

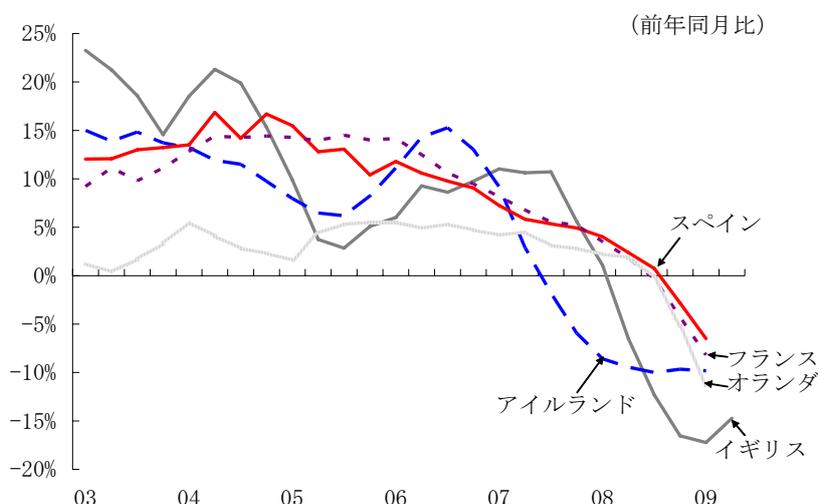
Weekly  
エコノミスト・  
レター

## 欧州の不良債権問題と住宅バブルの崩壊

経済調査部門 主任研究員 伊藤さゆり  
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 欧州の金融危機は複合危機の様相を呈している。景気の後退に伴う貸出債権の不良化はこれからが本番で、対米証券化商品投資の損失よりも大きいものとなる可能性が高い。中でも、住宅ローンの不良債権問題が過去のトレンドを大きく超えるレベルまで進み、想定以上に損失が増大するリスクが懸念されよう。
2. 今後の動向が注視されるイギリスとスペインのうち、イギリスでは、大胆な政策対応もあって住宅価格の下落ペースは鈍化しつつある。しかし、雇用情勢や家計の負債水準の高さを考えると本格回復には時間を要し、住宅ローンの延滞率上昇は続きそうだ。
3. スペインは、住宅供給の過剰の度合いが大きく、一層の価格調整と不良債権比率の上昇が避けられそうにない。特に、一部の貯蓄銀行の経営状況への不安は強い。スペインは、ユーロ導入で為替調整による景気回復という手段は封じられた見返りにECBの低金利政策と非標準的手段によるサポートを受けている。スペインが、金融不安の早期収拾と持続的な成長軌道への回帰を実現できるのか、欧州域内の金融の正常化ばかりでなく、ユーロの将来性を占う試金石として注目したい。

信用収縮、雇用悪化で下落する住宅価格



(資料) INSEE、ハリファックスほか

( ECBはユーロ圏銀行の潜在的不良債権処理額は2830億ドルと試算 )

欧州の金融危機は、サブプライム関連など証券化商品に対する投資の損失に端を発したが、イギリス、スペイン、アイルランドなど一部の国の住宅バブル崩壊による住宅ローンや不動産・建設業向け融資の焦げ付き、中東欧など欧州新興国向け債権の不良化という欧州固有の要因が加わって、複合危機の様相を呈している。

欧州中央銀行(以下、ECB)は、6月に公表した「金融安定報告書(“Financial Stability Report”)」で、パリバ・ショックで市場の緊張が始まった2007年8月から2010年末までの期間のユーロ圏の銀行の累計の損失額と潜在的な追加損失額の試算を示している(図表1)。

図表1 ECBによる金融危機発生から2010年末までのユーロ圏銀行の累計評価損・損失額の内訳と潜在的追加損失額の試算結果

(単位:10億ドル)

証券		残高 (A)	累計評価損 (B)	推定損失率 (B)/(A)
米国の 商品	サブプライム/Alt-A証券	106	59	55.7%
	プライムMBS	94	2	2.1%
欧州の 商品	RMBS	397	60	15.1%
	CDO(サブプライム以外)	158	32	20.3%
	CMBS	68	19	27.9%
	消費者ローンABS	69	5	7.2%
	その他ABS	15	1	6.7%
	CLO	40	11	27.5%
	社債	553	29	5.2%
証券計(①)		1,500	218	14.5%

