

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK

NEW YORK 通信
(第19-2号)

(2008.2.27)



信金中央金庫

SCB

総合研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7
TEL.03-5202-7671 FAX.03-3278-7048
URL <http://www.scbri.jp>

米国住宅不動産・サブプライム問題とコミュニティバンクへの影響

視点

サブプライム問題は、世界中を景気後退に巻き込む引き金になりかねないほど大きな問題となっている。さらにそのサブプライム問題の原因である米国住宅不動産価格の下落の程度と影響は、今年の米国、ひいては世界経済を占う重大な要素となっている。さらに、今回のサブプライム問題の米国コミュニティバンクへの影響、またコミュニティバンクはどのようにしてこの危機を乗り越えようとしているのかを検証することは、日本の金融機関の今後の経営にも参考になるとと思われる。

要旨

- ・ 住宅不動産価格については、特に南カリフォルニア等ではこれまでに住宅価格の高騰が著しかったこともあり、ピーク時と比較して20%程度の下落の可能性があり、全米主要都市でも10~15%程度の下落が予想される。
- ・ 一方、西海岸や大都市以外の米国全体を見ると、不動産価格の著しい上昇が見られていない地区も多く、また平均的な住宅不動産価格は、平均的な所得の国民にとって購入できる水準にあることから、住宅価格の下落は限定的にとどまり、ソフトランディングとなる可能性もある。
- ・ サブプライム問題による予想損失の規模は極めて大きいものの、GDP比等で見ると、80年代のS&Lより小さく、さらに日本の金融危機よりもかなり小さいことから、米国経済が仮に景気後退に突入したとしても、追加的なマイナス材料がなければ、比較的早期に立ち直ることも十分に考えられる。
- ・ コミュニティバンクの多くは、堅実で保守的な経営により、サブプライム問題の直接的な被害を回避している。

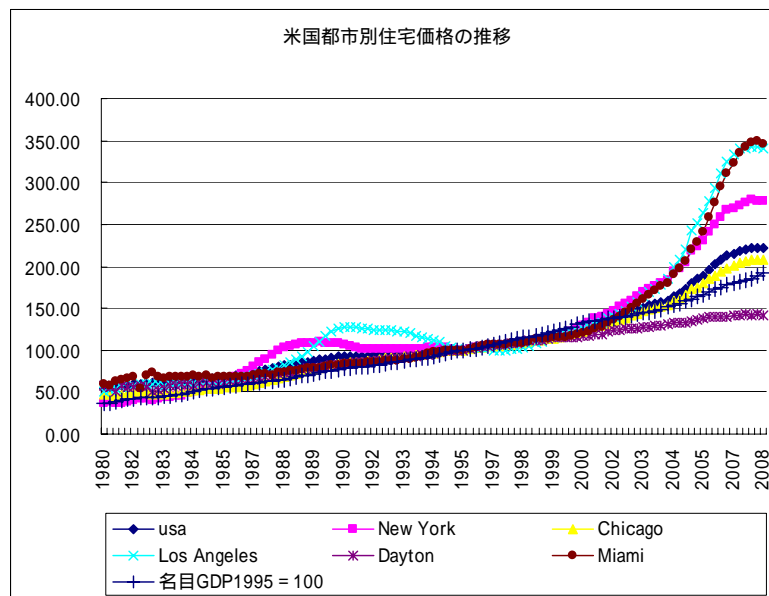
キーワード: サブプライム、バブル、米国金融機関

1. 住宅不動産バブルは弾けるのか？

(1) 住宅価格指数からの推測

連邦住宅公社監督局（OFHEO）が発表する住宅価格指数（HPI）によると、2007年7～9月期の米国住宅価格は0.4%の下落となった。四半期ベースで同指数が下落するのは1994年以来13年振りである。1975年以降これまで、同指数が2四半期連続で下落したことはなく、2007年9～12月期も下落している可能性が高いことから、米国史上では珍しい「不動産バブル崩壊」を懸念せざるを得ない状況である。

