

サブプライム問題の影響大きい米住宅投資

経済調査部門 土肥原 晋
doihara@nli-research.co.jp

1. はじめに

近年の米住宅ブームは、2001年のリセッション後の回復の遅れに対応した、FRBによる政策金利の1%への大幅な金融緩和策に拠る所が大きいとされる。その後FRBは、2004年から2006年半ばまで計17回にわたる小刻みな利上げを続けたが、住宅市場の雲行きが怪しくなってきたのもこの頃からであり、2006年後半には住宅市場が減速方向への動きを強め、米国景気の最大のリスクとして警戒され始めた。

こうした中、2007年に入るとサブプライム住宅ローン問題（以下、サブプライム問題という）が注目を集め、8月には欧州金融機関の巨額損失等で、世界的な金融市場の混乱（パリバ・ショック）を引き起こし、住宅ローンの貸し渋り等から住宅市場の悪化を一層加速、現下の景気にも深刻なダメージを与えつつある。本稿では、こうした状況を中心に最近の米国住宅投資の動向について検証を試みた。

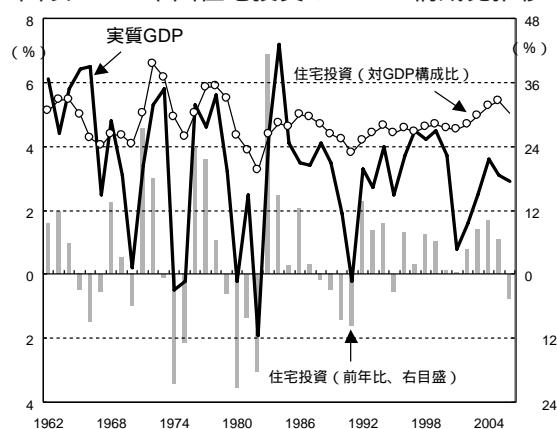
2. 深刻度増す住宅投資の落ち込み

米国のGDP統計における住宅投資のマイナスは、2006年1Qから続く。直近の2007年4Qは、成長率が前期比年率0.6%（速報値）と急低

下、住宅投資は同 23.9%と減少巾を拡大、GDPの最大の抑制要因の一つとなっている。また、8四半期連続のマイナスにより、住宅投資の規模はピークの2005年4Qから3/4の規模に縮小し、対GDP構成比は5.5%から3.7%へと縮小した。本年は、91年以来17年ぶりに年間でも3%台に落ち込むと見られる。

過去、住宅投資の調整末期には、GDPシェアは4%ラインを割り込む状況が見られた。また、四半期別で住宅投資のマイナスが7四半期以上続いたのは第2次大戦以降4回あるが、いずれもリセッションに陥っている。住宅投資調整の終盤では、消費への悪影響が強まりリセッションに陥る傾向が窺われるが、現状はそうした道筋を歩んでいると思われる。

図表 - 1 米国住宅投資とGDP構成比推移



(資料) 米商務省、実質ベース、年別、前年比

3. 急速に悪化する住宅関連指標

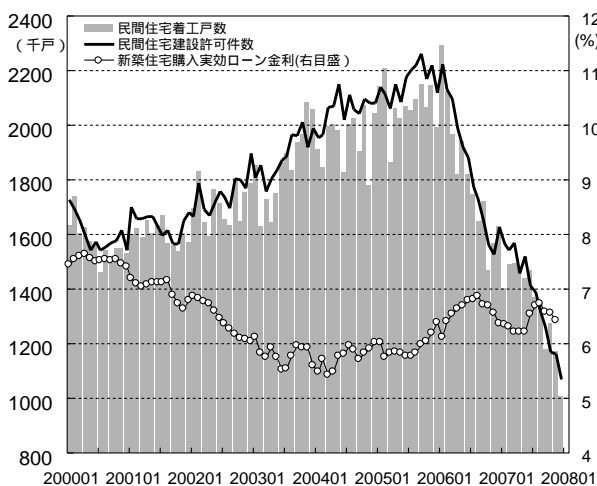
現下の住宅市場は、サブプライム問題による金融市場の混乱等により、厳しい冷え込みが加速された状況にある。2007年の住宅投資は前年比 16.9%の大幅減となったが、今年一杯は調整が持続すると見られ、2008年も前年比で10%台の減少が見込まれる。最近の住宅関連の主要指標の動向は以下の通りである。

