



日本国際経済学会 第50回関西支部総会

米国の住宅ブームと サブプライムローン問題

三重大学人文学部 豊福裕二

本報告の課題

- サブプライムローンの融資実態

先行研究：低所得者層やマイノリティへの
集中傾向を指摘

→大半は90年代の融資実態の分析に基づく。
2003年以降の実態に関する実証研究は乏
しい。

- 本報告の課題：米国の住宅市場と住宅ローン市場の動向、及びサブプライムローンの融資実態とその地域的特徴の考察により、住宅ブームの過熱がサブプライムローンの拡大と収縮に与えた影響を検証する。



本報告の概要

1. サブプライムローンの特徴と展開
2. サブプライムローン拡大の背景
3. サブプライムローンの地域的特徴



1. サブプライムローンの
特徴と展開



○ 1) サブプライムローンの
定義と特徴

「サブプライム」とは

- 信用格付けでAに相当するプライム層に対し、それに含まれない人々ないし融資を表す。
- 広義には信用格付けでA-からDまで。
- 狭義にはA-をAlternative A（オルトA）あるいはニア・プライムとして区別し、B以下をサブプライムとする。

「サブプライム」とは

信用格付けを引き下げる要因

- 過去の信用履歴（支払遅延、個人破産の経験等）
- 所得証明の不備（low-documentation あるいは no-documentation）
- 担保に対する貸付比率（loan-to-value ratio : LTV）の高さ

サブプライムローンの特徴

- 必ずしも住宅ローンに限定されない
- 中心は住宅モーゲージ（抵当）ローン
- 新モーゲージ商品の普及
 - バルーンモーゲージ
 - 利子オンリーモーゲージ
 - ハイブリッド型変動金利モーゲージ

サブプライムローンの特徴

特徴別にみたサブプライムローンの割合の推移

(単位:%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
貸付比率(LTV)							
80%未満	68.5	64.4	59.5	55.9	57.1	56.8	64.1
80-90	24.6	28.8	29.5	31.2	29.2	26.3	22.4
90-100	5.1	5.4	8.3	11.0	11.9	15.7	13.1
100以上	1.2	1.1	1.5	1.9	1.8	1.2	0.4
所得証明							
完全	67.0	75.1	74.1	69.9	65.6	61.9	59.0
不完全または無し	33.0	24.9	25.9	30.1	34.4	38.1	41.0
商品種別							
固定金利	59.6	46.6	39.9	42.1	37.6	39.4	25.3
利子オンリー	0.0	0.1	0.3	0.3	1.7	5.7	19.6
変動金利	32.3	42.0	52.7	52.5	58.6	54.2	54.9
バルーン	8.0	11.3	7.0	5.1	2.1	0.8	0.1

注: 占有住宅を第一抵当とするサブプライム住宅ローンの融資総数に占める各特徴のローンの割合。

ただし、モービルホーム及び集合住宅向けローンを除く。

出所: Schloemer, E., Li, W., Ernst, K., and Keest, K.. [2006], p.46 より作成。



2) サブプライムローンの
起源と展開

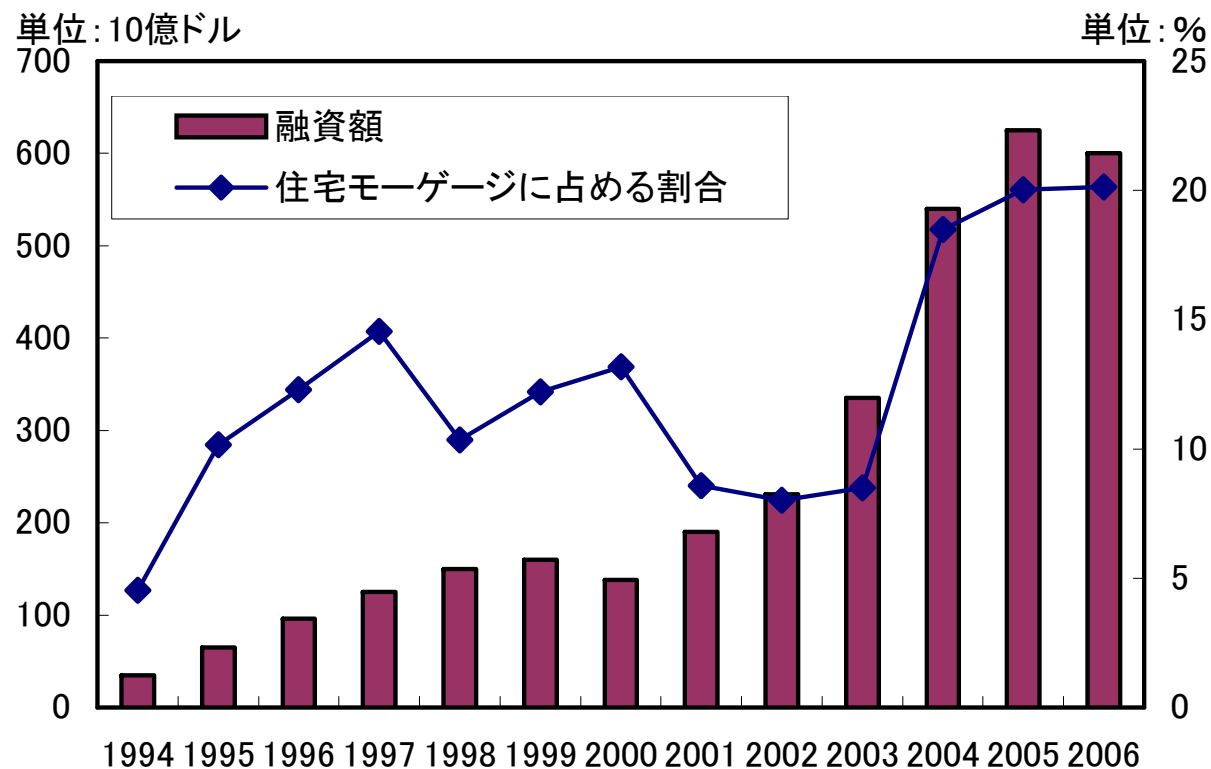
サブプライムローンの起源

80年代における金融市場の規制緩和

- 1980預金金融機関規制緩和・通貨管理法（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act : DIDMCA）
- 1982代替的モーゲージ取引均等法（Alternative Mortgage Transaction Parity Act : AMTPA）
- 1986税制改革法（Tax Reform Act of 1986）