（グラフ1）米国都市別住宅価格の推移（1995年1-3月期 = 100）



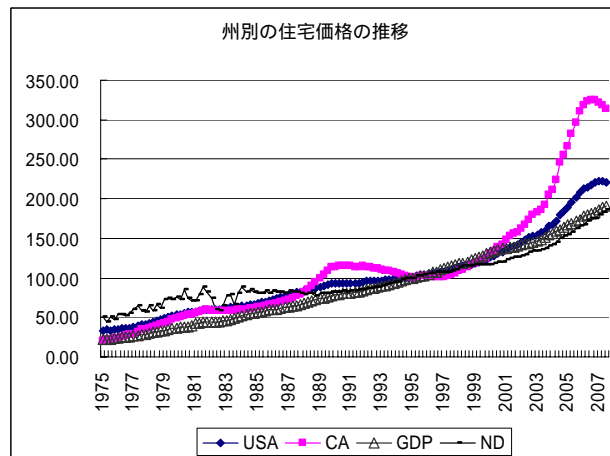
データ出典：OFHEO

グラフ1にあるとおり、1980年～2000年までは、ロスアンゼルスとニューヨークでそれぞれ小さなバブルが見られるが、それ以外はほぼ名目GDP成長率（年率5.9%）と同じ程度の、年率5%～7%程度で上昇していた。しかしながら、2000年以降は、フロリダのマイアミおよびカリフォルニアのロスアンゼルスでは年率15%以上で上昇し、12年間で価格が3.5倍にもなった。米国全体でも12年間で8.7%上昇、価格は2倍以上となっている。一方、中西部の工業都市デイトンでは、住宅不動産価格上昇率は名目GDP成長率以下となっており、シカゴは全米平均並み、ニューヨークは全米平均とマイアミの中間程度と、都市によるばらつきも大きく、米国全体でバブルが膨らんでいるわけではない。

州別にみるとグラフ2のとおりである。傾向は都市別と大きくはかわらず、住宅価格上昇率は、カリフォルニアは極端に上がっており、ノースダコタのよ

うな農村部の州では GDP 成長率を下回っている。仮にそれぞれの州の経済成長率のペースで住宅不動産が 1997 年から 2007 年 9 月まで上昇した水準を「適正水準」と見なした場合、全米平均で不動産価格はまだ 15% 下落し、カリフォルニアの不動産価格は 39% 下落、ノースダコタでは逆に 3.7% 上昇する余地があることになる。

(グラフ 2) 州別の状況



(表 1) 名目 GDP 成長率を不動産価格上昇率とした場合の「バブル度」

	全米	カリフォルニア	ノースダコタ
住宅価格上昇率 (1997 ~ 2006)	6.8%	10.7%	4.7%
州内総生産上昇率 (1997 ~ 2006)	5.3%	6.0%	5.5%
2007 年 9 月末指数	221.5	313.6	176.6
1997 年から ペース で 2007 年 9 月末まで上 昇した場合の指数値	193.1	207.6	157.7
の水準まで価格が 下落した場合の下落率	-14.7%	-38.7%	3.7%

住宅不動産価格はこれまでどおり経済成長率とほぼ同じペースで上がるべきである、という仮説に立てば、カリフォルニアでは 30% 以上、全米でも 15% 近く住宅不動産価格が下落する可能性を示しており、それが急激に発生した場合は、地区によっては不動産バブル崩壊、という状況も否定できない。

このほか、米国の住宅不動産価格指数としては、S&P Case-Shiller 全米住宅価格指数があり、これによると全米主要 20 都市の住宅価格は 2006 年 6 月期をピーク (226.29) に、2007 年 9 月期 (217.07) は既に 4 % 下落している。この

うち 10 都市で合成した先物指数はシカゴの先物取引所 (CME) にも上場されており、2007 年 2 月 1 日 (201.4) からみて 1 年後の 2009 年 2 月 (184.8) にはさらに 8% 下落すると市場は予想している。また、デリバティブ取引にも使われる不動産価格指数として、Rader Logic 指数があり、やはり市場では下落が予想されている。

(2) 全国不動産協会のアフォーダビリティ指数による推測¹

一方、国民の「購買力」に応じて住宅不動産価格が決定されるはずである、という仮説も考えられる。全国不動産協会 (National Association of Realtors) では、毎月住宅の購入可能 (アフォーダビリティ) 指数を発表している。これは、普通の住宅を普通の収入の人が年収の 4 分の 1 を返済にあてるような住宅ローンを組んだ場合に、購入できるかどうか、という指数であり、指数が 100 を超えれば購入できることを意味する。具体的には、住宅価格の中間値の 80% を借り入れると想定し、平均的な住宅ローン金利により月々の返済額を計算し、それが中間的な世帯収入の 25% と比較して高いか低い、ということの意味する。

(表 2) 住宅の「手に入れやすさ」の状況

	全米	東部	南部	西部
a. 住宅価格中間値	\$208,700	\$263,500	\$173,700	\$333,000
b. 住宅ローン金利	6.41%	6.35%	6.43%	6.39%
c. 毎月の支払額	\$1,045	\$1,312	\$872	\$1,665
d. c が 25% となるような年収	\$50,160	\$62,976	\$41,856	\$79,920
e. 実際の年収の中間値	\$59,833	\$67,532	\$54,440	\$62,526
f. 指数 (e/d)	119.3	107.2	130.1	78.2
g. 「適正」価格	\$248,750	\$282,625	\$225,875	\$260,500
h. 乖離率 a/g	0.84	0.93	0.77	1.28

データ出典：全米不動産協会

購入可能指数を見ると、2007 年 11 月の時点で既に、全米、東部、南部は 100 を越えており、つまり平均的な人は平均的な住宅を購入できる状況にある。一方、カリフォルニアなどの西部についてはまだまだ高く、住宅価格が 20% 以上

