

## 2000年以降のアメリカの住宅市場の問題

—サブプライム住宅ローン問題—

川 津 昌 作

アメリカでは、国内の一般消費を拡大する事によって2000年のITバブルの破綻から、見事に経済の建て直しを行った。この消費の拡大に大きく寄与したのが住宅市場の成長である。しかしこの住宅市場は、新しいビジネスモデル「ホームエクイティーローン」に続く「サブプライム住宅ローン」によってテクノロジーショックを起こしバブル化していく。特にサブプライム住宅ローンを多用した人たちが、アメリカの労働市場を支えてきた移民に象徴される低所得者層であった。従ってこの時代の住宅市場を考える上で、これらのビジネスモデルとアメリカの移民による労働市場の動向が重要な要素となる事をまず理解する必要がある。その結果、2000年以降アメリカに大量に流入する移民世代間の賃金に裁定が生じた事による移民の所得の劣下が、住宅バブルの破綻に重要な影響をもたらした事を結論として報告する（当報告書は2008年商業学会中部支部において著者が報告したものを要約したものである。）。

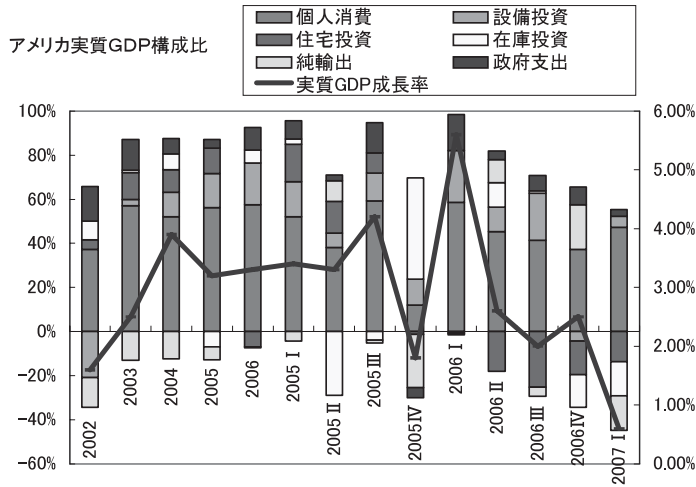
### 1. 背景と経緯

2006年秋から表面化したサブプライム住宅ローン問題は、世界規模の金融危機へと波及して行った。現在この金融危機の真っ只中にあるが、既に多くのサブプライム住宅ローンに関する研究報告が著されている。これまでの先行文献の特徴は、「サブプライム問題の正しい

考え方（中公新書）2008」に見られるように、国際金融、マクロ経済の立場から経済分析の手法を使ってアメリカの住宅市場に問題に言及した論調、又「サブプライム問題とはなにか（宝島社新書）2008」に見られるように、アメリカの社会問題としてサブプライム問題を取り上げた論調、そして証券アナリストの立場で書かれた「早わかりサブプライム不況（朝日新書）2009」等の3つに概ね分けられる。当報告書はこれらとは違ったマーケティングの立場から住宅市場で起きている事を概観し報告するものである。

この時代背景の市場ニーズは大きく3つ上げられる。

1971年米ナスダックス市場が設立された。その後IT関連のテクノロジーショックによりIT関連産業が急成長し、1995年にはナスダックス株価が暴騰し、市場規模でニューヨーク証券取引所に肉薄するまで成長した。1996年にナスダックス株価指数が1000であったのが、2000年3月9日には一気に5048.62まで上昇し、これを機にピークアウトし2002年に1000にまで下落しITバブルが破綻した。アメリカは他の西側先進諸国の中でも特に、一般消費の経済成長への寄与度が大きい。日本が一般消費の経済成長に対する寄与度が50%台であり、イギリスでも60%台であるのに対して、アメリカでは70%超になっている（データ2007年度図表1）。この旺盛な消費を立て直す事によっ