サブプライムローンの展開

サブプライムローンの融資(組成)額の推移



出所: Inside Mortgage Finance, *Mortgage Market Statistical Annual* 各年版.

サブプライムローンの展開

- 自動車ローンから住宅ローンへ
- ホームエクイティ・ローン（Home Equity Loan）から現金付加的借り換え（cash-out refinance）へ
 - 背景に歴史的低金利と税制改正
- 既存債務の借り換え目的から新規購入目的へ



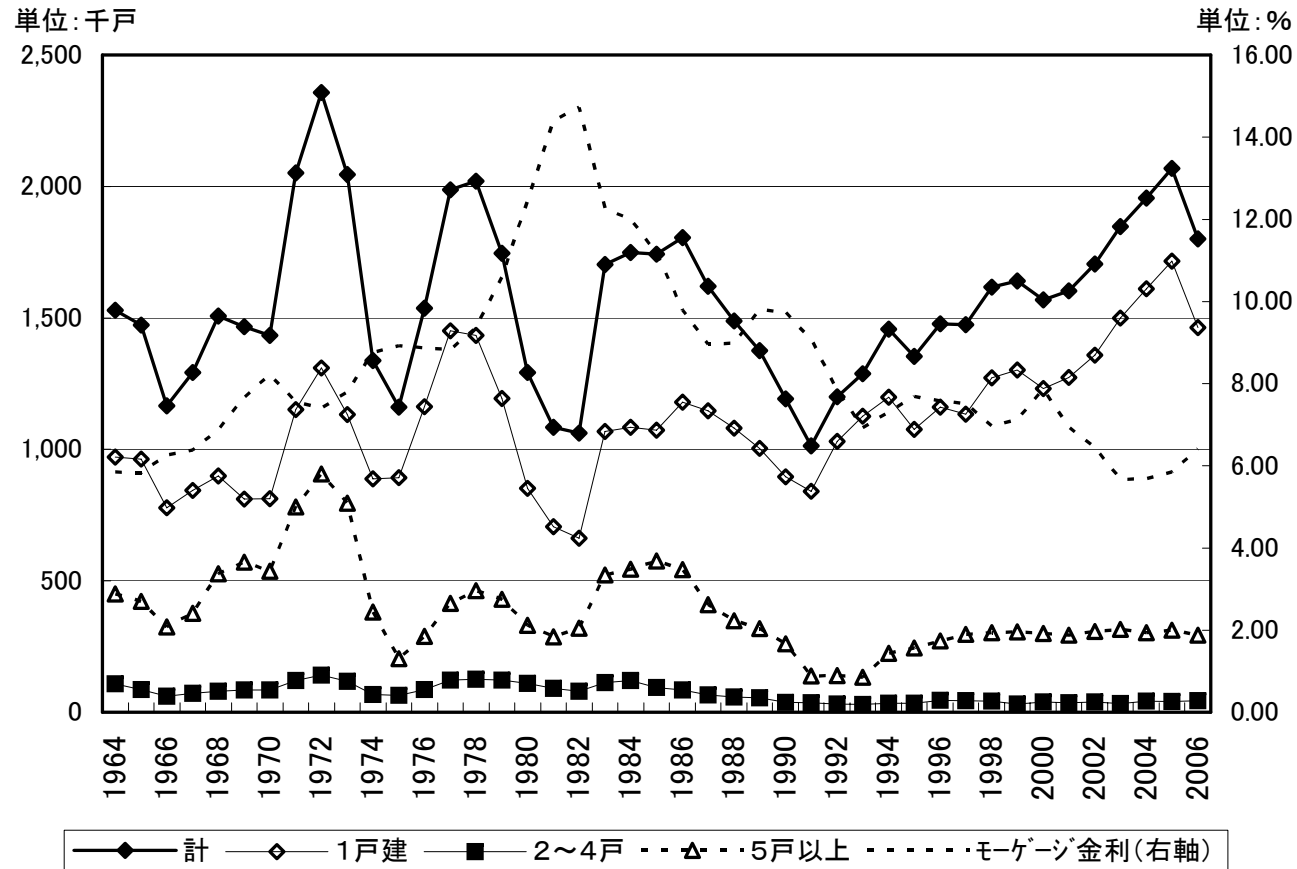
2. サブプライムローン拡大の背景



1) 住宅ブームと住宅価格
の高騰

90年代以降の持続的住宅ブーム

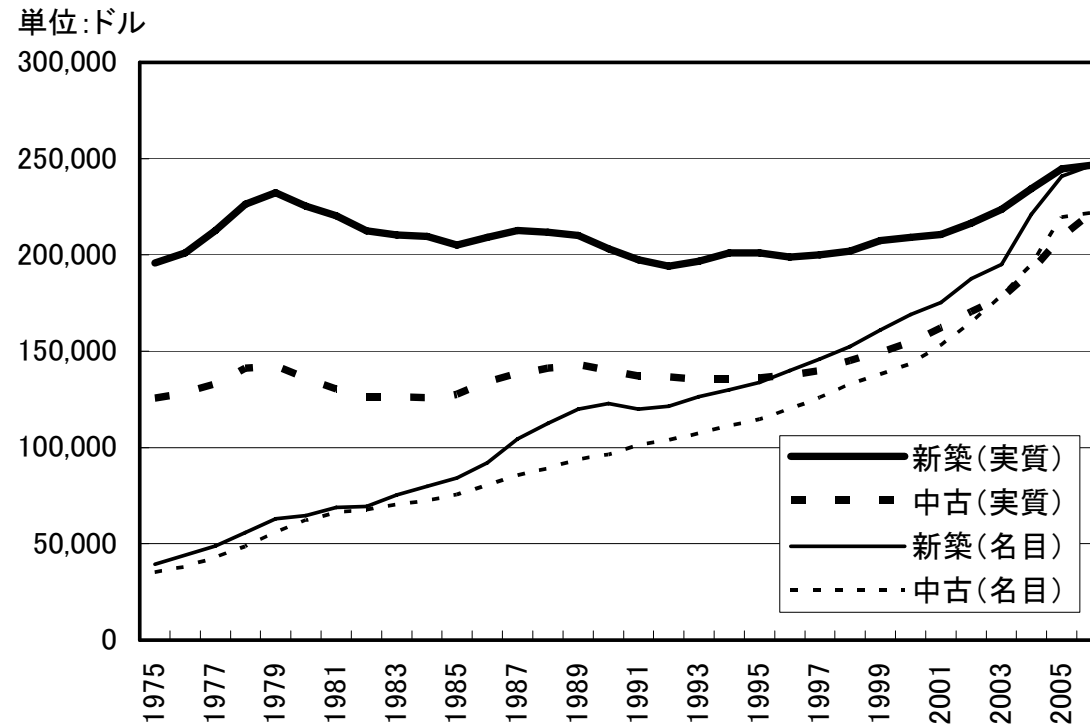
新規民間住宅着工戸数の推移



出所: 住宅着工戸数については, Bureau of Census, *Housing Starts*, (<http://www.census.gov/const/startsan.pdf>)
 モーゲージ金利は長期固定金利の推移. Federal Housing Finance Board, *Monthly Interest Rate Survey*.

物価上昇率を上回る 住宅価格の高騰

住宅価格の中央値の推移(名目及び実質)



注:実質価格は2006年ドルを基準にデフレートしたもの。

出所:名目はHUD, *U.S.Housing Market Conditions 2007*, 実質はJoint Center for Housing Studies, *State of the Nations 2007*.

サブプライムローン需要の拡大

- 住宅の資産価値の上昇
住宅の純資産価値（エクイティ）を活用した借り換えの拡大
- 代替的（新）モーゲージ商品の普及
富裕層・投資家層向けの商品から低負担（affordable）商品へ
- 住宅価格の高騰による貸付比率（LTV）の上昇
- 土地神話ならぬ住宅神話



2) 住宅金融の証券化の進展と融資システムの変化

住宅金融の証券化の展開

- 米国における住宅モーゲージの証券化の起源は1960年代末
- 証券化の主体は政府関連企業体
(Government Sponsored Enterprises : GSE)
 - 連邦抵当金庫 (FNMA)
 - 連邦住宅金融抵当金庫 (FHLMC)
 - 証券の元利払いを保証
(暗黙の政府による信用保証)

住宅金融の証券化の展開

住宅モーゲージ残高の保有主体別シェアの推移

	1970	1980	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
住宅モーゲージ残高 (10億ドル)	292	958	2,615	3,451	5,075	5,571	6,244	7,024	8,016	9,149
<保有シェア(%)>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
家計部門	7.2	5.1	4.9	2.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
