

アメリカの住宅金融危機と大恐慌の記憶

— サブプライムローン問題への史的接近 —

黒羽 雅子

Subprime Mortgage Crisis and Revisit the Great Depression

KUROHANE Masako

Abstract

This article describes the development of the U.S. housing policy and its financial market starting during the Great Depression and the recent turmoil of subprime lending. It discusses causes of the subprime crisis in historical perspectives.

キーワード：アメリカ住宅金融 モーゲージ1次市場 モーゲージ2次市場 サブプライムローン
リスクベース価格

Key words : U.S. housing policy, primary market, secondary market, subprime mortgage loan,
risk based pricing

1. はじめに

1. 1 サブプライム危機

アメリカにおけるサブプライム住宅ローン危機の発生以降、世界経済は急速な収縮局面に突入している。従来日本においては、研究者や住宅金融関係者以外にはあまり関心が払われなかったアメリカの住宅政策と住宅金融システムについて、様々な部面で言及されるようになってきている。

アメリカにおける住宅需要と取得能力の動向について、先行きに懸念が出始めたのは2004年末から2005年初にかけてである。全米不動産協会の作成する住宅取得能力指数（Housing Affordability Index¹⁾）は、2001年から2004年の年初までは130から140前後を推移していたが、2004年3月期以降130を割り込んで低下傾向を示すようになり、その後2005年から2007年には110前後にまで低下した。なかでも、初めての住宅取得で住宅ローンを取り組んだ借り手

の住宅取得能力指数は、70～80で推移していることから、この時期になると新規住宅取得者に住宅ローンのデフォルト・リスクの高い借り手が同等程度含まれていたことがわかる²⁾。

本年6月の全米モーゲージ銀行協会（The Mortgage Bankers Association）の発表によれば、2008年第1四半期末の住宅ローン支払延滞率が6.35パーセントとなり、1979年以来の最高水準となった。2007年の第4四半期から53ベースポイント、前年同期からは151ベースポイント上昇しての水準である。また、差し押さえ開始物件の方も、季節調整済で0.99パーセントとなり、前の四半期から16ベースポイント、前年同期比で41ベースポイント上昇し、住宅ローン市場の厳しい現状を映し出すものとなった³⁾。

とりわけ、サブプライム住宅ローン支払延滞率については、2002年に15%まで上昇して、その後いったん10～11%に低下していたものが、住

宅ブームが去った 2005 年以降上昇に転じ、2007 年第 2 四半期末には 16.3%となった。なかでも変動金利型ローンのサブプライム延滞率は、同じ時期に 19%を超え、差し押さえ開始物件も 6%を超えた⁴⁾。これは 2004 年 6 月以降連続的に実施された、連邦準備制度理事会による利上げの影響を直接うけたものだった⁵⁾。表 1 は各種住宅ローンの残高比率と差し押さえ開始物件中にしめる各項目の割合を示したデータである。全体では 12%の残高にすぎないサブプライム貸付の、差し押さえ開始物件に占める割合が 50%を占めていることから、サブプライムローンのリスク管理の甘さを示す数字だといえよう。先にサブプライム延滞率の増加を連銀の利上げの影響を受けたものだといったが、それは現象的側面について言及したにすぎない。連銀の措置はそれに先立つインフレ懸念に対応したものであったし、それを牽引していたのは住宅価格で、2000 年に前年比 6.90%の上昇であったものが、2004 年には同 9.34%にまで達していたのだ⁶⁾。サブプライム住宅ローン危機の根本的な原因は、むしろこのような住宅投資の急膨張を招いたアメリカの住宅政策や住宅金融のあり方に求めるべきであろう。本稿の目的もこの危機を招くに至った背景と原因を歴史的に明らかにすることにある。

表 1 アメリカ住宅ローンの種類と差し押さえ開始物件の分布

(2008 年 3 月末)

住宅ローンの種類	残高の構成比	差し押さえ開始物件の構成比
プライム (固定金利)	65%	19%
プライム (ARM:変動金利)	15%	23%
サブプライム (固定金利)	6%	11%
サブプライム (ARM:変動金利)	6%	39%
FHA ローン	8%	7%
合計	100%	100%

Source: Mortgage Bankers Association, Press Release (June 5, 2008)
<http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/62936.htm>

1. 2 研究史と問題の所在

日本におけるアメリカの住宅金融ないし不動産金融を主な対象とする近年の主要研究としては井村進哉 (2002)、片桐謙 (1995) があげられる。両者ともアメリカのモーゲージの証券化に着目した研究である。そのうち井村論文は、現代アメリカにおける住宅金融システムの変貌過程を、歴史的、構造的に検討しようとするもので、住宅金融領域における金融自由化や証券化の進展がどのような帰結をもたらしたのか明らかにしようとした論考である。とりわけ、アメリカの住宅金融システムを福祉国家システムという視角から分析し、住宅金融において公的金融システムがカバーする対象が市場全体へと拡大してきたこと、そのことによって福祉国家システムの内実が希薄化し、民間金融機関に対する規制の緩和や財政負担の増大の問題が、アメリカの住宅政策の今後を不安定なものとしていることなどの論点が提示された。

片桐論文はアメリカのモーゲージ金融の展開と信用制度の構造変化を歴史的に分析したもので、住宅金融に限らない不動産金融全体を対象としたものである。とくにモーゲージおよびその証券化の仕組みについて、信用論的アプローチから分析したものである。そのほか、金融機関・関係シンクタンクなどによるアメリカの住宅金融に関する調査研究・報告書等は、現地における聴き取り調査等も踏まえた具体的な詳細な内容へと深化してきており、アメリカに独特な住宅金融のしくみが具体的に知れるようになった⁷⁾。その中でも、外国住宅事情研究会 (1986, 1992, 2000) は、欧米の住宅政策と住宅金融の歴史と制度についての詳細な情報を提供する基本文献の役割を果たしている。

日本におけるアメリカの住宅金融に関する研究が相等程度に蓄積されてきたなかで、本稿が敢えて取り組もうとする問題意識は、いま市場の最大の関心事である金融危機の震源、サブプライム住宅ローン問題が、なにゆえにこのような事態を引き起こすに至ったのかということである。発行年度の関係で上記の研究書ではサブプライム住宅ローンの問題を十分に取り扱えていないという点を補

おうという目的もある。「サブプライム問題の本質は、住宅価格上昇時に競争激化から貸し手が信用度の低い人たちを対象に安易な融資を行ったために、その後の住宅価格下落に伴って借り手の信用力が低下する一方で金利負担が増大して返済不能に陥り、専門金融機関の倒産を招くとともに持ち家を失いつつある人たちを増やしてしまったことである⁸⁾」といった説明が一般的に受け入れられているようだが、貸し手を「安易な融資」に導いた要因は何であったのか、「信用度の低い人たち」に貸せる仕組みはどのように整えられていったのかについては必ずしも十分な議論が形成されていないのである。これに新しい議論を付け加えられればと考える。同時に、アメリカ独特の住宅政策及び住宅金融の歴史的展開が、今日の危機を招来する重要な要因をはらんでいたことを示したい。

