

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

米国サブプライム・ショックの構図

～ 悪いニュースはまだ続く～

経済調査部長・チーフエコノミスト

竹中 正治

takenaka@iima.or.jp

サブプライム住宅ローンの延滞率が昨年から上昇し、年初から米国の住宅ローン専門会社の破綻が続々と起こった。更にサブプライム・ローン資産を組み込んだ投資商品と投資家層の損失が表面化し始め、世界の投資家、投資ファンド、金融機関に衝撃を与えている。この問題を契機に、エマージング・マーケットへの投資から、ファンドによる企業買収、為替相場（円キャリートレード）に至るまで、投資ブームにわいてきた近年のトレンドに大きな調整局面がもたらされる可能性がある。

【住宅ブーム末期に急増した無謀なローン】

米国のサブプライム住宅ローンとは、過去の信用履歴や所得水準に基づいて金融機関が信用力が低いと判断する債務者に対する住宅ローンの総称である。信用力の高い債務者へのプライム・ローンとは区別され、適用されるローン金利も高い。米国で長く続いた住宅ブーム最終局面の2003年から2006年頃にかけて、こうした信用力の低い債務者への住宅ローン専門業者によるローンの提供が増加した。

こうした場合、そもそもローン金額が債務者の所得に比べて過大であり、かつ適用金利が高いので、元利均等返済で返済キャッシュ・フローを組むと、月々の元利支払額が大きくなり、支払いが困難になる。そこで、ARM(Adjusted-Rate Mortgage)と呼ばれる金利見直し方式が使用されてきた。これは一般にイメージされるような変動金利ではない。ARMの多くで、ローン開始から当初特定期間(1年～3年)は、利息のみの支払いで済むInterest Only方式、支払い利息さえも少額に設定し、足りない分は将来(当初期間終了後)の返済元本に上乗せする(negative amortization)手法、などが利用された。

当然、当初期間が終わると、金利も支払い金額も見直されて、支払い金額が急増するので、借手、貸手いずれの立場から見ても無謀なローンである。しかし、住宅価格は上昇を続けるという借手の甘い見通しや、リスクを十分説明しない詐欺まがいの住宅ローン専門会社のセールスによってこうしたローンが横行、急増した。

【業界では以前から予想されていた債務不履行の増加】

この種のローン残高の増加と延滞、債務不履行の増加は、実は2006年初には、住宅ローン業界の専門家筋には予想されていたことに過ぎない。例えば、米国不動産調査機関 First American Real Estate Solutions は2006年1月8日、「住宅ローンの返済額調整：噂と現実」

と題する調査報告書を発表している¹。同レポートは米国家計の「純住宅資産比率」(=住宅ローン残高を差し引いた純住宅資産のグロス住宅資産に対する比率：低いほど債務者の財務状況は脆弱)を、住宅ローンの借入年次に分けて比較し、「2004年以降実行された住宅ローン債務者の財務状況は、2003年以前の債務者に比べて脆弱であり、2004年以降の債務者の同比率は低く、貸倒れリスクが高い」と指摘した。

また、同報告書は1年～3年の当初期間終了後に、金利と返済額の見直しが行われる住宅ローンを、その危険度(債務不履行になるリスク)に応じて、レッド、オレンジ、イエローと分類し、当初期間終了後、レッド分類の債務者の100%、オレンジ債務者の40%、イエロー債務者の10%がなんらかの返済困難に陥ると想定している。その上で、幾つかの想定の下で、発生が予想される貸倒れ元本総額は約3000億ドル(35兆円)に達すると見込んだ。

更に、債権者(貸手)の損失率(回収不能額)をそれぞれレッドとオレンジは37.5%、イエローは25%と仮定し、損失見込み額は約1100億ドル(13兆円)と予想した。「これは損失の絶対額としては大きい、米国の住宅ローン残高8.2兆ドルの1.3%であり、市場全体としては吸収可能な規模だ」と報告書は述べた。(2006年末時点では住宅ローン残高は総額約10兆ドル、サブプライム残高1.3兆ドルである。)

今年2007年7月19日、FRBバーナンキ議長は「サブプライム・クレジット商品に絡む損失額は500億ドルから1000億ドル程度と推定される」と述べている。両者の予想のベースはある程度異なるだろう。また、金融政策の責任者として市場全体の損失額を「控えめに」表明するバイアスを勘案する必要があるかもしれない。しかし、業界の専門筋は1年半も前から予想発生損失額をほぼ現時点と同じスケールで見積もっていたと言える。