¹ 参考：<http://www.realtor.org/Research.nsf/files/REL0711A.xls/SFILE/REL0711A.xls>

下落しないと購入できないことになる。これから逆算し、それでは住宅価格がいくらであれば平均的な人が買えるのか、「適正」価格を計算したのが g 欄である。これを実際の住宅価格中間値と比較すると、西海岸ではまだ 30%近く高止まりとなっているが、それ以外の地域では実際の価格は適正価格を下回っていることから、全米レベルで見れば住宅価格の下落は限定的であり、「バブル崩壊」にはならない可能性があるが、カリフォルニアなど西海岸では、20%程度住宅価格が下落してもおかしくない状況である。

(3) 連邦預金保険機構 (FDIC) の研究

連邦預金保険公社 (FDIC) の研究²によると、米国の不動産価格高騰は珍しいことではなく、都市別に見ると、1978～1998年に54件の不動産ブームが発生したが、そのうち不動産バブル崩壊が続いて発生したのは17%にあたる9件のみであり、大部分のケースにおいては、不動産ブームに乗り急激に価格は上昇するが、その後は急激にバブルが崩壊するわけではなく、時間をかけて調整し、年率2%程度でただだらと下がり続けている。

「単に価格が急上昇してもその後崩壊しなければバブルとは言えない」という見解に立てば、米国で「バブル崩壊」が起きることは歴史的にみて必ずしも多くはなく、現在の「サブプライム問題・不動産価格問題」も少なくとも現時点において全米的の至る所で地価が急激に下落しているとは言いがたく、15%以上の下落が急激に発生するようなバブル崩壊が全米で発生すると断言するためには、まだ見極める必要があると思われる。

これらのことから、米国の住宅不動産価格は一律に下落するのではなく、ここ数年で急激に上昇した南カリフォルニアやフロリダなどについては20%以上下落することも予想され、全米主要都市の平均という意味ではピーク時から比較して10～15%の下落も予想されるものの、米国全体で一律に下落するわけではなく、内陸部など大部分の地区については、ソフトランディングしていくことも十分に考えられる。

2. なぜ住宅バブルが発生したのか？

(1) 持家率推進政策の挫折

今回の「住宅バブル」が発生した原因のひとつが、世界中で発生した過剰流

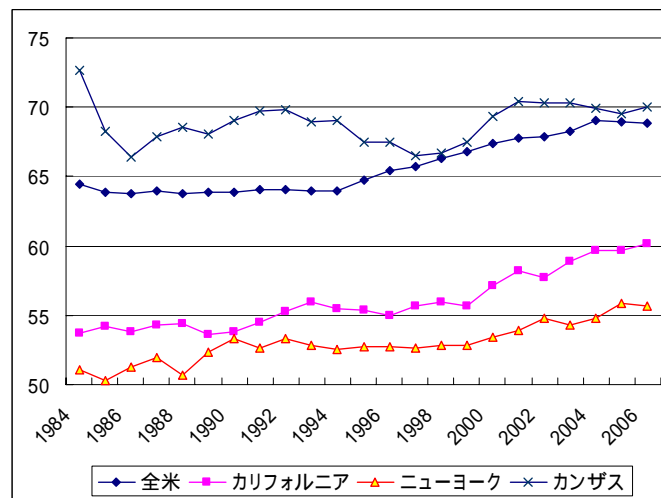
² FDIC, “U.S. Home Prices: Does Bust Always Follow Boom?,” Feb. 10, 2005 なお、同研究では不動産ブームの定義を「3年間で30%の住宅価格上昇」、不動産バブル崩壊の定義を「5年間で15%以上の住宅価格下落」としている。なお、「住宅価格」は連邦住宅公社監督局 (OFHEO) の住宅価格指数 (HPI) を使っている。

動性つまりカネ余り現象による米国住宅ローンセクションへの資金の過剰流入であり、またそれを可能にした資産担保債券（ABS）などの証券化スキームにあることは議論を挟む余地は少ないであろう。さらに、米国が官民あげて持家比率を上昇させようとしていたことがこれに大義名分を与えたと思われる。

「持家比率の上昇」は米国の国家戦略であった。例えば、連邦準備銀行理事会のグリーンズパン議長は 2002 年の講演で次のように述べている。「持家比率を上昇させることは、わが国にとって国家の優先課題として選択されてきている。多くの政府・民間の資源がこの目標を達成するために投入されている。」³

実際に、全米持家比率は 1990 年代後半から上昇し、2004 年には 69% に達した。特に、以前は持家比率がカンザス州などの内陸部の州と比較すると低かったカリフォルニア州の持家比率はグラフ 3 のとおり上昇し、多くの人がマイホームの夢を叶えることができた。しかしながら、2004 年をピークに全米の持家比率はわずかながら減少している。これは持家を手放して賃貸に戻った人が増えてきたことを意味している。

