



米国サブプライム・ローン問題の 現状と今後について

はじめに

米国の低所得層向けの住宅ローンである「サブプライム住宅ローン」(以下「サブプライム・ローン」という)の返済延滞率が2006年後半から急上昇をたどり、信用リスクが表面化した。これに伴い、サブプライム・ローンの証券化商品の流動性の低下と急速な値下がりも生じた。これにより、米国の銀行、証券会社、住宅金融会社、証券化機関などサブプライム・ローンの業務に関わる金融セクターの収益・財務の悪化と資金の流動性逼迫が懸念されることとなり、広く「金融システム」の次元の問題として認識されるようになった。これに対し、米国の財務省や連邦準備制度(FRB)など当局は危機管理の対応を逐次取ってきているが、現状のところ安定化の見通しは見えていない。以上のような「サブプライム問題」について、本稿では発生の原因を簡単にたどった後、問題の動向と当局の対応、先行きの見通しについて述べたい。

1 住宅ローンの 急激な増大の背景

米国の住宅ローン残高(集合住宅を含む)

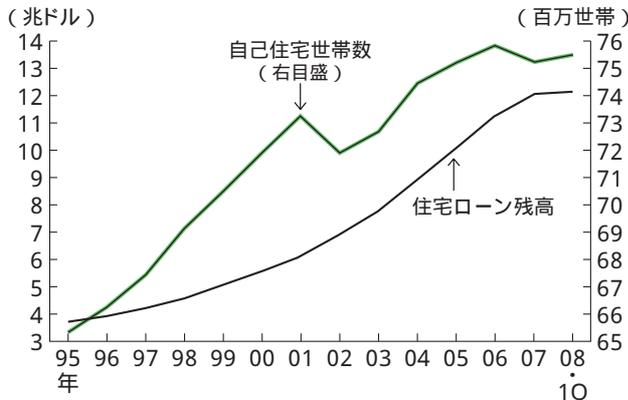
は95年末に3.74兆ドルだったのが、2000年には5.53兆ドルへ増加。06年後半から住宅市場は調整過程にあるが、住宅ローン残高は増加を続け、08年3月末現在、12.08兆ドル(105円換算で1,270兆円、以下換算レートは105円とする)に達している。これは、95年末の残高の3.2倍である。

この住宅ローン残高の増加の背景には、長期にわたる住宅ブームがあった。需要面では、高水準の移民流入などによる人口増加やベビーブーマー(1945~64年生まれ)の子供世代の親からの独立が需要の押し上げ要因となった。95年から07年の間に、米国の人口は270百万人から304百万人へ、世帯数は100百万世帯から111百万世帯へそれぞれ1割強の増加がみられた。

また、米国連邦政府の低所得層向けを中心とする住宅政策の柱が、公共住宅の建設から「住宅投資減税」による持家保有支援や民間の賃貸住宅投資の促進に変わったこと(注2)も大きい。

一方、住宅ローンの供給サイドでは、様々な金融グループが規模の大小を問わず、住宅ローンを中心とする個人金融分野の拡大戦略を進めた。金融制度改革法(Gram-Leach-Bliley Act: 99年11月成立)により、業態間と地域(州際)間の業務分離規制が名実ともに廃止され、銀行、貯蓄金

第1図 米国の住宅ローン残高と住宅保有世帯数



資料 Datastream(FRB, 商務省センサス局)データより作成

融機関，住宅金融専門会社（モーゲージ・カンパニー）と証券会社などを包含・ネットワークする金融グループの形成が進み，住宅金融の貸付から証券化・流動化までカバーする垂直的統合の体制が出来た。

結果的に，95年から07年の間に自己住宅保有世帯数は65.1百万から75.1百万へ増加し同保有比率も64.7%から68.1%へ高まり，21世紀の「アメリカンドリーム」が多くの家庭で実現した（第1図）。

（注1）米国では，不動産融資をモーゲージ（抵当貸付）という方が一般的だが，本稿では日本での言い方にならない「住宅ローン」という。また，商業用不動産や農業用不動産など，住宅以外の不動産を対象とするモーゲージもあるが，本稿ではデータの対象としない。

