

アメリカのサブプライムローン問題

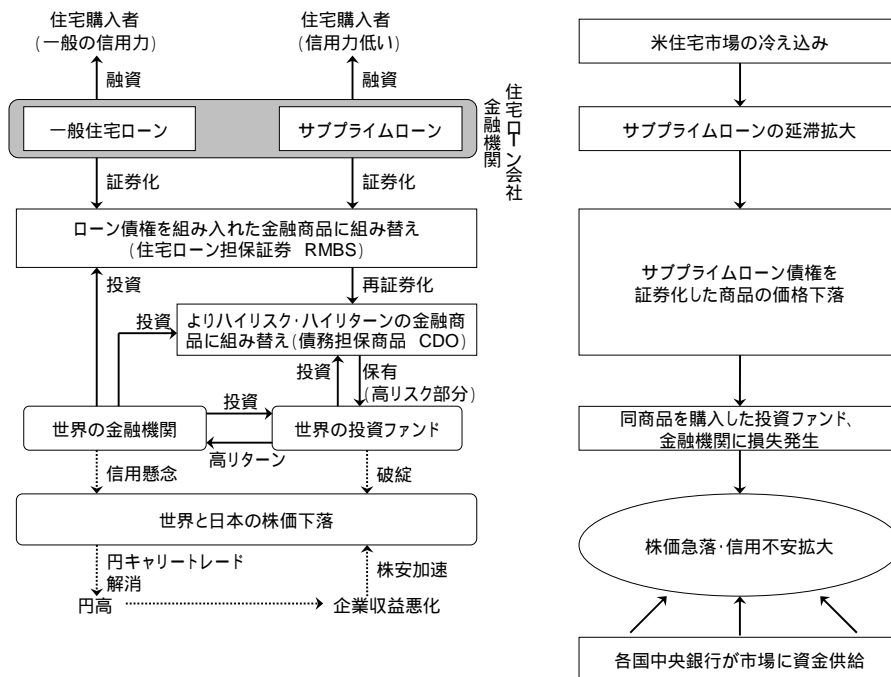
～アメリカの住宅ローン事情と証券化による金融市場の動揺～

財政金融委員会調査室 かねこ たかあき
金子 隆昭

1. 金融不安を連想させたアメリカのサブプライムローン問題

8月9日のフランス大手銀行BNPパリバ傘下によるファンド3本の解約停止措置の公表をきっかけに世界の株式市場が連鎖安の状況に陥るなど、アメリカのサブプライムローン問題により、世界の金融市場は揺れ動いた¹。世界経済、中でもアメリカの景気の先行きに対する懸念材料の一つが、アメリカの住宅市場の問題、特にサブプライムローンと呼ばれる低所得者等の信用力の低い層に対する住宅ローンの信用リスクの問題であった。8月の世界市場における出来事は、このリスクが顕在化した場合の影響の一端を示したものと言えるかもしれない。今回起きた一連の市場の動揺については、これを過去に起きた世界経済に大きな影響を与えたいくつかの金融危機になぞらえる報道や、地価の下落による住宅関連融資の焦げ付きが原因であった我が国の住専問題との類似性を指摘する報道もなされている²。現段階で、市場、経済面に対する今後の影響を見通すことは困難であるが³、信用リスク不安への対応という観点から、(これから発生するかもしれない金融危機の一つの発端となりうる)サブプライムローン問題を分析することも、有用であると考えられる。

図1 サブプライムローン問題に関する信用リスク不安の世界市場への波及



(出所) 毎日新聞(平成19.8.11)、日経新聞(平成19.8.19)等に基づき加筆修正している。

信用リスク不安の広がりという意味から、サブプライムローン問題は、アメリカの住宅金融市場における経済への直接的な影響の問題と、その影響が信用リスク不安という形で波及していく過程の問題とに便宜的に分けることができる⁴。その上で、その影響が波及していく過程では、アメリカの住宅金融市場において、我が国などとは異なり、住宅ローンの証券化が極めて進んでいたということも大きく関係している。

アメリカ国内における住宅（金融）市場で起きた信用調整が、株式市場、為替市場における「株安」、「ドル・ユーロ安、円高」に結びついていくという波及の過程については、証券化市場の発達が信用リスク不安の波及に一役を買ったという側面もあるほか、運用の不透明さなども指摘されている「ファンド」の問題や日本内外の金利格差を利用した「円キャリートレード」の問題なども複雑に絡み合っているとも指摘されている（図1）。

本稿では、この射程範囲の広い問題の中から、信用不安の端緒となったコアの部分、具体的には、アメリカ住宅金融市場における(1)証券化の前提となる第一次市場としての住宅ローンの問題と(2)第一次市場と密接につながっている証券化市場(住宅ローン債権を裏付け資産とした証券の発行・流通市場等)にかかわる問題を取り上げることとしたい。

2. 住宅ローンとしてのサブプライムローン

(1) サブプライムローンの信用力と延滞状況

サブプライムローンとは、過去に延滞や破産経験があった場合や、資産や所得と比べた負債水準が高いといった事情により、信用力が低く、好条件では融資が受けられない借手を対象とした個人向けローンのことである⁵。

実際にどのような人がサブプライム層に該当するかについては、例えば、過去5年間に破産している、あるいは、過去12か月間に30日間の滞納が2件以上、過去24か月間に60日間の滞納が1件以上あるなどといった要件が示されている⁶。また、クレジットスコアリング(信用力の点数化による判定)による判定基準としては、FICOのリスクスコア⁷が660点以下の場合、サブプライムローンに該当するなどと説明されている。この判定基準は、ローン商品の種類や担保の有無等によって異なるものではあるが、単純に2006年上期の貸出しにおけるスコア分布から見ると、1/3程度のローンがサブプライムローンに該当するものと見られる(表1)。