(1) 新規住宅着工は急減少

新規住宅着工件数は急減少が続き、昨年12月は年率100.6万戸（前年比 38.2%）と下落した。太宗を占める一戸建て住宅は79.4万戸（前年比 36.0%）と9ヵ月連続の減少、いずれも91年以來の低水準となる。今次住宅ブーム開始時の2001年の水準（150万戸台）を大きく下回り、下ぶれの状況にある。

また、先行指標とされる住宅着工許可件数は、12月は年率106.8万戸（前年比 34.4%）と低下、こちらも93年以來の低水準へと落ち込み、当面、住宅市場の調整が続くと見られる。

図表 - 2 住宅着工の推移（月別）



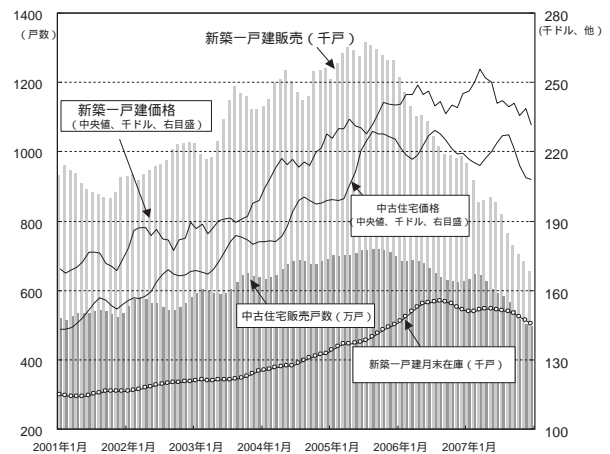
(資料) 米商務省

(2) 新築住宅販売は大幅減少

新築一戸建て住宅販売も大きく減少した。昨年12月は年率60.4万戸（前年比 40.7%）となり、95年2月以來、ほぼ13年ぶりの低水準に落ち込んだ。

また、12月新築一戸建て販売価格（中央値）は21.92万ドル(前年比 10.4%)の大幅な下落を見せた。なお、12月末の在庫は49.5万戸と低下推移ながら、販売比では9.6ヵ月分と高水準にある。通年でも77.4万戸と前年比 26%の大幅減少となった。

図表 - 3 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 米商務省、NAR

(3) 中古住宅販売戸数は最低記録を更新

全米不動産協会（NAR）発表の12月中古住宅販売戸数は年率489万戸、現行ベースの統計を開始した99年以來の最低水準を更新した。中古住宅販売は、2005年9月に年率721万戸とピークをつけた後下降トレンドを続けており、前年同月比では 22.0%の減少、年間でも565.2万戸で前年比 22.0%となる。

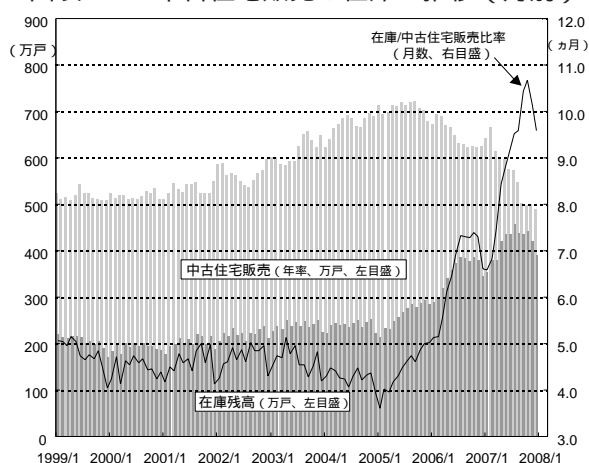
地域別の前年比では、西部が 24.8%と最も落ち込みが大きい。なお、12月の中古住宅販売価格（中央値）は、20.84万ドル（前月比 0.1%、前年同月比 6.0%）となった。

懸念されるのは、在庫が390.5万戸（前年比

13.2%)、販売戸数比では9.6ヵ月分となお過去最高水準にあることだ。ちなみに住宅ブーム下の2005年は同4.5ヵ月分と現在の半分以下だった。住宅価格や在庫水準等が高止まる一方、買い手の多くは価格下落待ちと思われる。

特に、サブプライム問題の打撃を受けた金融機関の貸し渋り(貸し出し基準の強化)が住宅販売の不振を増幅したため、住宅販売は新築・中古とも不振を極め、在庫の積み上がりも顕著である。当面、住宅着工は手控えられ、住宅投資のマイナスが続く見込みである。

