

## マネー

「経済のデレバレッジ」が  
投資戦略の修正を迫る

## 金

融危機後の世界経済を予想するとき、どうしても避けて通れないのが「デレバレッジ」(レバレッジ外し)という言葉だ。デレバレッジは金融機関やヘッジファンドの問題だと思っている人がいるとすれば、それは大きな間違いである。証券化市場の機能が停止し、自己資本の30倍という高レバレッジの資産を保有していた「米国証券会社(投資銀行)」はよりリスク管理の厳しい「銀行」となり、更に銀行の多くが「国有化」への道を進み始めている。金融市場がレバレッジを落とすのに伴って、实体经济もまたその規模を縮小せざるを得なくなるだろう。そしてこの規模の縮小は、決して一時的なものやV字型のものではなく、いわば階段を数段下りた水準で固定化されてしまう可能性が高いと考えられる。だからといって、経済活動がなくなっ

てまいわけではない。当たり前ではあるが、着地点はどこかに存在する。その着地点を模索する過程において、まずは今回の金融バブルと实体经济とのかわりを整理してみよう。

## 实体经济を膨らませた証券化

「証券化」とは、不動産やローンなど一定のキャッシュを生むであろう資産を複数束ねたポートフォリオを有価証券の形に<sup>あ</sup>逃<sup>あ</sup>れて転売するスキームのことである。最も一般的な例は、住宅ローンを貸し出した金融機関が大量の住宅ローンをパッケージにし証券化して第三者に転売するような仕組みだろう。この証券化という仕組みが实体经济にもたらした最大の功罪は、本来金融機関の専門部門であった「融資業務」を、あらゆる機関投資家や一部の個人投資家に

## 寺本名保美

てらもと なおみ

E・E・M・シー専務 年金コンサルタント

広く開放した点にある。

証券化によって作られた有価証券は、大きく分けて2つのパーツに分解される。1つが本来の資産の損益を享受するためのエクイティ部分、そしてもう1つが実際の金額以上の資産に投資するための借り入れ(デット)部分である。例えば100億円の資金で不動産を取得したい投資家がいたとする。実物投資であれば100億円の資金で100億円の不動産しか買うことができない。しかし証券化を利用すると、100億円にさらに500億円の借り入れを行い、600億円の不動産に投資することが可能となる。500億円の借り入れ資金は証券化によって外部から調達することができからだ。この外部調達の500億円部分は、取得した600億円の不動産を担保とした「高格付けの債券」として組成され、機関投資家等に幅広く販売さ

れる。一方100億円の資金を投入したエクイティの投資家は、取得した600億円分の不動産の収益から500億円分の借入金利などのコストを差し引いたすべての損益を享受することになる。つまり、証券化商品のデットの投資家は「不動産担保融資」の貸手であり、エクイティの投資家は「不動産担保融資」の借り手、という構造になるわけである。本来は銀行業務の本業であった「有担保融資」が、誰でも簡単に行うことができるようになった、という点において、証券化は金融市場にコペルニクス的大転回を起こした仕組みであった。証券化の対象となるのは、不動産に限らない。自動車ローンや一般事業ローン、個人向けカードローンなど一定のキャッシュフローさえあればあらゆるものが対象となる。証券化デットの投資家は高格付けの債券に投資しているつもりが、

いつの間にか各種ローン商品の最大の貸手になっていた。住宅ローン会社やカード会社にとってみれば自社の貸出債権を証券化し、デット部分を外部に売却して資金調達を行うことで、自社の負債勘定を拡大させることなく、融資資金の調達が可能となり、貸出残高を加速度的に膨張させることができるようになった。

### デレバレッジで 250兆円バブルが消える

もし今回の金融危機後、証券化という仕組みがなくなってしまうと仮定しよう。住宅ローン会社やカードローン会社は、貸出債権を証券化して融資債権を外部に移転することができなくなる。金融機関にせよ信販会社にせよ、自社で取れるリスクの総量には限界があるから、おのずと貸出先の選別が厳しくなる。仮に証券化商品の平均レバレッジを10倍とすると、自動車ローンの貸し出し余力もカードローンの貸し出し余力も、今の10分の1まで縮小しなければならなくなる。

ちなみに2003年に2300億ドル(約22兆円)あった米国の自動車ローン証券残高は、金融危機発生後の08年9月末には1530億ドル(約15兆円)まで縮小しているし、同じくクレジットカードローン証券は03年の4000億ドル(約39兆円)から