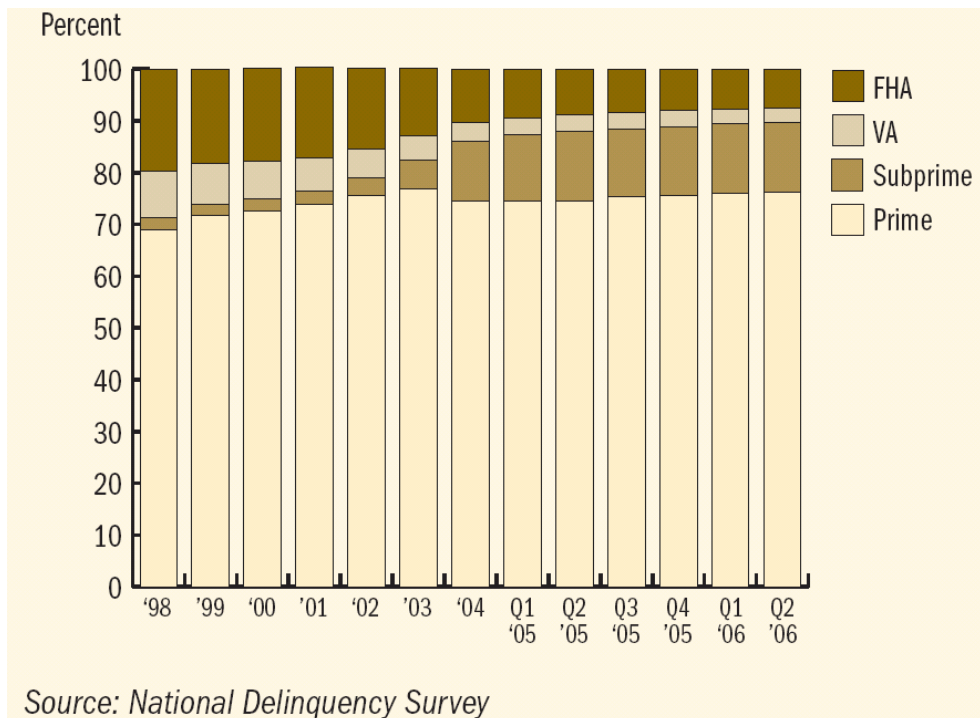
表1 2006年上半期の貸出しにおけるクレジットスコア(FICOスコア)の状況

スコア	-500	501-550	551-600	601-650	651-700	701-750	751-
構成比(%)	0	2	6	15	24	26	27

(出所)MBA RESEARCH DATA NOTES Characteristics of Outstanding Residential Mortgage Debt:2006より作成

一方、残高ベースで見た場合には、2006年度末のモーゲージローン(mortgage loans)と呼ばれる住宅ローンの残高9.6兆ドルのうちサブプライムローンは1.3兆ドル(約13%強)となっている(図2)。

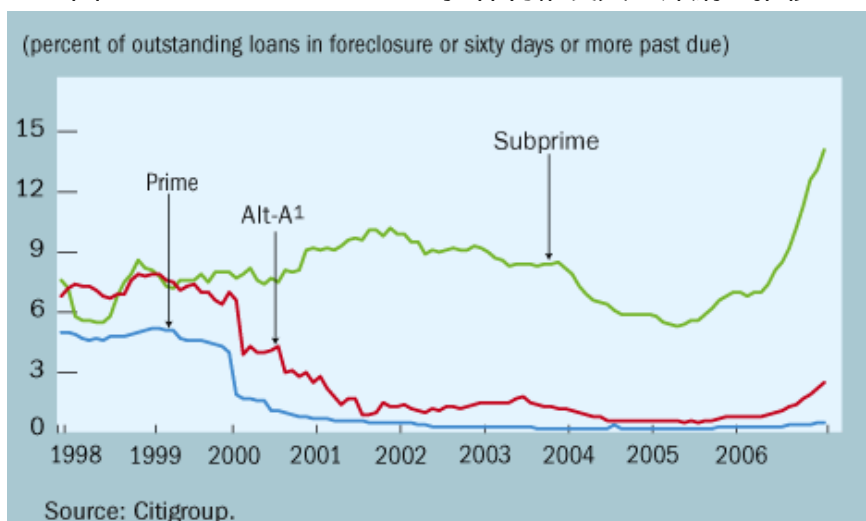
図2 モーゲージローンの構成比の推移



(注) FHA : 政府保証付きローン [連邦住宅局 (federal housing administration) 関係]
 VA : 政府保証付きローン [退役軍人省 (department of veterans affairs) 関係]
 Subprime : サブプライムローン
 Prime : プライムローン

(出所) MBA RESEARCH DATA NOTES Characteristics of Outstanding Residential Mortgage Debt: 2006

図3 モーゲージローンの担保物権喪失・滞納の推移



注 1 Alt-A1は、他のローンに比し厳密な証明書類を必要としないもの

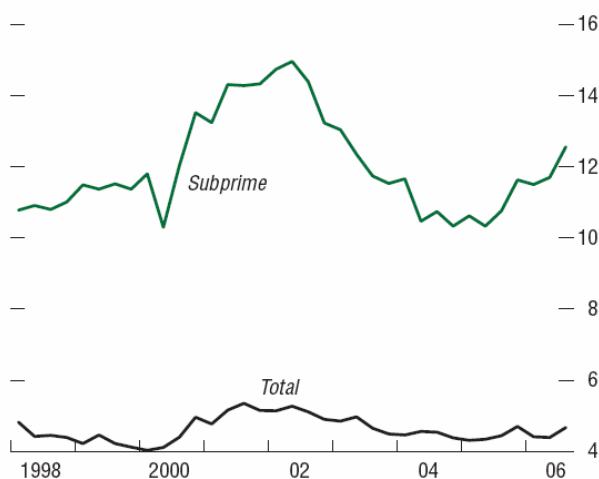
(出所) IMF Research “Lessons from Subprime Turbulence”

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/RES0823A.htm>

今回起きた市場の動揺の発端は、このサブプライムローンを提供する住宅金融会社の破綻懸念、すなわち、延滞率の上昇によるローン債権の不良債権化の問題である。これまでの住宅価格の上昇を背景に、金融機関が不動産に担保権を設定して組むローンも増加してきた（その増加の背景については、後述する）。こうした住宅市況の活況が、アメリカ経済好調の一要因であった。しかし、近時、住宅価格の上昇に歯止めがかかってきた状況の中で、信用力の低い層の延滞が増加してきており、これが住宅ローン債権を有する金融機関（銀行等の伝統的な金融機関のほか、サブプライムローン専門会社も含まれる住宅ローン会社）の経営に悪影響を与えていると考えられているのである。

図4 サブプライム層の延滞率の状況

Figure 1.3. Mortgage Delinquency Rates
(In percent of total loans)



Source: Mortgage Bankers Association.

