

## リーマン・ショックから3年

リーマン・ショック後の世界金融市場と  
日本経済の未来

慶応義塾大学准教授 小幡 績

## 1. 持続不可能な金融市場

リーマン・ショックから3年。金融市場はどう変わったのだろうか。

金融市場の構造は大きく変わった。しかし、投資家達やそのほか市場関係者達は、変わったという事実を受け入れるのを拒んでいる。

変わった部分とは、金融市場への資本流入の継続的拡大により金融商品の価格上昇トレンドを作り、それにより大多数の投資家が利益を上げるというモデルが成立し得ない構造となったということだ。

それを拒むというのは、投資家からの新規の資本流入がなくなった代わりに、中央銀行からの資金供給を増加させることにより、資金流入増加による金融商品価格上昇トレンドの維持を図ろうとしていることを指す。

したがって、今後の金融市場の動向は、この変化受け入れの拒否がどこまで維持可能かということにかかっている。日本の金融市場も当然、この流れに巻き込まれる。普通に考えれば、維持可能なはずがない、ということになるが、そうだとすると、いつ崩壊するのか、ということが問題になる。

ここは金融市場の本質だ。金融市場の動きは投資家達の願望の自己実現とその崩壊で成り立っている。したがって、市場のほとんどのプレーヤーがリーマン・ショックからの急回復トレンドを志向すれば、

それは自己実現する。実際、それは実現し、2009年3月以降、世株式市場をはじめとする世界のリスク資産市場は急回復した。そして、この動きが一段落し、失速が始まった2010年夏以降は、米国や英国の中央銀行の量的緩和政策により、もう一度資産市場を押し上げた。

金融市場が近代資本主義の枠組みに組み込まれた17世紀以降、ほぼ一貫して、金融市場の主要なプレーヤー達はこの願望の自己実現を図ることを試みてきた。したがって、今後も当然、この枠組みは続くと信じることは、自己の利害にとってもプラスであるから、多くの投資家はこの流れを持続させようと試みるだろう。

この自己実現が崩れるときはいつか。それは願望が弱くなったときである。信じるものは救われるが、蜃気楼を信じていれば、そしてそれが蜃気楼とわかって信じていれば、いつか醒めることも知っているはずだから、どこかでこの蜃気楼から抜け出そうとするはずだ。それが崩壊の始まりだ。

## 2. 欧米金融資本対新興国産業資本

今後はどうなるか。成熟国の既存の金融資本がこの2年の儲けを失わないうちに資金を引き揚げようとするスピードと、新興国の実体経済の成長から生まれた資本が金融的投資先を求めて流入してくるスピー

## Profile



### 小幡 績（おばた せぎ）慶応義塾大学准教授

1992年東京大学経済学部卒業後、大蔵省（現財務省）に入省。99年退職。  
一橋大学経済研究所専任講師を経て2003年から現職。  
ハーバード大学経済学博士。専門は行動ファイナンスとコーポレートガバナンス。  
『すべての経済はバブルに通じる』など著書多数。

どどちらが速いか。どちらの量すなわち影響力が上回るか。それが世界金融市場の未来を決めるだろう。

その結末は、いずれにせよ、既存の金融資本の衰退を意味する。なぜなら、新興国資本の力が上回るということはこれからの金融市場の決定力は新興国側に移ると言うことだ。そうでなければ、金融市場の崩壊は激しくなるから、今度は实体经济を基盤とする、古い言葉で言えば産業資本が強くなって来るだろう。

中央銀行に依存して、マネーを増やすことにより既存の金融資本と従来の金融市場の枠組みを維持しようとする戦略は失敗に終わるだろう。なぜなら、中央銀行は自らの存在意義が危うくなってしまっからだ。したがって、リーマン・ショックの時とは異なり、通貨価値を守り、实体经济を守ることを、リスク資産市場を守ることよりも優先させるだろう。

### 3. 世界的低金利による市場崩壊

この中での既存の金融資本の側が、従来の枠組みの中で、かつ損失を出さないように行動するとどうなるか。それはリスクをとらず、格付けの高い債券に殺到するということになる。それはもちろん、勝ち馬に乗る、という金融市場で負けない大原則に従うものであるから、驚くべきことではないが、それはやはり金融資本の死をもたらす。なぜなら、リスクをとらないことが最大のリスクという状況に、ま

さに陥ってしまうからだ。

世界的な低金利が実現している。これは景気刺激策を財政政策で行った後、ほかに手がなくなったので、ともかく金融緩和政策を限界まで行った結果である。これを要求したのは、既存の金融資本の側であったが、それは少し効果的すぎた。2009年3月以降の株式市場の急回復、2010年夏以降の株式にとどまらずコモディティ投資を含むすべてのリスク資産市場の急騰は、この金融政策の効果であった。

効果的すぎたというのは、水準が上がりすぎてしまったため、下落するリスクが出てくれば早めに利益を確定したいという投資家が多数派になってきたことと、金融政策を限界まで追い込んでしまったために、金利水準はゼロとなり、さらに量的緩和にまで米国、英国中央銀行は踏み込むこととなり、これ以上手段がなくなってしまったことにより、むしろ、下落リスクだけが高まってしまったからである。

つまり、何かあれば皆が売りに回り、市場は一気に暴落するという流れとなる条件がそろってしまい、その場合でも、中央銀行がその市場の崩壊を防ぐ最終手段も採りにくくなってしまっているのである。したがって、今後は、現在のような乱高下を繰り返しながら（つまり、ここで述べているプロセスがもはや実現している）、下がり続ける流れができ、その後は、新興国の資本がどうなるかによって、下落の度合い、期間、その後の停滞の期間などが決まるだろう。

#### 4. 日本経済の未来

このような世界金融地図の中で日本はどうなっていくだろうか。

日本にとっては、これはチャンスでもあり、またいつも通りチャンス逃す可能性もある。なぜチャンスか。3つの理由がある。第一に、欧米も新興国もバブルになっていたのにもかかわらず、日本は停滞し続けていたからである。だから、バブル崩壊による打撃を直接は受けないですむ。第二に、日本の金融資本は量はそれなりにあるが、リスクを選好しておらず、影響力が小さい。むしろ、実体経済が主導となっており、資本自体も産業セクターに滞留しており、今後の、金融資本から産業資本への回帰の新しい時代の構造にマッチした金融構造になっていることがある。第三に、近年日本はあまりに停滞していたために、欧米成熟国とは一線を引かれて捉えられていたからだ。つまり、欧米成熟国と新興国のどちらの枠組みにも入らないため、ある意味自由に動ける。これはチャンスで、そこを捉えられるかどうか、日本の選択にかかっている。

このような状況において、日本はどのような道を選ぶか。日本経済は大きな分岐点にあるのである。

#### 5. 金融の本質とは何か

ここまで、世界金融市場の今後について、全体像を概観してきた。改めてリーマン・ショックで金融はどう変わったのか、詳しく考えてみたい。

リーマン・ショックとは世界的な金融市場バブルの崩壊である。私の言葉を使えば、リスクテイクバブルの崩壊である。リーマン・ショックまでは、実体

経済との比較で余剰となってしまった金融資本が行き場を求めていたが、そのために様々な仕掛けを生み出したのが、当時の金融イノベーションであった。

イノベーションといえば聞こえはいいが、要は実体的な付加価値をもたらさない金融市場的な価値の増大メカニズムを作り上げたということである。金融市場の成り立ち自体が、そのようなイノベーションの連続であり、株式会社の成立、その流通市場の整備ということも、そういったイノベーションそのものであった。つまり、リスク分散の機会や流動性を与え、投資を金融商品化し、その価値を増大させることにより、投資資金の流入を拡大させてきたのが、金融市場発達の歴史である。今回も、サブプライムが有名になったが、要はすべてのリスク資産に関して、金融商品としての価値を与えたことにより多くの投資資金を呼び込んだという意味で、歴史を繰り返していただけたことだった。

しかし、今回のバブルがこれまでの歴史と決定的に異なったのは、それだけが目的であったということであり、それが誰の目にも明らかになったということだ。

すなわち、金融というのは本来実体経済の補助として生まれたものだ。実体経済の成長を加速するために、資本を大量に的確に動員できれば、最も能力がある人が大量生産を行うことが可能になる。それを支える枠組みが企業という組織と金融という仕組みだった。

その金融をさらに効率的にしたのが金融市場で、金融という機能を商品化して、金融に参加するプレーヤーを増やした。資本を提供する側には、投資機会を与え、それも小口化することと売却という出口を与えることにより、それをより魅力的な投資

機会とした。既存の資本家に対しては、新しい資本家（より後発の小さな規模の大衆投資家）の参入により、出口を与えた。小口の投資家には投資のリターン以外の付加価値を与えたことにより、投資そのもののリスクはそのままに、投資商品としてのリスクを低下させた。すなわち、リスク分散の機会と流動性を与えることにより、投資商品としての魅力が増したから、値付けが高くなり、金融商品として金融市場で取引される価格が上昇し、金融市場は拡大し、既存の投資家は資産価値を増大させた。それをキャッシュとして実現してもよかったし、含み益として膨らんだ資産価値を元にさらに投資をしてもよかった。つまり、多くの投資商品の一部を金融市場で実際に取引することにより、わずかな部分の金融商品の価格が上昇するだけで、金融市場全体の投資商品の資産価値をトータルで上昇させるメカニズムが金融市場であった。

これをバブルと呼んでもいいが、それをバブルと呼べば、金融市場は本質的にバブルであり、銀行などからの負債性の資金を借りてレバレッジをかけなくとも、金融市場の存在そのものがレバレッジとなっていた。

したがって、金融市場が暴落すれば、逆の方向にレバレッジが効いて、投資としての本質的な価値の下落を大幅に上回って、少数の取引価格を元に大暴落することとなった。これがリーマン・ショック以後の暴落であった。

## 6. 今回の金融バブルの特異性

そうであると、リーマン・ショックにおける今回の金融バブルと、20世紀までの金融市場と何が違

うのか。どちらも本質的にはバブルではないのか。

どちらも本質的にはバブルであるが、今回の金融バブルはバブルの中のバブルだった。つまり、バブル以外の要素が全く含まれていない純粋なバブルだったということだ。それは金融資本が明らかに余剰になっていたことから来ていた。

金融資本が余剰となったとはどういうことか。これまで世界の市場経済が拡大する中で、資本蓄積は右上がりが増大してきた。近代成立以後、あるいは産業革命以後、実体経済の拡大が資本蓄積をもたらした、その資本が実体経済を成長させるという好循環を続けてきたが、その循環が破綻したのが、オイルショック以後である。実体経済が、需要がありさえすれば成長し続けた時代、技術は十分にあって、その技術を利用する資本さえあれば生産力が増大した時代は終わり、サプライサイドの制約により実体経済の成長が制約される時代に入った。これは産業革命以前あるいは中世においては当然であったが、近代においては忘れられていた事実であった。

こうなると、実体経済が停滞し、成長が止まったときに、資本の行き場がなくなる。しかも、高度に経済が世界的に発展した後であるから、資本は大量に浮遊していた。それは新たな増殖手段を求めて、金融市場をグローバル化し、国家の枠組みを離れ、自由に世界を移動するようになった。したがって、1980年以降はバブルが頻繁に起こるようになった。それは資本は性急に儲かる手段、バブルを求めていたからであり、一定量以上の資本が特定の金融商品に集中すれば、それは自然とバブルとなる。

リーマン・ショックで破綻した金融バブルが、1980年以降の金融資本主導のバブルの中でも、最も崩壊の影響が大きかった理由は、実体がとことん



存在しなかったことになる。移行経済バブルもアジアバブルもITバブルも何らかの実体は存在した。その価格付けが高すぎただけのことであった。バブルで旧社会主義国やアジアに資金が流れ込んだことは、その後の経済にとって人的資本やビジネスモデル資本の蓄積をもたらしたし、ITのブレイクスルーはバブルによって世界中の資金と人材が投入されなければ実現されなかったテクノロジーのブレイクスルーであった。

しかし、今回のリーマン・ショックで生み出されたのは、金融商品としてのイノベーションであり、金融市場だけの拡大をもたらした。サブプライムローンが可能になることによって、貧困層が自宅を購入できた、というのは大きな間違いで、借金が残ったままそれを手放すことになった、あるいは自己破産することになったということだ。ノンリコースだから大丈夫、という話もあるが、実は融資側は訴訟が可能で、今それが進行中である。いずれにせよ、劣悪な住宅をたくさん作り、売買だけしていたわけだから、大きな損失だけが経済全体に残った。

つまり、このバブルにおいては、テクノロジーの進歩も、新しい人的資本もビジネスモデルも蓄積されなかった。なぜなら金融市場の中だけで、リスクを切り分け、格付けを付与するなどして、金融商品としての魅力を上げることだけに工夫、エネルギーが費やされたから、实体经济には影響がなかったのである。もちろん、余波で、高級自動車がバブル的に売れたり、家電も大量に購入されたりしたが、それらは消費されてしまい残らなかった。経済の底力、端的に言えばサプライサイドの高度化、効率化が進んだわけではなかった。

一方、負の遺産のダメージは大きい。不良債権も

もちろんだが、最も大きなものは信用メカニズムだ。信用を元に融資するという基本的な金融の約束事が消滅してしまったのである。証券化とは信用と債権を切り離す作業であり、リスク分散という観点から切り刻んでばらばらにするということが強調されるが、ばらばらにされたこと自体よりも、そこで信用が切り離されたことの方が問題だ。信用が切り離されれば、その債券はリスクとリターンだけで評価される。だから、切り刻んでも、何と混ぜ合わせても、大丈夫なのだが、リスクとリターンだけで評価されるときに、それが匿名性をもった債権であることは大きな問題をもたらす。債権は債券ではないのだ。権利なのだ。そのためには、融資先を誰かがモニタリングする必要がある。信用に基づき貸し、それをモニタリングする。この当たり前の融資プロセスを意図的に省略し、省略することにより、むしろ匿名性を出して、これを生かした金融商品化を図ったのであった。

したがって、あまりにこのプロセスに注力した結果、このビジネスモデルが崩壊した後に残されたのは、信用の存在しない融資プロセスだった。いまや、銀行間市場においてすら、信用に基づいて貸すことはできず、国債などの担保を取るようになっていく。これは信用市場の消滅といってもいい。それが、現在起きている欧州の銀行危機の根底にある。

### 7. 現在の欧州危機は財政危機ではなく銀行危機

現在、欧州は財政危機が勃発し、ギリシャの財政破綻危機が欧州全体の金融危機、あるいはこれから世界全体の金融危機となるかどうか不安が広がっている。しかし、現在進行中の危機は、ソブリンリス

クと呼ばれる、国債のデフォルト懸念ではない。それだけであれば、政治的には困難を伴うが、金融的にはマネイジ可能な危機だ。より本質的な問題は、欧州の多くの銀行が破綻するのではないか、という銀行危機の懸念だ。

これはギリシャ国債の暴落により、銀行の財務不安が高まったといういわれ方をするが、ギリシャ国債はごく一部の問題で、スペイン、イタリア国債の暴落あるいはデフォルトリスクが問題の核だ、という議論もなされている。しかし、それも問題の核心を突いていない。問題の本質は、リーマン・ショック後も、金融機関のディレバレッジが進んでいない、つまりレバレッジが高いままであることにある。したがって、いったん資本が毀損すると、連鎖的に投融资が縮小され、实体经济全体が縮小してしまう恐れがあるというのが問題なのだ。

9月以降、新興国の通貨が下落し、ブラジル、韓国を始め多くの国が通貨防衛に走らざるを得なかった一つの理由が、欧州金融機関のアジアなどの新興国からの資金引き揚げにあったと思われる。資本の毀損により投融资の回収に欧州金融機関は走ったのだ。これが危機の本当の本質だ。

したがって、欧州金融当局、政府も、国債の買い支えではなく、銀行の資本増強をどう行うかに議論の中心が移ってきている。それはもともとそちらが本質だったのだ。

リーマン・ショックの反省から、この3年間に、金融機関はリスクを見直し、レバレッジを低下させ、信用に基づく融資という金融の基本に戻ることが必要といわれていた。しかし、それが何一つ実現していないことが今回の危機で顕在化した。リーマン・ショック以前に流行していた証券化商品やデリバ

ティブなどのリスクの高い商品を高度に加工してリスクを低く見せる商品は下火になった。それは金融当局の規制、監視により、リスクテイクが抑制されたからだ。しかし、最も重要な改革は実現されなかった。つまり、資金投入量を拡大して金融商品の価格を上昇させ続け、その中で利益を上げていき、この循環を継続して、右上がりの金融資産市場を維持する、というポンジスキーム的な構造は全く変わらなかった。それどころか、リスクの低い国債などを中心に投資が行われたから、利ざやが小さかったために、レバレッジは高まった場合もあった。

その中で、その基盤となる国債のリスクが顕在化し、一気にこの量的拡大戦略は崩壊へ向かっている。これこそが金融資本主義の本質的な崩壊、あるいは新型モデルへの転機なのである。

## 8. 新しい金融モデル

それではあるべき金融モデルでもあり、今後の新しい金融モデルはどのようなものになるであろうか。軸は二つである。金融の本質は目利きにあり、その目利きが金融の中心となるというのが一つの軸となる。もう一つの軸は、流動性というもののとらえ方が変化し、流動性そのものではなく、資産価値の保蔵という点で価値があるかどうか問われることとなる。

金融の本質は何か。信用である。信用とは投融资するときの基礎となるものである。信用しない限り貸せない。投資できない。その信用は、目利きをすることによってのみ生まれる。こんなことは今更言うことではないが、リーマン・ショック以前は、目利きをするのは効率が悪く、金融商品を高度化する

上でむしろ障害となっていると考えられていた。コストがかかる上に、目利きに依存するのであれば、金融商品としての客観性に欠けることになってしまいうから、それは商品上の欠陥となる恐れがあった。目利きの能力は外形標準では測れないからである。

一方、目利きが不要ということは、モニタリングも不要であるということであった。つまり、事前にも、中間的にもモニタリングが不要というモデルであった。アカデミックには、モニタリングは事前 (ex ante)、中間 (interim)、事後 (ex post) の三段階のものが相互に連携することが重要だといわれてきた。そうするとリーマン・ショック直前の証券化は、これに反していたように見えるが、実は、ある意味整合的であった。事前も中間もモニタリングが不要なスキームを作り上げたので、当然、リスクは低く、事後のモニタリングも必要ない、というものであった。そして、実際、貸し倒れはなく、リターンはプラス、価格あるいは格付けはどんどん上がっていった。

これは新規資金の大量流入によって可能になった。そして、サブプライムにおける住宅というファンダメンタルズの資産も、これまで住宅が買えなかった人々にローンを組ませて買わせるわけだから、上昇し続けた。この場合は、ファンダメンタルズに対しても、それを元に組成した金融商品に対しても、いかなるガバナンス、モニタリングも不要だった。だからこそ、とことん自由にリスクとリターンを再構成し、自由に金融商品を生み出したのである。

今後は、この面倒でコストのかかる目利きが金融の中心になる。金融本来の姿に戻ることになるのである。なぜこれができないのか。それには二つの理由がある。一つはコストである。目利きをするためには極めて優秀な人材が手間暇かけて投資先、融資

先を分析しなくてはならない。金融業界の労働コストはこれまで米国のおかげで高騰してきたから、これは実質不可能である。ベンチャーキャピタルや再生ファンド以外においては、このコストを超えるリターンは出せない。ベンチャーキャピタルにしても再生ファンドにしてもリターンは20%を要求することになったのは、リスクもあるが、一人で多くの案件を抱えることができないから、人件費をカバーするには高いリターンが必要なのである。

融資では、日本だけでなく、世界中で、中小企業への事業融資は15%前後の利子率になっている。日本では高すぎると批判を浴びたが、リスクとコストを考えるとそれほどおかしいわけでもない。しかし、結局、総量規制や上限金利規制が厳しくなったために、日本の消費者金融は業界として一旦死んだも同然の状態となった。これと同じことが今後世界で起こる可能性がある。

すなわち、リーマン・ショック後はきちんと目利きをして融資あるいは証券投資をしないとイケない。そうすると、かなりのリターンが要求される。しかし、当局はリスクテイクに厳しい姿勢をとるようになったから、そういう投資、融資はほとんど存在しなくなる。そうすると資金を運用するにはリスクカウントの低いあるいはゼロである、国債、ソブリンで運用するしかない。

世界中の中央銀行が低金利政策を採ってきたので、国債の利回りは世界中で大きく低下した。そして、供給も多かったが、需要も多かったのも、利回りは低下し続けた。国債で運用するのが基本となると、その利回りは低すぎるため、今まで以上にレバレッジをかけて、投資のリターンを確保するしかない。この結果、融資総量は、金融市場全体で膨らんだま

ま、あるいは一時よりも大きく膨らんだのであった。

したがって、現状では目利きによって利益を上げることができないまま、レバレッジを高め、国債だからリスクは小さいと言う前提で、担保も投資先も国債でやってきた。そのほかでは新興国への融資、証券投資、為替への投資であった。あるいは商品に向かった。この状況で、国債の暴落が始まったから堪らない。金融市場崩壊というよりは、担い手である金融機関の崩壊へ向かう恐れが出てきたのである。

金融機関の処理、とりわけ銀行の処理は、今後正念場を迎えるが、その後は、膨らんだレバレッジを収縮させなければならぬから、世界経済が収縮する。その中で、目利きを行い、地道に収益を上げていくしか、選択肢が本当になくなっていくだろう。この結果、初めて、原点に戻って、目利きを最優先する銀行モデルへ復帰していくことになるだろう。

## 9. 流動性の行方

金融の原点はミクロ的には目利きだが、マクロ的には効率的な資源配分だ。これはミクロの目利きにより支えられることになるが、これまでは目利きがなく、流動性のあるところに資金が集まってきた。そして、集まるどころが勝ち馬となり、さらに資金が集まり、という循環で膨張してきたのは前述したとおりである。今後は、このマクロの流れが変わるだろう。つまり、前節で述べたように、レバレッジが縮小し、投資総額が減ることになるから、流動性の拡大に依存した投資モデルは成立しない。中央銀行の量的緩和も米国以外は慎重だから、そして、米国も、もはやそれではうまくいかないことが明らか

になってきたから、今後は期待できないだろう。

そうなる資金はどこへ向かうか。限られた資金でできるだけ高いリターンをあげないといけないから、余計なことはしなくなる。流動性は評価されなくなる。なぜなら流動性という便益を得るためにリターンを犠牲にしているのであるから、量的拡大の右上がりバブルを狙えないとなれば、流動性のある金融商品はファンダメンタルズ的なリターンから見ると割高になってしまうからである。

今後は、出口を他の投資家の評価に依存しないものが投資として注目されるであろう。すなわち、キャピタルゲイン狙いと言うことは、誰かが自分の代わりに高く買ってくれなければ成立しない投資スキームである。そのような期待はもはやできないとなると、持ちきりでリターンが出るものに投資するようになるだろう。国債もリスクの低い企業の社債も対象であろうが、流動性の分、マイナスであり、そうなる実物資産ということになる。金もそのほかの商品も要はキャピタルゲイン狙いであるから、対象にならない。そうなる確実に実物でリターンをあげる資産として不動産が最も有力になってくる。しかも、住宅は安定した利回りが予想されることから、今後は、商業用不動産ではなく、開発の必要な更地でもなく、安定した利回りを生み出す住宅が注目を集めることになるであろう。そして、新興国においては良質な住宅は不足していることから、今後はかなり高い需要が見込め、その意味でも投資対象として注目されることになると思う。

今後は、目利きをしっかり行う商業銀行とファンドが金融機能の中心を担い、投資対象としては流動性を考えなくてよい、長期安定投資対象として不動産などが注目を集めることになると思う。



# リーマン・ショックから3年

## 世界金融危機を振り返る

住宅金融支援機構 住宅総合調査室 主席研究員（海外市場担当） 小林 正宏

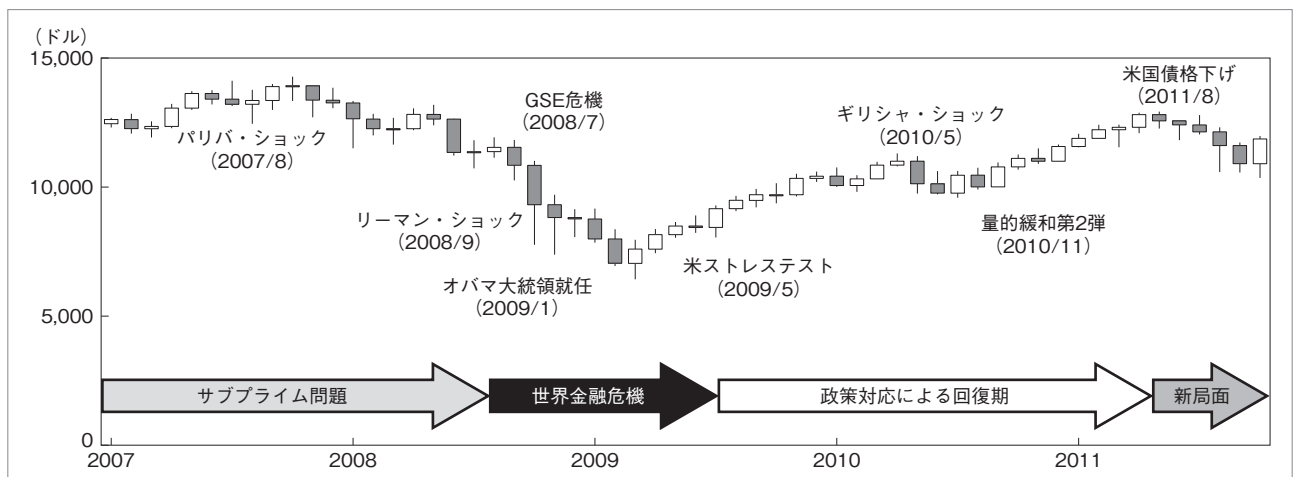
### 1. はじめに

2008年9月のリーマン・ショックから3年が経過した。当初、「大恐慌以来」「100年に一度」と形容され、実際、2008年を通じて世界の主要取引所の株式時価総額は30兆ドル<sup>※1</sup>が消失し、翌2009年の世界のGDPは戦後初めてマイナス成長に転落した。しかし、大恐慌の教訓を踏まえ、危機発生直後は各国の当局による政策協調が功を奏し、更には新興国の経済発展が貢献したこともあり、比較的早期に世界経済は回復したかに見えた。ただし、足下

では、金融危機克服のために発動した財政支出が政府債務の増加を招き、欧州ソブリン危機や米連邦政府債務上限問題<sup>※2</sup>を誘発し、新たな火種となりつつある。

今回の金融危機は、大きく分ければ4つの局面<sup>※3</sup>に分類できると考えられる。第1期は、アメリカの住宅バブル生成から、その崩壊に伴い、「サブプライム問題」が噴出した時期である。第2期は、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻に端を発した世界金融危機が戦後最悪の世界同時不況へと進展した時期であり、第3期は、政策対応により回復過程に

