



Washington D.C. Political and Economic Report

Tomoyuki Oku 奥 智之
ワシントン駐在員事務所 所長
(202) 463-0477, toku@us.mufg.jp
ワシントン情報 (2007 / No.012)
2007年3月9日

サブプライム住宅ローンと米国経済

信用力の低い債務者に対する「サブプライム」住宅ローン債権不良化をめぐる問題は、ここ数週間当地の新聞紙面を賑わせている。連邦金融当局は3月2日、サブプライム貸出に関する指針書を発表。当局の対応はサブプライム住宅ローン市場が金融システムに与える影響に配慮した措置と考えることもできるが、実際サブプライム住宅ローン債権の不良化進行によって米国経済に金融システム危機が発生する可能性はどれだけあるのだろうか？

【サブプライム住宅ローンとは何か？】

最近の米国経済見通しを語る上では一つのキーワードになっている「subprime mortgage」という言葉であるが、それが具体的に何を示すのかを定義することは容易ではない。「プライム信用力以下」という語義を持つ「subprime」という単語は、当該債権が信用力の比較的低い債務者向けとなることを意味するが、一体何を以って「信用力が比較的低い」と判断するのかは貸手の裁量的判断によるためである。連邦当局は「subprime」という言葉に杓子定規な定義を与えることを避ける一方、判断基準の目安として以下の諸項目を「subprime borrower」の与信リスク特性に挙げている¹。

- 過去12ヶ月の間に30日間滞納が二件以上、過去24ヶ月の間に60日間滞納が一件以上認められること。
- 24ヶ月間の先行期間に法廷判決、抵当物件差押え、担保回収、不良債権償却のいずれかが認められること。
- 過去5年間に破産していること。
- 一例として、某信用調査局のリスク・スコア（FICO²）660点ないしはそれ以下（ローン商品や担保にもよるが）、あるいはそれ同様の貸倒確率を示すその他調査局ないし自社製信用スコアが示すように、比較的高い貸倒確率が認められること。
- 債務返済負担／所得比率が50%以上、もしくは所要債務返済総額を差し引いた月間所得では家計生活費を賄う能力が限定されると認められること。

¹ OCC, FRB, FDIC, OTS, “Expanded Guidance for Subprime Lending Programs”に拠る。原文は以下のウェブサイトで見入手可：<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SRLETTERS/2001/sr0104a1.pdf>

² Fair Isaac Corporation (NYSE: FIC) の登録商標で、同社が開発した消費者信用格付システムを指す。米国金融機関の間で一般的に使用されているが、統計学的手法に基づくその計算要領は貸出担保の種類（住宅ローン、自動車ローン、消費者金融ローン）によって若干異なると言われる。



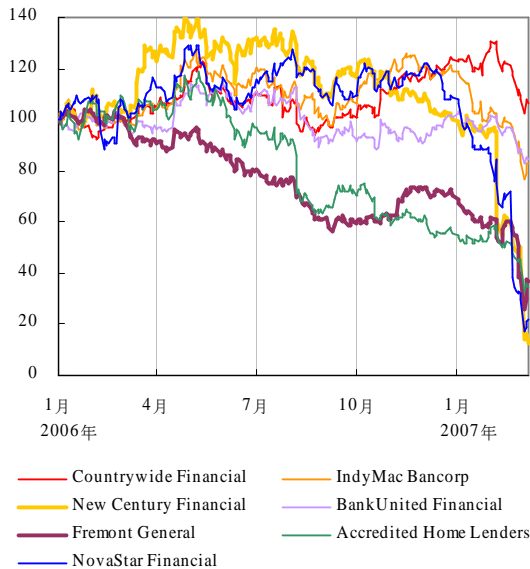
一般に「subprime borrower」と言われる場合、その大半は少数派人種や高齢退職者などの所得水準の低い債務者を指すと考えられている。米国ではこうした低所得層の多くが移動式住宅 (mobile home) に住むことから、これらの債務者に対する住宅ローン貸出は「trailer park lending」などと揶揄されることもある。サブプライム住宅ローンの多くは貸出から2年ないし3年の間のみ返済金利を固定する変動金利型ローンで、こうしたローン商品の特性を十分理解しない債務者の多くは金利調整開始と同時に返済困難に見舞われると懸念されている。融資担保の清算価値や貸出手数料から得る収益を目当てに借手の返済能力を無視して行われる消費者ローン貸出は「略奪的貸出 (predatory lending)」と呼ばれるが、連邦議会ではこうした詐欺的商法に対する消費者の保護を求める動きが民主党を中心に活発化している。

