

【 寄 稿 】

サブプライム問題のその後と日本への影響

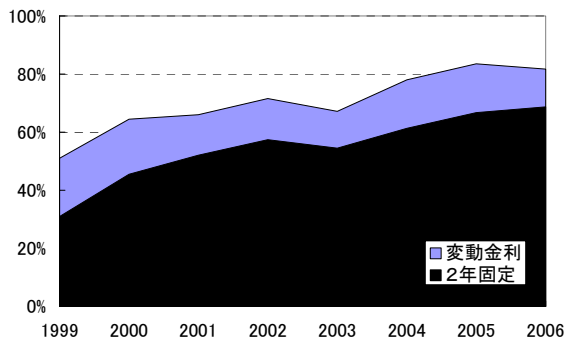
獨協大学 経済学部 教授 倉橋 透
住宅金融支援機構 住宅総合調査室 主任研究員 小林正宏

1. はじめに

サブプライムローンとは、過去に延滞履歴がある等、信用力の低い債務者に対する住宅ローンである。2004年頃から急増し、2005年と2006年には各々60兆円程度貸し出された。これが焦げ付いて、サブプライムを担保としたABS（資産担保証券）の価格が暴落し、世界中の投資家に損失が発生したのがサブプライム問題の第1ステージである。それが実体経済に波及し、プライムの市場にも感染したのが第2ステージである。

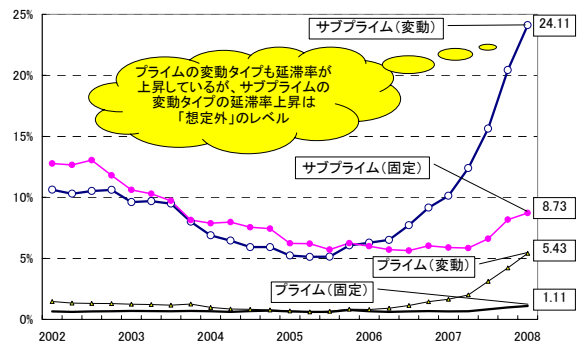
サブプライムローン利用者の多くは変動金利、特に2年固定を利用した。不幸にして、当初固定期間が終了した時点での市場金利が上昇し、返済額の急増で延滞する債務者が続出するペイメントショックという現象が起こった。住宅価格が上昇している間は金融機関が借換に応じてくれたが、1997年から2006年までの10年間で2倍に高騰した住宅バブルが弾け、金融機関の審査が厳格化して借換に応じなくなった。このことで、ペイメントショックが顕在化して、金利上昇の直撃を受けて延滞が急増した。

図1 サブプライム利用者の金利タイプ



(資料) Loan Performance 社

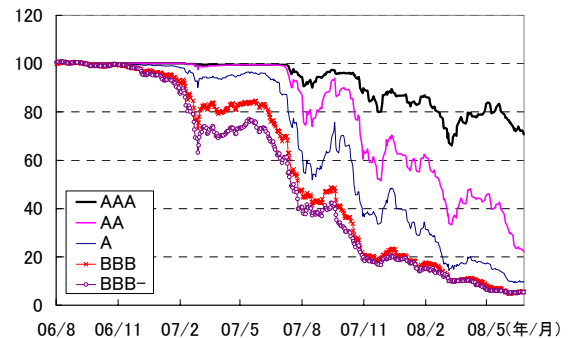
図2 延滞率の推移



(資料) Mortgage Bankers Association

サブプライムローンのデフォルトの急増と、それに伴うサブプライム関連商品の格付けの引下げにより、それらの証券の価格が暴落し、それらを保有する金融機関の損失が膨らんだ。このため、インターバンク市場で「他の金融機関に貸して大丈夫か」というカウンターパーティーリスクが強く意識されるようになり、短期金融市場での緊迫が続いた。また、金融機関が自己資本を毀損すると、自己資本基準を達成するために「貸し渋り」「貸し