（グラフ 3） 米国持家比率の推移（%）



データ出典：米国統計局

1990 年代前半には既に 60% を超えており、頭打ち感のあった持家比率をさらに上昇させるためには、現在家を持つことができていない者に家を持たせなければならない。そうした中には、信用力が劣る者も少なくないだろう。「持家比率上昇」という錦の御旗のもと、アメリカンドリームの象徴である「持家」の夢を叶える特効薬としてサブプライムローンが利用され、少なくとも容認されてきたことは否定できない。確かに持家比率は上昇したが、本来は家を持つこ

³ Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Ninth Annual Economic Development Summit, The Greenlining Institute, Oakland, California, January 10, 2002

とができない者までサブプライムローンにより住宅を購入することができるようになった。しかしながら、結局は持家を維持することはできず、売却や抵当流れにより、賃貸に戻ったものも少なくないと思われる。

(2) 住宅バブル発生の原因

バブルは、動機、機会、能力が重なった時に発生しやすい。例えば、20年前のS&L危機の際は、実質的には破綻しているにもかかわらず、規制が甘かったおかげで存続していたS&Lがハイリスクをとって挽回しようとし（動機）、規制緩和により商業用不動産融資が可能となり（機会）、そして高額の前金保険を担保とした低コストの資金調達力（能力）の3つが重なったことにより発生した⁴。今回のバブルは、「官」から見れば「持家比率向上」という大義名分、「民」から見れば不動産ビジネスおよび証券化による収益が動機であり、世界中で発生したボーダーレスの過剰流動性が機会となり、サブプライムローンの証券化という金融テクノロジーの能力が可能にしたものと思われる。

3. コミュニティバンクとサブプライム問題

(1) サブプライム問題のインパクト

今回のサブプライム問題の特徴は、住宅不動産に関する不良債権問題という米国内のローカルの問題が、証券化という手段により、リスクとして全世界にばら撒かれたことにある。ただしこれは米国内の銀行の立場から見れば、自行のポートフォリオにあった債券を流動化により取除き、国内外の機関投資家等にリスクを転嫁できたことになる。さらに、そもそも「サブプライム」とは銀行が貸出を行なう対象である「プライム」未満の債権、つまり通常であれば銀行が貸さないくらい信用力が低い債権を指す。結果的に、サブプライムローンの貸手の多くはノンバンクということになり、銀行本体にはサブプライム債権そのものはそれほど多くないはずである。このような意味でも、米国の銀行本体にとってのサブプライム問題の直接的な影響は必ずしも大きくない。ましてや、小規模のコミュニティバンクでサブプライムに積極的に関与していた銀行は多くない。1980年代後半～1990年代の前半に発生したS&L問題を始めとした米国金融危機では、約15兆円の税金投入を含めて約22兆円、現在の価値ではおよそ37兆円の破たん処理コストがかかっている⁵。今回のサブプライム問題の損失がいくらなのかは現時点では推測しかできないが、例えばIMFによると、評価損ではなく実損部分は1,700億ドル（約19兆円）とも見られている。結果的に、1980年代のS&L危機の約半分のインパクトと推測される。また、

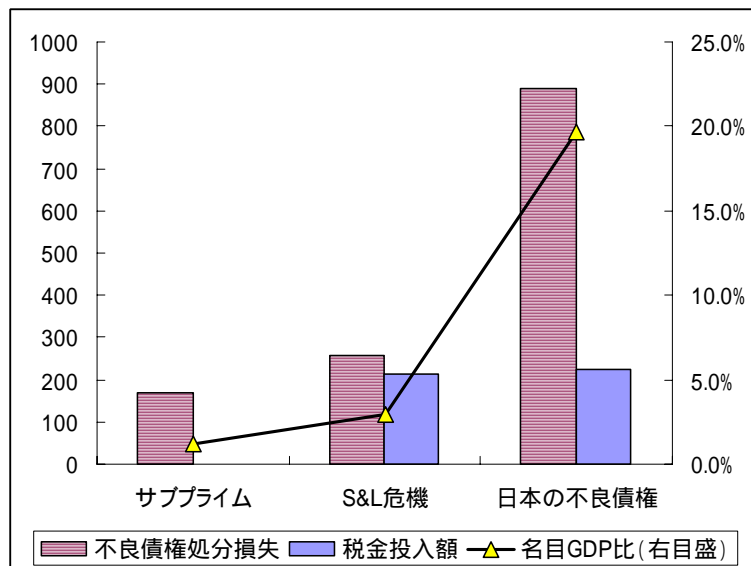
⁴ 青木〔2004〕

⁵ 青木〔2004〕。原典は連邦前金保険機構“History of the 80s”

