

JAPAN FEDERAL MEDICAL COOPERATIVE ASSOCIATION

全医協連ニュース

JMCC NEWS



発行＝
全国医師協同組合連合会

平成 20 年 4 月 1 日発行 No.108

春潮号

◆特集

サブプライム問題



CONTENTS

◆特集

2

サブプライム問題



- 8 国政に携って——「国会よもやま話」……西島英利
- 10 旅行記——「大河・揚子江を上海より重慶まで
遡っての漢詩の旅」—[2]……諏訪求仁雄
- 16 旅行記——「エーゲ海クルーズ」<2>……銚石武一郎
- 21 医師協の雑誌から——「名古屋市医師会協同組合ニュース、都医協連ニュース」
- 22 NUMBERS ㊟——南蛮図……菅原克郎
- 32 全国温泉巡り——「あわら温泉(福井県)、岩井温泉(鳥取県)」
- 34 旬の食べ物紹介——「京都、北海道、山形、宮崎」
- 40 旅のブラックエッセイ——「恐怖の心霊写真その後!
おどろおどろしい現実の怪?」……松井昭男
- 42 水彩の旅——「ぼくのほそ道・スケッチ散歩」<第2回>……大森俊次
- 44 調査企画部だより——「グループウェアについて」
- 46 ——平成19年度全国事務局代表者会議報告
- 48 ——全医協連のホームページがリニューアルされました
- 50 ——全国医師休診共済会がホームページを開設!!
- 52 書籍紹介——「女性の品格」……坂東眞理子(著)
- 53 書籍紹介——「カメムシな夜」……福島昌山人(著)
- 54 ——JMCギャラリー

24 **[福祉部]**
 ・平成20年「保険懇話会」
 ・平成20年「生命保険販売促進キャンペーン」進発式
 ・全医協連取扱い保険商品一覧
 ・全医協連取扱い保険商品のご紹介

36 **[購買部]**
 ・購買部取扱い商品のご案内

51 理事会・部会だより

56 —— 俳壇／編集後記／マンガ

表紙写真: 五能線車窓

五能線は五所川原と能代を結んでいる鉄道で日本海に沿うようにして走る。従って山が海に迫り、殆んど平地がない。田植の準備であろうか、田に水を張って、農夫の働いている姿が目にとまった。その田越しに陽光の日本海が光っていた。

目次写真: 日本海と海猫

ゴールデン・ウィークに思いたって五能線の旅に出た。歌謡曲でも、有名になった場所だ。深浦に宿をとる。かつてこの街は北前船の風待ち湊として殷賑を極めていた、湊町の跡である。宿の近くの岩場には海猫が羽根を休めていた。海の色深さと、海猫の白さが際立っていた。

写真提供(表紙、目次): 水野幸一(千葉市医師協)

Sub-Prime Loan

サブプライム問題

ししど ともあき
宍戸 知曉

(野村証券金融市場情報管理部調査課)

バブル発生の メカニズム

サブプライム住宅ローン問題とは、端的に言えば米国の住宅価格バブルの問題の一部であり、バブルの影響が最も極端な形で表れた分野である。米国では、もともと住宅ローンの利払いが課税所得から控除できるなど、持ち家を促進する税制がとられてきた。さらに、1997年の税制改正では、持ち家を売って生じた値上がり益がその使途に関わらず一世帯当たり50万ドルまで非課税になるといって、住宅の買い手にとって極めて有利な税制が導入された。これに、2002年から2004年前半まで超低金利政策がとられたことが重なって、空前の住宅ブームが生じた。筆者は2003年の夏から2006年の夏まで3年間ニューヨークに滞在したが、当時のマンハッタンは、住宅価格が年に20〜30%上昇し、数百万ドルという住宅が飛ぶように売れ、一部屋だけの学生が住むような部屋が数十万ドルで売れるという、日本のバブル期を彷彿とさせる熱気と狂気につつまれていた。バブルの歴史は古く、17世紀オランダ

のチューリップの球根から20世紀最後のIT関連企業の株価バブルまで多種多様なものが対象となってきた。バブル発生のメカニズムは単純である。ある資産や貴重品の価格が何らかの理由で長期間上昇すると、人々は、次第にその価格上昇が永久に続くような錯覚にとらわれる。そして、価格上昇の恩恵を自分も得たい、得られると思ってその資産や貴重品を買い始めるのである。すると、買い手が増えることでさらに価格は上昇し、それがさらに新しい買い手呼び込み、一段と価格が上昇してしまう。しかし、この価格上昇サイクルは、やがてその資産の価格を非合理的な高水準まで上昇させてしまい、何らかのきっかけで人々が我に帰ることでブームは終わり、その資産や貴重品の価格は急低下に見舞われるのである。各種のバブルのなかで、この価格上昇のメカニズムが最も典型的に見られ、かつバブル崩壊後の悪影響が大きくなりやすいのが不動産バブルである。これは、資本主義経済において不動産が融資の担保として広く用いられることに起因していると考えられる。不動産を担保に融資を受けられるために、元手がなくても不動産を買うことが出来る。また、融資を

