

## 【 寄 稿 】

# 米国不動産市場の最近の動向（５）

イシイリサーチカンパニー（シアトル）  
代表 石井 隆弘

### ■はじめに

今回から、テーマを不動産証券化に限定せずに、不動産市場全般の最近の動向について寄稿します。また、米国在住今年で通算14年になりますが、その経験も生かして、広く都市問題、住宅問題なども含め、現地事情やホットな話題などもレポートしたいと考えています。

第1回目の内容は、住宅サブプライムローン問題を中心に、住宅市場の最近の動向です。出典は、主として Wall Street Journal誌、Seattle Post-Intelligencer誌、全国不動産業者協会のホームページ及びペンシルバニア大学ウォートンスクールのホームページです。

### 1. 経済動向

#### （１）長引く住宅不振と低い失業率が経済リスクのバランス

Bernanke連邦準備制度理事会議長は、インフレーションの発生について引き続き警戒してはいるが、米国民は相変わらずインフレ期待を持っているので連邦準備制度理事会としては金利を引き上げなければならないという必然性がより低下していることを示唆した。また同議長は、同時に、米国の住宅不振が予想以上に長引く可能性があることにも言及したが、しかしそれは現在までのところ経済の他の部分に悪影響を及ぼしてはいないと語った。

この発言は、5月9日の政策委員会における同理事会の経済の現状認識と一致していた。即ち、低い失業率は経済が過熱する危険があることを意味するが、その危険

は予想以上に長引く可能性のある住宅不振によって埋め合わせられる。それは同理事会がこれから数カ月のうちに短期金利を上下させる必要性がほとんどないことを示唆している。

同議長は、さらに、住宅市場に対する同理事会の認識の変更についても慎重に述べている。住宅販売数が横ばいになった昨年においては、住宅需要がすでに安定してきたように思われると言った。しかし住宅販売数が全般的に一段と下落した今年に入ってから、サブプライムモーゲッジに対するより厳しい融資基準がいつその需要抑制につながり、減少した需要が、大量の在庫を減らすことをより困難にし、そしてその結果として、住宅建設が、当分、引き続き減少していく可能性が高いと述べている。

（“Bernanke’s Sense for Now : Hands Off Lingerin  
Housing Slump, Low Unemployment Keep Economic  
Risks in Balance” , By Greg Ip, Wall Street Journal,  
June 6, 2007)

#### （２）低成長が景気上昇の前兆の可能性—在庫の減少は今後の生産量の拡大を意味し、個人消費は景気を支える

経済成長が、ここ4年間で最も遅いペースとなり、第1四半期にほとんど停滞した。しかし弱さの背後には転換のサインがある。

このスローダウンの原因の多くが、企業が多量の在庫を減らすために生産を縮小したことから生じた。それは、これらの企業が売れない商品の在庫を減らして、生産を増やすにつれて、経済成長が、第2四半期に加速するであろうことを示唆する。

米国商務省は、5月30日、第1四半期のGDP成長率が年率換算値で0.6%であったと発表した。これは、1.3%という、以前の政府見積もりから、急激に下降したものである。また、2002年第4四半期の0.2%以来の最も低い成長率である。2006年第4四半期のGDP成長率は2.5%であった。

輸入の増加と企業在庫の減少が、それぞれ第1四半期経済成長のマイナス要因となり、消費支出における継続的な強さがプラス要因となった。GDPの3分の2以上を占める消費支出が、2006年第4四半期に4.2%増加した後、引き続き2007年第1四半期に4.4%増加となった。

ウォール街は、在庫調整の終了、企業投資での反発及び強い消費支出を根拠に、およそ3%の第2四半期経済成長を予想している。

しかしながら、エコノミストのうちには、消費者が上昇するガソリン価格と住宅市場の不振に直面して、たくましい支出ペースを維持することができるかどうかについて疑問を呈するものもある。「皆が経済は軟調ではない理由を正当化しようとしている。」とNaroff Economic Advisors Inc社の社長であるJoel Naroff氏が言った。

「現実はそのすべてが消費者に依存しているということである。もし消費者が持ちこたえられないようなことでもなれば、問題が生じることになる。」

連邦準備制度理事会当局者は、今週発表された5月定例会の議事録において、潜在的には個人消費を沈ませる可能性のある住宅不振が、以前の予想より長引くであろうという懸念はあるが、しかし、当面は、消費支出は、強い雇用市場と賃金上昇によって支えられると記している。

別に、連邦住宅企業監視局（Office of Federal Housing Enterprise Oversight）からの報告によると、住宅価格が、2006年第4四半期から2007年第1四半期で0.5%増加し、前年同期から4.3%上昇した。数字は、住宅売買及び住宅融資借り換えのデータに基づいており、他の住宅価格についてのデータと比較するとやや好ましい結果を示している。

しかし、商務省からの他の報告によると、住宅建設支出は下落し続けている。住宅建設支出は、2四半期連続して下落した後、4月には1%下がった。商業用不動産部門における強さが、4月の全体の建設支出における0.1%増加に現れている。

（“Slow Growth May Presage Pickup—Thinned—Out Inventories Mean More Output Ahead ; Consumers Propel Economy”, By Sudeep Reddy, Wall Street Journal, June 1, 2007）

### （3）連邦準備制度理事会フェデラルファンド金利を据え置き

連邦準備制度理事会は、インフレーションの改善が見られたが、勝利宣言をする準備ができていなかったとしてフェデラルファンド金利を据え置くことを決定した。2006年6月以来の5.25%である。

Bank of America社のInvestment Strategies GroupのチーフエコノミストであるLynn Reaser氏は、「連邦準備制度理事会はインフレーションの監視を続けている。」と言った。

同理事会は、いつものように、将来の金利操作はこれから入ってくるインフレーションと経済成長についてのデータによって判断されると言った。多くのエコノミストが、同理事会は次の8月7日の会合、そしておそらく年を通して金利を据え置くであろうと考えている。

同理事会政策当局が、成長がこれまでの住宅不振にもかかわらず、上半期にわたって穏健であったように思われたと言って、経済のパフォーマンスについての評価をアップグレードした。

住宅不振、輝きがない設備投資、ふくれあがった貿易赤字及び連邦政府支出の削減という生気のない要因に対して、消費支出だけが、経済成長が立ち往生するのを阻止して、活発であった。雇用市場は、経済の緩慢な中で順調であると分かった。

（“Fed opts to keep key rate steady”, By Jeannine Aversa, Seattle Times, June 29, 2007）

## 2. 住宅市場動向

### （1）不動産業者協会が再び2007年の住宅販売数予測を下方修正

全国不動産業者協会（The National Association of Realtors, NAR）は、再び、住宅市場が依然として「軟調」であるとして、2007年の住宅販売数予測を下方修正した。

中古住宅販売数については、2.9%減少の以前の予測を修正して、618万戸、4.6%減少と修正した。また、新築住宅販売数については、17.8%減少の以前の予測を修正して、86万戸、18.2%減少と修正した。

住宅販売数についての短期的な予測は確かにかなり厳しいものの、年末にかけて回復する見通しを持っている

と同協会は述べている。

同協会のシニアエコノミストのLawrence Yun氏は、「全体的な住宅市場は歴史的に見ても強いが、住宅販売数は最近のブームと比較して緩慢なままである。当面、住宅販売数は狭い範囲で揺れ動くが、年末までには需給も改善されて次第に上方に向かうであろう。」と同氏は語った。同協会の予測によれば、中古住宅販売数は、2008年には、641万戸となり、3.7%の上昇となる。