日本の銀行の平成4～18年度の不良債権処分損は98兆円（約8,900億ドル）であり、米国サブプライムよりもはるかに巨額である⁶。

また、名目GDP比で見ても、サブプライムは2007年第三四半期GDPの1.2%、S&Lは1989年GDPの2.9%、日本の金融危機は1999年GDPの19.7%であり、サブプライム問題は大きな問題ではあるが、歴史的な大事件と比較すると解決できる範囲内の問題と思われる。つまり、サブプライム不良債権問題のインパクトは歴史的といえる規模ではあるが、空前絶後というほどではなく、实体经济の悪化と結びつけずに純粋な金融問題と解釈すれば処理可能な範囲内の問題である。しかも、多くの地域金融機関にとっては、S&L等の危機とは異なり、預金取扱金融機関の本体が著しい損失にさらされているわけではなく、サブプライムが引き起こした不動産不況により、間接的に被害を蒙っている状況である。実際、2007年に破綻した米国金融機関はわずか3行に過ぎない。このうちの2行は総資産200億円未満の小規模な地域金融機関であり、サブプライムの影響とは考えにくい。残る1行はインターネット専門銀行であり、破綻直前の住宅ローン不良債権率が10%を超えていたことから、サブプライムの影響は充分考えられるが、ネット専門銀行ゆえの運用資産側の脆弱性が原因であったことも考えられる。つまり、サブプライム問題の米国預金取扱金融機関に直接的に与えている影響は現時点では必ずしも甚大ではない⁷。

(グラフ4) サブプライム問題の損失額の歴史的比較



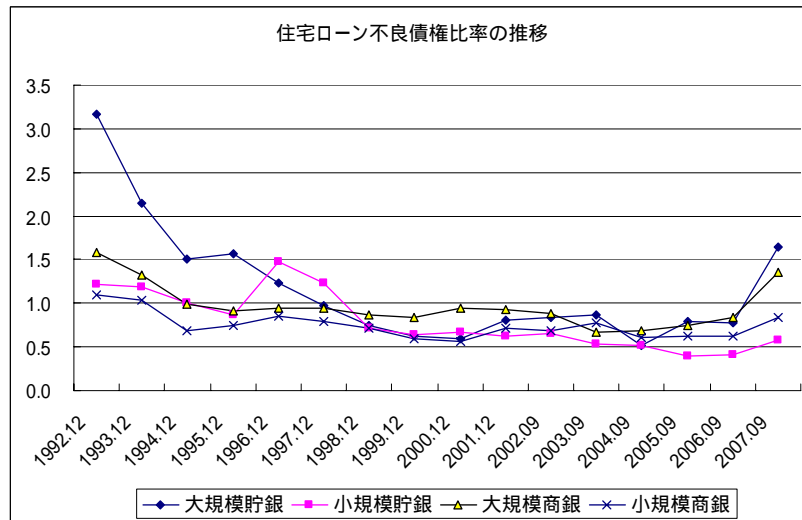
⁶ 出典：金融庁 Web サイト「19年3月期における不良債権の状況等」(表5)

⁷ もちろん、金融機関の貸渋り、個人消費の低迷、失業率の悪化などと結びつき、景気後退への引き金となる可能性も十分に高く、そうなると金融経済への影響も甚大となるが、そうなる単なる「サブプライム」問題とは言えない。

(2) サブプライム問題のコミュニティバンクへの影響

さらに、金融機関の規模という観点から見ると、コミュニティバンクなどの小規模金融機関へのサブプライム問題の影響は必ずしも大きくはない。

(グラフ5) 金融機関規模別の住宅ローン不良債権比率の推移



データ出典：連邦預金保険機構

グラフ5のとおり、大規模商業銀行および大規模貯蓄銀行における住宅ローンの不良債権（90日以上延滞）の住宅ローン全体に対する割合はこの1年間で急増しており、およそ12～15年ぶりの高い水準となっている。一方、総資産3～5億ドル（約500億円）のコミュニティバンクにおいては、商業銀行形態、貯蓄銀行形態ともまだ目立った上昇にはなっていない。こうしたことから、サブプライム問題、不動産価格下落の問題をより大きく受けているのは、現在のところ大規模金融機関であるといえる。

(3) コミュニティバンクの事例1：RSI銀行（ニュージャージー州）

RSI銀行は、ニューヨークから南西に電車で1時間弱の郊外にある住宅ローンを主要業務とする総資産約500億円貯蓄銀行である。同行の住宅ローン部門長のドナルド・ゴッドフレ氏によると、同行および地元（ラーウェイ）の不動産の状況は次のとおり。

住宅市場の状況

現在は需給で言えば供給過多の状況である。いつもなら、現在のように金利も住宅価格も下降している局面であれば、買い手が市場に戻ってくるポイントというものがあるのだが、現在はそうならない。前の家売って、新しい

家を買うはずの人々が、住宅売却資金を消費者ローンの返済にとられてしまい、新しい家を購入できないという状況である⁸。買換えではなく新規の顧客も、住宅価格が下降局面であるため、さらに安くなるまで購入を見合わせている状況である。