図表 - 4 中古住宅販売と在庫の推移(月別)



(資料) NAR

4. サブプライム問題の影響

サブプライムローンは信用度の低い人向けの住宅ローンを指し、90年代前半には既に行われていた。サブプライム問題は、当初、一般住宅市場への影響は限定的との見方もあったが、住宅ローンの貸し出し基準厳格化や住宅価格下落懸念の高まり等を招き、一般の住宅市場の悪化にも大きな影響を与えることとなった。このため、サブプライム問題の浮上により、住宅投資の回復が1年程度先送りされた形となっている。

また、サブプライム問題自体、当該ローンの借り手と貸し手(住宅ローン会社)の問題から

サブプライムローン証券等保有者の損失拡大へと進展、米国内外の主要金融機関を中心に、金融・信用市場全体の問題へと拡大している。

(1) 高まる延滞率

サブプライムローンは信用度の低い人向けの住宅ローンであるため、固定・変動金利とも通常の住宅ローンに金利を上乗せされる。しかし、住宅価格上昇の影響を受けた2004年以降は、30年貸出し変動金利もので、当初の金利を低めに設定し、2年後等に金利が跳ね上がる金利リセット型が大半を占めるようになった。リセット時の金利設定方法は多様で、LIBOR(一部はTBill金利)等に返済状況等を加味した金利が上積みされるといった形となるが、当初の金利が低いこともあり、リセット時の金利上昇が大幅なものとなるケースが多い。

このため、リセット前に借り換え(リファイナンス)できなければ焦げ付く可能性が極めて高く、短期間でのリファイナンスを前提にしたローンとも言われる。現在、問題とされるのもこのタイプで、サブプライム住宅ローンと言え、リセット型を指すようになっている(以下、

図表 - 5 サブプライム住宅ローンの概要

住宅ローン残高(2006年末)	約10兆ドル
サブプライムローン計(2006年末)*	約1.3兆ドル
対住宅ローン比率	13%
同延滞率(07/3Q)	16.31%
同抵当処分待ち比率(07/3Q)	6.98%
同証券化率(2006年)	約8割
<参考>	
2006年名目GDP	13.2兆ドル
サブプライム対GDP比率(%)	9.9
同延滞比率(%)	1.6
同抵当処分待ち比率(%)	0.7
90年のSL不良債権比率	約2%

(資料) インサイド・モーゲージ、MBA、FRB等、
*2007年3月公聴会

断りのない場合は、当レポートでもリセット型を示す。このリセット型のサブプライムローンは2004～2006年の3年間に多く利用されたため、2008年中はリセットに伴う延滞増が見込まれており、リセット型を中心にサブプライムローンの延滞率は16.31% (07/3Q) へと上昇している。

(2) 膨らむサブプライム関連損失

サブプライムローン問題が金融市場に大きな影響を与えるようになったのは、昨年2月に延滞率の上昇が注目され、世界的な株価急落を招いて以降である。その後8月には、海外の金融機関のサブプライム関連損失計上に伴い、証券化されたサブプライムローン関連の損失計上がクローズアップされ、欧米金融市場での信用不安を引き起こした。年明け後は、シティグループやメリルリンチの巨額損失の発表等で再び株式市場の急落を招くなど、市場では金融機関の損失拡大が大きな問題となっている。

サブプライムローンを組み込んだ証券(以下、サブプライム証券という)の評価次第では損失がさらに拡大するため、全体の損失額がどれくらいとなるかは特定できない。バーナンキ議長は昨年7月の議会証言で500～1000億ドルの損失とし、11月の議会証言では「1500億ドル程度」に発言内容を変更、今年1月には、「これまでに関連損失が1000億ドルに達し、今後、数倍に膨れる可能性があるが、5000億ドルには達しないだろう」と予想以上に損失が拡大していることを示した。

仮に、サブプライムローンの合計1.3兆ドルのうち1/4が差し押さえとなり、住宅資産目減り額を含めて抵当処分コストを約45%と見ると、損失額は約1500億ドルに留まる。しかし、サブプライム証券等の買い手不在により担保価値以上に価格が低下し、サブプライムローンを部分