貸出		残高 (A)	累計損失損 (B)	推定損失率 (B)/(A)
家計	住宅ローン	4,649	44	0.9%
	消費者ローン	847	62	7.3%
	その他	1,024	95	9.3%
企業		6,489	230	3.5%
貸出計(②)		13,009	431	3.3%

2007年8月～2010年末の累計評価損・損失額合計(③=①+②)	649
2008年5月28日時点の証券化商品に対する評価損(④)	215
2007～2008年貸倒引当て、償却額(⑤)	150
潜在的追加損失額(⑥=③-(④+⑤))	283

(資料) ECB, “Financial Stability Report”, p.102

ECBの試算によれば、累計の損失は証券化商品などの評価損(図表1の①)が2180億ドル、貸出債権の損失(同②)が4310億ドルで合計6490億ドル(同③)。証券投資の評価損(④)として計上した2150億ドルと、2007～2008年に計上した貸倒引当て、償却額(⑤)の1500億ドルを差し引いたものが潜在的な追加損失額で、その額は2830億ドルとされている。

ECBの試算結果は、国際通貨基金(IMF)が4月に公表した2008年末までの推定損失額1540億ドル、2009年～2010年の予想損失額7500億ドルに比べてかなり小さい(図表2)。

ECB は、IMF を始めとする他機関の試算結果との乖離は、試算の手法や前提条件の違いによるものとし、試算結果を見る上では、個別の金融機関が開示しているデータの限界や、前提としている経済見通し（2009年：マイナス4%、2010年：マイナス0.5%）の下振れの可能性、過去のデータに基づく推計式で得られた損失率の適切性の問題、特に住宅ローンについては低すぎる可能性があることに留意すべきとしている。

図表2 IMFによる銀行国籍別予想損失額と必要増資額

(単位:10億ドル)

		米銀	欧州銀	ユーロ圏	イギリス	その他欧州先進国
2008年末まで (推定額)	損失計上額	510	334	154	110	70
	資本調達額	391	401	243	110	48
2009年~2010年 (予想)	予想損失額(要処理額)①	550	1,075	750	200	125
	純利益(税・配当後)②	300	875	600	175	100
	資本毀損額③=①-②	250	200	150	25	25
	必要増資額					
	株式資本比率4%の場合	275	600	375	125	100
	株式資本比率6%の場合	500	1,200	725	250	225

(注) その他欧州先進国はデンマーク、アイスランド、ノルウェー、スウェーデン、スイス

(資料) IMF, "Global Financial Stability Report", April 2009, p.34

### ( 増加が予想される住宅ローンの債務不履行 )

ECB の試算結果の重要な示唆の1つは、証券投資、特に米国の証券化商品に関わる損失問題が峠を越えつつあるのに対して、景気の後退に伴う増大が予想される不良債権額がより大きく、これから本番と言う認識が示されていることだろう。

ECB が懸念材料として指摘した住宅ローンの損失率は、住宅価格の下落、返済負担の急増、所得の急減といったショックが生じた場合に上昇する。

米国のサブプライム・ローンは、住宅価格の下落と返済負担の急増に伴う債務不履行の増大である。問題となった金利リセット型のサブプライム・ローンの商品設計は、一般に当初2~3年間の金利を固定、その後は6カ月ごとに金利を見直すというものだ。固定金利終了期間までに、担保の住宅価格が値上がりし、有利な条件での借換えができることが前提となっていた。しかし実際には、2006年半ばをピークに住宅価格が下落に転じたことで、債務不履行が一気に増大する結果となった。

アイスランドや中東欧で問題となっている外貨建ての住宅ローンも、自国通貨の大幅な減価が進むと返済負担が急増するリスクをはらむものだ。

ユーロ圏を中心とする西欧諸国については、外貨建て債務の普及はオーストリアでのスイス・フラン、円建てローンなど一部に留まるが、規制緩和を背景に革新的な金融商品の導入で月々の返済負担を抑える傾向は強まっていた。例えば、元金を満期まで据え置き金利のみを返済するローンはオランダやデンマーク、アイルランドなどで普及し、償還期間の長期化は全体で見られた。住宅の担保価値余剰分(担保評価額とローン残高の差)を担保に借り入れるホームエクイティ・ローン

