

# サブプライムローン問題の 正しい考え方

獨協大学経済学部  
倉橋 透

1

## 日本経済への影響

- 株安→逆資産効果  
金融機関の自己資本毀損→貸し渋り
- 円高ドル安→輸出減退
- 雇用
- 税収

2

## 日本への問題提起

- 日本のマクロ経済の運営をどうしていくのか
- 日本の住宅金融はどうあるべきか

3

## サブプライムローンとは

- プライム(優良な)の下にある、信用力の低い顧客を対象とした住宅ローン

4

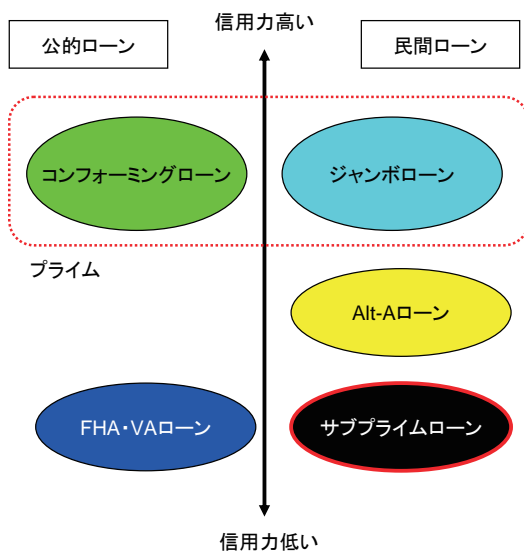
# サブプライムローンの定義

- 延滞履歴、破産履歴、FICO指数(ファイコ指数)による信用力、所得と返済額の比率についてガイドライン有
- 最終的には金融機関の判断

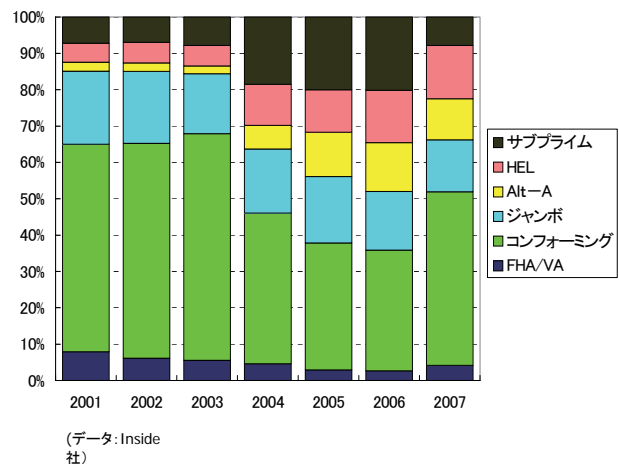
## <サブプライムローンとは>

サブプライムローンとは、信用力の低い者に対する民間の住宅ローン。  
2004~2005年に急増し、フローでは2割程度の規模(2006年)まで行ったが、足下は縮減。

【アメリカの住宅ローンの分類】



【ローン商品別のシェアの推移】



## サブプライムローンの隆盛

- 低金利、カリフォルニア等で住宅バブル
- 新商品登場(IOローン=元本支払いを将来につけ回すローン等)、キャンペーン的に当初金利を引き下げ、審査基準甘く
- 購入者側の姿勢(借り換え前提、確信犯も)

7

## 人種別持家率の推移(商務省)

|        | 1994年 | 2005年 |
|--------|-------|-------|
| 白人     | 70.0% | 75.8% |
| 黒人     | 42.3% | 48.2% |
| ヒスパニック | 41.2% | 49.5% |

8

## 逆回転した歯車

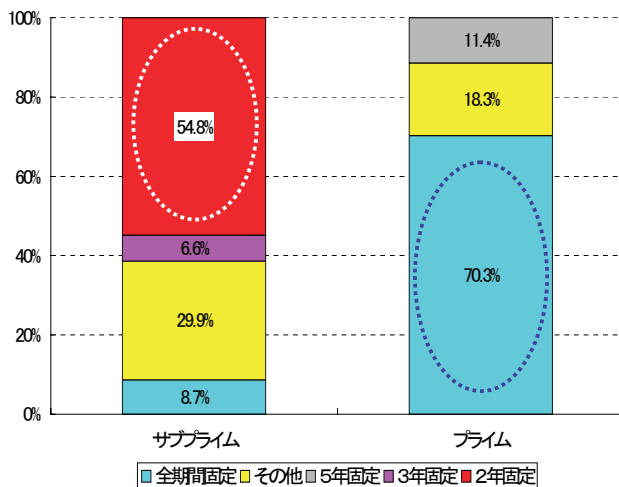
- 固定金利期間が終わり、変動金利に移行する際、借入れ時より高くなった金利が直撃、返済額急増(ペイメント・ショック)
- 住宅価格上昇停止ないし下落により融資態度厳格化、安易な借り換えできず
- 住宅を売っても完済できず
- 延滞率急増

9

### <問題発生の端緒>

アメリカでは、プライムの顧客の7割は全期間固定を利用。サブプライムでは逆に変動金利（特に2年固定）の利用が多く、全期間固定は1割未満。

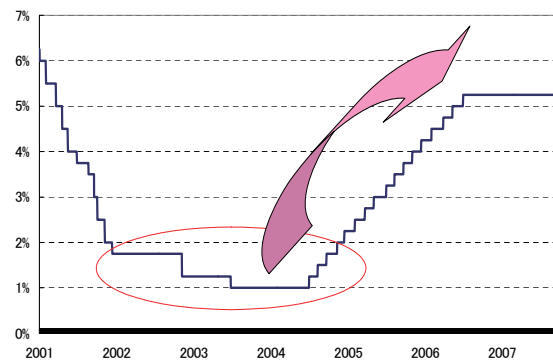
【固定と変動のシェア】(2006年)



(データ:フレディマック)