(出所) IMF 「Global Financial Stability Report
Market Developments and Issues」 April 2007

各種の統計を見ても、サブプライム層を中心とした信用力の低い層の返済事故率は急上昇している（図3、4）。2007年1～3月期のサブプライムローンの延滞率は、約14%に達しているとされており、サブプライムローンの延滞率が20%台後半まで上昇すれば、全体水準としても、過去にあったピーク水準にまで上昇することもありうるとの指摘もある⁸。

このような延滞率の上昇が、モーゲージローンを提供する金融機関の経営に悪影響を与えることは疑いないが、その一方で、その影響の深刻さは、金融機関の経営体質により、異なってくる

と考えられる。これまでのところ、経営破綻といった深刻な影響を受けているところは、サブプライムローン専門の金融機関が中心となっており、伝統的な金融機関においては、損失は発生しているものの、経営危機といった深刻な問題までには至っていない。後述する証券化との関係もあるが⁹、これらの金融機関にはバーゼルと呼ばれる新しい自己資本比率規制が適用されるために、住宅ローンのリスクウェイトは35%、3か月以上の延滞が発生した場合には50%～150%のリスクウェイトで自己資本を確保していることなども影響していると考えられる（いずれもバーゼルにおける標準的手法によるもの）。

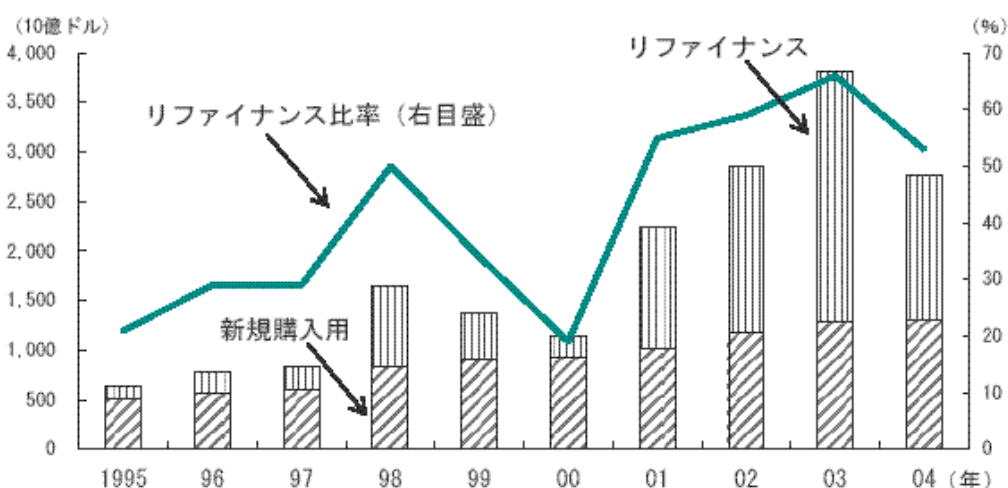
以上のように、これまでのところサブプライムローンの延滞の発生状況それ自体は、深刻ではあるものの、金融システム全体に致命的な影響を及ぼすといったものであるとは、少なくとも表面的には見えない。にもかかわらず、深刻な影響が懸念される背景には、実態面（商品性）から見たいくつかの要素があると考えられる。以下において、ローン市場の概要を概観した上で、実際に懸念されている住宅ローンの商品性の問題に触れたいと思う。

(2) 多様な形態でリファイナンスやキャッシュアウト目的も多いアメリカの住宅ローン
 まず、証券化の前提となる1次市場としての住宅ローン(市場)がアメリカでどのような
 になっているかを見ていく。

アメリカにおいても、住宅取得の方法としては、我が国と同様に取得不動産(日本で言う
 建売物件の購入が通常)に担保を設定して借入を行うことが普通とされている¹⁰。そこ
 で、購入希望者に対して、資金供給者である金融機関が不動産に担保を設定してローンを
 提供することとなるが、その貸手としては、銀行等の伝統的な金融機関のほか、住宅ローン
 貸出しを専門にしている業者(モーゲージバンク mortgage bankers)もいる¹¹。

モーゲージローンの商品性(金利設定等の貸出形態)としては、固定金利方式、変動金利
 方式のほか、変動金利を途中で固定金利に切り替える方式や一定期間ごとに固定金利方式
 の借入契約を見直し、一括返済した上で借り換える方式など多様な形態がとられている¹²。
 特に2001年の住宅価格の上昇以降、モーゲージローン残高の急増が指摘されているが、
 その主な要因はリファイナンス(借換え分)の増加となっている(図5)。

図5 アメリカ住宅ローンの内訳とリファイナンス比率



(備考) M B A (米国抵当銀行協会、Mortgage Bankers Association) より作成。

(出所) 『世界経済の潮流 2005年秋』内閣府政策統括官室(経済財政分析担当)平成17年12月

このリファイナンスにも様々な形態があり、返済期間の変更等を行って、利払いの節約
 を図るような伝統的な借換えのほかに、担保物件の正味資産価値に着目して、現金化(キ
 ャッシュアウト cash out)を行う借換えも急速に普及している。このような借換えは、担
 保物件総額(価値)からモーゲージローン借入額を差し引いた残り部分、すなわち正味資
 産(エクイティ equity)を担保に融資を行うものである。正味資産は、通常はモーゲージ
 ローン元本の返済によって増加していくが、住宅価格が上昇すれば、それだけで増加す
 ることとなり、新たな借入が可能となる。このようなローンも対象物件が担保に供されてい
 れば、モーゲージローンということになるが、そのローンとしての性格は、通常の住宅ロ

ーンとは大きく異なってくる場合もある¹³。このようなホームエクイティローン（home equity loans）は、担保となる住宅の市場価格から住宅ローンの未返済残高を差し引いた「純資産価値」に対して貸出しを行う住宅を担保としたアメリカの消費者向けローンの一種と説明されるが、住宅目的といったものに必ずしも限定されておらず、改築ローンのほか、使途自由なフリーローンやクレジットカード債務の一本化（debt consolidation）などの目的でも提供されている¹⁴。

（3）金利の見直しによる返済額の増加が延滞の要因であり、今後も増加する可能性

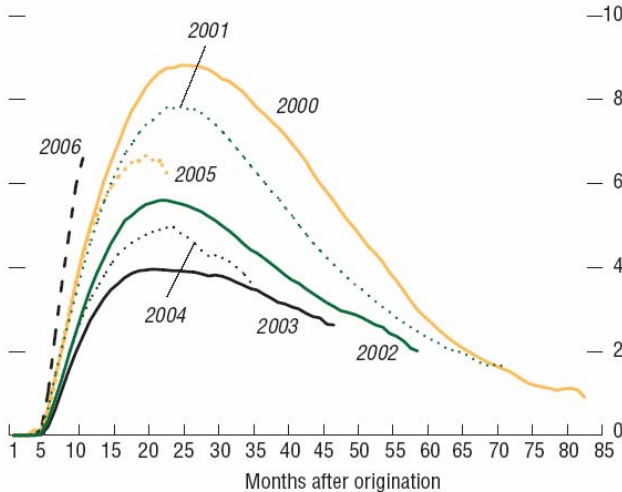
以上のように、アメリカにおける住宅ローン（モーゲージローン）は、借換えを前提に提供されるものや住宅取得目的以外のものがあるなど、日本の伝統的な住宅ローン商品とは異なる多様なものとなっている。このような彼我の違いを念頭に、アメリカの住宅ローンの商品性を考える必要があるように思われる。サブプライムローンの特殊な商品例として、例えば、「インタレストオンリーローン」などと呼ばれるものが紹介されることが多い。こうしたローンの場合、当初2年間程度は元本返済が不要であったり、市場実勢より低い金利が適用されたりして、当面の返済額が低額に抑えられているが、優遇期間終了後に「ペイメントリセット」（返済額の急膨張）が発生し、このことが延滞につながったと指摘されている。