【サブプライム住宅ローンに関わった金融機関の動向】

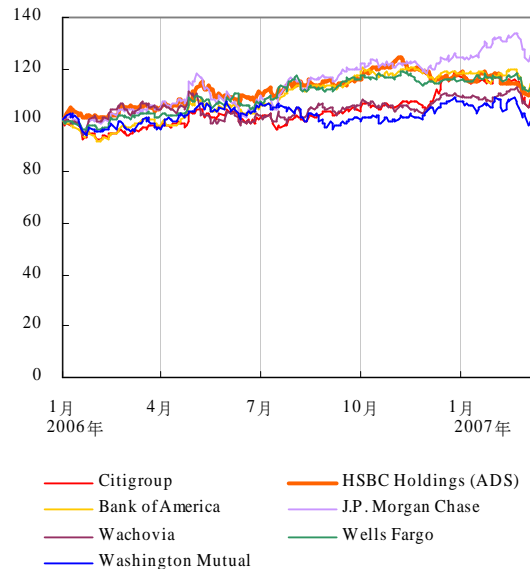
一般に、住宅ローン債権に関わる金融機関は、家計に住宅ローンを提供する一次市場の貸出業者と、住宅ローン貸出業者から債権を買い取ってこれを証券化する二次市場の投資銀行に大きく分けることができる。サブプライム債務者に対する住宅ローン提供には Citigroup、J.P. Morgan Chase、Wells Fargo といった大手商業銀行も手を染めていると言われるが、既に業績の悪化が顕在化しているのはサブプライム住宅ローンに特化した「subprime lender」と言われる貸出業者である。3月7日付 Financial Times 紙によると、昨年末以来経営破綻に陥ったサブプライム貸出業者の数は25社に及ぶと言う。

図表1：住宅ローン貸出金融機関の株価の趨勢 (2006年1月3日終値を100とする)

a) メディア報道に頻出する「Subprime Lender」



b) 米国内に営業する大手銀行



* 太字は本報告中に特記した金融機関

出典：Finance.yahoo.com

ここ最近ではサブプライム貸出業者の中でも比較的大手の金融機関の業績不振が顕在化し、市場の注目を集めている。サブプライム貸出業界で全米3位の New Century Financial (NYSE: NEW) は3月2日、同社の証券取引と会計について連邦当局の捜査を受けていると発表。債権



者からの資金調達が困難に直面していると伝えた同社の先行きに対する不安から、週明け月曜日の同社の株価終値は前日比で 69% 下落した。これに併行して、住宅ローン貸出業者 Fremont General (NYSE: FMT) は 3 月 2 日、FDIC の勧告に従ってサブプライム貸出事業から撤退すると表明。週明け月曜日の同社株価は 32% 下落した。昨年末から相次ぐ業績不振の報道に、サブプライム貸出業者の株価は総じて著しく低迷している。

こうしたサブプライム貸出業績悪化の煽りを受け、大手商業銀行の株価も最近に至って低迷。これら大手銀行の一部についてはサブプライム貸出事業の不振が大きく取沙汰され、株価の伸び悩みに帰結した。一例として、2003 年に Household International を買収してサブプライム貸出業界に参入した HSBC は今年 2 月、同社の与信審査システムには欠陥があったと発表。3 月 5 日には 2006 年を通じて同社の不良債権コストは前年比 36% 増の 105 億 7,000 万ドルに達したと発表し、経済新聞紙の注目を集めた。