2. アメリカの住宅金融制度 - 歴史と現在 -

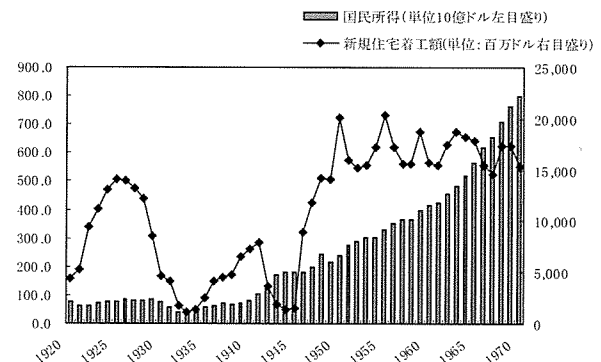
2. 1 大恐慌に始まるアメリカの住宅政策史

2. 1. 1 1次市場の再生

大恐慌こそがアメリカにおける本格的な住宅政策の出発点であった。繁栄の1920年代には活発な住宅建設ラッシュが経済の浮揚に大きく貢献したが、1929年のニューヨーク株式市場における大暴落とその後続く金融危機によって、アメリカ経済は長い停滞期へと突入していった。住宅建設を資金面で支えていた建築貸付組合⁹⁾や貯蓄銀行などの民間金融機関も経営困難に陥っていた。個人所得が大きく落ち込む中、家計のモーゲージ債務の返済能力も低下していた。住宅向けモーゲージにおける元利金返済の延滞や抵当流れにより、モーゲージ貸付金融機関の破綻が相次ぎ、モーゲージ市場は壊滅状態であった¹⁰⁾。図1は1920年以来的アメリカの国民所得と新規住宅着工額の推移を表したものである。新規の住宅着工額は、すでに1925・26年にはピークに達し、そこから1934・35年まで大きく落ち込んでいる。国民所得も1930年から33年にかけて40%以上低下した¹¹⁾。抵当流れの件数も、1926年には全米で約68千件であったものが、1933年には約252千件に上ったが、1930年代を通じて総計で2,000

千件を超える抵当流れが発生した。住宅用モーゲージ市場は機能不全をおこしていたうえ、多くの国民もホームレスとなった¹²⁾。こうした現状に対処するため、連邦政府は従来とってきた住宅に対する消極関与主義を改め、住宅金融市場とその担い手である建築貸付組合等の住宅金融機関救済のため、次のような立法措置をとった。

まず、経営難に陥っていた伝統的モーゲージ金融機関である建築貸付組合や貯蓄銀行等に資金を供給する諸立法がなされた。貯蓄金融機関は、小口の預金を受け入れて長期のモーゲージ貸付をしていたが、この短期の資金調達と長期の貸付という預貸期間のミスマッチは、商業銀行等からの借入によって埋め合わせていた。しかし、1930年代は商業銀行自身が危機の中にあり、商業銀行から借り入れていた資金は引き揚げられ、個人預金も激減した。貯蓄金融機関は流動性不足に陥り、破綻もしくは破綻の危機に瀕していたのである。



Source: U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *the Historical Statistics of the United States from Colonial Times to 1970*, Part I, p.224 & Part II, p. 618.
Notes: National Income in current prices. Value of new housing units put in place in 1957-59 dollars.

図1 アメリカ国民所得と新規住宅着工額

1932年連邦住宅貸付銀行法 (Federal Home Loan Bank Act of 1932) によって、全米12地区に一行ずつの連邦住宅貸付銀行 (Federal Home Loan Bank, FHLB) が設立された。同行は、連邦準備制度下の地区連邦準備銀行の区内商業銀行に対する役割にならって、各区内の建築貯蓄組合等貯蓄金融機関に対する流動性供給を担うために創設された。FHLBは貯蓄金融機関の住宅モーゲージ債権を担保とした貸付を行った¹³⁾。

ついで1933年には、個人住宅貸付法（Home Owners Loan Act of 1933）が成立し、同法によって個人住宅貸付公社（Home Owners Loan Corporation, HOLC）が設立された。同公社は、モーゲージ債務の利息支払いや、借換えが困難な住宅所有者に直接的に貸付を行うなどした¹⁴⁾。

さらに1934年になると、全国住宅法（National Housing Act of 1934）により、住宅用モーゲージ貸付の保険業務を行う政府機関である連邦住宅局（Federal Housing Administration: FHA）が設立された。FHAは長期の元本償還条項付住宅用モーゲージに対して信用保証を行う機関として設立された¹⁵⁾。このようにして連邦政府は、住宅金融システムに対する責任を明確にするとともに、一次市場の機能回復に取り組んだのである。

2. 1. 2 2次市場育成へ

住宅用モーゲージ流通市場である、2次市場の育成に向けた最初の立法措置もとられた。連邦抵当公庫（the Federal National Mortgage Association, FNMA, ファニーメイ）の設立である。ファニーメイは、復興金融公社（Reconstruction Financing Corporation, RFC）の子会社で、1938年に設立された。1935年に設立されたRFCモーゲージ公社（National Mortgage Association）とともに、FHAによって付保された住宅モーゲージ債権などの買い取り・保有・売却に携わることでモーゲージ市場の再建を目指そうというものであった¹⁶⁾。

ファニーメイの活動は、1938年から41年にかけて集中し、2億4,660万ドルのモーゲージを買い取っている。その額はFHAが保険をつけたモーゲージ発行残高3億5,000万ドルの70%をしめた¹⁷⁾。戦時期までは、FHAの保険が適用されたモーゲージ貸付の件数は、HOLCの全貸付件数の約半数にすぎず、ファニーメイの役割もいまだ小規模であった。1930年代に形成されたこれらの住宅金融諸制度は、その後、戦後の安定期を通じて順調に機能していた。

第2次大戦末期から1960年代半ばにかけてアメリカの経済成長を牽引したのは住宅産業と耐久消費財産業であった。この時期、住宅投資を支え

たのはFHAおよびFHA類似の民間モーゲージ信用保険である。戦後500万人にのぼる復員軍人が戦地から帰還した。この人々を文民生活に再適応させる目的で、1944年に復員軍人再適応法（Serviceman's Readjustment Act of 1944）が成立した。同法によって、復員軍人の住宅の購入や建設を支援するため復員軍人局（VA）が設立され、FHA類似の住宅ローン保証プログラムが創設された。また、1949年住宅法（The Housing Act of 1949）によってFHA、VAの信用保証制度を含む政府期間のモーゲージ貸付を支援するプログラムの位置づけが強化される。1949年法は、「すべてのアメリカの家庭のためのきちんとした家と適当な住環境」を速やかに整えることを国家の目標とし、その実現を担うのは民間部門であるとした。また、条文にはFHAによるモーゲージ保険の拡大、都市スラムの一掃、連邦政府による81万戸の公共住宅の建設などが規定された¹⁸⁾。FHAやVAの提供するモーゲージ保険が、国家の目標達成のための恒久的な制度と位置づけられた画期的な法律であった。

1950年代になると、住宅用モーゲージ市場では、FHA保険付のモーゲージ貸付が増加し、1958年末の残高は197億ドルに達して、連邦政府の信用援助の75%を占めるまでになった。ファニーメイが買い取るモーゲージ債権も1949年以降徐々に増加し、1948年には1億9,800万ドルであったものが、1959年には19億700万ドルとなった¹⁹⁾。当時の住宅金融の過半は、FHA・VA信用保証を利用しないコンベンショナルローンであり、それらの大半が貸付金融機関で保有されるものであったため、2次市場が活発にはなることはなかった。また、ファニーメイのFHA・VA信用保証付きのモーゲージ債権買い取り分についても、主に自己保有していた。2次市場への投資を促す仕掛けが未成熟な段階にあったからである。というのは、モーゲージ債権の金融商品としての商品性をみとるとき、繰り上げ償還リスクや長期固定利率により発生する金利リスクなどの問題が解決されておらず、国債等に比較して魅力の薄いものであったからである。