する側は、不動産価格が上昇を続けている限り貸し倒れの心配をする必要が無く、貸せば貸すだけ儲かるという構図が生まれてしまう。この結果、貸し手の融資基準は緩み、借り手の返済能力や事業の実現性を無視した不動産担保融資が横行してしまう。このような融資行動が高価格での不動産取引を可能にし、バブルをさらに大きく膨らませてしまう。そして、バブルが弾けたときには、融資が焦げ付き不良債権化してしまうのである。

借り手の返済能力を度外視した貸し付け

サブプライム・ローン問題は、まさに、銀行や住宅ローン会社が借り手の返済能力を度外視して住宅ローンを貸し付けてしまったために生じた問題である。つまり典型的な不動産バブルであると言える。サブプライム・ローンとは、過去に債務の延滞・不履行を起こしていたり、多重債務の状態にあるなど、信用履歴が悪い借り手に対する住宅ローンを指す。多くの場合、サブプライムの借り手は低所得層

に属する。一方、信用履歴のしっかりした借り手に対するローンはプライム・ローンと呼ばれている。信用力の格差のために、サブプライム・ローンの利率は、同条件のプライム・ローンの利率より2〜3%高くなる。

急拡大したサブプライム・ローン

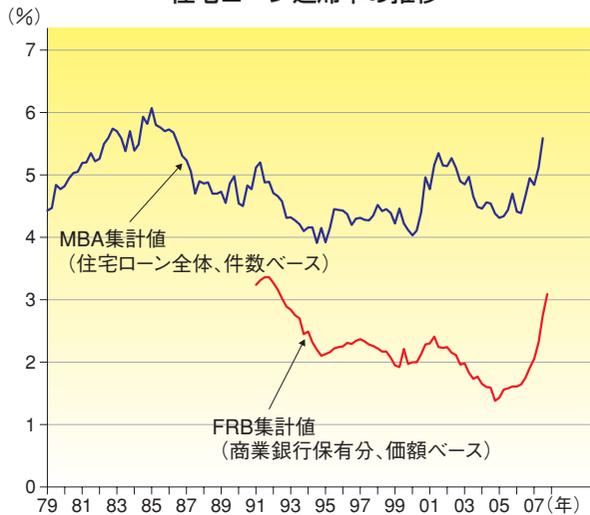
従来は、このサブプライム・ローンの市場は住宅ローン市場全体の2〜3%を占めるに過ぎない小規模な市場だった。ところが、2003年ごろから住宅ブームの過熱に合わせる形でこの層に対する融資が急拡大し、2006〜2007年には住宅ローンの貸し出しのうち30%近くがサブプライム・ローンとなってしまったのである。これは、住宅価格の上昇によってサブプライム・ローンの延滞・デフォルトが大幅に低下したことによるところが大きい。高い金利が取れる一方で貸し倒れ損失が低下したために、銀行や住宅ローン会社などの貸し手にとってサブプライム・ローンは非常に魅力的な商品となったのである。

米国住宅価格の推移



(出所)CSW社、連邦住宅企業監督局(OFHEO)

住宅ローン延滞率の推移



(注)いずれも季節調整値。

(出所)連邦準備理事会(FRB)、全米抵当貸付銀行協会(MBA)

ブームの最終盤に 一段と緩んだ 貸し出し基準

しかも、信用力の低い借り手に対する貸し付けであるにも関わらず、融資条件も大幅に緩んでしまった。住宅ブームの期間は、住宅価格の上昇に助けられて、サブプライム・ローンに限らず、あらゆるカテゴリーの住宅ローンの延滞・デフォルト率が低下した。その結果、全般に銀行や住宅ローン会社の融資基準が緩んだが、特に2006年に入ってから、住宅ブームの終焉によって住宅販売と住宅ローン需要が急速に低下したために、貸し手間の競争が激化し、融資基準が一段と緩んでしまった。

