナダで、17種類の ABCP プログラムやファンドが、銀行等のスポンサー金融機関から信用供与枠（クレジットライン）を活用した支援を受けることが表面化した。中でも、ABCP コンデュイットを積極的に活用していたブティック投資銀行のコベントリーが、2.5億カナダドルの ABCP の借り換えに失敗し、さらに7億カナダドルの資金供給を求めていると公表したことは、大きな注目を集めた³。エクステンディブル ABCP プログラムや SIV がサブプライム債権にエクスポージャーを有していること、また SIV に対する信用補完措置が、伝統的な CP・ABCP に付与されているクレジットラインなどのサポート措置とは違っていること、長短金利のアービトラージを狙う SIV などのコンデュイットにおいては、本質的に ALM ミスマッチがあり、短期金融市場の流動性に異変が発生した場合、アレン

³ “Credit Woes Spread in Commercial Paper”, *Wall Street Journal*, 8/14/2007 など参照。コベントリーは、約160億ドルの ABCP プログラムを管理していたとされる。

ジャーに即座に影響が及ぶこと、などが徐々に明らかになってきたからである。

8月15日(水曜)には、米国のプライベートエクイティ投資会社のコールバーグ・クラビス・ロバーツ(KKR)傘下のモーゲージ REIT である KKR フィナンシャルが、流動性を確保するために51億ドルの保有モーゲージを売却、傘下の ABCP プログラムの満期を延長することが表面化し、欧州・カナダで指摘された問題が米国でも顕在化してきた⁴。

また、同じ15日には、メリル・リンチのアナリストが、モーゲージレンダー最大手のカントリーワイド・フィナンシャルの財務状況悪化を調査レポートの中で指摘したことを契機に同社の株価が急落、米国の金融専門チャンネル CNBC が、カントリーワイドの30日もの ABCP が市場で12.54%もの高利率でオファーされていることを報じると、株価下落はさらに加速した。カントリーワイドは、8月2日に、モーゲージのセカンダリー市場は異常な状態にあるが資金調達に問題はないと発表していたものの、この事態を受け、8月16日(木曜)になって、流動性確保のため、信用供与枠から115億ドルの引出を緊急に受けることを発表した。

カントリーワイドを巡る一連の動きは、金融政策の意思決定にも、相当の影響を与えたと考えられる。というのは、カントリーワイドが、住宅ローンのオリジネーション(2006年4,556億ドル)で全米最大の地位を占め、2007年6月末時点で総資産2,168億ドル、株式時価総額200億ドル超という大手金融機関であるからである⁵。同社の ABCP や CP については、SIV を活用したプログラムと違い、バックアップの信用供与枠が確保されていたが、通常こうしたクレジットラインが発動されることはないわけで、カントリーワイドの緊急避難措置により、CP 市場における「信用収縮」が明確な形で表れてきたといえる。さらには、傘下の地銀カントリーワイド・バンクなどを通じ、残高603億ドル(2007年6月末)に達する預金を同社が受け入れており、東海岸ではあまり大きく報じられなかったものの、8月16日にカントリーワイド・バンクの支店やオンライン口座でリテール顧客が預金を引き出す動きが発生していたことも、大きな不安となった可能性がある⁶。

その週の前半、ABCP 金利の上昇はやや落ち着きを見せていたものの、短期の財務省証券に資金が逃避して利回りが急落(価格が上昇)したことから、8月16日時点での ABCP 金利(オーバーナイト)と財務省証券利回り(1ヶ月もの)とのスプレッドは267ベーシスポイントに開いた(図表2)。ABCP 以外の CP も、財務省証券利回りの急低下によって、スプレッド拡大のあおりを受けることになり、米国の資金調達環境全体が急速にタイト・割高になってきた。そして、こうした情勢が相互に影響する形で、8月8日からの1週間に、米国 CP 市場の総発行残高は910.8億ドル(約10兆円)も減少した(図表3)。