非金融企業部門	0.0	1.6	1.3	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
非農業非企業部門	0.0	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
政府部門	2.8	4.0	3.8	2.5	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
商業銀行	14.5	16.6	16.5	18.7	19.0	18.4	19.6	19.2	19.6	19.4
貯蓄金融機関	56.2	50.0	23.0	14.0	11.7	11.1	10.1	10.0	10.9	10.4
信用組合	0.3	0.5	1.9	1.9	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7
生命保険会社	9.2	1.9	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間年金基金	0.6	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
州及び地方政府退職基金	1.0	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府関連企業体(GSE)	5.3	6.0	4.4	5.9	4.0	4.0	4.3	5.2	4.5	3.9
GSEモーゲージプール	0.9	11.2	37.9	44.7	47.8	49.3	49.1	47.9	42.6	38.8
資産担保証券発行体	0.0	0.0	2.1	5.6	7.4	7.8	7.8	8.6	12.5	17.4
証券化比率	0.9	11.2	40.0	50.3	55.2	57.1	56.9	56.6	55.1	56.2
金融会社及びモーゲージ会社	2.0	2.3	3.1	1.9	3.0	2.5	2.5	2.5	2.6	2.8
不動産投資信託	0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	1.3	1.6

注: 1~4世帯向け住宅モーゲージ負債の残高。

出所: U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the U.S. 2007*.

サブプライムローンの証券化

サブプライムローンの証券化比率：80.5%（2006年）

しかし、サブプライムローンの大半はGSEの
買い取り基準を満たさない

→民間の発行体による証券化

→信用補完の必要性

- ①民間の信用保証会社（モノライン）による
信用保証
- ②仕組み金融（優先劣後構造）による信用補
完

サブプライムローンの証券化の手 法：仕組み金融（優先劣後構造）


優先劣後構造による証券化のモデル

証券発行時		担保とする債権に20ドルの損失が発生	
資産(融資)	負債(債券)+純資産	資産(融資)	負債(債券)+純資産
100ドル モーゲージ	65ドル 優先債	80ドル モーゲージ	65ドル 優先債
	10ドル メザニン債1		10ドル メザニン債1
	10ドル メザニン債2		5ドル メザニン債2
	5ドル 劣後債		0ドル 劣後債
	10ドル 純資産(超過担保)		0ドル 純資産(超過担保)

出所:U.S.Senate[2007], p.110 より作成.