Yun氏は、伝統的な住宅モーゲッジ金融商品も、長い目で見れば相当の投資利回りを生み出す傾向があるが、最近、不動産市場は、サブプライムモーゲッジ市場における混乱によって揺り動かされており、特にここ数ヶ月は、行き過ぎたサブプライムローンの延滞及び抵当権実行が急上昇していることに注目していると語った。

「今日、住宅購入者は、住宅が長期的な投資の一手段として、住宅購入者の居住支出に対して付加的な利益をもたらすものであるという伝統的な意見を持っている必要がある。もしそうであるとして、特に住宅購入者が元本を徐々に減らしていく伝統的なモーゲッジローンを使うなら、その投資は一般的には長い間に立派な蓄えを作るであろう。」と同氏は付け加えた。

同協会によると、中古住宅販売価格の全国中位値は、2007年に219,100ドルになり1.3%下落し、そして2008年には1.7%上がると予測している。また、新築住宅販売価格の全国中位値は今年240,800ドルになり2.3%下落し、そして来年2.6%上がると予想している。

（“Realtors Cut 2007 Forecast Again”, By Benton Ives-Halperin, Wall Street Journal, June 6, 2007）

## （2）4月の新築住宅販売数が16%急上昇、価格は下落

商務省の発表によると、4月の戸建新築住宅販売数が、季節調整済年率換算値で981,000戸となり、16%の急上昇となった。3月の1.4%下落、2月の3.8%下落、1月の13%下落の後に反転したものである。2006年4月のレベルよりは11%低かった。

また、4月の戸建新築住宅の平均販売価格は299,100ドルであり、3月の324,700ドル及び2006年4月の310,300ドルから下落した。4月の価格中位値は229,100ドルであり、3月の257,600ドル及び2006年4月の257,000ドルから下落している。

4月の戸建新築住宅販売数の急上昇は驚きであった。Dow Jones Newswires社の調査に応じた25人のエコ

ノミストの予測の中位値は、860,000戸であった。また、それは1993年4月の16.4%上昇以来の最も大きい数字であった。

しかし今後については楽観的な人はあまりいない。サブプライムモーゲッジ市場の混乱は住宅販売を制約すると考えられている。4月に実施された銀行の上席貸付担当者に対する第1四半期における貸付についての調査の結果、貸し手はサブプライム及び非伝統型モーゲッジに対しては貸付基準を強化したことを示している。アナリストは、貸付基準の強化によってモーゲッジ承認の数は減少し、その結果住宅販売数は減少していくと見ている。

（“New Home Sales Soared 16% As Prices Decline in April, Capital Spending Increased Last Month”, By Jeff Bater, Wall Street Journal, May 24, 2007）

## （3）サブプライムローンの貸し出しの減少で4月の中古住宅販売数が減少

サブプライムローン市場問題が住宅部門につきまとい、4月の中古住宅販売数がほとんど4年で最も低いペースに下げ戻した。全国不動産業者協会（NAR）は3月の年率615万戸ペースから599万戸となり、2.6%の減少まで落ちたと発表した。

「これは住宅市場の下落が少なくとも年内までは、継続するであろうことを示唆する。」とLehman Brothers社のエコノミストのDrew Matus氏が言った。

NARのシニアエコノミストのLawrence Yun氏は、需要の一層の低下についてはすでに予測していたが、サブプライムローンが激減したことも影響していると指摘した。

「貸し手による精査が進み、リスクの高いモーゲッジローンの実行が停止した。これは消費者と融資機関双方に良いことである。」また、「幸いに、在来型のモーゲッジローンの広範な利用とこれまでの24カ月にわたって創設された450万の雇用が住宅市場を安定させるのに貢献するであろう。」とYun氏が言った。

「サブプライムローンの状態を取り巻いている不確実性によって、住宅購入予定者は、将来ほり取りが取り払われたときに、市場がどのように見えるであろうかを見極めるために、しばらくの間じっとしていようと心に決めているようである。我々はこのような事情があることは分かっていたので、住宅販売数が特に4月にそして春の間じゅう弱いであろうことに少しも驚いていない。」とRBS Greenwich Capital Markets社のチーフエコノ

ミストであるStephen Stanley氏が言っている。

NARは、中古住宅の在庫数は4月末には10.4%増加の420万戸となり、現在の販売数のペースを前提にすると8.4カ月分の供給量に相当するとのことである。3月末の7.4カ月分の供給量から上昇している。

4月の中古住宅販売価格の中位値は、2006年4月の222,600ドルから0.8%下降して220,900ドルになったが、2007年3月の217,400ドルよりは上昇した。

「在庫過剰は、価格上昇をくい止めているが、まだ穏当な下落で済んでいる。」また、「6.0カ月分の供給量が従来の在庫の平均であったが、2005年1月には3.7か月分という非常に低いレベルに落ちたことがある。それがここのところ6.0カ月のレベルを超え、8.0か月以上に達しており、これは中古住宅販売数の低下が継続することを示している。また価格に対する下方プレッシャーともなるであろう。」とMFR Inc.社のエコノミストのJoshua Shapiro氏は、クライアントにメモを送った。

（“Existing-Home Sales Fell in April As Subprime Lending Drops Off”, By Jeff Bater, Wall Street Journal, May 25, 2007）

#### （4）エコノミストは住宅不振が長期化すると予想

エコノミストは、米国の住宅不振が速く回復して、比較的痛みも少ないであろうという考えを断念しつつある。むしろ、この約2年前に始まった住宅不振は、引き続き米国経済に関する主要な障害のままでいて、少なくとも2007年末まで続くものと見ている。その理由は二つあり、一つは住宅の過剰供給であり、もう一つは、住宅ブーム当時、モーゲッジをふんだんに貸し付けたことを反省した貸し手が、一転、貸付に慎重になったことである。

ほとんどの景気予測によれば、まだ、今年の経済は、第1四半期では減速したが今後若干の勢いを取り戻すとしている。最近のデータによれば、製造、民間設備投資及び貿易が軌道に乗っており、それが消費支出に対する住宅価値の下落の逆資産効果を埋め合わせるのを助けることを示している。それはそうとしても、エコノミストのうちには、主として弱い住宅市場のために、経済成長が今年低い水準にとどまると予測するものも少なからずいる。

この心配は、最近、株式債券市場を騒然とさせたインフレーション懸念のうねりと同時に起こっている。経済活動全般における資金調達コストに影響を与える10年の財務省長期証券の利回りが、11か月振りで最も高いポ

イントの心理的には重要なものといわれる5%のレベル以上に上がった。それが株価の大きい下落を導き、ダウジョーンズ工業株30種平均とスタンダード・アンド・プアーズ500の双方が、以前に史上最高値に達した後で、その週には約2%下がった。

また、30年の固定金利モーゲッジの平均のレートは金融出版会社のHSH Associates社によると、5月初旬の6.35%から、6月8日（金曜日）にはおよそ6.65%になっていた。そのレートが1990年代の平均8.2%とは程遠いとはいえ、最近のモーゲッジ金利の上昇は多くの米国民の住宅購入を困難にしている。それは住宅市場に多くの圧力を加え、究極的には住宅市場の回復を遅らせることになる。

