

世界経済の潮流

2007 年秋

サブプライム住宅ローン問題の背景と影響

地球温暖化に取り組む各国の対応

(説明資料)

平成 19 年 12 月

内閣府

政策統括官室 (経済財政分析担当)

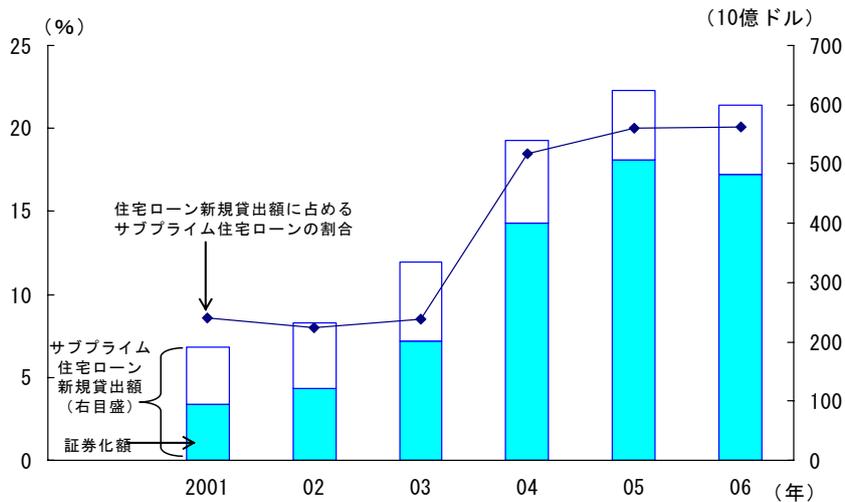
第1章 サブプライム住宅ローン問題の背景と影響

1. サブプライム住宅ローン問題の背景

● サブプライム住宅ローンの急速な普及

アメリカでは、2004年以降、サブプライム住宅ローンの貸出しが急速に増加した。サブプライム住宅ローンは預金機能を持たないモーゲージカンパニーによって貸し出され、その後証券化されるものが大半を占めた。金利構造の特徴として、貸出し当初は市場金利よりも低い固定金利が適用され、2～3年後にプレミアムを上乗せした変動金利へ移行（金利リセット）するハイブリッド変動金利が主流となっている。

第1-1-2図 サブプライム住宅ローンの貸出しの推移

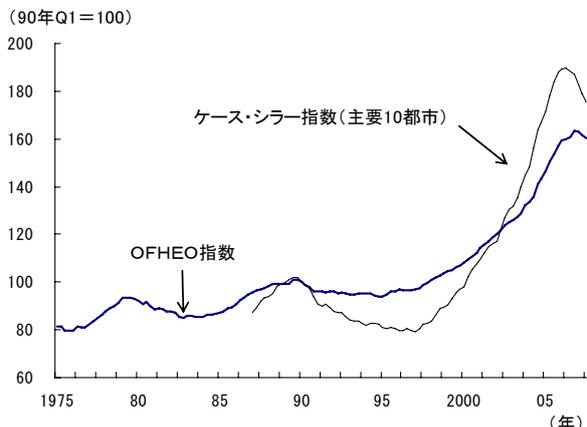


(備考) アメリカ両院合同経済委員会 (2007) より作成。

● 普及の背景(1) 住宅ブームにおける住宅価格上昇と持ち家層の広がり

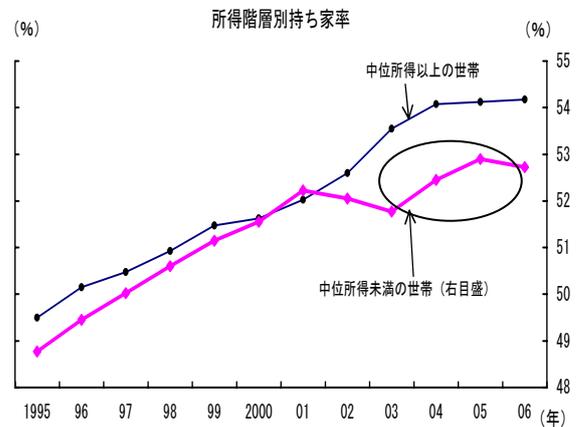
2000年代の住宅ブームにおいて住宅価格が急速に上昇した。ITバブル崩壊後の低金利政策や人口・世帯数の増加などに加え、04年以降は住宅資産への期待キャピタルゲインの高まりが住宅ブームを支えた。同時期に中低所得層へ持ち家層が広がる中、将来の住宅価格上昇を期待して、借入れ当初の金利を低く抑えたサブプライム住宅ローンへの需要が高まったものと示唆される。

第1-1-7図 実質住宅価格の推移



(備考) アメリカ商務省、OFHEO、Standard & Poor's より作成。

第1-1-12図 持ち家率の推移



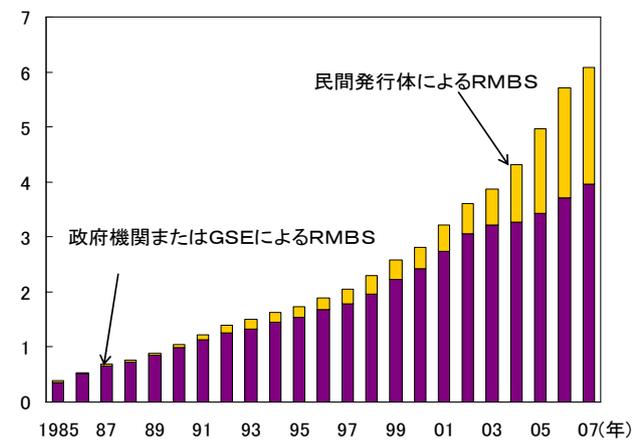
(備考) アメリカ商務省より作成。

● 普及の背景(2) 証券化の進展

アメリカでは、住宅ローンの証券化は公的機関の主導で進められたが、90年代以降民間機関によるRMBS発行が普及し始め近年ではその動きが加速している。証券化によって、多数の投資家の間で借手の信用リスクを効率的に分散させることを通じて、サブプライム住宅ローンのリスクプレミアムが低下した可能性が示唆される。

