

米国住宅市場に関する視点

～サブプライムローン問題の解釈を中心に～

米国の住宅ローン債権について、特に「サブプライム」¹と呼ばれる信用力の低い債務者に対する住宅ローンを中心として、不良債権化懸念が高まっており、株価下落をはじめ金融市場へ影響を及ぼしている。本稿では米国の住宅市場問題というより広い視点を含めて、サブプライムローン問題に関する論点を整理することにする。

1. 事実の確認

現在の住宅ローン債権に係る問題は、サブプライムローン不良債権化から生じる問題と、より広い文脈から、住宅市場の減速により生じる問題との二点が混在して議論されているように思われる²。従って、はじめに、両問題について簡単に事実を確認することにする。

1-1 不良債権化

現時点の住宅ローン債権問題は、直接的にはサブプライムローン延滞率上昇、及び、サブプライムに特化した金融機関の経営破綻を意味している。すなわち、米抵当銀行協会（MBA）による2003年10-12月期のサブプライム延滞率は13.3%に上昇し、また、大手のサブプライムローン貸出機関の New Century Financial の資金調達困難等が報じられている。一方、プライムと呼ばれる信用力の高い債務者に対する住宅ローンの延滞率は2.57%と低い水準にとどまっており、住宅ローンの不良債権化という観点からは、問題は現状サブプライムローンに限定される。

1-2 米国住宅市場ブームの終焉

米国の住宅市場は2006年以降急激に減速している。住宅着工件数、住宅販売は減少基調を続けていることに加え、住宅販売価格は伸び率の鈍化が著しく、特に中古住宅販売価格は2006年秋から下落基調に転じている。

2. 金融システムへの影響

2-1 問題

当節では、1-1でみた住宅ローンの不良債権化による問題を考察する。不良債権問題は、日本のバブル崩壊や米国90年代初頭のS&L問題等から、金融システムへ最も深刻な影響を与え得ると考えられる。従って、より具体的には、「サブプライムローンの不良債権化が金融システムに与える影響」が問題となる。

2-2 考察

サブプライムローンの貸出残高について統計は存在しない。住宅ローンに占めるサブプライムローンの割合について、フローの貸出額で2006年は24%を占めるに至っている（Inside Mortgage Finance）ものの、残高（ただし件数）では2006年10-12月期で13.8%にとどまっている（MBA）ことが伝えられている。独自の推計を行っている機関も存在するが³、これらより、サブプライム残高の割合は概ね10%程度と想定されることが多い。このことから、当問題の量的側面からの影響は限定的だと考えることができる。

¹ FRB等の連邦金融当局はサブプライムの定義は与えていないが、“subprime borrower”の特性としていくつかの項目を列挙している（例えば、過去12ヶ月間に30日間以上の滞納が二件以上等）。

² これら二点に加え、住宅投資の伸び率鈍化や住宅産業における雇用喪失の影響も考えられるが、いずれも米国経済全体の中ではそれほど重要な問題ではない。

³ 例えばJPモルガン証券の推計では5.5%とより影響度が低くなっている。

また、S&L危機時は多数の小規模な商業銀行や貯蓄機関が関係したが、今回は二十数社のサブプライムローン貸出機関と一部の投資銀行が関係しているに過ぎず、さらに、投資銀行における当業務の比率は低い。従って、問題はサブプライムローン貸出機関に限定され、金融システムに与える影響は軽微であると考えられる⁴。

3. 消費に与える影響

3-1 問題

当節では1-2でみた住宅価格下落による問題を考察する。現在の米国経済はGDPの約7割を占める個人消費により牽引されているが、今回の住宅市場ブームの中で注目されたのは、住宅価格上昇を利用したホームエクイティローン⁵を通じた消費の増加である⁶。また、住宅市場ブームの間に利用が急増した「金利オンリーローン」や「オプションモーゲージ」といったいわゆる「非伝統的」住宅ローンは、住宅価格上昇を前提としてデザインされているため、住宅価格下落によって利払額が増加し、消費に悪影響を及ぼす可能性がある。従って、「住宅価格下落が、ホームエクイティローンや非伝統的住宅ローンを通じて、消費に与える影響」が問題となる。