【損失が顕現化するまでの導火線の長さ】

以上の通り、現在生じている損失は、業界専門家の間では昨年初より予想、推計されていた損失が顕現化しているに過ぎない。実際、昨年央からサブプライム・住宅ローンの延滞率が上昇し始め、予想の正しさを裏付けた(図表1)。ところが、サブプライム・ローンの実行から損失が顕現化するまでは、次のような長い「導火線」がある。

債務者の返済金額が小額に設定されている当初期間(1年～3年)

サブプライム・ローンの増加は2004年～06年に顕著になった。返済金額が少額ですむ平均当初期間を2年とすると、2006年～2008年に導火線は燃え尽き、延滞、債務不履行が「発火」することになる。当初期間終了前でも延滞を起こしてしまう例もあるが、とにかく現在はまだ「発火期間」の最中にあると言える。

ローンの提供が行われる「川上」から仕組債が売られる「川下」までの期間(数ヶ月)

「川上」での破綻は今年初から米国の大小住宅ローン専門業者が次々と破綻する形で進んできた。証券化と販売の全工程には欧米のインベストメント・バンクが従事しており、「仕入れ」から投資家への販売までに数ヶ月を要す。インベストメント・バンクも「仕掛かり在庫」としてサブプライム・ローン資産を保有しているので相応の損失を免れないだろう。

¹ Christopher L. Cagan, "Mortgage Payment Reset: The Rumor and the Reality" 2006.02
同レポートを紹介した三菱東京UFJ銀行ワシントン駐在員事務所「ワシントン情報、米国の住宅ローン債務破綻予備軍」(2006.02.竹中、前田)は以下のサイトご参照。
<http://www3.keizaireport.com/jump.cfm/-/ReportID=39448/>

(川上)
大手金融機関

(中流域)

(川下)

住宅ローン専門業者

証券化 (RMBS, CLO, CDO)

投資家への販売

債務者

複雑な仕組債の故に時価の特定が難しい

時価の特定が難しい仕組債であるため、投資家の損失が顕現化するまで時間がかかり、現在なお損失の全貌が見えていないことが、不安を増幅している。この点を以下に説明しよう。

サブプライム・ローンの多くは RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) と呼ばれる資産担保証券 (Asset Backed Securities) の一種として証券化される。ところがこのままだと、資産の質が低いため一部のハイリスク志向の投資家にしか売れない。そこで、サブプライム・ローン以外の他種のクレジット債権なども盛り込み、更に返済に優先順位をつける、あるいは信用補完 (保証) をつけるなどによって、最上級格付け部分 (シニア債と呼ばれる) から中・低格付け部分 (メザニン債) 更に投資不適格部分 (劣後債) までのリスクの異なった仕組債に分割する。この証券化商品は CDO (Collateralized Debt Obligation) と呼ばれる。サブプライム・ローンが盛り込まれた CDO の発行残高は約 1 兆ドルと言われ、米国内外の投資家、投資ファンド、金融機関に拡販された。

この CDO は上記の通り、リスクに応じた分割がなされ、各部分はヘッジファンド、銀行、資産運用、保険などの投資家に売却されている。銀行、保険など機関投資家が保有しているのは概ね最上格付け部分 (シニア) と推測される。サブプライム・ローンの延滞・債務不履行が過去の実績に基づいて確率的に計算された範囲に止まるならば、損失は最上級格付け部分にはまず及ばない。現在の状況は、超高層ビルの下層で起こった火事を高層階の住人が不安げに見下ろしているようなものであろう。

ただし、問題は CDO の損益評価に係っている。RMBS でもシンプルで流通市場での流動性が比較的高い種類については、市場時価での評価が原則である。しかしそうした時価情報が乏しい銘柄は、DCF (Discount Cash Flow) に基づく理論値で評価するしかない。CDO の評価は一般にそうした理論値で行われている。

【不安が増幅する負の連鎖】

ところが、CDO のハイリスク部分 (劣後部分) に投資した投資ファンドの破綻や解約の増加で、CDO の売却・清算の動きが目立ち始めたところ、低格付け部分はもとより、中位 (メザニン) 最上位の格付け部分 (シニア) でも理論値をかなり下回る買値しか現在の市場では出てこないことが表面化してしまった。また、格付け機関が RMBS の格付けの見直し (ダウングレード) を開始した。更に、サブプライムに投資した出資者の解約請求をファンド側が出資条項を発動して封鎖する動きが出た。不安にかられた投資家は、まだ解約封鎖を発表していないファンドの解約を急ぐことになる。こうした結果、損失が中位、最上位の格付け部分にも波及するのではないかと不安が急速に高まり、「不安 解約 投資ファンド破綻 不安」という負の連鎖が投資家、金融機関に生じてしまったと言える。