直近では3300億ドル(約32兆円)まで縮小している。

07年11月に米国の大手投資銀行4行の自己資本総額は1357億ドル(約13兆円)だった。同時期の4行の資産総額を自己資本で割った数値を「レバレッジ」とみなすと、その数値は平均して30倍程度になっていることがわかる(表)。一方08年9月のリーマン・ブラザーズ破綻以降、銀行業に業態転換したゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは、

表 30倍のレバレッジを13倍に落とした投資銀行

	2007年11月			08年11月		
	自己資本 (A)	資産総額 (B)	レバレッジ (B)/(A)	自己資本 (A)	資産総額 (B)	レバレッジ (B)/(A)
リーマン・ブラザーズ	22,490	691,063	30.7			
メリルリンチ	31,932	1,020,050	31.9			
ゴールドマン・サックス	50,065	1,119,796	22.4	66,012	884,547	13.4
モルガン・スタンレー	31,269	1,045,409	33.4	50,831	658,812	13.0
小計	135,756					
J.P.モルガン・チェース	123,221	1,562,147	12.7	166,884	2,175,052	13.0
バンク・オブ・アメリカ	146,803	1,715,746	11.7	177,052	1,817,943	10.3
シティバンク	113,447	2,187,480	19.3	141,630	1,938,470	13.7

(注)単位:百万ドル、倍  
(出所)Bloombergより筆者作成

08年11月にはJ.P.モルガン・チェースなどの「銀行並み」のレバレッジ(およそ13倍)に資産規模を落とさざるを得なかった。既に消滅してしまつたベア・スターンズも含め15兆円相当の自己資本に30倍のレバレッジをかけていた投資銀行が、13倍のレバレッジの業態となることで消滅した資産は、ざっと見積もつて250兆円相当になる。そしてこの消滅した250兆円は「投資銀行業」という業態が復活しない限り、二度と再現されることはない金額だ。

投資銀行というものは本来、企業の資金調達のアレンジをしたり、株式や債券のプロローカレッジ(仲買)をしたりすることによる、手数料や鞘取りを行う業態であつた。それがいつのまにかその名の通り、資本金の30倍もの資産を保有する「投資」金融機関となつていた。彼らの投資先は多種多様だつた。

日本では不動産投資部門に活発に投資していたし、企業買収にあつても買収先をアレンジするという本来の業務を飛び越えて、みずからファンドを組成し買収主体となることもあつた。各種証券化商品を組成しハイリスクなエクイティ部分は自分で保有しデットを外部に売却するというようなリスクの取り方もしていたようである。基本的に安全性より収益性を重視するカルチャーの中で

生きてきた彼ら投資銀行は、金融市場における最大のリスクテーカーであつたといえる。

今回のサブプライムショックは、証券化商品のデットの投資家にも多大な損害をもたらした。証券化のデットへの投資が実は「有担保融資」であり、担保物権の精査をしなければ本当の融資と同様に貸し倒れが発生するものだということが、初めて認識された。これまで、単なる高格付けの安全資産への投資だと思つていたデットの投資家の多くは、証券化関連商品にはたとえ格付けがAAAであっても投資しなくなつた。また、投資銀行は淘汰され、銀行化していくなか、当面はリスクを減らすことに専念せざるを得ない環境が続いている。

こうして、気前の良い資金の出し手と、きつぷのいいリスクの出し手との双方が消滅することで、過去数年にわたつて醸成されたレバレッジ資金は、その数倍のスビードで消滅した。今回起きたレバレッジ資金の消滅は、レバレッジを生み出した構造そのものが崩壊したことによつて起きたもので、今後金融危機が峠を越え、金融システムが正常化したとしても、回復する見込みはほとんどない。したがって、実体経済もまたこのレバレッジ資金がなかつた時代まで戻るしかないのである。

## 実業のための金融ではなく 金融ありきの実業

今回に限らず、金融バブル特有の現象として、「金融と経済の主客逆転」ということは起こり得ることだ。实体经济で必要な資金を金融市場が提供する、という本来の流れが、資金が提供されるから实体经济が動く、という流れに変わってしまう。