（注2）地方政府レベルでは，90年住宅法に基づく「HOPE」事業のもとで公社・公団などによる公的賃貸住宅の供給も引き続き行われている。

2 サプライム・ローン 登場と貸出規律の緩み

証券化の進展のなかで，低所得者層向け融資支援策として連邦住宅局（FHA）と退役軍人局（VA）が保証し，政府部門であ

るジニーメイ（GNMA：政府抵当金庫）が証券化する住宅ローンの比率が低下する一方，証券化政府支援機関であるファニーメイ（FNMA：連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（FHLMCA：連邦住宅貸付公社）が保証する住宅ローン（コンベンショナルローン）へシフトする動きが90年代後半に強まった。

しかし，依然として政府が社会的政策の位置付けのもとで直接・間接に住宅金融を信用補強する枠組みは残った。これにより，住宅価格の長期にわたる上昇神話と証券化・流動化ビジネスの膨張のなかで，住宅ローンの信用リスクの感覚が麻痺ないし曖昧になっていった側面も否めない。

このようななか，サブプライム・ローンが90年代後半に登場した。

米国ではクレジット・カード取得や住宅ローンなどの借入をする場合，本来ならば返済能力を示す「信用スコア」が必要となる。全米の主要金融機関の9割以上が利用し業界標準となっているFICO®の信用スコアでは中心帯が720ポイント程度で，630ポイントがクレジット・カードの許可下限の目安といわれてきた。住宅ローン貸出では，前述のレベルの信用スコアを持った上で2割以上の頭金を用意している人がプライム・ローン（優良顧客向け貸出）の適用対象であった。一方，それ以外の低所得者層は前述のFHAやVAの公的な支払保証があるローンなどを主に利用し，90年代後半までは公的保証ローンが全体の3割近くを占めていた。

これに対し、サブプライム・ローンは低所得層向けに信用スコア基準を緩和し、所得、頭金、担保掛目などの審査基準を下げ、貸出対象を広げるとともに、元金支払に多様性・選択性を付与した。元金返済について、一定期間の元金返済の猶予だけでなく、支払利息も低減・猶予という形で様々なバリエーションが設けられた。これは借り易さや当初の負担軽減という点で低所得者層の持家取得に貢献した。その半面で右肩上がりの住宅価格の上昇を前提に、頭金のない返済能力に疑問のある人々に対してまで、住宅販売会社の強気の営業姿勢とタイアップする形でローンの勧誘・推進が行われ、貸出規律に多くの問題があったのではないかという指摘がなされている(第1表)。

サブプライム・ローンの住宅ローン全体に占める比率は03年ごろから急上昇した。03年には3%台であったのが、07年のピーク時には14%に高まっている。サブプライム・ローンの利鞘ないしマージンは一般的に2~7%といわれるが、そこにデリバティブを介在させたタイプではさらに拡大するといわれる。また、金融機関において定

型的ローンであるモーゲージをバランスシートから切り離し証券化ないし証券化商品を組成することによってフローの手数料を稼ぐことで経営効率を高める動きが強まっていた。

住宅ローンをプールし証券化して投資家に転売する比率は、95年には49%だったが、07年には56%に高まっている。このうち、同比率が高まった主因は、サブプライム・ローン増加のもとでの民間機関(コンディット)による証券化であり、95年には7.9%にすぎなかったのが、07年には2割を超えた。

(注3) NY連銀HPの1%サンプル・データによれば、サブプライム・ローン借入者の信用スコア平均は618点(=10.5)である。また、600点以下が全体の38.5%を占める。

(注4) NY連銀HPの1%サンプル・データによれば、金利変動型サブプライム・ローンの平均マージンは6.0%となっている。

3 延滞率上昇と問題の波及・分散

しかし、サブプライム・ローンの多くが、借入から3年前後を経て元金返済猶予や金利低減などの適用期間を終了し貸出条件が変更される「リセット」の時期を迎えた。

折しも、FRBは04年6月以降、それまで

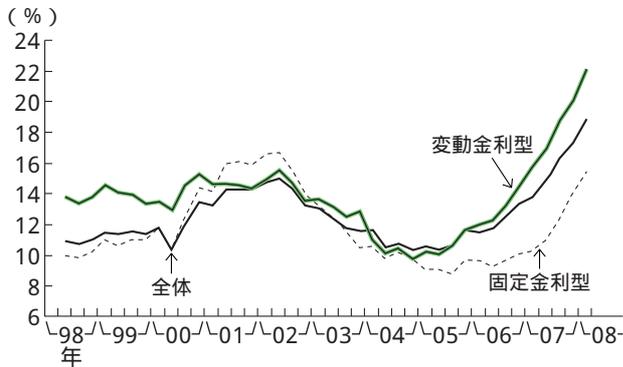
の低金利・緩和政策を転換しフェデラルファンド・レートを1%から06年6月には5.25%まで引き上げた。これらに伴い、変動金利型サブプライム・ローンの借入者を中心に、元金支払負担が急増し、延滞が増加