的に組み込んだ関連証券等も値を下げたことで、実際の損失額は膨れている。また、格下げの続く現状では、購入後の転売が見込めず、買い控えの状況が続いている。

損失額については、他にもIMFの2000億ドル(9月時点)、OECDの3000億ドル(同11月)等の推定もあるが、OECDではサブプライムよりやや信用力が上にある「オルトA」の住宅ローンへの損失拡大も指摘している。

また、ムーディーズ社等の格付け機関では、サブプライム関連損失の影響を受けた金融保証会社の格下げを検討しているが、格下げの影響が、保証会社の保証している証券全般に及ぶため、その影響は大きく、こうした証券の損失を考慮すれば、全体の損失額はさらに膨れる可能性がある。(金融保証会社は「モノライン」と呼ばれ、州・地方債、仕組み債を中心に債券等の保証業務を行っている。)

図表 - 6 最近のサブプライム関連主要事項

07/2月	・サブプライム→延滞率上昇等を受けた株価急落でサブプライム問題への注目が高まる。
3月	・サブプライム→中堅のニューセチュールファイナンシャルNYSE上場廃止(4月破産法申請)
4月	・ドイツの「カピタル・バンク」(UBS傘下)がサブプライム運用失敗で解散へ。
7月	・サブプライム証券の大量格下げ
8月	・ババコックス傘下の「アット」の運用凍結で信用不安が欧州にも飛び火。米欧中銀が大量資金供給。FRBは公定歩合を引下げ。 ・サブプライム最大手カトリック・ヘンソングが20億ドルの資金供給。 ・月末にはブッシュ大統領がサブプライム対策を発表。
9月	・FF目標金利、公定歩合を0.5%利下げ。
10月	・サブプライム救済基金(スバーフアット)の設立を発表。 ・メリルリンチのCEO退任。 ・FF目標金利、公定歩合を0.25%利下げ。
11月	・シティグループのプリンスCEO辞任。アグビ投資行が出資(72億ドル)へ。 ・FRBが異例の長期年越し資金を供給・実施。
12月	・ブッシュ大統領がサブプライム対策第二弾を発表(5年間の金利凍結等) ・5中銀の協調資金供給を発表。 ・FF目標金利、公定歩合を0.25%利下げ。 ・UBS、モガン・スタール、メリルリンチがカトリック・ヘンソングの出資を受け入れ。 ・スバーフアットの設立を断念。
08/1月	・住宅ローン最大手のカトリック・ヘンソングが買収。 ・10-12月期の決算で、シティグループ、メリルリンチ証券が巨額損失計上、株価急落に拍車。 ・ムーディーズ社等が金融保証会社(モノライン)の格下げを検討。 ・ブッシュ大統領が1450億ドル規模の景気刺激策を発表。FRBは緊急利下げ(0.75%)に加えて月末にも0.5%の利下げを実施。

2007年決算の発表が進むに従い、米国を中心に金融機関等で多額の損失が明らかとなっているが、今後、証券価格の動向次第ではさらに評価損が積み増しされ得ることに加え、主要金融機関が傘下に抱える投資運用会社（SIV）の損失状況の詳細が不明であることも、市場の圧迫要因となっている。

（3）急がれるサブプライム問題への対策

サブプライム問題は、延滞・差押え率の高まりによる住宅ローン自体の問題と、それを証券化した証券等の保有者の損失拡大に分けられる。前者は借り手に低所得者が多く、自宅差押えという社会問題としての色彩から、政府・議会・FRBが取り組んでいるのに対し、後者は、米国金融の要とされるマネーセンターバンクとウォール街の中核である大手証券会社を中心に損失が拡大しているため、信用不安と金融市場の混乱をもたらしており、現状ではFRBの市場対策が中心となっている。