サブプライムの証券化やそれに投資するファンド組成に従事してきた欧米のインベストメント・バンクらは、自ら市場価格の崩壊を招くことを回避するために、当該資産の売却を差し控えていると言われる。そのために毀損した投資ファンドへの追加融資も行っていると伝えられる。今後は、住宅ローン専門会社と投資ファンドの損失、破綻だけでなく、

インベストメント・バンクの損失計上、収益見込みの修正が続くことになる。

【悪いニュースはまだ続く】

サブプライム・ローンのへの投資で生じる投資家・金融機関の損失総額は、既述の通り、最大 1000 億ドル前後（12 兆円）と概ね考えられている。その規模であれば、米国の住宅ローン市場とその投資家層の厚さを考えれば、比較的短期間に吸収可能であろう。しかし、2 次的な波及効果を考える必要がある。とりわけ他の金融・資本市場への影響が注目される。

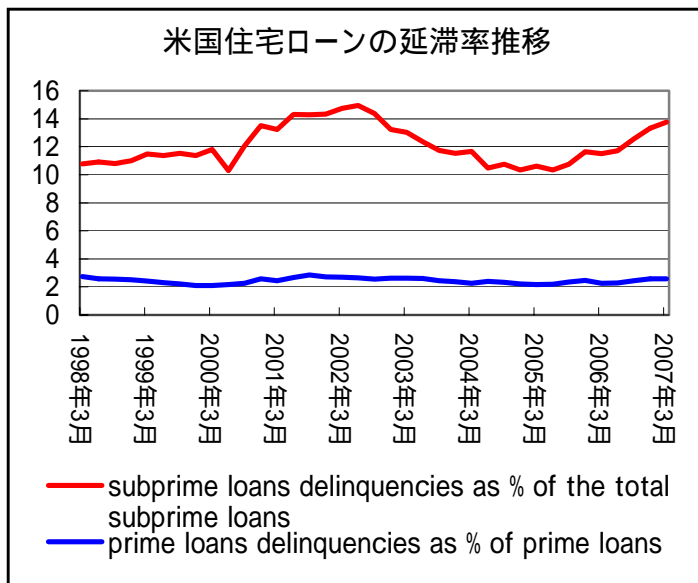
言うまでもなく、ヘッジファンドや各種投資ファンドは複数のリスク持高を保有する場合が多い。98 年に破綻した巨大ヘッジファンド LTCM の場合も、ハイリスク債券と国債の裁定取引、ロシア国債、円売りキャリートレードの 3 つのリスク持高からの損失が主要だったと言われている。各種投資ファンド解約の増加は、先進国、途上国双方の株式や為替持高（円売りキャリートレード）など、他のリスク持高の縮小に繋がる可能性がある。

サブプライムに絡んだ悪いニュース（損失計上、業績下方修正、破綻、債券格付けダウングレードなど）は、まだこれから出てくる。主要中銀の市場への流動性の供給で不安の連鎖の拡大を止めることができるか、注視する必要があるだろう。

唯一の希望は、金融・投資面のバブル崩壊的な調整に発展しても、実体経済は堅調を維持するケースがあることだ。1987 年 10 月のブラック・マンデーに始まった世界同時株価急落時も、投資家は損失を被ったが、各国中銀の金融緩和・流動性供給もあり、米国、日本とも実体経済は成長を持続し、景気の腰折れもなかった。おそらくそれが今回望み得る最良のシナリオではなかろうか。

以上

図表 1



データ: Mortgage Bankers Association

【参照文献】

Christopher L. Cagan, “Mortgage Payment Reset: The Rumor and the Reality” 2006.02
中島洋子、「米国のサブプライム住宅ローンについて」、国際金融 1177、2007.06.01
竹中正治、前田武史、「米国の住宅ローン債務破綻予備軍」、ワシントン情報、三菱東京UFJ銀行ワシントン駐在員事務所、2006.02.23
熊野英生、「サブプライム問題の誤算」、Financial Trends、第一生命経済研究所.2007.08.13

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。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明記してください。

Copyright 2007 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3235-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>