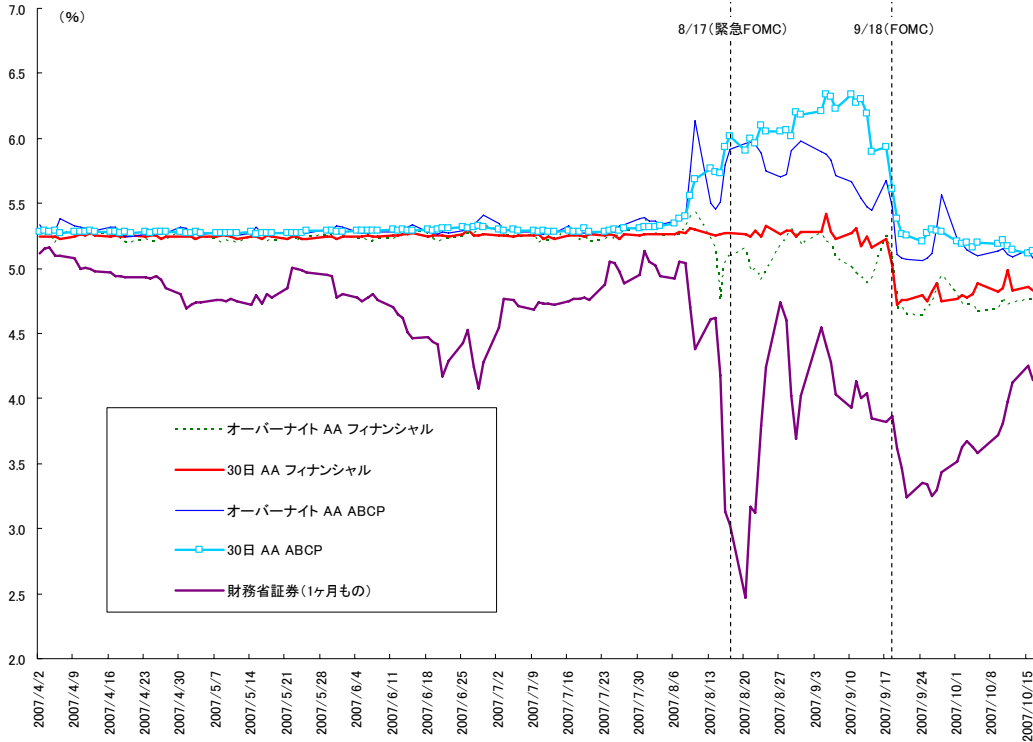
こうした短期金融市場の信用不安を沈静化するための方策のひとつが、8月17日早朝の公定歩合引き下げであったということができよう。

⁴ “A Commercial Paper Hit Close to KKR”, *Wall Street Journal*, 8/16/2007 など参照。KKR は KKR フィナンシャルの12%持分(約1億ドル)を保有している。

⁵ アメリカン・ホーム・モーゲージ・インベストメントの07年6月末の株式時価総額は約10億ドル、同じく KKR フィナンシャルの株式時価総額は、約20億ドルであった。