図1 株価（ニューヨークダウ）の推移



(資料) Bloomberg

※1 World Federation of Exchangesによる。  
 ※2 アメリカの連邦政府債務上限は2011年8月2日に2.1兆ドル引き上げられ、債務不履行は回避できたが、今後の財政再建路線を巡る党派対立等を背景に、大手格付会社 Standard and Poor'sは8月5日に米国債の格付けを最上位のAAAから1ランク下のAA+に引き下げた。  
 ※3 IMF（国際通貨基金）の2011年9月の“Global Financial Stability Report（世界金融安定性報告書：GFSR）”では、危機の局面を1. Private Debt、2. Banking、3. Sovereign、4. Politicalと分類している。

Profile



小林 正宏 (こばやし まさひろ) 住宅金融支援機構 住宅総合調査室 主席研究員 (海外市場担当)

1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金(OECF)マニラ事務所駐在、国際協力銀行(JBIC)副参事役、ファニーメイ特別研修派遣、住宅金融公庫企画部総括調査役、住宅金融支援機構住宅総合調査室主任研究員等を経て、2011年4月より現職。著書に「通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円」(中央公論新社、2010年、共著)等がある。ECBC Plenary Meeting、EMF Annual Conference、1<sup>st</sup> Housing Forum Europe & Central Asia、APUHF Workshop on Housing Finance、日本建築学会、日本不動産学会、証券経済学会、東京大学公共政策大学院、東京大学経済学部日本経済国際共同研究センター等、国内外での講演歴多数。2011年4月より中央大学経済研究所客員研究員。

あった今年前半まで、そして第4期は2011年夏以降の政策対応を巡る政治的混乱から市場の信任が揺らぎつつある現在までの時点である<sup>※4</sup>。

本稿では、時系列的に起こった事象を振り返りつつ、大まかな論点について簡単に言及したい。

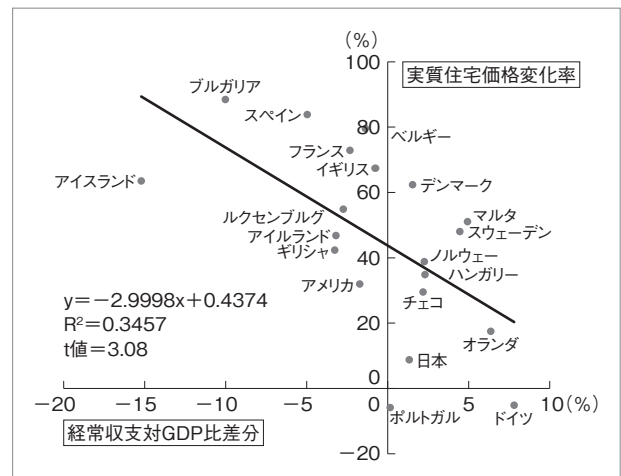
## 2. アメリカの住宅バブル(2000年～2006年)

今回の世界金融危機の震源地となったのはアメリカの住宅市場である。アメリカの住宅価格は、戦後ほぼ一貫して上昇し、住宅は有利な投資先であるという認識が広がっていった。特に、1990年の移民法改正後、マイノリティーの人口増加が顕著となる中、今世紀に入りブッシュ政権の Ownership Society<sup>※5</sup> に代表されるように、アメリカン・ドリームの象徴であるマイホームの取得が一層促進された。

そうした中、2000年のITバブル崩壊並びに2001年9月11日の同時多発テロ<sup>※6</sup>で米景気の冷え込みが懸念され、当時のFRB(連邦準備制度理事会)のグリーンズパン議長は、政策金利<sup>※7</sup>を大胆に引き下げた。一方で、冷戦終了後、旧共産圏諸国が市

場経済に統合され、低賃金をテコに中国等の新興国からアメリカへの輸出も急増した。結果的に、アメリカの経常収支が赤字に、中国等の経常収支が黒字となり、そのような世界的な経常収支の不均衡(グローバル・インバランス)が継続する中で、主に米国債を通じてアメリカに資金が流入し<sup>※8</sup>、金融緩和と相俟って、過剰流動性が発生し、それが住宅バブルに火をつけた。

図2 住宅価格と経常収支の関係



(資料) EMF、IMF、FRB より  
(注) 住宅価格は2000年から2006年への伸び率をCPIで実質化、経常収支/GDPは2000年と2006年の差。

※4 (2011年9月24日の第24回国際通貨金融委員会(IMFC)コミュニケでは、「The global economy has entered a dangerous phase, calling for exceptional vigilance, coordination and readiness to take bold action from members and the IMF alike.」とされている。

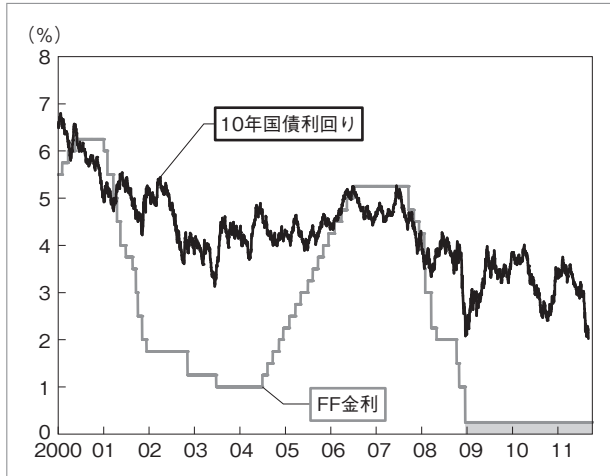
※5 移民も家を持つ国家への帰属意識が強まるという発想。

※6 節目という意味では、今年(2001年)は同時多発テロから10年、ソ連崩壊から20年、ニクソンショックから40年、日米開戦から70年と、リーマン・ショックから3年という以外にも大きな節目は多くある。

※7 Federal Funds Rate (FF金利)。正確には、FF金利の誘導目標水準。

※8 FRBのバーナンキ議長は、FRB理事だった当時、世界的な貯蓄過剰(Global Savings Glut)がアメリカの住宅バブルの要因であると主張していた。

図3 アメリカの金利



(資料) FRB、米財務省  
 (注) 2008年12月16日以降は、0～0.25%のレンジ

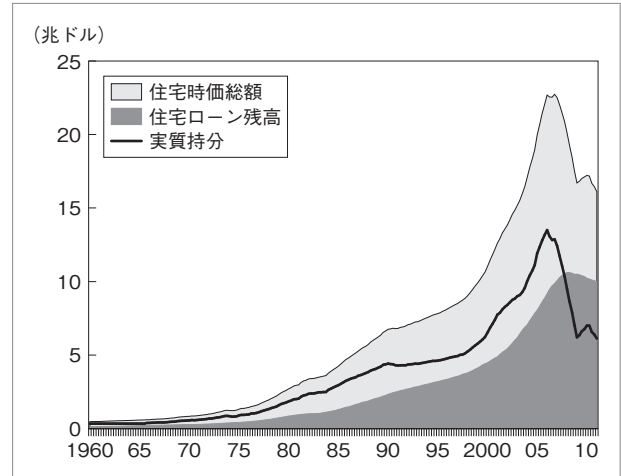
アメリカの家計部門が所有する持家の資産総額は、1999年末の10兆6,450億ドルから2006年末には22兆7,325億ドルへと、倍増した<sup>※9</sup>。特にカリフォルニア周辺、フロリダ等<sup>※10</sup>で住宅価格の上昇が顕著であった。

### 3. サブプライムローンの拡大 (2004年～2006年)

アメリカで住宅価格が上昇する中、従来は持家を取得できなかった階層にも、新規の住宅ローンが利用できるようになった。サブプライム (Subprime) ローンである。サブプライムとは、プライムの基準に満たない、という意味だが、具体的には、過去にクレジットカードの支払いに延滞履歴があるなど、信用力の劣る債務者に対する融資である。

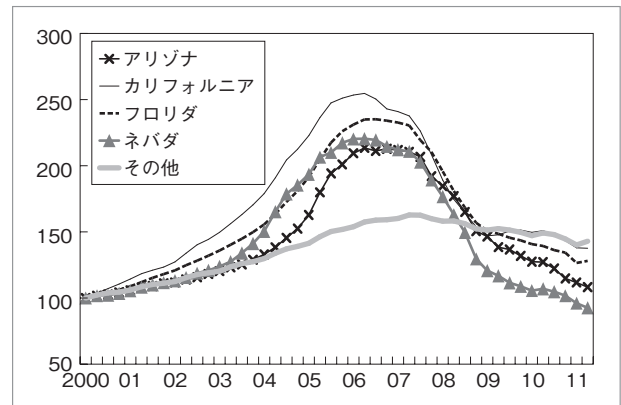
本来、そのような債務者は債務不履行 (デフォル

図4 アメリカの住宅時価総額等



(資料) FRB

図5 州別の住宅価格 (2000年Q1 = 100)



(資料) FHFA

ト) となる可能性が高いので、信用リスクを考慮すれば、融資するなら高い金利とすべきであった。しかし、住宅価格が上昇していたので、仮に延滞しても、最後は担保物件を処分すれば債権を回収できると判断した金融機関の中には、リスクを軽視して融資に踏み切る場合もあった。

※ 9 住宅の時価から借入残高を差し引いた実質持分 (Home Equity) を担保に更に借入れ (Home Equity Loan) を行い、それで自動車や家電の購入等の個人消費を刺激する資産効果もあった。  
 ※ 10 カリフォルニア、ネヴァダ、アリゾナ、フロリダの4州を Sand States (砂の州) と呼ぶ。

更に、サブプライムローンでは、利用された住宅ローン商品にも特徴があった。プライムローンの利用者は圧倒的に30年固定を選択する傾向にあるが、サブプライムローンでは変動金利タイプ、特に2年固定(2/28<sup>\*11</sup>)の利用が多かった。2/28は、当初2年間は固定の優遇金利(Teaser Rate)で返済負担が軽いが、2年の固定期間終了後は、その時点の市場金利に連動して金利が見直される(リセット)。

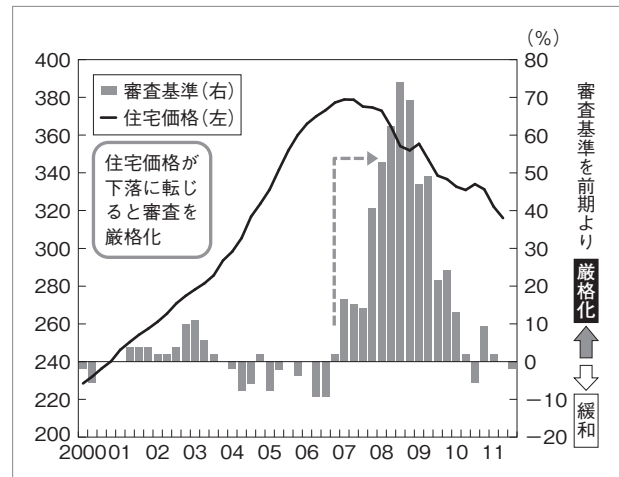
債務者の側にも、当然、リセット後の金利が上昇すれば、返済額が急増するというリスクの認識があった人もいた。しかし、その場合は、新しいローンに借り換えて、もう一度、低利の優遇金利が利用可能という思惑もあった。逆に、一部のブローカーの中には、そのようなリスクを顧客に十分に説明せずに、自らの手数料稼ぎのために、敢えて危険なローンに誘導したようなケースも多々あった。

#### 4. 住宅バブル崩壊とサブプライム問題の顕在化(2006年～2007年)

サブプライムローンは、2004年から2006年にかけて、約1兆7千億ドル超が融資され、住宅ローンの新規貸出におけるシェアは2割を超えた<sup>\*12</sup>。その2004年6月から、FRBは金融を引き締めへ転じ<sup>\*13</sup>、2/28のリセット時期の2006年頃には、市場の短期金利は4%程度高くなっていった。

一方、アメリカの住宅価格は2006年にはピーク

図6 住宅価格と銀行の融資審査態度



(資料) FHFA, FRB

アウトし、下落に転じた。すると金融機関は、手のひらを返したように融資の審査を厳しくし、サブプライムローンの借り換えには応じなくなった。

そこに金利上昇による返済額の急増=ペイメントショックが顕在化し、サブプライムローンのデフォルトが増えた<sup>\*14</sup>。デフォルトが増える一方で、住宅価格の下落により担保物件を処分した後の最終損失も拡大した。デフォルトした債務者の住宅の抵当権を実行することで、市場には中古住宅の供給が増え、それが需給関係を悪化させ、住宅価格を更に下落させた。デフォルト確率(PD)<sup>\*15</sup>とデフォルト時損失(LGD)<sup>\*16</sup>が相乗的に悪循環を生じる、歯車の逆回転(Adverse Feedback Loop)が始まった。

従来、信用リスクと市場リスクは独立したリスク

\*11 アメリカでは住宅ローンの償還期間は30年が一般的であり、当初2年固定で、残りの28年間は2年経過後に金利を見直す(リセット)ことから、Two-Twenty Eightと呼ばれる。

\*12 FCICの報告書の70ページに掲載されたFigure 5.2より(出典はInside Mortgage Finance)

\*13 当時、グリーンズパン氏はFF金利を引き上げても長期金利が感応しないことを「謎(Conundrum)」と呼び、住宅バブルについては、「BubbleではなくFroth(泡)」だと表現していた。

\*14 カリフォルニア等、一部の州では、住宅ローンが実質的にノンリコースであったために、住宅価格の下落により支払能力があるにもかかわらず住宅を放棄する「戦略的デフォルト(Strategic Default)」も起こった。

\*15 Probability of Default

\*16 Loss Given Default



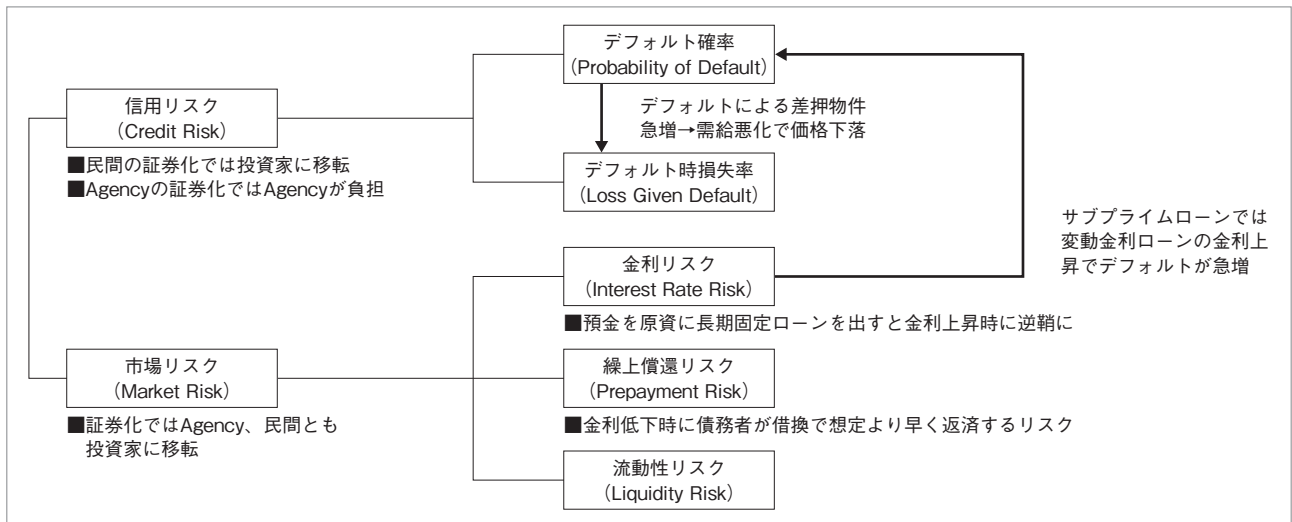
として認識されていたが、今回の金融危機を通じ、両者が融合して、1 + 1 = 2 以上のリスクに拡大する可能性があることが露呈した。

また、サブプライムローンの多くは、ベアー・スターンズやリーマン・ブラザーズ<sup>※17</sup>等の投資銀行により証券化されていた。後述するファニーメイ<sup>※18</sup>やフレディマック<sup>※19</sup>等の Agency による証券化と異なり、民間の証券化では優先劣後構造による内部信用補完という手法が採られることが多かった<sup>※20</sup>。原債権である住宅ローンに損失が発生した場合、劣後→メザニン→シニアの順で、毀損する構造となっていたが、平均すれば、80%程度が AAA の格付けを付与されていた。しかし、想定外のデフォルトの急増と住宅価格の急落により、AAA の証券

にも毀損のリスクが高まり、2007年夏に大量の格下げが実施された。

サブプライムローンを担保とした証券化商品 (PLS<sup>※21</sup>) の格下げにより、その価格も急落した<sup>※22</sup>。そして、PLS は市場で頻繁に売買される流動性の高い商品ではなかった。そうした中、2007年8月に、フランスの大手銀行、パリバが PLS を組み入れた MMF の顧客からの解約請求を凍結、この「パリバ・ショック」を契機に、欧州の金融市場では流動性が逼迫し、9月にはイギリスのノーザン・ロックで預金の取り付け騒ぎに発展した。産油国やアジアの国家ファンド<sup>※23</sup>による欧米金融機関への出資等で金融市場は小康状態を保つ局面も観測されたが、2008年3月には、ベアー・スターンズ

図7 住宅ローンのリスク



『経済セミナー (No.650)』(日本評論社、2009年)、47ページより

※17 それぞれ、当時の資産規模で、投資銀行の第5位と第4位。  
 ※18 連邦住宅抵当公庫 (Federal National Mortgage Association: FNMA)  
 ※19 連邦住宅抵当貸付公社 (Federal Home Loan Mortgage Corporation: FHLMC)  
 ※20 これに対し、ファニーメイ等の Agency MBS では、Agency による Timely Payment の保証という形での外部信用補完が付されたため、単純な構造となっている。なお、PLS は CDO (Collateralized Debt Obligation) に再証券化されることも多かった。  
 ※21 Private Label Securities (民間ラベルの証券) の略。  
 ※22 投資家の中には、投資ガイドライン上 AAA の格付けが必要などもあり、AAA 格を失うことで自動的に投げ売りが増えたが、元々流動性が高くない PLS の場合、需給関係が急激に悪化して価格の下落に拍車をかけた。  
 ※23 Sovereign Wealth Fund。当時、アブダビ投資庁がシティグループに出資したことが話題になった。

の資金繰りが行き詰まり、ニューヨーク連邦準備銀行の仲介で、米銀大手のJP モルガン・チェースに同社は吸収合併された。

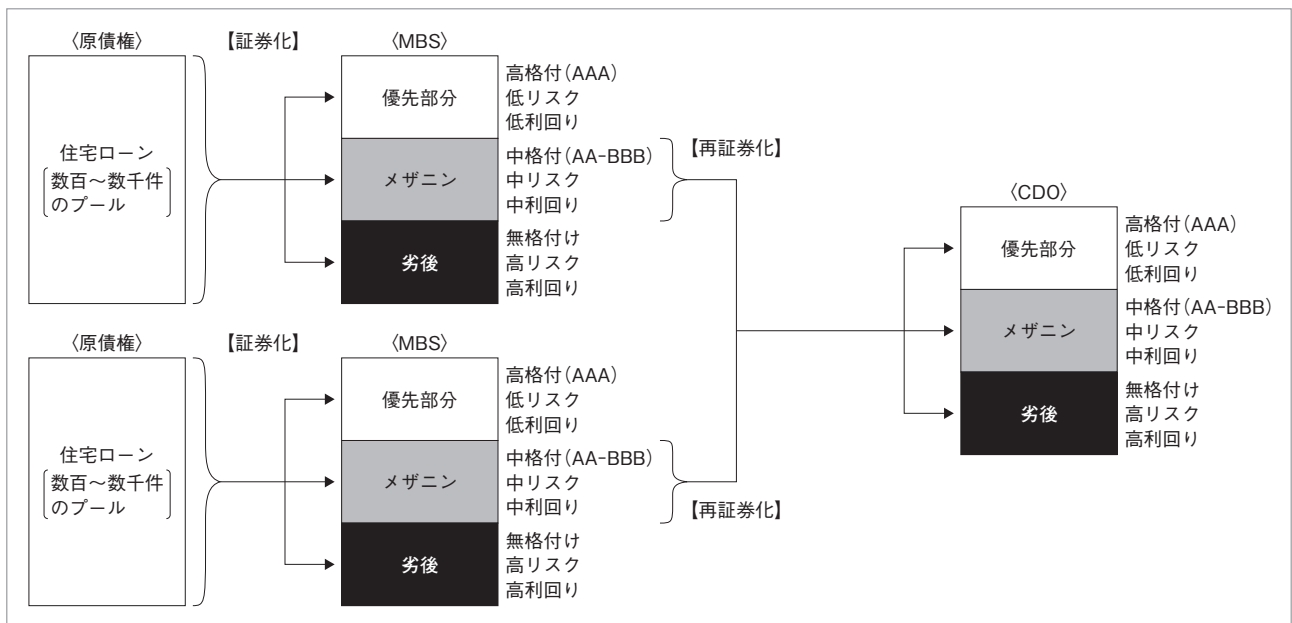
### 5. GSE 危機 (2008 年 7 月～ 9 月)

ベアー・スターンズの無秩序な破綻が回避されたことから、「大き過ぎて潰せない (Too big to fail)」という当局による救済スタンスが確認できたと市場には一時的に安心感が漂った。しかし、住宅価格の下落は止まらず、より広範な金融システムのリスクが蓄積していた。

アメリカの住宅市場で圧倒的な存在、それがファニーメイとフレディマックという 2 社の政府支援企

業 (Government Sponsored Enterprise : GSE<sup>※24</sup>) である。住宅バブルの時期に民間にシェアを奪われたものの、概ね 10 兆ドルの残高規模があるアメリカの住宅ローン市場において、その半分の 5 兆ドルをこの 2 社が占めていた。両社は直接債務者に資金を融資するわけではなく、法律により、民間金融機関が融資した住宅ローンを買取る第二次市場業務 (Secondary Market Operation) で、市場に流動性を供給している。両社の資金調達手段には、ALM<sup>※25</sup> リスクを伴う社債 (GSE Debt) と、証券化して ALM リスクを投資家に移転するパススルー債 (Agency MBS) があり、それらの合計が 5 兆ドル、うち 1.5 兆ドル (2008 年当時) は中央銀行を含む海外の投資家が保有していた。

図 8 優先劣後構造による証券化



「サブプライム問題の正しい考え方」(中央公論新社、2008 年) 91 ページより

※ 24 両社は特別法により設立され、政府から政策目標の遂行を義務付けられていた半面、株式会社として株主利益の追求も要請されるという構造的な問題を抱えていた。  
 ※ 25 Asset Liability Management (資産と負債の総合管理) の略。住宅ローンは金利が低下すれば繰上償還が増加する傾向にあるが、将来の金利を見込むことは困難であり、満期一括償還社債 (Straight Bond : SB) で資金調達した場合には、期間のミスマッチが生じる。

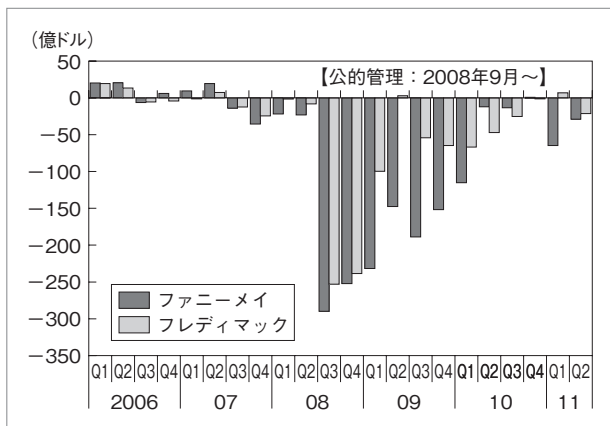
両社の発行したこれらの負債には連邦政府の保証は付されていない<sup>※26</sup>。しかし、投資家は、いざとなれば連邦政府が救済してくれるはずだ、という「暗黙 (Implicit)」の政府保証を信じていた。5兆ドルの負債に対し、両社の自己資本は当時、合計で800億ドルに満たなかった<sup>※27</sup>。

景気の減速に伴い失業率も上昇し、サブプライムほどではないにしても、プライム層の延滞率も上昇していった。更に、住宅価格の下落により、かつては9割近かった差押物件からの回収率が急激に低下していった<sup>※28</sup>。そうした中、2008年7月に両社の経営危機説が流布し、両社の株価が急落した。両社の突然死は世界的な金融危機の引き金になると懸念したブッシュ政権は、急遽7月30日に「住宅経済復興法<sup>※29</sup>」を成立させ、同法に基づき、9月6日に両社を公的管理下 (Conservatorship) に置いた。

両社は公的管理下に置かれると同時に、経営陣は追放され、株主の権利は停止された。米財務省は優先株購入契約を通じ、債務超過に陥らないように各決算期末の欠損相当額について公的資金を注入することとなっており、2011年第2四半期までに累計で約1,700億ドルの公的資金が注入された<sup>※30</sup>。しかし、納税者への負担が高まるにつれ、共和党を中心に両社の廃止を求める声が強まり、2011年2月に米財務省は、両社の段階的縮小・廃止を柱とする住宅金融市場の改革案を提出した。

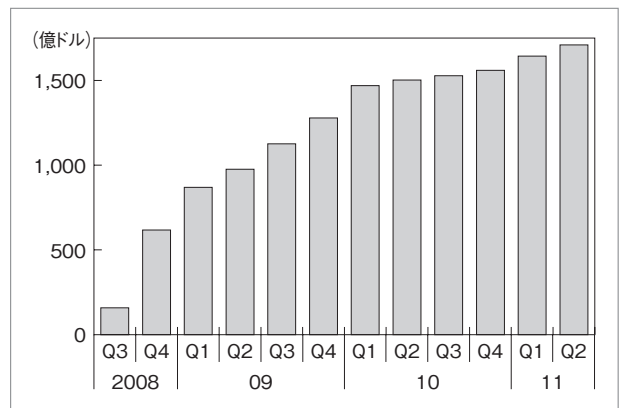
しかし、民間の証券化市場が壊滅的な状況が続く中、アメリカの住宅金融市場における両社の役割は一層重要になっており<sup>※31</sup>、改革案の実施には十分な移行措置が必要とされている。また、同案を実施するためには法制化が必要であり、そのアプローチを巡り、共和党内でも意見が分かれており、民主党

図9 両GSEの四半期決算推移



(注) 米財務省への優先株配当支払を除く  
(資料) ファニーメイ、フレディマック

図10 両GSEへの公的資金注入額(累計)



