

みずほマーケットインサイト	US	2007/3/14
みずほ総合研究所 経済調査部 上席主任研究員・シニアエコノミスト 小野 亮 (03-3201-0544) makoto.ono@mizuho-ri.co.jp	<h2>S & L 危機は再来するか</h2> <h3>米サブプライム・ローン問題の現状</h3>	

- 信用度の低い住宅ローン（サブプライム・ローン）の残高は1.3兆ドル、GDP比10%
- 2006年半ば以降、不良債権比率の上昇テンポは高まっており、10~12月期は7.7%
- トリガーは自動車産業の低迷。しかし略奪的貸付という社会問題も不良債権化に拍車
- 不良債権比率が既往ピークに達した場合の規模はGDP比1.2%相当、米銀の収益を2割圧迫。しかし80年代後半から90年代初頭のS & L危機と比べれば限定的。
- ただし当面は、プライム・ローンへの波及やMBS市場の収縮などに伴う貸し渋りが生じ、住宅需要安定化を阻害する可能性について注視が必要

破綻の危機に迫られる米サブプライム・レンダー

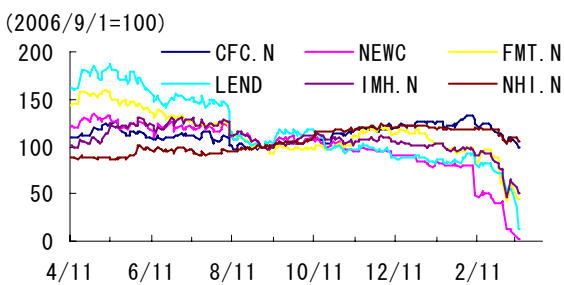
米国で住宅ローン問題への懸念が急速に高まっている。信用度の低い借り手に対する住宅ローン（以下、サブプライム・ローン）の不良債権化により、サブプライム・ローンを提供してきた米金融機関（以下、サブプライム・レンダー）の株価が大きく下落、一部は破綻の危機も懸念されていると言われている（図表1）。サブプライム・レンダーに住宅ローン実行の原資を供給してきた大手金融機関においても、多額の引当金を迫られる圧力が高まっているようだ。

サブプライム・ローンは2003年に急増、残高は1.3兆ドル

米住宅ローン協会（MBA）の資料に基づけば、サブプライム・ローンは、住宅価格の上昇が大きかった2003年頃から急速に普及した（図表2）。住宅価格上昇や金利上昇に伴い、米国の一般的な家計が住宅を無理なく取得することが困難になり、「インタレスト・オンリー・ローン」や「2/28ARM」（30年ローン。当初2年は優遇金利。3年目に条件を見直し28年の変動金利ローンを組むもの）などの金融商品を中心にサブプライム・ローンの利用が広がったとみられる。

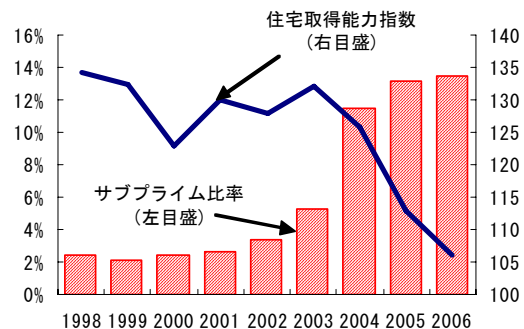
住宅ローンに占めるサブプライム・ローンの比率（サブプライム比率。件数・ストックベース）は2003年頃まで2%強に過ぎなかったが、その後サブプライム比率は大きく上昇し、2006年10~12月期には13.7%まで高まっている。米家計が保有する住宅ローン残高9.7兆ドルにサブプライム比率を乗じてみると、サブプライム・

図表1 米サブプライム・レンダーの株価動向



(注)CFC.N=Countrywide Financial, NEWC=New Century Financial, FMT.N=Fremont General, LEND=Accredited Home Lenders Holdings, IMH.N=Inspac Mortgage Holdings, NHI.N=Novastar Financial
(資料)Bloomberg