住宅バブルについて

今回の住宅ブームが「住宅バブル」だとは思わない。ただし、住宅の価値はじりじりと下落している。これまで住宅価値が上昇してきたことにより、「含み益」が増えてきたと考えてきた人々には、それが縮小してしまい、失望している状況である。これが、消費者信頼感指数の下落にも現れている。

サブプライム市場について

サブプライム市場を全体としてみれば、その状況は最悪というほどではない。問題が発生しているのは、ネガティブアモチ型⁹、金利のみ型¹⁰、投機的物件やセカンドハウス関連の住宅ローンである。住宅価値が下落する一方、ローン残高は増加し、返済額が上昇しているため、多くの債務者が抵当権実行を余儀なくされている。これがサブプライム問題と関連して、問題が大きくなっている。

さらに、同行の CEO であるラッセル・テイラー頭取は、2007年12月14日の連邦準備制度理事会に対するスリフト委員会報告を次のように行なっている。「サブプライム市場は壊滅し、本来の姿 - つまり存在すべきではないという姿に戻っている。サブプライム市場がここ数年で復活することは考えられない。」

(4) カイザー連邦銀行(カリフォルニア州コピナ)

カイザー連邦銀行は住宅価格上昇が著しい南カリフォルニアを本拠地とし、

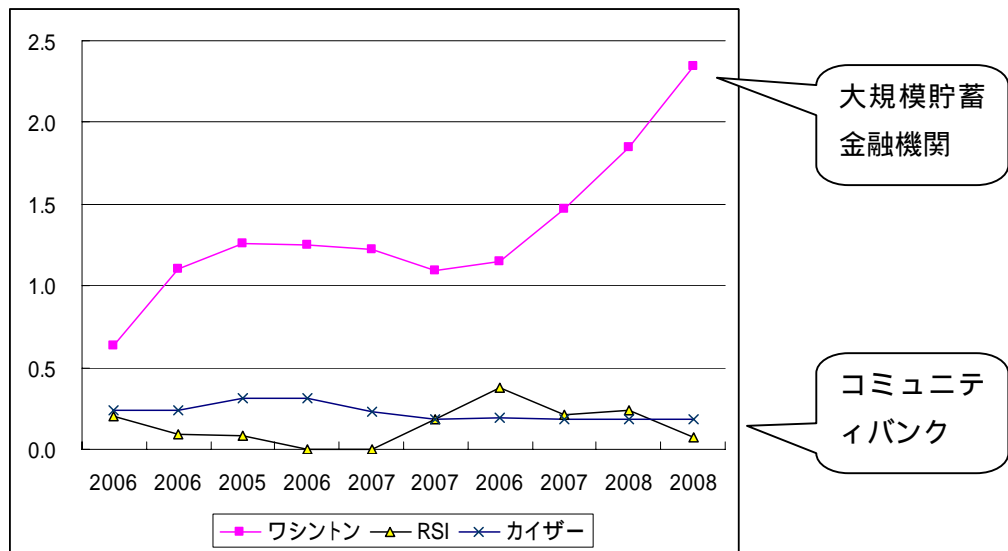
⁸ 米国では、「ホームエクイティローン」という、住宅担保の消費者ローンが盛んである。例えば、3千万円の家を頭金(自己資金)600万円、ローン2,400万円で購入するとする。元金の返済が進み、ローン残高が2,000万円となる一方、住宅価格が上昇して3,500万円になれば、 $3,500-2,000=1,500$ 万円分が住宅ローンの「自己資本(当初拠出金+含み益)」となる。これを担保にして、低金利で消費者ローンとして銀行から資金を借り入れるのが「ホームエクイティローン」である。住宅を売却した場合は、当該ローンも返済せざるを得ないが、仮に住宅価格が2,500万円まで下落しており、ホームエクイティローンで500万円借りていれば、住宅ローン残額の2,000万円を返済すれば残金はゼロになり、新しい住宅を買うことはできなくなる。

⁹ ネガティブアモチ型とは、オプション型住宅ローンの別名である。このローンでは、当初の数年間は債務者が返済額を決定できる。例えば、通常であれば毎月20万円返済するようなローンでも、5万円の返済でよい。その代わりに、残りの15万円は積み重なり、元金に加算される。通常であれば、年数が経てばローンの残高は減るが、この場合は年月を経るうちに、むしろ残高が増えていくので、「ネガティブアモチ」と呼ばれる。

¹⁰ 「金利のみローン(IO)」とは、当初の数年間は金利のみを返済し、元金を返済しなくてよいローンのことである。ただし、一定期間後には元金の返済が始まるので、返済額が急激に上昇することになる。これらの特殊なローンが普及した背景には、住宅価値が上昇しつつあったので、一定期間後には住宅を売却して返済すればよく、少ない支払いで住宅が買えるという魅力を受容しようという思惑があった。