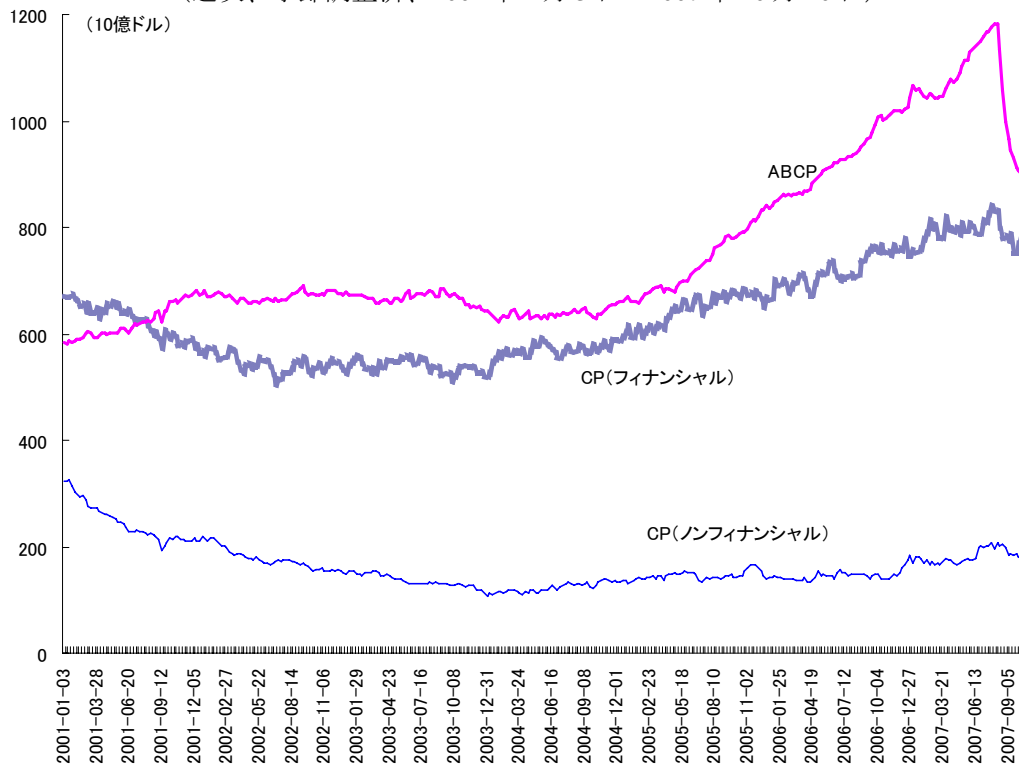
⁶ “A rush to pull out cash”, *Los Angeles Times*, 8/17/2007

図表2 米国短期金融市場：CP・ABCP金利の推移
(日次、2007年4月2日～10月16日)



(出所) 米国連邦準備理事会・米国財務省資料より野村資本市場研究所作成

図表3 米国CP市場の発行残高推移
(週次、季節調整済、2001年1月3日～2007年10月10日)



(出所) 米国連邦準備理事会資料より野村資本市場研究所作成

IV 公定歩合引き下げ後の ABCP 市場と SIV ライト

公定歩合引き下げの直後、率先垂範して連銀貸出を実施した大手行以外には連銀貸出を利用する動きがほとんどなかったことから、米銀の資金繰りはそれほど悪化しておらず、銀行間金融市場の混乱は沈静化に向かっているという見方もだが、その一方で ABCP 金利は高止まりし、逆に財務省短期証券の利回りは 8 月 28 日から再び低下するなど、短期金融市場における質への逃避とも言える状況は継続した。

また CP 市場では、8 月 15 日から 22 日にかけて、前週とほぼ同規模である約 902 億ドルの残高減を記録（うち ABCP の減少分は 770 億ドル）、さらに 29 日までの一週間で約 628 億ドルの残高減（うち ABCP の減少分は 593 億ドル）となり、CP 市場の収縮も止まらなかった。

さらにこの間、欧州で問題になったのが SIV ライト（SIV-lite）と呼ばれる ABCP を活用した仕組み金融であった。SIV ライトとは、SIV と CDO のハイブリッド的なストラクチャードファイナンスなどとも言われ、伝統的な SIV で課せられる証券ポートフォリオのタイプ別分散などの要件を緩和し、調達側では ABCP、運用側では RMBS・CDO への依存度をそれぞれ高くした構造を有している。

スタンダード&プアーズ（S&P）は 8 月 22 日にストラクチャードファイナンス専門の Avendis グループ（スイス）が運営する「Golden Key」、ヘッジファンド Solent Capital Partners（英国）が運用する「Mainsail II」という 2 つの SIV ライトが発行する債券の格下げを発表した。S&P はさらに、IKB に続いてサブプライム債権の大量のエクスポージャーと流動性危機が話題となったドイツの Landesbank Sachsen の傘下にある SIV ライト「Sachsen Funding I」とヘッジファンド Cairn Financial Products（英国）が運用する「Cairn High Grade Funding I」の格下げを行う可能性があると言及した。上記 4 つのビークルすべての創設に関わったパークレイズの株価も下落したほか、これらの SIV ライトビークルや IKB 傘下の SIV が保有していた証券が、一斉に売却されるのではないかという指摘がでた⁷。