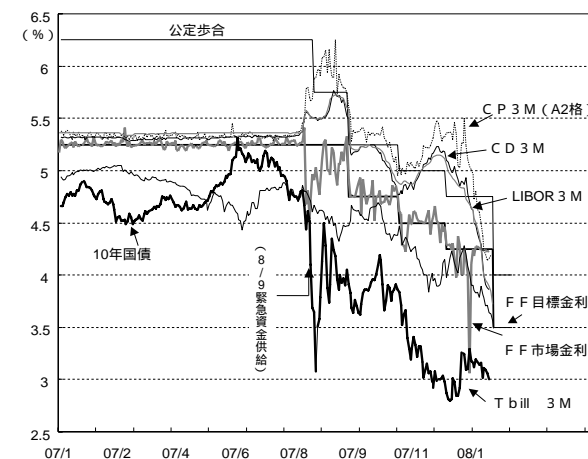
FRBの対策

FRBは景気への影響とともに信用不安の解消に力点を置いており、利下げと積極的な資金供給で、金融市場をサポートしている。

8月のパリバ・ショック前は、米銀の調達金利であるLIBORやCD金利がFF目標金利とほぼ同水準にあったが、ショック後はそれらの金利が急上昇した半面、資金退避先となったTBillの金利は急低下した（図表-7）。こうした状況が続けば、FRBが実施した利下げの効果を減衰させ、住宅ローンの貸し出し厳格化に拍車がかかり、景気全般にも影響しかねない。FRBでは信用不安の解消に向け、8月以降、異例の長期・巨額な資金供給を実施、さらに12月上旬には、欧米5中央銀行が協調し、かつ入札方式による新たな資金供給策を実施するなど、積

極的な資金供給を行った。年明け後も、景気下ぶれを懸念し、緊急利下げを含む一段の金融緩和実施に踏み切っている。

図表-7 拡大した短期金利間の乖離



（資料）FRB他

ブッシュ政権の対策

ブッシュ大統領は8月末にサブプライム問題への対応策を発表した。返済に窮した借り手の救済が中心で、公的債務保証の拡充や低金利ローンへの借り換え促進策等が盛り込まれる一方、今後の予防策として悪質な住宅金融会社の取締りを強化する。ただし、この案は救済対象者が少なく、また、経営難の住宅ローン会社や金融業界への公的支援、サブプライム証券保有の投資家等が救済の範囲外にあることから、その効果は限定的とされた。

12月にはサブプライム対策の第2弾を発表、再び借り手救済策に限定されたが、2008年初以降に金利がリセットされる変動金利型サブプライム住宅ローンの金利を5年間凍結すること、連邦住宅局（FHA）ローン・保証への借り換え促進策の拡大など、より具体的な対策を示した。金利凍結策は、政府が仲介したものの民間レベルの合意で、強制力はない一方、法改正等の必要がない分即効性が期待できる。対象者が限定されるなど問題はあっても、差し押さえ物件の急増に歯止めをかけ、また、保証・借り

換え促進によるサブプライム住宅ローン自体の縮小という点で、一定の効果は期待できよう。

なお、年明け後1月18日には1450億ドル規模の景気刺激策を発表、FRBの金融緩和と連動した政策効果を狙っている。

難航する民間機関の対策

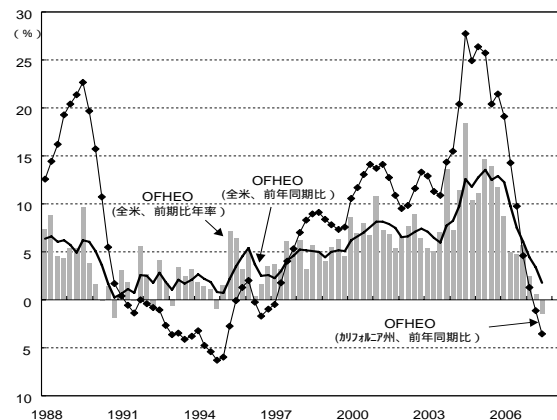
今の所、政府の対策は、借り手救済と景気対策に限定され、サブプライムローン証券の保有者等への対策については見送られている。サブプライム関連損失において注目されるのは投資運用会社(SIV)の動向である。SIVは、大手金融機関の傘下でありながら非連結会社とされ、どの程度のサブプライム損失を抱えているかは不明であり、市場の疑心暗鬼の原因ともなっている。このため、シティバンク等では2008年より連結化の動きを進めており、当面1-3月期決算が注目されている。

なお、SIVへの対策として、民間の金融機関でスーパーファンドを組成し、SIVよりサブプライム証券等を買取る構想が練られたが、参加する金融機関等の不足により頓挫した形である。このため、サブプライム損失を抱える大手の金融機関は、外国政府系のファンド(SWF：国家の資産を運用するファンド)等からの出資を中心に資本不足を補っており、新たな形の資本流入となっている。

5. 住宅価格の動向

サブプライム問題の一方、住宅市場の一段の冷え込みで、住宅価格の下落が懸念されている。全米の住宅価格指数としてよく使われるOFHEO(連邦住宅機関監督局)住宅価格指数は昨年3Qに前期比年率1.5%(前期は0.5%)と1994年以来約13年ぶりのマイナスとなった。一方、前年比では、なお1.8%の上昇を見せたが、カリフォルニア州など10州では既にマイナスに