2. 1. 3 1次市場の資金逼迫と2次市場の本格的始動

1966年に入ると連銀はレギュレーションQによって、加盟銀行の預金利率上限規制を実施した。この規制は、貯蓄金融機関にも及ぶものであったため、市場金利と預金金利に大きな差がでる時期には、貯蓄金融機関から預金が流出し、市場金利が反映される短期金融市場証券へと向かった。金融当局の貯蓄金融機関保護の目論見がはずれ、住宅モーゲージ1次市場の融資資金の逼迫を招くこととなった。その結果、1次市場の資金逼迫対策として、新しい方策が必要となった²⁰⁾。

1968年、議会は住宅都市開発法 (Housing and Urban Development Act of 1968) を制定した。同法により、ファニーメイから政府保証付モーゲージ債権を買い取る機能を分離し、住宅都市開発省の一機関として政府抵当公庫 (Government National Mortgage Association, GNMA, ジニーメイ) が設立された。これ以降、FHA・VA 保険付の住宅モーゲージは、プールされ証券化されることとなった。その証券化商品の流動性に対してジニーメイが保証を付けることで、これらの証券化商品に市場性を与える仕組みをつくったのである。1970年にジニーメイによって元利金支払保証がつけられた最初のモーゲージ担保証券 (Mortgage Backed Securities, MBS) が発行された。このジニーメイの発行するMBSは、やがて投資家から財務省証券と同等の市場性・安全性を持つものとして受け入れられることになり、2次市場が本格的スタートを切ったのである²¹⁾。

2. 1. 4 証券化の進展 — MBSと1984年2次市場強化法

また、1970年には緊急住宅金融法 (Emergency Home Finance Act of 1970) が制定され、ファニーメイの改革と連邦住宅貸付抵当公社 (the Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, フレディマック) の設立が盛り込まれた。同法はコンベンショナルモーゲージのMBS化を推進する目的の法律であった。ファニーメイに買い取りを求めるコンベンショナルモーゲージの要件は、LTV (Loan to Value: 住宅担保価

値に対する融資額の比率) が75%以下であることなどの保守的なものであったため、市場の拡大は限定的であった。他方、フレディマックは自らが買い取ったモーゲージ債権に保証をつけて証券化したMBSの発行を開始した。フレディマックの参入は、2次市場におけるコンベンショナルモーゲージを対象としたMBS発行市場の大規模化への基礎をつくろうとするものだったのである²²⁾。

1984年モーゲージ2次市場強化法 (Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984) には同市場への参入を広く促し、住宅金融市場に民間資金を流入しやすくするという目的があった。同法は民間MBSの発行を阻害していた取引所法を改正して、民間金融機関を仲介者 (conduit: 導管) とするMBSの発行を可能にした。また、連邦準備制度加盟銀行の証券保有を制限していたグラス・スティーガル法改正によって、民間MBSが同法の適用除外となり、商業銀行による民間MBS保有が拡大した。

MBSの出現はモーゲージ債権に市場性を与え、住宅モーゲージ市場に機関投資家等の資金を呼び込むことに道を開いた。また、金融制度全体の規制緩和とも相まって、住宅モーゲージ貸付の主要な担い手であった貯蓄金融機関の預金による資金吸収の限界を補完し、1次市場の拡大を促す基礎を築いたのである。

2. 2 1990年代以降の住宅金融市場

2. 2. 1 モーゲージ市場の概観

既述ように、アメリカの住宅ローンは通常モーゲージ貸付²³⁾の形式をとる。モーゲージとは不動産を担保とする金銭貸借契約であるが、モーゲージ貸付が実行される場合に、モーゲージ設定者からモーゲージ権者に交付される書類一式をこう呼ぶ場合もある。これには、貸付金額、返済期間、返済方法、金利などに関する契約内容が書かれたモーゲージ契約証書や約束手形、融資保険、火災保険などが含まれる。モーゲージ金融は農地や商業用不動産への貸付にも利用されるが、貸付残高の70%以上は個人の住宅ローン (residential mortgage) である。

住宅ローンの担い手はモーゲージ・オリジネーター²⁴⁾と呼ばれるが、商業銀行、貯蓄貸付組合(S&L)などの預金取り扱い機関と生命保険会社のほか、モーゲージ・バンク、モーゲージ・ブローカーなどのモーゲージ・カンパニーと呼ばれる非預金取扱機関がこの業務を手がけている。モーゲージ・オリジネーターはローンの申込みに対してモーゲージを生成(origination)する。これがモーゲージ1次市場(primary market:発行市場)である。住宅モーゲージ・ローンの取り扱い額は、1980年代までは貯蓄貸付組合によるものが最も多かったが、1989年以降はモーゲージ・カンパニーの取り扱いが最も多くなった²⁵⁾。モーゲージ・オリジネーターは、モーゲージを自らのポートフォリオで保有するか、他のモーゲージ・バンカーに譲渡するか、モーゲージ2次市場で売却するか、いずれかの形で処理する。

2次市場(secondary market)というのは、生成後のモーゲージを売買する市場である。2次市場のプレーヤーには連邦抵当公庫(the Federal National Mortgage Association, FNMA, ファニーメイ)、連邦住宅貸付抵当公社(the Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, フレディマック)、政府抵当公庫(Government National Mortgage Association, GNMA, ジニーメイ)、民間の投資銀行などが含まれる。ファニーメイもフレディマックもニューヨーク証券取引所に上場している民間企業ではあるが、政府支援企業(government-sponsored enterprises, GSEs)と呼ばれている。両者とも連邦法によって設立が

規定され²⁶⁾、それぞれの取締役のうち5名までは大統領によって指名されるほか、州及び地方の法人所得税が免除され、発行する債券は連銀借入の適格担保に指定されていることなどから、連邦政府の「暗黙の保証」によって保護され、連邦政府の政策の一部を担っている機関だと見なされている²⁷⁾。ジニーメイは1968年にファニーメイから分離された機能が住宅都市開発局の1部署として位置づけられたもので、現在は政府の政策目的に沿った特定のモーゲージの購入や、モーゲージ担保債券への保証などを行っている。

2次市場の主要プレーヤーは2次市場仲介者(secondary market conduit)ともいわれ、年金基金、生命保険会社、商業銀行、貯蓄金融機関、ファニーメイなどの機関投資家と住宅ローンのオリジネーターを仲介する役割を果たしている。2次市場仲介者は投資家にローン債権原証券もしくはMBS等のモーゲージ債券などを販売する。MBSは購入したモーゲージ債権をある程度まとめてプールして、その全体を担保に発行される証券である。投資家に売却されたMBSは他の金融商品のように2次市場で売買される。政府支援企業の2次市場での取扱額は2003年までは70%以上を占めていたが、その後民間の投資銀行が急速にMBS取扱額を増加させたために、2005年以降50%を切るまでに低下している²⁸⁾。

2.2.2 1次市場：オリジネーション

モーゲージ住宅ローンにはいくつかのタイプがあり、大きく分けて連邦住宅庁(FHA)や退役軍人庁(VA)の保証付きローンと保証の付かな

表2 アメリカの機関別モーゲージ負債残高

単位：10億ドル

金融機関等/年末	2004		2005		2006		2007	
商業銀行	2,595	24.30%	2,958	24.40%	3,403	25.20%	3,646	25.00%
貯蓄金融機関	1,057	9.90%	1,153	9.50%	1,073	7.90%	1,095	7.50%
生命保険	273	2.60%	285	2.40%	304	2.30%	326	2.20%
連邦及び同関連機関	704	6.60%	667	5.50%	689	5.10%	726	5.00%
モーゲージプール/トラスト	4,834	45.30%	5,673	46.90%	6,575	48.70%	7,382	50.60%
個人その他	1,203	11.30%	1,365	11.30%	1,467	10.90%	1,427	9.80%
合計	10,666	100.00%	12,101	100.00%	13,511	100.00%	14,602	100.00%