図3 サブプライム関連商品の価格下落



(資料) Markit

剥がし」が起こるのではないかと懸念が広がった。

注 1.本稿の意見に及ぶ部分は筆者の個人的見解である。

2.本稿の執筆時点は平成 20 年 10 月 1 日である。

そうした中、今年3月には全米第5位の証券会社ベアスターンズにおいて資金繰り懸念が広がり、瞬間に破綻に至った。

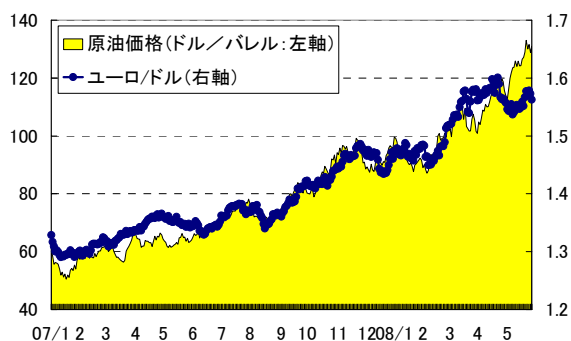
以上が第1ステージにおける問題の波及経路であるが、その背景等については、「サブプライム問題の正しい考え方」(中公新書、2008年)で詳述しているので、ここではこの程度の著述に止める。むしろ、読者の関心は第2ステージで何が起きているかであろう。以下、それを詳述する。

2. サブプライム問題の第2ステージ

ベアスターンズの破綻劇に際し、FRB(連邦準備制度理事会)は、従来は預金金融機関のみ対象となっていた公定歩合による窓口貸出を実質的に証券会社に拡充した。これは大恐慌以来の異例の措置であり、金融不安を阻止するというFRBの断固たる意思を確認したことで、市場には一旦、安心感が広がった。

しかし、サブプライム問題は金融機関の損失という初期的症状から既に感染が拡大している。サブプライム関連商品への信頼感喪失により民間の証券化市場から資金が流出し、その資金の一部が原油、穀物、貴金属等の商品市場に流入した。また、景気刺激のためのFRBによる金融緩和と、米国経済失速懸念から、米ドルが下落したが、このことがドル表示での商品価格の相対的割安感を強め、商品価格の高騰に拍車をかけた。

図4 原油価格とドル相場

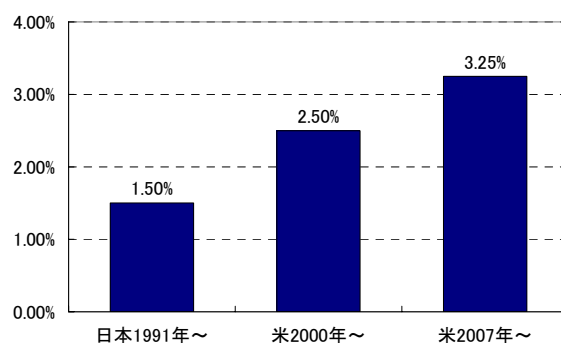


(資料) ブルームバーグ、FRB

本稿執筆時点でのアメリカ経済は、インフレ懸念が高まる一方で、景気の下振れリスクにも直面している。金融政策としては、前者には利上げ、後者には利下げと、相反する対応が必要で、舵取りが極めて難しい。昨年9月以降、今年4月30日まで7回利下げを行い、政策金利

であるFF金利は5.25%から2.00%まで引き下げられているが、足下の物価上昇傾向に鑑み、利上げの必要性を主張するFRB幹部も増えてきている。少なくとも、今回の利下げのスピードは225日間で3.25%という急激なものであり、これは同じ日数で、ITバブル崩壊時の2000年に2.50%、1991年の日本のバブル崩壊時の公定歩合の引下げ1.50%と比較しても、突出した対応である。