確かに新規住宅取得に当たってこのようなローン形態を用いた場合には、極めてリスクが高く、住宅市場などを通じた経済全体に与える影響も大きくなる可能性がある¹⁵。一方、借り手の側がこうしたローンのリスクを正確に把握せずに借入を行い、不健全な消費支出を増やしているとの批判もされていることも踏まえると¹⁶、こうしたローンは、我が国で言えば、住宅ローンというよりもむしろ消費者金融に近い商品性のもの（例えば、物件購入当初のモーゲージローンが残っているか否かとは別に、住宅価格の上昇により、キャッシュアウトを目的に新たな借入を行うといったケース）もあるとも考えられ、その経済的影響を考える場合にも、住宅市場の問題というよりもむしろ多重債務問題に近い形で検討する必要が出てくる可能性もある。また、同様の固定金利期間の短い変動金利型ローン商品の返済額増加の背景については、2001年以降にリファイナンス需要が増加する中で、当初固定金利期間が変動金利に切り替わった時期が、2004年以降のアメリカにおける金利引上げ時期¹⁷に重なったためと説明されることもある¹⁸。

このような当初固定金利期間の短い変動金利型ローン商品の顧客層や利用目的などについては、サブプライムローンの延滞の質にもかかわるものであるから、今後の経済、市場への影響を考える上でも、引き続き検討を要するものではあるが、時間的、文献的な制約から、ここでは明確にしがたいものが残る（なお、このサブプライムローンの消費者金融的側面については、経済的影響とは、別途、貸金業の規制の在り方という観点から、重要な問題を抱えている。この点については、補論において、詳述する）ただ、いずれにせよ、このような当初固定金利期間の短い変動金利型ローン商品の増加が延滞の増加と軌を一にしていると考えられる。このため、今後の延滞状況の見通しに関しては、こうした商品の販売動向が影響を与えることはもちろんであるが、少なくともローン契約後2～3年後に

図6 組成年次別の延滞発生状況

Figure 1.4. Subprime 60-Day Delinquencies by Mortgage Vintage Year
(In percent of payments due)



Sources: Merrill Lynch; and Intex.

(出所) IMF 「Global Financial Stability Report
Market Developments and Issues」 April 2007

迎えるペイメントリセットが延滞発生につながるということから、ここ数年の間に組まれた新規ローンの今後の延滞発生見通しが、サブプライムローン全体の延滞状況に大きな影響を与えることとなる。特に2006年に組まれた新規のサブプライムローンについては、それ以前に組まれたローンに比較して、延滞率が急激に上昇しており、これが信用不安の原因となっているとの指摘もある¹⁹。これらの2006年に組まれたローンは、いまだペイメントリセットを迎えていないと考えられ(図6)、このことから、延滞率の上昇とそれに伴う直接的な住宅(金融)市場への影響のピークは、まだこれからであると見ることもできる。

3. 住宅ローンの証券化とサブプライムローン

(1) 住宅関連GSEを中心とした住宅ローン証券化市場と複雑な複合金融商品の存在

既に述べたように、アメリカの住宅金融市場の特徴は、その証券化(流動化)が進んでいることである。このため、これまで述べてきた住宅ローン債務者や金融機関・住宅ローン会社に対する信用懸念が、証券化により転々流通する(形で波及していく)こととなった。これまで述べてきた住宅ローンの貸手(住宅購入希望者等に対し貸出しを行う銀行やモーゲージバンクなど)は、証券化市場の中では、オリジネーターとして位置づけられる。これらの住宅金融業者から不動産担保付の融資を譲り受けた者が、MBS(Mortgage Backed Security)と呼ばれる証券を発行されるというのが²⁰、住宅ローン証券化の基本的な姿である。このような証券化を行うのは、民間企業である証券会社(投資銀行)等のほか、政府支援企業(GSE Government-Sponsored Enterprises)と呼ばれるファニーメイ(連邦住宅抵当金庫 Federal National Mortgage Association /Fannie Mae)、フレディマック(連邦住宅貸付抵当公社 Federal Home Loan Mortgage Corporation /Freddie Mac)といった証券化支援機関がある。このファニーメイやフレディマックといった住宅関連GSEは、証券化の主要な担い手であり、住宅関連証券の発行残高は5.8兆ドル(2007年1月)のうち、エージェンシーとも呼ばれる住宅関連GSEの証券が65%を占めている。これに対して、サブプライムローン証券は14%となっている²¹。モーゲージローン残高全体で見

た場合、サブプライムローン残高で見た場合のいずれも、モーゲージローンの約6割がMBSとして証券化されていることとなる²²。

ファニーメイやフレディマックといった住宅関連GSEは、一定額以下のローンについて、信用度を判定して要件に適合するローンを買収している。判定に当たっては、借入申込人のLTV比率（loan to value 担保価値に対する貸出額の比率）や前述のFICOのリスクスコア等を用いており、さらにMBSの発行に際し、保証を付していることから²³、当該MBSの信用力は高い。また、同様に低中所得者向けのFHA、退役軍人向けのVAと呼ばれるMBSも公的保証が付されることから²⁴、信用力が高いものとなっている²⁵。

これに対して、民間証券会社（投資銀行）等によって証券化されているMBSには、サブプライムローンなどの信用力の低いローンが含まれている一方で、それ以外の住宅関連GSEの信用要件を満たすローン（例えば、信用力はあるが限度額を超過してしまう高額ローンなど）も含まれており²⁶、その内容は区々となっている（表2）。

表2 担保となるローンの種類とMBSのリスク

【ローンの種類】	【MBSの信用リスク】
FHA・VA（政府保証付きローン） 民間金融機関等の保証付きローン GSEの条件に適合するローン	信用リスクに対し一定の保証
GSEの条件に不適合のローン 例 付保条件限度額以上のローン 付保対象とならない信用力の低いローン（この中にサブプライムローン）	