(資料) ファニーメイ、フレディマック

※26 Agency MBSのうち、ジニーメイ (政府抵当金庫) のMBSには明示的な連邦政府の保証が付与されている。  
 ※27 両社は預金金融機関ではないので、いわゆるBIS規制の対象ではなかった。当時、両社の自己資本基準は、OFHEO (連邦住宅金融公社監督局) が設定しており、基本的に、オンバランスの資産残高の2.5%+オフバランスのMBS保証残高の0.45%とされていた。  
 ※28 ファニーメイの決算資料では、2005年の87%から2011年第2四半期は55%まで低下。  
 ※29 Housing and Economic Recovery Act of 2008  
 ※30 米財務省からの両社への資本注入枠は2012年末までは無制限、2013年以降は4,000億ドルとなる。議会予算局 (CBO) は、2010年秋に、両社への資本注入は最大3,630億ドルとする報告書を提出している

との摺り合わせは難航が予想されている。一部には超党派的な合意を目指し、現状に近い改革にとどめる法案<sup>※32</sup>も提出されているが、本稿執筆時点では審議に付されていない。

## 6. リーマン・ブラザーズ破綻 (2008年9月)

ファニーメイとフレディマックが公的管理下に置かれたことで、再び市場は Too big to fail の原理が適用されたと認識した。しかし、危機は更に進行していた。

ベアー・スターンズ同様、リーマン・ブラザーズも、サブプライムの証券化商品を多く抱え、資金繰りに窮していたが、同社についても、最後は連邦政府が支援してくれるはずだ、と市場は期待した。しかし、当局にしてみれば、いつまでも救済を続けることは、モラルハザードを生む懸念があった。11月に大統領選挙も控え、納税者に不評な公的資金による金融機関救済を続けることは避けたいという思惑も働いた。最終的に、同社の財務内容が余りに悪く、支援は困難という結論に至り、9月15日に、同社は連邦破産法第11条を申請、破綻した。

これにより、システムック・リスクを顕在化させてしまった。市場の救済期待は裏切られ、ワコビア、ワシントン・ミューチュアル等の大手金融機関が次々に破綻、投資銀行第3位のメリル・リンチはバンク・オブ・アメリカに買収され、同1、2位のゴー

ルドマン・サックスとモルガン・スタンレーは、銀行持株会社に業態転換した。米保険最大手のAIGはCDS<sup>※33</sup>の保証債務が巨額なため、連鎖破綻回避のためニューヨーク連銀の支援を受けたが、9月29日には、銀行の不良債権を公的資金で買い取る法案「緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act of 2008: EESA)」が下院で否決され、同日、ダウは777.68ドルという史上最大の暴落を記録した。カウンターパーティーリスクが高まり、金融仲介機能が麻痺し、実体経済をも急激に冷えこませることとなった。

リーマン・ショック後、アメリカのGDPは、2008年第4四半期に年率換算で前期比▲8.9%、2009年第1四半期も▲6.7%と厳しい落ち込みを示し、失業率も一時10%を超えた。アメリカ経済の落ち込みは日本の輸出産業に打撃を与え、また、金融市場の逼迫は、欧州においてはクロスボーダー資金の引き上げを通じて周辺国の資金繰りを悪化させ、ラトビアやハンガリーはIMFの支援を受けるに至った。

## 7. 政策対応と景気回復 (2008年9月～2011年6月頃)

リーマン・ショックにより、世界経済は戦後最悪の危機に陥ったが、大恐慌の教訓を踏まえ、G20等の場を通じて各国が政策協調を取り、財政政策・金融政策を総動員することで、大恐慌の再来は回避さ

※31 両社の重要性は、単に住宅市場への資金供給という側面に止まらず、既に融資された債務者の返済条件変更においても一層脚光を浴びている。2009年2月にオバマ大統領が打ち出した Home Affordable Modification Program (HAMP) に加え、同3月に導入された Home Affordable Refinance Program (HARP) でも、足下まで89.4万人の借り換えを促進してきたが、2011年10月に、HARPの適用条件を緩和（融資率125%の上限の撤廃、一部手数料の軽減等）し、個人消費を刺激する政策をオバマ大統領がネバダ州で発表している。

※32 両社の重要性は、単に住宅市場への資金供給という側面に止まらず、既に融資された債務者の返済条件変更においても一層脚光を浴びている。2009年2月にオバマ大統領が打ち出した Home Affordable Modification Program (HAMP) に加え、同3月に導入された Home Affordable Refinance Program (HARP) でも、足下まで89.4万人の借り換えを促進してきたが、2011年10月に、HARPの適用条件を緩和（融資率125%の上限の撤廃、一部手数料の軽減等）し、個人消費を刺激する政策をオバマ大統領がネバダ州で発表している。

※33 Credit Default Swap の略。債務のデフォルトに対する保険の一種。多くは相対（あいたい）で取引された。



れた。

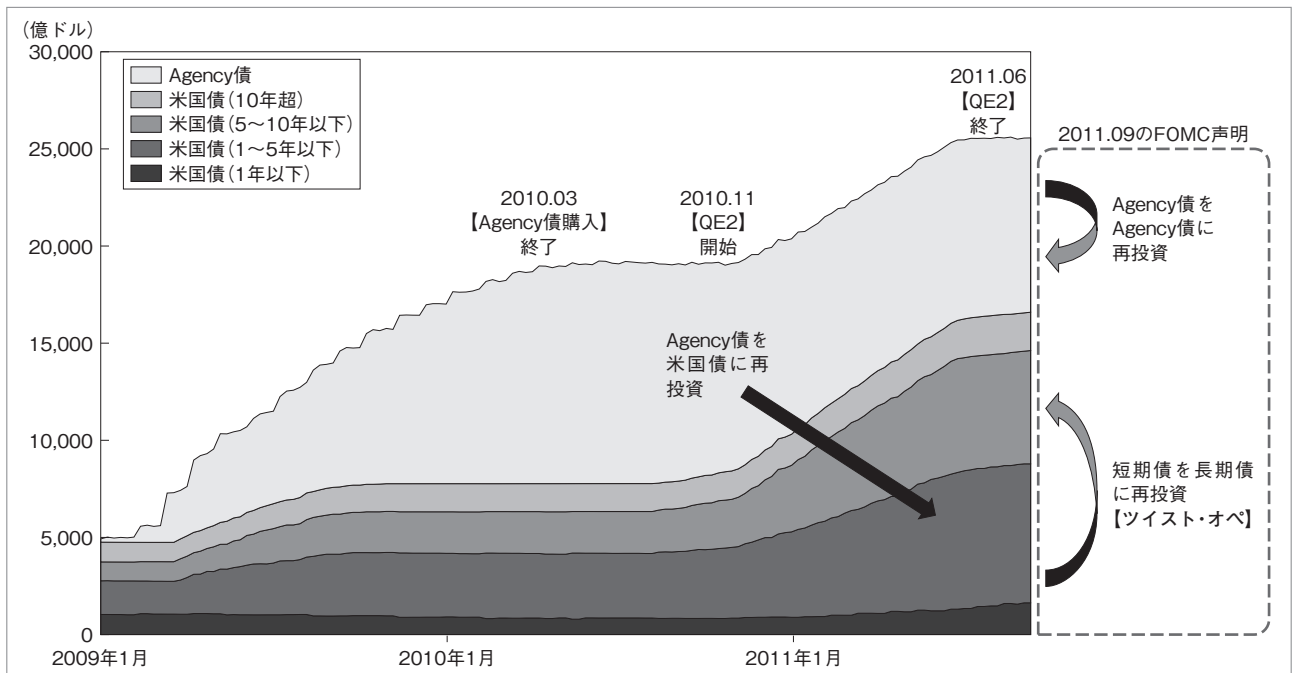
まず、ダウの暴落の引き金となったEESAについては、連邦議会も市場の動揺を認識し、10月3日に再審議され可決、7千億ドルの公的資金を活用した不良債権の買い取りプログラム、TARP (Troubled Assets Relief Program) が利用可能となった。条文の拡大解釈で、不良債権の買い取りでなく、銀行への資本注入に2千億ドル強が充当され、後に自動車産業救済や住宅ローンの返済条件変更にも転用された。

2009年1月には民主党のオバマ氏がアメリカの大統領が就任し、翌2月には7,872億ドルの景気刺激法 (The American Recovery and Reinvestment

Act of 2009: ARRA) を成立させた。銀行への公的資金注入に加え、銀行間取引への保証や預金保険の拡大等の財政支援は欧州各国でも措置されている。

一方、金融政策については、アメリカではFRBが2008年12月に政策金利を0～0.25%のレンジとする実質的なゼロ金利政策を導入、各国の中央銀行も大胆な金融緩和を実施した。政策金利の低め誘導という伝統的金融政策に加え、FRBは、2009年1月から1兆2,500億ドルのAgency MBSの購入、3月から3千億ドルの米国債の購入という非伝統的金融政策も導入した。米国債の購入については、2010年11月に6千億ドルの積み増しを発表した (いわゆる量的緩和第2弾: QE2<sup>\*34</sup>)。

図 11 FRB の保有有価証券の内訳



(資料) FRB

\*34 Quantitative Easing の略。FRB は Agency MBS の購入については、当初、2000 年代の日銀の量的緩和と対比させ、特定の市場の機能回復を目指した信用緩和 (Credit Easing) という用語を用いていた。日銀の量的緩和はバランスシートの右側 (負債サイド) の積み増しを追求したのに対し、FRB の信用緩和はバランスシートの左側 (資産サイド) に注目したもの、とされる。これに対し、日銀は、包括的金融緩和という概念を持ち出したが、QE2 という用語が一般化した中では区別する意義は低下したとも見られる。

QE2については、投機マネーの流入で一次産品価格の高騰を招いたという批判が根強い一方、株式等の資産価格上昇を通じた個人消費の下支えに貢献したと見る向きもある。QE2は2011年6月に終了し、その直後の7月からギリシャ危機の再燃や米国連邦政府債務上限問題の噴出で景気失速懸念が強まり、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）ではツイスト・オペ<sup>※35</sup>の導入を表明したが、10月4日の議会証言でFRBのバーナンキ議長は更に追加的な金融緩和策について言及している。

なお、金融システム不安払拭のため、アメリカでは2009年5月に大手金融機関に対するストレステストの結果が公表され、必要とされる資本の額が想定範囲内に収まったこともあり、市場の不透明感が後退した。

これらの政策対応の効果もあり、2009年6月に

はアメリカの景気後退（Recession<sup>※36</sup>）は終了し、以降、2009年第3四半期から、2011年第3四半期まで9四半期連続でプラス成長を維持している。

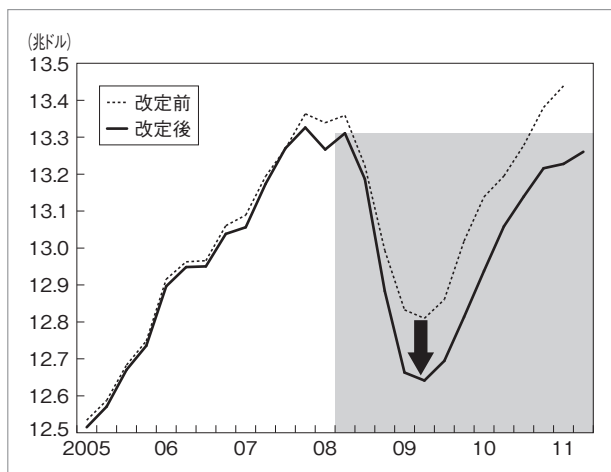
ただし、2011年7月の遡及改訂により、前期までの数字では2011年第1四半期にはリーマン・ショック前の水準を回復しているとされた実質GDPが、第2四半期になっても回復していないことが判明し、かつ、第1四半期の年率成長率が1.9%から0.4%へと1.5%も引き下げられたことで、アメリカ経済の失速懸念が強まった<sup>※37</sup>。

## 8. 金融規制改革と証券化市場

金融危機への反省から、世界的に金融規制を強化する動きが活発になっている。震源地のアメリカでは、2010年7月21日に「2010年ドッド・フランクウォール街改革及び消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010<sup>※38</sup>、以下「ドッド・フランク法」と表記）」が成立し、大恐慌以来となる抜本的な金融改革が進行中である。一方、国際的な動きとしては、バーゼル銀行監督委員会による銀行の自己資本規制の強化をはじめとする、いわゆるバーゼルⅢの導入が合意されている。

今回の金融危機の問題の所在は、単純化して言えば、①金融商品、②金融機関、③監督体制、に分類できる。そして、金融危機の再発防止の観点からは、各段階における規制の強化が打ち出されている。

図12 米実質GDP（2005年価格）の推移



(資料) 米商務省

※35 ①満期3年未満の米国債4000億ドルを満期6～30年の米国債に振り替える（ツイスト・オペ）、②償還されるAgency債については、米国債ではなく、Agency債に再投資することを決定した（反対票3）。これにより、長期金利の低下、特に住宅ローン金利の低下を促すことを意図したものと見られる。

※36 National Bureau of Economic Researchの定義による。

※37 その後、第3四半期GDPの一時速報は前期比年率2.5%のプラスと、プラス幅が拡大した。しかし、実質可処分所得は低迷し、貯蓄率も低下しており、プラス成長の持続可能性には疑問が残っている。

※38 Public Law 111-203

まず、①の金融商品について言えば、証券化商品の情報開示の強化や、住宅ローンに係る顧客説明の強化、あるいはデリバティブの規制強化等が挙げられる。証券化商品については、安易な格付け依存からの脱却の方向性も打ち出されている。

次に、②金融機関については、コンプライアンスを含むガバナンスの観点からの規制強化と、財務体質の強化に大別できる。「金融資本主義」という言葉に象徴されるように、投資銀行を中心とした高額報酬に世間の批判が集まり、短期的利益を追求する余り長期的なリスク管理を疎かにしないよう、インセンティブの体系を是正する動きが各国で見られる。また、高いレバレッジをかけて市場性の資金に調達を依存した結果、流動性の蒸発 (Evaporation of Liquidity) がソルベンシー危機 (Solvency Crisis) へと繋がったことへの反省として、バーゼルⅢにおいて、流動性と資本の強化が打ち出されている。また、金融には景気循環増幅効果<sup>※39</sup> (Procyclicality) があることから、これを緩和するための追加的自己資本 (Counter-cyclical Buffer) の導入も検討されている。

更に、金融業務が複雑化し、国際的な資本移動が

活発になる中で、③の監督体制については、個々の国における監督体制の強化に加え、国際的な金融監視の強化の必要性も認識されている。また、個々の金融機関の財務内容を監視するマイクロプルーデンス政策に加え、金融全体でのリスク量の蓄積のモニタリングのような、マクロプルーデンス政策<sup>※40</sup>の重要性も広く認識されてきた。

これらの金融規制強化は、金融機関の過度なリスクテイクを抑制して金融システムを安定化させることを目的としているが、現在、金融業界から強烈的な巻き返しを受けており<sup>※41</sup>、アメリカでは、共和党議員の抵抗で、実施が遅れている規制もある。

なお、アメリカの証券化市場は、Agency MBSを除き、凍り付いたままであり、日本においても、機構 MBS 以外の市場は発行が低迷している。これには、証券化商品に対する新しい規制の方向性は出たものの、具体的な指針が定まっていない中で、投資家のスタンスが厳しいことが主な要因となっている。アメリカでは、証券化市場を代替する商品としてカバードボンドの導入を目指す法案<sup>※42</sup>も上程されているが、まだ成立には至っていない。

### コラム カバードボンドとは

カバードボンド (Covered Bond) は、直訳すれば「担保付債券」であるが一般的には欧州において、住宅ローンや公共団体向け融資等を担保として発行される金融債のことを指す。18世紀～19世紀に欧州主要国で制度化され、欧州カバードボンド協議会 (European Covered Bond Council : ECBC) によれば、その発行

残高は2010年末現在で2兆5,009億ユーロに上り、2011年3月時点では欧州内では27カ国で法律が整備されている。

ドイツのファンドブリーフ債 (Pfandbrief) や、フランスのオブリガシオン・フォンシエール (Obligations foncières)、スペインのセデュラス・イポテカリアス

※39 よく「銀行は晴れた日に傘を貸して、雨が降ると取り上げる」と批判されるが、景気のよい時には融資を拡大して景気を過熱させバブルを発生させ、バブルがはじけると一斉に融資を引き締めて景気後退を深刻化させる傾向にあったことから、景気のよい時に追加的な自己資本を要求して景気の過熱にブレーキをかけ、景気が悪化した場合にこれを取り崩させて貸し渋りを緩和することを目的としたもの。

※40 マクロプルーデンス政策の詳細については、翁 (2010) を参照。

※41 格付け依存からの脱却について、BaselⅢとの不整合を指摘する声もある。

※42 H. R. 940 US Covered Bond Act of 2011

(Cédulas Hipotecarias) 等が代表的な銘柄として知られている。

カバードボンドの法的枠組みは国により若干異なるが、ベンチマークと言ってよいドイツのファンドフリーフ債を例に取れば、担保の原債権となる資産は銀行のバランスシートに計上され（オフバランス化されず）、投資家への弁済は発行銀行の信用力に依拠しつつ、万一発行銀行が破綻した場合は、担保資産が発行銀行から分離（Asset Segregation）され、当該資産からのキャッシュフローが投資家に充当される。かつ、万一、当該資産からの弁済が十分でない場合は、不足分について、一般債権者と同順位（パリパス）で請求権を有する、デュアル・リコース（二重の請求権）が最大の特徴である。

証券化の場合は、オリジネーターが原債権の信用リスクから解放されることから、十分な審査を行わずに貸した＝モラルハザードを惹起したという批判が根強い。これに対し、資産をバランスシートに抱え続け、オリジネーターが信用リスクを負担し続けるカバードボンドにおいては、モラルハザードの問題を惹起し難い点が高く評価されている。

ただし、カバードボンドはその投資家を強く保護する枠組みであり、発行体が預金金融機関の場合は、当該金融機関が破綻した場合に、担保資産がカバードボンドの投資家への弁済に充当されるために、預金者（を代位する預金保険機関）の権利を侵害する（いわゆる

Structural Subordination）。

このため、新規に立法を検討しているアメリカやオーストラリアでは、カバードボンドの発行限度額を預金や資産規模の4～10%に限定する方向で議論が進んでいる。既存の倒産法制との整合性が新規立法の最大の課題であり、日本でもいくつかの検討会が開催されているが、ファンドフリーフ債型の立法はハードルが高いと見る向きが多い。

なお、デンマークを除き、カバードボンドは満期一括償還債（Bullet Bond ないし Straight Bond）として発行される。このため、日本やアメリカのような、繰上償還違約金なしの長期固定金利型住宅ローンの資金調達手段とする場合は、ALM リスクが残存することになる。アメリカではファニーメイ廃止後の住宅金融制度を代替する手段として期待され、新規立法が提案されたものの、欧州とは住宅ローンの商品性が違い、アメリカの現実に照らすと代替困難という認識が深まり、2011年2月の米財務省の改革案でも否定的なコメントが付されている。

また、欧州の側でも、新規の法制度が導入される国において、従来の欧州では対象資産として認められなかったような資産が加えられていることに懸念を抱き、欧州のブランド力を維持するために、Labeling Initiative が提唱されている。これはワインにおける AOC<sup>※43</sup> や DOCG<sup>※44</sup> のような自主認証（Self-Certification）制度と考えてよいと思われる。

表 1 民間証券化とカバードボンドの比較

	民間証券化	ファンドフリーフ
担保資産	オフバランス	オンバランス
信用リスク	投資家に移転	発行体が負担
モラルハザード	起こり易い	起こり難い
返済困難者対策	困難	容易
市場環境	壊滅的	健全
ALM リスク	投資家に移転	発行体が負担

## 9. 財政悪化とアメリカの連邦政府債務上限問題

リーマン・ショックにより、アメリカ経済は大不

況（Great Recession）に陥ったが、果敢な政策対応により、大恐慌（Great Depression）への転落は回避された。しかし、EESA と ARRA だけでも1兆5千億ドル近い財政出動となり、連邦政府の債務が膨らんだ。

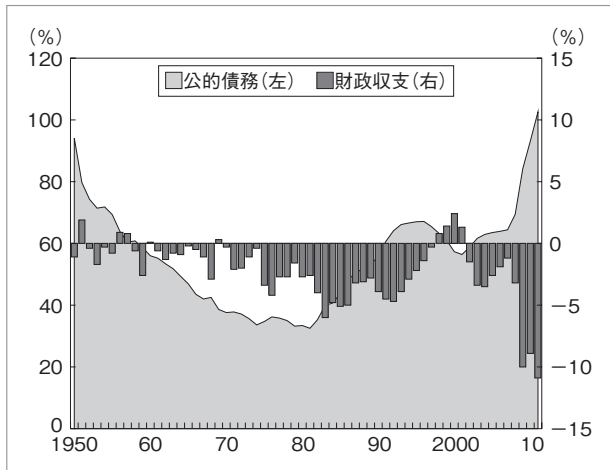
アメリカで閉塞感が強まっている理由の一つに、政策決定能力の低下が指摘されている。元来、経済活動に対する政府の関与は最小であるべきとする共

※ 43 Appellation d'Origine Contrôlée. 原産地呼称統制の意。

※ 44 Denominazione di Origine Controllata e Garantita



図 13 アメリカの財政収支と公的債務の対 GDP 比



(資料) OMB

和党と、黒人やヒスパニック等のマイノリティーも含めた社会的公平の実現のためには一定の政府関与は必要とする民主党の基本的な政策の違いがある中で、2010年11月の中間選挙で共和党が下院の多数を占め、上院及び大統領府と「ねじれ現象」が生じている。その中間選挙で共和党が躍進した原動力となったのが「茶会党」と呼ばれる保守層の台頭で、雇用情勢の改善が遅々として進まない中、オバマ政権の経済運営に対するアメリカ国民の苛立ちが投票行動となって表れた。その党派対立が最も先鋭化したのが、連邦政府債務上限問題である。

アメリカの連邦政府債務上限は2008年に10兆ドル台に引き上げられ、直近では2010年2月12日に14兆2,940億ドルに引き上げられていた。しかし、アメリカでも高齢化が進行する中で社会保障関連費が増加を続け、景気の低迷から税収も伸びず、財政赤字が慢性化する中で、財政赤字の縮減方法について、両党間の対立が深刻化した。共和党は、オバマ政権の景気刺激策は効果がないと主張し、財政支出の削減を要求し、民主党は、高額所得者や大企業へ

の課税強化で対応すべきと主張、折り合いがつかない中で、2011年5月に債務上限に達し、以後、綱渡りの資金繰りが続いた。最終的に8月2日に合意し、米国債のデフォルトは回避されたが、リーマン・ショック後の金融危機対応・景気刺激による財政悪化は、欧州でも深刻化していた。

## 10. ギリシャ問題と欧州ソブリン危機

欧州では、地域経済の統合を背景に、クロスボーダーでの貸出も活発で、かつ、ホールセール市場での資金調達依存度が高く、銀行間の関係がアメリカよりも複雑であった。また、銀行セクターの相対的規模も日米より大きく、金融危機対応で銀行支援が膨らんだことで、欧州の一部の国（アイルランドが典型）では、政府の負担が過重になった。一方、ギリシャでは、政権交代により、かつての財政赤字の額が修正され、それが国際社会からの不信感に繋がり、新たな借入れのコストが急騰した。ポルトガルでも、景気の低迷で税収が伸びず、財政赤字が拡大するなど、要因は多々あるが、総じて、市場のリスクが国（ソブリン）に移転する形で、欧州のソブリン危機は深刻化した。

表 2 主要国の銀行資産と GDP (2010年) 等 (兆ドル)

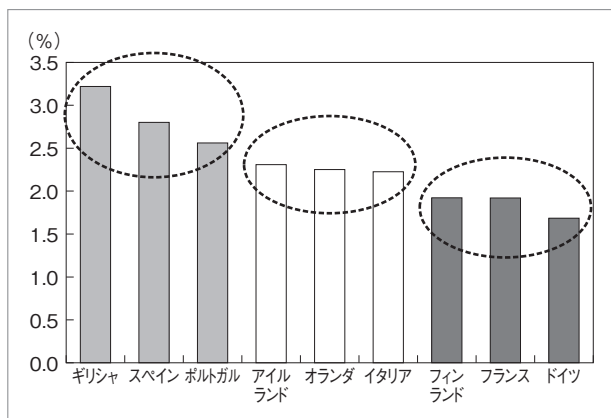
	GDP (A)	銀行資産 (B)	(B)/(A)	域外貸出 (C)	(C)/(A)
世界	62.91	100.13	159%	31.94	51%
アメリカ	14.53	14.34	99%	5.85	40%
日本	5.46	11.28	207%	1.10	20%
欧州	15.16	41.68	275%	15.36	101%
ドイツ	3.29	4.98	152%	2.12	64%
フランス	2.56	7.84	306%	1.83	71%
イギリス	2.25	12.11	538%	3.72	165%
イタリア	2.06	3.07	150%	1.16	57%
スペイン	1.41	2.83	201%	0.87	62%

※域外貸出は BIS 報告銀行のみ、2011年3月末現在。  
(資料) IMF 「Global Financial Stability Report」 2011年9月、BIS Consolidated Banking Statistics より

特に、日米と異なり、欧州は単一通貨ユーロが導入され、ユーロ圏では金融政策はECB（European Central Bank:欧州中央銀行）に一元化されており、一部の国で景気が悪化したからといって、全体としてインフレ基調にあれば金融緩和で景気刺激をすることができない。逆に、今世紀初頭は、ドイツの不景気に引っ張られる形でECBの政策金利は低めに誘導されていたが、その間、南欧諸国では物価上昇が続いており、それらの国では本来は金融を引き締めるべき状態にあった。しかし、金融政策がECBに一元化されていたため、南欧諸国では過剰流動性が発生し、かつ、賃金も上昇したため、労働生産性が低下を続け、経常収支も赤字が継続した。

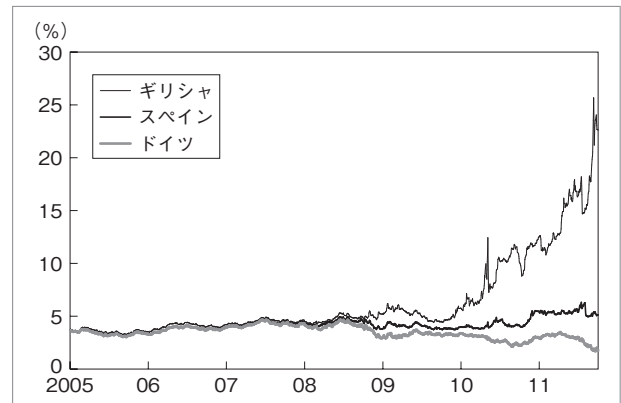
そもそもユーロ圏が最適通貨圏であるかについては議論がある。財政政策は各国に帰属する一方で、金融政策がECBに一元化された状態が問題の根源であるものの、本来の最適通貨圏として労働市場が流動的であれば、財政移転なしでも調整は可能であった。しかし、現実には、ギリシャの労働者がド

