

サブプライム問題の影響大きい米住宅投資

要旨

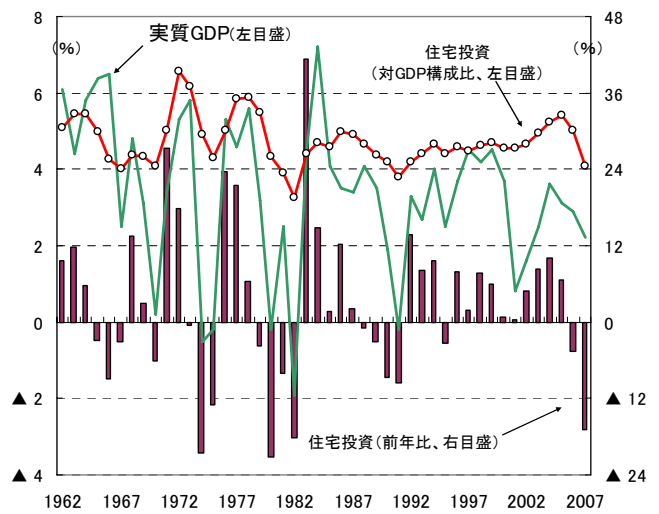
1. 米国の住宅不況は、2006 年後半には減速方向への動きを強め、米国景気への最大のリスクとして警戒され始めたが、2007 年に入るとサブプライム問題が住宅市場の悪化を一層加速、現下の景気にも深刻なダメージを与えている。
2. サブプライムローンは信用度の低い人向けの住宅ローンを指し、2004～2006 年の 3 年間に多く利用された。特に、借り入れの 2 年後に金利が跳ね上がるリセット型が多用されたため、2008 年中はリセットに伴う延滞増が見込まれる。このため、ブッシュ政権では 5 年間の金利リセット凍結等の借り手救済策を打ち出した。
3. 一方、サブプライム問題は、当該ローンの借り手と貸し手（住宅ローン会社）の問題からサブプライムローン証券等の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とした巨額の損失が金融・信用市場全体の大きな問題となっているが、こちらの方は、FRB の資金供給や金融緩和策を除けば、政府の対策は取られていない。
4. 現下では、サブプライム問題の影響を受けた住宅不況の深刻化が、経済の他部門へと波及、既に、1 月雇用者数が減少に転じるなど、リセッションの兆候が生じている。また、サブプライム問題が長引くと、住宅価格下落等からの影響も重なり景気の一層の下ぶれを招きかねない。半面、サブプライム問題の早期収束を図り、住宅価格下落等を軽減できるのであれば、その分、リセッションも浅く、住宅投資の回復も早まるものと思われる。

1、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は、2006 年 1 Q から 8 四半期連続のマイナス、住宅投資の対 GDP 構成比は 2 年前の 5.5% から 3.7% へと縮小した。

過去、住宅投資の調整末期には、GDP シェアは 4% 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。特に、住宅投資のマイナスが続いた終盤では、消費への悪影響が強まりリセッションに繋が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