融資システムの変化

- 自動審査システムの普及
過去の融資データの統計的分析に基づき、所得や信用履歴等から信用度点数（credit scoring）を算出
- ブローカー・代理店経由の融資の拡大
↓
略奪的貸付（predatory lending）の横行



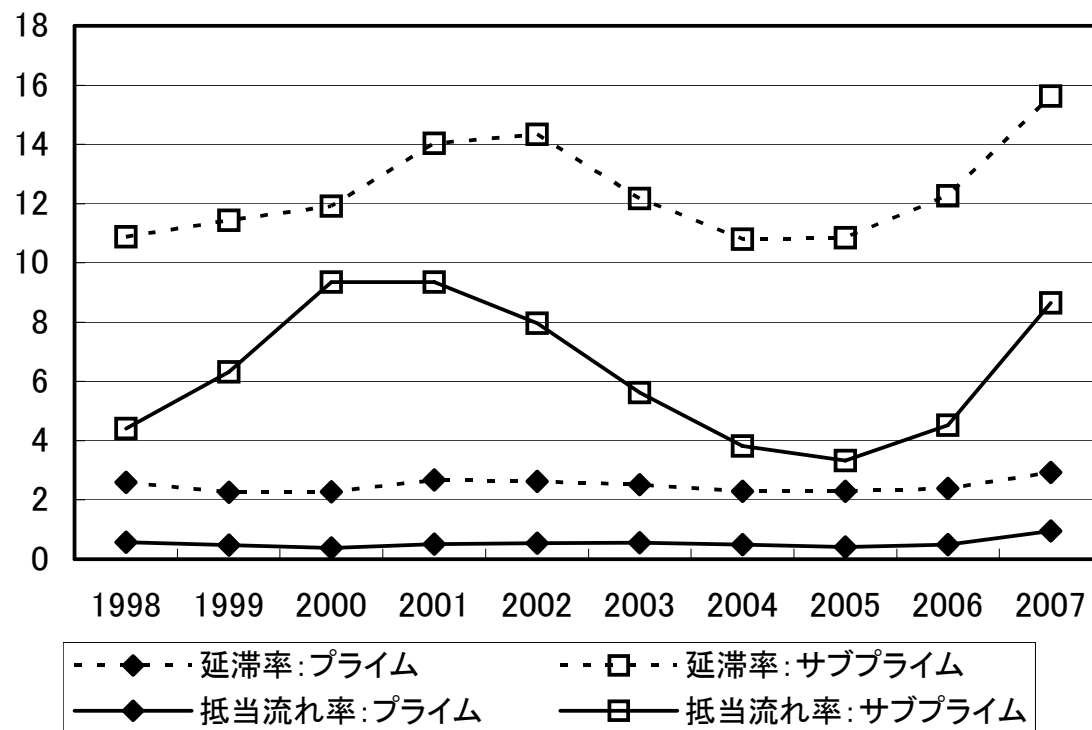
3. サブプライムローンの 地域的特徴



○ 1) サブプライムローンの
破綻とその地域的特徴

全国的な債務不履行率の推移

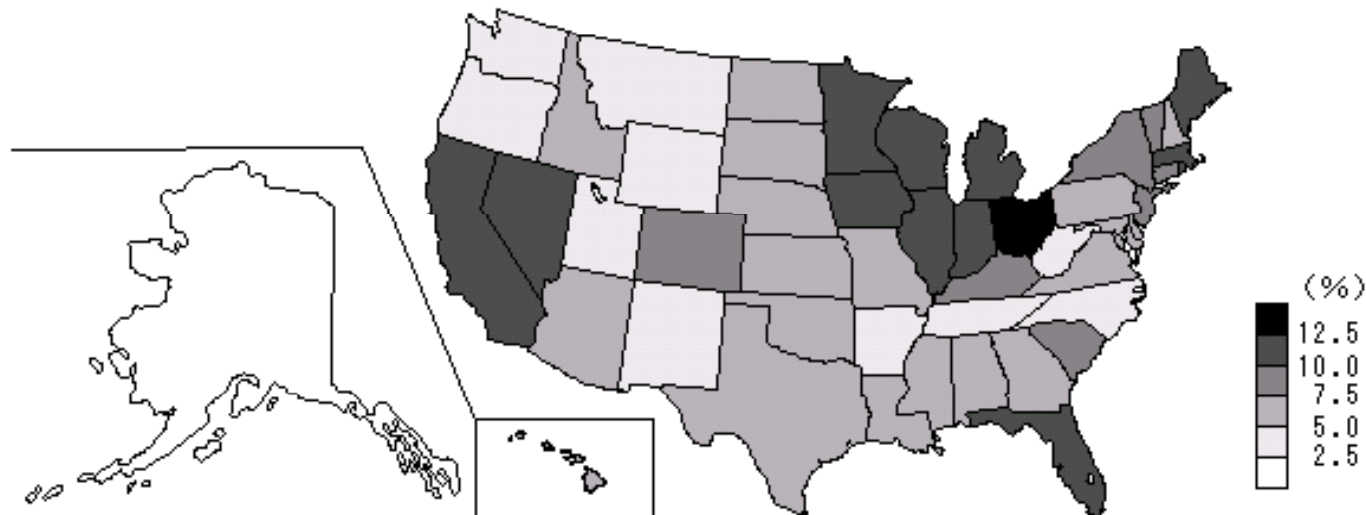
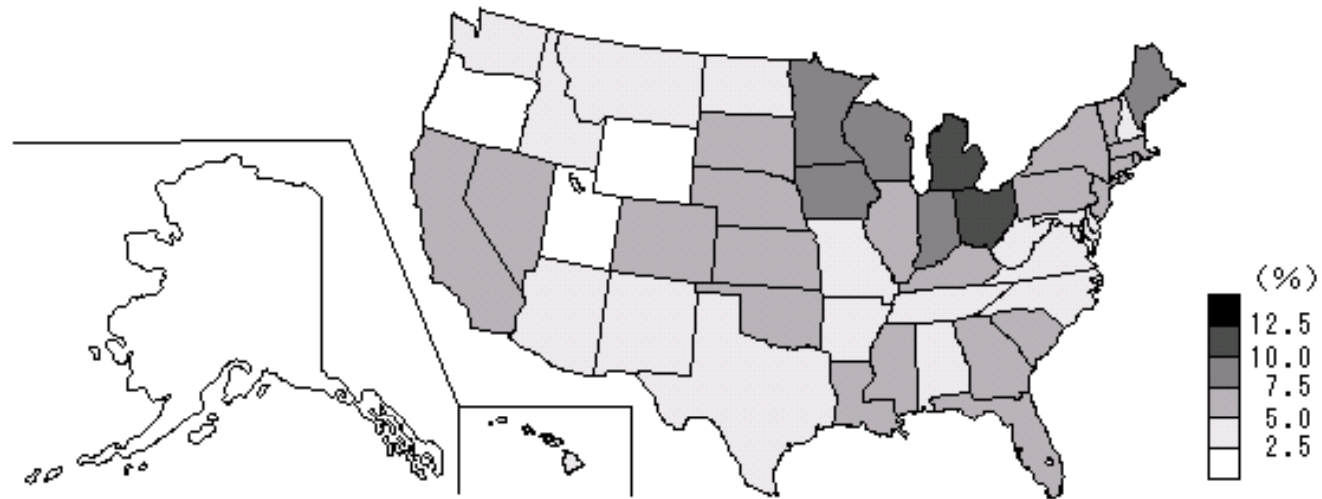
住宅モーゲージの債務不履行率の推移