図 14 欧州の消費者物価上昇率 (2000年1月~2011年8月の平均)



(資料) Eurostat

図 15 欧州の長期金利 (10年国債)



(資料) Bloomberg

イツで働くことは言語の障壁や技能面でも困難であり、本来禁止されている財政移転なしに通貨統合を維持するのが難しくなっている。一方で、財政負担による南欧諸国支援については、ドイツを中心に反対論が根強く、2011年7月に当面のギリシャ支援について合意した後も、火種は燻り続けている。

ギリシャの問題は、単にギリシャがユーロ圏を離脱すれば終わる話ではない。仮にユーロ圏を離脱して、統合以前のドラクマに戻したところで、既往のユーロ建ての債務の返済義務は残る。通貨ドラクマの切り下げで輸出競争力を回復しようとしても、ギリシャには経済を牽引するような輸出産業はなく、逆に既往のユーロ建て債務の負担が膨らみ、結局はデフォルトせざるをえなくなる。ギリシャ国債のデフォルトは、ユーロ構成国の国債のデフォルトであることに加え、それを保有するギリシャの銀行の損失拡大につながる。ギリシャ国債のデフォルトにギリシャの銀行の破綻が重なれば、それらに対するエクスポージャーを多く持つフランスやドイツ、イギリスの銀行の財務を圧迫する<sup>※45</sup>。また、ソブリン問題がスペインやイ

※ 45 ギリシャへのエクスポージャーが多いと見られた大手金融機関デクシア (Dexia) は 2011 年 10 月に株価が急落し、最終的には分割され、ベルギー・フランス・ルクセンブルグが債務保証を行うこととなった。このことは、一般的な破綻処理スキーム (Resolution Regime) の導入がなおも困難である現実を示したとも考えられる。

タリア等への周辺国にも拡大すれば、EFSF<sup>※46</sup>では持ちこたえられないという懸念も深まる。

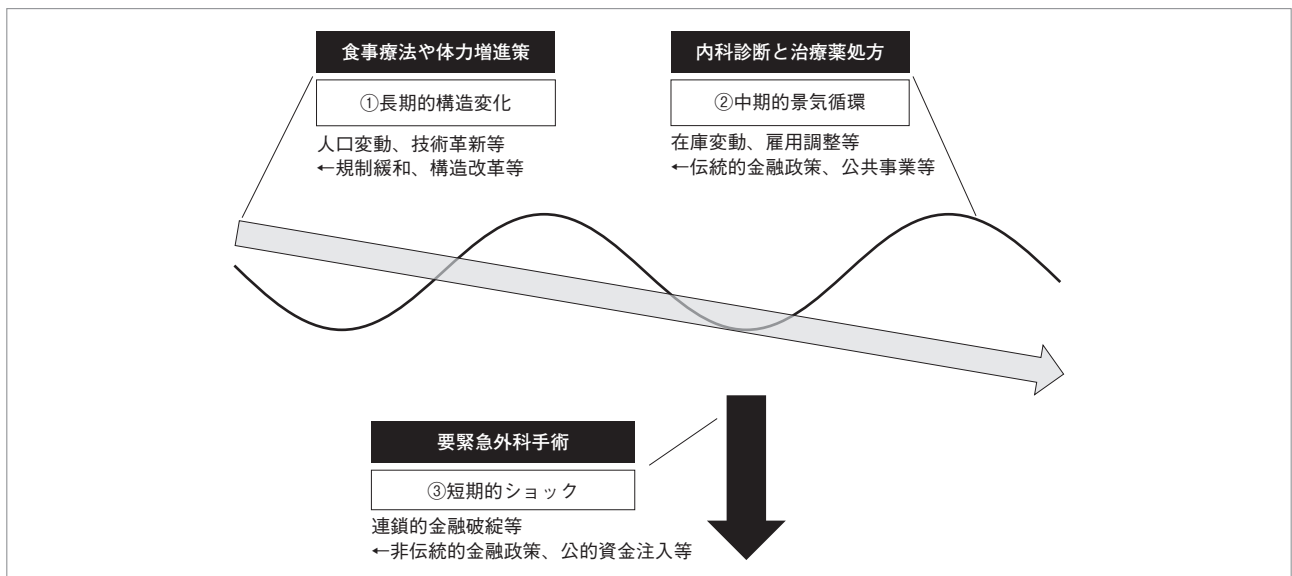
本稿執筆時点においては、①ギリシャ国債については、7月合意の21%のヘアカット（元本削減）を50%に拡大することで、民間投資家の負担を増やす一方、②ギリシャ国債の減損に伴う損失により金融システム不安が発生することを阻止するために、銀行の中核自己資本比率を9%に引上げ、必要なら1千億ユーロ程度の公的資金を注入し、③イタリアやスペインにソブリン問題が拡散しても対応できるよう、EFSFにレバレッジ<sup>※47</sup>をかけて実質的な規模を拡大する、方向で調整が進んでいる。

金融危機後、市場のリスクを政府に移転して時間稼ぎには成功したが、バブル崩壊の病巣を根治できなかったわけではなかった。今回の危機は、リーマン破綻という急性症状に、景気循環的な要素も加わったが、

世界経済の地盤の変化という構造的要素が底流にあった。急性症状に対する外科手術、景気循環に対する内科的処方に加え、構造問題については基礎的体力の回復・体質改善という自助努力が必要なのであるが、前の2つと比較すると、最後の部分は辛抱強い対応が必要な分野である。

現在の世界経済は、短期的には財政出動による景気の下支えが必要な一方で、中長期的には財政健全化による持続可能性への信任が必要という、二律背反する要請のバランスの上で揺れ動いている。拙速な財政再建を強行すれば、1937年～1938年のアメリカ、1998年の日本のように景気が二番底へ向かうリスクがある一方で、欧州を中心に、高齢化が進展する中で、現在の社会保障制度を含めた福祉国家的政策の見直しという痛みを伴う構造改革が必要な局面に差し掛かっている。しかし、有権者に不評な

図16 景気変動の要因と対応



※46 欧州金融安定化基金（European Financial Stabilization Facility）。2012年までの時限措置として4,400億ユーロ（IMFや関係国の支援分を含めると7,500億ユーロ）の流動性を供給するスキーム。2013年以降は、ESM（European Stabilization Mechanism）に引き継がれる予定。このEFSFを軸としたギリシャ支援パッケージに対し、国民投票（レファレンダム）を実施する、とギリシャのパパンドレウ首相が11月に発表し、市場を動揺させたが、すぐに撤回された。  
 ※47 損失を一部保証する案と特別目的会社（SPC）を設立する案が検討されていると報道されているが、本稿執筆時点では具体的スキームは公表されていない。

改革を断行する政治力が欠如している、というのがIMFのGFSRにおける分析である。高齢化の進展で、有権者の多数を高齢者が占める中では、高齢者に不利な構造改革を提案しても、民主主義の政治体制で

は成立しにくい。今回の金融危機では金融機関のモラルハザードが問題視されたが、足元のソブリン危機は、国民のモラルハザードに対する市場の警鐘とも解釈できよう<sup>※48</sup>。

### コラム 国際金融システムのトリレンマ

国際金融システムには、トリレンマ (trilemma) がある、とされる。「資金の自由な移動」と「為替の安定」、それと「国内金融政策の自由度確保」の3つを同時に満たすのは困難、という意味である。ジレンマ (dilemma) は2つ、トリレンマは3つの相互矛盾である。

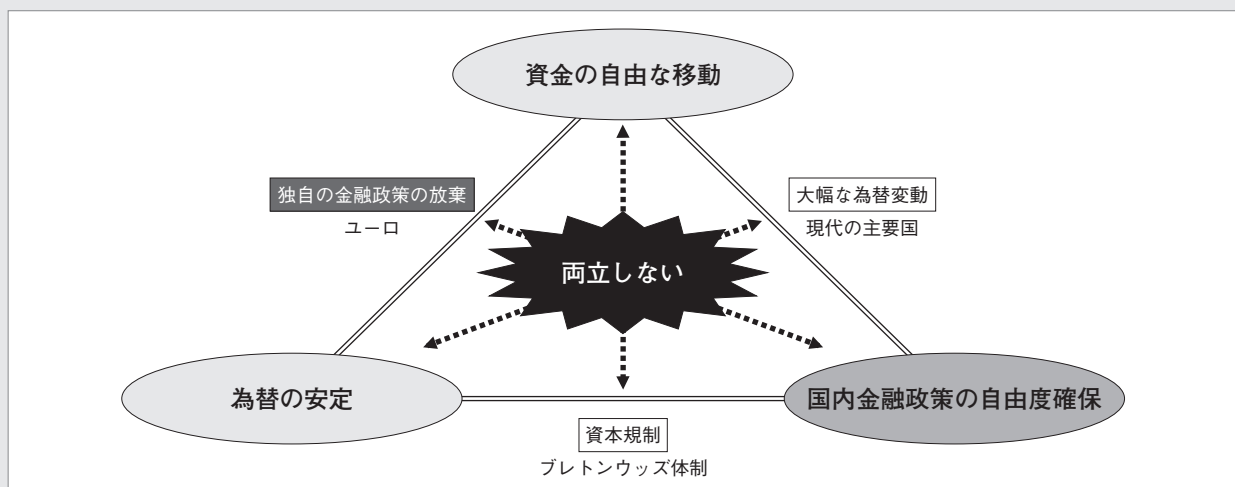
ユーロ圏は前者二つを選択して、金融政策をECBに一元化した。ユーロ加盟国の中央銀行は現在も存在するが、金融政策を決定する権限はない。しかし、結果的には、前述のようにこれが南欧諸国のバブルを誘発した。スペインの住宅価格の上昇率はアメリカよりも高かった。ヨーロッパの住宅バブルは統一通貨とそれを維持するための一元的な金融政策のために、各国が独自の金融政策を放棄した代償であったとも言える。

金融政策に自由度がない以上、景気変動に対しては財政政策が基本となるが、ユーロ圏の場合は、リスボ

ン条約により原則的に財政赤字は単年度3%まで、公的債務残高はGDPの60%までという縛りがある。これを達成できるような均質な経済情勢の国のみで統一通貨圏を構成していれば問題は発生しなかったであろうが、欧州北部の国々と南欧では格差がありすぎた。

欧州では、国境を越えた資本の移動が極めて活発であり、これが金融システムの不安定性の根源にもなっている。ギリシャ問題は最終的にはデフォルトしか選択肢がない、というコンセンサスはほぼ形成されつつあるが、それが欧州の銀行システム、そして実体経済に連鎖的に感染する影響度は、リーマン・ショックと比較しても、不透明性が高いと見られる。欧州の通貨統合が壮大な社会実験として終わるのか、今回の危機を乗り越えて新たな国際金融秩序構築の嚆矢となるのか、正念場を迎えている。

図 17 国際金融のトリレンマ



『通貨で読み解く世界経済』（中央公論新社、2010年）91ページより

※ 48 特に、欧州においては、ドイツの有権者がギリシャをはじめとする南欧諸国への支援に自らの税金を使うことへの抵抗感が強いことが指摘されてきたが、ドイツ連邦議会では9月29日にEFSFの拡充を承認した。統一通貨ユーロを巡っては、東西ドイツ統合後のドイツの強大化を封じ込めるという近隣諸国の意図があったと見る向きもある一方、二度の世界大戦を経て、ヨーロッパの統合に対してドイツとして一定の責任を負う意図の表れと見る向きもある。今回の投票結果は、後者の一つの事例として評価されるかもしれない。



## 11. 日本への影響

日本経済はバブル崩壊後、「失われた10年」とも呼ばれる長期的な低迷を続け、デフレ基調も継続した。少子高齢化という構造的要因に加え、リーマン・ショック、それに伴う景気循環要因が加わり、2009年第1四半期には、実質GDPが前期比年率▲17.8%という厳しい落ち込みを記録した。そこに、2011年3月11日の東日本大震災、そして東京電力福島第一原子力発電所の事故により、サプライチェーンの寸断や電力供給不安等、追加的な負荷がかかっている。

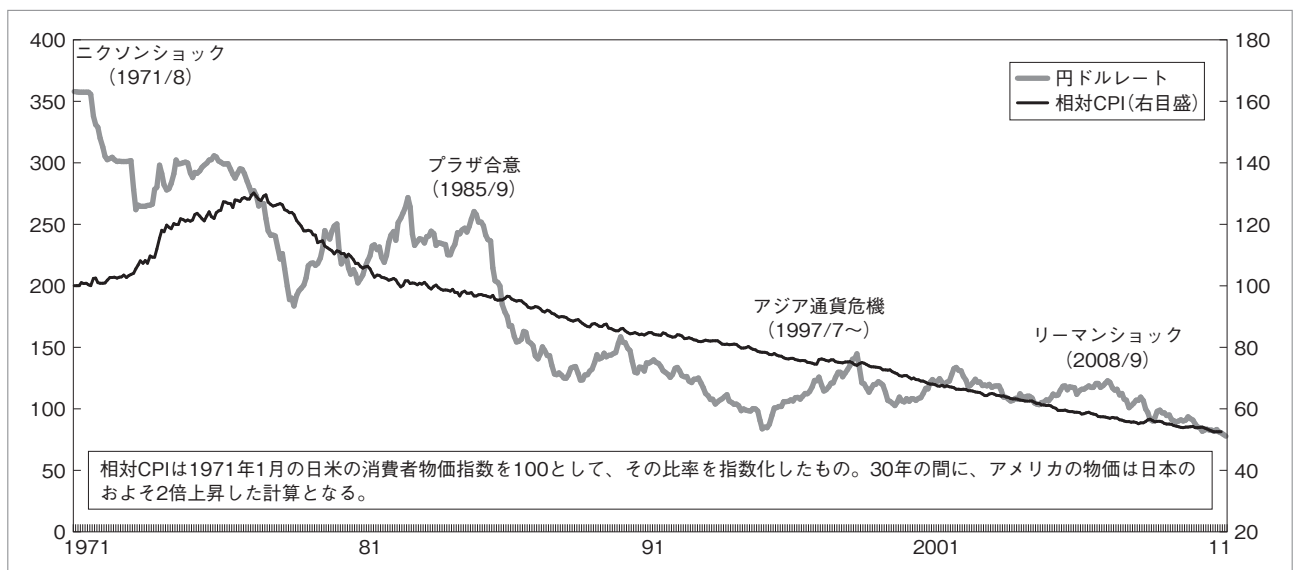
また、日本は、長期的に円高の影響も受け続けている。1985年のプラザ合意後、急激な円高に見舞われ、その円高不況対策としての景気刺激策が80年代後半のバブルを生じさせた。その後、1995年に円ドル相場は79.75円をつけ、アジア通貨危機の発生した1998年には140円台にまで下落したもの

の、金融危機後に安全資産としての円の魅力が高まり、デフレを通じた購買力平価上昇も相俟って、円高が進み、今年の東日本大震災直後には瞬間的に76円台前半まで買い進まれ、8月には一時75円台に突入した。新興国との厳しい価格競争の中で円高は日本の製造業の輸出競争力に悪影響を与え、産業の空洞化を加速しているとの批判も根強く、そのような批判に応えるべく、政府・日銀は2010年9月から2011年8月の間に7兆3,303億円の円売り・ドル買い介入を実施している。

しかし、アメリカの景気先行き懸念、欧州のソブリン問題の再燃の中、円高基調が緩和する気配がない。特に、アメリカが8月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、2年間程度低金利政策を維持すると発表したことで、為替との相関が強い2年国債の金利差が縮小し、更に円高圧力が加わった。

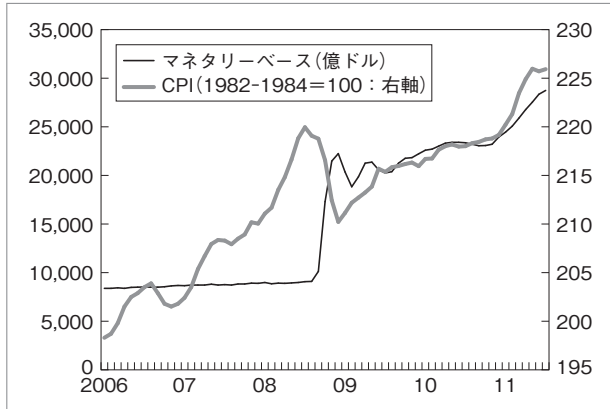
為替動向は、短期的には金利差で説明できる部分が多い(アセット・アプローチ)が、長期的には物

図18 円ドルレートと日米物価水準の推移



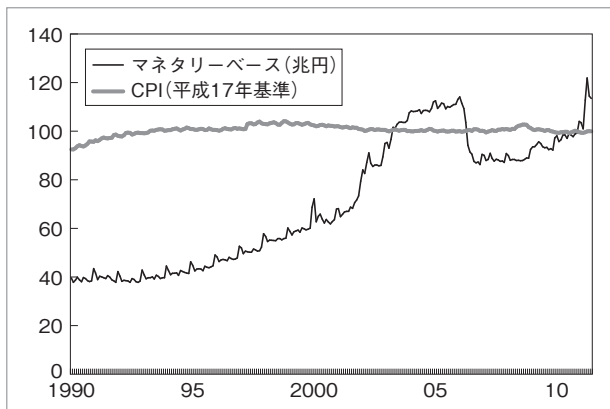
(資料) FRB、米労働省、総務省統計局

図 19 金融緩和と物価（アメリカ）



(資料) FRB、米商務省

図 20 金融緩和と物価（日本）



(資料) 日本銀行、総務省統計局

価変動の差に収斂する傾向にある（相対的購買力平価説）。詰まるところ、日本がデフレから脱却できるかが最大のポイントとなるが、日銀のバランスシート拡大のような「劇薬」に対しては慎重論も根強い<sup>※49</sup>。

アメリカでは QE2 を含む金融緩和でデフレへの転落を阻止できているが、日本ではマネタリーベー

スと消費者物価の動きに相関が観測されない。これが日本の金融緩和が不十分だからなのか、金融緩和ではデフレを阻止できないからなのかは、評価が難しいが、円高だからデフレになるという一方向の議論だけでなく、内需が弱いから国内の需給ギャップが埋まらず、結果として経常収支の黒字が継続し<sup>※50</sup>、円高圧力が続く、という側面も一定にはあると思われる。

## 12. 結びにかえて

今回の世界金融危機を、世界経済の覇権が欧米から新興国へ移行する過程で起こった事象と捉え、ドルを基軸通貨とする国際金融システムが崩壊して新しいレジームに移行するのは時間の問題と捉える向きもある。今年にはニクソンショックから 40 年の節目の年でもある。ドルは振幅を伴いながらも徐々に減価しており、米国債への投資スタンスを変更した国も一部にはあると言われる。しかし、リーマン・ショックや財政問題にもかかわらず、米国債の利回りは安定的に推移している。むしろ、危機が発生する都度、資金が米国に流入する「質への逃避」が起こっている。

「質への逃避」は、Flight to Quality の訳で、投資家がリスク回避行動をとることにより国債等の安全資産に資金が移動することを指す。金融危機がピークに差し掛かった 2008 年の 12 月には、米国債への需要が殺到したことから、10 年物の米国債の利回りは 2% 割れ寸前まで低下し、2011 年 9 月には

※ 49 岩田 (2011) のように、デフレは「貨幣的現象」であり、中央銀行がバランスシートを拡張して資金を供給すれば人々のインフレ期待が高まりデフレは解決する、という見解がある一方、翁 (2011) は、今回の金融危機対応における中央銀行のバランスシート拡張においては、超過準備への付利により、実質的に為替介入における不胎化と同様の効果があるとの見解を示している。

※ 50 東日本大震災後、原発事故の影響で代替燃料としての液化天然ガスの輸入が増加し、資源価格の上昇と相俟って貿易収支が悪化しているが、これは単に交易条件を悪化させているだけであり、それでデフレから脱却できたとしても、社会的厚生という観点からは意味がない。

遂に終値で2%を割った<sup>※51</sup>。一方で、ドルの信認低下を裏付けるかのように、実物資産の金の価格は史上最高値を更新し続けた<sup>※52</sup>。しかしながら、ユーロ圏はアメリカ以上に深刻な問題を抱えており、ユーロがドルに取って代わり基軸通貨となる可能性は当面、後退したと見られている。足下の市場の乱高下は、ドルに代わる基軸通貨を見いだせない中で、アメリカの先行きに対する不透明感が強まっていることの不安心理の反映でもある。

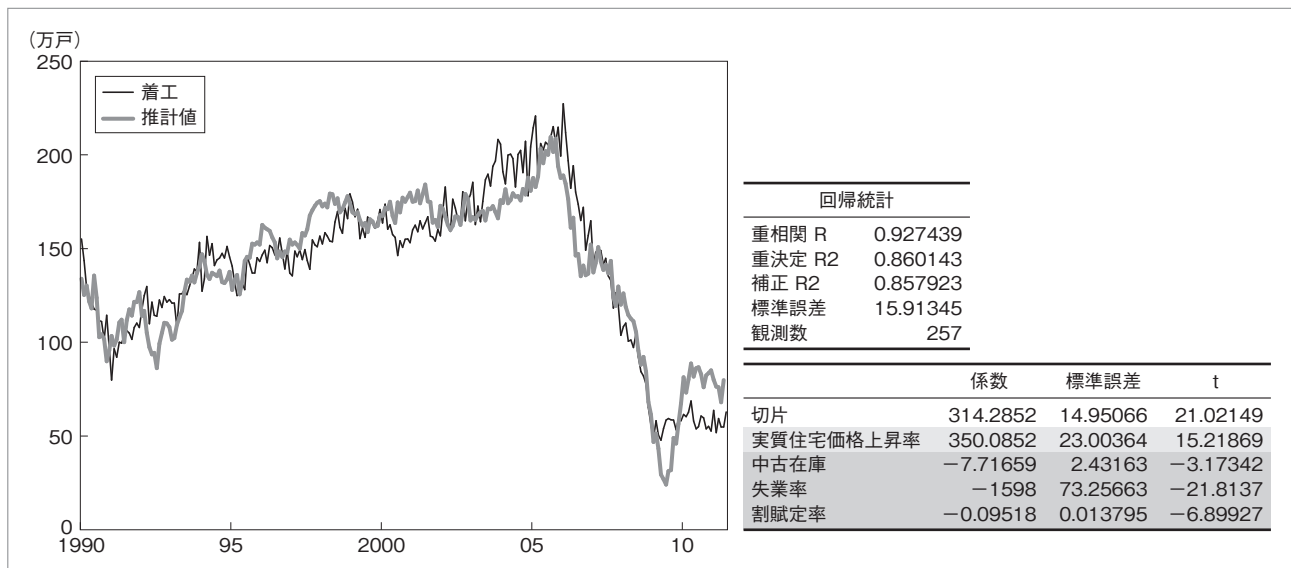
そのアメリカ経済の先行きを占う上で重要なのが、今回の金融危機の震源地となったアメリカの住宅市場の動向である。アメリカの新築住宅着工戸数は3年にわたり年率100万戸の台を割ったまま、超低空飛行を続けている。かつて、アメリカの着工戸数は年150万戸をベースに概ねプラスマイナス50万戸の範囲で推移してきたが、今回はボトムか

らのリバウンドが極めて緩慢となっている。

かつての回復期との最大の違いは、今回は住宅価格の大規模な下落を伴っている点にある。アメリカでは日本ほど新築志向が強くなく、市場規模としては中古の方が圧倒的に大きい（年率500万戸程度）。結果的に、新築住宅は中古住宅と競合することとなる。新築住宅の販売在庫は着工の減少に伴い史上最低の水準まで調整が進んでいるが、200万戸とも言われる差押物件が供給圧力となり、中古在庫が新築市場の頭を押さえている。

更に、2010年秋に発覚した差押（Foreclosure）の手続き上の瑕疵の問題で大手金融機関が差押を一時的に停止している一方で、いずれ問題が解決すれば投げ売りされる予備軍、いわば大量の「隠れ在庫」が積み上がっている。将来の需給緩和が見込める中、今、買い急ぐ必要はない、と買い控える人も多く、

図 21 アメリカの住宅着工戸数推計



(資料) 米商務省、米労働省、FRB、NAR より

※ 51 9月22日には1.72%まで低下した。なお、米国債の利回り低下には、期待インフレ率の低下が寄与している部分も大きい。

※ 52 ロンドン市場では、9月5日午前11時5分、1トロイオンス1,896.5ドルの高値をつけた後、9月26日午後には1,598ドルまで下げている。

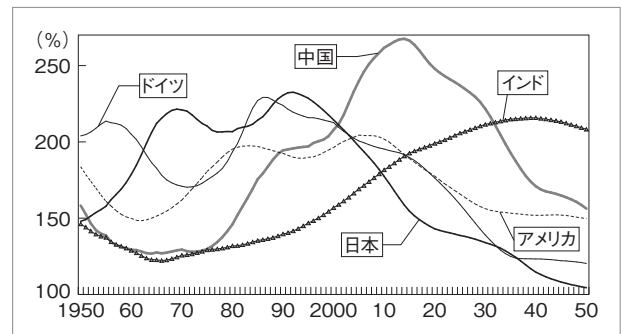
史上最低水準の低金利が住宅着工を刺激するに至っていない。更に、買いたいと思っても、銀行の融資審査基準が厳しさを極みにある中で、ローン審査が通らずに購入を断念する人も多い。アメリカの着工戸数を、消費者物価で割り引いた実質住宅価格、中古在庫戸数、失業率、金利の代理変数である割賦定率で回帰分析<sup>※53</sup>すると、図21のとおり、住宅価格が上がれば着工は増え、中古在庫、失業率、金利が上がれば着工は減る、という関係にある。差押の抜本的な抑制が功奏しなければ、着工は回復しないことになる。

また、アメリカでは戦後長らく住宅価格が上昇を続けたので、住宅価格は下落しない、有利な投資先だという「神話」があった。それが、今回の住宅バブルとともに崩壊し、住宅という資産に対する価値観が根本的に変化してきている可能性がある。一方で、アメリカの持家率は住宅バブル崩壊後低下を続けているが、その傾向はマイノリティーでより顕著であり、アメリカン・ドリームの特徴であるマイホームを巡る政策転換は社会の分断を加速するリスクも伴う。持家政策を放棄するのか、一定に維持し続けるのかは、民主党と共和党の間で政策スタンスが根本的に異なり、来年の大統領選挙まで方針は明確にならないと見込まれている。それまでは、住宅市場の本格回復は見込み難い。

今後はアメリカが「日本化」するのか、デフレを回避できるのかが鍵になる。アメリカは日本と違い、なおも人口が増え続けている<sup>※54</sup>。しかし、ベビーブーマーの大量退職を控え、生産年齢人口の比率はアメリカでも低下基調にある。

