



# Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp

ワシントン情報 (2006 / No.012)

2006年2月23日

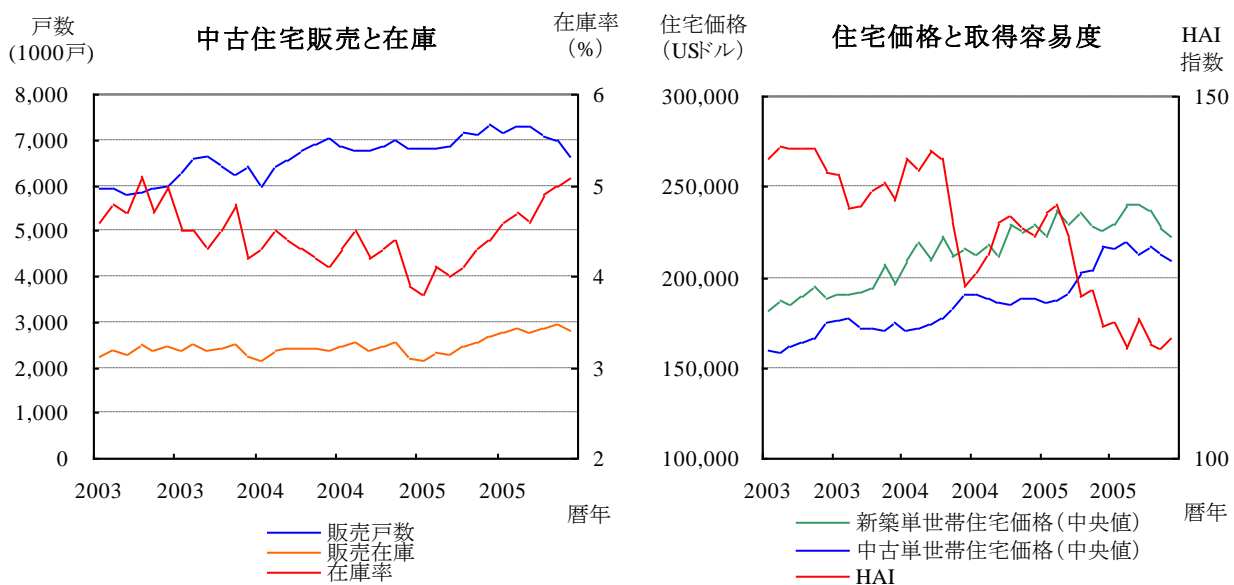
## 米国における住宅ローンの債務破綻予備軍

米国不動産調査機関 First American Real Estate Solutions は今月 8 日、変動金利型住宅ローンの貸倒れリスクに関する調査報告書を発表。今後住宅ローンの支払い困難に陥る可能性が最も高いと予想される債務者は、比較的近年借入（含むリファイナンス）を実行した変動金利ローンの利用者層であると指摘した。報告書は更に、一定の想定下で見込まれる貸倒ローン総額と金融機関の損失額を試算。以下、同報告の概要を報告する。

### 【住宅市場の軟化と家計への影響】

1 月 31 日に開催された FOMC 議事録には、「一部の地域で住宅価格の上昇率が目立って鈍化したことで、同部門の減速が総需要を押し下げるリスクを鮮明にした。住宅の資産効果が剥落した場合、家計貯蓄率への影響は予想困難ながら、幾人かのメンバーからはかなり大きな影響になる可能性があるとの見解が示された」と記載されている。住宅価格中央値は新築・中古共に前月比で減少し始めている。

