

サブプライム問題に関するヒアリング ～米国出張報告 現地の金融関係者の声を交えて～

発表日：2007年12月11日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：5221-5223）

米国に出張し、住宅価格が下落している州を含めて金融関係者からヒアリングを行った。サブプライム問題は、当事者たちが住んでいる地域性や所得階層の相違もあって、中流層・富裕層には縁遠い問題にみえた。しかし、知見のある人々からの話からは、社会問題性を帯びた深刻な問題であることがわかる。サブプライム問題が、その水面下にある家計の債務問題に全体的に波及したとき、そのマグニチュードは大きなものになるだろう。今は範囲が限定的でも、先々の展開を過小評価してはなるまい。

出張概要：2007年12月3日（月）から7日（金）にかけて、米国のテキサス州オースチン、ネバダ州ラスベガス、カリフォルニア州サンフランシスコ、シリコンバレーにて金融機関など関係者（9先）にヒアリングを行った。本稿は、日本証券業協会東京地区評議会のプロジェクトの一環として実施された米国リテール証券業務視察のメンバーとして同行し、その際のヒアリングの中から感じたことを個人的に書き記したものである。

（注1）ヒアリングを行ったカリフォルニアとネバダは住宅価格が全米でも大きく落ちている地域。米連邦住宅公社監督局（OFHEO）によれば、全米ではミシガン前年比▲3.7%、カリフォルニア前年比▲3.6%、ネバダ前年比▲2.4%、フロリダ前年比▲2.1%、ロードアイランド前年比▲2.1%が下落している下位5州。テキサスは前年比6.3%とまだ上昇している。

サブプライムの認知度は地域性・所得階層の差が大きい

まず、雰囲気から言えば、多くの米国国民にとってサブプライム問題は、身近な問題ではないだろう。渡米している最中にブッシュ大統領が救済策を打ち出したが、ニュースや新聞で大きく取り上げても、あまり関心事ではないようだ。これに意見を述べている人は、「あの人たちを救うのか？」という懐疑的な見方が一般的だったかもしれない。金融知識を持っている人でも、サブプライム問題と縁遠い地域では、「（サブプライム問題には）リアリティはないね」とそっけない。

金融機関をヒアリングしたときには、開口一番、「私たちの銀行にはサブプライムのエクスポージャーはありません」という言葉が挨拶代わりに交わされることが多かった。これは、懐疑的な先入観をもたれたくない心理の表れだろうが、他人事だという意識も垣間見れる。実際、サブプライム・ローンに関わる人々が、低所得層に限定されていて、中流層・富裕層には関係ない。中流層・富裕層は住んでいる地域が、低所得層とは全く異なっている。

地域別に見ても、テキサス州のオースチンでは、実感としてよく知られておらず、一方、ネバダ州のラスベガス周辺や、ヒスパニックが多いサンフランシスコでは、深刻な認識を持つ人がいた。

また、体験的な実感はなくとも、金融機関の人からの声は、「テレビ・新聞であれだけ繰り返してサブプライム

のことを流せば、消費者マインドは落ちるだろう」と報道のネガティブ・バイアスを指摘する声もあった。サブプライム問題と直接関係のない地域でも、不安を感じた顧客が金融機関に問い合わせるケースはあり、金融アドバイザーからは、「CNBCをみて、サブプライムに不安を感じた顧客が連絡してくる」という声が聞かれた。

（図表1）所得階層別にみた日米の消費構造の比較

所得階層	米国			日本		
	平均年収・万円	所得構成比	消費構成比	平均年収・万円	所得構成比	消費構成比
最下位20%	106.4	3.3%	8.2%	181.0	6.6%	10.5%
下位20%	281.0	8.7%	12.5%	329.0	11.9%	15.5%
中位20%	468.8	14.5%	16.8%	463.0	16.8%	19.2%
上位20%	745.9	23.1%	23.4%	654.0	23.7%	22.8%
最上位20%	1,625.1	50.3%	39.0%	1,130.0	41.0%	31.9%

出所：労働省「Consumer Expenditure Survey 2005」
総務省「家計調査」（総世帯、2006年）

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

筆者も金融機関の店舗でブルームバーグと CNBC の両方の画面でサブプライム問題がたびたび放映されている印象を受けた。ある銀行は、自社に関係がないサブプライム問題で顧客が心配するので、早速銀行トップがレポートを発行し、自社の状況と「米国経済はこの問題をマネージできる」と説明していた。