Source: *Federal Reserve Bulletin*, June 2008 Statistical Supplement- Mortgage Debt Outstanding

いコンベンショナルローンがある。FHA の保証は低所得者の住宅取得促進を目的としたもので、VA の保証は退役軍人とその配偶者に FHA 保証と同水準の保証を行うものである。

金利に関する分類でいうと、最も基本的なものが固定金利型 (fixed rate mortgage) と金利変動型 (adjustable rate mortgage, ARM) で、他にこの2つを様々な形で組み合わせたものがある。このなかで最も広く利用されているのが固定金利型であり、1990 年以降、平均して全体の 70% 以上を占めている²⁹⁾。ARM の方は商品によって市場金利の変動の反映の仕方が違うが、最も一般的なものは、返済開始後の最初の 2~5 年は固定金利で、その後金利が上昇するというハイブリッド型と呼ばれるものである。

アメリカの住宅ローン市場では、借換えによるペナルティーが小さいので、住宅ローン残高に占める借換え (refinance) の占める割合が高い。全米の住宅ローン市場の規模は 2001 年末で 5 兆 7,000 億ドル、そのうち 55% がリファイナンス需要である。特に金利低下局面で需要が高まり、金利上昇局面では反対に需要が低下するので、住宅ローン市場規模に与える影響が非常に大きい。

リファイナンスの際に、キャッシュ・アウト (cash-out) というオプションを追加できる仕組みがある。キャッシュ・アウトはローン設定時以降住宅価格が値上がりした場合、その値上がり分の一部を利用してローン残高を積み増すというもので、追加部分はいわば担保付きの消費者ローン借入のようなものである。クレジットカード等を利用した消費者ローンより借入金利が低いため、1998 年頃から利用が急増している³⁰⁾。

このほかに住宅ローンの市場規模を拡大させる要因にはホーム・エクイティ・ローン (home equity loan) と呼ばれるものもある。これは借換えを行うのではなく、住宅価値から住宅ローンの未払い残高を差し引いた残額を住宅のネット資産 (equity) と見なして、これを担保に新たに借入を行う、または借入枠を設定していつでも上限額以内の借入ができるという仕組みのものである³¹⁾。

住宅ローンの借入希望者は、まず、モーゲージ・オリジネーターである商業銀行や貯蓄金融機関あるいはモーゲージ・カンパニーにローンの申込みをすることになる。その際、所得証明、資産負債証明書などを添えて申し込むことになる。オリジネーターは自己のポートフォリオでモーゲージを保有する場合もあるが、ほとんどを 2 次市場に売却する。売却された住宅ローン債権の過半は先に言及したモーゲージ担保証券 (MBS) として証券化される。そのため証券化を見越したモーゲージの生成が必要になる。証券化を中心となって担っているファニーメイやフレディマックのような政府支援機関 (GSEs) が設定している買い取り基準に適合するように与信審査を行うわけである。審査項目では LTV (Loan to Value: 融資比率) が最も重要な評価対象となる。LTV が 80% 以下 (20% 以上の頭金がある場合) であれば適合型ローンとなるが、これを超えた場合は民間の住宅ローン保険を付保するか、延滞が発生した場合にオリジネーターがモーゲージを買い戻す特約を付けるかして、GSE の買い取り基準に適合させる。適合型ローンの上限額を超える大型のモーゲージ貸付であるジャンボや信用力が低いために適合型ローンに分類されないものは、非適合型ローンに分類され、投資銀行などが証券化を行う³²⁾。

オリジネーターは住宅ローンの申込者の個人の信用力を FICO (ファイコ) スコアによって判断する。個人の信用情報は Equifax, Experian, Trans Union の信用情報大手 3 社が管理するクレジットレポートを利用する。これらの信用情報会社 (credit bureau) は、Fair Isaac 社の開発した統計手法を採用して上記の FICO スコアを算出している。FICO スコアを算出する際に利用されるのは、支払及び返済の履歴、借入残高、カード・ローン等の保有期間、新規借入件数、カード等の借入口座の保有件数とその種類で、評価ウェイトはそれぞれ 35%、30%、15%、10%、10% である³³⁾。スコアのレンジは 300 点から 850 点までであるが、得点が高いほど信用力があると見なされる。全米の FICO スコアの中央値は 723 点だが、一般的に 620 点以下は非プライムの借

り手というくくりに入る³⁴⁾。表3はFICOスコアと30年固定のモーゲージ金利の関係を表したものである。FICOスコア619点以下の非プライム・ローンの金利が極端に高いことが見て取れる。

表3 FICOスコアとモーゲージ金利

2008年11月11日現在

FICOスコア	適用金利	返済月額
760-850	5.64%	\$1,729
700-759	5.86%	\$1,772
660-699	6.14%	\$1,827
620-659	6.95%	\$1,987
580-619	9.45%	\$2,512
500-579	10.31%	\$2,702

注：30年固定で30万ドルを借り入れた場合の全米平均値
Source: My Fico (a division of Fair Isaac)
<http://www.myfico.com/>

ローン債権は証券化され流通に投じられるが、通常、流動化に関わる各機関は元金回収業務をアウトソースし自らは関わらない。当該ローンの元金回収業務はサービサーという専門の業者が手数料を受け取って行う。一件ごとのローンの取り組みから完済までに発生する様々な手続きは、業務毎に分解され専門の業者に外注されるというアンバンドリングが進展している。すなわち、住宅ローンの貸付から代金回収までに発生する一連の住宅金融業務や機能は、オリジネーション、サービシング、信用リスク引き受け、投資などに分解され、外部化されて個別に専門化されてきたのである³⁵⁾。伝統的な住宅金融に必要なとされてきた全体性と一体性をもった金融業務に係る熟練を蓄積するシステムは、現代の金融システムでは重要性を失っているのだ。

2. 2. 3 2次市場 — MBSの発行および流通市場

住宅ローンはコンベンショナルローン（民間モーゲージ）と非コンベンショナルローン（FHA・VA保証付きモーゲージ）に分類できるが、後者については全額政府が出資しているジニーメイ（Government National Mortgage Association, GNMA, 連邦政府抵当公庫）の委託先金融機関に売却され、ジニーメイの信用リスク保証を付けて

パススルー証券に証券化される。

コンベンショナルローンには適合ローンと非適合ローンがある。このうちファニーメイやフレディマックの買い取り条件に適合した住宅ローンはこれらのGSEが買い取り、信用リスク保証を付けてパススルー証券やCMO³⁶⁾（優先債・劣後債）として証券化される。非適合ローンの方は民間投資銀行によって購入され、格付会社が信用リスクを格付けし、信用補完会社が保証を付けて、最終的に優先部分と劣後部分を分離して証券化されるCMOやハイリスクのホールローン証券（whole loan CMO）が生成される³⁷⁾。

パススルー証券（Path-through securities）はジニーメイ、フレディマック、ファニーメイの各GSEがそれぞれ、担保の種類、金利、償還期限等が類似している複数の住宅ローン債権をプールにまとめて証券化したものである。パススルー証券はこのプールに対する持分権にあたる。このプールに入った住宅ローンの借用証書や不動産権利書類の管理はカストディアンと呼ばれる保管会社が行う。パススルー証券はプールされた住宅ローンの元金償還の進行がパススルー証券に直接反映される。投資家はサービサー手数料とGSE保証料が差し引かれた残りのプールから持分に応じて利息と元本の償還を受ける。原債権の一部に期限前償還が発生すれば、パススルー証券にもそれが反映される³⁸⁾。つまり、期限前償還リスクは原証券からそのまま引き継がれるのである。