【アメリカの金利の推移】

2004~5年に急増した2年固定、3年固定の金利見直し時期に短期金利の上昇が直撃



(データ:FRB)

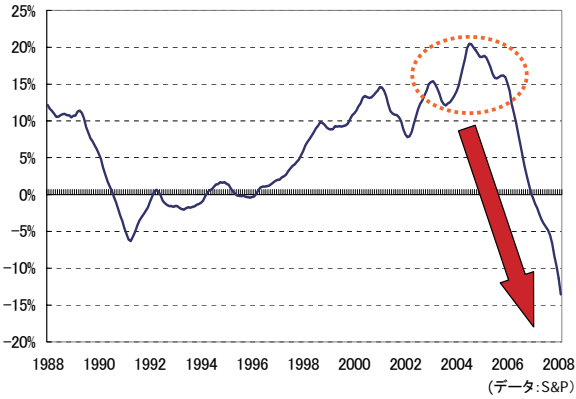
(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

10

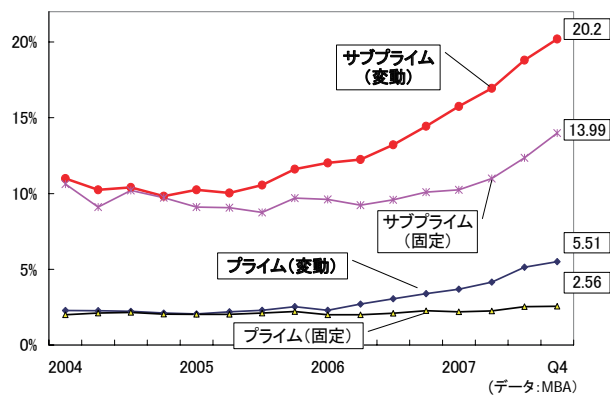
<問題の顕在化>

2年固定の固定期間終了後に短期金利上昇でペイメントショック（返済額急増）が発生。住宅価格の上昇鈍化で借換も出来ず、延滞率が上昇し、サブプライムローンを担保に組成された民間MBSの価格も大きく下落し、サブプライム問題は住宅ローン市場の問題から金融システムの問題に拡大。

【アメリカの住宅価格の対前年比上昇率】

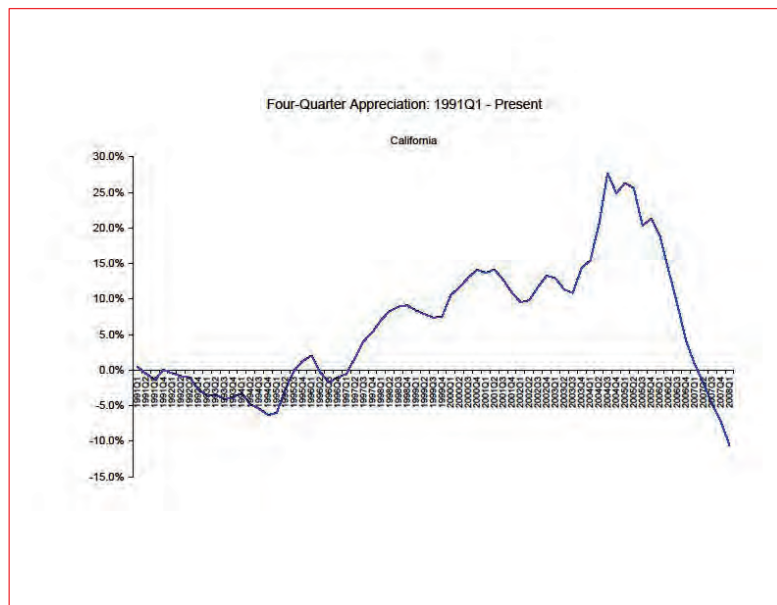


【金利タイプ別プライムとサブプライムの延滞率】

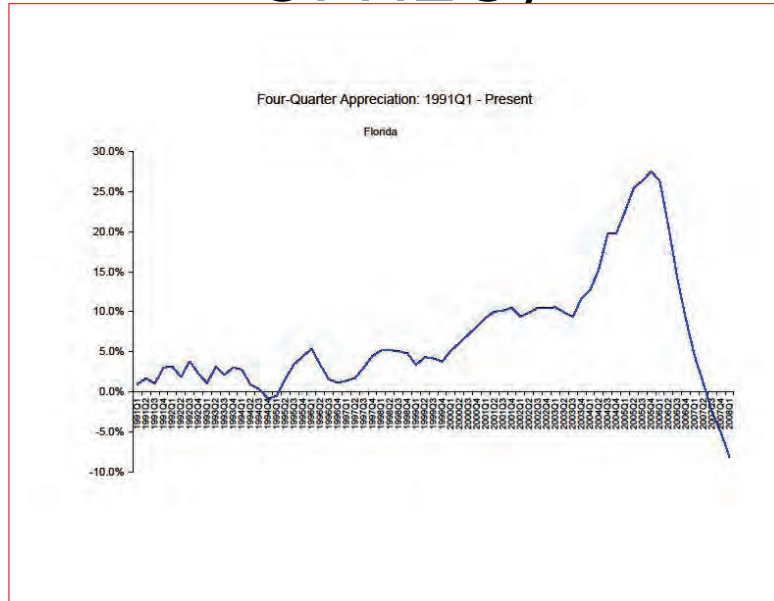


(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

# カリフォルニア住宅価格変動率 (前年比、OFHEO)



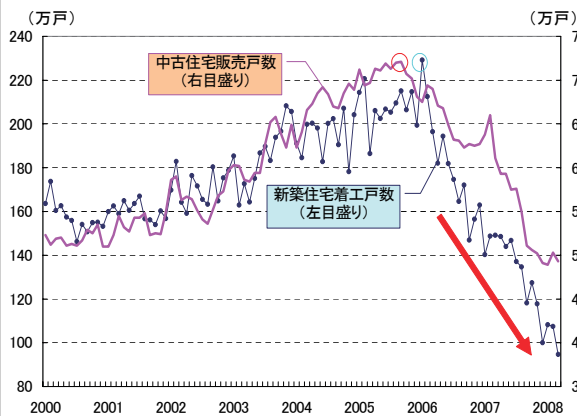
# フロリダ住宅価格変動率(前年比、OFHEO)