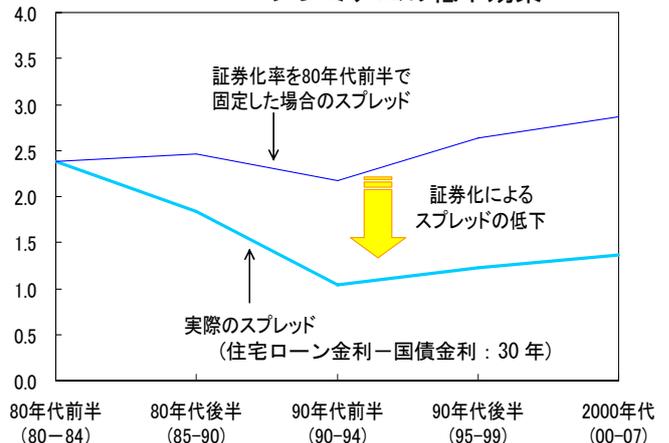
(注)RMBS(Residential Mortgage Backed Securities)とは、住宅ローンを担保に証券化された住宅ローン債務担保証券。

第1-1-15図 RMBS発行額



(備考) FRBより作成。

第1-1-17図 証券化によるリスクプレミアムの低下効果



(備考) FRB、フレディ・マック、全米抵当銀行協会、ブルームバーグより作成。

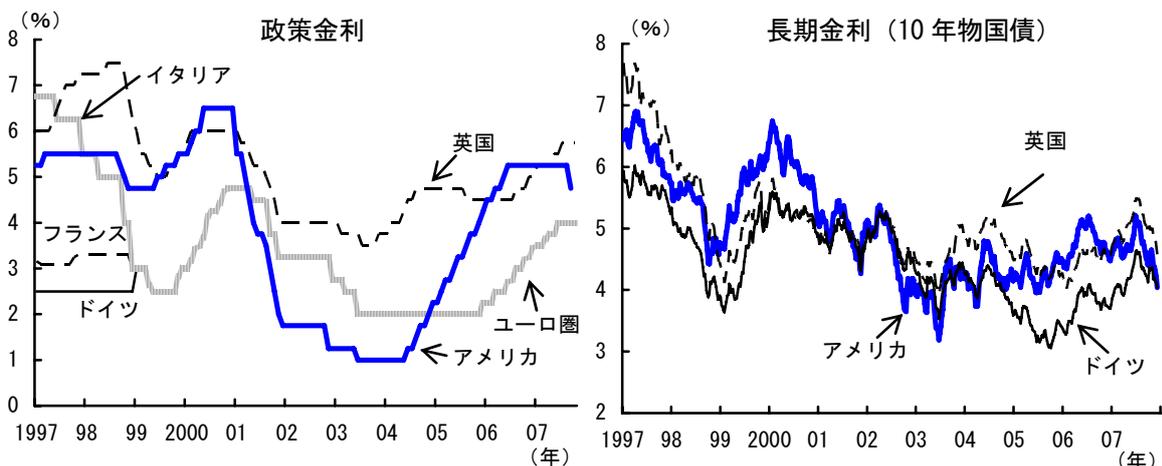
一方で、証券化によって、貸付機関は発行した住宅ローンをセカンダリー市場へ売却する方法 (Originate-to-distribute model) をとるため、住宅ローンの信用リスクを保有し続ける必要がなくなり貸出し時の融資審査が甘くなる環境がもたらされた。また、投資家も証券化商品 (RMBS、CDO) の価格評価において格付機関の格付け情報への依存度を高めたが、格付け情報がリスクを十分に評価していない可能性もあった。