（出所） 各種資料に基づき作成

しかし、サブプライムローンのすべてが証券化されているわけではなく、また、民間発行主体についても、サブプライムローン専門業者がいるとされていることなどから、サブプライムローンの延滞発生により、深刻な影響を受ける者があるとしても、その範囲はそれほど広範囲にはならないとも考えられる。信用不安の波及の背景には、さらにこれらの証券自体を資産裏付けとした複合的な金融商品（合成債務担保証券 Collateralized Debt Obligation / CDO）が存在していることを挙げることができる。

そもそもサブプライムローン自体、信用力が低いものであるから、証券化に当たってはその信用力を補完する必要がある。このための信用補完の例としては、高格付の保険会社による付保や超過担保の設定などがあるが、それ以外にも債権の優先・劣後構造への組み直しということが行われている²⁷。この組み直しを行ったものがCDOであり、MBSを組み合わせたCMO（Collateralized Mortgage Obligation）、ローンを組み合わせたCLO（Collateralized Loan Obligation）、社債を組み合わせたCBO（Collateralized Bond Obligation）などといった商品・言い方もある。

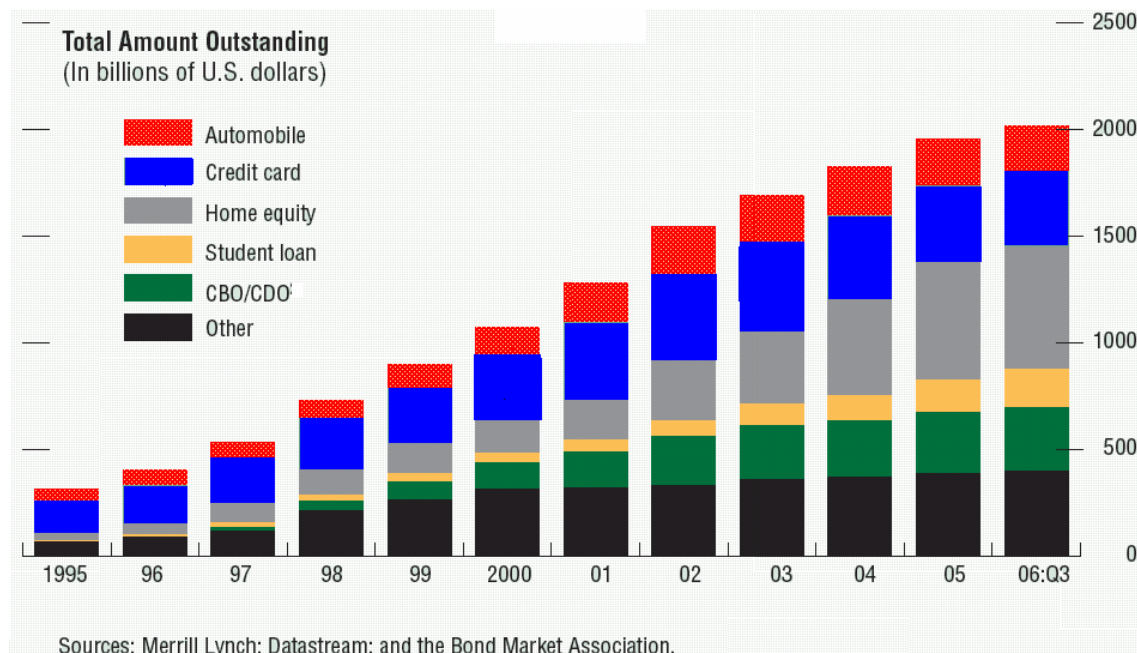
こうした複合型の証券については、その担保内容が証券を介しているため、必ずしもはっきりしない側面があり、その中にどれだけのサブプライムローン関連部分があるかどうか

か（どれだけの延滞が発生しているか）不分明となる可能性がある。こうしたことから、信用不安を指摘する声が上がっている。特にその中でも、MBSをシニア、メザニン、エクイティといった分配金の優先順位により切り分けるようなCDOの問題性が指摘されている²⁸。このようなCDOにおいては、例えば、投資適格ぎりぎり（例えば、Fitchの場合BBB：トリプルB格付）のMBSを合成し、その中で分配金を最優先で受け取れるCDO（シニア）、次順位以降のCDO（メザニン）、最最後のCDO（エクイティ）を発行する。その結果、CDO全体の数%に過ぎないエクイティは無格付となるが、それ以外の、シニアは最上位のトリプルAを、メザニンについても当初のトリプルB以上という格付が得られるという。こうしたCDOは、エクイティ部分が極めて高リスクの商品となるという問題点が指摘されている。さらにこれを上回る高リスクのCDO（エクイティを合成したCDO）が発行されているなど、CDO市場の中には、一部極めて高リスクな商品が存在していることが、懸念に拍車をかけている側面がある。

（2）資金調達手段としての証券化と住宅金融機関の短期資金調達に対する懸念

その一方で、CDO自体は、MBSを含む資産担保証券（ABS Asset Backed Security）の一つであり、企業活動における重要な資金調達手段となっている（図7）。このようなABS市場全体の中では、一定の商品性をもって、CDOも説明されている。

図7 アメリカにおけるABS（資産担保証券）の発行総額の推移



（注） Automobile：自動車ローン Credit card：クレジットカードローン
 Home equity：ホームエクイティローン Student loan：学生ローン
 CBO/CDO：Collateralized bond/debt obligation Other：その他

（出所）IMF「Global Financial Stability Report Market Developments and Issues」April 2007

例えば、MBSを複合させたCDO、CMOの商品性についても、MBSの特殊性などから、一定のニーズに基づき組成されているとの説明も見られる²⁹。すなわち、通常の国債や社債の場合には、特定単一の償還日が定められており、その日に元本が一括償還されるのに対し、住宅ローン（及びこれを担保に元利をそのままパススルーの形で支払うMBS）の場合には、利息支払時ごとに一定額の元本償還が伴う上に、繰上げ返済（償還）も一般的に発生するという点で、国債等と異なる期限前償還に関するリスクがある。投資家にとっては、このようなリスクに対応するために、元本償還の順序を人為的に組み替えた証券に対するニーズがあるというのである。このようなCDOについては、比較的短期の投資を目的にしている投資家に対しては、先順位で元本の償還を行い、長期の投資を目的にしている投資家向けの元本償還は後順位にするというような形で、元本順次払いが行われていると説明されている。

このように多様なCDOの商品性の中で、その質の問題についても、サブプライムローンの質の問題と同様、時間的、文献的な制約から、明確にしがたいものが残っているが、CDOも含めたこのようなリスク不安が、特に短期金融市場に与えた影響は大きい。

