

サブプライムローン問題の帰結と 本格回復なき住宅市場

A Consequence of the Subprime Mortgage Crisis and Stagnant U.S. Housing Markets

豊福裕二
TOYOFUKU Yuji

三重大学の豊福裕二です。私からは「サブプライムローン問題の帰結と本格回復なき住宅市場」というテーマで話をさせていただきます。

今日の話の内容ですが、まず、そもそもサブプライムローンというものがどういうもので、それがいわゆる住宅バブルとどう関わっていたのかという話をさせていただいて、次にそもそも住宅バブルはアメリカ経済にどういう影響を与えたのか、さらに金融危機から数年を経た今、アメリカ経済がどういう状況にあるのかということ、そして最後にオバマ政権の対策がどういうものになっているのかという話をしたいと思います。

1. サブプライムローンと住宅バブル

最初に、そもそもサブプライムローンとはどういうものなのかというところからお話をしたいと思います。サブプライムの「サブ」というのは「下位の」という意味ですから、「プライムよりも下の」という意味です。要するに、金融機関が融資を行う際の借り手の信用度を表す分類として信用格付けというものがあるわけですが、それがAとA-、B、C、Dというふうに区分されておりまして、Aに相当するのがプライムということになります。つまり、それ以下の、実はA-からDまで、これがすべてサブプライムということになります。

あるいはアメリカはクレジットカード社会ですので、過去のカードの返済

履歴などが全て残っています。その返済履歴にもとづく借り手の信用度をクレジットスコアという形で表していて、代表的なものに「FICO」というクレジットスコアがありますが、FICOスコアでおよそ620点以下がサブプライムに相当すると言われていました。

具体的に何が信用度を下げるかという、当然、過去に支払いが遅れたとか、あるいは個人破産の経験があったとか、そういうことがあると当然下がってくるわけですが、その他には所得証明書類に不備があるといったことも信用度に関わります。例えば我々であると、源泉徴収票がきちんとないと当然所得証明できませんが、要するにそういうことです。

さらに担保に対する貸付比率も信用度に関わります。例えば我々が日本で住宅を買う時に、仮に家の値段が3,000万だとすると、金融機関は3,000万を丸々貸しません。だいたい8掛けぐらいで貸します。この住宅の価格、資産価値に対する貸付額の割合、これをLTV（Loan to Value Ratio）と言うのですが、これが非常に高くなってくるとそれだけ貸し手のほうにもリスクが高くなるということになります。

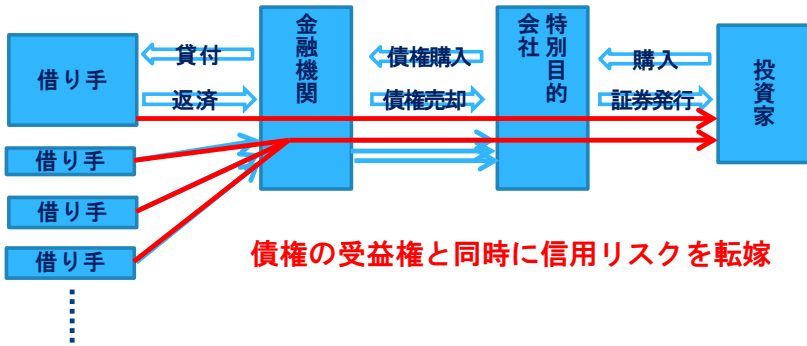
このようにサブプライムローンはそれ自体借り手の信用度が低く、リスクが高いわけですが、よく報道されたように、それに加えていくつものリスク要因が積み重なる状況になっていました。

その1つは、リスクの高い変動金利との組み合わせです。サブプライムローンでよく普及していた商品というのは、2～3年間は固定金利で返済額が非常に少ないわけですが、その後、2年後とか3年後に変動金利に切り替わって返済額が急増する、そういうタイプの商品が圧倒的に多かったということです。

もう1つは、先ほど言ったLTVの問題です。サブプライムローンでは、担保価値の100%まで貸す、つまりは頭金が全く無くても100%貸しますといったケースや、あるいは、第一抵当で80%貸したうえで、残りの20%については第二抵当をつけてもう1個ローンを付け加える、これを「ピギーバック・ローン」と言うのですが、こうした形で、丸々手持ちのお金が無くてもローンを貸し付けることをやっていました。