出所: Bureau of Census, *Statistical Abstract of the U.S.*

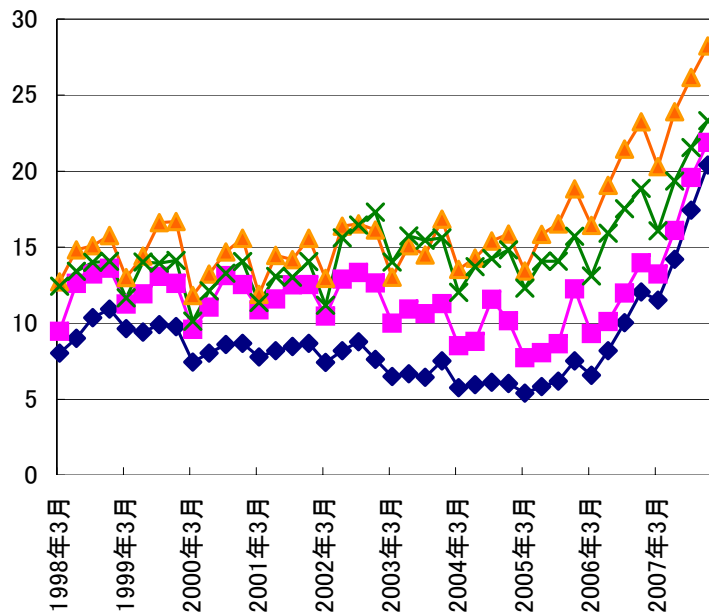
原資料: Mortgage Bankers Association.

