

## サブプライムローン問題と不動産証券化

### ■はじめに

アメリカの住宅ローン証券化（セキュライゼーション）によって火がついた証券化の波は、昨今、日本でも激しさを増していることはすでに周知のことです。証券化は「間接金融」から「直接金融」への転換とも言え、世界経済の潮流となっています。

しかし昨年から、証券化に重大な問題が発生しました。アメリカの「サブプライムローン問題」です。サブプライムローンは、低所得者向け住宅ローンとして、米国内に巨大市場が存在します。2007年夏頃、これに大量の延滞が発生し、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品が暴落し、アメリカの大手投資銀行やメガバンクは巨額の損失処理を迫られ、その影響で日本の金融機関も損失計上を余儀なくされた他、モノライン問題に派生し、金融市場は混乱、世界経済への影響は今も継続しています。

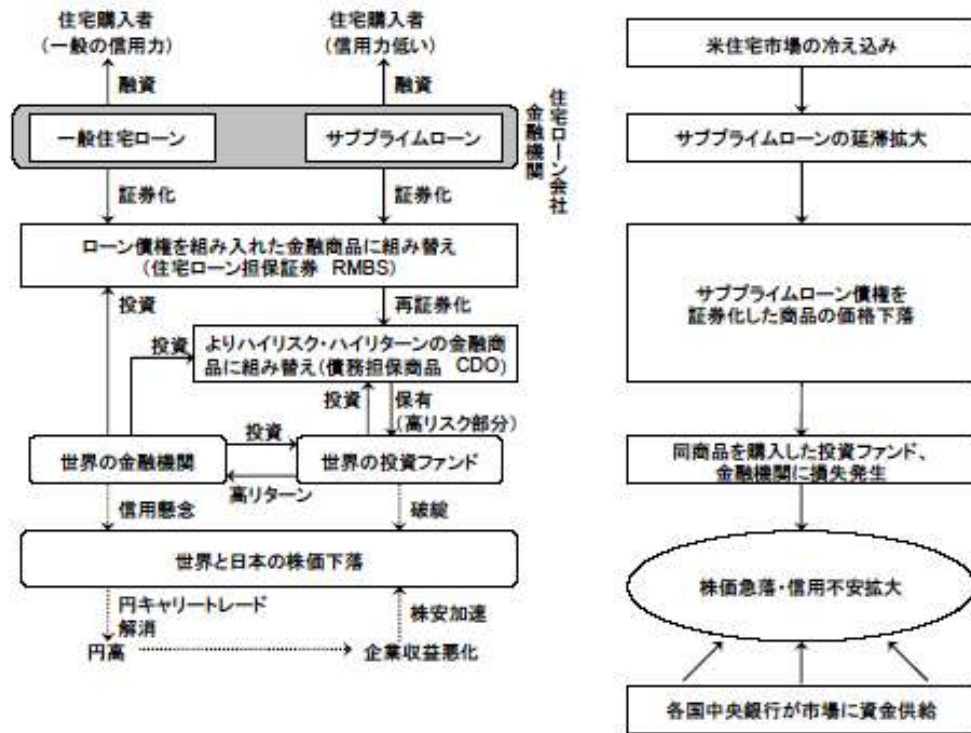
今回は、一連の問題の発端となった「サブプライムローン問題」の構造と証券化との関係について検証します。

### ■「サブプライムローン」とは

アメリカを発信とする金融不安においては、「サブプライムローン」という言葉がキーワードです。「サブプライムローン」とは、厳密な定義があるわけではなく、リスクの高い借手への住宅資金融資と考えてください。年間所得が2万5千ドル（約300万円）以下の低所得者層を対象とする住宅ローンと一般的には言われています。信用度が低いため高い金利が付され、これに対して通常の金利が適用されるのが、「プライムローン」です。

サブプライムローンに滞納者が大幅に増えたのは2007年からであり、その最大の原因は不動産市況の悪化（バブルの崩壊）です。アメリカの不動産市場は景気拡大と金融緩和を背景に拡大し、バブルと評されるくらい価格上昇を続けていました。しかし2007年はじめ、FRB（連邦準備制度理事会）がインフレ懸念から金融引き締めへ転換し、金融面での支援が無くなったことにより不動産の先高予想も減退し、不動産価格は急落に向かいました。