一方、8 月 22 日夕方には、バンク・オブ・アメリカ（BAC）がカンントリーワイドの発行する無議決権転換優先株式（配当利回り 7.25%、普通株 1.11 億株に転換可能）20 億ドル相当を取得すると発表した。BAC には、しばらく前から、住宅ローンビジネスの強化を狙う意図から、カンントリーワイドとの連携あるいは合併を検討しているのではないかという噂があった⁸。しかし、カンントリーワイドの信用不安が言われた直後の戦略的出資の発表であったことから、BAC がシステミック・リスクを封じ込めるために登場した救世主のように報じられた反面、米国の預金保有シェアの上限（10%）を撤廃させるための布石

⁷ パークレイズは 8 月 31 日になって Cairn の SIV ライトの財務リストラ策を発表した。SIV 保有債券の売却可能性については、“SIVs set for \$43bn asset ‘firesales’”, *Financial Times*, 8/29/2007 など参照。

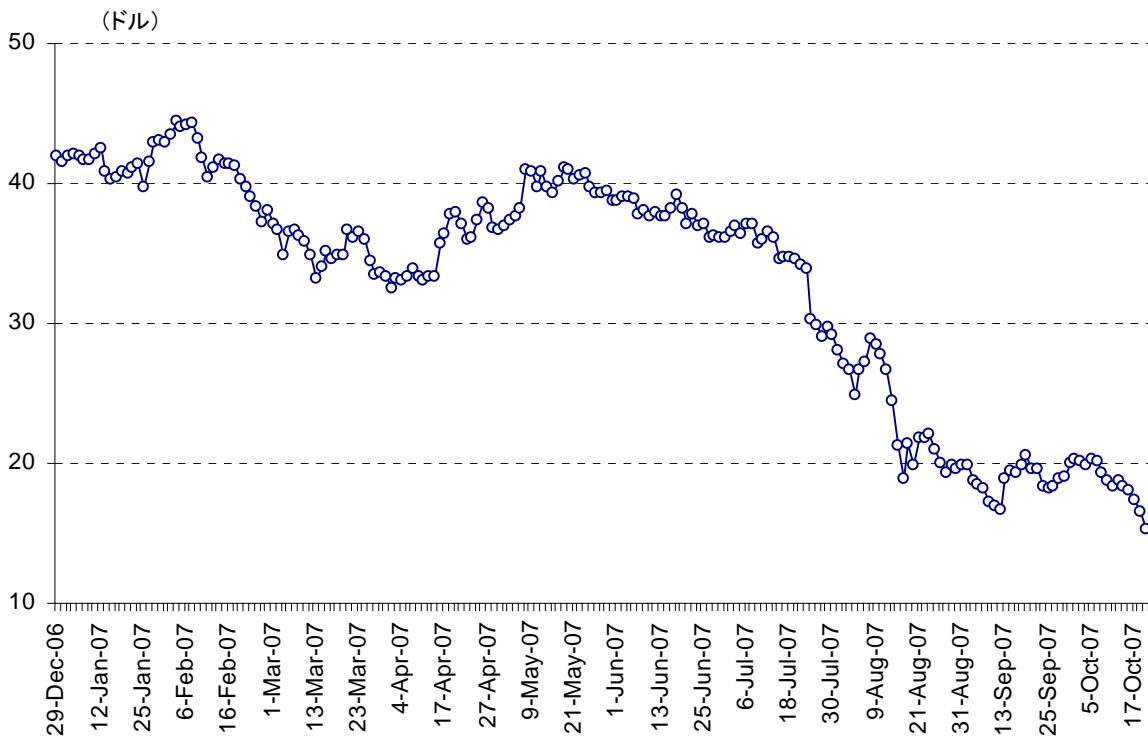
⁸ “Countrywide, Bank of America Courted for Years”, *Wall Street Journal*, 8/24/2007, “BofA and Countrywide in alliance talks”, *Financial Times*, 1/26/2007 など。