州別の抵当流れ率の推移（上：2007年6月末／ 下：2007年12月末）



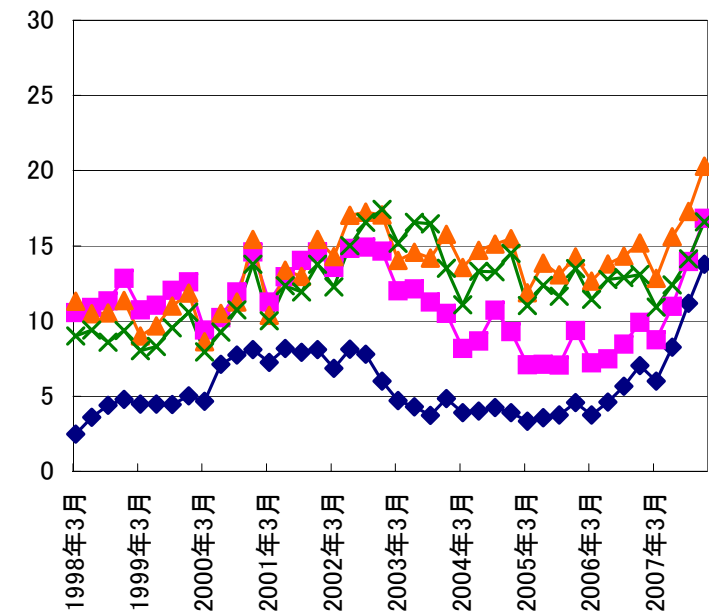
典型州における延滞率の推移

サブプライムARMの延滞率の推移



◆ カリフォルニア ■ フロリダ ▲ ミシガン × オハイオ

サブプライムFRMの延滞率の推移

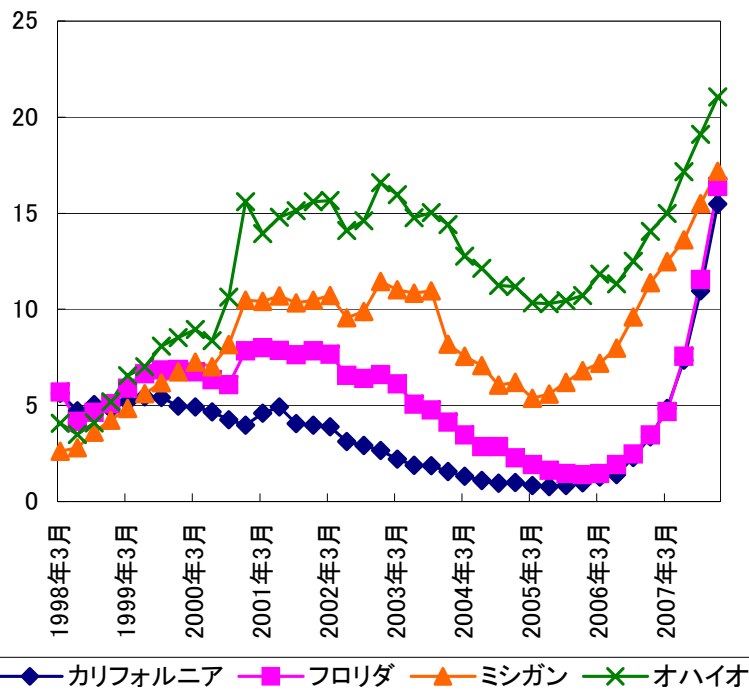


◆ カリフォルニア ■ フロリダ ▲ ミシガン × オハイオ

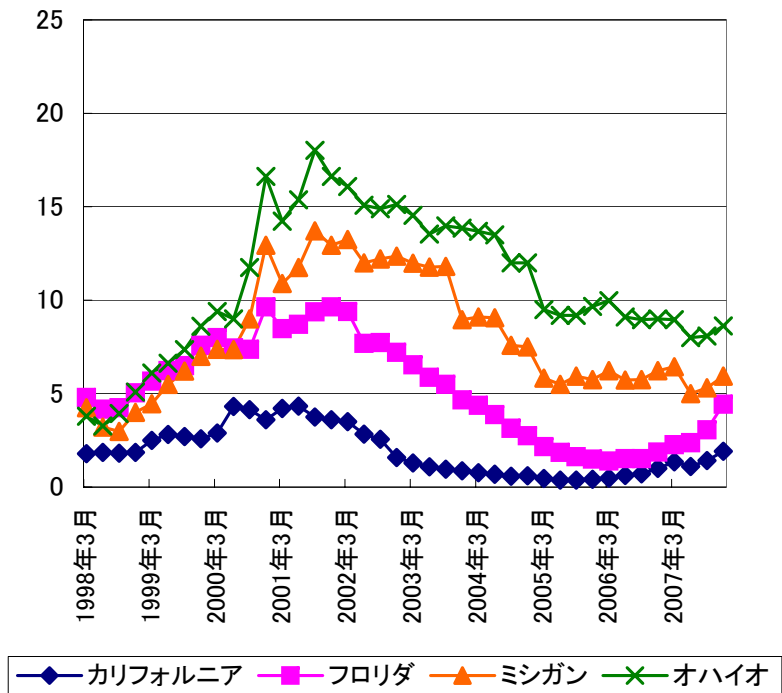
出所: Mortgage Bankers Association, *National Delinquency Survey Historical Report* より作成.

典型州における抵当流れ率の推移

サブプライムARMの抵当流れ率の推移



サブプライムFRMの抵当流れ率の推移



出所: Mortgage Bankers Association, *National Delinquency Survey Historical Report* より作成.

住宅ブームの終焉とサブプライムローンの破綻

- **住宅ブームの終焉**

2004年6月：公定歩合の引き上げ

2006年～：モーゲージ金利の上昇

→住宅販売の減少と過剰在庫の顕在化

→住宅価格の下落

- **サブプライムローンの破綻**

金利上昇による返済額の増加

担保価値の下落による借り換えの困難



2) サブプライムローンの
借り手の地域的特徴

HMDAデータとサブプライムローン

- 1975住宅モーゲージ情報開示法
(Home Mortgage Disclosure Act :
HMDA)