(注)CDO(Collateralized Debt Obligation)とはRMBSやその他の様々な種類の債権を組み合わせて再証券化した債務担保証券。

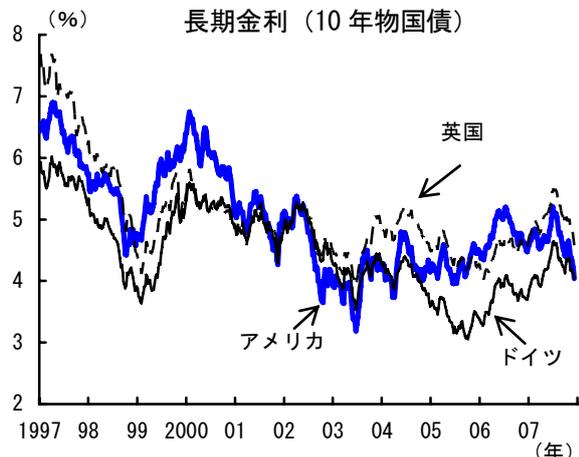
● 普及の背景(3) 住宅ローン市場への資金流入を支えた国際金融環境

金融市場では低金利や十分な流動性といった良好な金融環境を背景に、金融機関、投資家、ヘッジファンドなどの高リスク高リターン投資の動きが活発になった。

第1-1-20図 主要国の金利動向



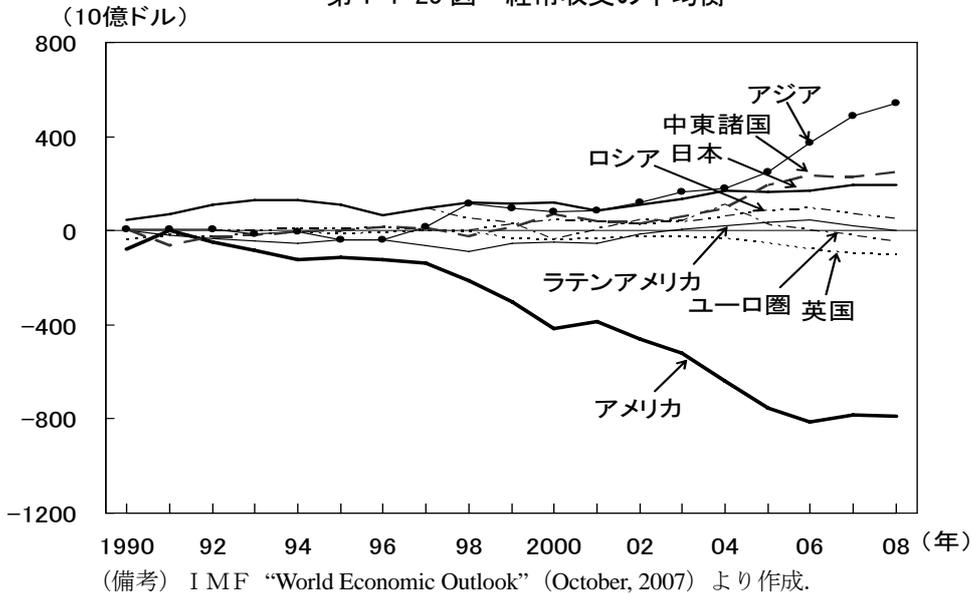
(備考) 各国統計より作成。



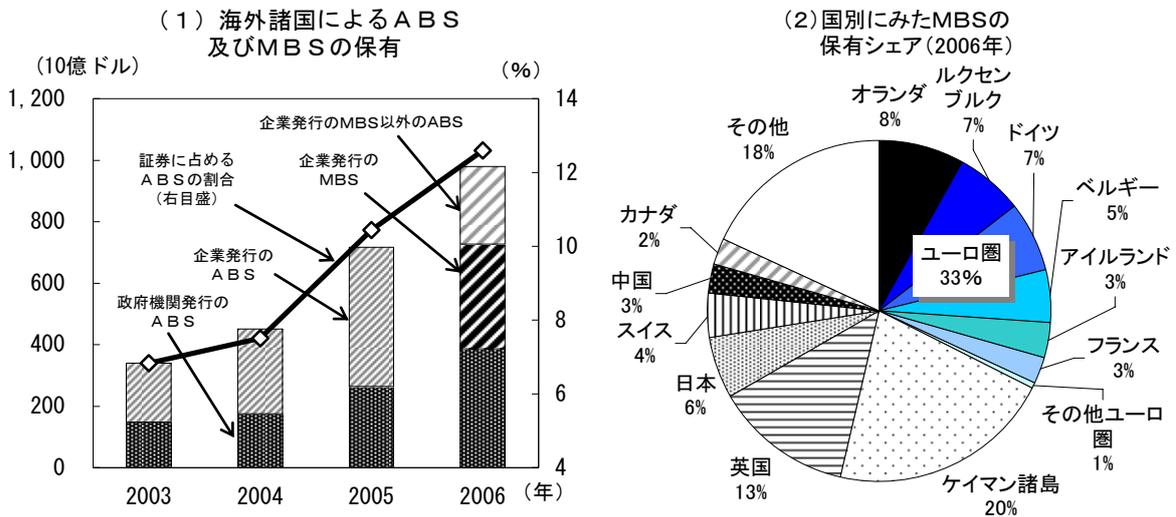
(備考) ブルームバーグより作成。

また、アメリカの大幅な経常赤字と新興アジア、中東諸国を中心とする海外の過剰貯蓄というインバランスを背景に生まれた海外からの資本流入は、米国債購入による長期金利の低下に加え、RMBS・CDOへの需要増を通して、サブプライム住宅ローン市場の活性化に寄与した。

第1-1-23図 経常収支の不均衡



第1-1-27図 海外諸国によるアメリカABSの保有額



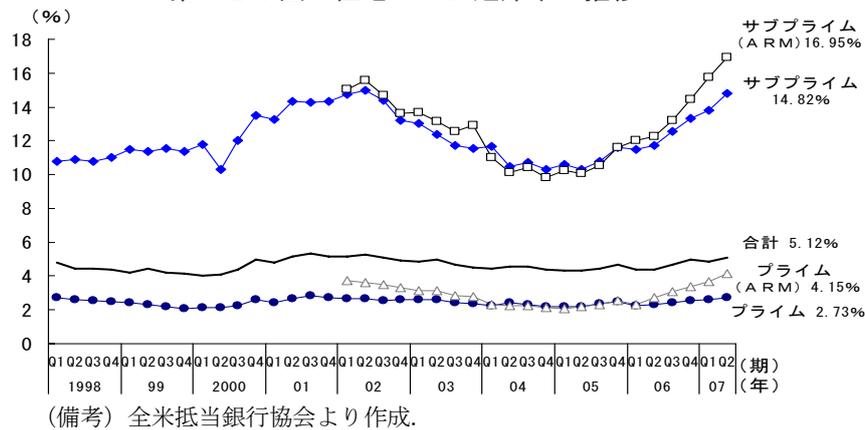
(備考) アメリカ財務省“Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities”より作成。