はイギリスで広く普及しており、住宅価格と消費との連関を強めていた。

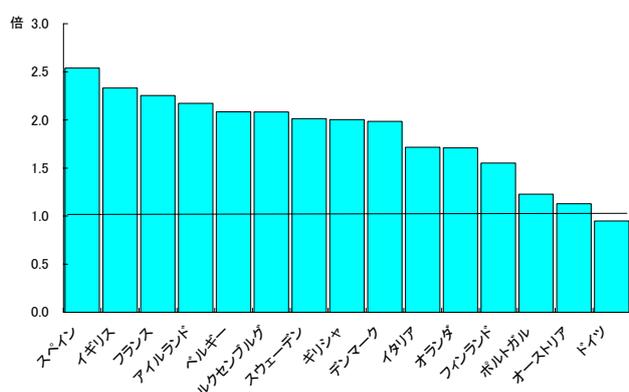
住宅ローンのコストやアベイラビリティ（入手可能性）向上は、住宅取得のインセンティブを高め、住宅価格を押し上げる要因となってきたが、金融環境の変化とともに住宅価格はピークアウトし、金融危機後は多くの国で下落に転じている（表紙図表参照）。金融危機による急激な景気の後退で雇用環境も大きく悪化しており、返済能力の低下で、住宅ローンの不良債権問題が過去のトレンドを大きく超えるレベルまで進み、金融機関の損失が想定以上に膨らむリスクが懸念されよう。

### （今後の動向が注視されるイギリス、スペイン）

広く知られているとおり、危機の前段階の信用ブーム期の欧州の住宅市場の動向には、かなりのばらつきがあった。欧州連合（EU）の2004年5月以前からの加盟国である15カ国について、ユーロが導入された1999年を起点に見ると、スペイン、イギリス、フランス、アイルランド、ベルギーなどの住宅価格が2倍以上に上昇したのに対して、ドイツは下落、オーストリアでも2004年までは低迷が続いたため、1999年比でも僅かな上昇に留まっている（図表3）。

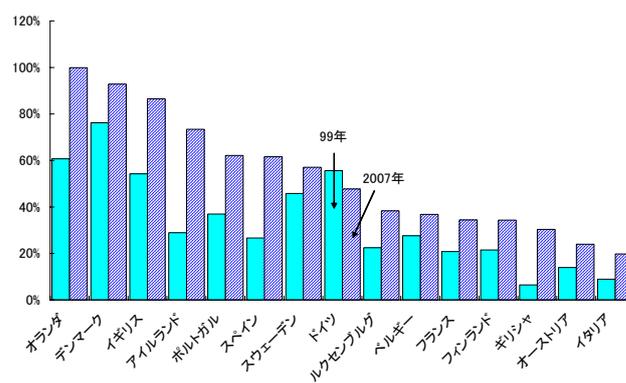
この間の住宅ローンの伸びや水準にもかなりの幅がある。住宅ローン残高の対GDP比を99年と2007年とで比較すると、ドイツを除く15カ国で上昇しており、中でも上昇幅が大きいのがアイルランド（46.4%ポイント）、オランダ（39.3%ポイント）、スペイン（34.9%ポイント）、イギリス（32.1%ポイント）、ポルトガル（25.2%ポイント）、ギリシャ（22.9%ポイント）などである。フランスやベルギーは住宅価格の上昇が目立ったものの、住宅ローンの対GDP比の変化は10%ポイント程度に抑えられており、絶対水準もフランスが34.9%、ベルギーが36.8%と低い。15カ国で最も高いオランダの100%に対して、最も低いイタリアは19.8%である（図表4）。

図表3 1999年～2007年の住宅価格変化率



(資料)ECB、EMF “Hyostat 2007”