サブプライム債権のパフォーマンス悪化に伴い、こうした住宅ローン債権の引き受け先となってきた大手投資銀行も手持ちの住宅債権投資を大きく見直している。米国サブプライム市場の拡大にはこれまでサブプライム債権の証券化が大きく貢献して来たと言われるが、一次市場で貸し出されるサブプライム債権は住宅ローン担保証券 (RMBS) として証券化されるだけでなく、更に複雑な商品構造を持つ債務担保証券 (CDO) の構造部品として積極的に買い求められてきた。サブプライム貸出業者 ResMAE の経営破綻は Merrill Lynch が同社に住宅ローン債権の買戻しを求めたことが引き金になったと言われるが、こうした動向は他の大手投資銀行にもうかがうことができる。住宅二次市場の大手である住宅金融公社 Freddie Mac は 2 月 26 日、連邦議会からの厳しい批判を受け、今後サブプライム住宅ローンの買取は行わないと発表した。

【サブプライム市場不況が経済／金融システムに与える影響】

連邦金融当局 (OCC, FRB, FDIC, OTS, NCUA) は 3 月 2 日、サブプライム貸出に関する指針書を発表³。融資基準の見直しや消費者保護の徹底、リスク管理制度の整備強化などを監督対象金融機関に求めた。下院金融サービス委員会は同ガイダンスに関する公聴会を 3 月 27 日に行うと発表。連邦政府のこうした動きはサブプライム住宅ローン市場が金融システムに与える影響に配慮した措置と考えることができるが、実際のところサブプライム住宅ローンの貸倒続出によって金融システム危機が発生する可能性はどれだけあるだろうか？

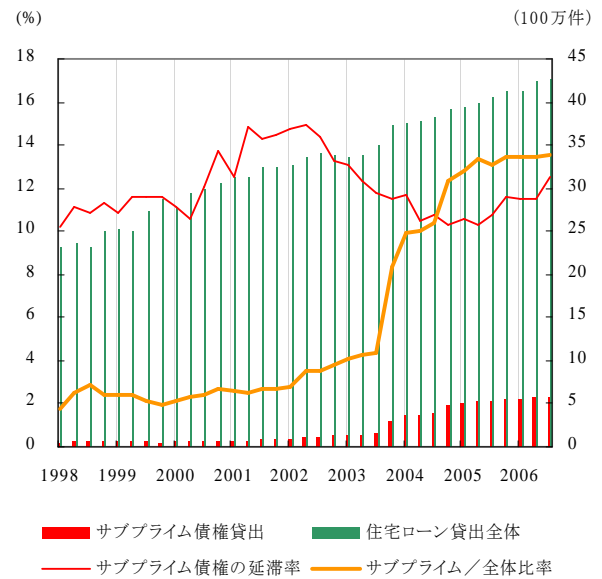
不動産銀行協会 (MBA) 統計資料に基づく当行経済調査室推計によると、サブプライム住宅ローンが住宅ローン全体の貸出件数に占める割合は昨年第 3 四半期の時点で 13.5%。Inside Mortgage Finance 誌は 2006 年通年のサブプライム住宅ローン貸出額を 6,050 億ドル、住宅ローン貸出額全体の 20% と見積もっている。しかし、これはサブプライム住宅ローンの住宅ローン貸出額全体に占める割合が近年急速に増加した結果を示すもので、米国住宅ローン残高全体がどれだけサブプライム債権で占められているかを示すものではない。

³ OCC, FRB, FDIC, OTS, NCUA, “Proposed Statement on Subprime Mortgage Lending” 原文は以下のウェブサイト入手可：<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bcreg/2007/20070302/attachment.pdf>