2. サブプライム住宅ローン問題の発生とその影響

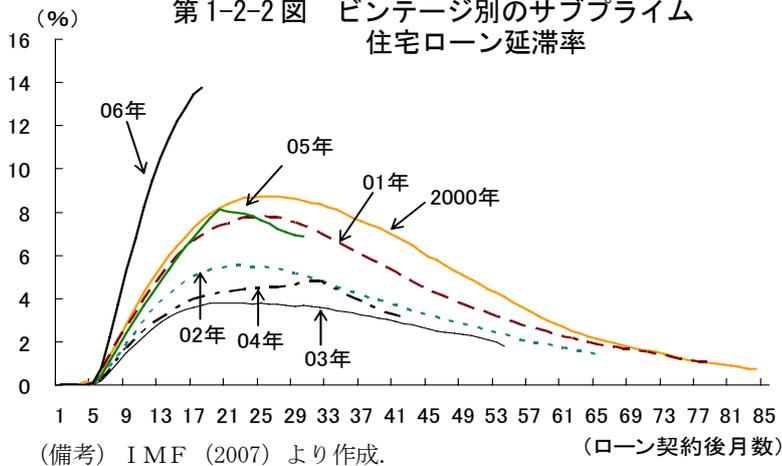
● サブプライム住宅ローンの延滞率の急上昇

2006 年後半以降、住宅価格の上昇率が減速し始め、サブプライム住宅ローンの延滞率は急速に高まった。05～06 年に貸付機関の融資基準が弛緩し、高リスクな貸出しが増加したことも寄与した（2006 年ビンテージローンは顕著）。今後、07～09 年にかけて金利のリセット時期を迎えるものが多く、延滞率がさらに上昇する可能性がある。

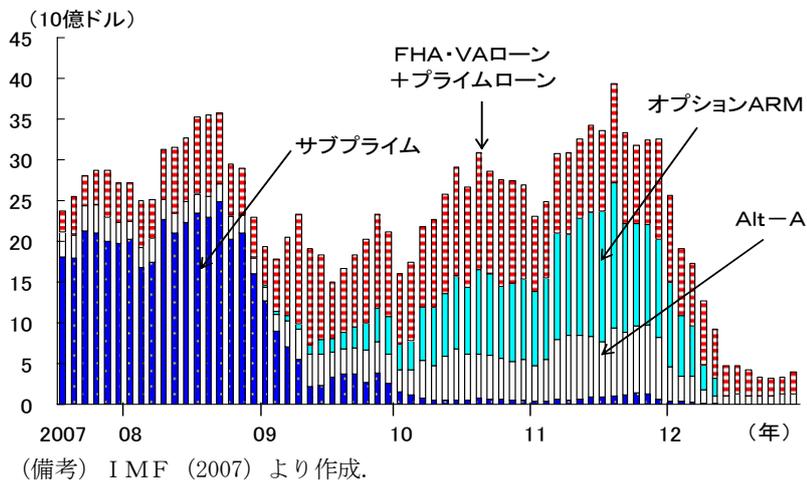
第 1-2-1 図 住宅ローン延滞率の推移



第 1-2-2 図 ビンテージ別のサブプライム住宅ローン延滞率



第 1-2-3 図 ハイブリッド変動金利型ローンの金利リセット

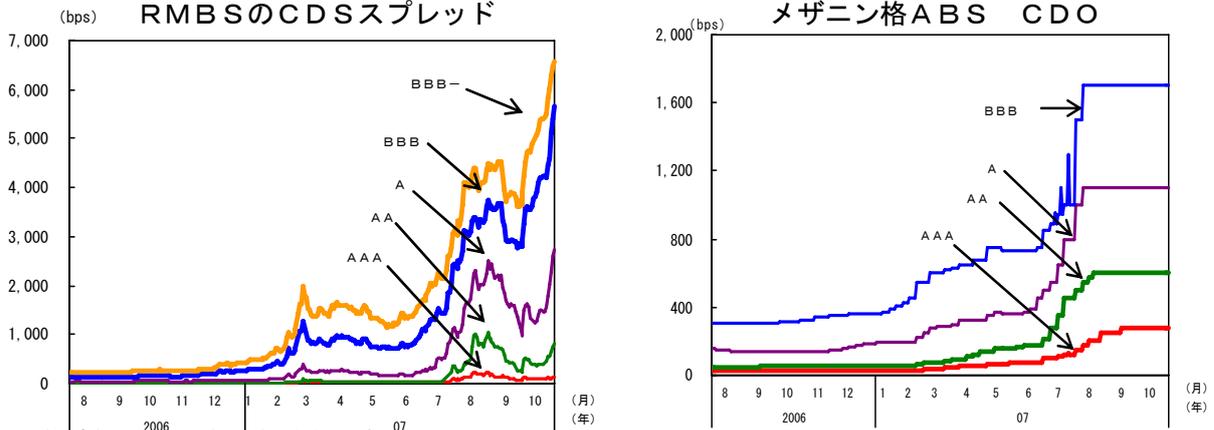


● 証券化商品への需要急減と金融資本市場の動揺

RMBS・CDOは、格付けの大幅な引下げを受け需要が急減した結果、スプレッドが急拡大した。証券化によってリスクが拡散されたことやコンデュイット・SIVを活用したオフバランス取引の進展によって損失の所在・規模が不透明となったため、金融資本市場で流動性不足や信用収縮が発生し、その動揺は国境を越えて波及した。