住宅ローン債権の期限前償還リスクをコントロールするために開発されたのがCMO（Collateralized Mortgage Obligation）であるが、これは1983年にフレディマックが初めて発行したものである。CMOは住宅ローン債権をプールしたあと、プールの元本償還をいくつかの時期に区切って、各期の元本償還が完結する毎に次の期の元本償還を始めるという具合に設計する。各期に分けられた部分をトランシェといい、たとえば償還の早い順にトランシェA、同B、同C、同Dと4つのグループに分け、それぞれにプール債権を25%ずつ割当てる。金利はトランシェ毎に設定され、最も長期の投資となるトランシェDの

利回りが最も高くなるように設計する³⁹⁾。

CMOの登場後にモーゲージ市場に新たなイノベーションがもたらされた。それは、ファニーメイが1986年に導入したストリップ型のモーゲージ担保証券である。ストリップ債は、CMOの各トランシェをさらに、利子収益だけを配分するインタレスト・オンリーと元本返済だけを配分するプリンシパル・オンリーの2種類のクーポンに分離して証券化されるという特徴を持つ。これによって、投資家は市場金利変動リスクを相当程度コントロール可能なCMO商品を選択できるようになったのである⁴⁰⁾。その後、モーゲージを担保とした証券化は金融工学的な進化を受けて、リスクの細分化や組み合わせによって、多様な投資家の要望に対応する商品を開発してきた。これらを総称してMBS(Mortgage Backed Securities)とされているが、MBS発行・流通市場が進化する中で、投資家から潤沢な住宅購入資金が家計に供給される仕組みが作り上げられてきたのである。

3. サブプライム住宅ローンについて

3.1 サブプライム層とサブプライム貸付業者

サブプライムローンという場合の「サブプライム」について確定的な定義は存在しないようである。一般的には、プライムと呼ばれる優良な借り手以外を指して言う。ここでは、表4の分類に従って進めていきたい。この表はローンの出し手の側からの分類であるが、これによれば、借り手の信用度は、プライム(Prime:FICOスコアもLTV比率も良好)、準プライム(Near-Prime:FICOスコアとLTV比率のいずれかないし両方がプラ

イムに準ずるレベルで民間の信用保証の付保が必要)、サブプライム(Subprime:FICOスコアもLTV比率も基準以下、このレベルのリスクをとる貸付業者が取り扱う)となる。サブプライム貸付を行う業者は一般にサブプライム貸付業者というが、専門貸付業者以外にコンベンショナルローンとこれの両方を扱う業者もある。アメリカ住宅都市開発省(HUD:the U.S. Department of Housing and Urban Development)によると、2005年末で専門貸付業者は209社あるが、その多くは貸付件数が少ない、貸付全体に占める借換えの比率が高い、適合ローンの貸付が少ないなどの特徴をもつという(表5)⁴¹⁾。

3.2 サブプライムローンの盛行と公的信用補完のシェア低下

連邦住宅庁(FHA)は、複数の住宅政策プログラムを展開しているが、最も重要なのが国家住宅法§203(b)に基づく、一世帯用住宅向けの住宅融資保険(FHA保険)である。この保険は、FHA保険付きのモーゲージに債務不履行が生じた場合、金融機関に延滞債務を全額代弁する。おもにマイノリティ、低所得者、初めての住宅取得者を対象にした制度である。FHA創設以前は、住宅モーゲージの貸付期間は3年程度で、借換えについても借り手が任意に選択できるようなものではなかった⁴²⁾。

FHA保険の導入により、利用条件が徐々に改善され、今日では融資率が大幅に引き上げられ(導入以前の40-50%が最高97%へ)、返済期間も長期化した(導入前の3-5年が30年ないし35年へ)。また、導入前は毎年ないし半年毎の利払いと元本の満期時一括返済方式が一般的であったものが、割賦返済方式が採用されるようになった⁴³⁾。1934年の創設以来2006年までに、3,400万件の住宅ローンに保険を提供するなど、FHAは、信用力が低く資金力に乏しい借り手の住宅取得促進に大き

表4 コンベンショナル・モーゲージ市場における信用分類

FICOスコア	LTV比率		
	80%未満	80%以上 90%以下	90%超
660点以上	プライム	準プライム	サブプライム
581点~659点	準プライム	準プライム	サブプライム
580点以下	サブプライム	サブプライム	サブプライム

Source:TheFederal Reserve Bank of St.Louise, "What is Subprime Lending?" *Monetary Trends*, June 2007.
<http://www.research.stlouisfed.org>

な役割を果たしてきた。その結果、政策目標通り、米国の持ち家比率は、2001年には68.1%まで上昇した⁴⁴⁾。

だが、近年、住宅モーゲージ市場におけるFHAの役割は大きく低下している。FHAローンのシェアは、1990年には全米住宅モーゲージ・オリジネーション総額4,584億ドル中の13.0%、598億ドルであったものが、2006年には同2兆7,607億ドル中の2.1%、573億ドルへと低下している。これはコンベンショナルローンの役割の高まり、とりわけ、対象が競合しているサブプライムローンが急速に普及したことに影響を受けているためだ⁴⁵⁾。

サブプライムローンが普及した背景には、1975年住宅ローン情報公開法(The Home Mortgage Disclosure Act, HMDA)及び1977年地域再投資法(The Community Reinvestment Act, CRA)の成立、1980年利息制限法の撤廃など、サブプライム層に対する住宅ローン供給の制度的な環境と基盤が整備されたことがある。HMDAは貸付金融機関全てに対して、地域の資金ニーズへの対応を求めることを目的に、住宅ローンに関する各種情報の定期的な公表を義務づけた。また、CRAは、預金取扱機関に対して、とりわけ地元の低所得者層の居住地域にたいして、預金の一部を地域に還元することを義務づけ、この還元の成績が金融機関の支店開設やM&Aなどの申請時に重要な評価事項となった。さらに、利息制限法の撤廃は、金融機関が借り手のリスクに応じた金利設定への制限をはずし、これによって、これまで住宅ローンの対象となりえなかったハイリスク層への貸付に道を開くこととなった。

アメリカの住宅モーゲージ市場は1998年以降急速に拡大した。モーゲージのオリジネーション総額で見ると、1997年には8,591億ドルであった

ものが、1998年には1兆5,989億ドルへと倍増し、また金融緩和のあった2001年には2兆2,101億ドル(前年比107%増)にまで増加した⁴⁶⁾。先に2004年以降、金融政策が引き締めへに転じたため、リファイナンス・ブームを中心に活況を呈していた住宅ローン市場が停滞に転じたという指摘をしたが、当時、金融機関が新たに向ったのは、サブプライム層をターゲットにした住宅ローンサービス市場であった。かれらは、当初の返済負担を少額あるいは利子部分のみに限定するなど、ローンの残額の大部分を繰り延べるタイプの非伝統的ローン⁴⁷⁾の販売を通じて、サブプライムローンの市場規模を急拡大させていった。サブプライムローンはローン件数に占めるシェアを、1998年の2.4%から2007年には13.7%へと10パーセント以上上昇させた。一方、FHA保険付きローンの方は、2004年にサブプライムローンにシェアを逆転されている⁴⁸⁾。FHAローンは、サブプライム・モーゲージ貸付に比較して手続きが煩雑で融資に時間やコストがかかることなどから、サブプライム層の利用者にとって利用しやすいものではなかったようだ。また、取扱金融機関についてもFHAの基準を満たさなければならないなどの規制があり、供給の側に対しても利用制限的であった。オリジネーションの過半を占める小規模なモーゲージ・ブローカーにとって、FHAローンの取扱基準はハードルの高いものだった。

表5はFHAローンとサブプライム住宅ローンの違いを示したものである。サブプライムローン

表5 住宅ローン種類別・債務者別の特徴(2005年末)

	FHA	サブプライム	プライム
FICOスコア	640	622	723
平均ローン残高 (ドル)	123,179	233,901	235,258
変動金利比率 (%)	12.0	72.6	24.5
平均当初適用金利(変動) (%)	4.5	6.9	5.2
平均金利(固定) (%)	6.1	7.3	6.0
期限前返済違約金適用比率 (%)	0.0	66.2	4.0

Source: GAO (2007), *FEDERAL HOUSING ADMINISTRATION, Decline in the Agency's Market Share Was Associated with Product and Process Developments of Other mortgage Market Participants*, GAO-07-645, p.35.