## サブプライムローン問題に関する信用リスク不安の世界市場への波及



(出所) 毎日新聞 (平成19. 8. 11)、日経新聞 (平成19. 8. 19) 等に基づき加筆修正している。

### ■サブプライムローンの構造及び日本の住宅ローンとの違い

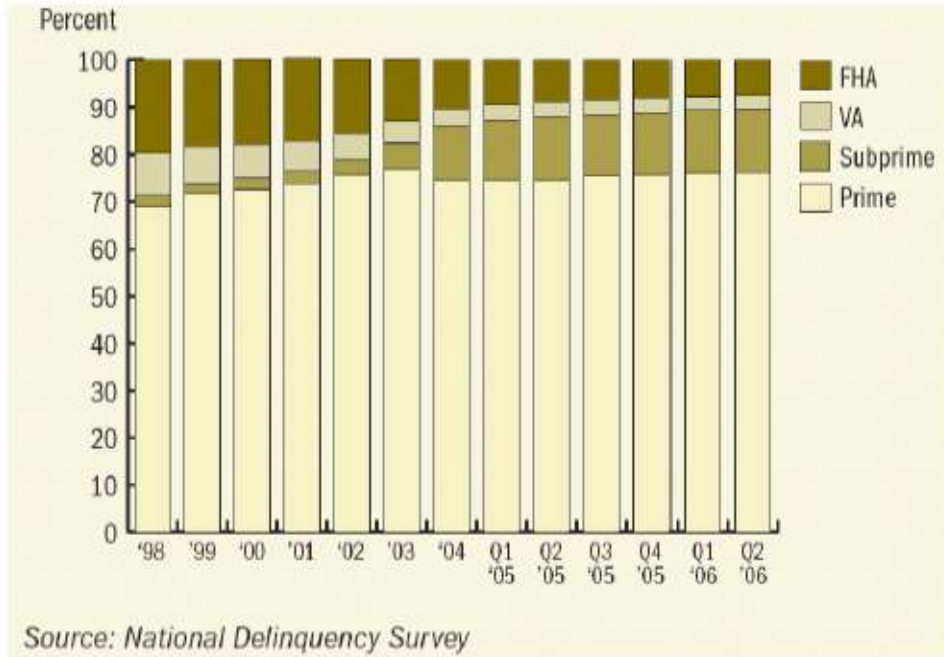
サブプライムローンは、期間30年の固定金利が標準です。①当初2～3年の金利を極端に抑え、3年目から高い金利に切り替わるもの<ハイブリッド型>と、②当初の2～5年程度は元本返済を行わず、利息だけを支払い、この期間終了後、通常より早いペースで返済するもの<インタレスト型>等があります。これらは、当初の借り易さを強調しています。この優遇期間に不動産価格が上昇していれば、サブプライムローンから金利の低いプライムローンに切り替えることが自由に出来、問題はありません。不動産価格の上昇による時価からローン残高を差し引いた純不動産価値の範囲で借り換えが出来ます。前述の2007年からの不動産価格の下落によりサブプライム層は苦境に陥り、高金利による支払額の急増に耐え切れず、延滞率は高まり関連金融機関の信用不安が株価急落にも影響しました。

サブプライムローンと日本の住宅ローンの違いは、ノンリコースローンとリコースローンであることです。ノンリコースローンとは返済責任がローンの対象となる不動産ならびにそれらに関連する権利利益 (責任財産) に限定されるローン商品です。通常のローン (リコースローン) が個人及びその保証人がローン完済までのすべてのリスクを背負うタイプのローンであるのに対し、ノンリコースローンは責任財産のみにリスクが限定され、仮に

返済が滞っても、責任財産以外に個人が保有するその他の資産には強制執行されません。

サブプライムローンは、アメリカのものだけではなく、「日本版サブプライムローン」の存在についても言われています。現在でも「当初〇〇年間は低い金利で、それ以降金利が上がるタイプ」のローンの商品もあり、厳しい返済が起こりえます。また、1998年頃、当時の住宅金融公庫が「ゆとり返済」を打ち出し、頭金ゼロとし、年収の基準を引き下げていました。当初は金利は低く、あとから大幅に金利アップする構造がサブプライムローンに酷似しています。当時は賃金アップ、景気回復が見込まれていましたが、年金や税金負担が上がり、現在、旧住宅金融公庫ローンの破綻金額が増加してきています。

図2 モーゲージローンの構成比の推移



(注) FHA : 政府保証付きローン [連邦住宅局 (federal housing administration) 関係]  
 VA : 政府保証付きローン [退役軍人省 (department of veterans affairs) 関係]  
 Subprime : サブプライムローン  
 Prime : プライムローン

(出所) MBA RESEARCH DATA NOTES Characteristics of Outstanding Residential Mortgage Debt: 2006