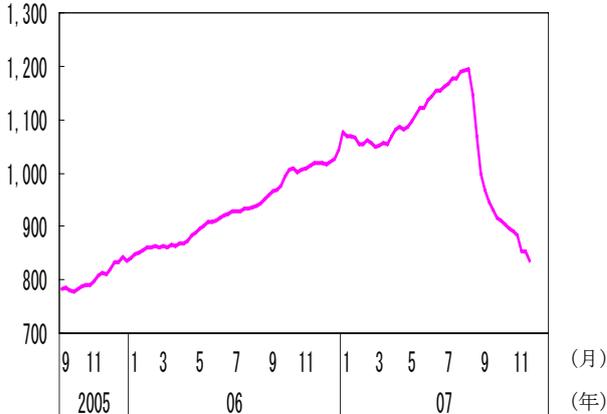
(注)コンデュイット(導管体)・SIV(Structured Investment Vehicle)とは金融機関等の非連結の投資事業体で、運用資産であるRMBS・CDOを担保に資金を調達し運用益の獲得を図るもの。

第1-2-4図 サブプライム住宅ローン関連の証券化商品のスプレッド



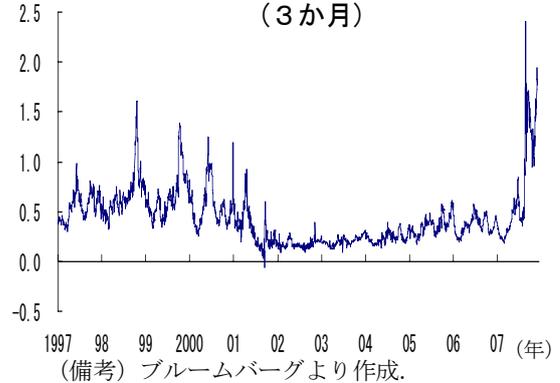
(注)CDSスプレッドとは、RMBSのデフォルトに対する保証契約取引(デフォルトスワップ)の際に、買手が売手に対し支払うプレミアム(対LIBOR)。

第1-2-6図 ABCP発行残高

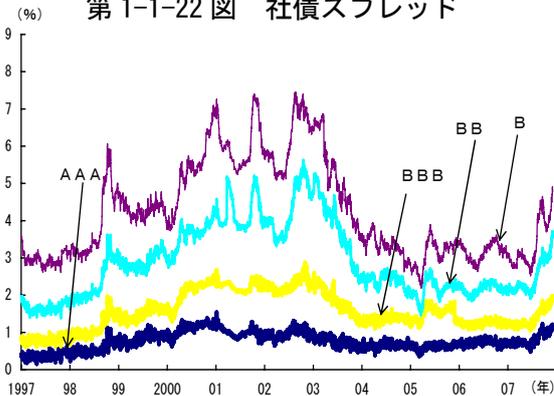


(注)ABCP(Asset Backed Commercial Paper)とは、コンデュイット、SIVが発行する資産(RMBS、CDO)を担保とした短期CP。

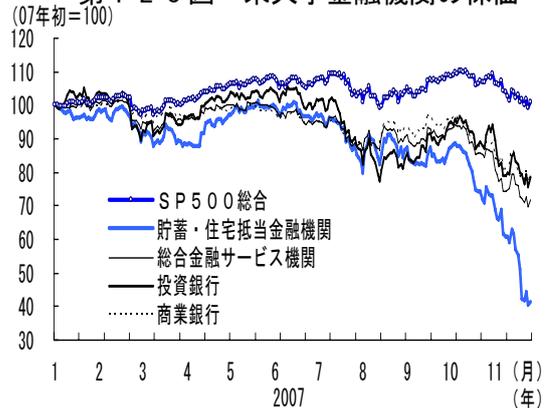
第1-1-21図 ユーロドルスプレッド (3か月)



第1-1-22図 社債スプレッド



第1-2-8図 米大手金融機関の株価



● 住宅市場の調整の長期化・深刻化のおそれ

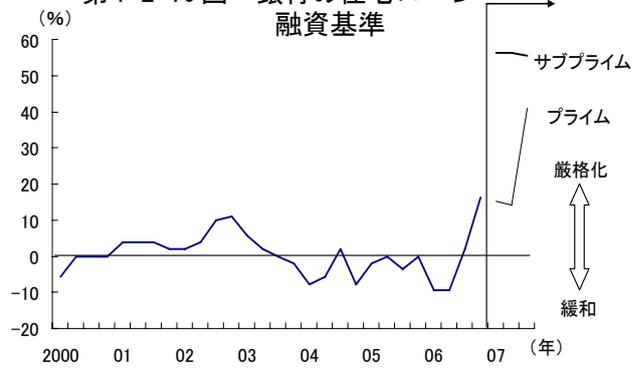
サブプライム住宅ローンの延滞によって、住宅の差押えの増加や金融機関の融資態度の厳格化等が住宅部門の調整を長期化・深刻化させる可能性がある。

第1-2-10図 住宅販売と在庫（中古）



(備考) 全米不動産業者協会より作成。

第1-2-10図 銀行の住宅ローン
融資基準



(備考) FRBより作成。

● MEWの進展により個人消費への逆資産効果が強まる可能性も

住宅価格の下落は逆資産効果を通して個人消費を減少させるおそれがあるが、特にアメリカではMEWが普及しているため、住宅価格の下落は信用制約の引締めをもたらす逆資産効果を強めることが懸念される。