においては変動金利比率が高く、平均金利も期限前返済費用も高いなどの特徴がみてとれよう。

非預金取扱金融機関（ノンバンク）の独立系モーゲージ・カンパニーを中心とするサブプライム貸付業者は、クレジットスコアリングの活用や自動審査システムにより機動的な融資判断を行っている。住宅ローンを実行する資金は、銀行等からの短期借入金等である。生成したローン債権を2次市場で売却することによって資金を回収する。参入障壁が低く、競争の激しいオリジネーション業者は、借入金と売却による収入の鞘が利潤であり、過当競争によって1件あたりの手数料が低下している中、案件を多数成約させることが重視される。

成約件数を増加させるための、オリジネーターによる様々なネガティブな行動が借手手を誤誘導した。たとえば、住宅価格上昇期待に基づいた債務者・債権者双方の楽観的見通しの形成やそれによる安易な融資判断、あるいは満期までの平均適用金利やそれに応じた返済負担、期限前返済違約金、保険料、税金といったローンのコストやリスクに関する情報開示の不足などによるものである。実際、債務者の無知につけ込んだ詐欺的な勧誘行為などを伴う略奪的（predatory）融資が問題と

なっている⁴⁹⁾。ハイブリッド・ローンなどの場合、返済優遇期間終了（リセット）後の返済負担増（ペイメント・ショック）に対処できずに、住宅ローン返済の延滞を招き、ついには差し押さえとなる例が多数発生している。

だが、住宅価格の高騰がつづくなか、非伝統的ローンは"affordability" products（値ごろな商品）として売り出され、当初の優遇期間を無事支払終われば信用履歴が改善し、住宅価格が上昇してさえいれば、リセット時に有利な住宅ローンに借り換えられるという考えが利用者の側にあったことも、安易な利用を拡大した要因でもある⁵⁰⁾。

表6はサブプライム住宅ローン借入れ方法及び目的別を表示したものである。これによれば、サブプライムローンにおいては、変動金利型住宅ローン（ARM）比率が非常に高いこと、2～3年後にはペイメント・ショックが到来するハイブリッド貸付の割合が高いことが特徴的である。プライムであれば、固定金利30年返済が一般的であるのと比較すると、本来は低利の貸付を選ばなければ支払の継続が困難なサブプライム層が、実際には厳しい条件での借入を余儀なくされている状況が見て取れる。

表6 サブプライムローン種類別構成

生成年	サブプライム総額 (単位 10 億ドル)	ARM 比率	固定金利比率	入居物件用借入	リファイナンス
2001	\$72.76	60.80%	39.20%	31.20%	67.20%
2002	\$118.99	67.70%	32.30%	31.40%	67.70%
2003	\$215.34	65.20%	34.70%	31.60%	67.90%
2004	\$357.25	75.70%	24.20%	37.60%	62.40%
2005	\$429.66	79.70%	20.30%	42.70%	57.30%
2006	\$197.34	74.00%	26.00%	44.10%	55.90%
生成年	インタレスト・オンリー	2/28&3/27 ハイブリッド型	5/25,7/23&10/20 ハイブリッド型		
2001	0.00%	59.50%	0.80%		
2002	1.20%	65.40%	1.40%		
2003	4.10%	63.10%	1.40%		
2004	16.20%	73.50%	1.50%		
2005	27.20%	72.20%	1.50%		
2006	17.00%	50.30%	2.00%		

Source: Thompson, Sandra (2007), p.18, originally from LoanPerformance, non-agency securitized mortgage originations.

サブプライム住宅ローンの盛行は、2次市場におけるファニーメイやフレディマックなどの公的機関の重要性をも低下させることになった。サブプライムローン債権は両機関の取り扱い対象にはなり得ない（非適合）債権であったからだ。そのため、適合（コンフォーミング）ローンの上限金額を超えるジャンボやサブプライムローンは、新たな投資先を求めて参入してきた大手投資銀行などの民間金融機関が証券化の受け皿となった。その後、2000年10月のHUD規則の改定により、GSEにもサブプライム債権の買い取りが可能となった。連邦政府はGSEが新規に生成されたサブプライムローンの50%まで購入できるよう規制を緩和し、GSEが積極的にサブプライムローンに関わることを促したのである⁵¹⁾。

しかしながら、コンベンショナルローン市場での新型のローンや証券化商品の誕生といった金融技術革新が進むなか、住宅ローン1次市場ではFHAの、証券化市場ではGSEのシェア低下が確実に進んだ（表7参照）。MBS流通市場に広範で多様な投資家が参加するようになった背景には、利息制限法の撤廃で、かなり柔軟なリスク・ベースの価格づけ（risk-based pricing scheme）が採用できるようになったことがある。プライムとサブプライムの相違は金利や手数料などの定量的

なものに還元され、リスク管理における情報の質の分析は後回しになってしまった。それを助長したのは、市場をミスリードしたリスク・ベース・プライシング・スキームへの過度の信頼であったと言わざるを得ない⁵²⁾。

4. おわりに — アメリカ住宅政策とサブプライム危機、大恐慌の記憶を呼びさますもの

アメリカの戦後における住宅金融政策のキーワードは証券化と規制緩和である。アメリカにおける住宅政策は福祉政策そのものであり、その遂行を円滑にするものとして、モーゲージ債権のキャッシュフローの安定性を確保する政策がとられてきた。政府は、モーゲージ貸付を実行する1次市場を支援するため2次市場を用意し、その取引の活性化のためモーゲージ債権の貸し倒れリスクに信用保証をつけ、市場の担い手としての政府機関を育成してきた。さらに、市場参加者の拡大のため、大恐慌への反省とそこからの回復のために生まれたニュー・ディール型金融システムを終焉させた。そのことは、住宅金融市場にあらゆるプレーヤーが参入することを可能にし、このマーケットの急成長を促す結果となった。そのキーワードは、リスク・ベースの価格づけと入手可能な住宅である。

金融の規制緩和が進展するなか、1990年代以

降、とりわけアメリカにおける金融派生商品（デリバティブ）開発技術の発展とともに、住宅モーゲージ証券化の世界でも金融工学を採用した証券化商品が開発され、多様なリスクとイールドが組み合わされたMBSが発売されてきた。住宅価格が上昇している間、市場の参加者は、だれもが金融工学的なリスク管理手法を信頼して採用し、その構造的な意味について深く問うことはなかった。

表7 モーゲージ2次市場とGSEシェアの推移

(単位：10億ドル)

年	合計	民間金融機関等	同%	GSE	同%
1989	183.7	14.2	7.7%	169.5	92.3%
1990	259.2	24.4	9.4%	234.8	90.6%
1995	317.6	48.9	15.4%	268.7	84.6%
2000	617.9	136.0	22.0%	481.9	78.0%
2001	1354.9	267.3	19.7%	1087.6	80.3%
2002	1856.4	414.0	22.3%	1442.4	77.7%
2003	2716.4	586.2	21.6%	2130.2	78.4%
2004	1881.0	864.2	45.9%	1016.8	54.1%
2005	2156.9	1191.3	55.2%	965.6	44.8%
2006	2070.5	1145.6	55.3%	924.9	44.7%