13

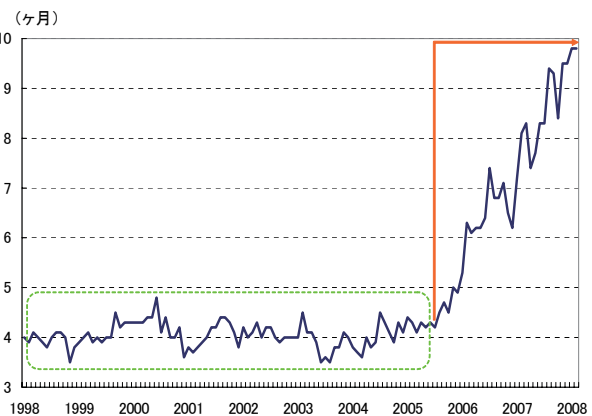
## <アメリカの住宅市場への影響>

■新設住宅着工戸数と中古住宅販売戸数の推移  
※季節調整済み年率換算値



(資料)米商務省、National Association of Realtors

■新築住宅在庫月数の推移  
※季節調整値



(資料)米商務省

(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

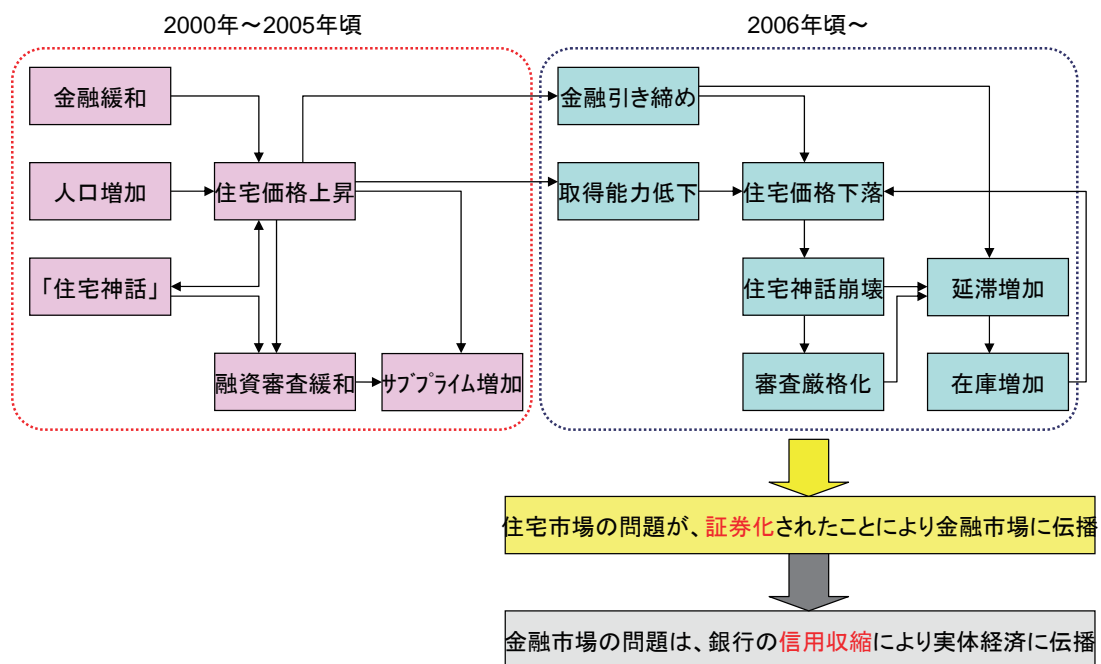
14

## 地域的な住宅市場の問題

|              | 原因             | 主に影響を受けた人 |
|--------------|----------------|-----------|
| カリフォルニア、フロリダ | 住宅バブル崩壊、サブプライム | ヒスパニック    |
| ミシガン、オハイオ    | 自動車産業の不振       | 白人ブルーカラー  |