Bernanke連邦準備制度理事会議長は、6月5日（火曜日）のスピーチで住宅市場が引き続き弱い状態のままであることを認め、住宅建築は、「新築住宅の在庫の一層の改善が進むまでは、当分抑制されたままである。」と警告した。

振りかえってみると、住宅市場は、2005年までは、住宅価格は全国平均では約60%上昇し、東海岸と西海岸の多くの地域では2倍以上に上昇した。このような狂乱の後に、2005年半ばに冷え始めたわけである。

去年後半には、若干のエコノミストは、住宅市場が2007年の半ばまでには回復し始めるであろうと言っていた。しかし実際にはそのようなことにならなかった。その理由として、売れない住宅の在庫が増加したことと、モーゲッジ債務不履行の急増によって貸し手がローン返済の滞りがちな経歴を持っている人にローンを実行することに慎重になったことである。

New York市のNomura Securities International Inc.社のチーフエコノミストDavid Resler氏は、住宅建築業者が、需要を過大に見積もりその結果戸建住宅及びコンドミニアムの供給過剰を残したという投機に走った実情に驚いていると言う。

同氏によると、4月の戸建住宅建築着工件数は季節調整年率換算値120万戸であり、2006年同期比で33%下がったが、2008年の第1四半期までは現在のレベルが継続し、その後徐々に回復し始めるとのことである。

この予想以上に悪い住宅不振を反映して、Resler氏は、今年後半の経済成長率予測を年率換算で3%から2.8%まで下方修正した。さらに、同氏はおよそ33%の確率で米国経済が2008年に景気後退に入る可能性があり、もしそれがそうであるなら、弱い住宅市場に責任があると語った。何故ならば、住宅の価値の低下は、消費者をいっそう用心深くするであろうし、また多くの住宅関連の

雇用が失われるであろうからとのことである。

High Frequency Economics社のチーフエコノミストのIan Shepherdson氏によると、景気後退はないにしても、住宅市場における弱さが、今後数四半期において経済成長率を平均で2%以下の緩慢なペースに押しやることになるであろうとのことである。

住宅の価値が消費者の消費行動にどのように現れたかについての試算がある。人々は、所有する自宅から現金を引き出すために、モーゲッジの借り換えやホームエクイティローンを利用する。J. P. Morgan Chase & Co社のエコノミストであるMichael Feroli氏によると、住宅ブームのピークである2005年の第3四半期で、人々が年率で7090億ドルの現金をそれぞれの住宅から引き出していた。2007年の第1四半期の時点で、その数はすでに1780億ドルに落ちていた。

一方、空き家が増加している。最近のMerrill Lynch社の報告によると全国で記録的な220万戸の空き家の戸建住宅とコンドミニアムがあるとのことである。通常よりおよそ百万戸も多い。しかし地域によっては住宅市場が依然強いままである。たとえばManhattan、Seattle市、Houston市と若干の他の地域では住宅価格が上昇し続けている。多くの地域では、過去1年にわたって平坦かまたはやや低下した。

同社のエコノミストが、住宅不振はこれからどのように展開するであろうかを予測することは難しいことを認める。「我々は、家計の貸借対照表にある不動産資産の金額23兆ドルの資産クラスの価値の下落が、どのように終わるであろうかについて確かなことはいえない。しかし我々はそれがうまく収まるとは考えていない。」と同社のエコノミストが最近の報告で書いた。

将来の展望は、同様に、平均的な住宅購入予定者にとっても不透明である。

貸し手は、弱い信用実績しか持たない人々のための頭金なしのいわゆるサブプライムローンを停止した。それは、今年住宅を購入することを望んだ多くの人々が、その信用情報をクリーンアップし、頭金を用意するために節約する間、待たなければならないであろうことを意味する。

サブプライムローンについては、次のような警告がある。J. P. Morgan Chase & Co.社のモーゲッジローン部長のDavid Lowman氏は、「サブプライムローン問題の最も大きい部分は、我々の後ろにではなく、我々の前に横たわっている。」ということを警告した。現在は、過去数年間においてローンを手に入れた多くの借り手が、まだ低い初期の毎月の割賦金を支払っている段階であり、

2年か3年後に始まる高率の変動金利に直面していない。そのような時期が来れば、途端に、抵当権の実行は増大する。

リサーチ会社のMoody's Economy.com社のチーフエコノミストであるMark Zandi氏は、2000年から2006年にかけて、貸し手が、年平均約500,000戸の抵当権を実行しているが、2007年及び2008年にはそれぞれ約900,000戸の住宅の抵当権の実行をすることになると予測している。それは住宅市場の供給過剰がさらに深刻になることとなり、若干の地域では一層の価格低下が見られることになる。

（“Economists See Housing Slump Enduring Longer, Downturn Is Expected To Keep Growth Tepid; Retailers Feel the Pinch”, By James Hagerty Jonathan Karp and Mark Whitehouse, June 9, 2007）

#### （5）住宅建設業者の自信の低下

全国住宅建築業者協会（National Association of Home Builders, NAHB）の報告によると、新築戸建住宅販売数のインデックスが、6月には5月の30から28まで減少し、1991年2月以来最も低いポイントを示した。これは、サブプライムローン問題と上昇するモーゲッジ金利のことが心配な住宅建築業者が自信を失った結果であるとのことである。

「サブプライム部門での危機によって、モーゲッジ市場の多くでより厳しい融資基準が設定されるに至ったこと、及び普通のプライムクオリティの住宅モーゲッジの金利が長期金利とともにこれまでの一ヶ月の間はかなり上昇したことは明確である。」とNAHBのチーフエコノミストのDavid Seiders氏が言った。

同氏は、住宅販売数はこれからの何カ月にわたって減少するであろう、そして住宅建築着工件数の改善がおそらく来年前半までかかるのではないかと予測する。「結果として、我々は、住宅市場が2007年後半の経済成長に対してマイナス要因となるのではないかと予想する。」と彼が言った。

6月のインデックスは、現在と近い将来の販売見通しについての質問に答える409社の住宅建築業者の調査に基づいたものである。インデックスが50を超えるということは、「良好な」販売数と見る業者数が、「非良好な」販売数と見る業者数を上回ることを意味する。インデックスの算出に使われた数は季節変動調整済である。

（“Home Builders’ Confidence Declines” By Jeff Bater, Street Wall Journal, June 18, 2007）

#### （6）5月の住宅建築着工数は減少

商務省によると、5月の住宅建築着工件数が季節調整済み値で年率147.4万戸となり、2.1%減少した。この減少は、1月に13.9%の急落後、最初であった。エコノミストは、5月の住宅建築着工件数の3.5%の下落を予測していた。

（“Stocks Seesaw on Housing, Oil”, By Joanna Ossinger, Wall Street Journal, June 19, 2007）

#### （7）住宅価格の持続可能性

PMI Mortgage Insurance Co. 社のU. S. Market Risk Indexによると、シアトルの住宅価格は、この2年のうちに、調査の対象になった50の最も大きい大都市圏において、25番目に、下落する可能性があるとのことである。

同社の経済分析部長のLaVaughn Henry氏は、「これは、Seattle大都市圏は住宅価格が比較的安価なので経済的にも住みやすいという事実——そして堅調な雇用市場を持っているという事実を物語っている。」と言った。

この報告は、California州やFlorida州のように近年著しい住宅価格の高騰を経験した2つの州の6つの大都市圏で、この2年間で価格の下落の可能性が大きいと指摘している。最もハイリスクの大都市圏は、Calif. 州のRiverside大都市圏、Phoenix大都市圏、Las Vegas大都市圏及びCalif. 州のWest Palm Beach大都市圏とのことである。