もっとも、借り手の方としては、当時は住宅価格がずっと上がってしまし

証券化の基本的な仕組み



たので、仮に返済額が急増しても、住宅の資産価値を担保にすれば、他の金融機関で新たな返済額の低いローンに借り換えることができました。こうして借り換えを繰り返していけば、ずっと返済額を少ないままにできると考えられたわけです。

一方、貸し手の方としても、このリスクを転嫁する仕組みがありました。それがいわゆる証券化という仕組みです。基本的な仕組みだけをご紹介しておく、普通は金融機関から借手がお金を借りているという、こういう単純な関係になります。これが証券化になりますと、まず金融機関が特別目的会社という会社に債権を売却します。次に、この目的会社が買い取った債権を担保にして証券を発行し、それを投資家に売却するという関係になります。ここでは1対1の関係に書いていますが、実際には借手は無数にいて金融機関に返済をしています。金融機関はこの無数にある債権をまとめて特別目的会社に移して、特別目的会社はこの無数のローンを担保に証券を発行するということになる。これが証券化の仕組みです。

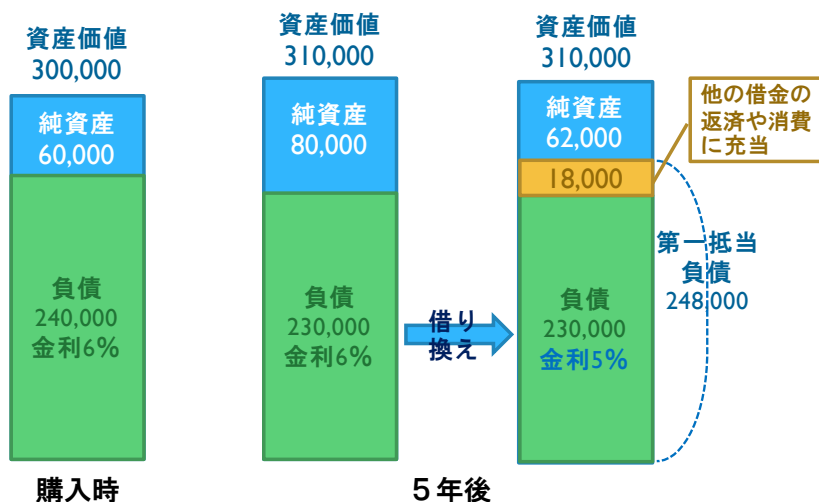
実際にサブプライムローンで行われた仕組みはもっと複雑ですが、基本的な関係は変わりません。つまりお金の流れは、借手から投資家へということになって、借手が金融機関に返済していると思っていたお金は、実は投資家のほうに配当されるという関係になるわけです。ただし、債権の受益権、つまり返済金をもらう権利が移転されると同時に、借手が貸倒れ

になったらそのリスクは投資家に転嫁をされるということになります。実際にサブプライムローンの場合には、80%ぐらいはこの証券化という仕組みを通じて融資をされていたと言われています。

ところで、サブプライムローンという一般的なには低所得者層が住宅を購入するために使ったというイメージが強いですが、実はサブプライムローンの利用目的で一番多かったのはリファイナンス、すなわち借り換えです。なかでも、「キャッシュアウト・リファイナンス」という、住宅の資産価値を利用してほかの債務の返済や消費に充てるという手法が多用されました。

例えば、30万ドルの住宅を買ったときに、8掛けで24万ドルのお金を借りたとすると、買い手の純資産は6万ドルになります。これが5年後に負債が23万ドルに減って、一方で資産価値が31万ドルに上がったとします。そうすると、持ち主の純資産は差し引き8万ドルということになります。この時に金利が下がっていたとすると、現在の23万の負債をもっと低い金利で他の金融機関から借りれば、それだけ返済額を減らすことができます。これが一般的なリファイナンス、借り換えです。しかし、31万ドルの資産価値