3-2 考察

理論的に住宅価格下落が消費にネガティブな影響を与えることは明らかでありその点に異論は存在しないが、どの程度の影響があるかについては議論は分かれている。特に、2006年を通じて、住宅市場が著しい減速を示しながらも、個人消費の基調は堅調に推移したため、一部の論者は住宅市場減速の消費に及ぼす影響は限定的だと主張している。しかしながら、以下の留意が必要であると思われる。

第一に、ホームエクイティローン残高をみると、2005年に一時減速したが2006年に入って再び増加率が加速している。住宅価格が上昇している間にホームエクイティローンを設定しておくという行動がなされたと推測される。従って、ホームエクイティローンを通じた個人消費への影響はまだ十分に顕在化していない可能性が考えられる。

第二に、非伝統的住宅ローンは、初期の返済額を小さくするように設計されている。従って、住宅価格下落後、利払負担が増加し消費に影響を与えるまでにはタイムラグがあると考えられる。実際、次節でみるように、最近になってようやく、これらの住宅ローンが分類されるAlt-Aローンにおける不良債権化が指摘され始めている。

4. 延滞率上昇原因の解釈

4-1 通常の解釈

サブプライムローンを金利固定型と金利変動型とに分けてみると、変動型の延滞率上昇が著しい一方、固定型の延滞率上昇幅は小さいことがわかる。従って、延滞率の上昇は、直接的には、短期金利の上昇を通じた変動型ローンの金利返済負担の増加によるものと考えることができる。この考えによれば、サブプライムローン問題の根本原因はFRBによる金融引締であり、住宅市場問題とは独立であることになる。

4-2 住宅価格下落を介在させた解釈

しかしながら、住宅市場ブームとその沈静化が進行している状況を勘案すれば、次のように考えることができる。米国における住宅ローンは伝統的に固定金利である。一方、変動金利型住宅ローンは、非伝統的住宅ローンと同様に投機的色彩を持ち、将来

⁴ FRBの統計でも商業銀行における住宅ローン遅延率は低い水準にとどまっている。

⁵ 住宅担保金融。通常、住宅の市場評価額とローン残高の差額をコミットメントラインとして設定する。

⁶ Greenspan and Kennedy (2005) は、ホームエクイティローン等は可処分所得比で8.9%に達したと試算している。

の住宅価格上昇を期待して初期の返済額を小さくし、ホームエクイティローン等を通じて実質的キャピタルゲインを得る目的を有している⁷。このような観点からは、延滞率の上昇は、予期せぬ住宅価格の下落ないし上昇率鈍化によって、借り手が高利子を払わざるを得ない状況に陥った結果であると解釈することができる。

なお、最近、「Alt-A ローン」の不良債権化の可能性が指摘され始めている。Alt-A ローンには、借り手自体の信用力は健全であるものの、オプションモーゲージ等の非伝統的な形態をもつ住宅ローン債権が分類されており、2006年貸出額の約16%を占めている（Inside Mortgage Finance）。このことは単に金利上昇に伴い元々信用力のない借り手の延滞が増加しているのではなく、住宅価格下落により投機性のある債権の返済が困難になっていると解釈できる点で上の考え方と整合的である。

5. 結 論

サブプライムローン問題は、それ自体の問題は限定的であり、また、金融システムに及ぼす影響は極めて軽微であると推察される。しかしながら、当問題は米国の住宅市場価格の下落を原因としている可能性があり、そのような場合には、他の非伝統的住宅ローンへ問題が波及するとともに、個人消費に大きな影響を与える可能性がある。

参考文献

Greenspan, A. and J. Kennedy (2005), "Estimates of Home Mortgage Organizations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences," Discussion Paper, FRB.

（日本経済研究所調査局 調査第4部長

小田圭一郎）

⁷ 長短金利差は縮小しているものの短期金利の方が依然低いことに加え、変動金利型住宅ローンには通常金利据え置き期間がある。