「住宅価格の下落リスクの最も大きい市場が共通に持っているものは、急速に上昇する価格ボラタリティーの歴史である。」また、「不安定さの歴史を持っている市場は将来相場下落を見る可能性がいつそう高い。」とPMI社のチーフリスクオフィサーのMark Milner氏が報告書で触れている。同インデックスは、Dallas, Houston, Pittsburgh及びIndianapolis各大都市圏のような市場での下落は、最も低いことを示している。

同時に、UCLAのAnderson Forecast社のDavid Shulman氏は、住宅価格が最近のピークから2009年にかけて全体として10パーセント下落していくであろうと予測した。

「現在は確かに住宅価格の上がり下がりが激しいときであるが、自宅所有が長期の投資であることを思い出すきっかけである。住宅購入予定者にとって、住宅市場は多くの地域で1年前と比較してもより友好的な市場である、しかしあなたは慎重に住宅モーゲッジを選ぶ必要がある。もしあなたがすでに自宅を所有しているのであれば、あなたは長期的な視点に立って、将来その住宅価格がどれくらい上がるかについて、現実的な数字を持っておく必要がある。」とMilner氏が言った。

住宅価格の上昇が緩慢であるということは、人々がいつそう慎重でなければならぬであろうことを意味する。また、「以前は、人々はほとんどいかなる場合においても機会があれば自宅を売却してしまおうとねらっており、住宅価格の上昇率が高い水準であることを当てにしていた。しかし現在はもうそういう時代ではない。」とHenry氏が言った。

（“Home prices likely to hold, study suggests, Seattle ranks 25th in U. S. for risk of falling value over the next two years” By Aubrey Cohen, Seattle Post-Intelligencer, June 19, 2007）

#### （8）5月の中古住宅販売数はほとんど変化なし

全米不動産業者協会によれば、中古住宅販売数は5月に本質的に変化はなかった。

5月の中古住宅販売数は、季節調整済み値で599万戸となり、4月の上方修正された601万戸から0.3%減少した。2006年5月の668万戸から10.3%下まわった。

NARのシニアエコノミストのLawrence Yun氏は、市場が軟調であることは理解できると言った。「私は、現在住宅市場についての最も大きい障害は、心理的なファクターと審査基準の強化でサブプライムローンの借り手がいなくなってしまったことであると思う。」と彼が言った。「世帯の形成が、2006年後半から劇的に遅くなった。ルームメイトと同居したり、あるいは親元に引っ越して来ているからである。」住宅購入予定者は、雇用創出、経済成長、好意的なモーゲッジ金利及び住宅価格の安定という基本条件を考慮しながら、住宅市場が安定の兆候を示すまで、真剣に待っているとのことである。

住宅在庫数が、5月には443万戸となり5%増加した。これは現在の販売ペースを前提にすると8.9カ月分の供給量に相当し、4月の8.4ヶ月分から上昇している。

("May Existing-Home Sales Show Market is Under Performing", By Walter Molony, REALTOR. org, June 25, 2007)

### (9) 5月の新築住宅販売数が1.6%減少、価格も下落

商務省の発表によると、5月の戸建新築住宅販売数は、季節調整済み年率換算値で915,000戸となり、1.6%の減少となった。同時に、4月の新築住宅販売数が930,000戸で13%上昇であると、以前の981,000戸、16%上昇を下方修正した。これは、住宅建築業者が自信を失っていることとサブプライムローン市場がひどい状態になってきているからであるとのことである。

在庫については、現在の販売ペースを前提にすると、推定536,000戸で7.1カ月分の供給量を表している。4月には、推定542,000戸で、7.0カ月分の供給量に匹敵した。

価格中位値は、2006年5月の238,200ドルから下がって、236,100ドルになり、0.9%下がった。平均価格は、1年前の293,900ドルから上昇して、313,000ドルになり、6.5%の上昇であった。今年4月の価格中位値は232,700ドルであった、そして平均価格は299,600ドルであった。

("New-Home Sales, Prices Decrease", By Jeff Bater and Laurence Norman, Wall Street Journal, June 26, 2007)

## 3. 住宅サブプライム問題

### (1) サブプライムローンの崩壊：その責任と今後の課題

サブプライムローンのトラブルは拡大しているように思われる。株式市場は混乱状態にある。Alan Greenspan氏と他のエコノミストは、経済がダメージを受けていると言う。消費者団体は最高2百万人の米国民が家を失うと予測する。

政府は何かをすべきであるか？政府は何らかの救済措置を講じるべきであると主張する人が増加している。それでは誰が救済されなければならないのか。金を失うことになる貸し手なのか。あるいはサブプライムローン担保証券に投資しているヘッジファンドなどの投資家なのか。急騰する毎月のローン返済額を処理することができない持家所有者なのか。

モーゲッジ市場の実態と過去の政府による救済事例を調査したWharton Schoolの教授陣の結論は、慎重に検討すべきであるということである。同校の不動産学と金融学の教授であるJoseph Gyourko氏は、「私は差し当たり、おそらくそれをそっとしておくべきであると思う」し、救済措置が将来人々をいっそう無謀にする可能性があることを警告して言う。「我々はモラルハザードを持ち込んでしまうことを望まない…。我々は現在までのところこの問題を十分に理解しているとはいえないので、どのような救済措置を定めても誤りを犯すか又は不正確であるであろう。」と述べた。

実際、彼が言うように、市場はすでに問題を修正しつつある。貸し手が劇的に最も危険なローンの提供を停止した。例えば、頭金又は借り手の収入証明書を必要としないローンあるいは借り手自身が毎月いくらを支払うべきか決めることを許すようなローンである。

Wharton Schoolの金融学の講師であるKen Thomas氏は、リスクな選択をする人々と団体こそが、通常、最も良く深刻な結果を耐えるものであると論ずる。

「我々が、2001年に、最近では最大の金融危機に直面していたとき、我々はドット・コム株の暴落で金を失った人々を苦境から助け出すことを考えたか？」と彼が尋ねる。「我々は、政府ではなく、市場自身が規制するようにすべきだ。市場がより良い仕事をする。」と言う。

### まれな「完璧な嵐」

一般に、低収入あるいは傷ついた信用力のために普通の「プライム」モーゲッジの資格を持つことができない借り手に発行されたサブプライムローンは、関係者すべてがその固有のリスクを負っている。貸し手は、借り手が債務不履行に陥るというより大きいリスクに直面する。すなわち、毎月の割賦金の返済の停止である。サブプライムローンのバスケットに基づいて発行されている有価証券を保有する投資家は、借り手の債務不履行がその所有財産の価値を低下させるであろうというリスクに直面する。また借り手は、ほとんどのサブプライムローンは変動金利型であるので、上昇する金利が毎月の割賦金の返済額を急騰させるであろうというリスクに直面する。

ローン金利の上昇の結果として、モーゲッジ銀行協会(Mortgage Bankers Association)によれば、サブプライムローンの借り手のおよそ13%が2006年の終わりまでに支払い遅延に陥っていた。それは2年前には10%程度であった。そしてそれは通常のプライムローンの2.6%と比較すれば、いかに大きなものであるかが分か

る。サブプライムローンの件数が、2005年と2006年に急増したから、何百万というローンが影響を受けることになる。いくつかの消費者団体が、およそ2百万人の持家所有者が抵当権の実行に直面するであろうと言う。