翻って、日本では、「サブプライム問題で米国経済が減速感を強める」という単純明快なワンフレーズが独り歩きしている。実際、影響はもっと迂回的であろう。消費への影響は、全米各地に一気に表れるというよりも、地域性をもって住宅価格の逆資産効果として表れるはずだ。米国家計のセグメントを分解すると、日本以上に階層の格差が開いている（図表1）。富裕層は、サブプライムと無関係なので、直接的にその影響を受けない（富裕層は2割が消費4割を占める）。下位2割の所得層は消費全体の8%しか占めていない。住宅資産も、バブル期の日本ほどは大きなウエイトではなく、むしろ金融資産の方が多い（図表2）。個人消費にとって、比較的早く表れそうな影響は、株価を経由した効果であろう。今後、FRBの金融緩和策が株価上昇を支えることに成功すれば個人消費の停滞は乗り越えられるし、その逆はリセッションということであろう。渡米する前に筆者が持っていた見方は、現在はさらに確信が強まったと言える。

(図表2) 日米の家計資産の構成

分かれている見解

サブプライム問題に関して、統一した見解を見出すことはできなかった。おそらく、ヒアリングした対象者が3つのタイプによって構成されているからだろう。つまり、「実は何も知らない人」、「楽観的な人」、「悲観的な人」の3つである。混乱させるのは、よく知っている人の内訳が、楽観と悲観に分かれるところである。

楽観的な見方は、サブプライム問題の影響を受ける範囲が限定的というものだ。現在、住宅価格は、サブプライム層が主に取得をしていた中古住宅を中心に下がっている。しかし、住宅価格の変動は循環的なもので、商業地価格は安定的に上昇している。よい物件を中心に商業地は投資価値が高いという見方だ。銀行からの意見も、証券化商品を扱っているところ、一部の大口取引先には深刻だが、商業銀行部門は健全だと胸を張っていた。今後の破綻も、住宅ローン部門がしっかりと管理しているのでデフォルトになりにくいだろうと言っている。新規貸出も相当に厳しくやっていると述べていた。

一方、悲観的な人は、「まだサブプライム問題は三合目まで登ってきたに過ぎない」と言う。サブプライム層の集まっている地域では、返済不能になった家族が夜逃げをしてそれが空き家になるケースがあるという。そのとき、金目の家財は持ち出され換金されて、窓枠なども壊されてボロボロの家が残される。この住宅は競売にかけられるのだが、ボロボロの家は二束三文に変わる。空き家のまま放置されていると、ドラッグに浸ったホームレスが住み始め、治安は悪化する。そうすると、周辺住民が近寄らなくなって、その地域の地価は全体的に下がる。コミュニティ崩壊がサブプライム問題の社会的側面になっている。この現象で根が深いのは、地域の地価が下がると、地方政府の主な税源である固定資産税が減って、税収不足を起こすところである。より地域の整備に資金がまわらなくなるなど悪循環を生じる。

また、サブプライム問題に関して、「ウォール街の人々が言っているほど楽観的ではない」という声もあった。「リセッションの可能性は40%で、鍵を握るのは今後のFRBが利下げだ」という意見もあった。反面、政策面では「ブッシュは景気梃子入れに熱心さがみられない。イランとの戦争などということになれば由々しき事態だ」とい

	米国(2007年6月末)		日本(1990年12月末)	
	残高・兆円	構成比	残高・兆円	構成比
総資産	7,883.9	100.0%	2,735.4	100.0%
不動産	2,551.2	32.4%	1,744.6	63.8%
うち住宅	2,309.7	29.3%	1,485.4	54.3%
金融資産	4,871.2	61.8%	982.7	35.9%
うち株式	675.5	8.6%	203.2	7.4%
うち投信	563.8	7.2%	38.1	1.4%
負債	1,519.4	19.3%	316.0	11.6%
うち住宅借入	1,116.0	14.2%	262.1	9.6%
雇業者所得	811.3	10.3%	227.4	8.3%

出所:FRB「Flow of Funds」、内閣府「国民経済計算」(68SNA)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

うコメントもあった。2008年に大統領選挙が本格化すれば、有権者は過剰債務問題でも自分たちに都合よく所得再分配をしてくれそうな政党・候補者に投票する可能性があるかと危惧する人もいた。2008年が大統領選挙の年であるだけに、サブプライム対応が本当に核心を突くものではなく、人気取りの「ばんそうこう」を貼った政策アピールになるリスクはある。ここは要注意だろう。