キャッシュアウト・リファイナンス



があれば、その80%でも24万8,000ドルまで借りられるということになります。そこで、23万ドル借りるだけでなく、ついでにもう1万8,000ドル借りて、それを他の借金の返済や消費に充てようということになる。これが「キャッシュアウト・リファイナンス」というものです。例えばクレジットカードなどで返済が滞ってプライムローンで借りられなくなった人も、サブプライムローンを利用すれば住宅の資産価値を使って借金の返済ができるということになるわけです。サブプライムローンの利用法としては、実はこれが一番多かったのです。

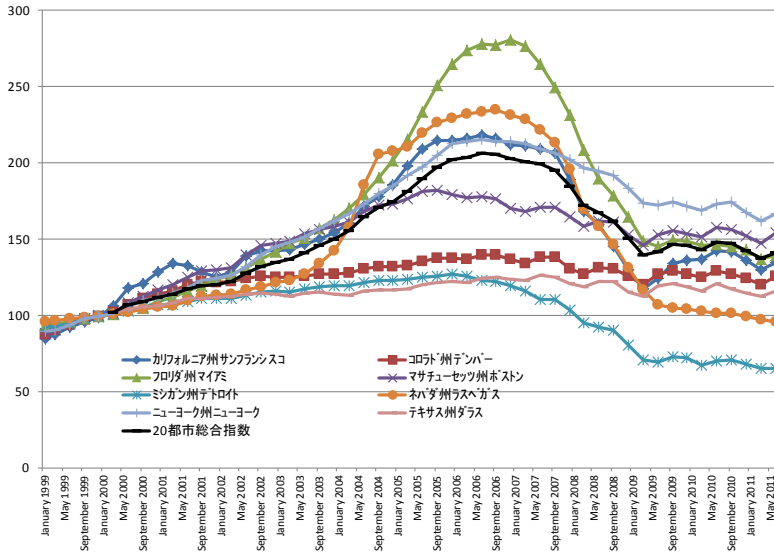
もっとも、2000年代に入って次第に住宅購入目的でサブプライムローンを使うということが増えてきます。2000年のITバブル崩壊後にFRBが非常に金利を引き下げた時期があるのですが、それからしばらく低金利を維持した後、2004年以降に利上げに転じます。それは結果的にプライムローンの借り手の減少をもたらしました。この時、金融機関は証券化を活用して住宅購入目的のサブプライムローンを増やすことで、住宅市場を下支えする役割を果たしました。つまり、サブプライムローンが一番増えた時期というのは、実は金利が上がっている時期で、しかも住宅バブルの絶頂の時です。サブプライムローンは住宅バブルの下支えをしたということになります。

2. 住宅バブルとアメリカ経済

次に、住宅バブルがアメリカ経済にどのような影響をもたらしたのかをみていきたいと思います。まず、この図は住宅価格指数の推移を示したものです。黒い線が全米平均ですが、特にフロリダやカリフォルニア、ネバダといったところで住宅価格が高騰したことがわかります。ではこうした住宅バブルは何をもたらしたのか。

先ほどの山縣先生のお話にもありましたが、住宅バブルは以下のような経路で実際に個人消費を促進する役割を果たしました。1つは売買差益、すなわち住宅を転売することによって儲けること、もう1つはホームエクイティ・ローン、そして最後は先ほど説明したキャッシュアウト・リファイナンスです。この3つが資産効果としての役割を果たしたと言われています。