図表 - 8 OFHEO住宅価格指数の推移(%)



(資料) OFHEO、四半期別。

転じており、また、ケース・シラー全米住宅価格指数(S&P社発表)も、3Qに前年比4.5%のマイナスとなった。最近の住宅市場の冷え込みを考慮すれば、OFHEO住宅価格指数でも今後の下落が加速される懸念がある。

なお、日本の“地価”と異なり、米国は“住宅”価格を基準にしており、一般的には上物の比率が大きく、値上がりの激しかった地域や、倒産した不動産会社の分譲住宅が大幅値引きで取引されるケース等を除けば、全体としての方硬直性が指摘される。地域毎の状況の差も大きく、全米ベースのOFHEO住宅価格指数は、これまで前年比ではマイナスを記録したことはなかった。

また、米国の一戸建て住宅は住み替えが多く、転売を意識した住宅の資産価値の維持に努め、損をしてまで手離すケースは少ないとされてきた。半面、このことが、中古販売統計で、在庫が過去最高水準にあり、販売戸数の落ち込みにもかかわらず、販売価格が高止まりし調整を長引かせる一因にもなっている。

一方、中期的な需給面では、今回の住宅ブームの背景とされたように、年間百万人以上の移民流入による需要と、ベビーブーマーの子供世代の住宅需要がなお続くと見込まれ、こうした根強い需要増が住宅価格の下支え要因となろう。

しかし、今回は市場の調整をサブプライム問題が加速させた。当初、この問題の影響としては抵当処分物件増による需給面での悪化が懸念されたが、実際には、前述のように住宅ローン貸し手の信用力低下のため、住宅ローンの貸出し条件がタイトになったことの影響が大きい。連銀のページブック等では、住宅購入希望者で住宅ローンが組めない人が多いとの状況が報告されている。従来の住宅不況期にも増して価格下落圧力が高まっており、O F H E O住宅価格指数を念頭に、ピークから10%以上の下落もあり得る状況と言えよう。

6. 高まるリセッションの可能性

(1) 懸念される消費への影響

住宅市場の冷え込みによる景気への影響で最も警戒されるのは、消費への抑制効果であろう。短期的な影響としては、住宅販売の減少で、住宅購入時に生じる家具や建築資材等の住宅関連消費の縮小が懸念される。また、住宅価格上昇が止まれば、これまで家計が利用してきたホームエクイティローン（住宅担保余裕分での借入れ）が利用できなくなり、さらに、価格低下局面では、逆資産効果としての消費抑制という新たな景気減速要因が生じる。このため、住宅市場の冷え込みが深刻度を強める中、今後、消費低迷からリセッションに陥るかどうか懸念されている。

なお、価格下落が生じた場合の消費抑制効果について、F R Bの研究では1ドルの資産価格変動で4～9セントの消費変動が生じるとやや大きめの試算をしているが、バーナンキF R B議長の昨年11月の議会証言では、長期間にわたり分散されるため、当面、それほど懸念していないと発言していた。

(2) 現状はリセッションへの瀬戸際の状態

サブプライム問題や住宅市場の調整に加え、1バレル百ドルへの高騰を見せた原油価格も消費へのダメージが大きい。本来ならリセッションに突入してもおかしくない状況であるが、これまでの雇用増の持続で、雇用所得の伸びがなお高く、これが消費・景気を支えてきた。

2001年リセッションでは、それまでの好況期の反動もあって、雇用調整の規模がかつてないほど大きかった。特に製造業の減少は大きく、こうした雇用減を受けて2002年には雇用所得はマイナスに落ち込んだ。

今回も、1月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用者数が約4年半ぶりの前月比マイナスとなったことから警戒が強まっている。製造業雇用については、前回不況時以降も調整を続けていたことや輸出が堅調であること等から、前回ほどの大幅な減少とはならないと思われるが、今後、雇用者減が拡大すれば、リセッション入りの可能性が一段と強まろう。