第1表 緩んだ貸出規律~サブプライム・ローンにおける商品性の問題~

商品性・問題点	説明
高いLoan to Value, 担保過大評価	担保評価額に対して多くを貸し出す傾向。過剰融資や融資手続の違法性も指摘されている
I/Oローン(Interest Only loan)	長期元金返済猶予
0%ダウン・ファイナンス	頭金なし
ネガティブ・アモチゼーション	金利低減し、その分を元本に上乗せ
キャッシュアウト・リファイナンス	月々返済額をそのままに、値上り住宅を担保によりローンを増額して借換えを行う

資料 筆者作成

第2図 米国サブプライム・ローンの延滞率動向



資料 Datastream(米モーゲージ銀行協会)データより作成

した。また、住宅価格が下落に転じたことにより、住み換えや借換えが円滑に出来なくなったことも延滞率上昇の一つの要因といわれる。

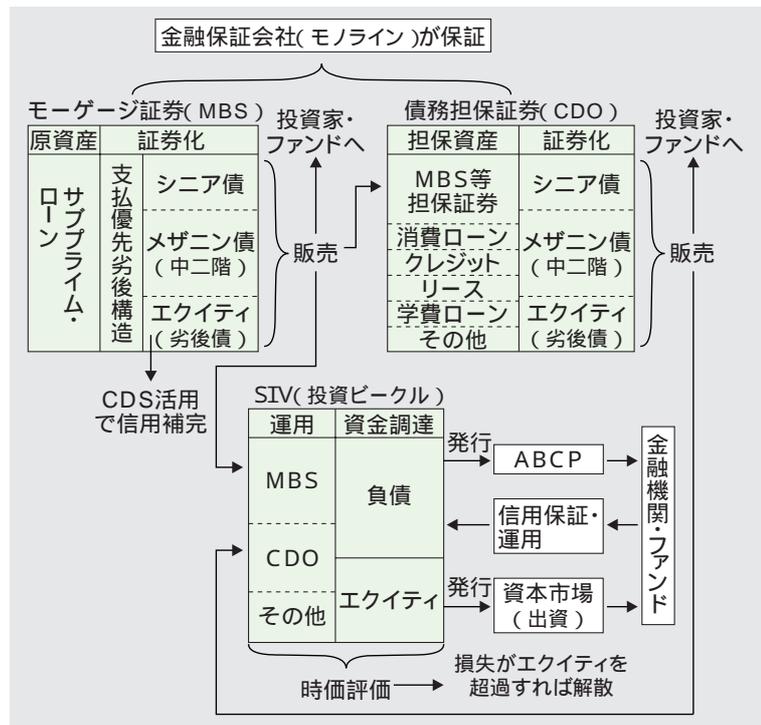
同ローンの延滞率は04年半ばには10%台半ばであったが、08年3月末には18.8%へ上昇、特に変動金利型サブプライム・ローンの延滞率は22.0%に上昇している(第2図)。

サブプライム・ローンの延滞率上昇は、もとより信用リスクの顕在化=貸し倒れの増加という点で問題であるが、サブプライム・ローン担保証券と、それが組み入れられた証券化商品が世界の投資家のポートフォリオに入り拡散していることが、サブプライム問題を正に世界的な金融システム問題としている。