住宅価格指数の推移

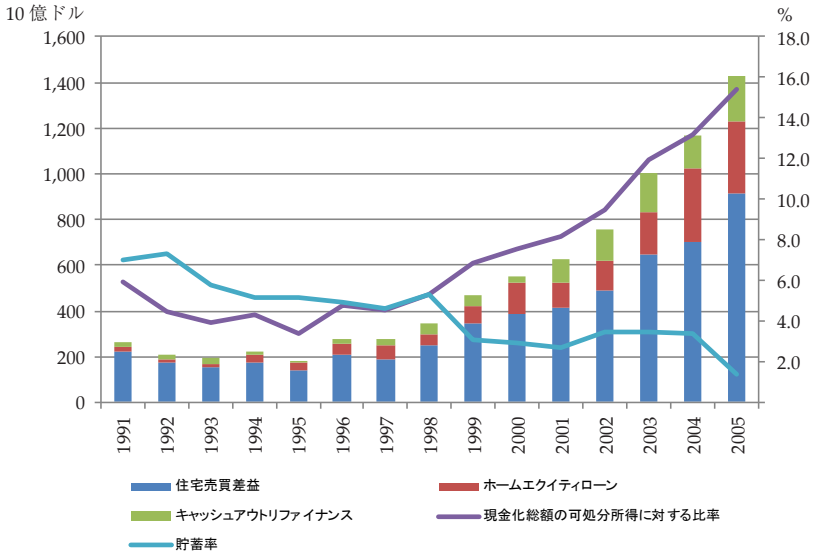


出所: Standard & Poor's, Case-Siller Home Price Indices

3番目は説明しましたのでここではホームエクイティ・ローンについて説明します。先ほどと同じ例で、24万ドルを借りて購入した30万ドルの住宅が、5年後に31万ドルの資産価値になって、負債が23万ドルに減ったとします。先ほどのキャッシュアウト・リファイナンスでは24万8,000ドルを別の金融機関から借りましたが、ホームエクイティ・ローンの場合は一番抵当の23万ドルはそのまま、さらに1万8,000ドルを二番抵当で借り入れて、それを消費にまわすという形になります。要するにキャッシュアウト・リファイナンスと同じで、純資産すなわちエクイティを現金化していく、そういうことになるわけです。

この図は、これら3つの資産効果を推計したものです。2005年には、可処分所得に対して16%ぐらい、GDPでいっても1割ぐらいに達していることがわかります。一方で、貯蓄率はずっと低下傾向にあります。つまり、住宅の資産価値を担保に借金をして、それを消費にまわすということをやっ

住宅資産価値の現金化総額(推計値)の推移



出所: Greenspan and Kennedy [2007] より作成

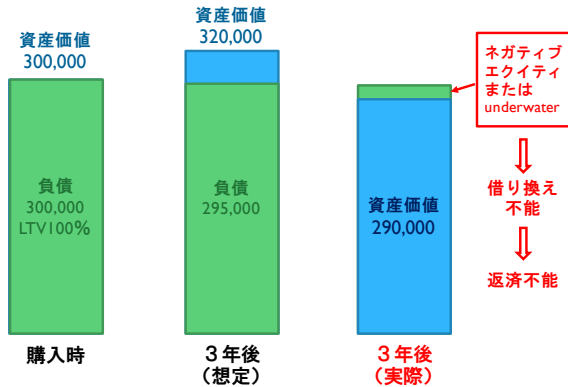
いたわけです。

3. 金融危機後の住宅市場と住宅ローン市場

しかしながら、ご承知のように住宅バブルは崩壊して金融危機を引き起こしました。まず、なぜサブプライムローンの破綻が相次いだのかということですが、これは先ほど言った通り、リスクが幾重にも積み重なっていたということです。住宅価格が右肩上がりの時はよかったです、担保価値が下がって借り換えができなくなると、にわかにかこのリスクが顕在化することになりました。

この図の例ですと、資産価値は最初 30 万ドルですが、サブプライムローンだと 100% 貸しますので負債が 30 万ドルになります。すると 3 年後には返済額がほとんど減らず、29 万 5,000 ドルぐらいになったとします。借り手

サブプライムローンの破綻の構図



としては、資産価値が上がっていれば借り換えができるだろうと考えていたわけですが、実際には資産価値が下がってしまいました。つまり、いわゆるネガティブエクイティ、あるいはアメリカでは「underwater」と言いますが、水面下、すなわち負債の水準以下に資産価値が下がってしまうということになりました。これによって結局借り換えができなくなって、返済ができなくなって、差し押さえに至ると、こういう仕組みになるわけです。

こうしたサブプライムローンの破綻と住宅バブルの崩壊が、ご承知のように金融危機へと波及しました。サブプライム関連証券の暴落と銀行間信用の収縮に加えて、そもそも住宅ローンの大半が証券化を前提にしていたので、証券が発行できなくなって住宅ローン市場自体が収縮してしまいました。また、住宅バブルの崩壊で先ほど言った資産効果というものが一気に消滅してしまうということになったわけです。