なのではないかなどとも揶揄された⁹。

ところが問題は、カンントリーワイドの株価が、支援策発表にも関わらず上昇に転じていないことである。同社株価は、8月22日の終値 21.82 ドル/株から 23 日の日中に一時 24.46 ドル/株まで上昇したものの、その後低迷し、本稿執筆時点で BAC が取得した優先株の普通株への転換価格 18 ドルを下回っている（図表 4）。

この株価動向は、カンントリーワイド経営陣の自社株式売却に関する証券取引委員会（SEC）の調査が嫌気されていることに加え、カンントリーワイドの保有しているローン債権と MBS の価値下落を懸念する投資家の見方が反映されていると考えられ、今後の動向が注目されている¹⁰。

図表 4 カントリーワイド（CFC）の株価推移（2006 年末から 2007 年 10 月 19 日：日次終値）



（出所） Bloomberg より野村資本市場研究所作成

⁹ “Countrywide, credit deep”, *Breakingviews.com*, 8/23/2007 など。

¹⁰ “Why Is Countrywide Sliding? It’s Unclear, That’s the Issue”, *Wall Street Journal*, 8/29/2007 など。

V 今後の注目点

このように、8月の信用不安問題の背後には、ABCP市場の問題があった。しかも、ABCP発行残高の急増と、住宅ブームの最後の局面で貸付基準の非常に甘いサブプライム住宅ローンが大量に供与され、不良債権化したという問題との間には、一種の相互作用が起きていたと考えられる。さらには、問題の連鎖の中で、SIVやSIVライトなどの「イノベティブな」金融手法や、米国に調達・投資の機会を求める欧州・アジアの金融機関・ヘッジファンドの存在が一役かっていたことも、注目されよう。

図表3で見たように、ABCPが米国CP市場の発行残高の過半を占めるようになっていたため、今回のような異変が生じると、金融機関や事業法人の短期資金管理、そして残高2.1兆ドルを超えるマネーマーケットファンド(MMF)を通じて、リテール投資家の資産運用にも影響がでる可能性がある。その一方で、一連の混乱の中で、ABCP以外のCP金利には大きな変動は起きず、ABCP市場と財務省短期証券の動きだけがやや異質であった。FOMCが、8月17日にFF金利を引き下げず、公定歩合の引き下げだけにとどめたのは、そうした事情からであったとも思われるが、ABCP市場の急収縮を、過剰にファイナンスされたマネーの調整と見るべきなのか、それともCP市場・短期金融市場全体にも影響を及ぼす事態と懸念すべきなのかは、判断が難しいところであろう。

ABCP市場を巡って一進一退の状況が続く中、FRBは結局、9月18日の定例FOMCにおいて、金融市場における信用不安や住宅市場の悪化が米国経済や雇用に幅広い悪影響を与えるとの見方から、金融政策運営の中心となるフェデラルファンド金利(FF金利)を0.5%引き下げ、年4.75%とすることを全会一致で決定した。

また、10月15日には、シティグループ、BACなど大手金融グループが、SIVの担保となっている証券化商品の一斉売却による市場の混乱を避けるため、「マスター・リクイディティ・エンハンスメント・コンデュイット(M-LEC)」と呼ばれるファンドの設立を構想していることが明らかになった¹¹。M-LECの具体的なスキームは、本稿執筆時点で不明だが、ABCP市場の投資家がサブプライム住宅ローンに関連した証券やSIVから逃避したことが一連の信用不安のスタートであったことを考慮すれば、M-LECがどのような資金調達を行い、何をどのような評価額で買い取るのかによって、その実効性も評価されることになろう。

いずれにせよ、ABCP市場を巡る状況はいまだに安定したとは言えず、今後の動向が注目される。また、サブプライム住宅ローンの問題では、すでに格付け機関の対応などに関する議論が起きているが、ABCPやSIVなど証券化商品市場との関連性についても、さらに議論がなされるものと考えられる。

¹¹ バンク・オブ・アメリカの2007年10月15日プレスリリース参照。
http://newsroom.bankofamerica.com/index.php?s=press_releases&item=7892