すなわち、サブプライム・ローンを原資産として証券化するモーゲージ担保証券

(MBS)は、投資家のニーズに対応させて、金利は低いが償還確実性の高いとされる高格付けのシニア債と、償還確実性は低いが金利が高く低格付けのメザニン債に切り分けて販売される。同じサブプライム・ローンを原資産としていても、信用リスクの異なるMBSが流通していることになる。このMBSは最終投資家の運用資産に入る以外に、資産担保証券や様々なローンを担保資産とする債務担保証券(CDO)のなかに組み入れられる。また、金融機関やファンドから出資を受けるとともにアセットバック・コマーシャル・ペーパー(ABCP)などを発行して資金調達し、証券化商品に積極運用する特別目的会社形態のファンドであるストラクチャード・インベストメント・ビークル(SIV)のなかにも、サブプ

第3図 証券化によるサブプライム問題の波及(模式図)



資料 筆者作成

ライム・ローンを原資産とする証券化商品が入り込んでいる（第3図）。

これらの証券化商品は、運用対象が分散されていることなどから信用リスクが低いとされ、格付け会社から高格付けが付されるとともに、「モノライン」と呼ばれる金融保証会社から保証を受けて来た。

しかし、07年7月の大手投資銀行ベア・スターンズ社傘下のヘッジファンドの破綻と前後して、相次いで証券化商品の格下げが行われたことで投資家の換金売りが殺到し、サブプライム・ローン関連の証券化商品の時価評価の下落に拍車がかかった。また、市場の売買が急速に細り、市場流動性の悪化に直面することとなった。

例えば、サブプライム・ローンの信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の価格動向を示すABX・HE指数は、低格付けのBBBなどはもちろんのこと最高格付けのものでさえ半分程度に低下している（第4図）。このような形で示されるサブプライム証券化商品の価格下落により、大手金融機関は莫大な損失を

計上している。

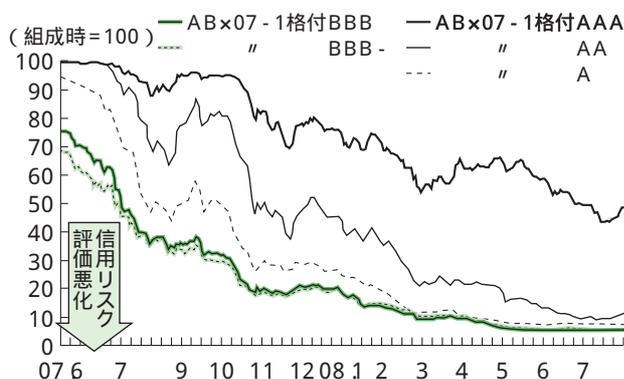
また、市場の信用リスクへの過剰反応は、信用スプレッドの拡大をもたらすとともに、貸出態度の厳格化を強めている。北米投資適格125社のCDSスプレッド（シニア債7年物 シリーズ8）は07年6月には50bp台だったのが、直近では380bpに上昇した。これがそのままではないにせよ、信用スプレッドが拡大し、それによる金利上昇の可能性も懸念される。

証券化商品を運用するSIVへの警戒感の強まりから、その資金調達手段であるABCPの購入が手控えられた。そのため、同残高はピークだった07年7月の1.22兆ドル（128兆円）から直近では0.74兆ドル（78兆円）まで激減している。市場の流動性が低下し信用収縮が生じている証左とみることができる。

このような証券化商品の増大と世界的な拡散のなかで、どこに、どのような信用リスクを持つサブプライム関連の証券化商品が組み入れられ、世界のどこで保有され、ファンドへの出資や保証が行われているのか、全貌の把握は困難を極める。ただし、IMFの世界金融安定性報告（07年9月）などによれば、上記CDOの8割近くは米国のヘッジファンドを含む金融機関が保有するが、15%程度は欧州、1割弱が日本を含むアジアの投資家が保有していると推計されている。

以上のような形で、80年代末の米国貯蓄金融機関（S&L）による不動産融資が不良債権化したことに伴う金融危機とは異なる

第4図 ABX・HE指数の動向



資料 Markit社HPデータより作成

様相をみせることとなったのである。

4 米国当局の対応と 再生への取組み

こうして金融システムの動揺として広がりをみせたことを受け、当局は「危機管理」対応の姿勢を強め、政策を実行してきた。

まず、実態経済の減速が強まったこともあり、政策金利であるフェデラルファンド・レート誘導水準を07年9月から08年4月末まで緊急利下げを含め合計7回、累計で3.25% (5.25% - 2.00%) 引き下げた。