およそ20件のサブプライムローンの貸し手が倒産し、他の者は何10億ドルもの損害を受けたと発表した。金融機関の株は傷つき、また株式市場全体にも問題が発生した。

Wharton Schoolの不動産学教授のTodd Sinai氏は、このような状況を「完璧な嵐」だと説明している。借り手の収入の減少、金利の上昇及び住宅価格の下落の3つのことが、サブプライムローン市場が急落するために同時に起きなければならなかったとすれば、「すべての3つのことが同時に起きることは極めてまれである」ので、これは完璧な嵐だというわけである。

上院銀行委員会委員長のDodd氏は、持家所有者を抵当権実行から守り、信じやすい借り手にハイリスクのローンを強要した略奪的な貸し手を厳しく取り締まることを内容とする法案を提出する予定である。Clinton上院議員は、返済の遅れを取り戻すために持家所有者により多くの時間を与えるという、連邦政府によって義務化された「抵当権実行タイムアウト」制度の導入を推し進めている。さらに、同上院議員は問題を抱えた借り手が家計を立て直すことを難しくする早期返済ペナルティーを削減することを望んでいる。

全国コミュニティ再投資連合 (National Community Reinvestment Coalition) は、連邦住宅庁 (Federal Housing Administration) に、サブプライムの借り手である低収入の持家所有者のローンをリファイナンスする新たな権限を与え、そのためのファンドを設置することを望む。

しかし、状況は本当に政府介入を必要とするほど悪いのか? Sinai教授は、「我々はまだ分からない。延滞は、債務不履行とはまだ距離がある。」、多くの問題を抱えた借り手が結局は政府支援なしで切り抜ける可能性はあると論じる。過去において、しばしば融資条件を再交渉することによって、典型的には、貸し手が、借り手が抵当権の実行を避けるのを、手伝うことをより好んだ。確かに、それが今回も起きるであろうことは明確ではない、なぜならこれまでの10年間にわたって多数のローンが、モーゲッジ担保証券として投資家の手に渡っているの、潜在的に貸し手による点検をいっそう困難にしているからである。「私は静観的な態度が適切であると思う。」と同教授は語る。

経済研究会社のFirst American CoreLogic社は、最

近、変動金利型モーゲッジローンを持っている持家所有者の圧倒的多数が、抵当権の実行から逃れるであろうと報告した。110万件の抵当権実行が予測されているが、それらは、経済に悪影響を与えないで済む6年あるいは7年にわたってスプレッドされるであろうと言った。

## 鉄鋼、飛行機及び自動車

財務危機に政府が介入した先例がある。

1971年に、連邦議会が米国の最も大きい軍需請負企業であるLockheed社にたいして、破産を避けるために、2億5000万ドル銀行融資を受け取ることができるようにするためのEmergency Loan Guarantee Actを通過させた。同社は、すでに新しい定期航空機の開発へおよそ9億ドルを投資していたが、英国のエンジン供給元であるRolls-Royce社が倒産したので、困難に直面した。Lockheed社は、「倒産するにはあまりにも大きい」か、あるいは、いっそう正確に表現すると、倒産することが容認されるにはあまりにも大きい、と思われる会社の典型的なケースであった。同社の破産が60,000人もの雇用を奪い、米国の防衛力に大きなダメージを与え、さらに航空会社のような、他の産業にも悪影響を与えたかもしれない。

1980年に、自動車メーカーのChrysler社は、破産を避けるために15億ドルの融資保証を要求して、そして受け取った。本質的に、旧式の大型自動車は、1970年代のアラブの石油危機の後に続いたコンパクトカーの時代に、競争力を失っていた。この場合も、同社は破産することを許されるにはあまりにも大きくて、さらに米国経済に不可欠であると思われた。

多くの人にとって、今回のサブプライム問題に最も類似した状態は、1980年代後期から1990年代初期にかけての貯蓄貸付組合危機に対処するための1250億ドルの政府による救済措置であった。金融の規制緩和が、貯蓄貸付組合に危険な貸し付け行為を許容し、そして不動産に投資することを許した結果、1,000以上の貯蓄貸付組合が倒産した。重要な要因は、金利上昇によって、多くの預金者がその資金を、証券会社や投資信託会社のような他の金融機関の運用するリターンの大きいマネーマーケットファンドに移動させたことである。また、貯蓄貸付組合などの経営者の詐欺と背任が、同様に大きな要因であった。

このケースでは、政府は、経済に対する悪影響の防止と何百万人という罪がない預金者救済のために財政出動に踏み切った。今回のサブプライムローンの借り手と異

なり、貯蓄貸付組合の預金者はリスクの高い賭けをしたわけではなかった。彼らはただ銀行にその資金をつぎ込んだだけである。

Gyourko教授は、S&L危機とサブプライムローンのメルトダウンにはまったく類似点はないと言う。これまでのところ、ただおよそ20のサブプライムローンの貸し手が倒産しただけである。そしてサブプライムローンはモーゲッジ担保証券の中にプールされて、流通市場で取引されているから、損失は、ローンを実行した金融機関で濃縮されるよりむしろ世界的に投資家の間で薄められるであろうとのことである。

同教授は、市場自体が危険な行動を抑制するので、「確かに貸し手を救済することを望む人はいない。」と論じて言う。「市場は貸し手に対して、『いいですか、もしあなたが再びそのようなローンを実行するなら、非常に高くなりますよ。』と言っている。」とも言う。

最近、銀行は今までより強くなっており、2004年6月以降、深刻な銀行倒産はない。そのような金融機関に対してリスクの大きいローンを実行すべきではないと指導するということが政府の役割ではない。ほとんどのサブプライムローンの借り手は困難な状態に直面しているわけではない。ただサブプライムローンが利用可能であったからこそ、多くの人が家を買うことが可能となっただけである。「事実上、現在サブプライムローンの実行を制限すべきであると主張するグループのいくつかのグループが、かつては貧しい人々へのローンをもっと実行すべきであると銀行に働きかけたのだ。」とThomas講師が言う。

サブプライムローンのメルトダウンから学ぶべき主な教訓は、借り手は、提供されるローンのリスクをよく知る必要があるということであるかもしれない。より徹底して情報開示が必要であり、Gyourko教授は、「もし規制が必要であるというのであれば、借り手のためのより良いインフォメーションの提供であるべきだ」。例えば、ローン申請者に対して、もし現行利率が上昇するならば、毎月の支払いが正確にどのように上昇するかを明確に示すべきであると主張する。

Sinai教授によれば、サブプライムローンの貸し手も、また、サブプライムローン担保証券を買ったヘッジファンドのような投資家も、いずれも取ろうとしていたリスクは十分分かってはいたはずだ。このリスクを引き受けるという貸し手と投資家の自発的意志は、さもなければローンを得ることが可能ではなかったかもしれない借り手のために良かったことになる。しかし、貸し手と投資家が自発的意思でした賭けによって金を失ったビジ

ネスを、政府が苦境から助け出す理由がないとのことである。

## Miamiのコンドミニアムフリッパー

救済措置についての提案は、ほとんどが借り手に焦点を合わせている。Dodd上院銀行委員会委員長といくつかの消費者団体は、多くの借り手が、リスクを隠した略奪的な貸し手によってサブプライムローンへと誘い込まれたと信じており、また専門家は、サブプライムローンの貸し手はモーゲッジブローカーに対しプライムローンの2倍から3倍のコミッションを払ったと言う。従って、同委員長は略奪的な貸し付けを禁止する法案を提出するであろうと言っている。しかしまだ細部は詰まっていないようだ。