生産年齢人口比率の低下は日本独自の問題ではない。また、合計特殊出生率が話題になるが、同指数が日本より低い国は欧州やアジアにも多数ある。人口減少は急激には止めることができないが、一方で、一人あたりの生産性を高めて、その積であるGDPを維持することは不可能ではない。新興国への輸出に活路を見だしつつ、国内で顕在化してくる高齢者向け市場の需要をいかに取り組めるか、が当面の課題であろう。そのためには労働市場の弾力性が需要であり、個々人が変化する環境に対応する能力が問われている。医療や介護への需要が増えるからと言って、皆が医者になれるわけではないが、付加価値を創造するには、潜在需要を顕在化させる供給サイドの改革が必要なのも事実であろう。

図22 人口ボーナス



(注) 15～64歳人口のそれ以外の人口に対する比率  
(資料) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division . World Population Prospects: The 2010 Revision, (June 2011) より

今回の金融危機でも明らかになったように、問題を一挙に解決できる「魔法の杖 (Silver Bullet)」は存在しない。困難な現実にも真正面から向かい合い、地道に解決策を模索してきたのが戦後の日本であっ

※53 計測期間を1990年以降としたのは、データの制約と、同年に移民法が改正され、人口動態に不連続性が発生したためである。

※54 2000年～2010年の間、年平均で280万人増加している。



た。そして、東日本大震災を契機に、日本人の「絆」は強まったと言われる。それを震災前の状態への復

旧ではなく、次の世代への成長の基盤となる復興に向けたモーメンタムとする知恵が求められている。

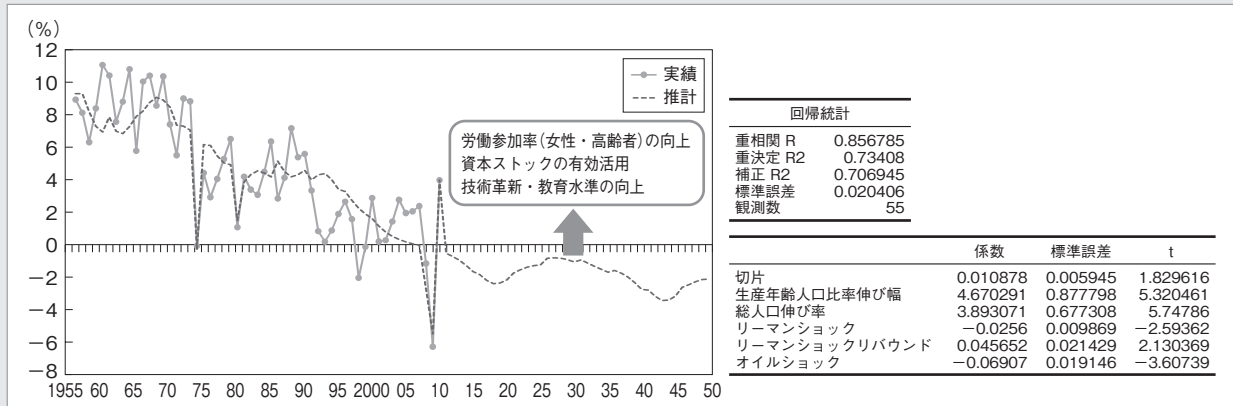
### コラム 経済成長と人口動態

昨今、人口動態が経済に与える影響について議論が喧しい。日本の住宅着工については、高度経済成長期とバブル期に二つのコブがあるが、これは図22の「人口ボーナス」と見事に一致する。そして、今後は生産年齢人口が減少するので、住宅市場の縮小は構造的なもので、高齢者向けに需要を開拓しないと経営環境は厳しくなる、という見方が存在する。一方で、住宅については建替需要が一定に存在するのも事実であり、人口動態で全てを説明するのは少々乱暴という見方も根強い。

より敷衍して、実質 GDP 成長率と人口動態について分析してみても、同様の結果が得られる。一般論として、

実質 GDP 成長率は、「労働投入量」「資本ストック伸び率」「全要素生産性<sup>\*55</sup>（≒技術革新）」に分解できる。図16との関連で言えば、「全要素生産性」が①の「長期的構造変化」、「労働投入量」と「資本ストック伸び率」が②の「中期的景気循環」、「リーマン・ショック」等のダミー変数が③の「短期的ショック」に置き換えられるとも考えられる。ここで、敢えて人口動態（とダミー変数）のみで解析すると、今後しばらくはプラス成長が望めないという、喜ばしくない結果が導かれる。難点は多々あるものの、図23の統計値は、ある程度有意な説明力がある結果となっている。

図23 日本の実質 GDP 成長率の推計（暦年）



(資料) 内閣府、国連 (図22に同じ)

注) ダミー変数は、以下の通り。また、1980以前は旧基準 (1990年基準) で計算。

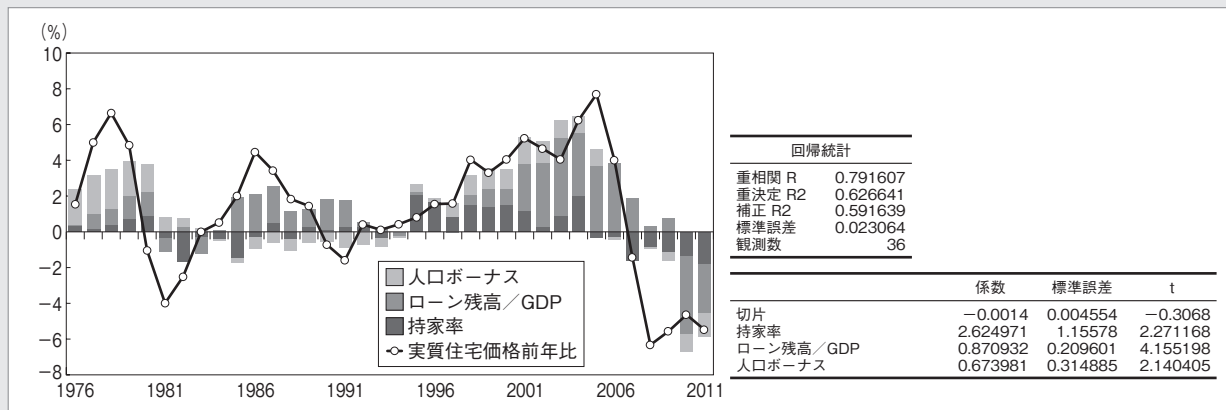
- リーマン・ショック (2008年1、2009年2)
- リーマン・ショックからのリバウンド (2010年1)
- オイルショック (1974年1、1980年0.5)

逆に言えば、そのような環境で経済成長を続けるには、労働参加率の向上、資本ストックの有効活用、更なる技術革新が必要ということを示唆している。日本は人口が減るから経済の縮小は避けられない、という側面も一定にあるかもしれないが、図23と同じ推計をアメリカで行っても有意な結果は得られない。アメリカのGDPの推計では、人口動態よりも労働投入量や資本ストック伸び率といった通常の推計で用いられる変数の方が遙かに

説明力が高い。住宅着工戸数の推計においても、人口動態のみでは有意な説明は困難で、説明力のあるモデルを構築するには、失業率や住宅価格変動率等の他のマクロ指標と組み合わせることが必要となる。

アメリカの実質住宅価格と人口動態の相関が強いことを示唆する向きもあるが<sup>\*56</sup>、推計期間が短く、長期的なトレンドとしては、持家率や住宅ローン残高の対GDP比率のように、資産選好や過剰流動性の影響の方が強い。

図 24 実質住宅価格前年比と寄与度分析

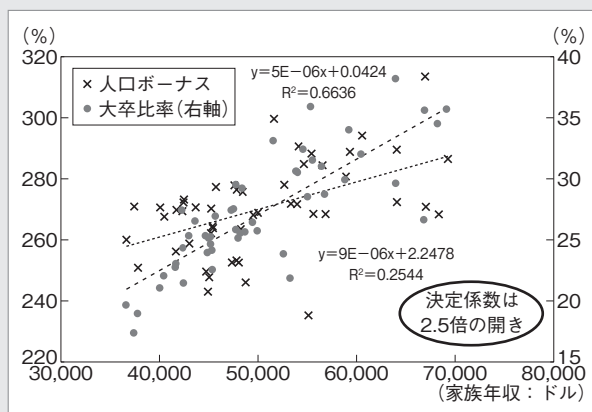


(資料) FHFA、米商務省、国連 (図 22 に同じ)、FRB より作成

更に、アメリカでは各州のデータが利用可能なので、時系列分析でなく、二次元的な観点からの分析も可能である。各州の個人所得を説明するのに、州の人口ボナ

スを適用すると、一定に説明力はあるが、他の指標、例えば大学卒業の比率の方が、圧倒的に高い説明力を有している。

図 25 州別の家族年収中央値と人口ボーナス、大卒比率の相関 (2009 年)



(資料) 米商務省  
(注) ワシントン DC を除く

このことは、人口動態が経済に与える影響について、日本は独自の経路を辿っており、普遍的に適応できるものではない可能性を示唆している。少なくとも、デフレとの関係では、人口減少により、総需要曲線と総供給曲線がどのように変化するか一般財の価格を決定するのであり、現在の現象は、供給余力が強いため<sup>※57</sup>、需給ギャップが広がっていることの裏返しに過ぎない。むしろ、人口現象が強調される余り、マインドが萎縮して、前向きな姿勢が損なわれることこそが「日本病」を悪化させているのかもしれない。

※本稿において、意見に係る部分は執筆者個人のものであり、住宅金融支援機構のものではありません。

※ 55 Total Factor Productivity (TFP)。一般的には、フィルタリングの仕方でも異なる結果が導かれ、これを元に算出されるデフレギャップも、推計する機関によりばらつきがある。  
 ※ 56 西村 (2011) は S&P/Case Shiller Home Price Index を実質化して、相関の強さを指摘しているが、同指数は 1987 年以降のデータしかない。他の住宅価格指数で見ると、1970 年代から 1980 年代前半にかけては、人口ボーナスとの相関は観測されない。  
 ※ 57 東日本大震災によるサプライ・チェーンの寸断にもかかわらず日本でインフレが進行しなかったことは、日本の需給ギャップがなお大きいことを示唆している。

参考文献

- Alan Greenspan, "The Age of Turbulence" Penguin Group, September 2007
- Bank for International Settlement "Report on asset securitisation incentives (Joint Forum report)" , July 2011
- Ben Bernanke, "Essays on the Great Depression" Princeton University Press, 2000
- Ben S. Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit" March 10, 2005
- Ben S. Bernanke, "Monetary Policy and the Housing Bubble" January 3, 2010
- Congressional Budget Office "Report on the Troubled Asset Relief Program" March 2010
- ECBC "2011 ECBC European Covered Bond Fact Book"
- European Union "Statement of EU Heads of State or Government" October 26, 2011
- Financial Crisis Inquiry Commission "Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States" Official Government Edition, January 2011
- George W. Bush, "Decision Points" Crown Publisher, 2010
- Henry M. Paulson, Jr. "On the Brink" Business Plus, February 2010
- IMF "Global Financial Stability Report" September 2011
- IMF "Communiqué of the Twenty-Fourth Meeting of the IMFC: Collective Action for Global Recovery" September 24, 2011
- Masahiro Kobayashi "Developments in the Japanese mortgage and housing markets" (EMF、Hypostat2009)
- Milton Friedman and Anna J. Schwartz "A Monetary History of the United States, 1867-1960" Princeton University Press, 1963
- Olivier Blanchard and Gian Maria Milesi-Ferretti "Global Imbalances: In Midstream?" IMF Staff Position Note, December 2009
- Paul Krugman "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008" W.W. Norton, 2009
- U.S. Department of the Treasury "Reforming America's Housing Finance Market A Report to Congress" February 2011
- U.S. Government Printing Office "PUBLIC LAW 111-203-JULY 21, 2010 DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT"
- 岩田規久男『デフレと超円高』（講談社現代新書、2011年）
- 江川由紀雄『サブプライム問題の教訓 証券化と格付けの精神』（商事法務、2007年）
- 大類雄司・小林正宏「GSE 危機とそのインプリケーションーガバナンスの観点を踏まえてー」（財務省『フィ

- 『フィナンシャル・レビュー』第95号、2009年3月)
- 翁邦雄『ポスト・マネタリズムの金融政策』(日本経済新聞社、2011年)
- 翁百合『金融危機とブルーデンス政策』(日本経済新聞社、2010年)
- 小幡積『すべての経済はバブルに通じる』(光文社、2008年)
- 金融庁「金融市場戦略チーム 第一次報告書」2009年11月
- 倉橋透・小林正宏『サブプライム問題の正しい考え方』(中央公論新社、2008年)
- 小林正宏・安田裕美子『サブプライム問題とアメリカの住宅金融市場』(住宅新報社、2008年)
- 小林正宏・大類雄司『世界金融危機はなぜ起こったのか』(東洋経済新報社、2008年)
- 小林正宏『世界複合不況は終わらない』(東洋経済新報社、2009年)
- 小林正宏『世界同時不況 夜は明けたのか』(住宅金融普及協会、2009年)
- 小林正宏・小林伸一『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』(中央公論新社、2010年)
- 小林正宏「欧州カバードボンド制度が我が国ストラクチャードファイナンス分野に与える示唆」(証券化・流動化協議会『SFJ 金融・資本市場研究』第2号)
- 小林正宏「金融危機以降の欧米金融規制の動向とわが国不動産市場への影響」(日本不動産学会『日本不動産学会誌』第25巻第1号、2011年)
- 小林正宏「サブプライム問題とは何だったのか」(日本評論社『経済セミナー』No.650、2009年10・11月号)
- 内閣府経済社会総合研究所「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策」第4巻『不良債権と金融危機』(慶應義塾大学出版会株式会社、2009年)
- 内閣府経済社会総合研究所「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策」第2巻『デフレ経済と金融政策』(慶應義塾大学出版会株式会社、2009年)
- 中尾武彦「グローバル金融危機への国際的対応—G20金融サミット等における議論と今後のマクロ政策及び金融規制のあり方—」(財務省『フィナンシャル・レビュー』第101号、2010年7月)
- 西村清彦「アジアの視点を踏まえたマクロ・ブルーデンス政策の枠組み」(日本銀行、2011年9月30日)
- 日本政策投資銀行『カバード・ボンド研究会とりまとめ(わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出)』2011年7月
- 三菱UFJリサーチ&コンサルティング『平成21年度クレジット事業等環境調査(カバード・ボンドに関する調査研究)調査報告書』(2009年12月)



## リーマン・ショックから3年

格付会社規制と  
格付け利用のあり方についての考察

新生証券株式会社 調査部長 江川 由紀雄

## 1. はじめに

日本では2010年に金融商品取引法に基づく信用格付業規制が導入され、格付会社が金融庁の監督下に置かれる規制業種となった。日本に格付会社が出現したのは1985年であるが、米国の格付会社のようにビジネスとして自然発生したものではなく、その前年に社債問題研究会『新たな格付機関の設立に向けて』を受けて政策的な意図を背景に設立された経緯がある。

本稿では、リーマン・ショックの前後に進展した米国、日本、欧州連合における格付会社規制の動向を総括し、格付けの利用のあり方について若干の考察を試みたい。

## 2. 米国発祥の信用格付け

信用格付け<sup>※1</sup>の発祥は、1909年のジョン・ムーディー氏による『鉄道債マニュアル』とされる。格付会社は、ムーディーズとスタンダード&プアーズ(S & P)の2社・グループのみ、あるいは、それにフィッチを加えた3社・グループのみであるかの

ように論じる向きも見られるが、実際には数多くの格付会社が存在する。米国の証券取引委員会(SEC)に「全国的に認知された信用格付機関」(NRSRO)として登録を受けている格付会社は10社あり、日本の金融庁に信用格付業登録を受けている格付会社は6社(但し、うち2社は何れもムーディーズ系)(2011年9月末日現在)ある。世界に格付会社が112社存在するとする調査<sup>※2</sup>やアジアに30社、ドイツに7社等としている文献<sup>※3</sup>もある。

このように、世界には多数の格付会社が存在するが、このうち、米国の主な格付会社7社、日本の2社ならびにカナダの1社の合計10社・グループ<sup>※4</sup>は、米国の証券取引等監視委員会(SEC)の登録を受けている。米国当局の登録を受けている10社・グループのみに限定されるが(言い換えれば、欧州諸国、中国、韓国を初めとするアジア諸国、中南米諸国等にある程度の業容を持つ格付会社が存在するものの、それらを除外した範囲に限定されるが)、ムーディーズとS & Pの2社・グループないしこれにフィッチを加えた3社・グループが信用格付け業務に従事するアナリストおよびその監督者数においても、格付け件数においても、突出していることがわかる。

※1 アルファベット等による記号で信用リスクの序列を表現したもの。

※2 【参考文献】 黒沢 [2011]、pp.39-41

※3 【参考文献】 三井・野崎・有吉・大越・徳安 [2011]、p.6 掲載の「世界の格付会社」

※4 本稿執筆時(2011年10月7日)に米SECのウェブサイトを確認。  
<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm>

## Profile



### 江川 由紀雄（えがわ ゆきお） 新生証券株式会社 調査部長

1986年筑波大学第二学群比較文化学類卒業、日本リース入社。長銀証券、日本長期信用銀行（現新生銀行）、ムーディーズ、クレディスイス証券、ドイツ証券、日本銀行等での勤務を経て、2010年新生銀行入行・新生証券へ出向。2011年4月より現職。主な著書「実践証券化入門」（シグマベイス）、「サブプライム問題の教訓—証券化と格付けの精神」（商事法務）。福岡県小倉市（現在の北九州市小倉北区）生まれ。

図表 1 米SEC報告書に見る登録格付会社(NRSRO)の概況

	NRSRO 登録年月日	アナリスト・ 監督者数（人）	同占有率	格付け件数（件）	同占有率
A.M. Best	2007/9/24	120	3.0%	7,159	0.3%
DBRS	2007/9/24	95	2.4%	42,584	1.5%
Egan-Jones	2007/12/21	5	0.1%	1,045	0.0%
Fitch	2007/9/24	1,049	26.3%	505,024	17.9%
JCR	2007/9/24	57	1.4%	736	0.0%
Kroll	2008/2/11	13	0.3%	17,624	0.6%
Moody's	2007/9/24	1,204	30.2%	1,039,187	36.9%
Morningstar	2008/6/23	24	0.6%	8,322	0.3%
R & I	2007/9/24	78	2.0%	4,418	0.2%
S & P	2007/9/24	1,345	33.7%	1,190,500	42.3%

解説：Fitch, Moody's, S&Pの3社・グループが在籍アナリスト・監督者数および格付け件数で群を抜いていることがわかる。

筆者注：格付け件数については、発行体数による計数と、格付け銘柄数による計数が混在していると思われる、単純比較するべきではない。

注：2010年12月末日現在の計数として米SECに報告がなされたもの。日本のJCRおよびR & Iについては、格付け件数にABSの格付けを含まない。

出所：米国証券取引委員会

### 3. 格付会社の出自

米国では、19世紀初頭に民間営利事業として出版業類似の事業として自然発生的に出現した。日本では、1984年5月の日米円ドル委員会報告書および同年12月の社債問題研究会（事務局は経団連）の『新たな格付機関の設立に向けて』を受け、大蔵省の後押しもあり、1985年4月に株式会社日本格付研究所および株式会社日本インベスターズサービスが民間の金融機関等の共同出資により設立された。同時期に、1970年代から日本経済新聞社の社内組織であった日本公社債研究所が株式会社となった。また、1985年から86年に掛けて、ムーディー

ズが在日現地法人を設置、IBCA（現在のフィッチの前身の1社）およびS & Pが東京に事務所を設置した。

### 4. 格付会社規制の進展

格付会社は、米国では100年以上、日本では26年余りの歴史を経てきているが、その大半の期間につき、非規制業種であった。

格付会社が金融監督当局の監督下に置かれる規制業種に変貌した契機は、米国においてはエンロン事件（2001年のエンロンの倒産）、日本においては「サブプライム問題」（2007年半ば以降の一時期におけ

る米国のサブプライムローンに関連する問題指摘)にあった。

### (1) 米国の格付会社規制

米国では、エンロン倒産の翌年、2002年10月に上院の委員会がエンロンの倒産に関し格付会社の問題を指摘した。これを受け、翌2003年からSECが格付会社制度に関する検討を開始し、2006年のNRSRO登録制への移行を含む信用格付会社改革法の成立へと進展、2007年9月24日から主要なNRSROはSECの監督下に置かれた。

ところで、NRSRO (nationally recognized statistical rating organizations) とは、1975年にSECが導入したもので、登録制に移行するまでの間は、申し出のあった格付会社を対象に、一定の審査を経て、自らをNRSROと称しても差し支えない旨のノー・アクション・レターによる「指定制」(あるいは「指名制」)であった。このNRSRO制度については、1990年代半ば以降、様々な議論がなされたが、ノー・アクション・レターによる「指定制」は2006年の信用格付機関改革法までの間、見直されることはなかった。日本では1992年に大蔵大臣が期間を定めて指定する「指定格付機関」制度が導入されている(2010年末に廃止された)が、これは、かつての米国のNRSRO制度に倣ったものと思われる。

なお、2007年に米国のNRSROが登録制に移行した後も、複数次にわたる法令の改正により、規制内容・範囲が変化して来ている。更に、2010年に成立したいわゆるドッド・フランク法に基づき、

SECは2011年5月に格付会社のビジネスモデルを抜本的に見直すべきかを問う意見募集<sup>※5</sup>を実施しており、この結果を踏まえた報告書を2012年7月までに議会に提出することとなっている。これを受けて、近い将来、米国における格付会社規制に関する制度が更に見直される可能性がある。

本拠地・本店が米国外に所在するNRSROは、カナダのDBRS Inc.、日本の株式会社日本格付研究所(JCR)ならびに株式会社格付投資情報センター(R&I)の3社・グループのみである。また、日本の2社は、2010年中に、ABS(資産担保証券)分野に限定してNRSRO登録を取り下げているため、証券化商品等の格付けに関しては、日系格付会社は米国の規制に服さない状態となった。

### (2) 日本の格付会社規制

日本では、金融戦略チーム(金融担当大臣の私的諮問機関)が2007年11月に発表した報告書で米国のサブプライムローン関連商品に対する格付けの問題を指摘した。翌2008年7月には、渡辺喜美金融担当大臣が記者会見にて「格付会社について、サブプライムローン問題に見られる市場動向(中略)欧米当局の動向を見据えつつ、登録制度を含め国際的に整合的な公的規制の枠組みの検討を事務方に指示したところ」と述べ、金融庁において格付会社規制に向けての検討が開始されたことを明らかにした。同年(2008年)の金融審議会の報告を受け、2009年には金商法改正法案が国会に提出され成立、2010年4月に信用格付業登録制がスタート<sup>※6</sup>した。

※5 United States Securities and Exchange Commission, *Solicitation of Comment to Assist in Study on Assigned Credit Ratings* (Release No.34-64456; File No.4-629), May 10, 2011 自主規制機関・公益団体等の第三者機関がストラクチャードファイナンス格付けにつき、格付け依頼先となるNRSROを割り当てる制度の是非を問うなど、利益相反関係を中心に、大幅な制度見直しの是非を問う質問が多い。なお、当意見募集は2011年8月に締め切られている。

※6 但し、実際に登録を受ける事例が出現し始めたのは2010年9月30日。

格付会社規制の導入について審議された2008年10月から12月に掛けての金融審議会金融分科会第一部会の議事要旨・配布資料を見れば明らかだが、ここで指摘され、議論された格付けを巡る問題の多くは米国で発生した問題であった。たとえば、サブプライムローン関連証券化商品の格付けプロセスや、米SECの米国における主要格付会社への立ち入り検査を踏まえた報告書などが議論の対象<sup>\*7</sup>になっている。こうしたことから、日本において格付会社規制が金商法に基づく登録制の形で導入されるに至った主な理由は「サブプライム問題」に置かれていたものと総括できるのではないかと筆者は考えている。

図表2 日本の金融庁に信用格付業登録を受けた業者一覧

業者名	登録年月日	登録番号
株式会社日本格付研究所	2010/9/30	金融庁長官 (格付)第1号
ムーディーズ・ジャパン株式会社	2010/9/30	金融庁長官 (格付)第2号
ムーディーズSFジャパン株式会社	2010/9/30	金融庁長官 (格付)第3号
スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社	2010/9/30	金融庁長官 (格付)第5号
株式会社格付投資情報センター	2010/9/30	金融庁長官 (格付)第6号
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社	2010/12/17	金融庁長官 (格付)第7号

注：2011年9月30日現在 出所：金融庁

日本で金商法の改正による格付会社規制に関する制度（信用格付業者登録制等）が導入された後、日本証券業協会は、2010年7月に「格付の利用のあ

り方に関するワーキング・グループ」を設置することを発表した。研究者を主査および副主査とし、国内の主要な証券会社、社債の発行体、銀行、運用会社、格付会社等の役職員を委員とするメンバー構成によるワーキング・グループを結成し、同年10月から翌年6月に掛けて集中的な審議を行なった。その成果は2011年6月に『格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ 中間報告書』として公表されている。日本国内における格付けの利用者一機関投資家、証券会社の引受部門、証券会社のリサーチ部門、社債の発行会社一が一堂に会し、格付け規制や格付けの利用のあり方について議論する場を提供したという点で、極めて画期的なものであった。

この報告書は、米国におけるNRSRO登録制が、登録申請書類において米国内外のグループ法人をリストアップすることで、米国外のNRSROのグループ法人（たとえば、一部の米国系格付会社の在日現地法人）にも米国の規制が適用される場所、日本では法人単位の登録制度が採用され、米国に本社をおく格付会社グループにあつては、日本法人のみが信用格付業者としての登録を受け、その他のグループ法人については登録を受けないとの経営判断を行い無登録業者となったことを指摘している。また、日本の制度では、無登録業者の格付けを金商業者等が勧誘に用いるには、金商業者等に対して一定の説明義務が課されていることについても言及している。

日証協の「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ」は、格付会社規制が導入された後に

\*7 たとえば、金融審議会金融第一部会第53回会合（2008年10月15日）における議事要旨から、「サブプライムローンの格付プロセスにおいて利益相反が本当にあったのか」、「トリプルAであった会社（AIG）が救済を受けたことを見れば、格付会社が将来の見方を間違えたことは明らか」といった、米国の証券化商品や米国の金融機関の格付けに関する発言があったことが伺える。また、同会合に事務局（金融庁）から提出された配布資料では、米SECによる米格付会社主要3社に対する立入検査の結果を公表した報告書の要旨を掲載している等、米国において生じた問題が紹介されている。



設置されたものだが、これに3年近く先行して民間主体が意見を表明した事例として、流動化・証券化協議会が2008年10月に取りまとめて公表した『格付けおよび格付会社に対する公的規制のあり方に関する意見』<sup>※8</sup>がある。同意見書は、規制導入の検討段階で民間団体が表明したものであり、「格付会社による提案・推薦の制限は、利益相反による弊害を防止する効果に比べて格付けの透明性が低下する弊害の方が大きいと思われるため」、格付会社と市場関係者との適切なコミュニケーションを阻害しないような制度設計を要望している。このような流動化・証券化協議会の要望については、改正金商法によって禁止行為とされる助言<sup>※9</sup>の同時提供の例外