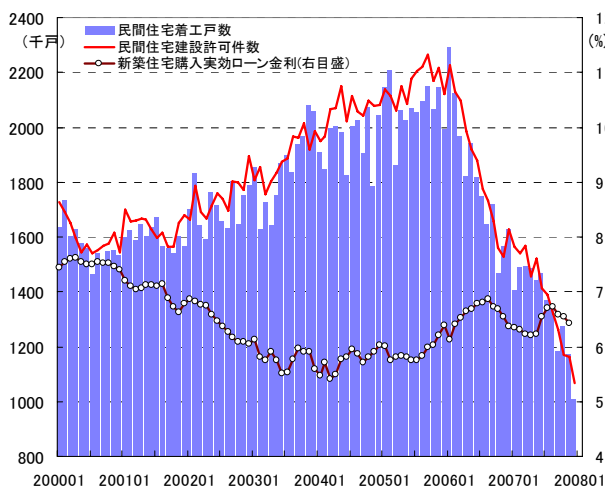
(資料) 米商務省、実質ベース、年別

2、急速に悪化する住宅関連指標

(1) 新規住宅着工は急減少

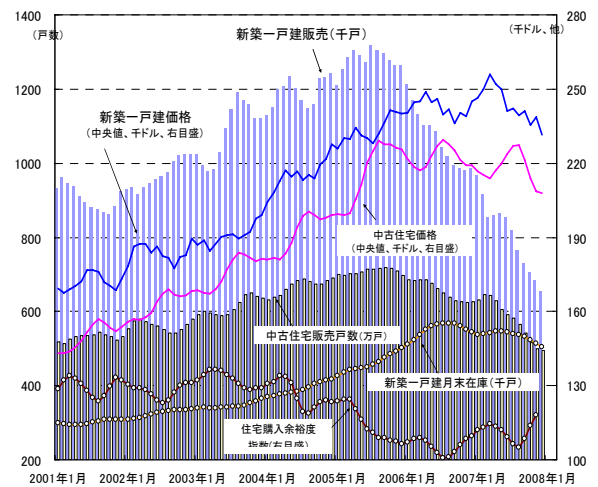
新規住宅着工件数は急減少が続き、昨年 12 月は年率 100.6 万戸（前年比▲38.2%）へと下落し、91 年以来の低水準となった。今次住宅ブーム開始時の 2001 年の水準（150 万戸台）を大きく下回り、下ぶれの状況にある。先行指標とされる住宅着工許可件数も、12 月は年率 106.8 万戸（前年比▲34.4%）と低下、こちらも 93 年以来の低水準へと落ち込んでおり、当面、住宅市場の調整が続くと見られる。

図表－2 住宅着工の推移(月別)



(資料) 米商務省、NAR

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

(2)住宅販売は大幅減少

住宅販売の不振も深刻だ。新築一戸建住宅販売は大きく減少し、昨年 12 月は年率 60.4 万戸（前年比▲40.7%）となり、95 年 2 月以来、約 13 年ぶりの低水準に落ち込んだ。

12 月中古住宅販売戸数も年率 489 万戸と現行ベースの統計を開始した 99 年以来の最低水準を更新した。また、中古住宅販売価格（中央値）は、20.84 万ドル（前年比▲6.0%）となった。懸念されるのは、在庫が販売戸数比で 9.6 ヶ月分と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 ヶ月分と現在の半分以下だった。

3、サブプライム問題の影響

サブプライム問題は、当初、ローンの借り手と貸し手（住宅ローン会社）の問題とされていたが、その後、サブプライムローン証券等保有者の損失拡大へと進展、今や金融・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、住宅価格上昇の影響を受け、2004 年以降急増したが、その際、30 年ローンの変動金利もので当初の金利を低めに設定し、2 年後に金利が跳ね上がるといった金利リセット型が大半を占めるようになった。その場合、当初の金利が低い半面、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できなければ焦げ付く可能性が極めて高く、延滞率は 16.31% (07/3Q) へと上昇している。また、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等の損失拡大が大きな問題となっている。

サブプライム関連の全体の損失額については、バーナンキ FRB 議長が昨年 7 月の議会証言で 500～1000 億ドルの損失としていたが、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。

なお、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（主に債券等を保証し「モノライン」と呼ばれる）の格下げを検討している。格下げが実行された場合、その影響は保証会社の保証している証券全般に及ぶため、証券評価損が拡大し、全体の損失額はさらに膨れる可能性がある。

図表－4 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合計(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) インサイト・モーゲージ、MBA、FRB 等

図表－5 最近のサブプライム関連主要事項

07/2月	・サブプライムローン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	・サブプライムローン中堅のニューセンチュリーファイナンシャルNYSE上場廃止(4月破産法申請)
4月	・デロイト・トウ・パシフィック・キャピタル・マネジメンツ(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	・パナソニック(傘下のファンドの運用凍結で信用不安が欧州にも飛び火)で、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ントリーワイド・バンクオブアメリカが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(スパーファンド)の設立を発表。 ・リルンチのオニールCEO退任。 ・FF目標金利、公定歩合を0.25%利下げ。
11月	・シティグループのアリスCEO解任。アブダビ投資庁が出資(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、モルガンスタンレー、リルンチがカントリーファンドの出資を受け入れ。 ・スパーファンドの設立を断念。
08/1月	・住宅ローン最大手のカントリーワイドをバンクオブアメリカが買収。 ・10-12月期の決算で、シティグループ、リル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は緊急の大幅利下げ(0.75%)に加え、月末に引きさらに0.5%の利下げを実施。

(3) 急がれるサブプライム問題への対策

前記のように、サブプライム問題は、大きく延滞・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等の損失拡大の問題に分けられるため、対策もそれに対応したものとなる。

① 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き、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、半面、資金退避先となったTBillの金利は急低下した。FRBでは信用不安の解消に向け、積極的な資金供給を行うとともに、年明け後も緊急利下げを含む大幅な利下げの実施に踏み切っている。