15

### <サブプライム問題波及の経路(住宅市場)>

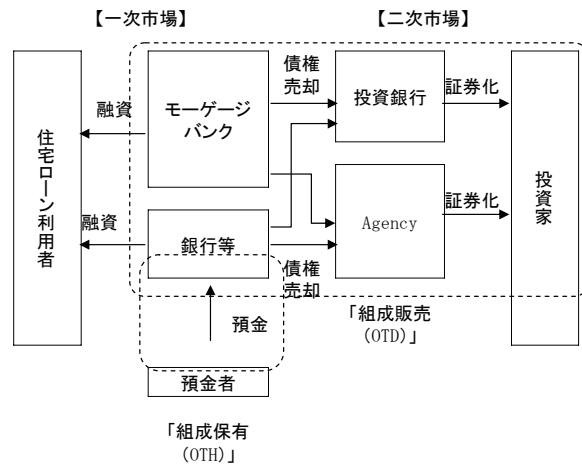


(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

16



# 米住宅ローンのビジネスモデル



(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

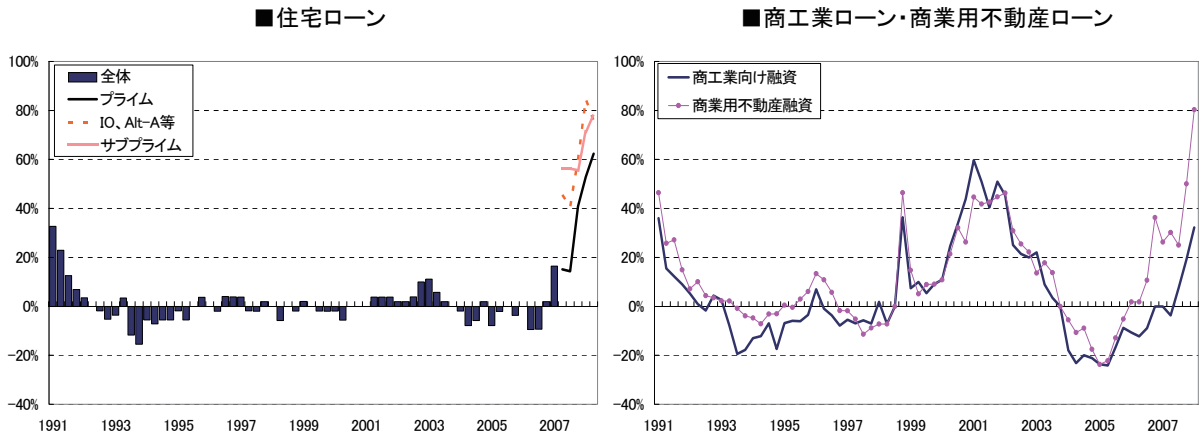
## サブプライムローンの証券化商品の価格推移 ※2006年H2VintageのA格のABX.HE指数



(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

### <米銀の融資審査態度の厳格化>

FRBは四半期に一度、金融機関の融資審査態度が前期と比較して厳格化したか緩和したかを調査。  
 足下では、住宅ローンのみならず、商工業向け融資や商業用不動産向け融資も**融資が厳格化**している。  
 サブプライム問題が広く経済一般に波及し、単なる**住宅市場の問題のステージを既に通り越している**  
 ことを示唆。



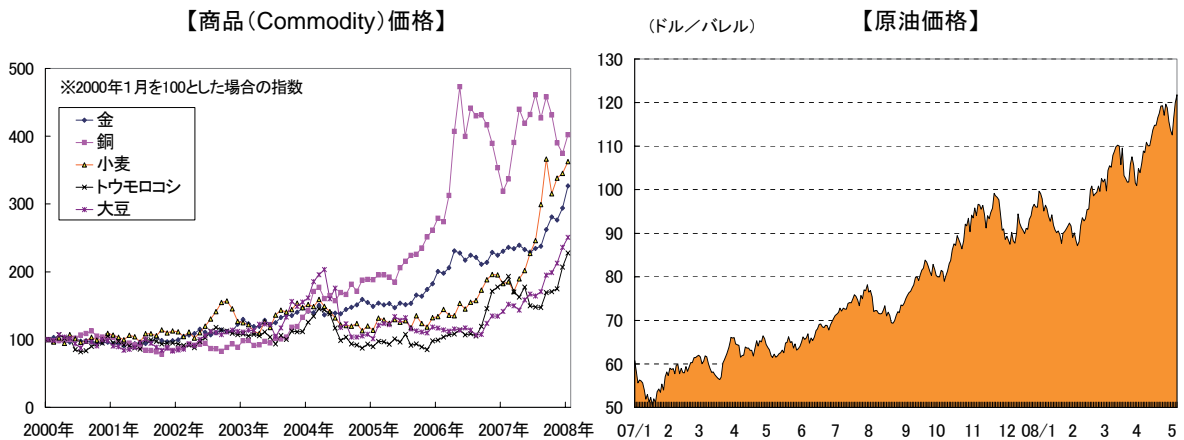
FRB "Senior Loan Officer Opinion Survey"より

※住宅ローンは、2007年第2四半期から区分が細分化され連続性がなくなったので、2007年第1四半期までを掲載。  
 ※商工業向け融資・商業用不動産向け融資は大銀行の数字

(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

### <コモディティ価格の動向>

証券化商品をはじめとした金融市場の混乱で引き上げられた資金は**原油、穀物、貴金属**等の商品市場に流入。  
**インフレ懸念**でFRBはじめ金融当局の舵取りの制約になると同時に、途上国では深刻な食料品問題に。  
 一方で、原油高で潤う産油国の政府系投資ファンド(SWF)は欧米の金融機関の出資に応じるホワイトナイトに。



(資料)ブルームバーグより作成

(資料)米エネルギー省  
 ※米エネルギー省の原油価格は現物で、先物指標のWTIとは若干数字が異なる。  
 ※1バレル=約159リットル

(資料) 住宅金融支援機構 小林正宏氏 作成

## エージェンシーの経営危機

- 住宅価格下落⇒エージェンシーすら焦げ付き額増加(延滞率はさほど上昇せず)
- 風評被害



ファニーメイ・フレディマックの株価急落  
(08年7月以来)  
金融市場の不安材料になった

21

## エージェンシー救済策発表 (08年9月7日)

- 公的資金注入(財務省が優先株取得)
  - 新型融資(財務省より)
  - エージェンシーの発行した住宅ローン担保証券を財務省が買い取り
- ※エージェンシーは約5兆ドルもの住宅ローン債権を保有し、これが破綻すれば世界的金融恐慌

22

## 米投資銀行の破綻、救済合併

- リーマン・ブラザーズ(業界4位)  
08年9月15日、連邦破産法11章の適用申請(救済の話し合いが決裂)  
連邦破産法11章は再建型処理(日本の民事再生法に相当)
- メリルリンチ(業界3位)  
08年9月15日、バンクオヴアメリカが買収発表

23

## 米欧金融不安拡大

- AIGの救済、ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの銀行持ち株会社化、ワシントン・ミューチャルの破綻、ワコビアの救済合併等
- ヨーロッパに金融不安飛び火
- 米緊急経済安定化法案下院で一度否決  
⇒金融不安続く