図表2 サブプライム比率と住宅取得能力指数



(注)サブプライム比率はローン件数ベース。住宅取得能力指数は元利返済負担が収入の25%の場合を100。同指数が高いほど取得能力が大きい。
(資料)全米不動産協会、全米住宅ローン協会

高まる不良債権比率

トリガーは低迷する自動車産業に起因する「地域経済問題」と、「社会問題」

ローン残高は1.3兆ドル、名目GDP比1割の規模に達する計算である。

サブプライム・ローンは元来信用度の低い借りに供給される金融商品であることから、元利返済の滞り具合（延滞率）は通常のローン（プライム・ローン）に比べて高い。統計を見る限り、サブプライム・ローンの延滞率は10%を超えるのが通常で、2%前後に留まる全住宅ローン平均の5倍程度である。

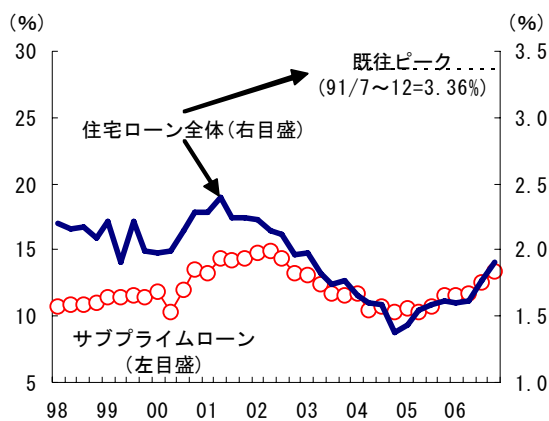
サブプライム・ローンの延滞率は、2002年をピークに低下していたが、2004年から2005年にかけて底を打ち、足もとにかけて上昇ピッチが速まっている（図表3）。2006年10～12月期をみると、住宅ローン全体の平均延滞率が1.9%（既往ピークは1991年下半期3.36%）であるのに対し、サブプライム・ローンの延滞率は13.3%に達している。サブプライム・ローンの中でも深刻な状況に陥っている不良債権（90日以上延滞+差し押さえ）の割合（不良債権比率）は7.7%となった。

サブプライム・ローンが悪化している要因は二つ考えられる。第一に、米自動車産業の低迷が続いていることである、住宅ローン問題は「地域経済問題」という側面が強い。第二に、サブプライム・ローンの商品特性に対する借り手の理解度や商品提供そのもののあり方が不十分・不適切だったことに起因するものであり、「社会問題」としての性格を持つ。

サブプライム・ローンの不良債権比率を州別にみると、悪化度合いが著しい地域はオハイオ州、インディアナ州、ミシガン州などの中西部が中心である。これらの地域は自動車産業への依存度が高く、ビッグ3の低迷が雇用・賃金問題となって地域経済に影響を落とし、サブプライム・ローンの悪化を招いているとみられるのである。実際、各州における輸送機器製造業の雇用シェアと不良債権比率をプロットしてみれば、両者の間に相関を確認できる（図表4）。

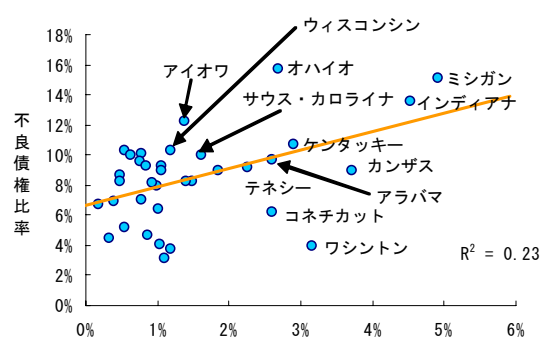
一方、ウェスト・バージニア州やペンシルバニア州など、自動車産業への依存度が低い地域でも不良債権比率が10%を超える状況がみられるのも事実である。その有力な根拠として考えられるのが、サブプライム・ローン自体の商品特性に対する借り手の理解度が不十分であったり、商品提供のあり方が不適切だったりしたのではないかという「社会問題」である。先に述べた「2/28ARM」などのローンは、2006年以降、条件見直しの時期を迎えていると言われており、借り手が許容できない貸