変貌する消費者の体質

こうしたはっきりした見解を持つ人の一方に、「実はよく知らない人」が結構多い。顧客からの問い合わせは少なくないようで、「相場がサブプライムで荒れても、私たちは長期投資を目指しているのだから大丈夫」という説明を、大きな声で話す担当者がいた。筆者にはなぜ大丈夫と言えるのか根拠がわからなかった。ほかに、組織の公式見解をなぞって、「サブプライム問題の影響は深刻ではない」と語る人もいた。彼らの顔は、巨大損失を出した金融機関の担当者と明らかに表情が違っていた。

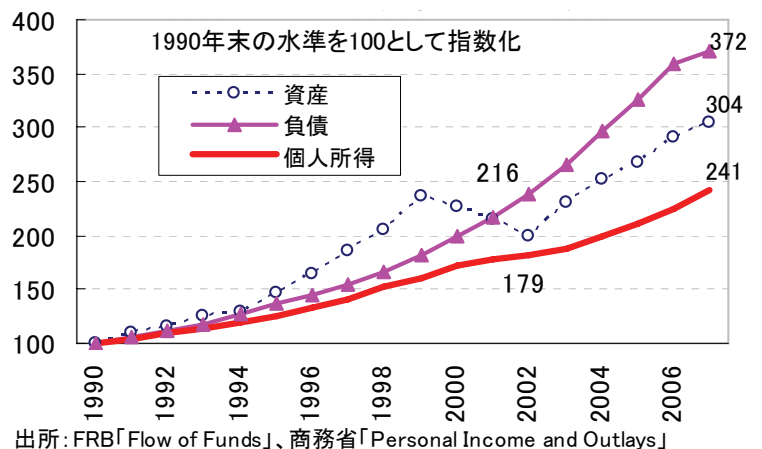
よく事情を知らない人には、サブプライム問題はメディアを通じたバーチャルな情報に過ぎない。もしサブプライム問題が話題として旬を過ぎれば、そうした大多数の人々の消費マインドには影響がなくなる。

しかし、筆者は、知識・見識を持たなくとも、暗黙の声としてサブプライム問題の深刻さを感じる人があった。それは、家計の過剰債務問題の氷山の一角としてサブプライム問題を理解している人の意見である。サブプライム問題のことを、「家計の過剰債務が問題だ」と言い換えると、その意見に同意する人は少なくないだろう。米国では景気拡大の中で、1990年から2007年6月末までに家計の負債残高が3.7倍になったのに対し、所得水準は2.4倍に止まっている（図表3）。

ヒアリングでは、特に25歳以下の若者がローンを使いやすくなって、過剰消費体質に陥っているという意見があった。カードローンや自動車ローンなどは、彼らのやり繰りが厳しくなると新たに不良債権化する可能性がある。かつて、カリフォルニアでは、住宅ローンを貸すときには、所得の1/3までしか返済負担を負わせないルールが守られていたという。それが、過当競争でルーズになった。変動金利で6~8%で今は安くても、金利がステップアップすれば途端にやりくりが窮するだろう。ブッシュ政権の救済策でも、信用力によって救済の範囲は変わる。すべてのサブプライム層が救われる訳ではない。

ローンの中で変動金利商品に注目すれば、サブプライム・ローンに関しては2008年一杯で金利リセットが山場を迎える見通しになっている。サブプライム以外にも、プライム層などのローンにも2009年に金利リセットの部分が多くある。この部分も安泰ではないという見方もある。モーゲージ・ローンとされている貸出債権の中にもホームエクイティ・ローンのように、怪しげなものもある。「ホームエクイティ・ローンでレクサスを買った奴等もいる」といった声を聞くと、直感的に不健全さが伝わってくる。米国の家計の体質変化に関しては、「数年前と比べて、若者などの倫理観が変化している気がする。身の丈以上の消費をかまわずに行う。クレジットカードで借りすぎたり、安易に借りた自動車ローンを簡単に払えなくなることもある。自分は70年代の荒れたデトロイトを知っているが、あれに似てきている。街で発砲などがあるのも、そうした兆候に思える」というコメントもあった。

（図表3）家計部門の所得・資産・負債の水準変化



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

こうした事情に基づく、サブプライム問題が消費市場のひとつのセグメントとして停滞するにしても、その悪影響は長期化し、消費市場には重石として高成長を抑制していきそうだ。筆者は単に過剰債務の状況ではなく、将来に禍根を残しそうな点を消費者信用の仕組みに見出す。サブプライム層もそうである、消費者ローンはFICO（ファイコ）というデータベースの信用履歴に基づき、スコアリングして融資判断をしている。過剰債務問題の悪化が起これば、それを経験した人は将来も二度と好条件で借りられない。ヒアリングでは、「かつて学生で自動車ローンを踏み倒してスコアが350になっている人がいた。このハンディはその人に一生ついてまわる」と言う人がいた。