住宅ローンを中心とした総資産約 870 億円（\$ 1=¥ 110 換算。以下同じ。）のコミュニティバンクである。今回のサブプライム / 住宅バブル問題により相当な影響を受けているか、というと必ずしもそうではない。

（グラフ 6）住宅ローン不良債権比率の比較



データ出典：連邦預金保険公社 (FDIC)

例えば、全米最大の貯蓄金融機関であるワシントンミュチュアルとこれらのコミュニティバンクの住宅ローンの不良債権比率を比較すると、グラフ 6 のとおり、ワシントンの不良債権比率が上昇しているのにコミュニティバンクの方は今般のサブプライムの影響を受けていない。この理由やカリフォルニアの不動産市場の現状を、カイザー連邦銀行のフォーブランド頭取にお話を伺った。

南カリフォルニアの不動産市場の状況

南カリフォルニアの住宅不動産が異常に高騰していたことは間違いなく、全体として 2004～2005 年の水準に戻ってもおかしくはない。つまり、ハードランディングともいえる 10～20%程度の下落はあり得る。ただし、南カリフォルニアの住宅不動産が一律に下がっているわけではない。ロスアンゼルス (LA) から見ると西の郊外であるリバーサイド郡やサンベルディーノ郡などの内陸部の遠い郊外は既に住宅価格が下がっているが、LA の中心部は下がっていない。また、LA から近めの郊外はさほど下がっていない。この理由として、特に遠い郊外の家は新しい、つまり、バブル以降の建設なので、本来なら住宅を購入できないようなサブプライムの持ち主が多く含まれている。また、バブル期の住宅購入は自己資金 (頭金) なしで、80%までは A 銀行、残りの 20%は B 銀行、といった買い方をしているので、踏み倒す人が多い。通常の場合のように自己

資金（頭金）を入れていれば、ローンを返済しなければ住宅を取られて自己資金を失うので、なんとか住宅ローンを返済しようとする。なお、LAの都心はそもそも貧しい人が多いため、最初から家を買おうという人は少なく、住宅ローンの問題は発生しない。また郊外でも都心に近い郊外は便利なのでそれほど値崩れしていない。

住宅価格が下落するメカニズムは、まず、住宅ローンを払えない人が抵当権を実行される。抵当流れ物件は当然安くなる。また、アパートのようなレンタル物件が抵当流れとなった場合、銀行にアパート経営などできないので、銀行は結局安く売却せざるを得なくなる。また、今でも住宅を買おうとする人はいるのだが、彼らは、待っていればもっと下がると思い、様子見の状況である。よって、下落が続くことになる。一方、賃貸物件の賃貸料は上がるという奇妙な現象が起きている。住宅を抵当流れで失った人が増えて賃借のニーズが高まっている一方、アパートの数は増えていないからである。

コミュニティバンクへの影響

当行のような小さいコミュニティバンクへのサブプライムの影響は少ない。審査基準が保守的で厳格であり、資産の質について妥協をしなかった。また、金融機関の規模が小さいため、バブルを引き起こす大型開発案件などには手が出せていなかった。そうした案件に手を出していた中堅～大型銀行はダメージを受けている。また、大規模金融機関の取引先である大手の建設業者が痛手を受けており、その影響を直接受けている。

カリフォルニア地区の経済の見通し

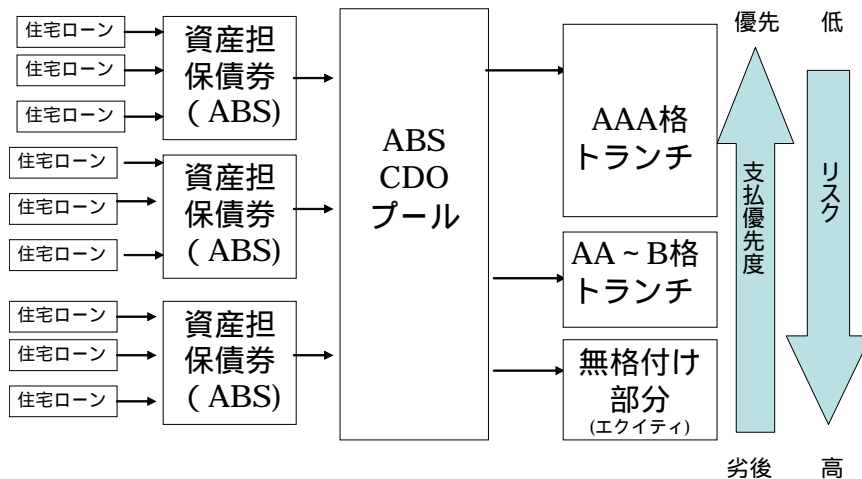
フーバランド CEO の見通しによると、今年中にカリフォルニア経済がリセッション（景気後退）に突入する可能性は高く、インフレーションも同時に起こる懸念もある。景気回復は今年後半か来年前半か、遅くとも 2009 年末には立ち直っているだろう。現在の南カリフォルニアの状況は冷戦終結による防衛産業の衰退等による 80 年代末～90 年代初めの景気後退の際の状況に似ている。ただし、当時と今を比較すると学習効果もあり、特定の産業に依存していないため地元の経済基盤は強くなっている。住宅ローンにしても、単に払えずに抵当流れとなるのではなく、銀行と債務者が交渉してリスケジュール等により 5 年間の支払い減免などの措置で住宅を守り解決しようとする動きも見られる。こうしたことから、今回の不況は 90 年代初めのリセッションほど厳しいものではないだろう、というのが同 CEO の見解である。