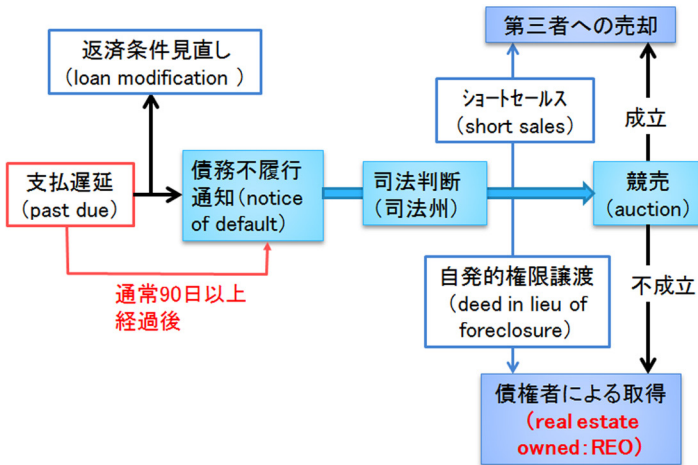
住宅ローンの差し押さえ比率についてみると、2006年ぐらいから急激に上昇して、一応ピークは2009年ぐらいでいったん下がりますが、最近はまだちょっと上がったりしています。プライムローンについてもほとんど高止まりの状態です。さすがに2～3年後に返済額が増えるタイプのローンについては、ほぼピークは過ぎています。先ほどの山縣先生のお話にありましたように、失業率が高止まりしている中でそもそも失業や所得の減少

で住宅ローンが返せなくなっているということがありまして、いまや差し押さえはサブプライムローンだけの問題ではなくなっています。アメリカでは「foreclosure crisis」、差し押さえ危機と呼ばれていて、最近ではサブプライムローン問題というよりも、差し押さえ危機という言葉のほうが一般的になっています。

その結果として住宅着工戸数は歴史的な低水準にあります。歴史的にみてもだいたい年間50万戸ぐらいというのは、かつてない低水準です。ただ、アメリカの場合、新築住宅よりも中古住宅の販売件数が非常に多いという特徴があります。新築の販売件数は大幅に落ち込んでいますが、中古の場合、いったん落ち込んでいますが新築ほどは落ち込んでいません。なぜかという、差し押さえ物件の取引が非常に大きな比重を占めているからです。

アメリカにおける差し押さえのプロセスというのを少し図で説明しておきます。まず支払いが滞ります。しかしすぐには差し押さえにはなりません。だいたい90日ぐらい経過した後には債権者から債務不履行通知というのが送られます。この通知から競売までのプロセス上にあるものが差し押さえの状態にあるという分類になります。

アメリカにおける住宅ローンの差し押さえプロセス



アメリカでは差し押さえの際、司法判断が必ず入らなければいけないという州と、司法の手続きを経なくても差し押さえができる州と2つあります。実は司法州ではない所のほうが多いです。ですから、多くの場合、州法の手続きに従って競売に至って、売買が成立すれば第三者に売却されますし、不成立であれば債権者がそのまま取得をするということになります。こうした物件は「real estate owned: REO」と言われます。現在、アメリカで大きな問題となっているのが、このREO物件の累積です。