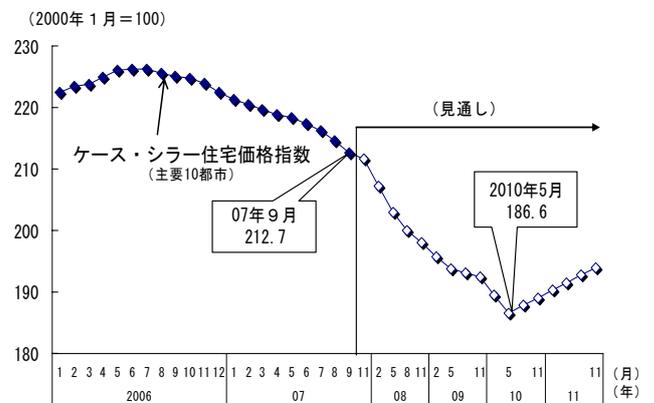
(注)MEW(Mortgage Equity Withdrawal)=住宅担保借入れの純増—住宅資産の純取得

第1-2-16図 家計純資産（可処分所得比）



(備考) FRBより作成。

第1-2-13図 住宅価格の見通し

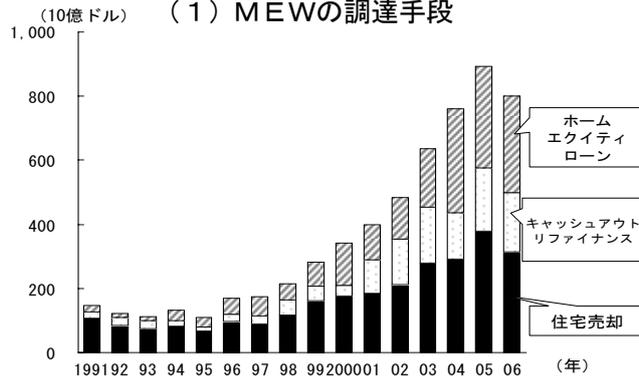


ケース・シラー指数（20都市）の民間予想（11月）
07年12月 前年比▲6.3% 08年12月 同▲5.7%

(備考) Standard & Poor's、シカゴ商業取引所、ブルームバーグより作成。

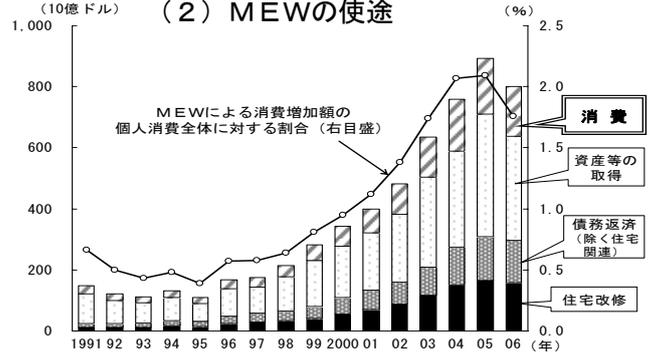
第1-2-7図 MEWと個人消費の増加

(1) MEWの調達手段



(備考) Greenspan and Kennedy (2007)より作成。

(2) MEWの使途

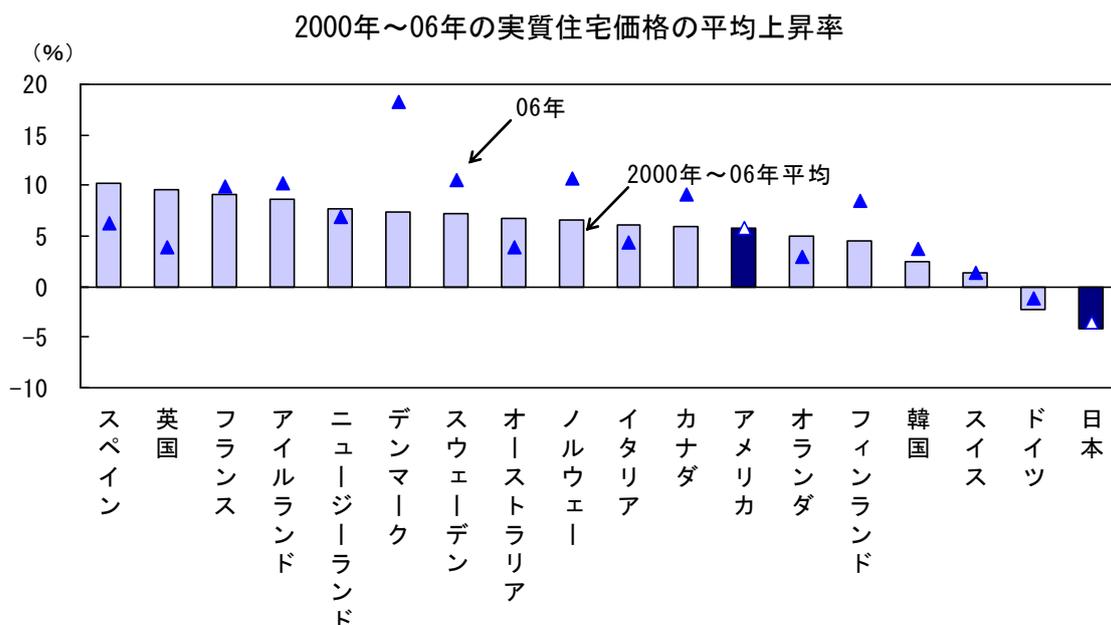


3. 主要国の住宅ブームの動向とリスク

● アメリカ以外の国でも住宅価格の調整リスクが存在

アメリカ以外の国でも、2000年代に住宅価格の上昇が加速した国が多くみられる。スペイン、アイルランド、英国、オランダ、オーストラリア等では、アメリカ以上に過去のトレンドからの乖離が大きく今後の調整リスクに留意が必要である。