図表4 住宅ローン残高の対GDP比



(注) 99年のデータが入手不可能なフィンランドは2001年、オーストリアは2002年との比較

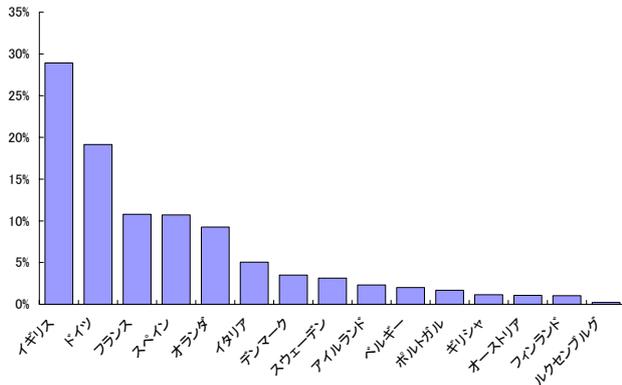
(資料) EMF “Hyostat 2007”

イギリスは、EU15カ国の中で住宅ローン市場の規模という点では頭一つ抜きん出ているが（図表5）、住宅着工は土地面積や建築規制によってブーム期にも抑制されていた。他方、スペインでは住宅ブームが建設ブームを伴っていたため、住宅建設では経済規模や人口で勝るドイツ、フラン

ス、イギリスを大きく引き離す欧州最大の市場という状態が続いていた（図表6）。

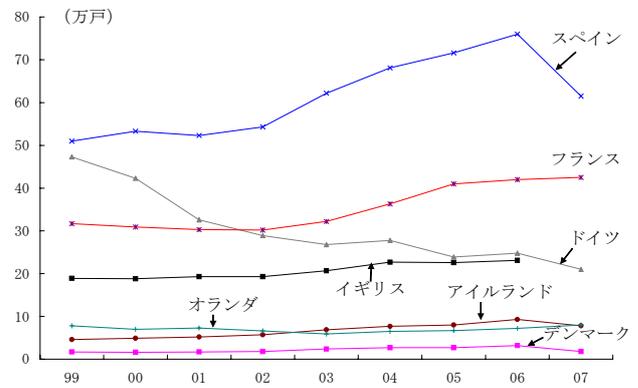
欧州における住宅バブル崩壊による金融システムへの影響という点では、市場規模の大きいイギリスとスペインの動向が特に注視されよう。

図表5 EU15カ国の住宅ローン市場の国別シェア（2007年）



（資料）“Hypostat 2007”

図表6 住宅着工・完工件数



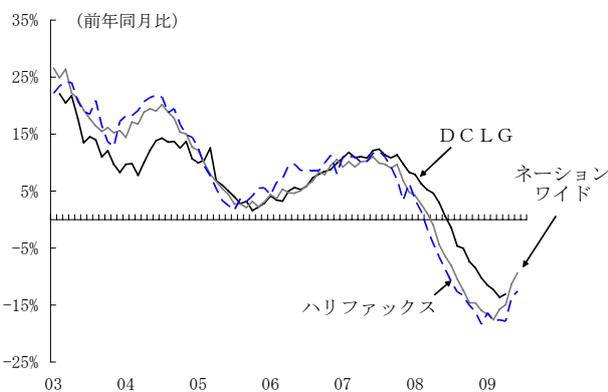
（注）スペイン、フランス、イギリス、デンマークは着工件数、ドイツ、アイルランド、オランダは完工件数

（資料）EMF “Hypostat 2007”

（底入れの兆しも見られるイギリス）

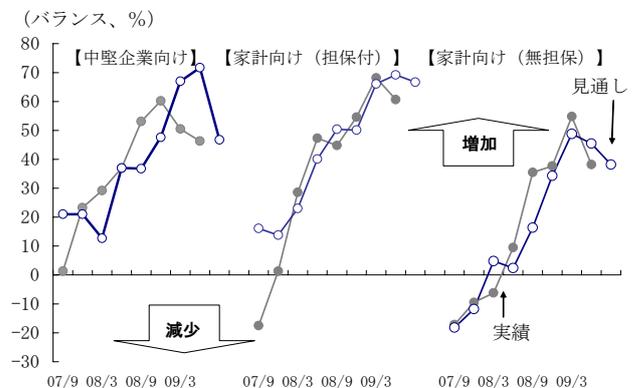
イギリスの住宅市場における価格調整は、2008年10～12月期に下落に転じ、下落幅が拡大しつつあるスペインなど欧州大陸の国に先行して進展している。ハリファックス、ネーションワイドという2つの主要な住宅価格指数は5月に2007年半ばからの価格調整開始以降初めて揃って前月比でプラスに転じ、6月はネーションワイドの回復が続く一方、ハリファックスは前月比では反落したが、前年比での下落幅の縮小は続いた（図表7）。