そもそも、住宅ローンは基本的に期間30年といった長期資金であるため、住宅金融機関の資金調達、特に短期的な資金のやりくりについては、調達資金と担保資産との間に期間のミスマッチが存在しているとも指摘されている。このため、住宅金融機関が短期資金調達のためのコマーシャルペーパー（CPと呼ばれる短期社債のほかABC P（Asset Backed Commercial Paper）と呼ばれる資産担保短期債券など）の発行が困難となり、国債等の質への逃避（Fly to Quality）の中で、「現在、ABC Pの市場、あるいはCDO、CLOの市場が、少し言葉はきついですが機能停止と言って良いような状況」と、福井日銀総裁が8月23日の記者会見で述べるほどの状況となっている。特に8月に起きた一連の市場の動揺に対しては、連日の日米欧中央銀行による過剰流動性の供給と米FRBによる0.5%の公定歩合の緊急引下げなどにより、一定の安定を見ているが、短期資金市場における支障の発生が、不安の連鎖につながったという側面から、こうした市場の機能改善がどのように進んでいくかも、注視していく必要がある³⁰。

サブプライムローン問題による市場の動揺もあって、日銀は8月の利上げを見送った。日銀がこの問題を、利上げ判断の基準となる「第1の柱」（先行き1年から2年の経済・物価情勢）の問題としたのか、「第2の柱」（より長期的な視点）の問題としたのかは定かではないが、ABC P等の短期市場の動向については、新しい工夫が加えられていくのに、相当時間のかかる話だとの認識を福井総裁は、前述の記者会見で示している。

住専問題以降、不良債権問題解決に向けた取組の中で、我が国は、(a)緊急・当面の措置として、中央銀行による流動性供給を確保する、(b)透明性を確保した制度的対応を前提にしつつ、市場調整にゆだねる、という形での信用リスク不安の除去と過度な信用収縮に対する歯止め策を経験的に獲得している。我が国の金融機関のサブプライムローン関連投資とその損失は限定的と公表されていることなどもあり、当面、この問題が我が国の金融政策や金融システムの在り方に関して、直接的に影響を与えることは少ないようにも思われ

る。その一方で、サブプライムローン問題によって、A B C P市場の機能停止を伴った形で、金融危機を引き起こすようなことが、もしあるとすれば、例えば、2003年に日銀が行った企業金融活性化のために行った資産担保証券の買入れ拡大措置といった経験が参考となるようなことがあるかもしれない。

【参考文献】

- 坂田南「世界の金融市場を動揺させるサブプライム問題の衝撃」(『金融財政事情』2007.8.27)
- みずほ総合研究所調査本部「サブプライム問題についての論点整理」(2007.8.23)
- 西田明弘「サブプライム問題の本質」(三菱UFJ証券『経済調査ウィークリー』No.88 2007.8.3)
- 高鍋朗「米サブプライム問題が示唆するもの」(三菱UFJ信託銀行『ストラテジストの眼』2007.8)
- 竹中正治「米国サブプライム・ショックの構図」(財団法人国際通貨研究所『Newsletter』2007 No.8)
- 熊野英生「サブプライム問題の誤算」(『第一生命経済研究所Financial Trends』2007.8.13)
- 草野豊己「システミックリスクを誘発するヘッジファンドと巨大金融機関の一体化」(『エコノミスト』2007.7.31)
- 李立栄「米サブプライムローン問題 危うさはヘッジファンドに集中している」(『エコノミスト』2007.7.31)
- 熊野英生「家計の過剰債務と対外債務に潜んでいるリスク」(『エコノミスト』2007.7.31)
- 新形敦「今月のキーワード サブプライムローン」(みずほ総合研究所『みずほリサーチ』2007年6月号)
- 木村俊文「米国サブプライム住宅ローン問題」(農林中金総合研究所『農林金融』2007年6月号)
- 小野亮「S & L危機は再来するか 米サブプライム・ローン問題の現状」(みずほ総合研究所『みずほマーケットインサイト』2007.3.14)
- 前田武史「サブプライム住宅ローンと米国経済」(三菱東京UFJ銀行『Washington D.C. Political and Economic Report』2007.3.9)
- 浅岡均「経済トピック 現れはじめた米国住宅バブルの後遺症」(『三菱総研倶楽部』2007年4月号)
- 西川奉仕「米国モーゲージ債の特徴とリスクリターン特性」(三菱UFJ信託銀行『視点』2007年3月号)
- 永井俊彦「米国住宅金融証券化の概要」(農林中金総合研究所『農林金融』2003年2月号)

¹ 昨年来のサブプライムローンをめぐる経緯については、本誌掲載「《資料》アメリカのサブプライムローン問題の推移」も参照されたい。なお、本稿の記述の多くは、注に引用した文献のほか、参考文献として揭示し