24

## 当局の対応例

- 金融機関等への資本注入
- 流動性の供給
  - 銀行間取引の公的保証
  - 預金保護
  - 利下げ
  - 時価会計の見直しや検討
  - 景気対策(アメリカ、日本、フランス、ドイツ、中国等)
  - 金融サミット(08年11/14,11/15)

25

## 損失と今後の見通し

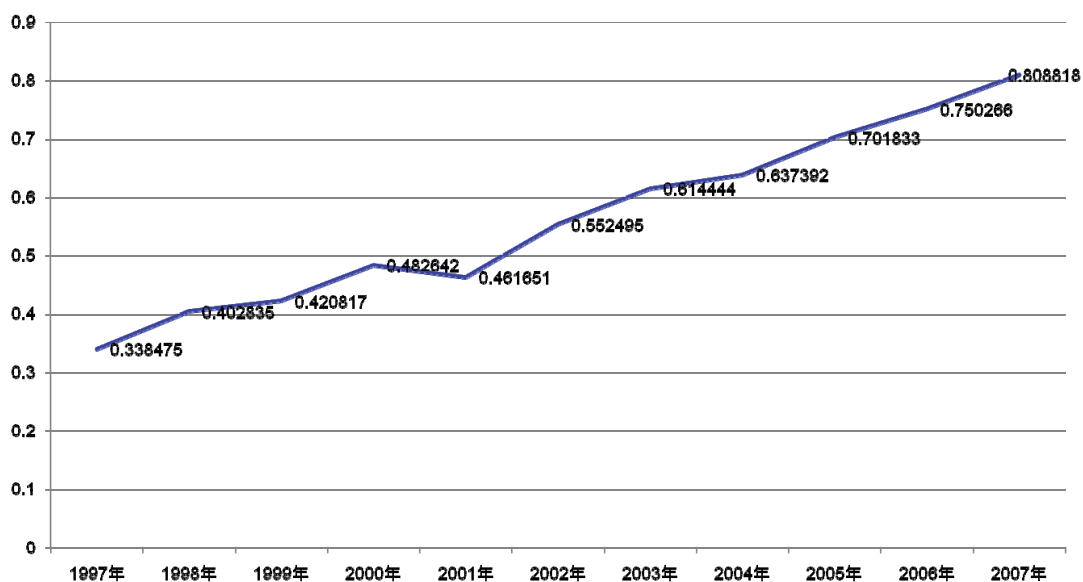
- サブプライム問題で世界の金融機関が被る損失は今後数年間で約1兆4050億ドルに上る(IMF、08年10月7日)



**金融恐慌は回避。ただ火種残る。**

26

## 疑似地価比率(公有地等除く地価/GDP)



27

## 日本の住宅金融への示唆

- 日本の住宅金融がサブプライムと同じタイプ(変動金利)が主流なのは気になる
- 証券化を活用し、長期固定金利ローンの普及を図るべき
- 金利リスクへの理解の徹底、情報開示、証券化市場の発展方策につきさらに議論を深めるべき

28

## 固定金利期間の需給ミスマッチ

- 現状(平成19年度上半期、国土交通省調査)
  - 変動 27.6% **固定金利期間選択58.7%**
  - 証券化支援ローン 4.8%
  - 全期間固定 8.9%
- 希望(平成19年度、住宅金融支援機構ネット調査)
  - 変動 13.0% **固定金利期間選択35.5%**
  - 全期間固定 51.5%