② 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ながら、この案は救済対象者が少なく、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年間凍結し、連邦住宅局(FHA)ローン・保証への借り換え促進策を拡大するなど、より具体的な対策を示した。なお、年明け後1月18日には約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。

③ 難航する民間機関の対策

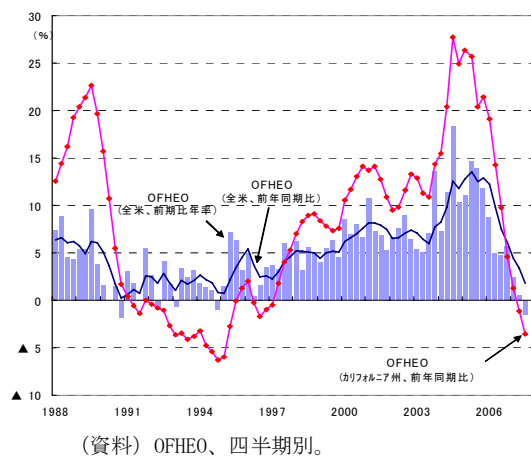
今の所、政府の対策は、借り手救済と景気対策に限定され、サブプライムローン証券の保有者等への対策については見送られている。サブプライム関連損失において特に注目されるのは投資運用会社（SIV）である。SIVは、大手金融機関の傘下でありながら非連結会社とされ、どの程度のサブプライム損失を抱えているかは不明であり、市場の疑心暗鬼の原因ともなっている。このため、SIVよりサブプライム証券等を買取る機関の設立構想が練られたが、参加する金融機関等の不足により頓挫した形である。

4、住宅価格の動向

サブプライム問題による住宅市場の一段の冷え込みで、住宅価格の下ぶれが懸念されている。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%）と約 13 年ぶりのマイナスとなったが、前年比では、なお 1.8% の上昇を見せた。

今回は住宅市場の調整をサブプライム問題が加速させた。信用不安の高まりで、住宅購入希望者で住宅ローンが組めない人が急増している状況が報告（連銀のページブック等）されるなど、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、OFHEO 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なっている。

図表-6 OFHEO 住宅価格指数の推移(%)



5、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。住宅関連消費の縮小に加え、住宅価格上昇の停止でこれまで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り入れ）が利用できず、さらに、住宅価格低下局面では、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からである。また、景気の減速による雇用減等は、個人所得を引下げ個人消費に深刻な影響を及ぼすこととなる。

(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、これまでは、雇用増が雇用所得の伸びを維持し、これが消費や景気を支えていた。

しかし、1月の雇用統計では、非農業事業部門の雇用者増が約4年半ぶりにマイナスを記録した。製造業雇用については、前回不況時以降も調整を続け、また輸出が堅調であるため、前回ほどの大幅な減少とはならないと

思われるが、1月ISM非製造業指数の急落が示したように、サービス業も不振な状況にあり、リセッション入りの可能性は一段と強まっている。

FRBは、昨年9月からの利下げを今後も続けると見られ、ブッシュ大統領も景気下ぶれリスクの高まりからGDPの1%規模(約1450億ドル)に相当する景気刺激策を発表した。タックスリファンドが迅速に行われるのであれば、一定の効果は期待できよう。

(おわりに)

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、損失規模の状況が確認され、金融緩和策等の効果も期待され、サブプライムローンの延滞発生も年内には落ち着きを見せると思われる。

半面、この問題が長引くと、雇用鈍化や住宅価格下落等からの影響も重なり景気の下ぶれリスクを高めよう。さらに、一層の住宅価格下落や株価の急落の引き金を引くことにもなりかねず、サブプライム問題の早期収束が、リセッション緩和への鍵となろう。

1月に発表されたブッシュ大統領の景気対策では、サブプライム対策を含まず市場の失望を招いたが、金融市場不安定の元凶であ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り、いずれ財務省が賛意を表しながら頓挫した、サブプライム証券買取構想の再浮上もあり得よう。

また、住宅不況は、今年で3年目を迎えており、今後の株価や住宅価格の大幅な調整が避けられるのであれば、その後は、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」による需要回復も期待できる。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。

(さらに詳しい内容にご興味をお持ちの場合は、ニッセイ基礎研究所ホームページ<<http://www.nli-research.co.jp>>より、「ニッセイ基礎研 Report」2008年3月号掲載の同題名のレポートをご参考下さい。)

図表-7 雇用者増減の推移