図表 1：米国住宅市場の諸統計指標（2003～2005 年）

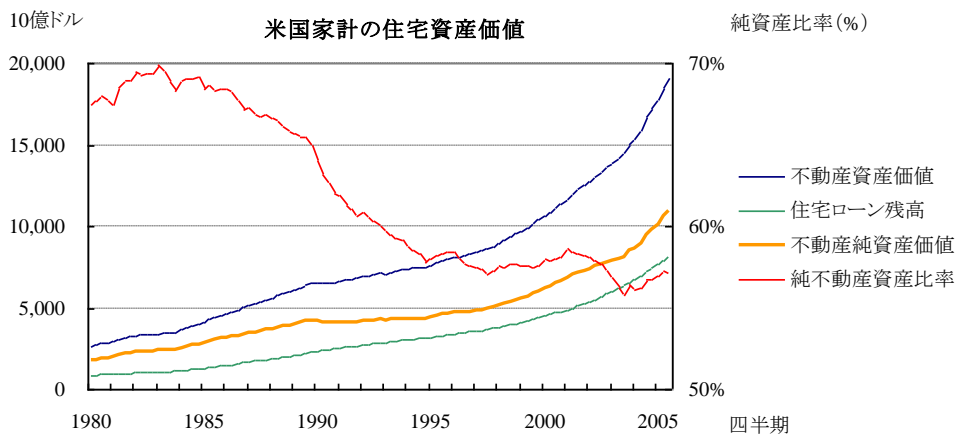


出展：全米不動産協会（NAR）統計を基に当行作成

FRB 資金循環統計（Flow of Funds）に基づいて、1980 年代以降における米国家計の「純住宅

資産比率（住宅ローン残高を差し引いた純住宅資産のグロス住宅資産に対する比率）」を見てみよう。同比率の低下は家計財務ポジションの悪化、上昇は改善を意味する。米国の家計純住宅資産比率は 1983 年第 1 四半期の 70% をピークに年々減少。2003 年第 3 四半期には過去最低の 55.8% まで低下した。しかし、2003 年以降の住宅価格急騰の結果、家計の純住宅資産比率はその後上昇し、昨年は 57% の水準となった。この間住宅ローン残高は増加を続けているので、純住宅資産比率の上昇は住宅価格の急騰に負うところが大きい。従って、住宅価格が軟化基調となれば、再び純住宅資産比率は低下し、家計財務は悪化することになる。

図表 2：米国家計の住宅資産価値



出典：FRB、資金循環統計を基に当行作成

### 【貸倒れリスクが高い 2004 年以降に借入が実行された変動金利型住宅ローンの債務者】

米国不動産調査機関 First American Real Estate Solutions は今月 8 日、「住宅ローンの返済額調整：噂と現実」と題する調査報告書を発表<sup>1</sup>。家計の純住宅資産と住宅ローンの関係について統計的な分析報告を行った。同報告は、56～58% のレンジで推移した 2000～2005 年の間の家計純住宅資産比率を「非常に堅実」な推移だと判断している。すなわち、ホーム・エクイティ・ローンを含む家計全体の住宅ローン残高は住宅グロス資産価値の 44%～42% に止まっており、全体平均で見ると、米国家計は無謀な浪費で財務内容を悪化させているわけではないと判断している。

同報告は一方において、こうした一般的状況の反面、一部の家計の財務状況は経済変動に脆弱になっていると指摘し、家計の純住宅産比率を各種内訳ごとに比較分析している。具体的には、以下の通りである。

- 住宅所有者が居住する持家住宅 (owner-occupied) と投資目的に保有される非持家住宅 (non-owner occupied) の純住宅資産比率の度数分布には明確な相違が認められない。すなわち 投資目的に住宅を購入している保有者は、持家住宅保有者に比べてよりリスクの高い財務ポジションにあるわけではない。

<sup>1</sup> Christopher L. Cagan, “Mortgage Payment Reset: The Rumor and the Reality” 原文は以下のウェブサイトにおいて入手可：[http://www.firstamres.com/pdf/MPR\\_White\\_Paper\\_FINAL.pdf](http://www.firstamres.com/pdf/MPR_White_Paper_FINAL.pdf)



- 家計の純住宅資産比率を地域毎に比較した場合、沿岸地域の純住宅資産比率は内陸地域のそれに比較して高い（＝より健全）。36州1特別区を対象に行った調査によると、純住宅資産比率15%以下（＝より脆弱）の家計の割合が高い上位10州は、その多くが内陸州である。対照的に、純住宅資産比率15%以下の家計の占める割合が低い州には、ニューヨークやマサチューセッツ、カリフォルニアなどの沿岸諸州が多い。これら沿岸諸州では住宅価格の変動が激しいのに対し、内陸地域の価格変動は比較的穏やかである<sup>2</sup>。従って、こうした分布傾向は家計の財務リスクを相殺していると考えられる。
- 家計の純住宅資産比率を住宅ローンの借入年次に分けて比較した場合、2004年以降実行された住宅ローン債務者の財務状況は、2003年以前の債務者に比べて脆弱である。2003年以前に借入が行われた住宅ローンの債務者は全般的に適切な純住宅資産比率を維持している。一方2004年以降の債務者については同比率が低く、貸倒れリスクが高いと考えられる。
- 固定金利型住宅ローンを利用している債務者に比べて変動金利型住宅ローンの債務者の財務ポジションは脆弱である。純住宅資産比率15%以下の家計（＝より脆弱）が全体に占める割合は、固定金利住宅ローン債務者の間では19%に過ぎない。一方、変動金利住宅ローン債務者については全体の39.1%と高い。純住宅資産比率がマイナスに陥った家計（＝住宅ローン残高が住宅資産価値より大きい）が全体に占める割合は、固定金利住宅ローン債務者が7.2%であるのに対し、変動金利住宅ローン債務者のそれは17%に達する。