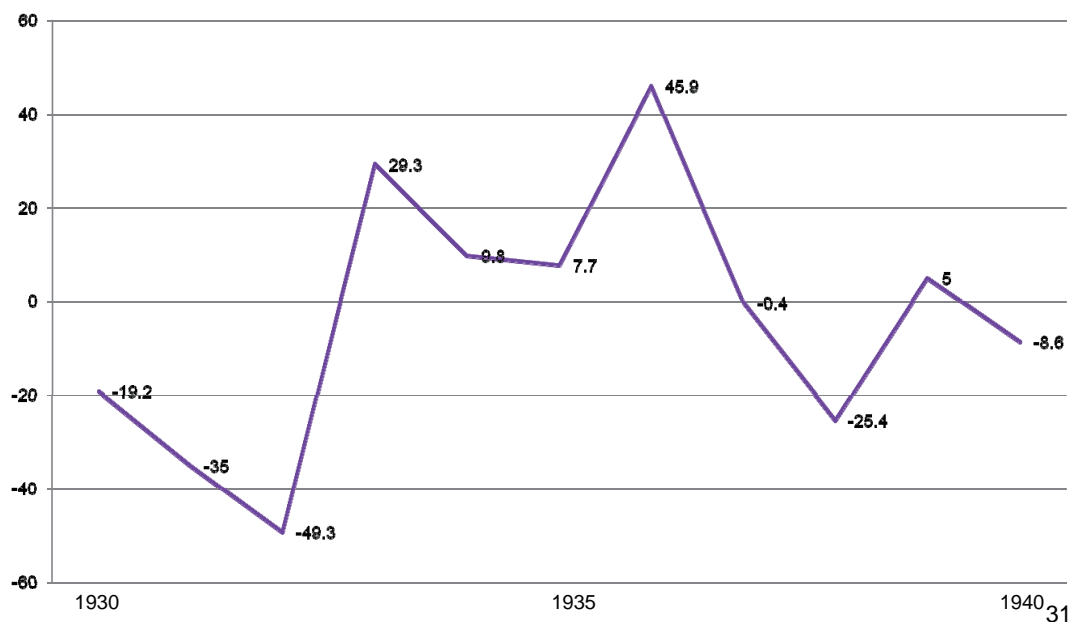
29

## 住宅ローンの商品特性や金利リスクへの認識不足

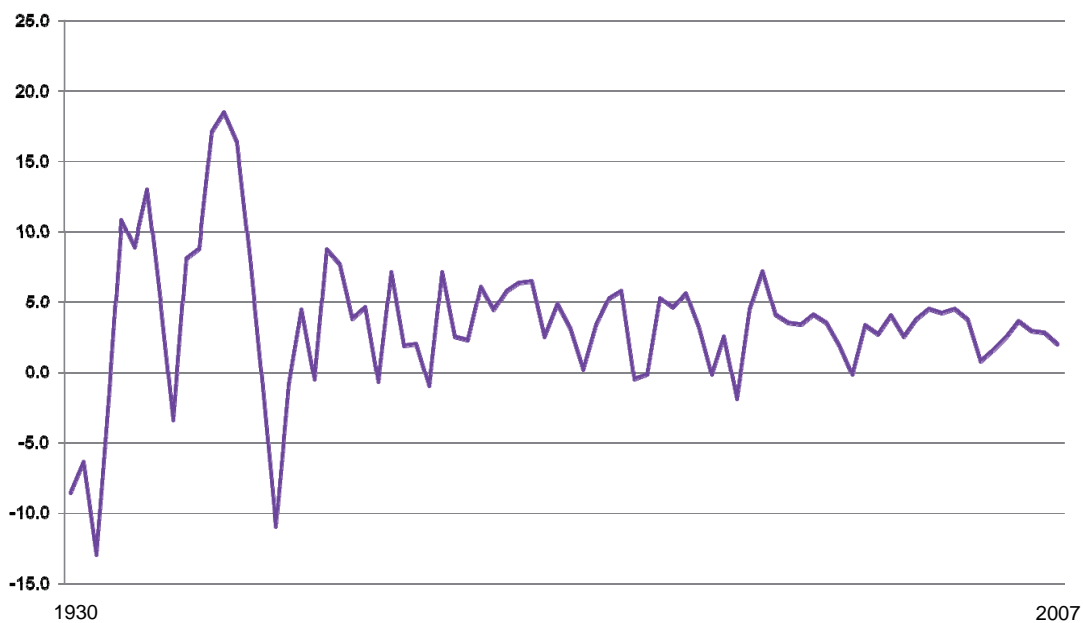
- 適用金利や返済額の見直しルール
    - 「理解しているか不安」+「よく理解していない」+「全く理解していない」
    - 変動 35.1% **固定金利期間選択32.6%**
  - 金利上昇に伴う返済額増加への対応
    - 「見当がつかない、わからない」
    - 変動 13.0% **固定金利期間選択12.8%**
- (いずれも20年7月住宅金融支援機構ネット調査)