規定として、金融庁が、禁止の対象から除かれる行為を内閣府令で規定<sup>※10</sup>する等、民間実務者の要望に対する一定の配慮が見られる。

### (3) 欧州連合における格付会社規制

欧州連合においても、日本における格付会社規制導入とほぼ同時進行で格付会社規制の導入が進んでいる。規制の枠組みとしては、格付会社に登録制を導入し、原則として、登録を受けた格付会社による格付けでなければ原則として規制目的に利用できないとするものである。格付会社に関する規制を定める欧州議会および理事会規則2009年第1060号<sup>※11</sup>は、2009年12月7日に施行された。登録機関が各

図表3 日本における格付会社の規制環境に関する主な経緯

日本における格付会社の規制環境に関する主な経緯	
1985/4	株式会社形態の格付会社3社発足（現在のR&IおよびJCRの前身）
1985~86	ムーディーズが在日現地法人設立、IBCA、S & Pが相次いで東京に事務所設置
1987/2	適債基準に「格付けの取得」追加（適債基準は1996/1に廃止）
1989/6	格付懇談会『我が国資本市場における格付けの定着に向けて』発表
1990/11	適債基準、財務指標基準を撤廃、格付け基準のみに（適債基準は96/1に廃止）
2007/3	バーゼルⅡ導入、銀行の自己資本比率計算に格付けを利用
2007/11	金融戦略チーム（金融担当大臣の私的諮問機関）、サブプライム関連商品の格付けの問題を指摘
2008/10	金融審議会第一部会、格付会社規制について審議開始
2008/11	『麻生太郎の提案』、G20初会合に向け日本政府が格付会社規制導入を提案
2008/12	金融審議会報告書にて金商法の枠組みによる信用格付業登録制導入を答申
2009/3	信用格付業登録制を含む金商法改正法案国会提出
2009/6	改正金商法成立、信用格付業に関する規定新設
2010/4	改正金商法施行、信用格付業登録制開始
2010/7	日証協が「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ」設置
2010/9	信用格付業者登録事例出現開始
2010/10	無登録格付け利用規制開始
2011/1	開示府令改正施行、格付けに関する届出書記載事項大幅追加
2011/6	日証協「格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ」報告書を発表

出所：各種公表情報をもとに筆者作成

※ 8 有限責任中間法人流動化・証券化協議会（現一般社団法人流動化・証券化協議会）『格付けおよび格付会社に対する公的規制のあり方に関する意見』2008年10月28日 <http://www.sjf.gr.jp/opinion/data/others/081028.pdf>

※ 9 金融商品取引法第66条の35第2項に定める禁止行為

※ 10 金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令第311条

※ 11 Regulation (EC) No 1060/2009

国の証券監督当局であった2011年6月末までの間に6社がドイツ、フランスおよびブルガリアの証券監督当局の登録または承認を受けた。登録・監督権限は、2011年7月1日付で各国の当局から、欧州連合の証券監督当局の連合体である European Securities and Markets Authority (ESMA)に移り、2011年9月14日までの間に更に5社が登録を受けた。このため、欧州当局の登録または承認を受ける格付会社は本稿執筆時現在で11社となっている。

## 5. ソブリン格付けを巡る議論の勃発

リーマン・ショックの翌年、2009年に入ると、米国系主要格付会社が相次いでギリシャ、アイルランド等の一部の欧州諸国の格付けを引き下げ中、欧州でソブリン格付けに関する議論が噴出した。こうした議論を背景に、欧州委員会は、2010年に、

ソブリン格付けに規制を導入するべきか、欧州独自の格付会社を新設するべきか等につき、意見募集を行なった<sup>\*12</sup>。この意見募集の結果は、今後の欧州連合における格付会社規制制度の見直しに利用されるとのことである。また、米国の主要格付会社による米国国債の格付けが最上位のトリプル A 格を下回ったことがなかったところ、S & P が2011年7月14日に米国債の格付けを格下げ方向で見直しに着手、8月5日には最上位の AAA から1ノッチ下の AA + (ダブル A プラス格)に格下げした。翌週、オバマ大統領は格付け批判とも取れる談話を発表した。米証券取引委員会 (SEC) は、S & P による米国債格下げに関連して、機関投資家に対して召喚令状を送付するなど、調査に着手している。米国でもソブリン格付けに関する関心が高まっている状況にある。こうしたことから、今後、欧州及び米国において、ソブリン格付けに関連する規制強化が検討さ

図表 4 欧州の証券監督当局の登録または承認を受けた格付会社一覧

格付会社名	本店所在国	登録・承認の別	登録・承認年月日
Euler Hermes Ra-ting GmbH	ドイツ	登録	2010/11/16
Japan Credit Rat-ing Agency Ltd	日本	承認	2011/1/6
Feri EuroRating Services AG	ドイツ	登録	2011/4/14
Bulgarian Credit Rating Agency AD	ブルガリア	登録	2011/4/6
Creditreform Rating AG	ドイツ	登録	2011/5/18
PSR Rating GmbH	ドイツ	登録	2011/5/24
ICAP Group SA	ギリシャ	登録	2011/7/7
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	ドイツ	登録	2011/7/28
ASSEKURATA Assekuranz Rating Agentur GmbH	ドイツ	登録	2011/8/16
Companhia Portu-guesa de Rating, S.A. (CPR)	ポルトガル	登録	2011/8/26
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	連合王国 (英国)	登録	2011/9/8

注：2011年9月14日現在 出所：European Securities and Markets Authority

\*12 European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies (2010年5月11日) [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/cra\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/cra_en.htm)

れる可能性もある。

日本では、1998年11月に初めて日本国債が格下げになり13年近くを経て、国債格付けの上げ下げに慣れてしまったためか、ソブリン格付けに関する議論はほとんど聞かない。もっとも、2011年8月24日にムーディーズが日本国債の格付けをAa2からAa3へ1ノッチ格下げしたが、これは日本の当局の監督権限が及ばない「無登録」業者による格付けであった。日本国債の格下げは、国のサポートを信用リスク評価に織り込む業態—銀行、政府関係機関、地方自治体等—の一斉格下げを引き起こした。更には、国の経済の影響を受けるとして、一部の事業会社も連鎖して格下げになった。これらの「連鎖」格下げは、金融庁の監督下に置かれているムーディーズの日本法人によるものである。今後、こう

した点に関する問題意識が日本でも醸成される可能性もあろう。

## 6. むすびにかえて

日本および欧州連合において、格付け規制が急速に進んできた背景には、サブプライム問題勃発直後から金融危機の前後の時期において格付けが信頼に足りなかった（高格付けから短期間で大量に大幅な格下げが生じた）と断じた2007年～08年における多くの評論があるのではなかろうか。しかし、格付けの信頼性については、集合的には格付け別のデフォルト実績（高い格付け程デフォルト率が低い）および格付け遷移実績（安定的か）を元に評価し、個別またはセクター別の格付けについては、格付け

図表5 2008年における日米の証券化商品格付け推移例

米国のストラクチャードファイナンス格付け 2008年推移

To :	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa or below
Aaa	72.59%	7.50%	6.76%	5.61%	3.04%	1.82%	2.68%
Aa	0.92%	51.37%	7.66%	6.29%	5.24%	8.90%	19.62%
A	0.19%	0.83%	54.33%	8.30%	5.42%	7.34%	23.60%
Baa	0.02%	0.06%	0.77%	50.08%	5.41%	6.97%	36.69%
Ba	0.02%		0.06%	0.55%	49.90%	3.41%	46.06%
B				0.09%	0.09%	44.30%	55.51%
Caa or lower						0.14%	99.86%

日本の証券化商品に対する格付け 2008年推移

To :	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa or below
Aaa	99.87%	0.13%					
Aa	3.91%	96.09%					
A	3.81%	3.33%	90.95%	1.43%	0.48%		
Baa	4.50%		2.00%	89.00%	3.50%	1.00%	
Ba		1.20%			91.57%	7.23%	
B						87.50%	12.50%
Caa or lower							100.00%

解説：サブプライム関連証券化商品を中心に、米国の証券化商品に大量の格下げが生じた2008年、日本の証券化商品の格付けは安定的に推移した。ムーディーズが2008年の年初にAaaに格付けしていた米国のストラクチャードファイナンス商品（証券化商品を含む）の7.5%が同年末にBaまたはそれ以下に格下げとなった一方で、日本の証券化商品についてはAa格未満に格下げになったものは1件もなかった。

注：年初の格付けと年末の格付けの対比 出所：Moody's Investors Service, *Structured Finance Rating Transitions: 1983-2008*, March 2009, ムーディーズ『日本における証券化商品の格付け遷移（1994年～2008年）』2009年3月

手法や個別格付けの理由について妥当性を評価すべきものであろう。こうした観点で冷静に評価すると、金融危機後の実績が積み上がるにつれ、なお格付けが信頼に足らないと断定することは容易ではなくなっている。また、格付会社の格付けを何か別のもので代替することは容易ではない。格付会社による格付けをうまく活用して行く術を模索することが今後の検討の方向性であろう。

前述の日証協の報告書においても、「本ワーキング・グループにおける意見交換では、コーポレートファイナンスに係る格付及びストラクチャードファイナンスに係る格付共に格付の有用性を評価しているとの意見が大勢であった」と述べられており、本邦の格付け利用者が必ずしも格付けを頭から否定しているわけではないことがわかる。日証協は「格付

を巡る問題への対応としては、格付提供側については格付の精度向上と情報開示のより一層の充実が必要であり、格付利用側については格付の限界を十分認識した上で利用者自身での追加的な分析等を踏まえ、自己の責任において利用することが重要であるという認識が共有された」としているが、筆者も同意見である。

本稿脱稿後、株式会社格付投資情報センター (R&I) は、2011年10月13日付で米国証券取引委員会 (SEC) に対して NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) 登録の取り下げを申請したことを発表した。また、欧州証券市場監督局 (ESMA) は、2011年10月31日に DBRS, Fitch, Moody's および S&P の4社の欧州拠点を信用格付会社として同日付で登録したと発表した。

## 参考文献

- 黒沢義孝 [2011], 『経済は格付けで動く』, 中経出版
- 日本証券業協会 [2011], 『格付の利用のあり方に関するワーキング・グループ 中間報告書 (平成23年6月27日)』
- 三井秀範監修・野崎彰編著・有吉尚哉・大越有人・徳安亜矢著 [2011], 『詳説 格付会社規制に関する制度』, 商事法務
- 黒沢義孝・田中英隆・江川由紀雄 [2008], 「『規制ありき』ではなく、歴史・実態をふまえた本質的議論を」, 松尾直彦 [2008], 「国際的整合性のある金商法上の規制監督制度が必要」 「【特集】 危機に彷徨う格付」, 『週刊金融財政事情』 2008.10.13.号, 金融財政事情研究会, pp.28-40
- 江川由紀雄 [2007], 『サブプライム問題の教訓—証券化と格付けの精神』, 商事法務
- Sinclair, Timothy J. [2005], *The New Masters of Capital-American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Cornell University Press



## リーマン・ショックから3年

## リーマン・ショックから3年

国際不動産ビジネススペシャリスト 三澤 剛史

## 1. リーマン・ショックから3年—その1

(リーマン・ショック後の、最近の住宅市場の動向はどのようなだろうか?)

アメリカでは住宅産業が基幹産業である。今年の既存住宅の販売戸数は上下運動を繰り返しながらも上昇し安定感を取り戻し、年間ペースで500万戸のベンチマークをクリアしている。

8月の既存住宅販売戸数は、7月の467万戸よりも7.7%増加して年間ペースで503万戸レベルとなっている。2010年8月時の販売戸数424万戸よりも18.6%増加している。

既存住宅の販売戸数とは、戸建、コンドミニアム、タウンハウスやコープ (Single-Family Residence, Condominium, Townhouse & Co-ops) 等を含めた全ての総数を意味し、成約はもとよりエスクロー (escrow) がクローズした販売戸数、いわゆる事例である。

NARのチーフエコノミスト、ローレンス・ユン (Dr. Lawrence Yun) 氏は、「8月の増加分のある程度は以前からのクロージングの遅れ等により流れ込んだ契約もある。NARの住宅購買指数 (HAI: Housing Affordability Index) が相変わらず高く賃料の上昇などもあり、購入に踏み切ったバイヤーも多い。投資家もフォークロージャー (foreclosure) 物件の購入に活発で、インフレーションに対してのヘッジを掛けている者もいる」と述べている。

今年の住宅購買指数は、統計を開始した1971年

以降で最も高く、住宅が買いやすい状況下にあることを示している。経済成長を示すGDP (Gross Domestic Product) もプラス傾向にある。

8月の取引件数で投資家の割合は22%と7月時の18%よりも増えており、昨年同月時の21%より若干上昇している、一次取得者層 (First-time Home Buyers) の割合は32%と7月と変化は無かった。昨年の8月時は31%だった。

現金 (オールキャッシュ: all cash) での取引は全体の29%で、7月時点と変わりはなく、昨年同月の28%よりも増加している。

契約が不成立になった割合は18%で、前月7月の16%、昨年8月時の9%よりも増加傾向にある。

「契約の不成立」とは、現在社会問題にもなりつつある住宅ローン融資基準の厳格化により、従来ならローン取得出来た層が出来なくなって来ており、不動産鑑定評価が売買契約金額 (成約価格) を下回るなど、売主と買主で売買契約が一旦成立したのに破談になった数値を示している。

既存住宅中間販売価格値 (National Median Existing-Home Price) は168,300ドル (現行の換算レートで1ドル=77.06円として、約1297万円) と、2010年8月時より5.1%下がっている。

フォークロージャーなど抵当権物件回収後にディスカウントで販売される物件をディストレスト・プロパティーズ (Distressed Properties: 困窮な販売

## Profile



### 三澤 剛史（みさわ たかし）国際不動産ビジネススペシャリスト

国際不動産ビジネススペシャリスト。1990年からグローバル企業であるブルデンシャルで不動産の国際部門を担当。94年から全米リアルター協会（NAR）の国際部の委員長などを歴任する傍ら国際不動産ビジネスを海外で講義。98年から日本及びアジア・太平洋地区の統括責任者も兼務。現在は日米のさらなる相互理解と連携のために官公庁、住宅・不動産団体、外郭団体、大学等との折衝も行う。大手企業や団体の顧問業務、新聞・雑誌等への執筆業務、セミナー、講演も行っている。ビバリーヒルズ在住。  
takashimisawa@mac.com

物件）と呼び、8月全体の割合は31%だった。7月は29%であり、昨年8月は34%と未だに高い水準にある。一般的にこれらの物件は通常価格よりも20%程低い価格で取引されている。

再販価格値の変化（repeat home price measurement）を示すケース&シラー（Case-Shiller）指数は、今年7月の場合6月より0.9%上がっており、4ヶ月間連続で住宅価格の上昇が見られていると報告されている。しかし、前年同月との比較ではまだ4.1%落ちている。

既存住宅在庫数（Total Housing Inventory）は、3.0%減少して358万戸となっている。これは現在の年間販売ペースで8.5ヶ月分の在庫数を示している。7月時の9.5ヶ月分よりは減少している。

NAR発表の不動産取引成約数（Pending）を示すペンディングホームセールス・インデックスを見ると、今年8月の指数は7月の89.7ポイントを1.2%下回り、88.6ポイントとなっている。昨年8月時は82.3で昨年対比では7.7%も上昇している。

これは不動産取引のエスクロー（escrow or settlement：東部では同じ業務をセトルメントと呼んでいる）に入る前の契約成立（Pending）数を示しており、エスクローがクローズし不動産の権利が譲渡された事例数（Sold）ではない。成約後にエスクローがオープンされ、クローズされるまでの期間が平均して1.5-2ヶ月（45-60日）である。住宅ブーム最初

の年で、インデックスを元年の2001年の平均的な取引数を指数100で示している。

前述のユン氏は、8月時の減少は全米の世帯数の増加や住宅への需要があるにも関わらず期待値を裏切っていると述べ、「ブームとは違い、融資を受けられるバイヤーは予算内で購入しようとしているが、融資基準が厳しすぎる為ローンを取得出来ずに契約不成立となっている率が全体の18%まで増加している。人口は増加しており、雇用も若干増加傾向、賃料も上昇し住宅購買指数は最高値を示している。住宅を購入する諸条件は揃っており、通常なら550万戸の販売があるべきところ、490-500万戸レベルに留まっているのが現状。不必要なまでの融資基準の厳格化が住宅市場の活性化を阻害して、景気回復にも大きく影響する」と続けている。

全米ビルダー協会（National Association of Home Builders/Wells Fargo Housing Opportunity Index）発表のインデックスでも今年の第2四半期は72%と第1四半期の74.6%に続いて最も高い数値にある。

これはアメリカ人の中間所得値の64,200ドル（約494.7万円）の家庭が、同時期に全米で販売されている新規・既存住宅を購入するとしたら、どれだけの人たちが購入出来るかという事を示している。

アメリカ人は金融危機（Financial Crisis）の10年前までは毎年2500億ドル（同、約19兆2650億円）を預貯金として持っていた。これは可処分所得（dis-

# 特集 リーマン・ショックから3年

posable income) の2-3%に当る金額だった。2008年以降はその傾向が一変して節約傾向となり、総額で毎年6000億ドル(同、約46兆2360億円)まで増加している。

今年の住宅着工件数は55.1万戸と予想され、大恐慌時を除き1945年以降最低の数字となりそうで、50年前の米国人口が現在の半分以下時に着工した件数よりも低い数字である。国勢調査によると米国人口総数は3億1200万人で、年間300万人の人口

図1 住宅価格の推移：2010年8月～2011年8月 Home Prices Changes

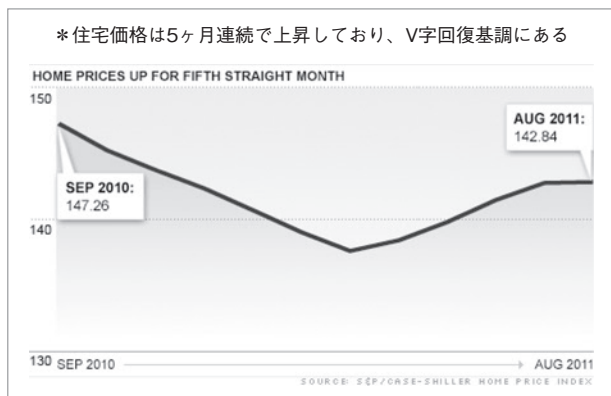
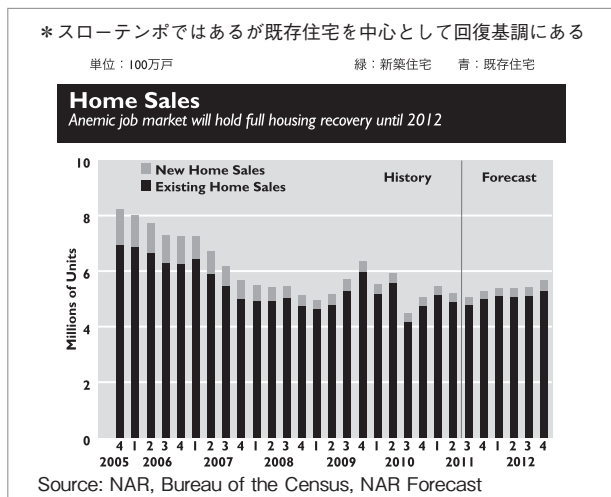


図2 住宅販売戸数(既存+新築)の四半期ごとの推移：2005～2012 Existing & New Home Sales



増加(自然増+移民)となってきた。

低い着工件数ではあるが、その分在庫数も減少して来ているため、新築物件の価格安定にはプラス要因となる。

図3 住宅着工件数の推移：集合住宅&戸建住宅 Housing Starts: 2005～2012

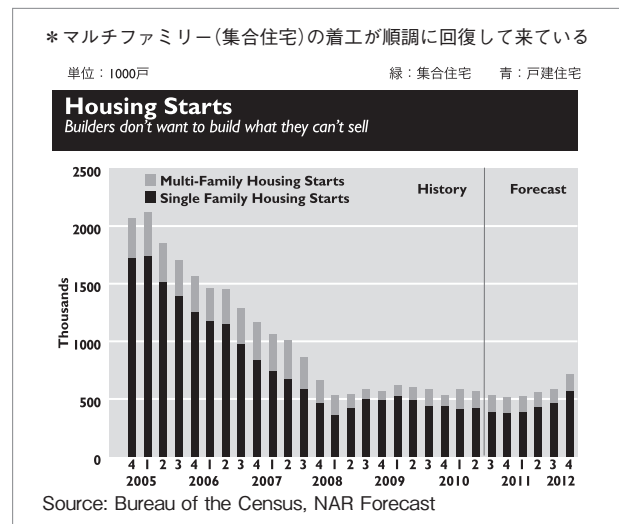
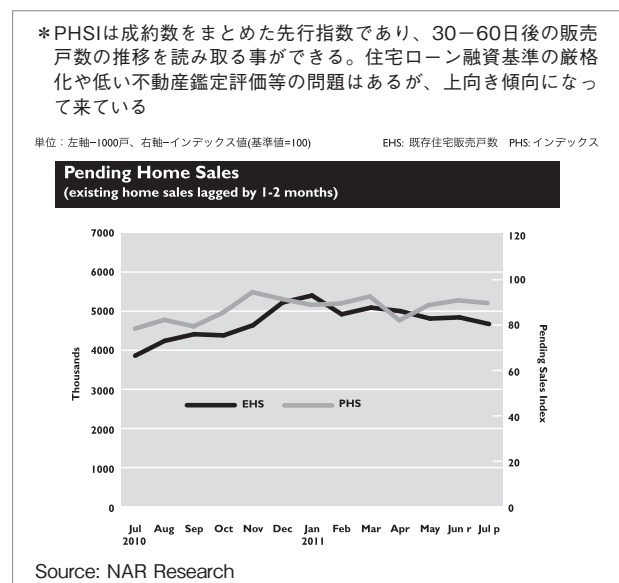


図4 ペンディングホームセールス・インデックスの推移：Pending Home Sales Index (PHSI) Change:



## 2. リーマン・ショックから3年—その2

(住宅ブームから、金融バブル崩壊、そしてリセッション、リーマン・ショックと続きながらのアメリカ人の生活様式の変化は?)

景気に対する消費者の心理を現す消費者心理動向指数 (Consumer Confidence Index) は、リセッション (recession) 後の最低を記録した8月よりは若干上がり、9月の指数は45.4ポイントを示しており、8月時の45.2よりは0.2ポイント上がったのみである。

これを調査する民間の調査会社カンファレンス・ボード (The Conference Board) によると、アメリカ人は未だに高い失業率と、収入の減少が不安材料とのことである。

この数値、90が景気が順調に進んでいる時を示しており、アメリカ経済の約70%が消費から成り立っているために、エコノミストはこの数値を注意深く観察している。

消費者に住宅購入がどのような心理的影響を与えているか? 2001-2005年までの住宅ブーム時は、バイヤーが物件購入後に自己負担で修理・修繕は当たり前と思っていた。現況下で購入するアズ・イズ (As-Is) 物件や、ロケーション (location) の良い物件なら購入後に業者又は自分でDIYで資材/部品を購入しリモデリング (remodeling) するフィクサー・アッパー (Fixer-Upper) と呼ばれている物件を好んでいた。

現在の住宅市況では、多くのバイヤーが購入後に手間ひま掛かる物件を極力敬遠していることだ。すぐに暮らしが始められるムーヴ・イン (Move-in) コンディションの家を希望しているケースが多い事が調査で判った。

大手不動産仲介会社のコールドウェルバンカー (Coldwell Banker) 社の調べでは、実に87%ものバ

イヤーがムーヴ・イン・コンディションを望んでいる。

この現況でもバイヤーはマイホームを購入する際、プレミアム価格を払っており、他のバイヤーとの価格競争に巻き込まれたりもする。時には市場価格より割高で購入し、後で修理・修繕費用を掛ける必要のない物件を選ぶ傾向にある。

リアルターも物件が市場に出る際、売主の希望価格で早く売れるよう、前もって修繕箇所を整えておくことが肝心とアドバイスしている。

修繕・修理はコストの掛かるキッチンやバスルームのレノベーション (renovation) やリモデリングではない。マーケットの状況では掛かったコスト(経費)が売買金額に必ずしも反映されないし、バイヤーの趣旨に合うかどうかは別物である。

ここでは家を売る状況下で必要最低限の事、剥げた塗装のタッチアップや、カーペットやラグを取り外しフローリング仕様にする等、オープンハウスやキャラバン (業者間の下見: open house, caravan)、ショーイング (クライアントの内覧: showing) までに家を整える基本的な項目である。

国勢調査では、アメリカ人の戸建住宅の平均サイズは2007年の2,521平方フィート ( $1\text{m}^2=10.7639\text{sq}/\text{ft}$ ) として換算すると、約234.21 $\text{m}^2$ ) をピークに、2008年は変化無しだが、2009年には2,438平方フィート (同、約226.50 $\text{m}^2$ ) と2年間で約83 $\text{sq}/\text{ft}$  (同、約7.69 $\text{m}^2$ ) 小型化傾向にある。

データのように新築住宅 (New Single-Family Homes) のサイズはほぼ20年間大きくなるばかりだったが、2009年以降の新築は、全体的にベッドルーム (Bedrooms) 数が少なくなっている。

戸建全体の34%はベッドルームが4つ以上で2005年時の39%より減少していて、同様に3寝室



を所有する数は49%から53%へ上昇している。

戦後最悪のリセッションを経験し、住宅ブーム時に購入した物件価格がローン残高を下回るケースも多々ある中、90%のアメリカ人は未だマイホームを持つ事がアメリカンドリームの一つであると、ニューヨーク・タイムズ (The New York Times) と CBS ニュース (CBS News) の合同調査で判った。

45%の回答者が政府は住宅市場を回復させる為、さらに救済策を出すべきだとし、回答者の半分は住宅価格の大きな下落が、彼らの人生計画を変更せざるを得ないと答えている。5人に1人は、経済危機によって転職や引っ越しをためらわざるを得ない状況で、25%は物件価値より住宅ローン残高が上回っている「アンダーウォーター (underwater: ローン残額が物件価格を上回っている)」の状況にあるとしている。

住宅ブーム後の市場崩壊で、その問題は何処にあったのか? これに関しては時が経つにつれ金融機関が諸悪の根源だと回答している。最近判明した金融機関による不適切で不法なフォークロージャープロセスは、42%が金融機関が悪いとして、29%はその監督機関に問題があるとしている。前回2008年の40%が監督機関、28%が金融機関に問題があるとしている。

このリセッションが若い世代に与えた影響は大きい。調査ではミレニアル世代 (Millennials) と呼ばれる世代の44%がマイホームの購入を遅らせていると調査会社、The Polling Co. Inc./Woman Trend社は報告している。

これは1970年代後半から1990年代中盤迄に生まれた世代を総称し、別名でジェネレーション Y (Generation Y) とも呼ばれている。ネット・ジェネ

レーション世代 (InterNet Generation: 1994-2001) やエコー・ブーマーズ世代 (Echo Boomers: 1982-1995) 等も含まれている。

現在の不況で75%が彼らの人生計画上の大事な決断や購入を遅らせていると答え、30%は引っ越しや転職を見合わせ、25%は家族計画を遅らせ、18%は結婚を遅らせている。多くの若い社会人は生活費を切り詰めるために実家に戻り、核家族構成が一転して減少している傾向にある。

マイホームに住む家族構成も変わって来ており、大人の約3人に1人が身内と同居していることが新しい調査で判った。この傾向をダブリング・アップ (doubling up) と呼んでおり、大恐慌 (the Great Depression) 以来の数字の高さだとヘンリー・ウッド調査 (Henley Wood Survey) で明らかになった。若い世代 (25-34歳) でそれが顕著に出てきており、その数は昨年で590万人にも昇る。リセッション前と比較すると25%も増加して、特に男性が女性の2倍の比率で多いと出ている。

身内などとの拡大家族 (extended families: nuclear family、核家族の反対語) 数は全米で既に8.2%の割合まで上昇していて、前回2005年の国勢調査の6.9%を大きく上回っている。

アメリカは核家族に向かった時代の1950年代から60年代とは大きく転換してファミリーとの同居で拡大家族の傾向が進み始めている。

### 3. リーマン・ショックから3年—その3

(サブプライムローン問題後にクローズアップされて来た問題点は? それらが現在の住宅市場に与えている影響は?)