図5 利下げのスピード



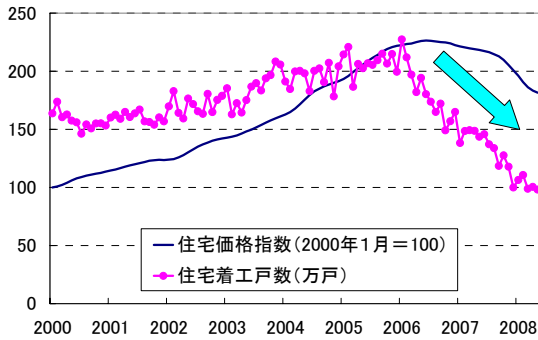
(資料) 日本銀行、FRB

そうした中、失業率は7月に5.7%まで上昇し、個人消費の減速感も強まってきており、2月の緊急経済対策法で措置された減税の効果が落ちる秋以降の景気動向に対する懸念が高まっている。

アメリカでは戦後一度も全米一斉に2桁の住宅価格の下落を経験したことがない。一方、住宅価格は上昇することを前提に、住宅の時価と既往ローン残高の差分である実質持分=Home Equityを活用したHome Equity Loan(HEL)が非常に活発に利用されており、住宅価格が下落することにより、このHELが圧縮されて逆資産効果に拍車がかかるという悲観的な見通しもある。アメリカ議会予算局(CBO)の試算では、住宅価格が10%下落した場合、翌年のGDPを最大2.2%押し下げる可能性が指摘されている。

なお、住宅市場については、差押件数が年初から7月までの累計で166万戸に達しており、このような大量の差押物件の供給により在庫圧力が強く、新築・中古とも在庫月数は10ヶ月前後で高止まりしている。このため、新築住宅着工戸数も季節調整済み年率換算値で100万戸を割る局面が続いており、住宅価格の下落に歯止めがかかっていない。

図6 着工戸数と住宅価格



(資料) 米商務省、S&P

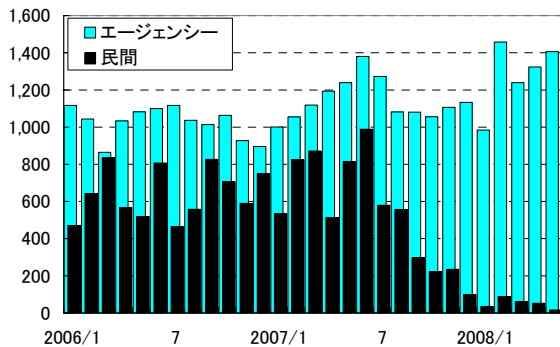
「サブプライム問題」は、単なるアメリカの住宅市場の1セグメントの問題から、既にマクロ経済の環境の問題へとステージが進化している。ある意味、現在アメリカで進行しているのは大恐慌以来の「住宅バブルの崩壊」なのである。このような経験は久しく忘れ去られており、対応しているのも大恐慌に無力だった共和党である。ニューディール政策で大恐慌を克服した民主党のルーズベルト大統領とオバマ候補を重ね合わせる向きもないではないが、そうした中、7月に「米住宅公社」こと、ファニーメイ・フレディマックの「経営危機」報道が突然降って沸いた。

3. ファニーメイ・フレディマックの経営危機

ファニーメイ・フレディマックは、上場企業でありながら、連邦政府との密接な関係から、「政府支援企業 (Government Sponsored Enterprise:GSE)」と呼ばれる特殊な存在である。

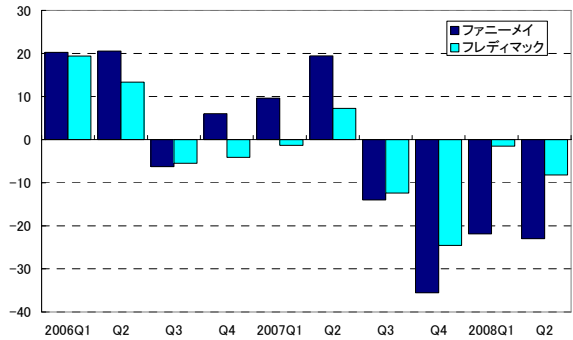
両社は、中低所得者層への持家取得を支援するため特

図7 MBS発行額の推移 (億ドル)