報告書は上記の調査結果に基づき、貸倒れリスクが高いのは2004年以降に借入が実行された変動金利型住宅ローンの債務者であると結論している。

### 【変動金利ローン・タイプ別の貸倒れリスク分析】

報告書は変動金利住宅ローンとその支払い特性に基づいて大きく3分類し、グループ毎の純住宅資産比率を算出・比較している。当然のことながら、変動金利ローンのリスクは将来の金利再設定時に金利が上昇していれば、それ以降の元利弁済金額が増加することである。この点（返済額調整リスク）に着目して、報告書の用いた変動金利ローン分類区分は以下の通り。

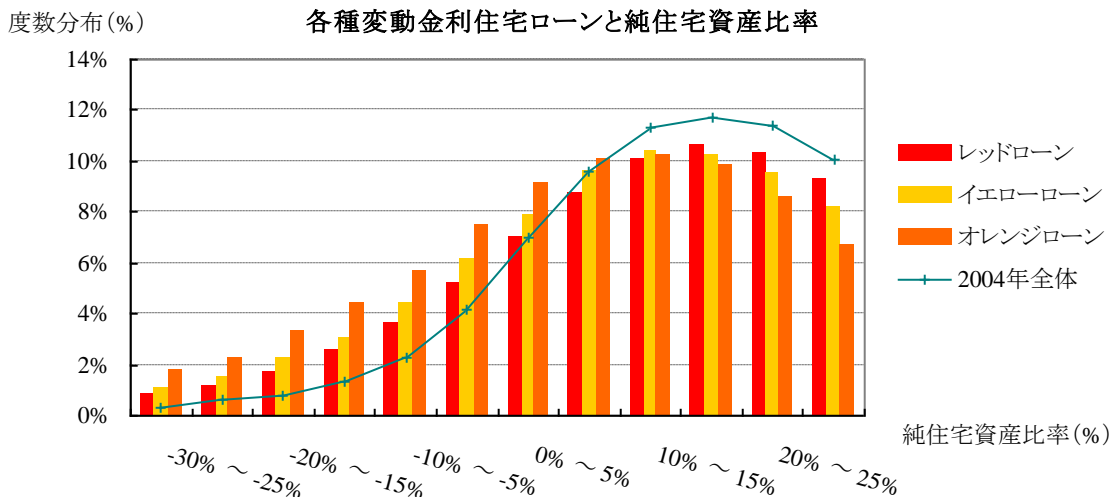
- **返済額調整の影響が大きい変動金利ローン（レッド・ローン）**：当初の金利が「teaser rate」と呼ばれる市場金利より低い水準に設定された変動金利住宅ローンで、その大半は初期期間中金利支払いのみの「interest only loan」（元本の返済は先送り）である。更には支払い利息の金利が1%以下と極めて低く設定された「option payment loan」（利息の未払い分は元本に加えられて先送りされる）と呼ばれるものもある。低金利の有効期間は借入後6ヶ月から5年間であるが、大半は2～3年の初期返済期間が設定されている。元々借入当初の金利が本来の水準より低いいため、初期返済期間終了時に金利が上昇していると残存返済期間の元利返済額が当初予想よりも大きくなり、返済額調整に伴う負担増大が大きい。報告書では区分上金利4%未満の借入金利を持つ変動金利住宅ローンがこれに分類されている。
- **返済額調整の影響が小さい変動金利ローン（イエロー・ローン）**：借入当初の返済金利が市場金利に近い水準に設定された変動金利住宅ローン。元々市場金利に近い水準で当初の返済金利

<sup>2</sup> 対象 37 地域中、純住宅資産比率 15%以下の家計の割合が高い上位 10 州は、テネシー、コロラド、ミシガン、アラバマ、アーカンソー、オハイオ、ウィスコンシン、オクラホマ、ミズーリ、およびノースカロライナ（確立分布 33.2～47.8%）。純住宅資産比率 15%以下の家計の占める割合が低い州は、ニューヨーク、ハワイ、マサチューセッツ、コネティカット、ニュージャージー、モンタナ、バージニア、フロリダ、デラウェア、およびペンシルバニア（確立分布 10.0～18.3%）。

が設定されているため、金利の調整幅が穏やかな範囲に止まる可能性が高い。統計上これらの変動金利住宅ローン債務者はレッド・ローンの債務者に比べて高い純住宅資産比率を維持していると言う。報告書では4%~7%の借入金利を持つ変動金利ローンがこれに分類されている。