サブプライムローンが引き金となり “Too Big to Fail” (大きすぎて潰せない) と言われた金融危機、リー

マン・ショックへと発展した反省から 2010 年秋には 2,314 ページにも昇る通称ドッド・フランク法と呼ばれる「金融規制改革法」、正式には「ウォールストリート（金融街）改革及び消費者保護に関する法律：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010」が制定された。

ブーム時に見過ごされた問題点で、現在の不動産取引にどのような影響を与えているだろう？

- 1) 不動産鑑定評価（Appraisal）
- 2) 住宅ローン融資基準  
（Tight Mortgage-Lending Standards）
- 3) 格付け会社／機関（Credit Rating Agency）
- 4) 金融機関とフォークロージャー

不動産鑑定評価、住宅ブーム時の 2003 年から金融機関に上げ底の鑑定評価を依頼され、拒めば次の仕事が入って来ない立場に置かれていたのが不動産鑑定士であった。この時点で鑑定評価は金融機関やモーゲッジブローカーやリアルターから独立した中立的な立場にある姿を失われることになった。

ロサンゼルス・タイムズ紙（Los Angeles Times）も、既にこの上げ底評価の記事を掲載していたが、右肩上がりの経済で、世間では問題視されない状況だった。

ブーム後に本来あるべき第 3 者としての立場の確立を目指した米国議会は、金融機関と不動産鑑定士の関係を根絶すべく 2009 年に制定された条例が「住宅評価実施規範（HVCC：Home Valuation Code of Conduct）」だった。

これは鑑定士と金融機関の間に仲介として、不動産鑑定マネジメント会社（AMCa：Appraisal Management Companies）を作り登録させ、地域外の不

動産鑑定士に鑑定評価をさせるという条例であった。

住宅不動産は地場であり、地域外の者が馴染みの無い地域を査定する事は容易なことではない。HVCC 条例下では地域外の鑑定士が出向し評価をしていたため、本来なら通常物件とフォークロージャー物件は別物だが、事例として組み込まれ鑑定評価額が売買契約価格を割るケースが出始めた。

全体の 10% で鑑定評価額が低すぎ契約が成立せず、別の 10% は低い鑑定評価のためクロージングを遅らせ、14% は再交渉をせざるを得なかったと NAR の調査で判っている。この HVCC 条例はドッド・フランク法成立後終わりを告げた。

現在、低い鑑定評価は未だに続いており、8 月のレポートでは全体の 9% がそのため契約のキャンセルに発展し、13% は評価額が売買契約金額を下回ったため再交渉をせざるを得なくなったと報告している。

新しい法律では不動産鑑定士を中立的な立場として第三者の圧力から守り、地域で正当な報酬を受けること（customary and reasonable）などが盛り込まれているが、全く行われていないと米国不動産鑑定士協会（AI：Appraisal Institute）は述べている。

アメリカでは消費者が物件購入やリファイナンスをする度に、鑑定評価並びにタイトル・インシュランス（権原保険）のチェックが必要となる。

依頼する金融機関がフィーを最初から下げて依頼するので、物件評価は地域外の経験の浅い鑑定士があてがわれ、評価も 1 日か 2 日以内で纏めようと指示され、「中立性と公平差」からかけ離れた実状にある。

これに関連して 4 州、メリーランド（Maryland）、イリノイ（Illinois）、ミズーリ（Missouri）、ネバダ（Nevada）の各州議会は、査定評価時の物件価格（マ

イホーム)を守る為、一般の物件評価時にフォークロージャー物件を利用する事を制限する条例を提出している。

消費者がマイホームを購入する時に利用するモーゲッジ(住宅抵当証券)、住宅ローンの融資基準に関しても前述の不動産鑑定のように左から右へと両極端に動いている。

日本の住宅ローンに当るものをアメリカではモーゲッジと言ひ、譲渡担保を意味する。米国では住宅ローン借入れの時に担保(mortgage note)となっている不動産を金融機関等の債権者(時にはカリフォルニア(California)州等では第3者)にいったん譲渡し、ローン返済完了時に権利証を受理するという特有の住宅金融システム(housing-finance system)を取っている。

住宅ブーム時の2003年頃から、ローン申請書の審査を余儀なくしていた金融機関が、売上げ(=利益)優先で書類審査が甘くなり見過ごされるケースが出てきた。

2005年のピーク時には申請者が容易にローンを組めるように所得を偽装した書類が審査無しで許可されるような事実も発覚した。

それが一転して、金融バブル後には高評価の債券が一切の価値を無くした負債、民間の金融市場からは資金が枯渇し、政府からの資金を注入せざるを得なかったため、金融機関は逆に審査基準を厳格化し始めた。

アメリカでは、1974年に制定された「均等信用機会法(Equal Credit Opportunity Act)」で人種、性別、年齢、宗教、国籍や婚姻による立場の違いで貸付け申込みを差別する事を禁じている。モーゲッジ申請の際は本人がどのような返済能力を持ってい

るかを審査される。審査項目は個人の年収、購入物件の金額と資金返済力(ファイコスコア:FICO)の3点である。

融資基準の厳格化によりローン申請した人の4人に1人はローンを却下されていると最近の連邦準備制度理事会(FRB:Federal Reserve Board)のデータが示している。

「クレジットスコアの優良者でもひとたびカード等の支払が遅れたり滞納するとスコア数値が下がってしまいローン審査に影響が出る」とNARのユン氏は述べている。

金融機関は消費者により高いクレジットスコアを要求しており、多くのバイヤーが、その審査の段階で振り落とされている。例えば、中間価格値の既存住宅の購入で住宅ブーム時は頭金がほぼゼロだったが、今は平均で15%となっている。

6月末でモーゲッジを持っている家庭の23%、1090万世帯が「ネガティブエクイティー(negative equity:住宅価格をローン残高が上回っている状況)、さらに240万世帯はエクイティーが5%未満と調査会社大手のコアロジック(CoreLogic)は発表している。同協会の予想では、リファイナンス(refinance)を申請した顧客の50%、ローン申請の30%は取得出来ていないと報告している。

格付け会社がアメリカ国債をトリプルA(AAA)から一段下げたことで話題となったが、格付け会社自体日本ではほとんど馴染みが無い。

アメリカでは金融機関や投資銀行が不動産を債券化し、住宅不動産担保証券(RMBS:Residential Mortgage-Backed Security)として世界中の投資家に売買していた商品の格付けをしていたのがこれらであった。

最近、SEC（証券取引委員会：Securities and Exchange Commission）がこれらに対して格付けの信憑性を調査したレポートが発表され、2007年から表面化したサブプライムローン問題に端を発する世界的な金融危機時の格付内容が問題視されている。

サブプライムローン等本来は最低の格付のローンだったが、不動産証券化商品組み入れ過程で他のローンと組み合わせられ金融派生商品として出回ると、一度に破綻するリスクが低下したと見なされ証券としては最高位の格付が付けられていた。

これらの債権は金融危機に際し、わずか数日に最上級からジャンク格にまで格下げが実施され市場は大混乱に陥り、一連の金融危機に際し格付機関の責任も問われる事態となった。

格付け会社は格付けの対象である債券発行側から手数料益を得ており、米国議会の審議会は格付け機関の不透明さが引き起こした金融危機の責任を問っている。

金融機関にまつわる話題は他にもある。住宅不況といわれて4年、住宅価格が下がった原因にフォークロージャー問題があり、未だ既存住宅市場の30%を占めている。

アメリカの住宅物件ローンの基本はノン・リコース（non-recourse）で設定され、債権者の金融機関はデフォルトの際に融資物件のみを一定のステップを踏みながら回収していく。各州により不動産譲渡証書、デッド（deed）の権利範囲や内容が違うため回収方法は各州で異なり、裁判所を通したり通さなかったりと様々である。

一般的にローンの支払が3ヶ月遅れると延滞通知（Notice of Default）が届き、さらに3ヶ月後の場合、半年間の滞納という事で抵当権回収手続きへと発展

していく。

フォークロージャーはプロセス自体に金と時間が掛かる。ホームオーナーを退去させ空家になりそのまま放置すれば、家自体が荒れるだけでなく付加価値も下がり、近隣の住宅価格まで影響を及ぼす。

現政権は前回成功しなかったHARPプログラムを再検証し、アンダーウォーターのホームオーナーにアメリカ金融史上最も低い金利率になった。リファイナンス時の申込み料等諸費用（upfront costs）や融資の必要条件（underwriting requirements）を緩和すれば、多くが生活にゆとりが持て継続してマイホームに住みながらローンを払い続けることも可能になる。

8月時点のローン延滞率は、昨年8月時の11.8%よりも低く8.13%であった。全体の4600万件の23%に当たるローンを所有している家庭は、ネガティブエクイティの状況に成り得る状況に有るとの事である。

9月のフォークロージャー件数は214,855件となっていて、8月より6%の減少で、対昨年同月比でも38%の下落となっている。第3四半期の合計としては610,337件であった。

フォークロージャーの遅れは、州の違いによるプロセスの相違だけに限らない。多くの場合、別の理由によって起こっており、アメリカのメディアの関心を集めている「ロボ・サイニング（lobo-signing）スキャンダル」と呼ばれているものである。

現在、連邦政府は大手17の金融機関を相手取って訴訟をしている。カリフォルニアを含めた50州の司法長官（State Attorney General）が集まり、共同調査も開始している。

一連の行為が表面化した為に、金融機関は一時



## 特集 リーマン・ショックから3年

フォークロージャーを中断させ、それが遅れている一因ともなっている。

フォークロージャーは各州によりプロセスが異なるが、大方最低でも6ヶ月は期間を要する。プロセスを始める際は、書類を確認し揃え公証人(ノターリー: notary public)の前で、宣誓(swearing to the accuracy of documents)をし、金融機関(債権者)が該当物件を所有していることを証明する。後に裁判所に提出/説明し、判決を待つというのが大方の方法である。

仮にモーゲッジが6ヶ月延滞していても、正式な

プロセスを経て行わなければその行為は無効になる。つまり法の適正手続き(due process)を経て行わなければならない。

ロボ・サイニングとは、代表者に代わって金融機関の従業員、あるいは下請け会社の従業員等が、法的な書類/情報を確認せず(without verifying the information)、その法人担当者の名前で虚偽の署名(forged signature)を正式な書類にしていた行為であった。ここでは公証人も存在しない場合もあり、必要書類に目を通さない(without reading the

図5 米国の政府系金融機関に保証されている住宅ローン総額: Amount of Mortgages Guaranteed by Fannie Mae & Freddie Mac

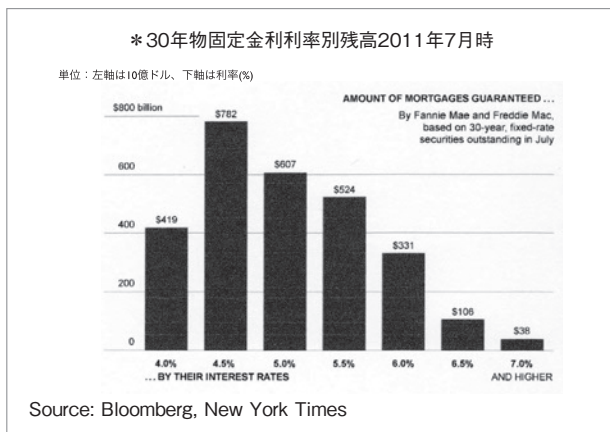


図6 リファイナンス予備軍はこんなにいる! Refinancing Candidates!

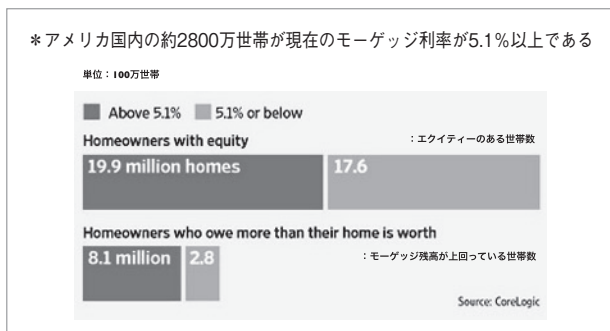


図7 モーゲッジの延滞率の比較: 2009年7月 vs. 2011年7月 Soaring Home Payment Delinquency

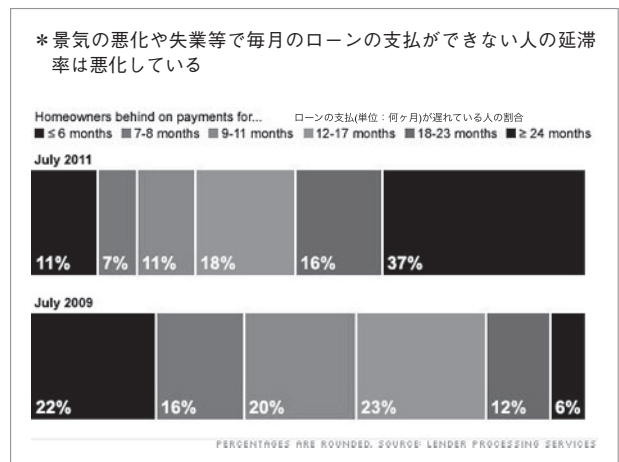
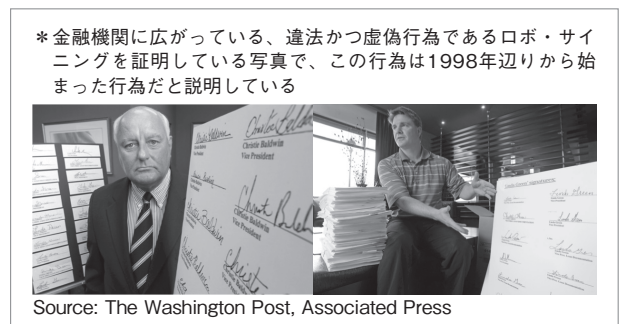


図8 1990年代後半から始まっていたモーゲッジ書類の虚偽行為 Widespread robo-signing of mortgage documents found as far back as 1998 could haunt owners



documents) ために、書類不備の場合も多々あった。

#### 4. リーマン・ショックから3年—その4

(来年の大統領選挙を控え、アメリカの住宅産業は何処へ向かうのか?)

9月にオバマ大統領が発表した総額4470億ドル(同、約31兆5582億円)による第2次経済活性化政策は未だに議会を通過していない。経済が低迷して失業率もまだ9%台を割っておらず、国民の政府や議会に対する不満や不信感は増え、度重なる不祥事を起こしているウォールストリートに対する風当たりも強くなっている。

2009年6月から2011年6月までの3年間で、1世帯当りの収入中間値は6.7%も減少して49,909ドルとなっている。リセッション時の2007年12月から2009年6月までは1世帯当りの収入の下落幅は3.2%だった。

リセッションの始まりから4年で9.9%の下落、これは過去数十年見られなかった傾向で、アメリカ人の基本的な生活行動/様式を変化させて来ている。

アメリカの連邦準備制度理事会、FRB(Federal Reserve Board)は今年の第1四半期のデータを基に、現在の米国のホームオーナー(home owners)は平均的に38%のエクイティー(equity:純資産、自己資本)を持っていると発表しており、10年前の61%からは大幅な減少となっている。

住宅ローン残額が減少しエクイティーが減少しているのは、現在の住宅価格の減少に起因していて、住宅価格のピーク時2006年から多くのマーケットで起こっている現象である。

ホームエクイティーは米国経済の大きな経済指標で、エクイティーが増えれば、住宅価格が上昇し、

ホームオーナーは家に対しての純資産が増えたと感じ、間接的に消費等へと連動しエクイティーローンなどの担保(collateral)とも成り得る。

リサーチ大手のコアロジック(CoreLogic)社の調べでは、住宅ローンの23%が現在アンダーウォーター状況下で、さらに5%がその方向に向かっている。

米国でもメディアは数字や数値を大きく報道する傾向にあるが、アメリカの全家庭の35%は住宅ローンを既に完済している。通常報道で云われている元のパイの大きさは、ローン借入れ家庭だけに関係することで、アメリカ全体の家庭の65%だけを指している。

米国の平均的な家庭では119,000ドル(同、約917万円)の住宅ローン、自動車ローン、クレジットカードやその他の負債を抱えているとFRBのレポートは報告している。

住宅産業はアメリカの基幹産業で、それが正常に戻り稼働するには以下のように幾つかの重要な要素が影響してくる。

それらは、

- 1) 住宅ローンの頭金引上げ: ダウンペイメント
- 2) ジャンボローンの行方
- 3) リファイナンス
- 4) 政府系金融機関の今後

まずは住宅ローンの頭金比率引上げ法案である。モーゲッジ借入れ時にどれだけのダウンペイメント(頭金: Downpayment)を入れるのが適切か議会で議論的になっている。

議会や金融の監督機関は消費者が物件を購入する際の頭金を10%あるいは20%にする事で、その住宅ローンが「適切なモーゲッジ(QRM: Qualified

Residential Mortgage)」と見なされ、追加のフィーを免れることだと結論付けている。

このような性急な法案は多くのバイヤーを住宅購入の蚊帳の外に追いやるだけでなく、市場を混乱させると全米リアルター協会（NAR）を始め各消費者団体、専門家は指摘する。

これが現実になると多くのミドルクラスが、既存住宅中間価格値 172,100 ドルの物件を購入するには、このルールに則って頭金やクローリングコスト合計で 26,000 ドルを拠出しなければならず、それには 9 年近くは掛かってしまうと言う試算も出ている。

消費者団体の CRL（CRL：The Center for Responsible Lending）によると、現実的には 10%あるいは 20%は高すぎるとしている。

CRL のスポークスパーソン、キャサリン・デイ（Kathleen Day）女史は、「我々はダウンペイメントがゼロを奨励しているのではない」とニューヨーク・タイムズ（The New York Times）のインタビューに答えており、「ダウンペイメントは消費者側の責任としても必要なもの。しかし、その額は市場と融資基準で決めるのものであり、一律にするべき性格のものではない。あくまでも消費者のクレジット基準（融資返済能力、返済履歴、収入と負債額）を中心に設定するべきである」と述べている。

これは一連の金融機関の不祥事を再発させないため、昨年制定されたドッド・フランク法の一環である。QRM を債券として発行する金融機関はその後の責任から免れる利点があり、QRM でない債券を発行する場合には、発行した金融機関はリスクとして 5%を保有しなければならないことになっている。FHA（Federal Housing Administration：米連邦住宅局）保証のローンはその限りではない。

サブプライムローン問題後の 3 年間は住宅市場を活性化させるために時限立法で行われてきた政府系金融機関（GSEs：Government Sponsored Enterprises）ファニーメイ（Fannie Mae：米連邦住宅抵当公社、Federal National Mortgage Association）、フレディマック（Freddie Mac：連邦住宅貸付抵当公社、Federal Home Loan Mortgage Corporation）、連邦住宅局（FHA：Federal Housing Administration）保証の住宅ローン上限額は、今年 10 月 1 日から元の段階に引下げられた。

住宅ローンの最大上限枠が 72 万 9,750 ドル（同、約 5,624 万円）から 62 万 5,500 ドル（同、約 4,820 万円）へと下げられた。これらの高額ローンを通称「ジャンボローン（jumbo loan）」と呼ばれ、借入れするレートも通常のプライムレートより約 1%割高となっている。

上記の価格は西海岸や東海岸など中西部に比べて物件価格の高い地域では十分な枠組みのロンに満たず、ダウンペイメントが増額すると更に購入困難な状態になる。

現在、議会で審議されている法案の中で、住宅ローン上限の減額、住宅ローン保険額の引き上げ、ファニーメイやフレディマックの頭金最低額の設定等は議会の承認を必要としない。

GSEs は金融機関からモーゲッジを纏めて買い取り、再度パッケージし直し証券として投資家に売却、仮に債務者が支払不履行となっても、投資家は政府からの保証で安心して投資できた経緯がある。

政府から低金利での資金調達ができ、金融機関は事前にリスクを心配せず消費者に最も人気のある固定金利の 30 年ローンを投入してきた。

金融危機後は民間セクターのローンが殆ど無効な状態となり、政府系保証のないローンは取得困難に

なった。

ジャンボローンは米国全域に広がっている訳ではないが、東西の大都市や各地域の都市部で利用されて来た。米国連邦住宅金融局（FHFA：Federal Housing Finance Agency）のレポートでは、政府系保証ローンはGSEs ビジネスの5%、ローン全体に占める割合は3%であった。FHA ローンは同様に6%と3%となっている。

以下の州ではその影響力が極めて大きい。高額物件が集中するワシントンDC、カリフォルニア、東部のコネチカット（Connecticut）やマサチューセッツ（Massachusetts）では、各州内でのGSEsローンの割合はそれぞれ12%、6%、4%、4%となっている。

GSEsの総額からすると、それぞれ州内で22%、14%、10%、7%を占めている。

この時限立法の終了で、この価格帯市場の20%の売上げが減少すると予想され、総額は19億ドル（同、約1464.15億円）、地方自治体等に入る不動産譲渡税／移転税（real estate transfer tax）にして3400万ドル（同、約26.2億円）が失われる計算が出ている。最も打撃を受けるのはカリフォルニアで10億ドル（同、約770.6億円）以上の損失になるとされている。

ホワイトハウス（政府）は歴史的に最も低い利率、現時点で30年物固定金利型ローン（30-year fixed-rate loan）は9月第2週に最低値の4.09%を記録し、過去50年で最低の数値となっているので、このチャンスを利用する為に新たなリファイナンスプログラムを計画している。

2009年6月に実施された第1次経済活性化政策では一般に馴染みが薄く、制約が多かった住宅ローンのリファイナンスプログラム（HARP：Home Afford-

able Refinance Program）の再考を試みている。

最初のプログラムでは予測で4-500万件だったが、結果はわずか83.8万件のリファイナンスしか行えなかった。

このリファイナンスプログラムが景気対策となるよう、以下のような制約事項を排除する事が今後必要となってくる。

- ・政府系金融機関が金融機関にリファイナンスを押し進める為に、HARPプログラムでは銀行が買取り時に瑕疵が見つかった場合は、金融機関に「買い取り」責任があったが、それに成り代わる瑕疵対策を考慮して金融機関のリスクを軽減することにある。そうすれば金融機関も率先してリファイナンスを受け持つようになる。
- ・2年前から政府系金融機関はアンダーウォーターや債務返済力の低い借り手（riskier borrowers）からは余分な手数料を徴収していた。これは政府系金融機関が連邦政府下に入っているためこれ以上のリスクを取らない消極的な対策である。サブプライムローン問題発生時から住宅ローン自体の状況も変化しており、手数料を免除（waiving fees）すれば多くの人の毎月のローン支払額が減額される。
- ・アンダーウォーターの借手でリファイナンスをするのは容易ではない。多くの場合第2抵当のモーゲッジ（住宅ローン）を借りていたり、融資側から一筆等の制約が付いているケースが多いので、これらを緩和する。

政府系金融機関の承諾を得るのか、法案として通過させるのかは別物だが、現在設定されているさまざまなリファイナンスへの障害を撤廃することが優先課題である。

前回多くのホームオーナーはエクイティーが少な



すぎたか、審査基準に合わなかったかで利用出来な  
いでいた。75%のローン債務者が政府保証の4.5%  
以上のレートで融資を受けていたとしたら、3000万  
世帯総額で年間700億ドル（同、約5兆3942億円）  
にも及ぶセービングが可能になると、コロンビア・  
ビジネススクール（Columbia Business School）で  
は試算している。

FRBのレポートによると、融資基準厳格化によ  
り昨年は約450万件しかリファイナンスが出来てお  
らず、230万人がモーゲッジのリファイナンスをで  
きなかったとしている。

上記だけでも政府系金融機関が住宅市場で努めて  
来た役割は膨大である。消費者がマイホームを購入  
する際の住宅ローン、金融機関やモーゲッジブロー  
カーから紹介される多くが政府系金融機関の保証に  
基づき実行されていることは、アメリカ人でもほと  
んど知らない事実である。

仮に数年後に、オバマ現政権が現在推し進めてい  
るとおり政府系金融機関が終焉を迎えるとしたら  
どうなるだろうか？

政府系金融機関は、1938年の大恐慌時（Great  
Depression）にニューディール（New Deal）政策  
の一環としてアメリカ国内の住宅供給の安定化を目  
的とした政府系特殊法人として設立された。

主な目的は、大恐慌後の経済対策から銀行のバラ  
ンスシート上の不動産貸付債権を買い取り、低金利  
の連邦政府の資金を注入し住宅ローンを含む不動産  
融資を容易にし、多くのアメリカ人がアメリカンド  
リームの1つとする「マイホーム（持家）」を促進  
し向上してきた。

GSEsは、多くの消費者に「マイホーム」を持つ  
夢を与えたいと頭金の比率を削減してきた。1997

年から2005年まで政府系金融機関の住宅ローン  
の保証を受けた67%は、10%以下の頭金しか入れ  
ていなかった。

GSEsの期待とは反対に、頭金の割合が少なかっ  
たローン債務者ほどデフォルト率は高かったという  
意外な結果だった。これらを踏まえて現オバマ政権  
は、この両社に対して最低でも10%の頭金を設定  
するように要求している。