Source: <http://www.fanniemae.com/ir/pdf/resources/housingmortgage.pdf>

それはあたかも、1920年代の土地投機ブームのユーフォリアのなかで、どの金融機関も土地購入に貸し付けられた資金が回収不能となる可能性を考えなかったように。

サブプライム危機の直接的な原因は、サブプライム層に対する信用リスク管理の失敗である。リスクの細分化やリスクの操作によって生成された2次・3次証券化商品は、原証券のリスク情報がどのように反映されているかの計測も不可能になっていた。住宅ブームによって住宅価格が上昇している間は、それが深刻な問題として浮上してこなかった。金融当局は、ブームに流れ込む資金のコントロールに失敗した。連邦政府による、金融市場管理能力は、手足を縛るものなくなった市場のプレーヤーに対して弱体化していた。

それらは、あたかも第1次大戦後に住宅ブームが起き、土地投機が全米各地に広がるなかで、金融機関の貸出態度が規律を失っていく姿に重なる。連銀の投機に対応するための金融引き締めは、ブームを消沈させ、大恐慌への重要な引き金となったといわれている。

大恐慌期の挫折との詳細な比較は、紙幅も尽きつつあるので次稿に譲るが、住宅ブーム、住宅価格の急上昇、金融機関貸出額の急増、ハイリスク投資の増加などの点について、両者はその様相が酷似していた⁵³⁾。過熱しすぎた景気のコントロール、規制緩和と金融市場参加者のリスク管理に関するチェック能力の問題など、サブプライム危機の原因もまた、主要には、政府及び金融当局の金融市場監督者としての不適切な対応であったと言わなければならないであろう。

それもまた、大恐慌に至るまでの、とりわけ金融当局の不適切な対応と相似するものであろう。

注

- 1) 指数の構成要素は住宅価格、住宅ローン金利、所得である。取得能力指数 100 を借入最低必要収入と家計所得の均衡した状態とするが、住宅価格の上昇、高止まりは取得指数を引き上げる要因となる。詳細データは、<http://www.realtor.org/research/research/housinginx> を参照。
- 2) 上記 URL を参照。
- 3) The Mortgage Bankers Association(2008) を参照。延滞率は過去に 1 回以上の支払をした住宅ローンが対象となるが、差し押さえ開始物件は含まれない。1 ベースポイントは百分の 1 パーセントを表す。
- 4) *ibid.*
- 5) *Federal Reserve Statistical Release*, H.15 Selected Interest Rate, Federal funds (effective). <https://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm> (September 13, 2008).
- 6) OFHEO (2008), p.124.
- 7) たとえば農林中金総合研究所『金融市場』、住宅金融公庫『住宅金融月報』、ゆうちょ財団『個人金融』の各号を参照されたい。
- 8) 木村俊文 (2007)、p.13.
- 9) 建築貸付組合 (building and loan association) が貯蓄貸付組合 (savings and loan association, S&L) と呼ばれるようになるは 1930 年代に入ってからである (Barth, James R.(1991). *The Great Savings and Loan Debacle*. Aei Pr.)
- 10) 西川・松井 (1989), pp. 200-201.
- 11) U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census (1975), Part I, p.224.
- 12) McElvaine, Robert S.(1993), *passim*.
- 13) Federal Housing Finance Board, Regulation and Supervision: Federal Home Loan Bank Act. <http://www.fhfb.gov/Default.aspx?Page=70> (September 11, 2008).
- 14) 井村 (2002)、p.41.
- 15) 同、p.44.
- 16) 西川・松井 (1989)、pp.201-202.
- 17) 井村 (2002)、pp.54-56.
- 18) Lang, Robert E. and Rebecca R. Sohmer (2000), p.291.
- 19) 井村 (2002)、p.62.
- 20) Pozdena (1988), pp.13-14.
- 21) 井村 (2002)、pp.105-106.
- 22) 片桐 (1995)、pp.166-169.
- 23) 以下のモーゲージ金融に関する記述は、The Office of the Comptroller of the Currency (1998) および McDonald&Thornton (2008) を参照した。
- 24) The Office of the Comptroller of the Currency (1998), pp.1-2.
- 25) FRB, *Flow of Funds Accounts of the United States* 各年版には、住宅用モーゲージ保有残高が納められている。
- 26) ファニーメイは 12 U.S.C. Chap.13、フレディマックは 12 U.S.C. Chap.11a がそれぞれ設立の根拠法である。
- 27) Frame & White (2005), p.163.
- 28) McDonald & Thornton (2008), pp.35-37.

- 29) *ibid.*, p.33. Green & Wachter (2005), p.94.
- 30) FHA Refinance Mortgage Options: <http://www.fha.com//refinance.cfm> (November 11, 2008)
- 31) *Ibid.*
- 32) Mortgage Research Center, Loan-To-Value (LTV) Ratio, <http://mortgageresearchcenter.com/mortgages/ltv.php> によれば、LTV が 70% 以下の場合比較的有利な条件で契約が可能、71~80% の場合審査が厳格になるがモーゲージ保険の加入は求められない。81~90% は民間のモーゲージ保険の加入が求められ、審査もより厳格に、95~100% の場合 FHA や VA 貸付の選択を進められる水準、これ以上の水準では通常のローン金利を相等上回る金利を要求される。Wachter (2005).
- 33) Fair Isaac Corporation (2007), pp.9-14.
- 34) MyFICO, About FICO scores, <http://www.myfico.com/> (November 11, 2008)
- 35) Jacobides (2001) 参照。
- 36) CMO は MBS や住宅ローン債権の集合全体のキャッシュフローを組み替えて、たとえば元本の償還に時間的な順序性を持たせるなど、もとの債権を別の異なる複数の銘柄として発行し、ニーズの異なる多様な投資家に販売される証券である。(井村 (2002)、pp.147-48. ケンドール & フィッシュマン (2000)、p.28.)
- 37) 井村 (2002)、pp.51,118,142-149. なお、ホールローン証券 (whole loan CMO) とは、GSE の買い取り対象とならない住宅ローンから直接組成した民間の CMO のことで、大手のモーゲージ・バンクが証券化を手がけている。
- 38) 片桐 (1995)、168-172.
- 39) 井村 (2002)、pp.104-106,115-127&140-41. 日本証券経済研究所 (2005)、pp.214-215.
- 40) 井村 (2002)、pp.150-151.
- 41) *Ibid.*
- 42) 井村 (2002)、p.44.
- 43) 外国住宅事情研究会 (1986)、p.97.
- 44) The Federal Housing Administration (FHA), About Us, <http://www.hud.gov/offices/hsg/fhahistory.cfm> (September 6, 2006)
- 45) Federal National Mortgage Association (2007), pp.7&15; Thompson (2007), p.18.
- 46) *Ibid.*
- 47) Thompson (2007) によれば、①ハイブリッド型変動金利ローン：2/28 (2年+28年)、3/27 (3年+27年) などと呼ばれる当初 2 から 3 年間は市場の実勢金利より低い固定金利を適用し (特典金利)、その後変動金利に移行し、急速に返済額がふくらむタイプ、②IO (インタレスト・オンリー) ローン：当初は金利のみ支払い、数年後には元利金を返済していくタイプ。これも後で返済額が急増するもの、③返済額任意ローン：当初の返済額を選べるもの、など。これらはすべて、2 から数年後に支払負担が急増する、いわゆるペイメント・ショックを発生させるローンとして、注意が呼びかけられている。
- 48) Mortgage Bankers Association, *National Delinquency Survey*, 2008.
- 49) Thompson, Sandra (2007) は、こうした問題への金融機関の対応の実態を示したものである。
- 50) Calhoun (2006), PP.9-11. OCC et al. (2006), pp.1-14.
- 51) HUD (2002), p.vii.
- 52) *Ibid.*, p.x.
- 53) Wheelock (2008), pp.134-140.