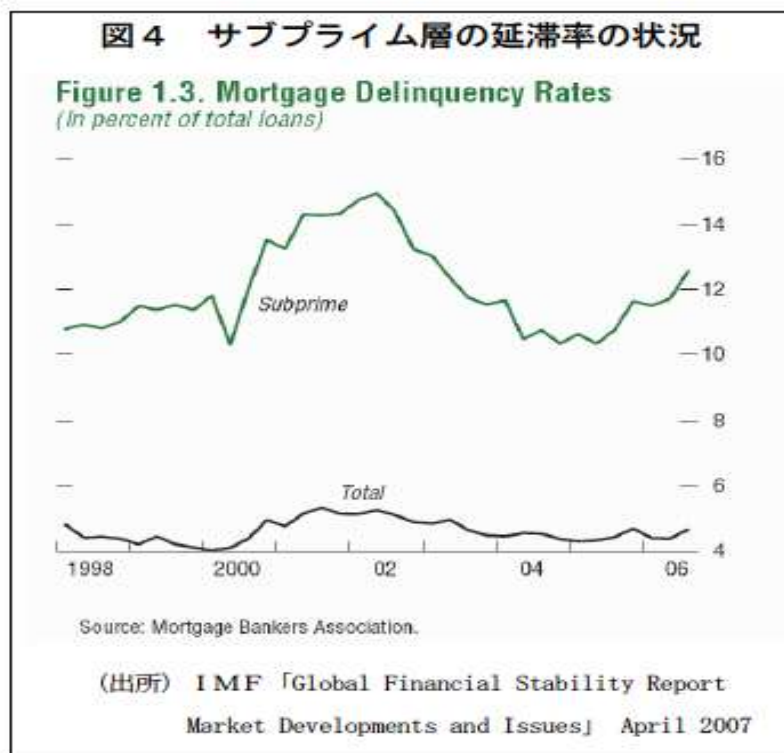
図3 モーゲージローンの担保物権喪失・滞納の推移



注 1 Alt-A1は、他のローンに比し厳密な証明書類を必要としないもの

(出所) IMF Research "Lessons from Subprime Turbulence"