流動性供給として、FRBは07年12月に住宅ローン担保証券を含む広範囲の資産を担保に認める「入札型ターム物貸出 = TAF (Term Auction Facility)」プログラムを開始した。TAFでは、OIS (将来の翌日物金利の取引: Overnight Indexed Swap) を基準金利に、FF金利を下回る優遇金利で期間28日以上 of ターム物の貸出が、毎回300億ドルの規模で行われてきた。FRBは3月7日にTAFの1回の実施額を300億ドルから500億ドルへ増額、同月11日にはプライマリー (政府証券公認) デイラー向けの政府機関債や連邦機関発行の住宅ローン担保証券 (RMBS)、トリプルA格の民間発行RMBSも担保にできる新ターム物証券貸出制度 (TSLF) の創設を発表し流動性不安への対応策を講じた。さらに、3月16日にプライマリー・ディーラー向けの公定歩合 (基準貸付金利) での翌日物・連銀窓口貸出制度 (PDCF) の開始と公定歩合の0.25%引

下げを発表した。また、JPモルガン・チエースによる投資銀行ベア・スターンズの救済合併の際には、ニューヨーク連銀を通じた貸出を行い、サポートした。

ブッシュ政権は、借手保護の支援策として、07年12月に打ち出された証券化関連機関370社以上が加盟する米国証券化フォーラム (ASF) などによるサブプライム・ローン借入者救済の枠組み「HOPE NOW」プランへの支持を表明した。同プランは05年1月から07年7月までに融資を受け08年1月から10年7月までの間にリセット到来を迎える推定180万人のサブプライム・ローン借入者を対象とする。そして借入者を信用力の高低によって3つに分け、最も信用力の高い借入者はFHA保険などを利用した固定金利ローンなどへの借換えを促進、2番目のランクの借入者 (信用スコア660点未満) は現状の金利を5年間凍結するように条件を変更、それ以外の借入者に対しては金利・元本の減免、返済繰り延べおよび必要に応じた差し押さえなどの措置を行い、損失の緩和 (極小化) を進めるとした。

また、住宅ローンのうち5.2兆ドルを保証ないしは保有している政府支援機関のファニーメイとフレディマックの両社の信用不安が^(注5)08年7月上旬以降高まったことを受け、財務省は議会に対し政府出資などの支援強化を要請し、法案が成立した。両社は個別の設立根拠法に基づき政府出資により設立された後、株式が放出され民間会社形態となったが、1990年住宅法より法律上規

制を受けるとともに中低所得層などの住宅取得目標（Affordable housing mission）に沿った事業展開を求められてきた。しかし、上述のような政策目標を担うには資本が過少で保証ないし保有するローン残高に対する中核的自己資本の金額は1.6%程度に過ぎなかった。政府出資により公的部門としての位置付けが明確になり財務基盤と信用力が向上し、米国の住宅金融が円滑化することは歓迎すべきことと思われる。

前述の政府支援機関への出資法案と一緒に、サブプライム・ローン借入者のFHA保険ローンなどへの借換え枠を拡大する法案も成立した。

規制強化の面では、時価評価会計の改善、住宅金融業者の免許基準の強化、FRBの直接的な銀行監督の対象に入っていなかった投資銀行を監督下に置く動きがある。

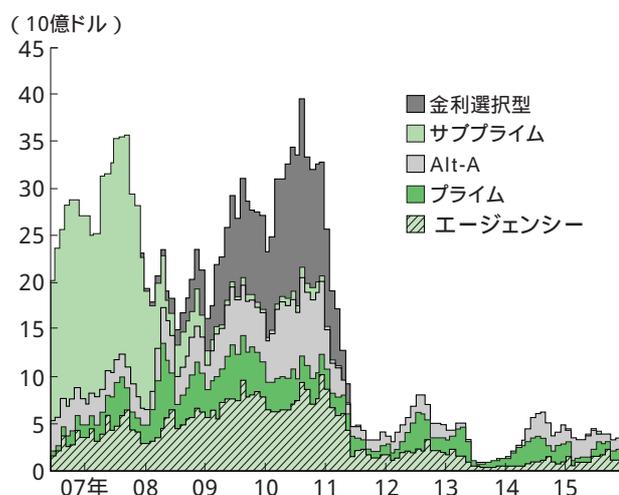
国際的には、国際決済銀行（BIS）のバーゼル委員会や国際金融協会から、リスク管理向上（リスクウエイトの引上げなど）、格付け会社の格付け手法の透明性向上、証券化商品の価格付けの厳格化などについての有益な提言が行われ、採用に向けた検討が進められている。