第1-3-1図 主要国の実質住宅価格

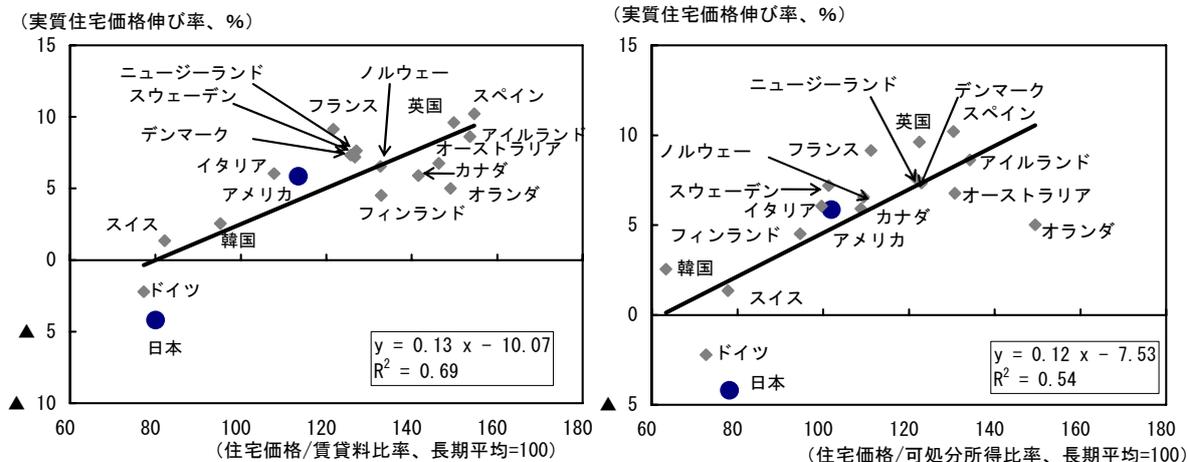


(備考) OECD "Economic Outlook 81 database"より作成。

第1-3-4図 実質住宅価格に係るファンダメンタルズ指標

(1) 実質住宅価格と住宅価格/賃貸料比率 (2000～06年平均)

(2) 実質住宅価格と住宅価格/可処分所得比率 (2000～06年平均)



(備考) OECD "Economic Outlook 81 database"より作成。

● 住宅ローン市場の発達が家計の借入れリスクを高めた可能性も

主要国の住宅ブームの背景のひとつに、規制緩和や技術革新の下での住宅ローン市場の変化も挙げられる。ハイブリッド型変動金利やLTVの高い住宅ローン等によって幅広い層の住宅ローン借入れが可能となる一方、家計は金利変動の影響を受けやすくなったり、返済可能額以上の借入れを行う可能性も生み出した。

(注)LTV(Loan to Value)とは不動産価値に対する住宅ローン借入額の比率。

第1-3-5表 主要国の住宅ローン市場の概要

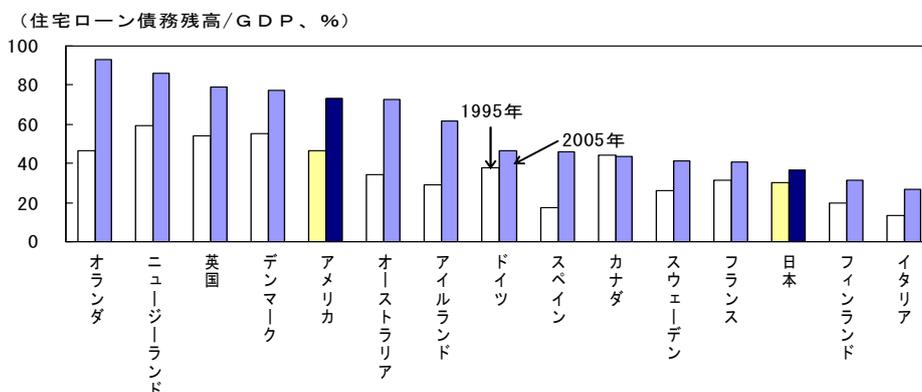
国名	LTV	変動金利の割合	住宅ローン債務比率(可処分所得比)	証券化の普及度	Mortgage Equity Withdrawal (MEW)の普及度合い
	%		%		
オーストラリア	60~70	84	120	◎	○
カナダ	75~95	29	77	◎	○
デンマーク	80	30	188	○	-
フィンランド	75~80	93	71	△	-
フランス	78	32	40	△	×
ドイツ	80~100	16	83	△	○
アイルランド	70~100	85	106 (05年)	△	-
イタリア	80	78	20	×	×
日本	80	22	58	△	△
韓国	56.4 (最高70)	-	-	△	○
オランダ	87 (最高125)	36	208	◎	○
ニュージーランド	-	33	129	-	-
ノルウェー	70	-	24 (02年)	×	-
スペイン	70~80	93	67	○	×
スウェーデン	80~95	50	98	△	○
スイス	最高80	-	-	△	×
英国	70	35	105	○	○
アメリカ	85	35	78	◎	○