(資料) SIFMA

図8 両社の四半期決算推移 (億ドル)



(資料) 両社記者発表資料より

別法により設置された機関で、サブプライム問題で民間の証券化市場が壊滅的な打撃を受ける中、アメリカの住宅市場を支え続けてきた。両社は基本的にプライムを対象としており、大半は固定金利のため、両社の保有する債権の延滞率はさほど上昇していない。しかし、住宅価格が下落を続ける中、デフォルト債権1件あたりの回収額が減少することにより損失が拡大し、昨年第2四半期以降、4四半期連続で赤字を計上している。

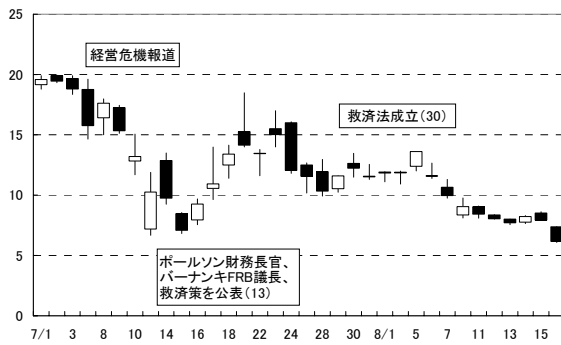
そうした逆境の中、様々な風評被害も重なり、両社の株価が7月に急落した。両社の発行した債券・MBSの残高は5.2兆ドルに達し、そのうち1.5兆ドルは中央銀行を含む海外の投資家が保有している。万一、両社が破綻するようなことになれば、世界の金融市場に未曾有の大混乱を生じかねない。両社の負債には政府保証はないが、政府との特殊な関係から、投資家は「暗黙の政府保証」があると信じてきた。両社はアメリカそのものであり、ここにデフォルトが発生すれば、アメリカへの信認は失墜しかねない。そこで、米政府と連邦議会は極めて短期間で両社への緊急融資枠拡大と公的資金投入を可能とする法案を策定し、7月30日にブッシュ大統領が署名して成立した。

4. 両社の問題と国有化

両社への支援法は成立したが、ポールソン財務長官は「あくまで万一の備えであって、支援策を実施する必要はないだろう」と発言していた。しかし、アメリカの住宅市場の調整は長引いており、いつ住宅価格が底を打つのか、見極めるのは非常に困難である。何故なら、今回の住宅市場の調整は「住宅神話」が崩壊した中でマインドが冷えていることが原因であり、通常の在庫循環で説明可能か、予断を許さないからである。パラダイムシフトが起こっているのであれば、従来の経験則は役に立た

ない。住宅価格が上昇に転じない限り、両社の損失は膨らみ続けるのは必至である。このため、両社の株価は救済法が成立した後も軟調に推移していた。

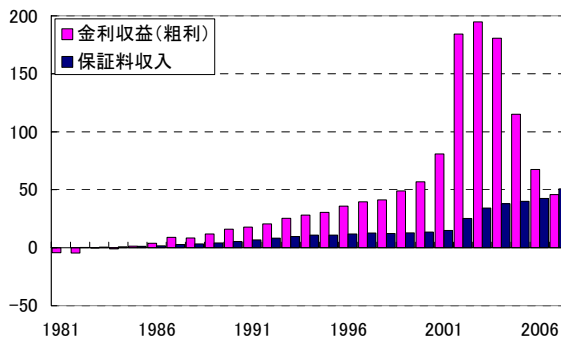
図9 ファニーメイの株価推移（ドル）



(資料) ロイター

両社については、従来、民間金融機関から買い取った住宅ローンを証券化せずにバランスシートに保有し、社債で資金調達を行う「ポートフォリオ投資事業」に対する批判が多かった。住宅ローンには繰上償還が発生するため、キャッシュフローの予測が困難で、両社はそれをヘッジするために多様なデリバティブを駆使していたが、その想定元本は両社合計で2兆ドルを超えており、万一中どちらかでも破綻すれば損失が連鎖的に他の金融機関に波及するシステムリスクが強く懸念されていたものである。一方、住宅ローンを証券化する「MBS信用保証事業」においては、上記のようなALMリスクは投資家に転嫁されており、両社はMBSの元利金の期日払いを保証することを通じて住宅ローンの信用リスク（債務者がデフォルトするリスク）のみを負担していた。前者は金