- **返済額調整の影響が中程度の変動金利ローン（オレンジ・ローン）**：当初の返済金利が市場金利を大幅に上回る変動金利住宅ローンで、十分な頭金を持たない借手や信用度の低い借手に対する高金利ローン「sub-prime loan」がこれに相当する。貸倒れリスクは高く、統計上、純住宅資産比率がマイナスに落ち込んだ債務者は全体の30%にも達する。しかし、当初の返済金利が既に高水準に設定されているため、将来金利が上昇した際の修正幅は比較的小さく、設定金利が高いほど（担保価値に対する）融資比率は低く設定されるため、金利再設定の際の調整度は中程度である。報告書では7%以上の借入金利を持つ変動金利ローンがこれに分類される。

図表3：変動金利住宅ローンの返済額調整感応度



出典：Christopher L. Cagan、「住宅ローンの返済額調整：噂と現実」を基に当行作成

報告書によると、調査対象の変動金利住宅ローン（2004~2005年の融資実行分、含むリファイナンス）1兆8,880億ドル（217兆円）のうち、23%がレッド・ローン、43%がイエロー・ローン、34%がオレンジ・ローンに相当する。報告書は更に、一定の想定の下に変動金利住宅ローンの返済額調整に伴う貸倒れ金額を試算をしている。

返済調整後、レッド・ローンの債務者の100%、イエロー・ローン債務者の10%、オレンジ・ローンの債務者40%がなんらかの返済困難に陥ると想定する。更に、住宅の売却によっても債務返済することが困難になると予想される債務者の割合は、レッド・ローンで51.3%（純資産比率15%以下の債務者）、イエロー・ローンで29.2%（同5%以下）、オレンジ・ローン49.1%（同10%以下）と想定する<sup>3</sup>。上記の想定に従うと、返済額の再設定に伴って、レッド・ローン2,196億ドル（25兆円）、イエロー・ローン238億ドル（2.7兆円）、オレンジ・ローン1,250億ドル（14兆円）、総額3,684億ドル（42兆円）に返済困難が生じる計算となる。

<sup>3</sup> どの程度の金利の上昇、あるいは住宅価格の下落が生じると、こうした想定が現実になると考えているのか？この点を知りたいものであるが、報告書はこれについて明記していない。



個別ローン区分の債務者の貸倒れ確率を更にレッド 90%、イエロー50%、オレンジ 70%と仮定した場合、金融機関の貸倒れ元本総額は約 3,000 億ドル (35 兆円) に達すると見込まれる。金融機関の損失率をそれぞれレッドとオレンジは 37.5%、イエローは 25%と仮定した場合、損失見込み額は約 1,100 億ドル (13 兆円) となる。これは損失の絶対額としては大きいですが、米国の住宅ローン残高 8 兆 1,960 億ドルの 1.3%であり、市場全体としては吸収可能な規模だと報告書は判断している。

図表 4：報告書銀行損益試算の概要

| ローン区分 | 借入時元本       | 返済額調整感応度 | 住宅売却時の返済困難 | 返済困難債務額   | 貸倒れ確率 | 貸倒れ額      | 銀行損益率  | 銀行損益             |
|-------|-------------|----------|------------|-----------|-------|-----------|--------|------------------|
| レッド   | \$430,518   | 100%     | 51%        | \$219,564 | 90%   | \$197,608 | 37.50% | \$74,103         |
| イエロー  | \$819,941   | 10%      | 29%        | \$23,778  | 50%   | \$11,889  | 25.00% | \$2,972          |
| オレンジ  | \$637,551   | 40%      | 49%        | \$124,960 | 70%   | \$87,472  | 37.50% | \$32,802         |
| 合計    | \$1,888,010 |          |            | \$368,303 |       | \$296,969 |        | <b>\$109,877</b> |

出典：Christopher L. Cagan、「住宅ローンの返済額整復：噂と現実」を基に当行作成

### 【日本のバブル期との比較】

日本でも 1980 年代後半から 90 年代初頭に、当初数年間の元本返済金額を小さくした住宅ローンが増えた。当時の住宅価格の高騰を背景に、将来の年収の増加を見込んでこうした特殊弁済条件のローンが増えたわけであるが、現在の米国の住宅ローンの事情と強い類似性がある。ただし、日米の大きな違いは平均値、あるいは中央値でみる限り、バブル期の日本では東京など都市部の住宅価格は住宅取得者の年間可処分所得の 10 倍近い水準に高騰していたことである。一方、今日の米国では同比率は平均的には 5 倍弱程度と現在の日本の水準に近い。しかし、地域別、あるいはセグメント別では住宅価格が取得者可処分年収の 10 倍前後に達している部分もあり、米国において今後の住宅ローン破綻が増加する可能性は高い。

(担当：前田武史)

(e-mail address : [tmaeda@us.mufg.jp](mailto:tmaeda@us.mufg.jp))

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.bd427fa51df4c80526345b1035ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。