図表3 ローン延滞率



(資料) F R B、全米住宅ローン協会

図表4 不良債権比率と自動車産業問題



(注)雇用シェアは2006年12月。ローンデータは2006年10～12月期。ハリケーン被害の大きかったミシシッピ及びルイジアナを除く。また雇用シェアが得られない13州の不良債権率は中央値4.9%、最大8.8%。不良債権は延滞期間が90日以上及び差し押さえ物件。
(資料)米労働省、全米住宅ローン協会

S & L 危機は再来するのか

不良債権比率が既往ピークに達しても GDP 比では前回危機時の 6 割程度。金融機関の収益悪化も、前回危機時ほどではない

当面は、住宅需要の安定化が損なわれるのか否か、クレジット・クランチの可能性に注意

付条件が提示され、延滞や差し押さえを引き起こしている模様である。

気になるのは、こうしたサブプライム・ローンの悪化が、80 年代後半から 90 年代初頭にかけての米国経済を襲った S & L 危機、クレジット・クランチの再来につながるのかという点である。結論を先に述べれば、前回の危機時と比べるとサブプライム問題の規模は小さく、今のところ、影響は限定的といえることができるだろう。

サブプライム・ローンの不良債権比率がどの程度上昇するのかについては、「社会問題」も絡んで不透明なところが多い。以下では、不良債権比率が既往ピーク（2002 年 1～3 月期 12%）に上昇した場合を想定し、前回の危機時とその大きさを比べてみよう。

もし、不良債権比率が 12%にまで上昇した場合、その金額は名目 GDP 比 1.2%に相当することになる。一方、前回の危機時に米金融機関（商業銀行+貯蓄機関）が抱えた不良債権は最大で 1,184 億ドル、名目 GDP 比 2%に達した（1991 年）。名目 GDP 比で見れば、今回想定される不良債権の規模は 6 割程度に留まる。

さらに米金融機関の体力との比較により、不良債権の大きさを判断してみよう。1988 年から 1992 年にかけて、米金融機関が実施した引き当て（間接償却）は不良債権額の 3 割に相当した。2006 年の米金融機関における税引前業務純益は 2,092 億ドルであるから、もし不良債権の引当率を 3 割とするなら、追加引当額は税引前業務純益の 23%に相当する（5 割引き当ての場合には 38%）。

一方、前回危機時における引き当て額は 313 億ドル、税引前・引当前業務純益に対する比率は 39%（ともに 1992 年）に達している。

金融機関の体力との関係から見れば、不良債権の引き当て率が 5 割もの水準に達する場合には、前回危機時と同様の収益悪化が発生する可能性があるが、前回危機時の平均程度の引き当て率で済む限り、収益悪化度合いは半分程度に留まる。

簡単な試算によれば、サブプライム・ローンの不良債権化がもたらす影響は、前回危機時ほどの大きさではなく、S & L 危機は再来しないと見えそう。

もっとも、当面は、サブプライム・ローンによってリスク許容度の低下した米金融機関がプライム・ローンまでも絞り込んでしまうのかどうか注目される。こうした貸し渋りが生じた場合、ようやく安定化の動きが見られる住宅需要に対して下押し圧力となる可能性があり、住宅市場の調整長期化を招いてしまうためだ。

米国では住宅ローンの供給は証券化を前提として実施されているため、MBS 市場の収縮もこうしたクレジット・クランチの要因となりうる。さらに、「略奪的貸付」に厳しい視線を向ける米国議会の存在も、米金融機関の貸出態度をいたずらに硬化させてしまうリスクが指摘できる。サブプライム・ローンの悪化が「社会問題」という側面を併せ持つだけに、その行方や影響には不確かな部分が多い点は認めざるを得ないだろう。

以上