- た各文献、新聞報道等によっている。法令用語や訳語等の用語例など特定すべき事実に関する記述についても、参考文献等の記述に基づくものがあるが、その文責は筆者が負うものである。
- ² 新聞報道においては、アメリカにおける貯蓄貸付組合（S&L）危機、ヘッジファンドLTCM破綻、エンロン問題などのほか、我が国の不良債権問題などと比較されている。住専問題に言及しているものとしては、例えば、『読売新聞』（平成19.8.4）。
- ³ 本稿は、平成19年8月28日に脱稿したものである。サブプライムローン問題が実体経済に対しどのように波及していくかに関しては、各種の経済指標、市場価格等の適切な把握に基づき、引き続き分析していくことが肝要である。この点に関しては、本誌掲載の鈴木克洋「サブプライムローン問題による国際金融市場の動揺」参照。
- ⁴ 西田明弘「サブプライム問題の本質」三菱UFJ証券『経済調査ウィークリー』No.88（2007年8月3日）。
- ⁵ 新形敦「今月のキーワード サブプライムローン」（みずほ総合研究所『みずほリサーチ』2007年6月号）。
- ⁶ 前田武史「サブプライム住宅ローンと米国経済」（三菱東京UFJ銀行『Washington D.C. Political and Economic Report』2007.3.9）。
- ⁷ FICOは、NYSE上場のFair Isaac Corporationの開発した消費者信用格付システム。アメリカの金融機関において一般的に利用されている（以上、前田前掲による。）。
- ⁸ みずほ総合研究所調査本部「サブプライム問題についての論点整理」（2007.8.23）。
- ⁹ 住宅ローンという貸出債権が証券化されることによって、リスクウェイトは変わりうるが、その算定については、証券としての性質、あるいはファンドとしての性質に応じて、判断されることとなる。
- ¹⁰ 高木仁『アメリカの金融制度』改訂版（東洋経済新報社 2006年6月）193頁。
- ¹¹ 高木前掲197頁。『金融時事用語集2007年版』（金融ジャーナル社 2007年2月）における「モーゲージバンク」の項の説明によれば、そのシェアは、住宅ローン全体の約8割に達する。
- ¹² 高木前掲201～203頁。
- ¹³ ここまでの記述は、主に高木前掲及び『世界経済の潮流 2005年秋』内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）平成17年12月による。
- ¹⁴ 『タバラス白書2006』210頁（消費者金融連絡会）。
- ¹⁵ 我が国においても、かつて返済期間当初の返済額を低く据え置く「ゆとり返済」という住宅金融公庫の住宅ローン商品があったが、返済の行き詰まりを引き起こすとして、廃止されている。
- ¹⁶ 高木前掲202～203頁。
- ¹⁷ アメリカの政策金利（FFレート）は、2003年末には1.0%であったものが、2004年6月以降17回にわたり0.25%ずつ引き上げられ、2006年6月には5.25%となった。
- ¹⁸ 木村俊文「米国サブプライム住宅ローン問題」（農林中金総合研究所『農林金融』2007年6月号）。
- ¹⁹ 坂田南「世界の金融市場を動揺させるサブプライム問題の衝撃」（金融財政事情2007.8.27）。
- ²⁰ MBSのうち、住宅ローンを債券の裏付けとするものをRMBS（Residential Mortgage Backed Securities）、また、商業用不動産を裏付けとするものをCMBS（Commercial Mortgage Backed Securities）という。
- ²¹ 木村俊文前掲。また、IMF「Global Financial Stability Report Market Developments and Issues」April 2007。
- ²² 残り4割についても（資金供給者が直接保有するのではなく）ローン市場を通じて金融機関が保有していると説明されている。前掲『世界経済の潮流 2005年秋』63頁。
- ²³ ファニーメイ、フレディマックは、いずれも100%民間出資の営利企業（NYSEに上場）であるが、「米国民の住宅取得の促進」といった事業目的の公共性や設立根拠法が存在、各種の優遇措置が存在することから、いわゆる「暗黙の政府保証」（implicit government guarantee）が供与されていると考えられている。これにより、その保証するMBSのクレジット・スプレッド（リスク見合いの利息の上乗せ分）が低く抑えられてきた。島根祐一「米国の住宅関連政府支援企業（GSE）の改革論議と『暗黙の政府保証』問題」（金融2004年11月号）。
- ²⁴ FHA、VAについては、図2注も参照。
- ²⁵ ただ、政府による証券化支援事業については、粉飾問題などを契機にファニーメイ、フレディマックなどの政府支援企業の健全性をいかに確保するかの検討などが進められる一方、サブプライムローン問題への対応といった観点からは、買取り限度額の引上げなどといったことも検討される可能性がある。いずれにせよ、住宅関連GSEの問題は、それだけで米国内の住宅金融全体の在り方という構造問題とも密接に関連してくることとなると考えられる。
- ²⁶ 室屋有宏「米国における住宅ローン貸出市場の変化と将来像～第1回米国の住宅金融市場の現状と特徴」（金融市場2002年10月号）。
- ²⁷ 永井俊彦「米国住宅金融証券化の概要」農林金融2003年2月号。
- ²⁸ 『日経金融新聞』（平成19.8.20）。
- ²⁹ 永井前掲。
- ³⁰ 報道されている円キャリートレードの巻き戻しの問題なども、長期資産を担保にした短期の為替取引が、担保資産の健全性に対する懸念から滞ることとなったとの理解も可能かもしれない。

補論

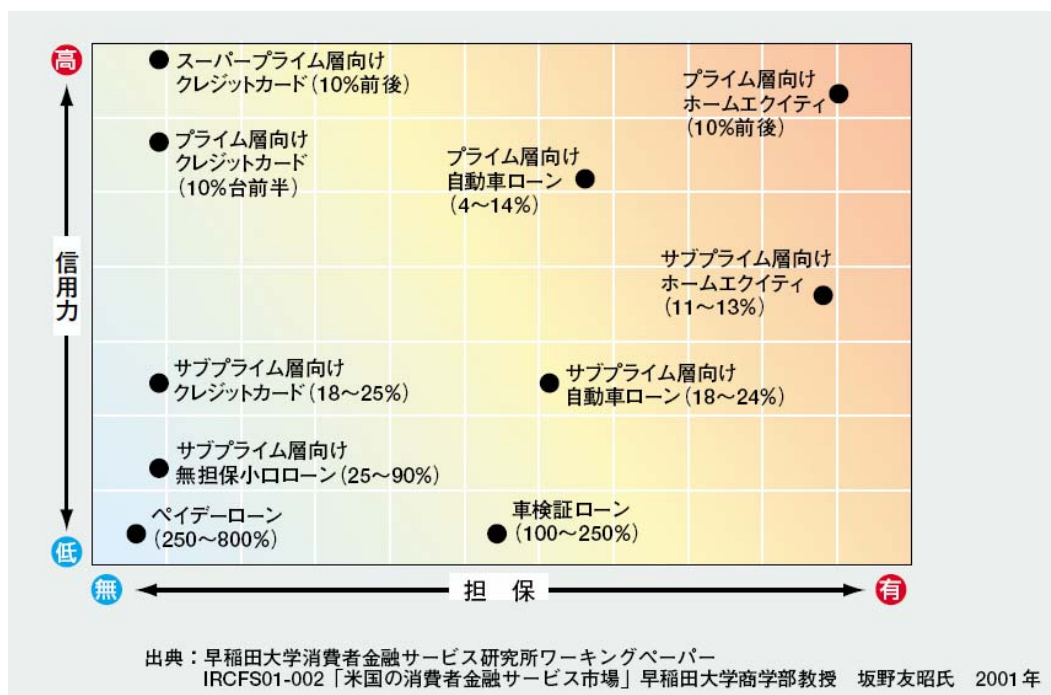
アメリカにおけるサブプライムローン問題の日本への制度的インプリケーション
 ~ 多様な形での貸金業の展開と延滞発生背景 ~

アメリカの住宅ローン事情は、日本における住宅ローンのイメージとは異なり、金融技術の面でかなり発達を遂げていることから、借り手にとって、単に所得金額だけでなく資産価値の変動やライフステージの変化などに合わせた多様なローン活用が可能となっている。また、貸し手の側も、クレジットスコアリング（信用力の点数化による判定）に基づくリスクの金利への反映などにより、多様なローン商品を提供する多様な業者が存在している。このようなアメリカのローン業界の実情は、我が国の貸金業（及び銀行等の金融機関）が、今後変化していくであろう一つの方向を示している。