図10 金利収益と保証料収入の推移（億ドル）



(資料) OFHEO議会報告書

利環境により収益が大きく変動するのに対し、後者は過

去数十年、安定的に推移してきた。

しかし、今回の事態はALMリスクの問題ではなく、住宅価格の下落により回収率が低下するという信用リスクの問題である。延滞率が著しく上昇しているわけではないにも係わらず、損失が急激に膨らんだのは、両社といえども住宅バブルの崩壊というマクロ経済環境の大きなうねりの中では抗うことが出来ないことを示している。それは他の銀行でも同じことであり、既に中堅地銀のインディマックが7月に破綻したが、今後、地方銀行や場合によっては大手金融機関の中に破綻するところが出てこないとも限らない。その意味では、サブプライム問題の第2ステージはまだ幕を開けたばかりという見方もできる。

そうした中、9月7日に突然、両社の国有化報道が世界を駆け巡った。両社の将来像に係る不安感が拭えない中、両社の株価は下落を続け、特にフレディマックの増資はほぼ絶望的な状況となっていた。一方で、海外の投資家の中には両社の債券の購入を控える動きも散見されるようになり、両社が住宅市場を支え続けることが困難になり、資金繰りが急速に悪化した場合に何らかの金融パニックが生じてドル暴落という懸念も浮上していた。このため、両社はまだ債務超過ではないにも係わらず、両社を政府の管理下（Conservatorship）に置き、両社の優先株を財務省が当面10億ドルずつ、将来的には各社1,000億ドルまで取得することによる公的資金注入を柱とする支援策が発表されたのである。経営陣は更迭され、既存の株主については株主責任を問う観点から保護されない形となった。両社を実質的に国有化したことにより当面の金融不安は後退したが、住宅価格の下落という負の連鎖を止めない限り、信用リスクをGSEのバランスシートから連邦政府に移転しただけで、問題の根本的な解決にはならないという見方もある。

今回の国有化に関し、ポールソン財務長官は金融不安を回避しつつ、納税者を保護するために必要な措置であったと強調している。そして、低所得者向けの住宅取得支援という公的使命を持ちながら、上場企業として利益を追求する政府支援企業（GSE）という組織形態自体に矛盾があり、それをどうするかは将来の連邦議会の立法に委ねられているとしている。両社の事業を継続させつつ、公的管理下に置くことは現在のアメリカの住宅市場の環境に鑑み現実的な選択であったにせよ、組織論の本質については先送りせざるをえなかった。少なくとも、両社の経営陣を更迭しつつも、現在の経営危機はGSEという組織形態に内在する問題であり、経営陣の責任は問

われるべきでないとかばっているあたりは、偉大なるポールソン氏を以ってしても全ての問題に対する解が見出せないことを示唆している。

両社は国有化されたが、ある意味、これは株主と経営陣の犠牲の上に債券・MBSの投資家を守ったという見方もできる。7月にカバードボンド導入を発表したが、やはりGSEの証券化のプラットフォーム自体は必要なのだということを強く認識しているのであろう。ファニーメイの経営が破綻したから日本で証券化を実施している住宅金融支援機構は大丈夫なのか、といった声も聞かれるが、これは金融インフラの問題とリスク管理の問題を識別していない議論であり、その程度の議論が出ることも自体、日本は遅れているという見方もできよう。