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/RES0823A.htm>

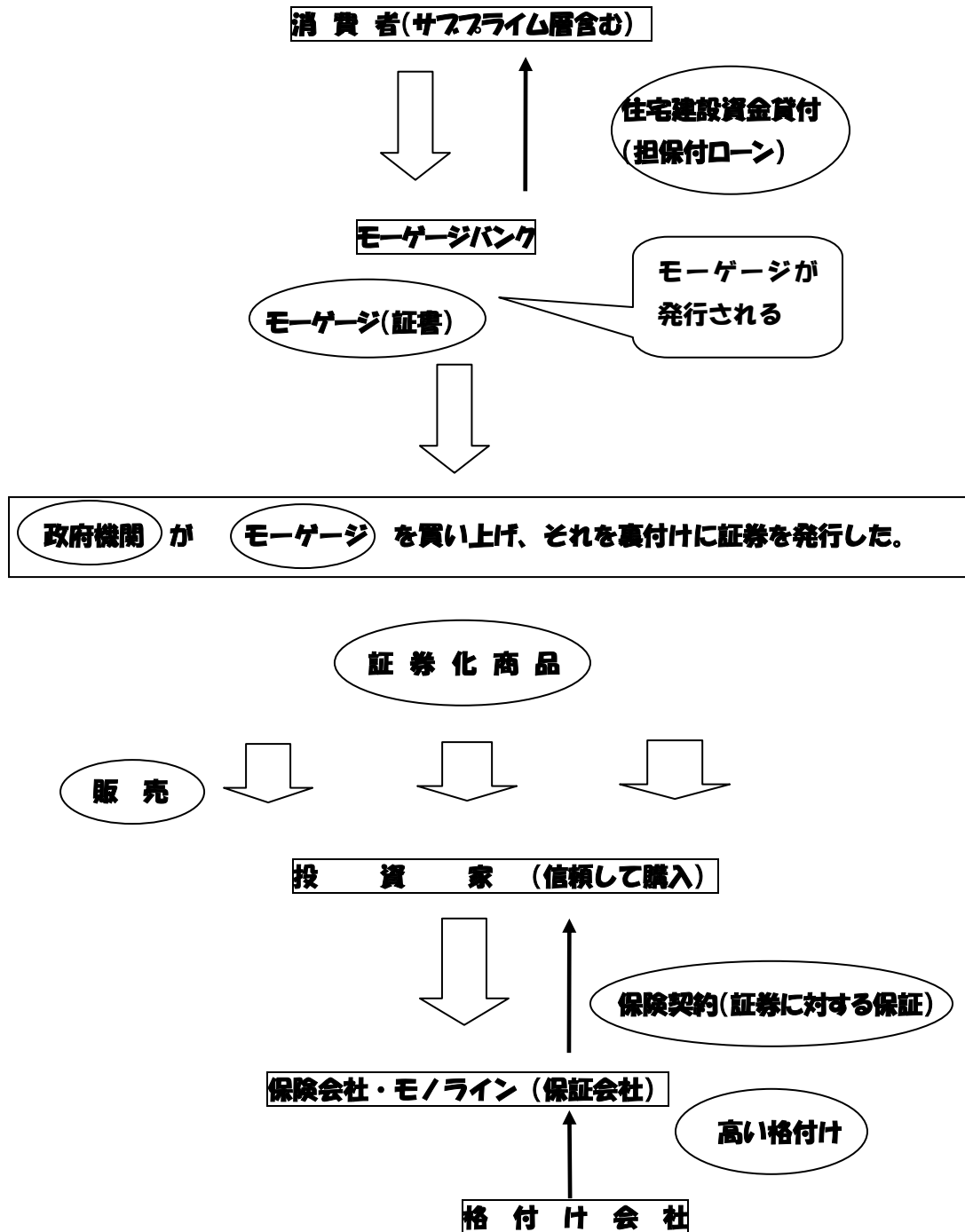



#### ■証券化のルーツ

アメリカでは1970年代に住宅用モーゲージの証券化が、政府等の公共機関からのバックアップにより発展しました。モーゲージ (Mortgage) とは、担保権付の住宅ローンの証書です。これを「モーゲージバンク」(日本の銀行住宅ローン部門にあたる) が住宅購入者から買い取り、同時に融資を実行します。モーゲージバンクに買い取られた証書は連邦抵当金庫 (ファニーメイ) などの公的機関が再買取し、モーゲージバンクは資金調達を行っています。こうして買い取られたモーゲージは証券化手法により投資家に販売されました。政府当局も資金調達し、資産と負債のバランスを取るためでした。モーゲージの証券化商品は、モーゲージ担保証券 (MBS : Mortgage Backed Securities) と呼ばれ、証券化形態は大きく2つに分かれます。①パススルー型 : 債務者から入ってくるキャッシュフローをそのまま投資家に支払う形態。②ペイスルー型 : 集めたモーゲージを償還期、期限前償還、金利等の要素に応じてさまざまな部分に分解し、金利と格付の異なる何種類かの証券に組み替える形態。この②のペイスルー型によってタイプの異なる投資家の要請に答え、信用度を高めました。これによりMBSは発行額を飛躍的に高めました。

このようにモーゲージに始まったアメリカでの証券化は、自動車ローン、リース債権をはじめとする各種の受取勘定、商業用不動産、商業銀行や政府の貸付債権に拡大していきました。住宅用モーゲージが現在の証券化のルーツとなったわけです。

## <リスク分散の流れ>



※ 「」 は、リスク分散の方向を示しています。

## ■証券化とサブプライムローン

先述した不動産価格の下落による延滞率の上昇は、モーゲージバンクを直撃し、サブプライムローン大手会社・ニューヨークセンチュリー・ファイナンスが2007年3月に、主力銀行から融資の打ち切りを通告され、経営破綻します。さらに大手証券会社のメリルリンチ、日本では野村證券、みずほフィナンシャルグループ等が巨額の損失を計上しました。アメリカのサブプライム問題では、債務者の延滞発生によりMBSの価格が暴落し、MBSに投資していた企業や投資家を直撃しました。このためMBSを大量に組み込んでいるデリバティブ等が急落を余儀なくされ、投資家や金融機関は萎縮し、市場は縮小に向かいました。日本の住宅ローンの証券化市場とはスケールが異なり、アメリカでは住宅ローンの証券化が格段に進んでいるために、全般的なマイナス効果を与えたのです。

## ■大量証券化の問題点

モーゲージ証券の証券化による投資家への大量販売はモーゲージ証券の大量発行につながり、結果として多少、信用度に問題のあるモーゲージ発行者が含まれてもモーゲージバンクは融資を実行しました。その証券は公的機関に売却、証券化され投資家に販売されました。ここに、モーゲージバンクの審査や融資の問題があります。また、投資家に対しては、様々な住宅ローンが証券化で組み込まれることによって、証券のリスクをわかりにくくさせています。さらに格付機関が、投資家が購入する証券化商品に対する格付け方法等を、確立できていなかったことも指摘できます。証券化によるリスク分散の問題が、サブプライムローン問題の世界経済への影響を不透明にしたことで、証券化金融の仕組みを今後、私たちはより一層理解する必要があります。

参考文献：「手に取るように証券化がわかる本」 太田登茂久著（かんき出版）