(3) 金融・財政政策とも出動へ

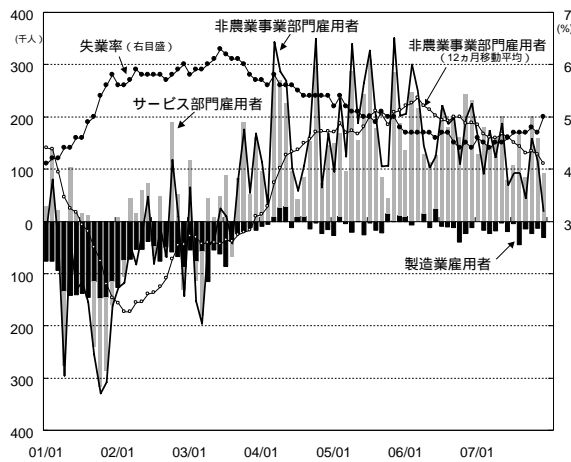
F R Bは、1月には、リセッションは想定していないとしていたが、その確率が急速に高まっていることは認識しており、昨年9月からの利下げはしばらく続けられると見られる。

また、ブッシュ大統領も景気下ぶれリスクの高まりを認め、1月18日にはG D Pの1%（約1450億ドル）規模に相当する景気刺激策を発表した。検討されているタックスリファンドが迅速に行われるのであれば、一定の効果が期待できよう。今後警戒される住宅価格下落からの影響を緩和するためにも、即効策が必要とされる。金融・財政政策が迅速に実行されれば、仮に一時的に成長率がマイナスとなっても、リセッションを回避または浅くする可能性を高めること

となろう。

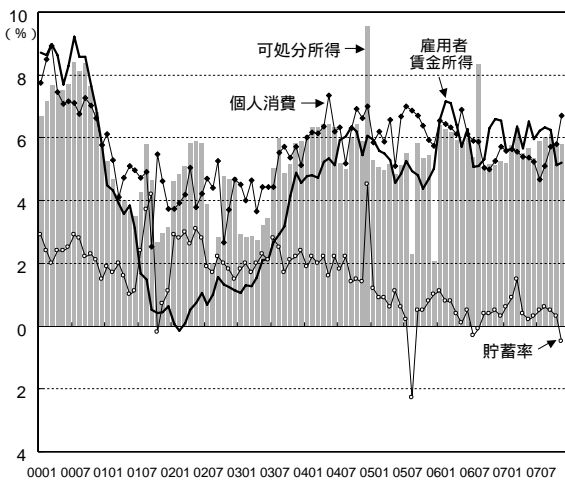
一方、これまで景気への安全弁と見られてきたFRBの利下げについては、利下げに伴うインフレやドル安のリスクが警戒されている。前回リセッション時のようにFF目標金利が1%に到達するような大幅な利下げができる状況にはなく、金融政策の舵取りは次第に難しい局面を迎えることとなろう。

図表 - 9 雇用者増減の推移（前月比）



(資料) 米労働省

図表 - 10 雇用所得と消費支出の推移（前年同月比）



(資料) 米労働省、商務省

サブプライム問題は、今年の上半期に山場を迎えると見られ、金融・信用市場は不安定な状況が持続しそうだ。しかし、その後は、損失規模やサブプライムローンの延滞発生状況にも次第に目途がついてくると思われ、また、昨夏以降の金融緩和策の効果も期待されよう。そうであれば、現状ではこの問題からの影響をできるだけ抑制・緩和しておくことが賢明な措置となろう。

半面、この問題が長引くのであれば、雇用鈍化や住宅価格下落等からの影響が強まってくるため景気下ぶれのリスクを高めることとなろう。加えて、一層の住宅価格下落や株価急落の引き金を引くことにもなりかねない。そうした事態が生ずれば、景気の落ち込みを深め、より大きな景気刺激策を必要としよう。いずれにしてもサブプライム問題の早期収束を図ることが、得策であることは間違いないと思える。

1月中旬に発表されたブッシュ大統領の景気対策では、サブプライム問題そのものへの対策が含まれず市場の失望を招いたが、このまま金融市場不安定の元凶ともなっているサブプライム関連損失拡大への対策を避けて通れるかは疑問である。いずれ財務省が賛意を表しながら頓挫した、スーパーファンド組成の再浮上もあり得よう。

なお、住宅不況は、今年ですでに3年目を迎えている。株価や住宅価格の大幅な調整が避けられるのであれば、文中にも記述の通り、米国の根強い住宅需要を背景とした「ペントアップ（繰り延べ）需要」による回復が期待できる。過去を見ても住宅投資からリセッションに陥ったケースでは、逆に、住宅投資の急回復が景気を立ち直らせたケースも多いのである。