(注2) FICOは、フェア・アイザック社のスコアリングモデル。スコアは300～850点であり、650以上ならば優良とされる。サブプライム層は、650未満のスコアになる。プライム層は750以上。

金融知識のない人にまで過度な信用供与が行われた結果、「本人は気づいていないかもしれないが、就職・転職には将来も禍根を残す心配がある」と手厳しい意見も述べられている。確かに、行き過ぎた消費者信用の拡張は、その反動として長い間、信用履歴の悪さを引きずってファイナンスの自由がない多数の人々を生み出すだろう。半面、筆者には、サブプライム問題が一種の社会問題性を帯びていることを指して、「だから米国は景気後退だ」という感覚的理解にはマクロ分析をする研究者としてやや違和感を覚える。それでも米国の過剰債務体質が、将来の個人消費の重石となることは多かれ少なかれ避けられないだろう。今後、株価が大きく上昇して資産効果を発揮することがあっても、家計の過剰債務体質が癒されるのには時間はかかるので、過大な成長期待は持てない。

問題の核心

金融機関の人から、「証券化の問題は、コンテージョン（Contagion、伝染・連鎖反応）になっている」と聞かされた。恥ずかしながら、筆者はそうした意味づけをそれまで思い付かなかった。このコンテージョンこそ、サブプライム問題の核心であろう。サブプライム問題には、前述のような実体（リアル）の側面と、マネタリーな側面がある。マネタリーな側面では、サブプライム・ローンが証券化商品を通じて金融機関のバランスシートにばらまかれ、その実体が明確にはわからないことが深刻な問題である。誰がどの位のリスクを抱えているのかが見えないことが、信用拡張を阻害し、一部に金詰りを生んでいる。これが流動性リスクである。本来、信用リスクのない金融資産まで値下がり余儀なくさせる原因になっている。

サブプライム問題が、不健全な信用拡張の反動であると理解している人には、流動性危機からの救済に公的関与が必要だということは認識できないだろう。疑心暗鬼が生み出す連鎖反応が、経済的損失を大きくする一方、規律重視の世論が政策対応を遅らせる。だから、危機は容易に解決できない。

奇妙な符合は、サブプライムが深刻な社会問題だから景気後退が起こるという感覚的な認識と、乱痴気騒ぎをした連中を政府が関与して救済するのはおかしいという経済問題を道徳観で測るような認識が同居していることがある。不健全なイメージが強まるほど、群集心理のような感覚が景気マインドを冷やし、同時に人々の道徳観が政策対応を遅らせる。

昔からコンテージョンに対する好ましい解決法は決まっている。早急に危機の波及を、公的な関与が封印することである。世論の直感に依存しながら政策対応を進めると、too little, too late になりかねない。政策論争が道徳的な抵抗に遭ってマクロ・ショックに対する反応が遅れたことは日本の経験からも明らかだ。コンテージョンのコストは、正常な金融システムが機能不全に陥ることのダメージである。すでに証券化市場では高格付けの証券まで価格下落を余儀なくされ、証券化商品の保有者が甚大なダメージを受けている。

金融機関の信用問題については、実体面で家計債務が不良債権化するに至って本当の恐ろしさがやってくるだろう。米国銀行の歴史は、かつて企業融資の利鞘で稼げなくなって、商業銀行は住宅・消費者信用で稼ぐように収益体

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

質を転換してきた経緯がある。投資銀行も、証券化やM&A手数料などで儲けるように収益基盤を変容させている。仮に、不良債権の範囲がもう一段輪を広げれば、金融機関問題は深刻になる。90年代初頭は、3つのL(LAND、LBO、LDC<途上国融資>)が銀行経営を悪化させた。消費者向けローンが不良債権化して経営危機に陥った銀行もあった。今回はまだ、そういった事態からは程遠いのだが、思わぬ状況悪化に追い込まれる前に、政策対応が奏功するかどうかは焦点である。当面は、FRBの利下げの浸透効果を見守らなくてはなるまい。

筆者の見解は、サブプライム問題の氷山の下に隠れている家計の過剰債務問題を過小評価してはならないというスタンスである。