GSEsは、投資家から安定した資金供給が豊富で  
あったので、消費者へ低金利で住宅資金を提供する  
ことが出来た。政府系金融機関は事前に投資家との  
金利が設定されていたので、金融機関とローン利率  
設定等でもリスクを取らずに済んできた。

このモデルの成功の鍵は、仮に債務者がローンを  
返済できずにデフォルトしても、投資家には払戻し  
をする保証があった。約束の根底は政府であり、結  
果的には国庫つまり税金負担で賄うことだった。現  
在では政府系金融機関が新規の住宅ローン市場の  
90%以上をカバーしており、一般の金融機関が資金  
を調達するにしても政府系の保証が無い限りは不可  
能に等しい状況にある。

金融機関としてもバッファーで彼らの壁となって  
いた機関が無くなれば、今まで当たり前として捉え  
られていた貸出し金利の固定（Lock in）時期など、  
実際にローンを引き出す数週間前あるいは数ヶ月前  
から、安全策を取って追加の手数料を徴収すること  
にもなりかねない。

これらの状況に鑑みても、政府系金融機関の解体  
とそれに代わる新しいシステムの構築は生易しいも  
のではなく、それに移行する時間も相当必要になっ  
て来ることが明らかとなる。

銀行等の金融機関は30年という長期に渡っての

固定ローンには魅力を感じない（利益が減る）だけでなく、そのリスクを取りたがらない。

米国抵当銀行協会（MBA：Mortgage Bankers Association）のスポークスマンであるジョン・メーカム（John Mechem）氏は、伝統的にと前置きをした上で「銀行は30年物の固定ローンを帳簿に残し続けることにはとても消極的であり、債券を買取り証券化する市場がなくなっていくのであれば、銀行はその比重を変動型ローンへと強めていくだろう」と述べている。

戦後アメリカでは景気の上下はあれど、物件価格

はピーク時を繋げて行くと必ず右肩上がりになっている。つまり住宅を所有する事は、長期的な観点（5～10年）から自分の資産を増やす最善の方法と言われてきた。

この背景には戦後の政府の方針である「マイホーム」の促進があり、政府系金融機関が設立され30年物の固定ローンが提供されてきた。

持家指向を継続するには民間だけでは限りがあり、低金利で資金調達するためには政府保証の長期ローンが欠かせないことは歴史が証明している。今後さまざまな分野でのロビー活動が行われ、さらなる議論が交わされて行くだろう。

図9 国内総生産の推移：成長率は低いプラス成長  
GDP Report: Economic Growth Weak, but Better

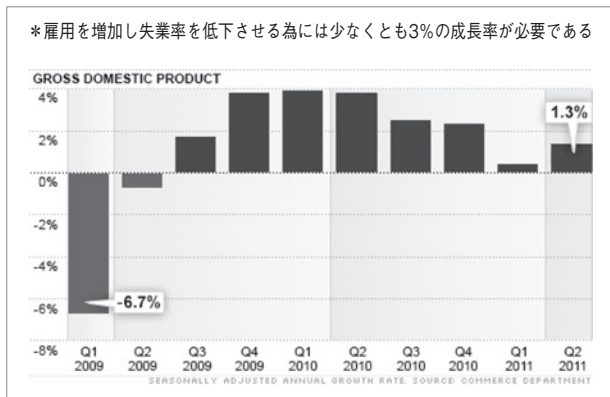


図10 雇用数、民間セクター雇用創出数と失業率の推移  
Jobs, Private Sector & Unemployment Rates Changes

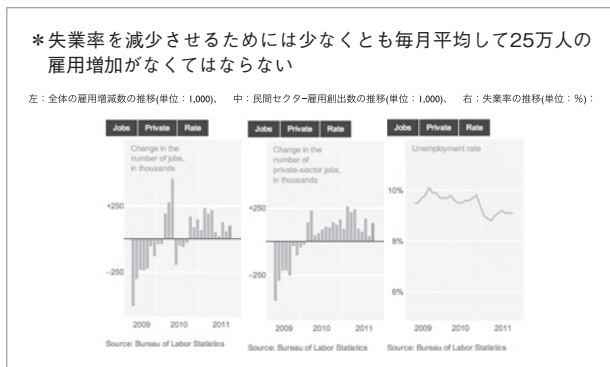


図11 1世帯当りの中間収入値の推移  
Declining Household Income: 2000-2011

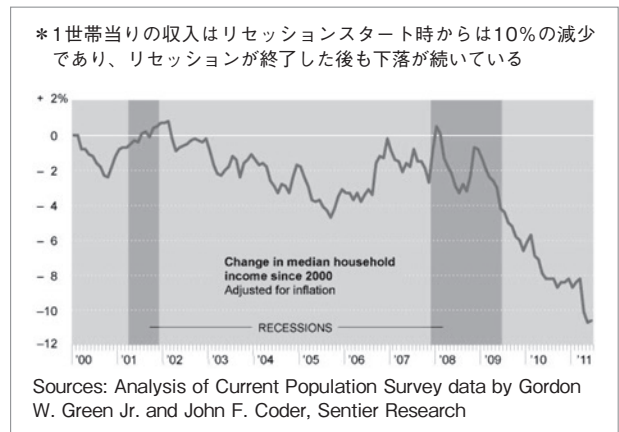
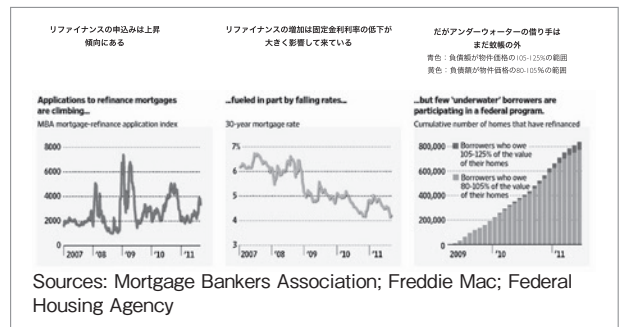


図12 リファイナンスをするには最高の時期に来ているが  
Refinancing Rebound



## リーマン・ショックから3年

## 【フラット35】Sが平成22年度の住宅着工に与えた効果について

住宅金融支援機構 住宅総合調査室 横谷 好

## 1. はじめに

リーマン・ショックの影響等で、平成21年度の新設住宅着工戸数は、77.8万戸となり、45年ぶりに年間80万戸を下回る水準となった。

こうした状況などから政府は景気回復等を目的として、「明日の安心と成長のための緊急経済対策」を策定し、平成21年12月8日に閣議決定が行われ、住宅関連では①住宅税制の改正、②住宅版エコポイント制度の創設等、③住宅金融の拡充がなされた。

このうち③では、証券化手法を活用して民間金融機関による長期固定金利住宅ローンの供給を支援する制度である住宅金融支援機構の【フラット35】について、拡充がなされた。具体的には、「耐震性」、「耐久性・可変性」、「バリアフリー性」、「省エネルギー性」の4種類のいずれかについて一定の基準を満たす良質な住宅については、適用金利を年1.0%（従来は0.3%）を10年間に渡って引き下げる等の措置が、平成22年2月15日以降に融資を受ける方から適用されることとなった。なお、【フラット35】のうち一定の基準を満たす優良な住宅について、金利を引き下げ優良住宅の供給を促進する制度を【フラット35】S（優良住宅取得支援制度）という。

適用日以降、【フラット35】の買取申請戸数等は【フラット35】Sを中心として急激に増加し、平成22年度には約11万5千戸の買取等が行われた。

この間の住宅着工戸数を利用関係別にみると、平成21年11月に持家が、平成22年1月には分譲一戸建が対前年同月プラスに転じた。一方、分譲マンションは平成22年6月以降前年同月比プラスに転じたが、貸家はほぼ年間を通じて減少が続いた。

本稿では、【フラット35】Sについて、年1.0%の金利引下げが、住宅着工の底上げにどれだけ貢献したかについて試算してみることにする。

## 2. 【フラット35】Sの着工に与えた効果の推計

## (1) 持家及び分譲一戸建の着工戸数に与えた効果

まずは【フラット35】Sの金利と、住宅着工戸数との相関についてみてみよう。

図1は【フラット35】Sの金利（提示金利－金利引下げ）と、住宅着工戸数のうち持家と分譲一戸建との相関をグラフにしたものである。

「提示金利－0.3%」のデータと「提示金利－1.0%」のデータとでは、着工との相関が明確に違うことがわかる。金利引下げ幅が0.3%のデータでは、着工戸数との相関はほぼ無相関であるのに対して、引下げ幅が1.0%のデータについては、決定係数（ $R^2$ ）が0.64で、高い相関となっている。

次に金利が着工戸数に与える影響を数量的に把握するために回帰分析を行うこととするが、回帰分析を行うには相当のサンプル数を必要とする。ここで

Profile



横谷 好 (よこたに このむ) 住宅金融支援機構 住宅総合調査室主席研究員

1987年北海道大学経済学部卒、住宅金融公庫入庫、  
1996年筑波大学大学院経営・政策科学研究科修了、  
2010年4月より現職。

問題となるのは、「提示金利-0.3%」のデータは着工戸数との相関が極めて低いため、これらのデータを利用した場合には、推計精度が非常に低くなってしまふことである。

このため「提示金利-1.0%」のデータのみを利用せざるを得ず、相当粗い推計とならざるを得ないことをあらかじめご承知いただきたい。

まず回帰分析に用いたデータは、以下の①～⑤について、それぞれ平成22年4月～23年3月のデータである。

①被説明変数：新設住宅着工戸数（持家+分譲一戸建）の月次データ（1期ラグ）

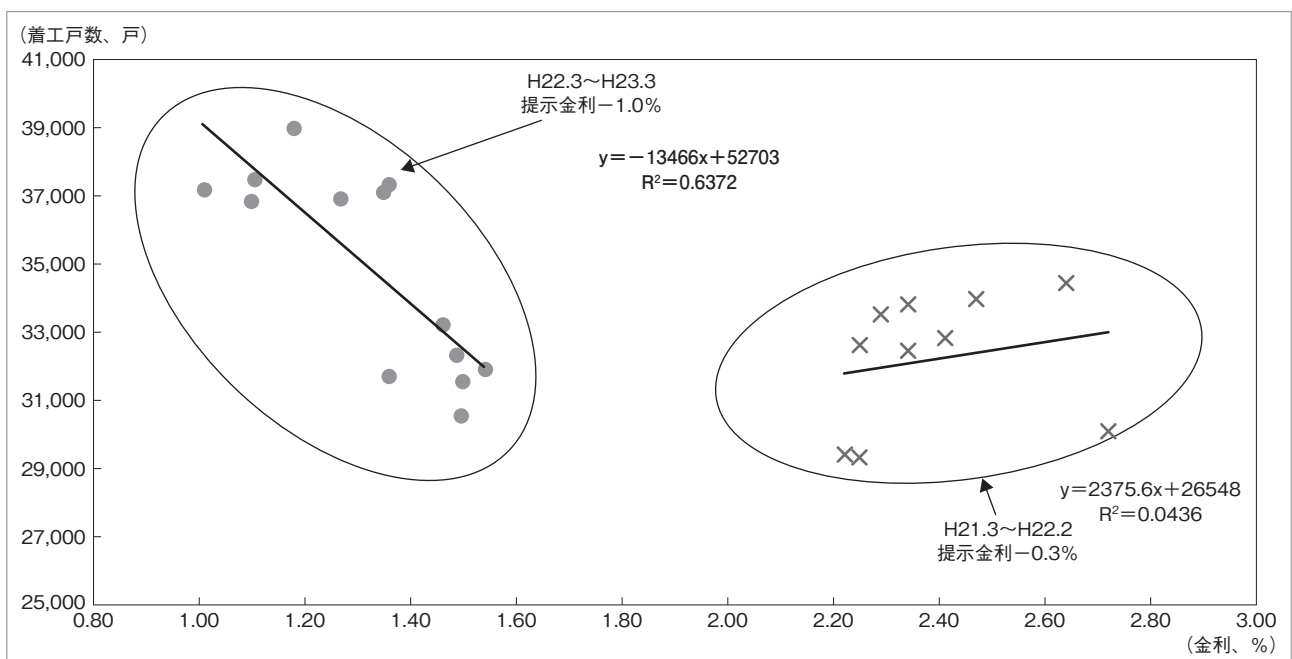
②説明変数1：住宅取得能力指数 $\{(\text{収入} \times 0.35) / (\text{住宅ローンの年間返済額})\}$

注1) 収入は総務省「家計調査年報」の平成22年勤労者世帯実収入を用いた。

注2) 住宅ローン年間返済額は、金利を各月の「提示金利-1.0%」とし、35年間の元利均等毎月払で求めた。

注3) 平成21年5月を100として他の月を

図1 提示金利（引下適用）と着工戸数（持家+分譲一戸建）との相関





指数化した。

- ③説明変数 2: 季節ダミー 1 (平成 23 年 1 月を 1、それ以外の月を 0)
- ④説明変数 3: 季節ダミー 2 (平成 23 年 2 月を 1、それ以外の月を 0)
- ⑤説明変数 4: 震災ダミー (平成 23 年 3 月を 1、それ以外の月を 0)

持家と分譲一戸建を同じ回帰式で行うのは疑問に思われるかもしれないが、分譲一戸建においては、過去のような大規模なニュータウンによる開発及び販売方式は少なくなっており、少数の住宅を顧客の反応を見ながら着工し、販売するようになってきており、実態としては注文住宅に近くなっていると考えられるからである。

なお、他の変数 (失業率、賃金指数、民間住宅ローン金利等) と着工戸数との相関は非常に低いことを

あらかじめ確認している。

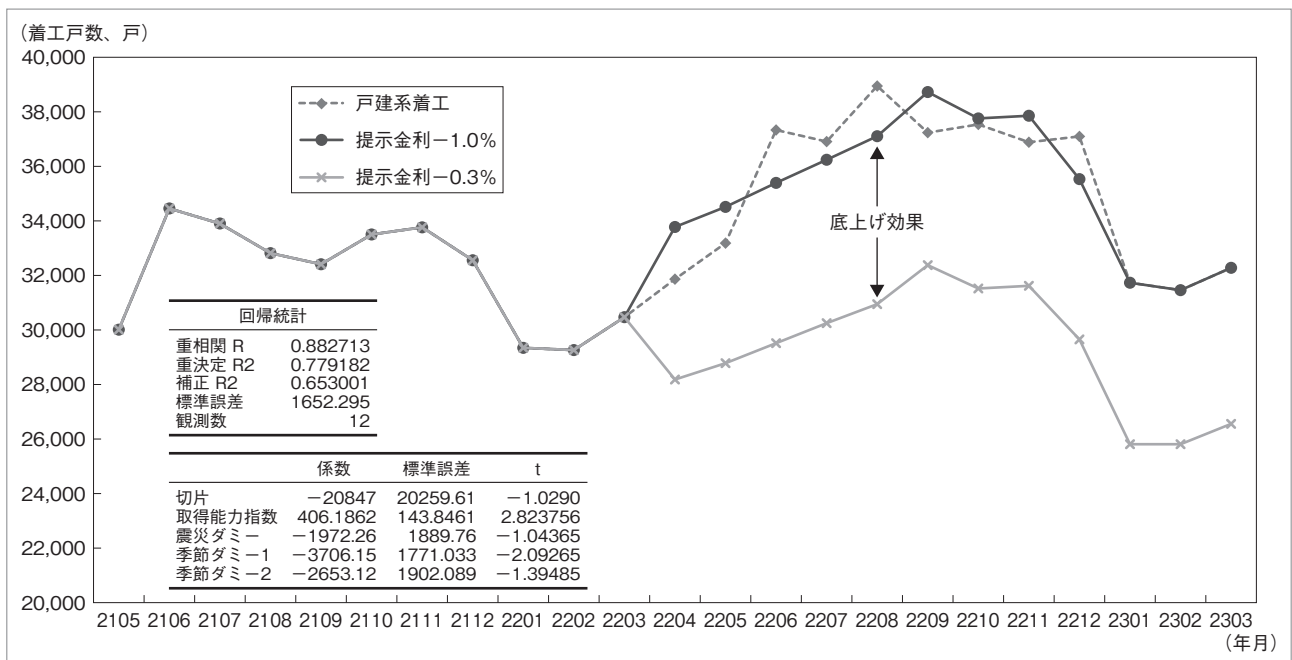
回帰分析の結果については、図 2 の中をご覧いただきたい。

サンプル数に制約があるため、ダミー変数の t 値は低いものの、住宅取得能力指数の t 値、さらにモデル全体の決定係数 ( $R^2=0.88$ ) はかなり高い結果が得られた。

図 2 では、回帰分析結果から得られた係数に、「提示金利-0.3%」と「提示金利-1.0%」による住宅取得能力指数をそれぞれ代入して、住宅着工戸数(持家+分譲一戸建)のシミュレーションを行った。

なお、「提示金利-1.0%」から得られる着工戸数の推計値から、「提示金利-0.3%」の推計値を差し引いた数字が、金利 1.0% 引下げによる持家及び分譲一戸建着工戸数への底上げ効果と仮定した場合、平成 22 年度の着工戸数のうち約 7.1 万戸を底上げ

図 2 戸建 (持家+分譲一戸建) 着工効果推計 (シミュレーション)



したことになる。

## (2) 分譲マンションの着工戸数に与えた効果

次に分譲マンションの着工戸数への効果について同様に推計してみよう。持家住宅着工では建主が住宅の着工を決めるのに対して、分譲マンションではディベロッパーが住宅着工をするかどうかを決定する。持家や分譲一戸建については、金利引下げの効果がすぐに現れるのに対して、分譲マンションの場合、在庫の減少等を通じて着工につながる可能性が高く、着工が増加するまでの期間も長くかかると考えられる。

実際、分譲マンションの着工戸数が対前年比で増加傾向となったのは、持家及び分譲一戸建に比べてかなり遅かったことから推測されることである。

このため、分譲マンションにおいては、「提示金

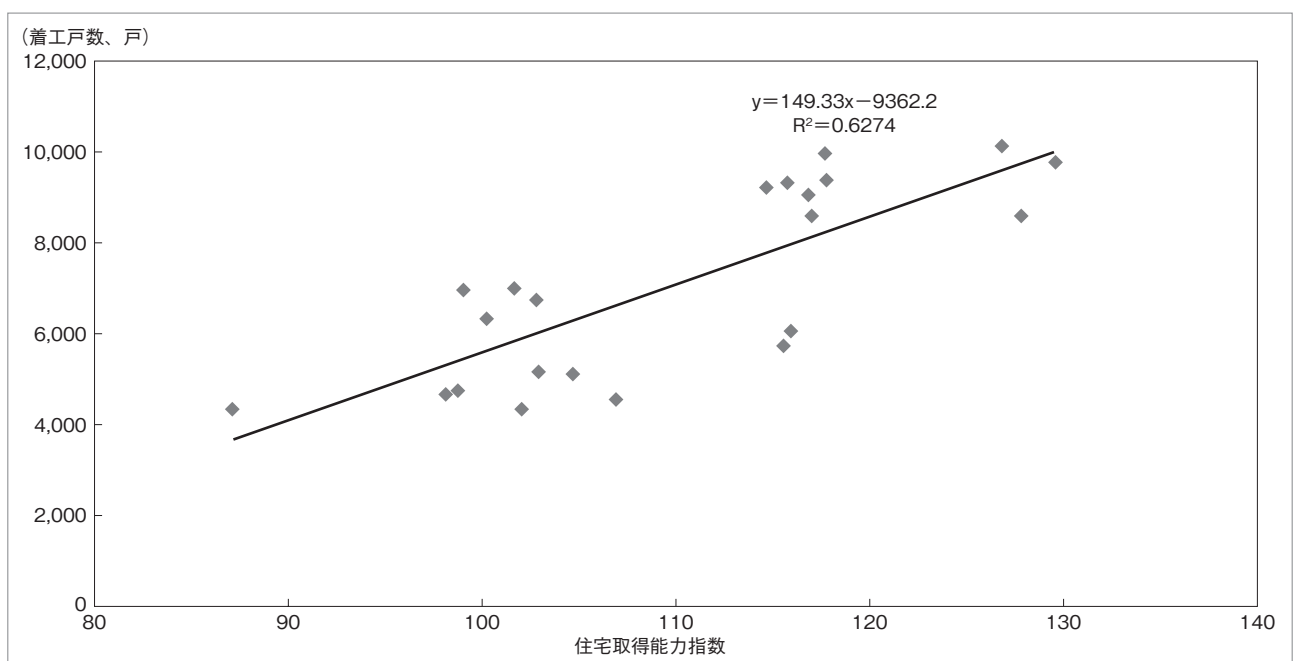
利-0.3%」のデータと「提示金利-1.0%」のデータとでは、明確な相関の違いが見られなかった。

また、持家の場合は、建設費等を建主が決めることができるが、マンションはディベロッパーが価格を決めるため価格水準が販売及び着工水準に影響を及ぼすと考えられる。したがって住宅取得能力指数は首都圏マンション価格で除しており、そのほうが着工に対して高い相関が得られた(図3)。

回帰分析に用いたデータは、以下の①～⑤について、平成21年6月～平成23年3月のデータを用いた。

- ①被説明変数：新設住宅着工戸数（分譲共同建）の月次データ（当月データと先月データの平均値をとり、3期ラグをおいた）
- ②説明変数1：住宅取得能力指数  $\{(\text{収入} \times 0.35) / (\text{住宅ローンの年間返済額})\} / \text{首都圏マンショ}$

図3 分譲マンションにおける住宅取得能力指数と着工戸数との相関



ン価格

注1) 収入は総務省「家計調査年報」の平成21年及び22年勤労者世帯実収入を用いた。

注2) 住宅ローン年間返済額は、平成21年6～22年2月までは、「提示金利-0.3%」とし、3月以降は「提示金利-1.0%」で35年間の元利均等毎月払で求めた。

注3) 首都圏マンション価格は、(株)不動産経済研究所のデータを用いた。

③説明変数2：季節ダミー1（平成21年と22年11月を1、それ以外の月を0）

④説明変数3：季節ダミー2（平成22年と23年2月を1、それ以外の月を0）

⑤説明変数4：震災ダミー（平成23年3月を1、それ以外の月を0）

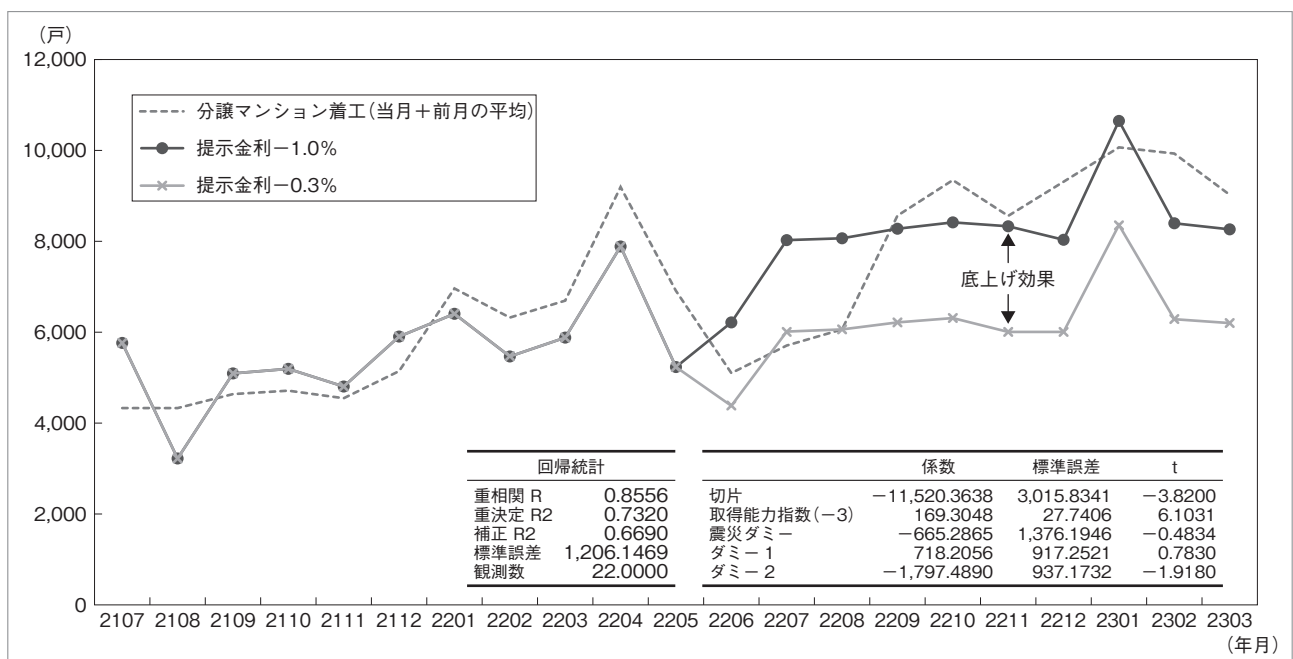
回帰分析の結果については、図4の中をご覧いただきたい。

持家及び一戸建と同様に、ダミー変数のt値は低いものの、住宅取得能力指数のt値はかなり高く、モデル全体の決定係数 ( $R^2=0.86$ ) もかなり高くなった。

さらに図4では、回帰分析結果から得られた係数に、「提示金利-0.3%」と「提示金利-1.0%」による住宅取得能力指数をそれぞれ代入して、住宅着工戸数（分譲マンション）のシミュレーションを行った（分譲マンションの着工戸数は、持家及び分譲一戸建に比べて月々の変動が大きいいため、当てはまり具合は悪い）。

なお、持家及び分譲一戸建と同様に、「提示金利-1.0%」から得られる着工戸数の推計値から、「提示金利-0.3%」の推計値を差し引いた数字が、金

図4 分譲マンション着工戸数への効果推計（シミュレーション）



利1.0%引き下げによる分譲マンション着工戸数への底上げ効果と仮定すると、平成22年度は約2.1万戸の底上げにつながったと考えられる。

### 3. まとめ

これらの推計結果をまとめると、【フラット35】Sによる当初10年間の金利1.0%引下げ措置は、平成22年度の住宅着工戸数を約9.2万戸（持家及び分譲一戸建7.1万戸+分譲マンション2.1万戸）底上げしたという結果が得られた。

この推計結果は先述したように相当粗いものであり、また、回帰分析ではエコポイント等の他の政策

効果について推計することが困難なため、結果については幅を持ってみる必要があるだろう。

とはいえ、先述のように平成22年度における【フラット35】の買取等による実績戸数は約11.5万戸であるが、そのうち約2割は中古住宅であること等を踏まえると、本推計結果は、【フラット35】Sの実績に近い数字であることを申し添えておきたい。

なお、本稿の推計は、平成23年10月のものであり、さらなる分析により変更する可能性があること、また、意見にかかる部分は執筆者個人の見解であり、住宅金融支援機構の見解とは必ずしも一致しないことを申し上げておきたい。