30

### S&P インデックス (Common Stocks) (1930-1940) (前年比%、米商務省『歴史統計』による)

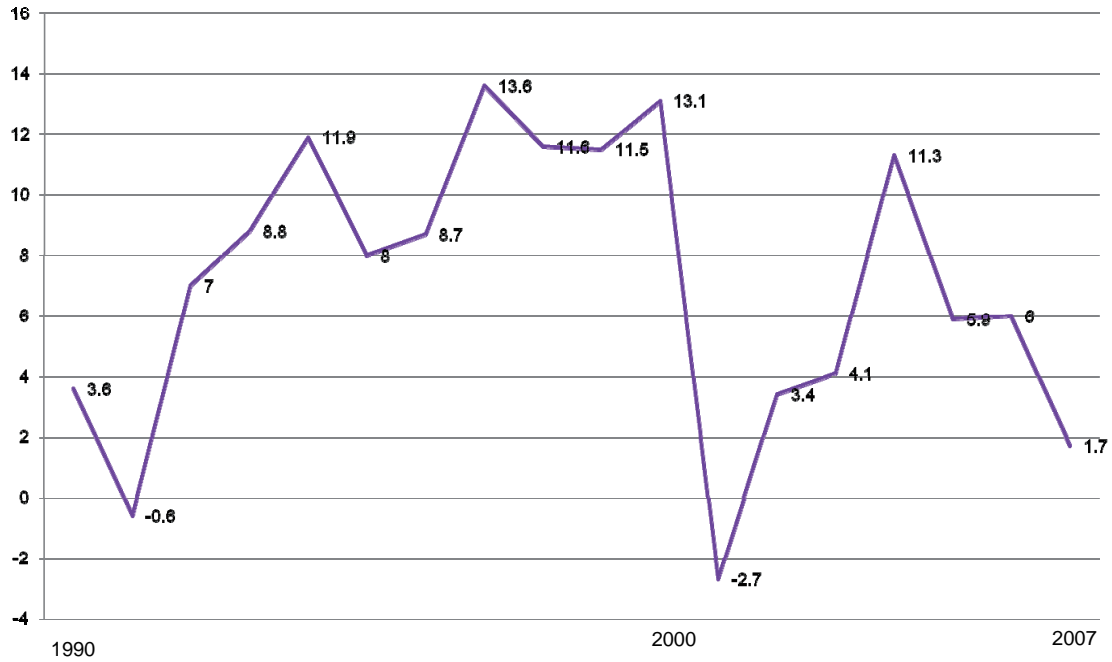


### 米実質GDP前年比 1930-2007 (米商務省)



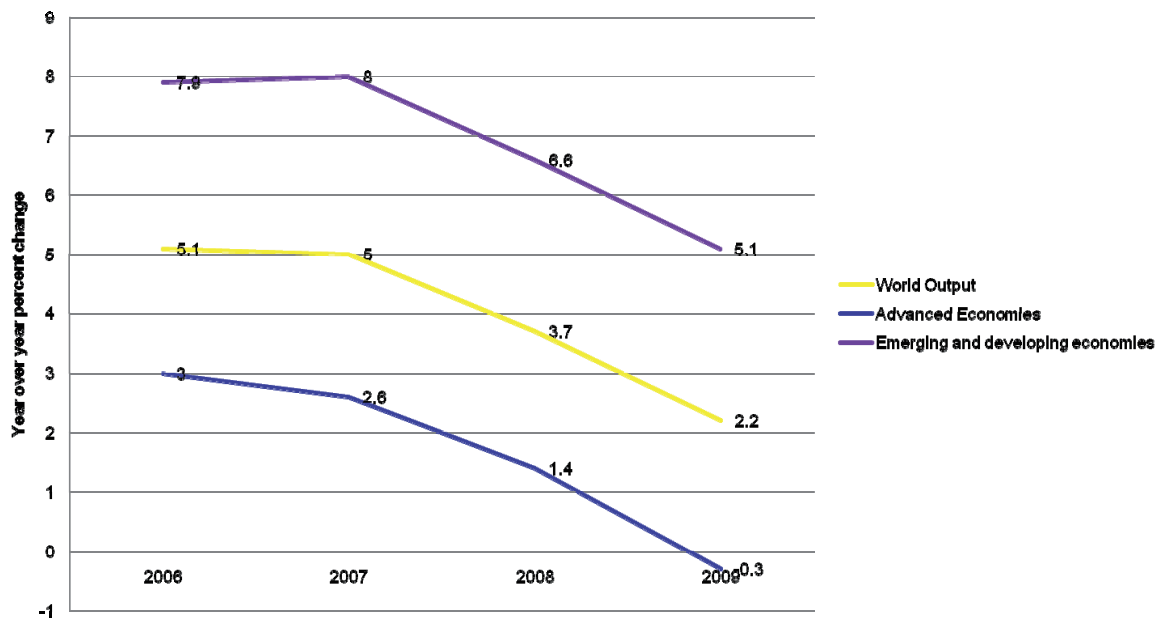


### 米輸入前年比(1990-2007):米商務省



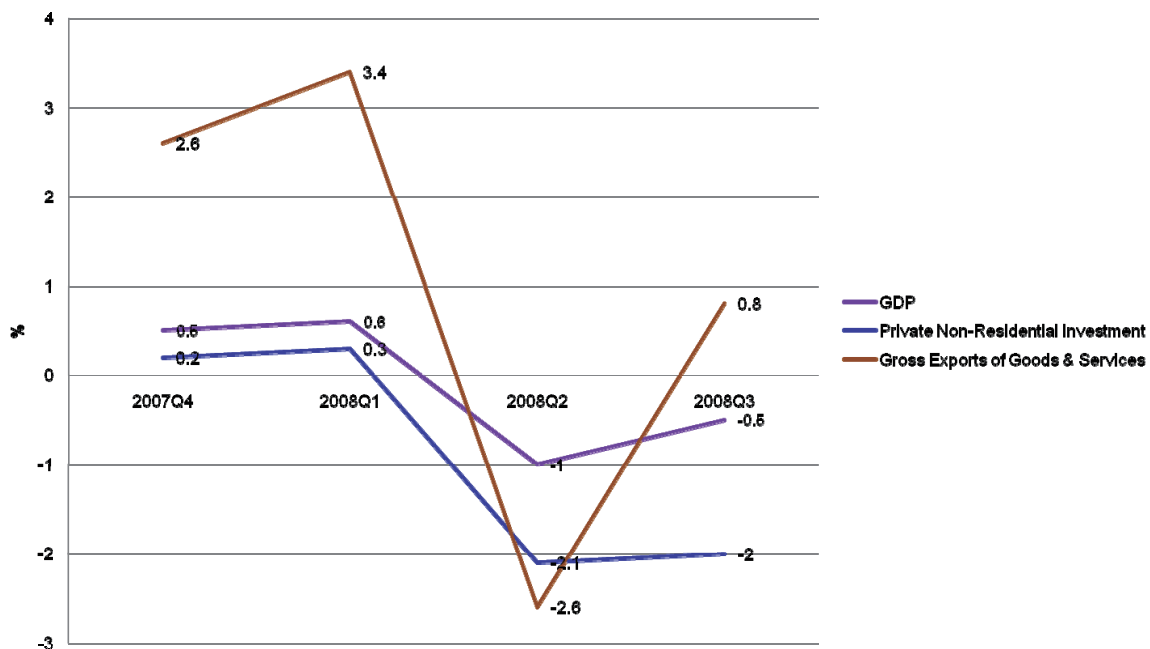
33

### IMF経済予測(2008,2009)

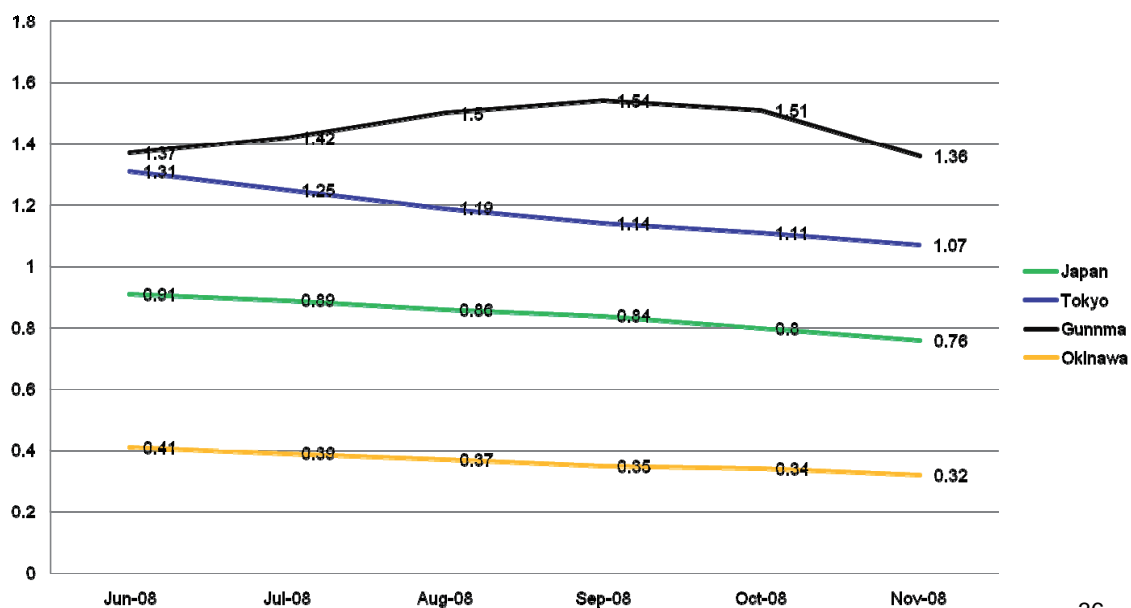


34

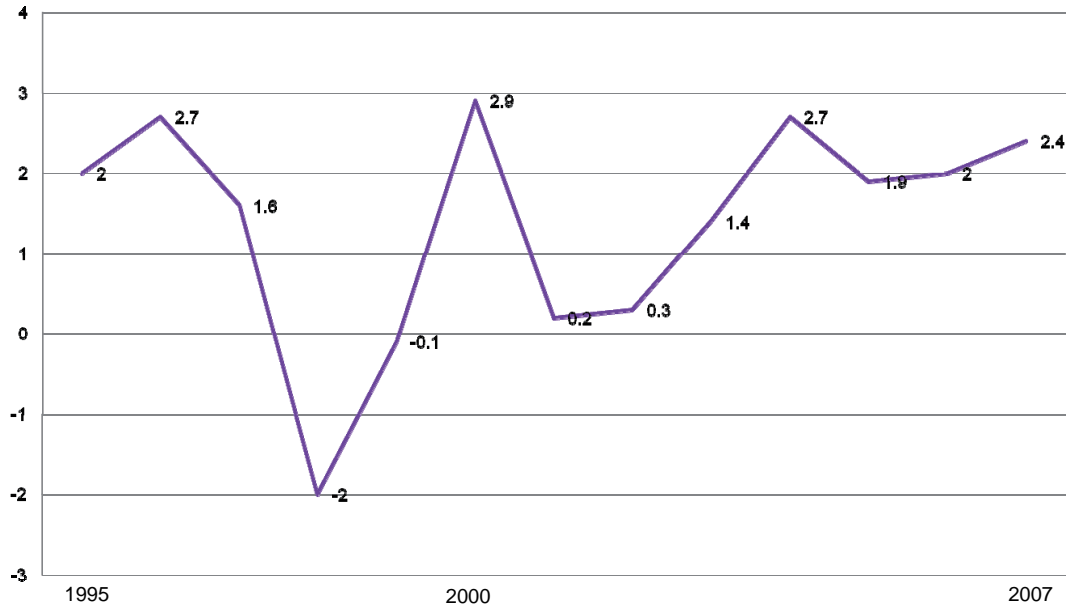
### 四半期別実質GDP成長率 (季節調整済み前期比%、内閣府)



### 有効求人倍率(新規学卒を除き、パート労働者を含む) (厚生労働省)



## 日本の実質GDP成長率(前年比%、内閣府)



37

## 2000年代の政策の成功

- 都心部での規制緩和等による民間投資の促進へのパラダイム・シフト(都市再生政策)
- 外資の流入

38

## 今後の民間投資促進の目的

- イノベーション—魅力的な財、サービスの創造
- 生産性の向上（社会全体としての生産性向上を含む）

⇒ 「集積の経済」の下でこれらは容易になる

39

## 民間投資促進方策

- 規制緩和（時代遅れの都市計画規制等）
- 公的低利融資、民間融資の公的保証による資本コストの引き下げ
- 投資減税
- 関連する公共投資の実施
- 公共ガバナンスの改革

40

## 投資が必要な他の分野

- 地球温暖化防止に役立つ分野
  - 中心市街地活性化
  - 公共交通への転換
  - 省エネ住宅投資
  - 新エネルギー開発(太陽光、風力等)
  