FRB 資金循環表によると、2003 年第 3 四半期末時点の家計住宅ローン債務残高は、米国全体で 9 兆 5,017 億ドル⁴。サブプライム貸出年間 6,050 億ドルという Inside Mortgage Finance 誌の推計は、住宅ローン残高全体の約 6%に相当する。近年新聞紙面を賑わせているサブプライム貸出業者 8 社の総資産合計（2006 年第 3 四半期末）は約 5,000 億ドル、住宅ローン残高全体の約 5%に相当⁵。サブプライム住宅ローンは Citigroup の住宅ローン資産 1,609 億ドルの 25%、ローン・ポートフォリオ総額 6,959 億ドルの 6%を占めると言われているが（3月6日付 Wall Street Journal 紙）、仮に他の大手行も同様の割合でサブプライム貸出を行っているとした場合、Citigroup を含む大手米銀 6 行⁶のサブプライム住宅ローンは約 2,000 億ドル。サブプライム貸出業者の持分と合わせても住宅ローン残高全体の 7%を数えるに過ぎない。

図表 2：サブプライム住宅ローン市場の概要



出典：三菱東京 UFJ 銀行経済調査室 NY 駐在

上記のようなサブプライム住宅ローン残高の推計から判断する限り、サブプライム貸出債権の悪化自体が金融システムに与える影響は限定的であると考えられる。3月6日付 Wall Street Journal 紙によると、今後サブプライム住宅ローン債権が悪化を続けたとしても、それが大手投資銀行に与える影響は Bear Stearns や Lehman Brothers のような会社で収益 4~5%減、Merrill Lynch、Goldman Sachs、Morgan Stanley といった会社ではもっと僅少に止まると予測される (Stanford C. Bernstein & Co. 予測)。もっとも、3月1日付 Wall Street Journal 紙は、住宅ローン債権の不良化が「プライム」以下「サブプライム」以上の中位信用力債権に及びつつあると報道しており、予断は許さない。

金融システム危機の発生より現実的なのはサブプライム住宅ローン市場の悪化が経済全体に及ぼす影響である。サブプライム債権の不良化が消費者信用の収縮を招けば、米国経済の牽引力である個人消費支出は失速しかねない。3月7日付 Wall Street Journal 紙によると、住宅ローン

⁴ FRB, “Flow of Funds Accounts of the United States – Level Table” 原典は以下のウェブサイトで入手可：
<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/z1r-4.pdf>

⁵ Countrywide Financial (NYSE: CFC)、HSBC Finance (NYSE: HTN)、IndyMac Bancorp (NYSE: NDE)、New Century Financial (NYSE: NEW)、BankUnited Financial (NasdaqGS: BKUNA)、Fremont General (NYSE: FMT)、Accredited Home Lenders (NasdaqGS: LEND)、NovaStar Financial (NYSE: NFI)の 8 社。これら 8 社が米国サブプライム住宅ローン貸出の全てを行っているわけではないと言う意味では、8 社の総資産総額でサブプライム融資貸出残高を推し量ると過小評価に陥ると考えることもできる。しかし、これら金融機関の貸出全部がサブプライム債務者を対象としている訳ではないという意味ではむしろ過大評価の可能性もある。一例として、「subprime lender」と呼ばれる金融業者の内でも最大手に相当する Countrywide Financial の貸出資産全体にサブプライム貸出が占める割合は 10%以下でしかないと言われている。

⁶ Citigroup (NYSE: C)、Bank of America (NYSE: BAC)、J.P. Morgan Chase (NYSE: JPM)、Wachovia (NYSE: WB)、Wells Fargo (NYSE: WFC)、Washington Mutual (NYSE: WM)の 6 行。
 Washington D.C. Representative Office



担保証券の価格下落は商業用不動産ローン担保証券（CMBS）にも飛び火。格付 BBB- の CMBS 指標（CMBX）と財務省証券の金利スプレッドは 2 月 22 日から 3 月 6 日の間に 0.29% から 1.65% に上昇したと言う。サブプライム債権信用危機のこうした経済的波及効果については、今後も引き続き注視する必要があると考える。

（担当：前田武史）

（e-mail address：tmaeda@us.mufg.jp）

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。