5. 米金融界の動揺続く

しかし両社の国有化でもアメリカ金融界の動揺は収まらなかった。9月15日には米投資銀行リーマン・ブラザーズの破産法適用申請、同メリルリンチのバンク・オブ・アメリカによる救済合併、9月16日には大手保険会社AIGへのFRBによるつなぎ融資、9月22日には投資銀行ゴールドマン・サックス、同モルガン・スタンレーの銀行持ち株会社への転換の承認等のニュースが相次いだ。ここにハイレバレッジにより高収益を得る投資銀行のモデルは終焉を迎えるに至った。

リーマン・ブラザーズは破綻させ、AIGは救済というブッシュ政権の対応を見ていると、必ずしも一貫性があるわけではなく、実際、ポールソン財務長官も9月19日の声明では「ケースバイケース」であったと認めている。AIGへの支援策公表後も市場の金融不安が拭えず、「ワシントン・ミュージュアル」が破綻し、JPモルガン・チェースが

れるなど、金融機関の大規模な再編が加速している。今回のサブプライム問題による住宅市場の調整が大恐慌以来最大のものであることは間違いないが、金融危機としても、大恐慌に匹敵するものに発展するかどうかは、今後の政策対応にかかっている。

9月20日にはアメリカ財務省が、2年間にわたり、原則的にアメリカの金融機関から、住宅ローンや商業用不動産、およびそれらの証券化商品を買取る方策を公表し、総額約75兆円(7,000億ドル)規模の公的資金投入に向けて議会関係者と調整を開始した。大統領選挙と同日に行われる連邦議会の議員選挙(下院は全員、上院は3分の1改選)を意識し、納税者からの反発を緩和すべく、支援を申請する金融機関に対しては役員報酬の削減やワラントの取得等の措置を講じ、議会幹部とブッシュ政権の間で合意に達したため、9月29日に下院本会議に上記内容を盛り込んだ緊急経済安定化法(The Emergency Economic Stabilization Act of 2008 :EESA)が上程された。

しかし、共和党議員を中心に造反者が続出し、228対205、23票差で否決された。予想外の展開に市場関係者は動揺し、当日のニューヨーク証券取引所ではダウ工業平均株価は▲777.68ドルという史上最大の暴落を記録した。翌30日には、何らかの妥協が見出せるのではないかとという期待から、ダウは485.21ドル、史上3番目の上昇を記録するなど、荒い動きとなっているが、本稿執筆時点で今後の帰趨を占うのは困難である(上院では預金保険の限度額を10万ドルから25万ドルに引き上げる方向で調整中)。

いずれにせよ、これから展開されるアメリカの経済政策は21世紀初頭の世界経済の動向を左右する重要なものとして注目されるであろう。

表1 破綻処理の比較

	業態	公的資金		現在の形態
		資本注入	貸付	
ベアースターズ	投資銀行	なし	FRB融資	JPモルガン・チェース銀行に買収
インディマック	地方銀行	なし	なし	FDICによりヘイオフ実施
ファニーメイ・フレディマック	GSE	当初各10億ドル、最大各1,000億ドル	財務省貸付	公的管理下で存続
リーマン・ブラザーズ	投資銀行	なし	なし	連邦破産法第11条(民事再生)
メリルリンチ	投資銀行	なし	なし	バンクカギに買収
AIG	保険会社	なし	FRB融資	公的管理下で存続
ワシントン・ミュージュアル	貯蓄金融機関(S&L)	なし	なし	JPモルガン・チェース銀行に買収
ワコビア	商業銀行	なし	なし	シティグループに買収

(資料)各社公表資料より作成
買収、「シティグループがワコビアを買収」とも報じら

6. アメリカ実体経済への影響

アメリカ実体経済にも目に見える形で住宅バブル崩壊の影響が及んできている。

個人消費支出については、「戻し減税」の効果が剥落しつつあり、伸びが低くなっている。一方、失業率は上昇が続いている。住宅市況が改善しない限り、今後も実体経済の減速が続くことが懸念される。さらには、こうした実体経済の減速が住宅価格を一層押し下げることも念頭に置くべきである。9月30日に公表された7月のS&Pケースシラー住宅価格指数は、10都市系列で対前年比▲17.5%と過去最大の下落を記録しており、まだ底値