(備考) OECD (2007)、BIS (2006) による。

● MEWの普及や住宅ローン債務比率の高まりによる個人消費の下振れリスク

主要国では住宅部門の調整により住宅投資の減少や逆資産効果等を通じた個人消費の減少のおそれがある。特に、アメリカと同様、MEWが広く行われている国や住宅ローン債務比率が高まっている国などでは、住宅価格や金利の動向に対して家計のバランスシートが変動しやすいと考えられるため留意が必要である。

第1-3-8図 主要国の住宅ローン債務残高 (GDP比)



(備考) OECD "Economic Outlook 80"より作成。

● サブプライム住宅ローン類似の市場が存在する主要国では証券化が普及

サブプライム住宅ローン類似の市場が存在する英国、オーストラリア、カナダにおいては、アメリカと比べて、住宅調整や経済全般に与える影響は限定的と考えられる。ただ広く証券化が行われており、デフォルトが多数発生する場合には、金融資本市場の信用不安を高めるリスクは必ずしも排除できない。

第1-3-6表 各国のサブプライム住宅ローン類似の市場比較

	アメリカ	英国	オーストラリア	カナダ
サブプライムの範囲	信用履歴に問題のある者 クレジットスコアの低い者 債務所得比・LTVが高い者 など	信用履歴に問題のある者	信用履歴に問題のある者 収入・貯蓄パターンが不規則な者 自己申告に基づく収入である者 移民、臨時滞在者、高齢者 など	信用履歴に問題のある者 クレジットスコアの低い者 債務負担率が高い者 (第三者の収入証明が得られない者) など
新規貸出に占める規模(06年)	20%以上	5～6%	4%	5～8% (ニアプライムを含む)
証券化の割合	約55%	過半数	約100%	証券化はニアプライム住宅ローンが中心
主要なサブプライム住宅ローン商品	ハイブリッド変動金利が中心	・固定金利が中心 ・初期に低金利が設定される商品は多くない	初期に低金利が設定される商品は多くない	初期に低金利が設定される商品は多くない
貸付機関の監督	連邦政府レベルと州レベルの監督下に分かれる	全て金融サービス機構(FSA)の監督下	金融規制当局(APRA)の監督外	—

(備考) 各種資料より作成。

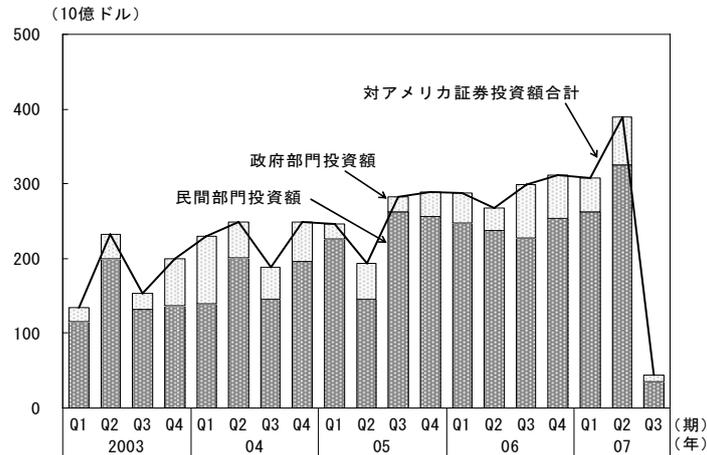
まとめ

1. 今回のサブプライム住宅ローン問題の背景は、住宅価格の上昇に対する過剰な期待が貸手・借手双方のリスク評価の緩みをもたらしたことにある。
 - ⇒ 住宅市場の調整はアメリカ経済の先行きに不透明感をもたらしている。特に個人消費への影響は、先行研究に基づく、仮に10%程度住宅価格が下落すると逆資産効果により0.4～1.5%程度の押下げとなるが、住宅担保借入の減少を加味すると、その上限近くもしくはそれを超える押下げとなる可能性もあり留意が必要。
2. 証券化は効率的なリスク分散や貸付機関における資産債務の期間ミスマッチの解消をもたらすとともに、住宅ローン市場全体の安定性を高めたと考えられる。しかし、その反面、貸付機関や投資家のリスク評価の緩みを助長させるとともに、損失の所在・規模を不透明にすることで金融資本市場の変動の原因ともなった。
 - ⇒ 発生しうる損失は国際機関等の推計で1,500～3,000億ドルと大手米金融機関の自己資本額(8000億ドル)と比べても小さくないが、今後の証券化市場の動向次第では更なる損失発生の可能性もある。
 - ⇒ 証券化は信用創造力を高める重要な金融技術であるが、適切な運用のためには、金融機関の情報開示やリスク評価・管理の在り方、それに対するモニタリング、規制・監督の体制、格付けの手法等について改善が必要。

3. アメリカの経常赤字と海外の過剰貯蓄というグローバルインバランスを背景に生まれた海外からの資本流入は、長期金利の低下等を通してサブプライム住宅ローン市場の活性化を支えたが、問題発生後に生じた高リスク投資への再評価の過程では、対米証券投資が減少するなど資金の流れに変動がみられている。

⇒ この状況が長期化すれば実体経済への影響が懸念されるとともに、場合によっては、アメリカ経済の一層の減速とさらなるドル安の進行によるインバランスの急速な調整局面をもたらすおそれもある。

第 1-2-9 図 海外からの対アメリカ証券投資（ネット）



4. アメリカ以外の国において、2000年代の住宅ブームでアメリカ以上に住宅価格が過大評価されていた可能性がある。

⇒ 他の主要国でも住宅ローン市場が発達する中で、家計にリスクが蓄積されており、今後、住宅投資や個人消費への影響には留意が必要。