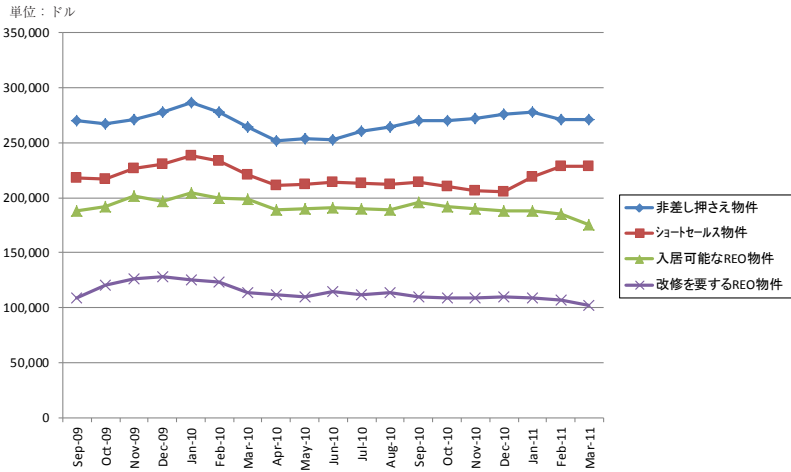
ただし、差し押さえを回避する方法がいくつかあります。まずは債務不履行通知に至る前に返済条件を軽減して支払いを継続するという、また通知後ですと、競売に至る前にショートセールスや自発的権限譲渡というものが行われます。

ショートセールスとは何かというと、債権者の承認の下に債務残高を下回る価格で担保物件を売却するというものです。日本でも任意売却というのがありますが、それと同じことです。ただしアメリカでは、多くの場合、残りの債務については支払わなくてもいいということになります。一方、自発的権限譲渡というのは、担保物件の権利証書を一切合切債権者に自発的に引き渡してしまうというのですが、これも多くの場合は残りの債務を返済しなくていいということになります。

これらは債務者にとって非常に有利じゃないかと思われるかもしれませんが、債権者にとってもメリットがあります。この図は差し押さえ物件の売買価格を示したのですが、REO物件のうち、傷みが激しくて改修を要するような物件は非常に低価格になりますが、つい最近まで人が住んでいたような物件は割と高く売れることがわかります。あるいは、REO物件でも入居者から引き渡しがされたようなものは比較的高く売れます。だから非差し押さえ物件ほどはないけれども、割と高く売れるので債権も回収しやすいということで、ショートセールスのような形態での差し押さえも増える傾向にあります。

中古住宅の販売件数に占める差し押さえ物件の割合を地域別にみると、カリフォルニアやフロリダなど、住宅バブルの膨張が大きかった所は、現在でもだいたい6割ぐらいが差し押さえ物件の取引で占められているという状

差し押さえ物件の売買価格の推移(3ヶ月移動平均)



出所：Campbell Communications, Inc., *HousingPulse Monthly Survey of Real Estate Market Conditions*.

況にあります。こうした差し押さえ物件の比重の高さが、住宅価格がなかなか上昇に転じない原因となっています。

では、その差し押さえ物件を誰が買っているかということですが、実は、REO物件の多くは投資家を買っています。投資家とは何かというと、個人投資家の場合もありますが、むしろ投資ファンドのような機関投資家がREO物件を大量に買い占めていくという実態があります。買い占めるだけではなく、それを、きちんと修繕して使えばいいのですが、買った後放置する場合も多いといいます。売買差益を目的に放置して、最悪の場合は税金も払わないといったケースもあって、これが今、非常に大きな問題になっています。

4. オバマ政権の住宅市場対策

では、こうした差し押さえ危機に対してオバマ政権はどう対応してきたのか。一つは住宅ローン市場に対して支援をしていくということです。先ほど

証券化がほとんどできなくなったという話をしましたが、その住宅ローンを担保にした証券をFRBや財務省が買い取るという対策を行っています。これによって証券化を支援して住宅ローンの供給を増やしていくということで、FRBが2010年3月までに総額1兆2,500億ドル、財務省が総額1,980億ドルの買い上げ枠を設定しました。現在は追加的な買い上げはやっていませんが、保有証券の償還分をもう一度この証券に投資するというのを続けています。

もう一つは住宅の取得支援ということで、税制の優遇措置として、初回購入者の場合、住宅を買うと8,000ドルの税額控除が受けられるといった措置を行いました。途中からは、初回購入者だけではなく、既存の住宅所有者の住み替えに対しても税額控除をするという措置も加えて、これが2010年4月まで続きました。2009年はこれによってかなり住宅需要が支えられた部分があって、いったん住宅価格は底打ちしたのですが、優遇措置の終了後はなかなか自立的な回復軌道に乗らないという状態が続いています。