これまでのところ何人のサブプライムローンの借り手が本当に犠牲者なのかということは明確ではない。「私は、この特定のエピソードで起きていることについては、我々は、逸話的ともいえないように何も知らないのではないかと思う。」とSinai教授が語る。また、もしサブプライムローンへのアクセスを持っていなかったならば、家を買わなかったはずの人がかなりいたかもしれないし、もしそのような人が抵当権の実行で家を失うなら、再び賃借人の立場に戻るというだけのことでないか。

「それでそのような人にとってどれくらい状況が悪化したというのか?」「恐らくそう大きいものではなからう。」とSinai氏は語る。

他の借り手は、疑いもなく投機家といていい。その人は借金を広げすぎて、プライムローンを手に入れることができなかったのである。莫大で、不必要なリスクをとることを選択した人々は、公共の同情と手助けを受けるに値するであろうか? 「マイアミやラスベガスその他どこでもいいが、何故、コンドミニアムフリッパーに手を貸さなければならないのだろうか? その人は、何戸かのコンドミニアムユニットに頭金を出した後、抵当権の実行をじっと見守っているところである。さて、このような人々をどこで一線を画せばいいのか?」とThomas氏は問う。

いくつかの消費者団体が、貸し手に対して、借り手に適しているローンしか実行してはならないとする新しい規則の制定を勧めている。上昇する可能性の少ない収入しか得られない借り手には、2年先にはより大きい毎月の支払いを必要とするローンは提供されないことになる。これは証券会社やフィナンシャルアドバイザーに適用されている適合性の原則 (Suitability Rules) に類似する

ものである。例えば、ブローカーが小額の固定収入しかない退職者に対して、ストックオプションあるいは他のハイリスクの投資商品に投機を勧めると、業務停止又は業務禁止を受けることがある。

しかしこれはモーゲッジ業界ではうまく機能しないであろう。「適合性の原則が証券業界では実行可能なのは、不適当な有価証券を売ることによって得るブローカーの短期的視点からの利益が、通常、満足したクライアントの登録名簿を維持していくという長期的視点からの利益に反するからである。モーゲッジローン市場では、それと対照的に、クライアント指向のローン提供者は少ない。ほとんどのローン提供者は借り手との長期の関係を持っているわけではないし、あるいはリピートビジネスを当てにしているわけでもない。」と、Wharton Schoolの金融学の名誉教授のJack Guttentag氏が3月17日付のワシントンポスト誌に書いている。

（“Subprime Meltdown: Who’s to Blame and How Should We Fix It?”, Knowledge@Wharton, March 21, 2007）

## （2）FannieとFreddieはサブプライムローンの買い上げでイメージ向上

貸し手が融資基準を強化するか、あるいはまったく逃げるかという現実直面して、Freddie MacとFannie Maeがおよそ1.3兆ドルのサブプライムローン市場を支えるのを手伝うために、今後数年にわたって、新たに実行されたサブプライムモーゲッジローンを何百億ドルも買うことにしたいと発表した。Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporationの愛称。連邦住宅金融抵当金庫)とFannie Mae (Federal National Mortgage Associationの愛称。連邦抵当金庫)はいずれも政府関係機関 (Government-Sponsored Companies) であるが、両政府関係機関がサブプライムモーゲッジの急増する債務不履行の解決に名乗りを上げたのは、連邦議会からの信頼を回復せんがためであるといわれている。

FannieとFreddieについては、いずれも会計疑惑が明らかになっており、現在連邦議会は両者に対する規制を強化する法案を議論するのとちょうど同時に、このような信用力が弱く収入と比較して高額な債務を抱えている借り手に対して、手を貸そうという約束は、連邦議会内の両機関に対する支持を取り付けようとするものであるといわれている。これによって、これまでの長い期間

にわたって連邦準備制度理事会等が主張してきたことであるが、両政府関係機関が投資として保有することのできるモーゲッジの総量を制限しようとする立法が遠のく可能性が出てきた。なお、両者は現在1.4兆ドルのモーゲッジを保有しており、この額は全国の住宅ローン貸し出し総額の14%にあたる。

連邦議会は、これまでの数カ月間にサブプライムローンの債務不履行がますます増加し、間もなく抵当権実行の記録的な波が起こり、何十万人もの借り手が持ち家を失うことになることを懸念している。その懸念は、FannieとFreddieは、もしそれらが的確にそれらの金利リスクを管理し損ねるなら、金融危機を引き起こしかねないほど巨大になってきているというブッシュ政権の以前からの警告の影を薄くした。

Barney Frank下院議員は、下院金融サービス委員会委員長であるが、同委員会でのサブプライム問題についてのヒアリングで、モーゲッジを買って、そして保有する会社の役割が有用であることは分かっていると書いた。それは両政府関係機関のモーゲッジ保有は、「この『良くないこと』である。」という認識を根本から見直すと言った。

FannieとFreddieは、貸し手からサブプライムローンを買って、モーゲッジ担保証券にし、そしてそれ自身のポートフォリオとして保有するか、あるいは世界的に投資家に売却するかである。いずれの機関も今まではサブプライムローンを購入したことはなかったが、証券会社によってパッケージされたサブプライムモーゲッジ担保証券のAAAに評価されたものを買ったことはある。

しかしながら、昨日、Freddieの会長兼最高経営責任者のRichard Syron氏は、Freddieが数年にわたって200億ドルのサブプライムローンを購入しそのポートフォリオの中に組み入れることを計画すると言った。Fannieはすでに、「支払いショック」に直面する可能性があるおよそ150万人の持家所有者が、Fannieが買い取ることができる借り換えローンの資格を有するかもしれないと言っていた。

サブプライム市場に対しての両政府関係機関の積極的な直接的参加は、貸し手に対して、住宅購入希望者又は変動金利型モーゲッジから固定金利型モーゲッジに借り換えようとする人で、信用記録の弱いものに対する融資を奨励することになる可能性がある。

Fannieの広報官は、すでに問題を抱えた借り手に手を貸す最近発表された計画に基づいて、サブプライムローンを買っていると書いた。FreddieのSyron氏は、すでに主要な貸し手と相談していて、7月にはサブプライム

ローンを買い始める可能性が高いと言った。

「私は、[計画] が連邦議会と両政府関係機関との関係に害を与えないと考える。信じようが信じまいが、我々はそのような理由でこの計画を実施しているのではない。これは、我々がすべきことをするまでのことである。」とFreddieのSyron氏は言う。

この展開は一種の幸運である。もしFannieとFreddieの会計疑惑が真実であったとすれば、住宅市場が攻撃的なモーゲッジローンによってたきつけられた投機に浮かされた騒ぎに向かっていたまさにその時に、両政府関係機関は完璧なタイミングを選んだといえよう。市場がサブプライムモーゲッジの融資基準を下げていたとき、それらの会計疑惑によってFannieとFreddieはローン購入を減らすことを強いられていた。結局は、貸し手と投資家が、最も悪いローンの大部分をかかえたまま、損失の大部分を吸収することになる。

（“Fannie and Freddie Polish Image with Subprime—Lone Purchases, Plan Aims to Aid Borrowers and May Redeem Firms in the Eyes of Lawmakers”, By James R. Hagerty and Damian Paletta, Wall Street Journal, April 19, 2007）