図表7 イギリスの住宅価格指数の推移



（資料）DCLG、ハリファックス、ネーションワイド

図表8 イギリスの金融機関による延滞率の現状判断と見通し



（資料）BOE, “Credit Condition Survey”

イギリスの住宅市場の調整が、欧州大陸諸国との比較では短い期間に終了する可能性はある。1つの理由は政策面での自由度の高さである。ユーロ導入を見送っていることや、国としての信用力がなお高いことを背景に、リーマン・ショック後、欧州で最も大胆に、速いタイミングで政策対応を講じることができた。イングランド銀行（BOE）の現在の政策金利は0.5%で欧州中央銀行（ECB）の1%を下回る。3月にスタートした中長期国債や社債・CPなどの買い取りを行なう量的緩和は総額1500億ポンドと2008年のGDPのおよそ1割に相当する大規模なもので、これまでに1120億ポンドの買い取りを済ませている。これに対し、ECBの資産買い取りは、対象を金融機関が発行する担保付き債券であるカバード・ボンドに絞り、総額で600億ユーロ、GDP比0.7%と規模も小さく、7月8日の段階でまだ実施されていない。

不良資産対策でも、イギリスは3月末までにRBSとロイズとの間で損失補償型の対策をまとめ、その見返りとして、両行に住宅ローンなど融資の拡大を約束させている。バットバンクの設立に動きだしたアイルランドやドイツ、追加策を検討中のスペインに先行している。

2つめの理由は、住宅着工件数の推移で確認したとおり、イギリスではブーム期でも供給が制限されてきたため、住宅市場の供給過剰がほとんどないことだ。住宅ローン金利の低下、金融システム安定化策の進展によるローンのアベイラビリティ改善、価格調整による割高感の解消という材料が揃えば住宅市場は反転しやすい構造なのである。

但し、現段階では、イギリスでも急ピッチの下落に歯止めが掛かった段階に過ぎず、順調な回復を阻む要因も多い。また、住宅価格の割高さやホームエクイティー・ローンの普及などを背景に家計の負債の可処分所得に対する割合は183.3%と主要国で突出して高い。イギリスでは米国と同じく、当面は家計のバランスシートのリストラ、過剰消費の是正の局面となる見通しだ。

住宅ローン関連の不良債権も増加が見込まれる。直近のBOEの「信用状況サーベイ（"Credit Condition Survey"、7月2日公表）」でも、融資条件の厳格化など住宅市場へのネガティブな圧力の緩和が見られる一方、住宅ローンの不良債権比率は増加を見込む割合が高まっている（図表8）。

6月に公表されたBOEの「金融安定報告書（"Financial Stability"）」では、「2008年の1～3月期に0.5%であった住宅ローンの延滞率（6カ月以上の返済遅延）は2009年には1.3%に上昇しているが、20011年末には3%目前という90年代の景気後退期のピーク（3.5%）に迫る」という厳しい試算結果が示されている<sup>(注)</sup>。

(注) 返済遅延のすべてが債務不履行となる訳ではなく、90年代も住宅ローンの償却率は0.3%であった。今回は、2008年10月に打ち出した職を失った住宅所有者への支援策などの政策によってその比率は抑えられるとしている。

### （一層の調整が予想されるスペイン）

スペインでは、金利リセット型のサブプライム・ローンのような新種のローンの普及が抑えられたことや、住宅ローンが返済責任を不動産担保の範囲に限定するノンリコース型でないため、借り手、貸し手ともにより慎重な行動をとってきたことなど、住宅ローンの商品構成自体の問題は小さいと考えられてきた。ユーロ導入後の金利低下、特に2004年～2006年には住宅ローン金利からインフレ率を差し引いた実質金利がマイナスという状態にあったことや、雇用所得環境が大きく改善したこと、移民の流入が続いたことなどが住宅ブームを後押ししたと考えられる。