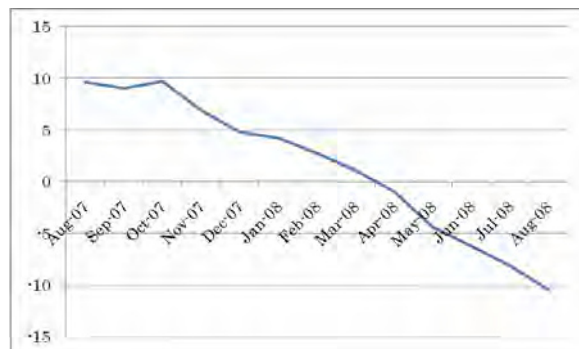
感が出てきていない。第2四半期の実質GDPは2.8%（確定値）のプラスとなったが、失業率は8月時点で6.1%に達しており、今後の実体経済は極めて見通しが厳しいと言えよう。

7. イギリスの住宅ローン市場の動向

イギリスにおいても住宅価格の下落や住宅ローン市場の縮小がみられる。

住宅価格の代表的な指標である、ネーションワイド・ハウス・プライス・インデックスの前年同月比はマイナスに転じマイナス幅も大きくなってきている。2008年8月は前年同月比▲10.5%となった。

図11 イギリス住宅価格の推移 (%)



(注) 1. ネーションワイド社ホームページ (<http://www.nationwide.co.uk>) による。
2. ネーションワイド・ハウス・プライス・インデックスの前年同月比である。

また、イギリスにおける住宅ローン市場貸出しの殆どをカバーするモーゲージ貸出者協会の資料によれば、2008年第一四半期のグロスの貸出し額は752億ポンド（前年同期840億ポンド）、第二四半期743億ポンド（前年同期938億ポンド）、8月推定値218億ポンド（前年同月340億ポンド）と2007年に比べ市場規模が縮小している（the Council of Mortgage Lendersの2008年9月18日プレスリリースによる）。モーゲージ貸出者協会は「8月としては2002年以後最も低い額」としている。

さらに、マネーフアクツによればサブプライムローンの貸し手も2007年3月の32社から2008年3月には20社に減少している（Datamonitor ‘UK Mortgages 2008’ July 2008 による）。

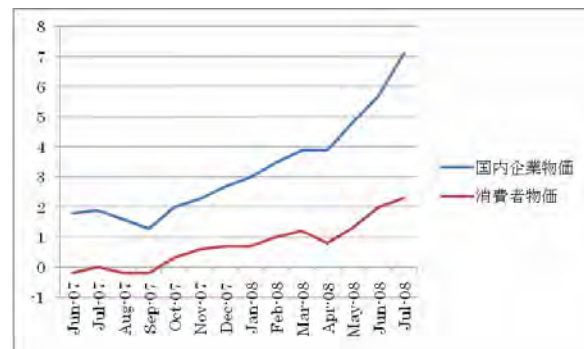
8. 日本経済への影響

前掲の『サブプライム問題の正しい考え方』（中公新書2008年）では、サブプライム問題が日本経済に影響を与える経路として次の三つのルートあげた。

- 1) 投機的資金が原油市場などに流入して価格を上昇させ、消費支出や企業収益を圧迫する。
- 2) アメリカ等への輸出が減少する。
- 3) 株価や投信価格の下落を通じて逆資産効果が生じ、消費が減少する。

このうち、1) について国内企業物価指数の前年同月比及び消費者物価指数の前年同月比をみると図12のとおりである。

図12 日本国内の物価上昇 (%)