（注5）ファニーメイとフレディマックの保証対象は基本的に一定の信用力を有する借り手に対するプライム・ローンで、担保価値に対するローンの比率は7割を下回る。

5 沈静化には時間を要する情勢

サブプライム問題の沈静化にはまだまだ時間を要するだろう。延滞の先行きを考え

第5図 貸出条件のリセット金額の推計



出典 IMF 世界金融安定報告(07年9月)第1章P.9より作成

る時、注意すべきなのは貸出条件のリセット金額が今後も高水準で推移すると見込まれることだ。リセット金額は08年にピークを迎えた後、10年から11年にかけて再び増加する（第5図）。

別の推計（FRBホームページのFirst America Core Logic, Loan Performance Dataのデータ）でも、金利変動型サブプライム・ローン借入者のうち、1年以内にリセットが予定される借入者の比率が35.8%、2年以内の同比率が8.4%と見込まれている。

したがって、前述のように借換え対策は拡充されているが、それが実効性のあるものになっていることが重要であり、リスクジュールや貸出条件の緩和等、的確で機敏な対応が求められる。借り手のモラルハザードを助長するという声もあるが、緊急避難としてやむを得ない措置だろう。

しかし、サブプライム問題が住宅ローンのバブルが生み出した第一波だとすれば、

第二波の問題と懸念されているのが、Alt - Aローンの不良債権化である。226万人と推定されているAlt - Aローンでは、サブプライム・ローン借入者に比べ信用スコアは高いが、収入や資産の証明が提出されておらず不動産投資目的の借入^(注6)というケースも多いと指摘されている。サブプライム・ローンと同様にリセット時期を迎え元金返済負担が増すなか、景気悪化で予定していた収入や家賃が確保できない借入者が増加し、08年6月の延滞率は全米平均で9.8%に上昇している。サブプライム問題がノンプライム問題へと進むリスクも無視できない。

世界的な資金フローの収縮が進み、米国、ユーロ圏、日本など先進国だけでなく新興国を含む世界経済の成長下方リスクが懸念される状況である。米国の当局はもちろんのこと、各国当局が連携しながら金融安定化を優先した慎重な政策を取ることが求められる。

(注6) Alt - A借入の不動産物件で借入者が居住しているのは7割強にとどまる。

おわりに

IMFが08年7月末に発表した世界金融安定性報告では、米国のサブプライム問題に端を発した関連損失が、すでに計上された5,000億ドルの2倍の1兆ドルになる可能性を指摘している。これは、悲観的見方に立つリスクとして認識しなければなら

いだろうが、米国の住宅市場が再生に向かう要素は何であろうか。

01年のIT不況からの脱却などを後押しするため金融緩和が長期化したなかで、住宅価格の上昇に依存した貸出規律を失った融資が借換え等を含めて行われ、住宅需要の前倒し・先食いも生じた。これらによる住宅市場の調整が過去2年以上続いている。

しかし、米国には住宅購入に前向きな多くの人々が存在する。米国の住宅保有比率は95年以来大きく上昇し、日本を大きく上回る状況とはなったが、白人層に比べれば、黒人やヒスパニックなどの人々の住宅保有比率はまだ低い。また住宅を取得することは依然としてアメリカン・ドリームの重要な要素であることに変わりはないはずであり、潜在的な住宅需要は大きい。金融機関の融資態度が正常に戻るとともに、景気回復で所得環境が好転すれば、住宅市場が底打ちの時期を迎えることを期待できるはずだ。

<参考文献>

- ・小山高史(2008)「サブプライム、証券化と銀行システム」日本証券アナリスト協会講演要旨(08年3月19日開催)
- ・井村進哉(2002)『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会
- ・フェア・アイザック社HP「Understanding Your FICO® Score」(<http://www.fairisaac.com/fic/en/>)
- ・ニューヨーク連銀HP「Nonprime Mortgage Conditions in the United States」(08年6月) (<http://www.ny.frb.org/>)

(調査第二部長 渡部喜智・わたなべのぶとも)