4. 考察

今回の「サブプライム問題」に端を発した住宅不動産の不良債権問題は、そもそもは米国内のローカルの問題である。しかしながら、それがこれだけ全世界に波及した理由は、米国民からすれば住宅が欲しい、米国社会からすれば持

家率を上げたいという動機、世界中の過剰流動性、つまり金余りという機会、証券化により全世界にリスクをばらまく能力、の3つが重なってしまったため発生したと思われる。

(図1) サブプライムローン証券化 (ABSCDO) のしくみ



このうち、ABSCDO と呼ばれる証券化の仕組みは図のとおりである。一番左の住宅ローン自体は信用力が低いサブプライムローンであっても、それを ABS と呼ばれる資産担保証券に変換し、さらにそれを担保とした ABSCDO に変換する際に優先・劣後構造に分けることにより、リスクは劣後部分 (図の AA~B 格トランチおよびエクイティ) に集中し、AAA 格トランチは安全で比較的高利回りの商品となるはずであった。この部分に世界中の過剰流動性が流れ込み、サブプライム市場はさらに拡大していった。ただし、仮に ABSCDO プールを構成する ABS が BB 格などの低格付けばかりであったとすると、住宅ローンがデフォルトした際にこうした劣後部分の ABS はまず最初に毀損し、それを基にした ABSCDO プールも毀損し、それを基にした ABSCDO はいくら優先部分の AAA とはいえ安全とはいえなくなる。

一方、今回のサブプライム問題は、世界中の不況を引き起こすきっかけとなる、という問題点もあったが、功罪のうちの功の部分もないとは言えない。例えば、既に述べたように、米国人の夢であるマイホーム、その普及に貢献したことは否定できない。また、米国の立場からすれば独善的ではあるが、リスクを世界中の投資家に分散させることにより、米国預金取扱機関への影響は軽微であり、米国内の預金者にもほとんど迷惑をかけていない。さらに、先述のとおり信用リスクをすべて抱え込んだ日本の不良債権問題や米国の S&L 危機と比較すると、今回のサブプライムの損失の影響は比較的軽めと見込まれる。連邦準備銀行も金利を大幅に引き下げており、その結果住宅ローンの返済金利も軽

減される。住宅価格と金利は下がり続けているが、それがお手頃な水準となれば、住宅を購入する人も増えてくるだろう。このため、米国実体経済の悪化が景気後退に突入するほど深刻なものでなければ、サブプライム問題からの立ち直りもこれら過去の金融危機と比較すれば意外と早い可能性もある。

さらに、中小のコミュニティバンクにとっては、直接的にサブプライム住宅ローンを行っていたケースはむしろ少数であり、サブプライム問題が引き起こした信用問題や不況により間接的な影響を受けることはあっても、直接的に大きな影響を受けることは考えにくい。

こうしたことから、次のようなことが言える。

- ・ バブルは形を変えて発生する
- ・ ただし、学習効果があることから、前のバブルに対しては対策を立てる(例えば証券化によるリスクの移転)。よって、同じタイプのバブルは防ぐことができる。
- ・ ただし、やはりバブルは形を変えて発生する。「今回は違う」と思っていると、バブルであると見抜けないこともある。

バブルは必ず発生するということが避けられないのであれば、金融機関経営に携わる者としては、米国のコミュニティバンクのように、バブルを避ける経営をする、過去の教訓を基に審査基準は甘くしない、といったごく当然のことを忘れてはならないだろう。

(ニューヨーク支店 次長 青木武)

取材協力先

カイザー連邦銀行
RSI 銀行

参考文献

- Federal Deposit Insurance Corporation, “History of the 80s”
Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC, “U.S. Home Prices: Does Bust Always Follow Boom?,” Feb. 10, 2005
International Monetary Fund, *Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies*, Global Financial Stability Report, October 2007
青木武、「米国における金融危機と地域金融機関のサバイバル」、NEW YORK 通信 15-5 号、2004.3.17、信金中央金庫総合研究所

本レポートは、経営判断の参考となる情報提供のみを目的としたものです。施策導入等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、当支店が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されておりますが、その情報の正確性および完全性について本中金が保証するものではありません。
なお、本レポートのうち意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であり、必ずしも信金中央金庫としての意見を反映させたものではないこととお断りしておきます。記述されている予測または執筆者の見解は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。