例えば、平成16年の信託業法改正、17年の信託法改正により、それまで「信託銀行による信託商品」が通常であった我が国の信託の世界で、多様な主体による多様な形態の信託が可能となった。こうした多様な信託の活用例の一つとして挙げられていたのが、高齢者に対する年金給付の確保のために住居を信託財産とする、いわゆるリバースモーゲージである。このリバースモーゲージ（reverse annuity mortgages）は、アメリカでは、自己所有不動産のエクイティを担保に月額給付を受け、最終的に不動産の処分代金で返済・清算を行うホームエクイティローンの一形態として、商品化されている¹。

金利面からみた商品体系としても、サブプライム層向けのローン商品としても多様な商品が存在しており（下図参照）、我が国の状況とは大きく異なっている。

アメリカにおけるホームエクイティローンの金利で見た位置付け



（出所） 『タパルス白書2006』（消費者金融連絡会）

一方、我が国では、伝統的な住宅ローンに代表される土地担保融資とそれ以外の融資とに分業され、その金利分布にも偏りが見られる。例えば、我が国の住宅ローン貸出残高は約180兆円となっているが、實際上、住宅金融貸付けは、銀行等が中心となって行われており、消費者向住宅向貸金業者による貸付残高は約0.9兆円（4.3%）となっているに過ぎない。このような状況に関しては、昨年の貸金業規制法改正案²の審議の際にも、たびたび指摘がなされ、出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律）の上限金利の引下げ等の措置に関連して、変化が期待される旨の金融当局の認識も示されているところである（「我が国の金利分布状況」参照）。

銀行による住宅ローンの提供が通常である我が国の現状の下では、アメリカにおけるサブプライムローン問題というのは、理解が難しい部分があることは指摘したが、今後、我が国の貸金業界がアメリカの現状に近いような方向で変化していくことが期待・想定されるのであれば、アメリカのサブプライムローン問題については、我が国の貸金業法制等の制度面に関するインプリケーションも重視する必要があると思われる。以下、若干の指摘をしておく。

まず、我が国においても、ホームエクイティローンの取扱いを金融機関が始めており、今後、アメリカと同様増加していく可能性があるが、貸金業規制法改正案により導入される総量規制（借入総額を年収の1/3に規制するもの）では、住宅ローンの特殊性も踏まえ、住宅資金貸付けが除外されていることとなっている。サブプライムローンの延滞というアメリカの状況を踏まえると、住宅ローンを除外するような制度枠組みについては、将来的に検討が必要となる可能性がある。

また、アメリカにおいては、住宅ローンを利用した略奪的貸付（predatory lending）が問題となっていることも、我が国の貸金業規制を考える上で、参考となる³。サブプライム層の借り手には、プライム市場において信用供与を受けられないため、高金利・高手数料であっても、住宅担保融資や低利へのリファイナンスに対して需要がある。こうした契機を利用しつつ、金融業者、ブローカー、住宅リフォーム業者などが、正常な実務慣行を理解せず、詐欺的な営業を行ったり、借り手の理解不足に乗じて不公平な特約条項をローンにつけたり付けたりしているのである。こうした略奪的貸付により、債務の一本化のた

我が国の金利分布状況

日本の金利体系というのを...縦軸にローン残高を取り...横軸に金利を取り...ますと、大体2%から3%ぐらいのところに変化する山...これは...土地担保融資制度という日本の特有の金融に基づくもの...。この山が...なくなって...、20%を超えた辺りから、...23%ぐらいのところには小さなこぶが出てまいります。...果たしてこういう金利体系が正常なのだろうか、これは非常にゆがんだ構造になっているのではないかと...。片っ方の山は銀行法に基づいた金融ビジネスでできている...。こちらの20%を超えた小さなこぶは貸金業法に基づいている...リスクに見合った金利プレミアムの体系になっていないという問題認識が...ある...。いわゆるミドルリスクの部分のリスク低下が出てくるのではないかと、そういったことを期待をしながら今回の法改正を行ったところでございます。

（注）参議院財政金融委員会における渡辺内閣府副大臣の答弁の抄録（...の部分は省略）

（出所）第165回参議院財政金融委員会会議録
第7号7～8頁（平成18年12月5日）

めの借換えが行われ自宅が抵当に入れられるという事態が起きている。このような観点からのホームエクイティローンにおける延滞の発生の問題は、我が国の消費者金融における多重債務問題と同根を抱えた問題と考えられる。貸金業規制法改正案の審議の際にも、国内消費者金融業者が提供している住宅を担保にした債務一本化ローンの問題性について指摘されているが⁴、住宅資金貸付の問題と同様、総量規制の枠組みとも関連してくる可能性がある⁵。

さらに、当初固定金利期間を短くし、長期の変動金利で返済額を上載せるといったローン商品の提供に関する適合性の問題も存する。このような商品は、リスクが大きく、当初の返済負担を減らした分を、収益率の高い他の資産で運用するといった目的で利用されるのが本来の姿と考えられる。すなわち、このようなローン商品は、リスク許容度の高い富裕層向けの商品と考えられる。ところが、そのような非伝統的な新しい形のローン商品がリスク許容度の低い低所得者層に提供されたという点に、アメリカのサブプライムローンの問題がある⁶。サブプライム層がその商品性を理解せずに延滞に陥ったというのは、適合性の原則の問題にほかならない。ローン商品をめぐっては、金融商品取引法上の金融商品に含めるか否かとの議論があったが、業者に対して、契約を締結する目的や顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適当な勧誘を行ってはならないとする適合性の原則に照らし、ローン商品の販売体制についても、適切に整備する必要性が出てくると考えられる。

¹ 高木仁『アメリカの金融制度』改訂版（東洋経済新報社 2006年6月）

² 貸金業の規制等に関する法律等の一部を改正する法律案（第165回国会閣法第10号）は、平成18年12月13日に成立し、同20日に公布されている（平成18年法律第115号）。その主要な改正事項である金利規制や総量規制の導入は、おおむね公布3年後に施行される予定となっている。

³ 以下、主に『貸金業制度等の実態に関する海外調査報告』（貸金業制度等に関する懇談会第8回資料 金融庁総務企画局企画課信用制度参事官室 平成17年12月8日）による。

⁴ 第165回参議院財政金融委員会会議録第2号24～25頁（平18.10.31）大門実紀史委員の質疑。

⁵ 住宅資金貸付でなくても処分可能な資産があれば、総量規制の枠の外とされている。この資産の要件については内閣府令で定められることとなっているが、貸手が優越的地位に立って、實際上処分を強要する可能性は否定できない。第165回参議院財政金融委員会会議録第9号8～9頁（平18.12.12）平野達男委員の質疑。

⁶ 浅岡均「現れはじめた米国住宅バブルの後遺症」（三菱総研倶楽部2007年4月号32～33頁）