- 防災に役立つ分野

41

## 北九州市の中心市街地



42

## 農村などでの政策

- 農業等の投資促進(将来の食糧不足への懸念、食の安全への意識の高まり)
  - グリーン・ツーリズム、ブルー・ツーリズムの促進
  - 失職した労働者の農林漁業での就業支援(農林水産省、都道府県等)
- ⇒大都市と農村などの連携が重要

43

## 連携の効果(木更津、スーパーマーケット)

- 消費者(特にお年寄り)は近所で新鮮な野菜を購入できる。
- 農家は販売チャンネルを増やすことができた。
- 商店街への来街者が日に500~700人増加。周囲の個店の売上増加。

44

## 以上の政策は今こそ行うべき

- 好況期には、  
他の重要な消費、投資をクラウドアウトし、  
何らかの歪みをもたらす可能性。
- 好況期には、  
民間投資は自社の収益率が特に重視され、  
社会的意義には目がいかない。

45

## 以上の政策は世界同時に行うべき

- 二番手は、内需拡大の努力をせず、ひたすら  
輸出を促進することで一番手から利益をうける  
(正当化できない)
- 国際機関は、収益性の高い投資への出資・  
融資を促進するため(場合により海外)、透明  
性と追跡可能性の基準をもうけるべき。

46

## 日本の景気対策

- 「安心実現のための緊急総合対策」(08年8月29日)、「生活対策」(08年10月30日)、「生活防衛のための緊急対策」(08年12月19日)
- 住宅・不動産事業者の資金調達の支援、住宅減税などによる住宅投資の促進、容積率の緩和などによる優良な都市開発プロジェクトへの支援、強い農林水産業創出対策、低炭素社会の実現等

47

## 「地域イノベーションを通じたグローバル・ニューディール政策」

- 提案した政策はパッケージとして、「地域イノベーションを通じたグローバル・ニューディール政策」のネーミングで行うべき。

48