金融機関の不良債権比率は、2008年以降、かつてないスピードで急上昇してきたが、なお歯止

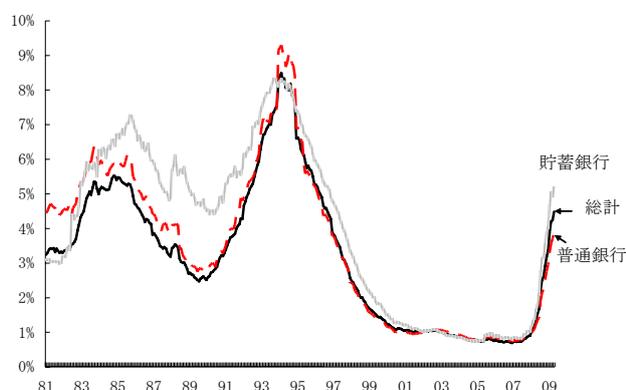
めがかかる気配は見え、90年代初頭のバブル崩壊期を上回るという見方が強い（図表9）。最大の原因は住宅の過剰ストックにある。住宅庁の調べによれば2008年末時点でストックが61.4万戸、建設中の物件が62.7万戸あった。住宅販売は足もとでは前年同月比5割減と冷え込んでおり、ストック調整には少なくとも3年を要すると見られる惨状にある。スペインの雇用情勢は、失業率の20%台乗せも視野に入るほど悪化している。住宅ローンや建設業、大量の在庫を抱える不動産業向けの不良債権増大は避けられないだろう。

### （懸念されるスペインの貯蓄銀行の不良債権問題）

スペインの銀行には、好況期に貸倒引当金を余分に積む引当金制度（ダイナミック・プロビジョニング）のバッファーがある。BBVA、サンタンデールの2大銀行に代表される大手行の場合、欧州の大手金融機関の中では最も収益が底堅く、資本不足に陥る懸念は強くないと考えられている。銀行の海外展開の中心がスペイン語圏の中南米であるため、中東欧のリスクとは切り離されていることも現在の局面では好材料だ。

その一方、一部の貯蓄銀行の経営状況への不安は根強い。スペインの貸出市場では以前から普通銀行と貯蓄銀行で貸出の9割を占める構造であったが、2004年には普通銀行を上回るようになっている（図表10）。カバード・ボンド（不動産や公共部門向け融資を裏づけとする債券）などを通じて資金調達を拡大、国内における不動産関連融資に積極的に取り組んできただけに住宅バブル崩壊による打撃は大きいと見られている。