今回起きた主客逆転は過去のバブル期に比べ、はるかに広範な経済を巻き込んでいることが特徴である。本来は住宅の購入意思がない、もしくはあきらめていた低所得世帯も、住宅ローンが組めるため、住宅購入を行った。いくら買い物しても月間の支払金額が増加しない「リボ」というシステムは、米国の個人消費を押し上げる一方、所得対比で117%の債務を個人に負わせる結果となっている。企業は本来手元流動性の範囲内で行うはずの買収を、多額の現金を保有するファンドの力を借りることで、借金をしての合併と規模の拡大に走った。そして最終的には「ファンド」という非事業主体が、豊富な資金を背景に实体经济の方向性を決定するところまで、金融バブルは進行した。

金融バブルの崩壊とは、この経済と金融の逆転が解消することにはならない。「資金需要のあるところ

に、信用創造が起きる」のであって、「信用創造が起きてしまったから、資金需要を作る」のではない世界への回帰である。個人は身の丈に合った消費を行い、企業の成長は生産の成長や利益の成長に基づくもので、他社をのみ込むことによる成長は補完的な戦略にすぎない。自動車メーカーのファイナンス子会社は車を買いたい人に購入資金を貸すための存在であって、無利息でお金を貸すことで、不必要な買い物と借金をさせるために存在するのではない。

1990年の日本のバブル期に、活況を呈した株式市場でいとも簡単に増資ができた上場企業の社長が記者会見で資金使途を聞かれ、「財テクです」と答えて失笑を買ったのと同じようなことがこの5年間世界中で起きていた。無駄な借金も無駄な資金調達もせず、今ある足元現金の範囲内でできることをしていく、という地道な世界が、これからの個人や企業が向かう持続可能な将来だ。

### 投資戦略の目標は

#### 「身の丈に合った株価水準」

最後に現在の米国の消費支出を見てみよう(図)。住宅取得との関連性が高い電化製品や家具などには減速傾向が見られるが、飲食費や日用品への支出は昨年末段階ではほとんど減少していないことがわかる。個人

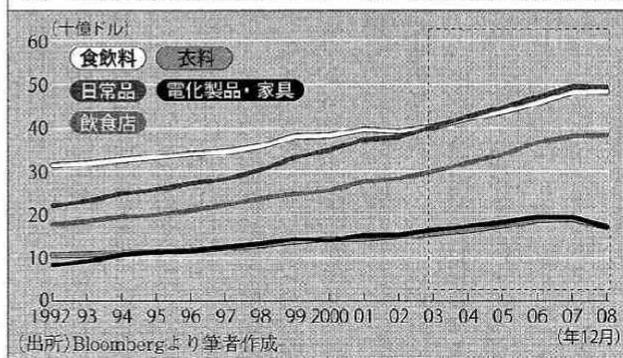
の消費行動は保守的なもので、好景気下の生活パターンを変えるには時間がかかる。また今回のバブルのもとになった米国の不動産価格が下落したといっても、水準はまだ05年のあたりまでしか修正されていない。一方で自動車販売台数のように、昨年の原油価格高騰の影響が重なったため、いち早く修正が終了してしまった産業もある。

経済のレバレッジが金融市場のレバレッジと同様に剥奪されるとすれば、少なくとも前回の不況期である02、03年の水準にまで経済規模は縮小せざるを得ない。センチメントに左右されやすい株式市場は、既にその時期をはるかに遡るところまで下落してしまっただ。それはそれで行き過ぎ感がある。

世界的なレバレッジ資金の回収による世界経済の縮小は、これからも緩急繰り返しながら長く継続すると考える。その中で身の丈に合った経済の規模に早く着地した企業や業種から、順次業績は回復していくであろうし、過去の収益や生産レベルに執着する企業は淘汰されるかもしれない。デレバレッジされた生活に心身ともに慣れるには、まだまだ時間がかかりそうである。

今後証券化という仕組みがすべてなくなると思っていない。金融機関の国有化も一時的なものである

図 飲食、日用品は減少していない(米国個人消費支出)



う。レバレッジはゼロにはならないだろうが、だからといって金融危機が起きる以前の状況に戻ることもないだろう。レバレッジのかららない経済は、これまで大量の燃料を惜しげもなく燃やしてきた経済と比べ、その成長速度も角度も格段に緩慢なものとなるだろう。過去の高成長を忘れられない株式市場は、それでも乱高下はするであろうが、気がつくのと低成長の経済に引張られて元の水準に戻ってしまう、というまさにバブル崩壊後の日本の株式市場の状況を全世界が繰り返すのかもしれない。当面は経済も金融市場も逆張りに見ておいた方がよさそう。