参考文献一覧

- 井村進哉 (2002) 『現代アメリカの住宅金融システム』東京大学出版会。
- 翁百合 (1997)、「住宅金融の証券化」、岩田規久男、八田達夫編『住宅の経済学』、日本経済新聞社。
- 外国住宅事情研究会編著 (1986) 『欧米の住宅政策と住宅金融』住宅金融普及協会。
- (1992) 『欧米の住宅政策と住宅金融 (改訂版)』住宅金融普及協会。
- (2000) 『新版 欧米の住宅政策と住宅金融』住宅金融普及協会。
- 角田充弘「消費者個人の信用力指標、米国のクレジットスコア」野村総合研究所『金融 IT フォーカス』2005年10月、pp.8-9.
- 片桐謙 (1995) 『アメリカのモーゲージ金融』日本経済評論社。
- 木村俊文 (2007) 「懸念拡大となるのか、米国サブプライム住宅ローン」『金融市場』農林中金総合研究所、2007年4月号、p.12-14.
- ケンドール、L.T. & M.J. フィッシュマン (2000) 『証券化の基礎と応用』日本興業銀行産業調査部訳、東洋経済新報社。
- 島根雄一「米国住宅関連政府支援企業 (GSE) の改革論議と「暗黙の政府保証」問題」『金融』、2004年11月、692号、pp.3-8.
- 永井敏彦「米国住宅金融証券化の概要」第1回 & 第2回、『金融市場』農林中金総合研究所、2002年11月、pp.22-27 & 2003年1月、pp.12-17.
- 西川純子・松井和夫 (1989) 『アメリカ金融史』有斐閣。
- 日本証券経済研究所 (2005) 『図説 アメリカの証券市場 2005年版』日本証券経済研究所。
- 沼田裕子 (2002) 『米国金融ビジネス』東洋経済新報社。
- みずほ総合研究所 (2007) 『サブプライム金融危機 — 21世紀型経済ショックの深層』日本経済新聞出版社。

- 室屋有宏「米国における住宅ローン貸し出し市場の変化と将来像」第1回～第6回、『金融市場』農林中金総合研究所、2002年10月、pp.30-34、2002年11月、pp.28-34、2002年11月、pp.35-36、2003年1月、pp.6-11、2003年2月、pp.17-20、2003年3月、pp.17-22.
- Austin, Ragina (2005), "Articles of Predatory Lending and the Democratization of Credit: Preserving the Social Safety Net of Informality in Small-Loan Transactions," *American University Law Review*, [Vol. 53:12172004], pp.1216-1257.
- Bernanke, Ben S.(2007), "Subprime mortgage lending and mitigating foreclosures before the Committee on Financial Services U.S. House of Representatives," September 20, 2007.
- The Board of Governors of the Federal Reserve System (2006). *Flow of Funds accounts of the United States*: Table 1.54. Washington, DC: U.S. Federal Reserve Board.
- Calhoun, Michael D. (2006). *Testimony of Michael D. Calhoun, President, Center for Responsible Lending Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs Subcommittee on Housing and Transportation and Subcommittee on Economic Policy Hearing On "Calculated Risk: Assessing Non-Traditional Mortgage Products,"* September 20, 2006.
- The Federal Home Loan Mortgage Corporation(2000). *Again and again Freddie Mac delivers: 2000 Freddie Mac annual report*. Washington, DC: U.S. Federal Home Loan Mortgage Corporation.
- Federal National Mortgage Association (2001). *The Outlook for Housing Investment and Residential Mortgage Growth 2001-2010*, October 2001.
- Federal National Mortgage Association (2007). *A Statistical Summary of Housing and Mortgage Finance Activities*.
- Fannie Mae(2008). *An Introduction to FANNIE MAE*.
- The Federal Reserve, FDIC, OCC, OTS and NCUA (2006). *Interest-Only Mortgage Payments and Payment-Option ARMs: Are They for You?* Washington, DC: The Federal Reserve.
- Fair Isaac Corporation (2007), *Understanding Your FICO Score*. http://www.myfico.com/Downloads/Files/myFICO_UYFS_Booklet.pdf
- Green, Richard and Susan M. Wachter (2005), "The American Mortgage in Historical and International Context," *Journal of Economic Perspective*, Fall 2005, 19(4), pp.93-114.
- Hillier, Amy E.(2003), "Spatial Analysis of Historical Redlining: A Methodological Exploration." *Journal of Housing Research*, November 2003, 14(1), pp. 137-67.
- Immergluck, Daniel and Wiles, Marti(1999). *Two Steps Back:The Dual Mortgage Market, Predatory Lending, andthe Undoing of Community Development*. Chicago: The Woodstock Institute, 1999.
- McDonald, Daniel J. and Daniel L. Thornton (2008), "A Primer on the Mortgage Market and Mortgage Finance," Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, January/ February 2008, pp.31-46.
- The Mortgage Bankers Association (2008). *Press-Release-NDS: Delinquencies and Foreclosures Increase in Latest MBA National Delinquency Survey*, 6/5/2008.
- Lang, Robert E. and Rebecca R. Sohmer (2000), "Legacy of the Housing Act of 1949: The Past, Present, and Future of Federal Housing and Urban Policy," *Housing Policy Debate* · Volume 11, Issue 2, pp. 291-98.
- The Office of the Comptroller of the Currency (1998). *Mortgage Banking: Comptroller's Handbook*, Washington, DC: U.S. Department of Treasury.
- The Office of the Comptroller of the Currency Treasury, FRS Board, FDIC, OTS & NCUA (2006). *Interagency Guidance on Nontraditional Mortgage Product Risks*. in the *Federal Register*, Volume 71, Number 192, Pages 58609-58618, October 4, 2006.
- Peek, Joe and James A.Wilcox (2006). "Housing, Credit Constraints, and Macro Stability: The Secondary Mortgage Market and Reduced Cyclicity of Residential Investment," *American Economic Review*, May 2006, pp.135-140.
- Pozdena, Randall Johnston (1988). *The Modern Economics of Housing: A Guide to Theory and Policy for Finance and Real Estate Professionals*, Quorum Books.
- Tashman, Heather M. (2007). "The Subprime Lending Industry: An Industry in Crisis," *The Banking Law Journal*, May 2007, pp.407-419.
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2008). *Report on the Subprime Crisis Final Report*, May 2008.
- Thompson, Sandra (2007), "STATEMENT OF SANDRA L. THOMPSON DIRECTOR DIVISION OF SUPERVISION AND CONSUMER PROTECTION FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION on MORTGAGE MARKET TURMOIL:

CAUSES AND CONSEQUENCES before the COMMITTEE ON BANKING, HOUSING AND URBAN AFFAIRS U.S. SENATE," March 22, 2007 Room 538, Dirksen Senate Office Building.

U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census (1975). *Historical Statistics of the United States from Colonial Times to 1970*, Part I & Part II, 2volumes.

U.S. Department of Housing and Urban Development (2006). *Report on the Voucher Homeownership Study*. 2 volumes. Washington, DC: U.S. Department of Housing and Urban Development.

— (2002) *Subprime Markets, the Role of GSEs, and Risk-Based Pricing*.

Wheelock, David C. (2008), "Federal Response to the Mortgage Distress: lessons from the Great Depression," Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, May/June 2008, pp.133-48.