図表9 スペイン不良債権比率

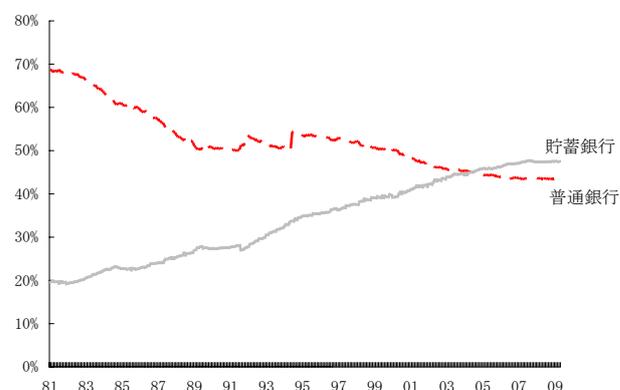


（注）総計には信用組合、特別金融機関を含む

不良債権比率 = 3カ月以上の返済遅延額 / 貸出額

（資料）スペイン中央銀行

図表10 貸出に占めるシェア



（資料）スペイン中央銀行

### （スペインにとってのユーロ導入のコストとベネフィット）

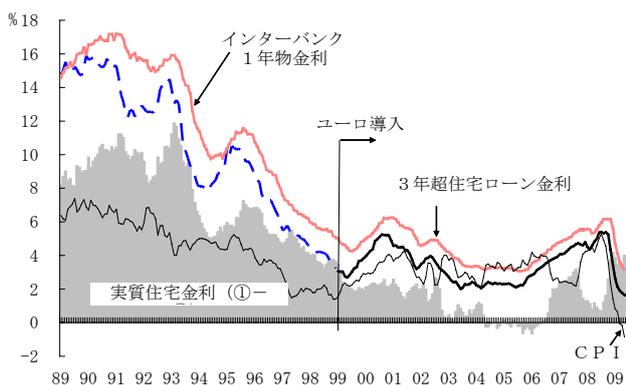
長期にわたる高成長を維持してきたスペインは、ユーロ導入の恩恵を最も受けてきたとされるが、住宅バブル崩壊による深刻な景気後退局面に陥っている今、一見するとユーロ導入のコストに苦しんでいるようにも見える。90年代の不況期には、自国通貨ペセタの大幅な切り下げで対外的な競争力を回復し、景気の回復を図ることができたが、ユーロ参加国となった現在ではユーロ圏内では

為替相場の変動はなくなった。スペインにとって、ユーロ圏全体を睨んだE C Bの対応は緩やか過ぎるという評価もできよう。

他方、スペインは、現段階でも、ユーロ導入のベネフィットを受けているという見方もあり、欧州ではこちらの見方が優勢だ。90年代の不況期は、通貨減価とインフレのスパイラルを断ち切るために利下げの余地が限られたが、ユーロ参加国となった現在では為替の変動のリスクなしに、E C Bによる大幅な利下げに加えて、非標準的手段によるサポートも受けられる。スペインの住宅ローンは、かつての高インフレ期の名残もあって、変動金利が9割を占める。住宅金利調整のインデックスは1年物のインターバンク金利（EURIBOR）であり、E C Bの利下げに連れて、住宅ローン金利も低下している（図表 11）。E C Bが非標準的な政策として6月に実施した1年物のオペ金利の水準による無制限の資金供給の実施はスペインの住宅金利の低下に資する対策だ。

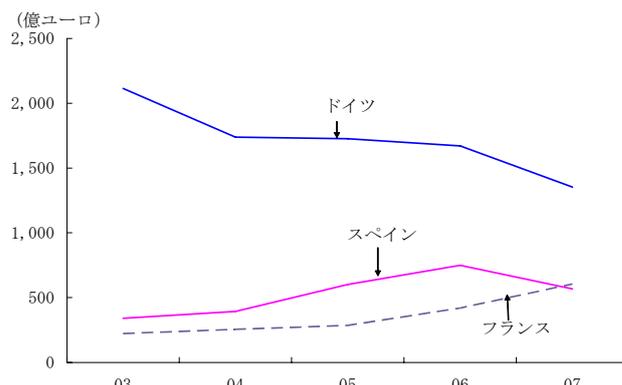
もう1つのE C Bの新たな政策である600億ユーロのカバード・ボンドの買い入れからも、スペインは、不動産担保のカバード・ボンドを中心に、ドイツに次ぎ、フランスと並ぶほど発行を増やしてきた（図表 12）だけに、相対的に大きな恩恵を受けると見ることができる。

図表 11 スペインのインターバンク金利と住宅ローン金利



(資料)スペイン中央銀行

図表 12 独、仏、西のカバード・ボンド新規発行額



(資料) ECBC, “European Covered Bond Fact Book 2008”

### (ユーロの将来性を占う試金石としても注目されるスペインの動向)

欧州の金融危機の広がり、ユーロやE Uの不完全さを浮き彫りにしたが、欧州域内ではユーロがなければ危機はより深刻なものとなったという見方は定着している。中東欧などユーロ未導入のE U加盟国は、金融危機によって単一市場内での為替リスクを痛感することになり、ユーロの早期導入の機運が高まっている。

スペインが、E C Bによる金融政策共通ルールの下での財政運営という縛りの中で、金融不安の早期收拾と持続的な成長軌道への回帰を実現できるのか、欧州域内の金融の正常化ばかりでなく、ユーロの将来性を占う試金石として注目されよう。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。