(注) 日本銀行及び総務省統計局による。

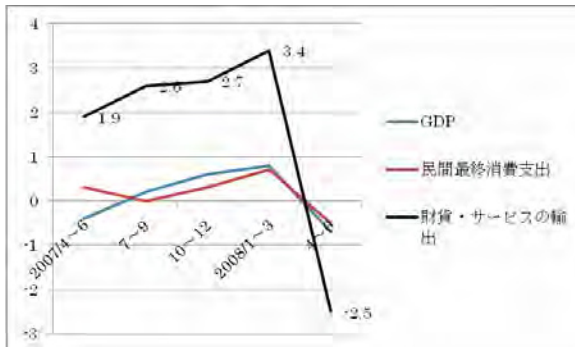
7月までのデータでは国内企業物価、消費者物価とも騰勢を強めている。ニューヨーク市場のWTI原油先物等は値を下げているものの、引き続き物価動向に留意する必要がある。

2) について実質GDP成長率（四半期の前期比）をみると図13のとおりであり、景気後退局面に入っている。

足元では特に輸出に急ブレーキがかかり、前期比で▲2.5%となっているのが注目される。

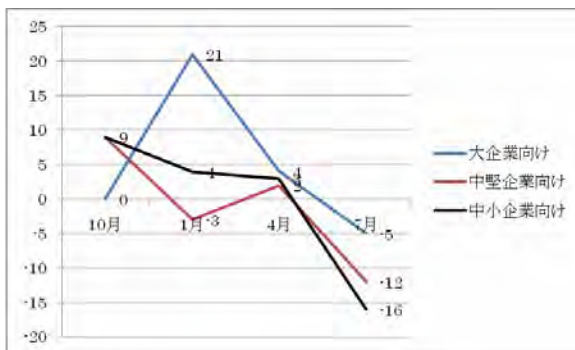
こうした景気動向の中で、業種別の資金需要にも変化が表れている。図14は建設業及び不動産業からの資金需要のインデックスである。プラスは増加、マイナスは減少である。

図13 日本の景気後退 (%)



(注) 1. 内閣府による。
2. 2008年4～6月期は第二次速報値。

図14 建設業及び不動産業の企業規模別資金需要



(注) 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート調査」による。

9. おわりに

本稿執筆時点（10月1日）では、アメリカの不良資産買い取りについての法案はまだ成立しておらず、金融不安の解消には至っていない。また、根本的な問題である住宅価格も下げ止まっていない。一方、ヨーロッパでも、フォルティスやデクシアが公的資金を注入されて救済されるなど、金融危機が深刻化している。サブプライム問題及び実体経済の悪影響がおさまるまでには、まだまだ時間を要しそうである。

今回の金融危機は日本のバブル崩壊や90年代のS&L危機と比較されるレベルではなく、大恐慌に並ぶかどうかの瀬戸際に来ている、という声も日増しに強まっている。ポールソン財務長官は既に「バズーカ砲」を撃ってしまったが、それでも不安は治まらない。日本も警戒水準を高めておくべきであると同時に、危機こそチャンス

を捉え、官民挙げて次世代の経済体質を構築する時期であろう。

※なお、ワコビアの買収に関しては、本稿脱稿後の10月3日に下位行のウェルズ・ファーゴが買収劇に参入を表明し、結果的にはシティからの買収提案を退け、ワコビアはウェルズ・ファーゴに買収されることとなった。これにより、シティは資産規模で全米トップから転落する見通しとなった。

参考文献

倉橋透・小林正宏『サブプライム問題の正しい考え方』中央公論新社、2008年

小林正宏・安田裕美子『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』住宅新報社、2008年

小林正宏・大類雄司『世界金融危機はなぜ起こったのか』東洋経済新報社、2008年

Datamonitor “UK Mortgage 2008” 2008（マネーファクトのデータがこの中で用いられている）

米商務省経済分析局ホームページ

(<http://www.bea.gov>)

米労働省労働統計局ホームページ

(<http://stats.bls.gov>)

英ネーションワイド社ホームページ

(<http://www.nationwide.co.uk>)

英モーゲージ貸出者協会ホームページ

(<http://www.cml.org.uk>)

日本銀行ホームページ

(<http://www.boj.or.jp>)

総務省統計局ホームページ

(<http://www.stat.go.jp>)

内閣府経済社会総合研究所ホームページ

(<http://www.esri.go.jp>)