いま一つは借り手に対する支援ということで、住宅負担軽減プログラムという支援策を行っています。これは2009年2月から行われているものですが、要するに返済条件を見直して、月々の所得の31%以内に返済額を抑えましょうというもので、当然これは債権者の協力も必要となりますが、それに国からの補助も加えて、ローン負担を抑えて差し押さえを抑制しようという取り組みです。

連邦政府としては、これまでのローンの修正実績は530万件であると言っています。ただし、これはオバマ政権のプログラムだけではなくて、ブッシュ政権から引き継いだものも含めていますので、現政権のプログラムだけだと90万件ぐらいだと思います。同じ期間中の差し押さえの執行済み件数が230万件ですから、それよりはるかに大きいです。もっとも、修正実績と連邦政府は言っていますが、修正を受けた後も、結局1年ぐらいするとそのうちの2割ぐらいがもう一度延滞に陥ってしまい、18カ月以降になりますと4分の1ぐらいが再び延滞に陥るというデータもあります。要するに問題の先送りにすぎない部分もあるわけですが、とりあえず差し押さえの追加的な発生をどう抑制するかということが現在の大きな課題ですし、またそれ

を続けざるを得ない状況だということです。

最後に、これらとは別の支援策として、差し押さえの集中した近隣を再生する取り組みがあります。特定の地域に差し押さえ物件が大量に累積していて、その差し押さえ物件を何とか再生しなければいけないということで、州政府や地方政府が、NPOがこの差し押さえ物件を購入して、それに必要な修繕を施して、売却をしていくという取り組みで、それに対して連邦政府がお金を出しますよ、というのがその内容です。これは、近隣安定化プログラム（Neighborhood Stabilization Program：NSP）とって、ブッシュ政権から始まったものですが、ブッシュ政権期の「NSP1」に、オバマ政権の下で「NSP2」「NSP3」というものが追加されて、これまでの予算総額は68.2億ドルとなっています。

ただし、これは改修物件の売却先がその地域の低所得層や中所得層に限定されるとか、かなり用途を限定したプログラムになっていまして、そもそもこれまでに改修した実績は6,612戸と、非常に少ないです。計画中のものでも5万戸程度です。既に差し押さえられた物件が230万件ぐらいあるわけですから、はっきり言って実績としては少ない。地域に対してインパクトを与えるには非常に少ないといえます。

そもそも予算総額が全国で68.2億ドルというのは、シティグループへの資本注入だけで100億ドル以上をつぎ込んでいるわけですから、それから比べると「全国でこれだけか」という批判は強くあります。そういう意味では、対策としては非常に小規模にとどまっているというのが現状だということです。

まとめ

最後にまとめとなりますが、まずサブプライムローンは、実は住宅バブルを下支えすると同時に、リファイナンスを通じた形で資産効果をもたらしていたということです。しかし、その過程でリスクが幾重にも積み重なる構造が形成されていって、ご承知のように、住宅バブルの崩壊とともに金融危機をもたらす結果となりました。その後、FRBや財務省による証券の買い支え

や、住宅購入に対する税額控除などで住宅価格は2009年にいったん底を打ちましたが、税額控除の終了とともに住宅価格は低迷しているのが現状です。

その原因としてはやはり、失業率の高止まりによって住宅の差し押さえが高水準で継続していて、しかも差し押さえ物件が累積していることです。さらに、差し押さえ物件が売れているといえは売れているのですが、投資家がまとめ買いをしていて、逆にそれが地域における住宅の再生事業の障害になっているという問題が生じています。しかしながら、差し押さえを抑制する取り組みは問題の根本的な解決になっておらず、また近隣を再生する取り組みは小規模にとどまっています、差し押さえ危機の解消は依然として困難な状況にあるということです。

私からのお話は以上で終わりたいと思います。どうもご清聴ありがとうございました。

参考文献

Campbell Communications, Inc., *HousingPulse Monthly Survey of Real Estate Market Conditions*.

Greenspan, A. and Kennedy, J. [2007], "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes", *FRB Finance and Economic Discussion Series*.

Standard & Poor's, *Case-Shiller Home Price Indices*. <<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-price-indices/en/ap/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->> accessed Jan. 31, 2012.