さらに高リスクの サブプライム・ローンが 2006年以降に増加

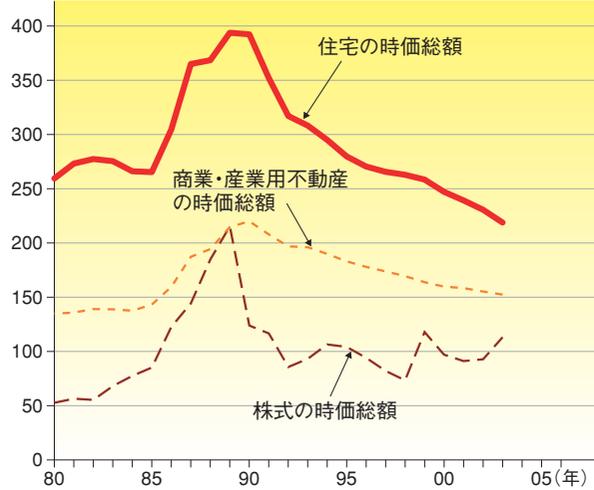
サブプライム・ローンは信用力の低い借り手に対するローンであるから、元来貸し倒れリスクは高い。そこへ、2005

年の後半から2006年にかけては、①所得や資産を証明する書類が不備な借り手に対する貸し出し、②住宅ローンを貸し付ける際に、第二抵当ローン(ホーム・エクイティ・ローン)を同時に貸し付けることによって、頭金が極めて小さい、場合によっては頭金なしで貸し付ける慣行、などが拡大した。①の慣行は、ブームの最終盤には、所得を増やして申告するのに使われるようになってしまった。この結果、元々信用リスクの高い借り手が、所得に全く見合わないような高額の住宅を、担保価値目一杯までローンを借り入れて購入する、といったことが常態化してしまったのである。2006年から2007年前半に貸し出されたサブプライム・ローンで延滞やデフォルトが急増していることは当然と言える。つまり、住宅価格が急速な上昇を続けない限り、そもそも延滞・デフォルトが避けられないようなローンが大量に作られてしまったのである。

loan

日本の株式・不動産の時価総額の推移

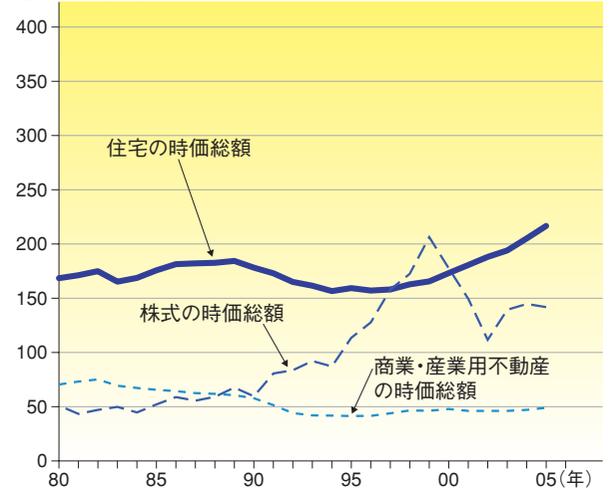
(名目GDP比、%)



- (注) 1. 住宅=家計・個人企業・非営利団体が保有する固定資産・土地
 2. 商業・産業用不動産=民間非金融法人企業が保有する固定資産・土地
 3. 現時点で利用可能なデータは2003年分まで
 (出所)日本内閣府

米国の株式・不動産の時価総額の推移

(名目GDP比、%)



- (注) 1. 住宅=家計・個人企業・非営利団体が保有する不動産
 2. 商業・産業用不動産=民間非金融法人企業が保有する不動産
 3. 2005年は9月末時点の値、他は年末の値。
 (出所)連邦準備理事会(FRB)、商務省

「ペイメント・ショック」が 延滞・デフォルトを 一段と悪化させている

また、サブプライム・ローンの延滞・デフォルト問題を悪化させていると見られるのが、いわゆる「ペイメント・ショック」の問題である。ペイメント・ショックとは、月々のローン返済額が、ある時点で急増することを指す。

米国の住宅ローン市場では、サブプライム市場とプライム市場は明確に区別されており、大手の銀行はサブプライム・ローンを扱っていないかったり、扱っていても子会社や関係会社を通してしか提供しないことが多い。このため、ローン商品も、プライム市場では全く見られないタイプのものがサブプライム市場では広く普及している。代表的なものが2/28と呼ばれる、2年固定金利、3年目以降変動金利移行の短期固定金利ローンだ。ただし、このローンは、通常の短期固定金利ローンではなく、最初の2年間の利率を低く抑える(といってもプライム・ローンの利率よりは高い)代わりに、3年目から利率が3〜5%跳ね上がるという非常

に変則的な商品である。これだけ利率が上昇すると、多くの借り手は元利返済が出来なくなってしまうため、消費者団体などはこれを「爆発ローン(exploding mortgage)」と呼んで詐欺的なローンであると攻撃している。