### （3）Bernanke議長、サブプライム問題経済脅威説を否定

連邦準備制度理事会議長のBen Bernanke氏は、金融システムは「重大な問題なしで」サブプライムモーゲッジ市場からの結果に耐えることができると言った。「我々はサブプライム問題の金融に及ぼす意味を評価するために時間を割いて議論し、損失の大きさを算定しようとし、それらがどれぐらい深刻であるかを見極めようとした。」その結果、「何らかの種類の崩壊の可能性が常にあるけれども、金融のシステムが重大な問題なしでサブプライムモーゲッジ問題からの損失を吸収するであろうという感覚がある。」

サブプライム市場と規制当局の今後の対応について、同議長は、住宅市場全体に対するサブプライム市場での問題の影響は多分限定的であろうと言った。またサブプライム問題が経済のその他の分野に重大なスピルオーバーがあるとは予想していないと言った。

「サブプライムローンの抑制が、住宅購入と住宅投資が今後数四半期にわたって若干抑制される源になることは予想される。また、我々は今年から来年にかけて多くの変動金利型ローンが、利率の変更に直面するにつれて延

滞と抵当権実行の一層の増加を見る可能性が高い。」

「連邦準備制度理事会としては、詐欺と攻撃的な貸し付けを防止し、貸し手が健全なローン引き受け業務を実施し、消費者への効果的な情報開示をすることを保証するためには我々にはできることはすべてするであろう。」と同議長は言った。しかしながら、同議長は、同理事会がこの問題に関してこれから数週間のうちにヒアリングを開催するであろうとだけ言って、特定の規制強化の内容は詳述しなかった。

（“Bernanke Plays Down Threat From Subprime Defaults”, By Stephen Wisnefski and Jesse Thomas, Wall Street Journal, May 17, 2007）

### （4）サブプライム問題でBear Stearns社のモーゲッジのベテランが窮地に

Bear Stearns社のシニアヘッジファンドマネジャーでモーゲッジ市場のベテランであるCioffi氏の運用する二つのファンドのうちよりリスクの高いファンドは、今年の4月までにその価値のほとんど4分の1を失った。

サブプライム市場の下方転換は、Bear Stearns社の今会計年度第2四半期（5月31日に終了）の収益を下げた。同社の困難とは対照的に、Goldman Sachs Group Inc. 社はより少ないモーゲッジ市場への関与を反映して、収益を上げた。それでも、両社はモーゲッジ市場での継続的なサブプライム問題が大きい懸念材料であると言っている。

投資家が現在サブプライム市場の下降を経験しているところであるが、「完全にあなたに免疫性を与えるようなヘッジ戦略によって、損失を予防することはできない。」また、投資家が近年サブプライムローンへの投資によって大きい利益を得、そしてこのリスクの高いサブプライムローンによって損失を被ったが、その損失は、「予想されたはずである。あなたがこのようなことを好まないかもしれないが、それはビジネス人生の現実である。」とBear Stearns社の最高財務責任者のSam Molinaro氏が言った。

Goldman Sachs Group社の金融チーフであるDavid Viniar氏は、さらにより率直であった。サブプライム問題に関して、「私は、我々が底を見たとはまだ思わない。」と言った。

その厳しいリスクコントロールで知られているBear Stearns社は、これまでのところこの混乱から抜け出す方法を見出していない。これは、他のウォール街のファ

ンドが、近々、突然いつ生じるかもしれない巨大な損失の上に寝かせられているのではないか、という恐ろしい疑惑を提起する。

他方、市場の安定化の兆候の一つとして、Merrill Lynch & Co. 社は、16億ドルの新たなサブプライムローン担保証券の発行を開始した。ある市場参加者によれば、それは重要な投資家の関心を生んだ。

（“Subprime Woes Pinch Bear’s Mortgage Star, Risky Fund’s Big Loss Forces a Bond Auction ; Goldman Profit Diverges”, By Kate Kelly and Serena Ng, Wall Street Journal, June 15, 2007）

#### （5）Bear Stearns社、多額の貸付で問題ファンドを救済

Bear Stearns社は、同社の運用する2つの問題を抱えたヘッジファンドのうちの1つに、およそ32億ドルを貸し付ける劇的な決定をした。それは、同社のウォール街の主要な証券会社としての地位にダメージを与えかねないので、神経質なサブプライムローン市場を波立たせる可能性を持っている一つのファンド崩壊のリスクを、食い止めようとするものである。

この同社の貸付決定は、ウォール街のいくつかの大手証券会社との危険が大きい瀬戸際交渉の数日後になされた。ヘッジファンドにおける利益を守ることは、すべての者の望みであるが、同様に、サブプライムローンアセットに多額の投資をしたファンドの清算が、モーゲッジ担保証券市場でより広範なパニックに火をつけるリスクを犯すことも懸念された。

この件は、多くの証券会社が、住宅市場の下方転換の結果延滞で苦しんでいるサブプライムローン部門に多額の投資をしているので、ウォール街が2週間もの期間釘付けにされた。

同社は、ファンドに対する資金貸し付けによってその評判を維持することが出来た上に、結局は、苦闘しているファンドから若干の金をかせぎさえするかもしれない。ライバル会社が売却するか、又はそのファンドとの関係を徐々に休止させるかのポジションを取ったので、Bear社は20億ドル程度の貸付で済む可能性が出てきた。

このBear Stearns社の二つのファンドは、複雑なデットファンドで、ほとんどがサブプライムローン担保証券によって組成されている。かつては200億ドル以上の投資資金を呼び込んでいた。

このクラッシュは、複雑な金融契約書で一杯の世界を

通り抜ける過程で、いくつかの巨大なヘッジファンドが直面する手強い課題に関するケーススタディを提供しているものといえよう。これまでの10年間にわたって、金融市場は大きく発展し、そして、グローバルに拡大してきた。それは、しばしば大量のレバレッジを使用して、賭けをする洗練された、複雑な方法へと導いてきた。

ここ数年を見れば、システムを揺るがすような深刻な金融問題が発生していないことは確かであるが、このサブプライム問題は、いずれ誰かは大きな損害を受けることになる可能性のあるリスクに対する飽くなき欲望を世間にさらし、規制当局、学者、中央銀行当局等関係者間に心配の種をまいた。これまでのところ、システムをガタガタ言わせるような効果を持つしゃっくりひとつもおきていない。大手金融機関が崩壊したわけでもないし、株式債券市場は今までどおり楽天的である。しかしこれからの新たなエピソードが、さざなみを立てるかもしれないという心配をよみがえらせる。

今回のファンドのメルトダウンを考慮に入れて、「規制当局が銀行に対してその融資基準をいっそう慎重に見直すことを強いる可能性が高い。」また、「Bear社がその32億ドルの貸付をすることにより、金融界の経済は非常に否定的な方向で変化した。規制当局が、衰えるローンが破綻することが容認されることを要求するからこそ、米国の銀行制度は安全で、かつ安定しているのである。」とプティック投資銀行のPunk, Ziegel & Co. 社のRichard Bove氏が言った。