金融機関に対し、融資案件ごとの借り手の属性と融資拒否の案件については拒否理由等の開示を義務づけ。

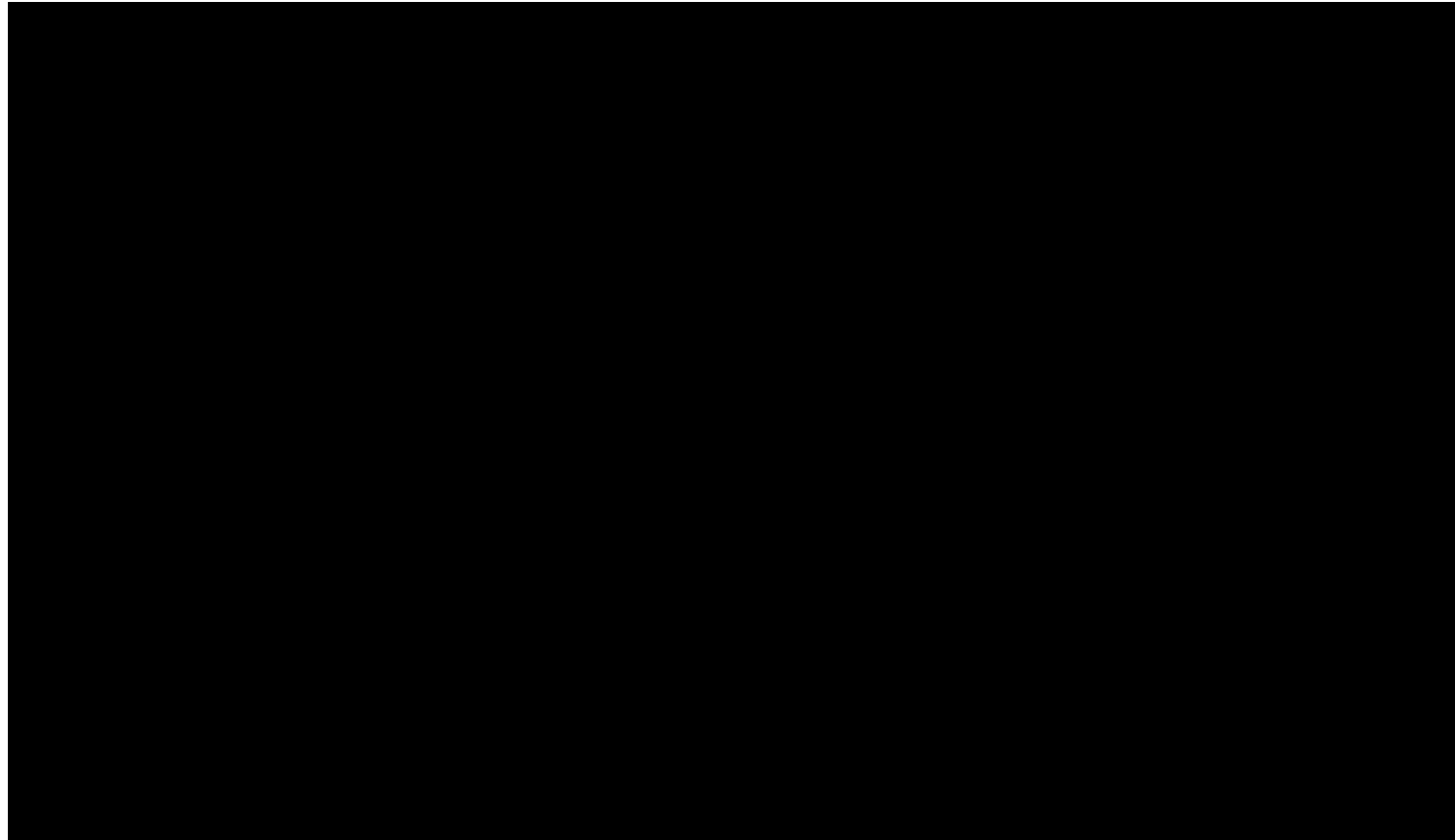
- 2002年の法改正


高金利ローン（基準となる財務省証券の金利を一定程度上回るローン）の情報開示を義務づけ。

→2004年以降のデータから公開。

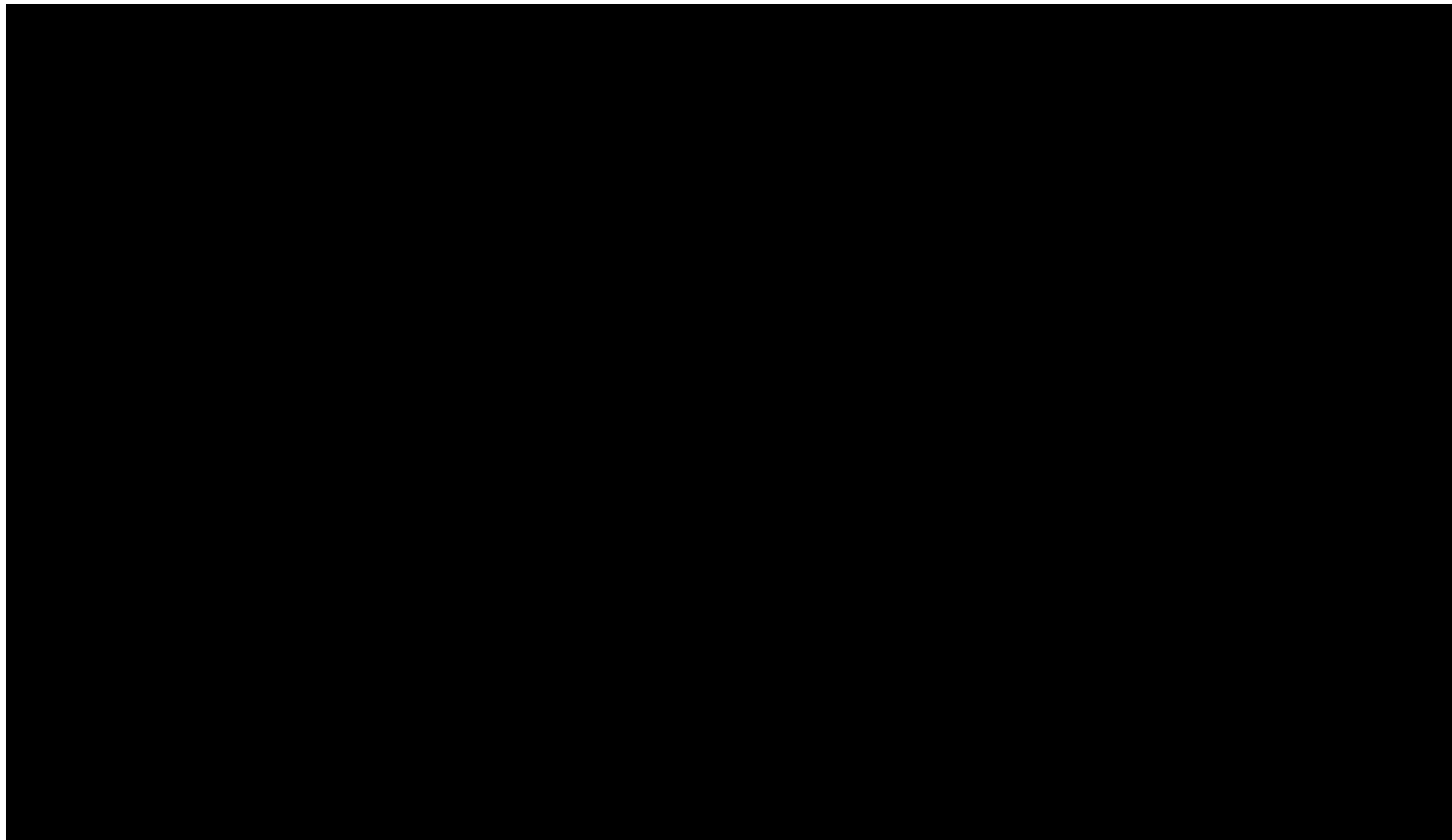


オハイオ州における借り手の特徴

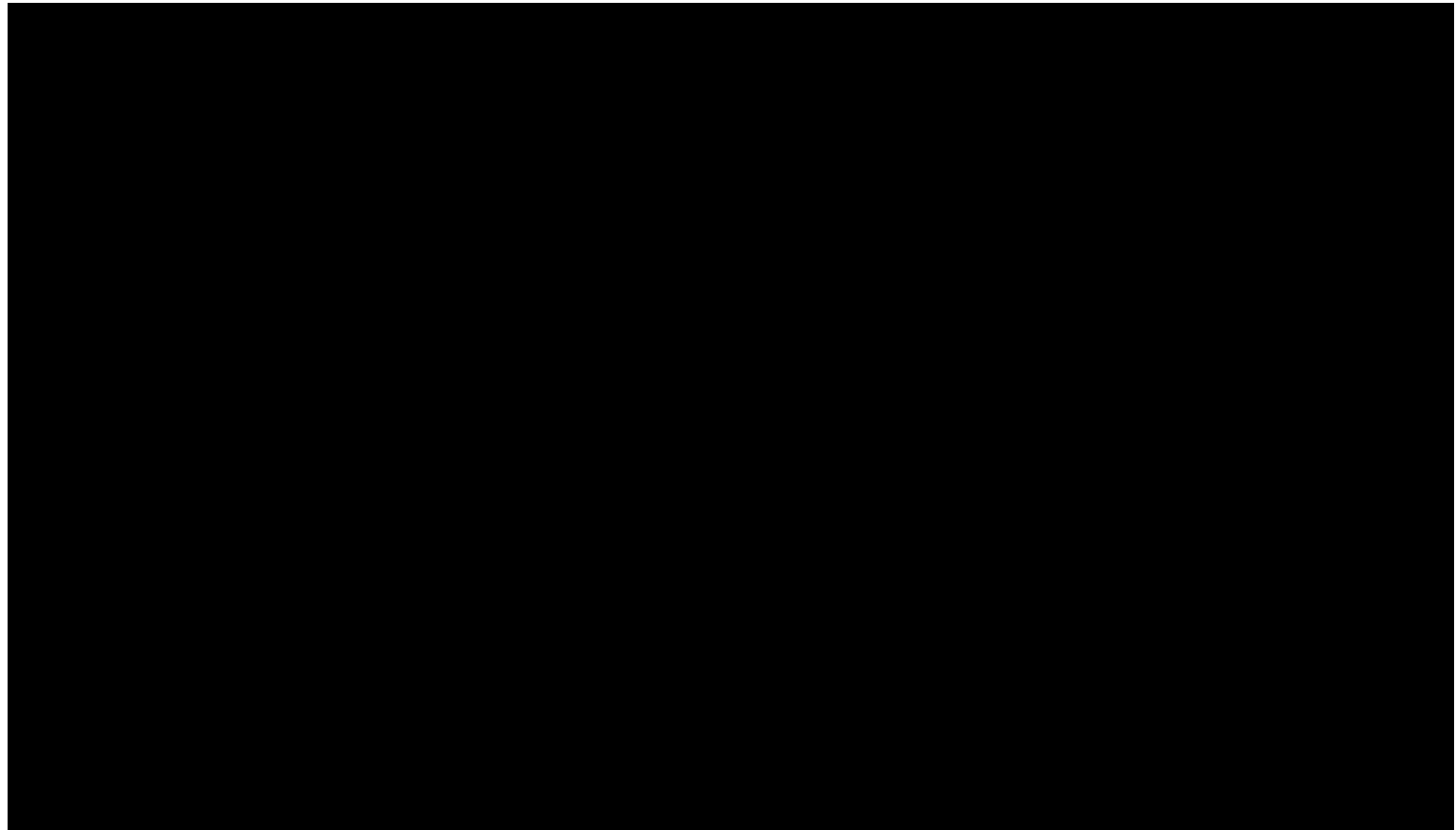




カリフォルニア州における 借り手の特徴



全国的な借り手の動向



まとめ

- 住宅ブームとサブプライムローン需要の拡大

実質住宅価格の上昇

→ 資産価値の現金化を目的とする借換え需要

→ 新モーゲージ商品を活用した住宅購入目的の需要

* それを支えた住宅神話

まとめ

- **住宅ブームの終焉とサブプライムローンの破綻**
 - ① **五大湖周辺州**：地域経済の不振
→住宅ブームの影響は軽微
 - ② **カリフォルニア周辺、フロリダ、北東部諸州**：ブームの終焉による住宅価格の下落と金利上昇が破綻の原因
- * ②での債務不履行率の急上昇がサブプライムローン問題の深刻化の原因

まとめ

- サブプライムローンの借り手の特徴

オハイオ州：低所得者層に集中。マイノリティ（黒人層）の比重も高い。

カリフォルニア州：マイノリティ（ヒスパニック）の比重は高いが、高所得者層に集中。

→ **サブプライムローン＝低所得者向け住宅ローンという理解の一面性**



ご静聴ありがとうございました