つまり、この2/28と呼ばれるローンでは、貸し出しから3年目に大きなペイメント・ショックが訪れるのである。サブプライム・ローンの貸し出しが急拡大したのが2005年後半から2007年前半にかけてであるため、このペイメント・ショックは2007年後半から急激に増加していると思われる。サブプライム・ローンの延滞・デフォルトの増加を悪化させる要因になっているものと見られる。

不良なローンが 証券化の過程に 乗っってしまった

サブプライム・ローン問題の原因となった米国の住宅価格バブルは、古典的な不動産バブルであって、経済史において特筆するようなものではない。バブルの規模という点では日本の不動産バブルの方

AAA格社債利回りの対国債利回りスプレッド



(出所) Bloomberg

がはるかに大きい。今回のサブプライム問題を、経済史上の重大事件たらしめるのは、歴史上初めて、バブルによって生み出された不良な資産が証券化のメカニズムに乗った、という点にあるだろう。

証券化の先進国だった米国

米国は証券化の先進国であり、古くは1970年代から住宅ローンの証券化が進められてきた。証券化とは、多くのローンをまとめて(プールして)、それを元に証券を発行することを言う。ローンのままでは金融市場で販売することは難しいが、証券の形に作り直すことで販売が容易になるのである。米国の住宅ローンを証券化した住宅ローン証券 (Residential Mortgage Backed Securities) は米国内外を問わず、多くの金融機関やその他の機関投資家の間で人気の投資対象だったのである。多くの日本の金融機関がサブプライム関連の損失を出しているのは、こういったローンを証券化した証券を購入していたからに他ならない。ただし、一部の機関は米国でサブプライムローンの

証券化ビジネスに参入していたために大きな損失を蒙っている。

リスクが広範囲に拡散

証券化の過程では、ローンを集めた上で細切れにして販売する。さらに、このローンを細切れにした証券を複数集めてきて作られた二次証券化商品ともいうべき商品も大量に販売されていた。この結果、多くの商品に、サブプライムローンが混入するという事態になってしまったのである。また、証券化された商品は、保険会社が保証していたり、デリバティブ(金融派生商品)を使ってリスクを分散させていたりしたために、多くの金融機関に複雑にサブプライムローンのリスクが拡散してしまった。

住宅ローンとは無関係な商品にも影響が波及

このようにリスクが幅広く拡散してい

宍戸 知暁 (ししど ともあき)

1975年11月生まれ

2000年3月——東京大学経済学部卒業

同年4月——野村総合研究所入社

経済研究部日本経済研究室配属

2003年7月——Nomura Research Institute America 配属

2004年4月——Nomura Securities International 転籍

2006年7月——野村証券金融市場情報管理部調査課配属

〔主要レポート〕

日本経済マンスリー——「アジアの台頭と日本の経常収支」

同——「韓国に見る構造改革—不良債権処理を学ぶ」

マクロ経済レポート——「米国住宅ブームの行方」

金融市場情報——「サブプライムとCDO—クレジット市場の新潮流とバブルに関する—考察」

など

たために、金融市場の参加者は、リスクの所在が分からなくなり、疑心暗鬼に陥ってしまった。この結果、銀行が他の銀行に短期の資金を貸すことを控えたり、住宅ローンとは直接の関係がない企業の債務も敬遠される原因となっている。また、保証を通じて保険会社から保証を受けている地方自治体発行の債券の市場も打撃を受けている。このように、証券化を通じてリスクが拡散したために、国境を越えて、また金融市場のさまざまな分野に影響が広がっているのである。

日本ほどの悪影響を予想するのは行き過ぎ

米国の住宅市場の縮小は現在も続いており、住宅価格は下落ペースが足下で加速している。住宅価格の下落や住宅建築の減少が景気にも打撃を与えており、現在の米国経済は非常に脆弱な状況にある。場合によっては景気後退が生じる可能性もある。しかし、今回の住宅バブルとその崩壊によって、米国経済が日本が陥

ったような長期停滞に陥ると考えるのは悲観的に過ぎるだろう。日本のバブルに比べて米国の住宅バブルは規模が小さい上に、日本では株式、商業用不動産、住宅の全てでバブルが生じていたのに対し、今回の米国のバブルは住宅一極集中である。このことは、経済に対する悪影響を相対的に小さくし、また調整に要する時間を短くしよう。住宅は商業用不動産に比べれば回収率が高くなるかという点も不良債権から生じる損失を小さくしよう。バブル崩壊後の日本と異なり、銀行の財務基盤が比較的頑健なこと、金融機関が迅速に不良債権の処理を進めていること、金融・財政当局が積極的な対応を取っていることなども、問題の解決にかかる時間を短くする方向に作用するものと考えられる。

Sub-