近年信用力の低い借り手が住宅ローンを手に入れることがこのように容易になった一つの理由には、ヘッジファンドのような利回りに飢えた投資ファンドからサブプライムモーゲッジに資金が着実に流入していることにある。市場では、すでに、今年早い時期に、このような貸し付けに対しては逆風が吹いていた。ヘッジファンド又はその債権者によるサブプライムモーゲッジ担保証券の売り価格の脅威は、さらにこのような貸付の栓をきつくしめてしまった。このようにして、借り手がローンを手に入れることがいっそう難しくなった。

追加の投資をするためにヘッジファンドに資金を融資した会社—J. P. Morgan Chase & Co. 社、Merrill Lynch & Co. 社、Goldman Sachs Group Inc. 社及びBarclays PLC社のようなウォール街の大手証券会社が、Bear Stearns社の運営するファンドに組み込まれているサブプライムモーゲッジ担保証券に対する市場の食欲をテストして週の多くを過ごした。それは各社が担保として保有しているものである。その結果は入り混

じていた。

言い値かそれに近い値段で買い上げられた資産もあったし、1ドルにつき50セントかそれ以下の売り呼び値であったため各社は引き続き所有している資産もあった。Bear社の救出の試みは、市場の混乱を終わらせることができないかもしれない。両方のファンドの将来は若干不透明である。他の銀行がどのようにこの最近の資金貸し付けのオファーに反応するであろうかは、まだ明確ではない。銀行は、まだ、借入額の大きいほうのファンドからの担保を売り払おうと必死になっているところである。一方、Bear社によって提案された貸付限度額は、借入額のより少額のほうのファンドに生き残る道を与えることが可能になった。

（“Bear Stearns Bails Out Fund with Big Loan”, Injection of \$3.2 Billion Caps Days of Drama ; Subprime Sector Fears, By Kate Kelly and Serena NG, Wall Street Journal, June 23, 2007）

#### （6）Bear Stearns社は氷山の一角ではないかという懸念がウォール街に拡大

投資銀行Bear Stearns Cos.社の2つのヘッジファンドの暴落に近い状態が、ウォール街での不安を増大させている。そしてそれは突然向きを変えて、より広範な市場の下降を招く可能性が出てきた。この2つのファンドは、裕福な個人投資家、他のヘッジファンド及び同社自身の経営陣などの投資を受け入れたものであるが、それは、エキゾチック有価証券、ハイウェー及び森林地のような非流動資産を専門に扱っている投資ビークルで、最近のブームの一つとなっているものである。

証券取引所に上場された株あるいは債券と異なり、このような資産の取引は公開されていない。従ってその正確な価格を付けることは困難である。ファンド・マネジャーがこれらの資産に価値を付与することに広い裁量権を持っていて、そしてしばしばその取引の多くの詳細を明らかにしない。

住宅市場の下方転換が、複雑なサブプライムローン担保証券にダメージを与えたとき、同社のHigh-Grade Structured Credit Strategies FundとHigh-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fundは問題に直面した。このような有価証券は取引が頻繁に行われるわけではないので、損失が急速に拡大する前に迅速に売却してしまうことが困難である。特

にEnhanced Leverage Fundの方は収益を拡大するために、借入金を使っているので、ファンドの収益が悪化すると、槌子の原理が逆方向に作用して損失を拡大する。

多額の手持ち資金のある投資家が、何年も続いた低金利のおかげで、借入金の助けを借りて、しばしば、特大のリターンを求めて、流動性のないファンドに集まった。市場エキスパートのなかには、非流動資産の持つ大きな固有のリスクにもかかわらず、これに投資することがほとんど主流になったことを心配するものもいる。

コンサルティング会社のGreenwich Associates社によれば、2006年に、ペンションファンドや基金のような機関投資家が、ヘッジファンド、不動産及びプライベートエクイティファンドのような流動性のほとんどない資産にその投資総額の10%を投資した。2003年の調査から27%上がったとのことである。基金や財団のような国内の最も裕福な機関投資家の中で、去年、流動性のほとんどない資産に投資された額は、そのポートフォリオのおよそ4分の1を占めていた。この裕福な機関投資家は、もし地平線に姿を現している大きい収益を見るならば、それを長時間待つ余裕がある。けれども多くの他の投資家、特に潜在的に神経質な貸し手から融資を受けている人は、その余裕を持っていない。

YaleとColumbiaの両大学でヘッジファンドマネジメントコースを教えているこの業界のベテランであるLeon Metzger氏が、「多くの投資家が不幸にもリスクに焦点を合わせるよりむしろ収益を追っている。」と言う。

多くのヘッジファンドは、機関投資家から投資成果の一部が支払われることになっているので、ファンド・マネジャーは投資家からいっそう多くの手数料を受け取るためにも、可能な限り高い値を付けて、投資家の関心を引こうとする。さらに、ヘッジファンドは、投資家に毎日の取引の詳細を知らせることにはなっていないので、結果として、投資家は、ファンドがこうむる損失が大きくなるまで分からないことが多い。これは流動性の低い資産に共通していえることである。

非流動性とレバレッジの組み合わせは、従来から、金融危機の主要原因であった。Bear Stearns社のファンド問題が、ウォール街を心配させる一つの理由は、他のファンドのなかにも、同様に、誤った値付けをされた類似の有価証券から組成されているものもあるのではないかとこの恐れである。

M. I. T.の金融学教授のLo氏は、非流動資産又は非流動資産に投資しているファンドは、ローン債権者が突然

コールすることについて心配しなくてもよいし、かつ、引き受けたリスクを理解し長期的な見通しを持っている投資家によって保有されているとき、はじめて高いリターンを期待することができる。「もしあなたが年金基金であれば、非流動性リスクはエクストラの収益をあげる非常に良い方法であるといえる。」と言う。

(“Wall Street Fears Bear Stearns Is Tip of an Iceberg, Near-Collapse Funds Stokes Broader Concerns Over Murky Investments”, By Justin Lahart and Aaron Lucchetti, Wall Street Journal, June 25, 2007)

### (7) サブプライム問題、ロンドンの投資会社に波及

LondonのファンドであるCaliber Global Investment Ltd. 社が、米国の住宅サブプライムモーゲッジ担保証券への投資で多額の損失を出したので、閉鎖する予定であると発表した。これまでのところ、大部分の損失は、2006年に融資基準が最も緩い時代に実行されたサブプライムローンへの投資によって生じたものであるとのことである。また、同社は、2005年のサブプライムローンでも損害を被り、これは、投資家の一部は、サブプライムローンの問題を予期して売却したようである。

同社は、Cambridge Place Investment Management LLPのヘッジファンドを運用する子会社であり、2005年6月にロンドン証券取引所に上場されている。同社は、その価値の53%を失った。残った資産を手放して、12カ月以内には投資家におよそ9億ドルを返却するつもりであると言った。さらに、「この種のアセットクラスへの上場会社を通じての投資需要は現在のところ、不十分なのである。」とも言った。

そもそも2006年に実行されたサブプライムローンは、提供後間もなく、延滞と債務不履行が発生し始めた、いわく付のものであった。2005年のものは今後もっと多くの問題が発生する兆候が見られる。

同社によると、閉鎖については、5月の初旬に検討を開始し、その結果、米国サブプライム市場が崩壊する可能性があることを投資家に告げ、2006年のサブプライムモーゲッジ担保証券の6ポジションを売却し、そのうち3ポジションで損失を出したとのことである。

(“As London Firm Shuts Down, Worries Spread To American Home Loans Made Back in 2005”, By Carrick Mollenkamp, Michael Hudson and Serena NG, Wall Street Journal, June 29, 2007)