図表 1

通商白書 2007 元データ 米商務省経済分析局 WEB よりデータ引用著者作成

てITバブルの破綻から脱却すると共に、消費を拡大させる事がアメリカの「**経済成長の政策的なニーズ**」となっていた。このニーズに応えたのが「ホームエクイティローン」「サブプライム住宅ローン」等の新しいビジネスモデルであった。

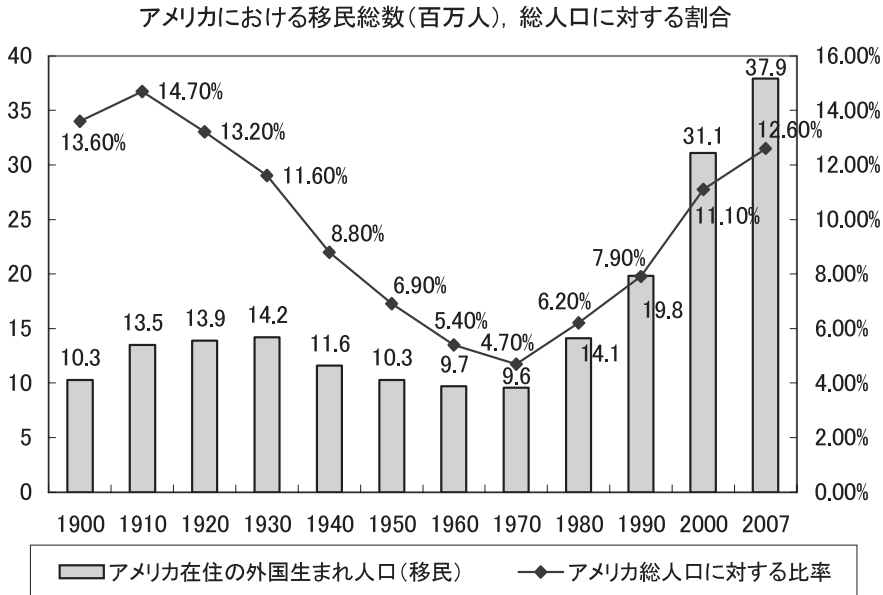
次にこの時代アメリカでも、中国発のデフレ経済の影響で長短金利の逆転が生じていた。従って長期にわたって資金を運用していた年金等のセクターが、運用成績を上げるために多少リスクをとっても「**高い利回りに対するニーズ**」が高まっていた。この市場ニーズに応えたビジネスモデルが「ヘッジファンド」であった。

最後に上げられるニーズが、アメリカが取り続けた「移民」をもちいた「**労働レバレッジによる経済成長に対するニーズ**」である。図表2にあるように、過去100年のアメリカの移民の歴史を見ると、移民の実績は経済の趨勢に密接にリンクしている事がわかる。第一次世界大戦後の経済の拡大を受けて移民総数が全人口の14.7%を占めた。その後大恐慌時代に入り減少

していく。1970年代ニクソンショックに続くカーター大統領時代の高インフレ、高失業率時代にこの100年間でもっとも低くなった。この間概ね1千万人前後の移民をアメリカは容認してきた。しかしその後レーガン大統領の登場から、今回の金融危機にいたる直前の2007年までの「新自由主義」に象徴されるグローバリゼーション時代に入り、移民の受け入れが急増し3千7百万人の規模にまで急成長した。

サブプライム住宅ローンを多用していた低所得者の多くは、職を求めて流入してくるこの移民の人たちである。彼らは1700年代、1800年代の西ヨーロッパからアメリカへ新天地を求めて開拓にやってきた移民のように、一家郎党を引き連れて、祖国で蓄えた財産もろとも持ち込みアメリカにやってくるのではない。特に非合法的な移民は、家族がばらばらになる事を覚悟して、裸一貫で粗末なボートに乗り、決死の覚悟でメキシコ湾を闇夜にまぎれてこえ密入国してくるのである。

彼らはアメリカの贅沢文化に憧れ、安定した



図表 2

CIS, CPS データに基づき作者作成

生活に対する強いニーズをもち、低賃金、劣悪な労働環境をいとわないモチベーションの高い人たちでもある。そしてこの移民を受け入れるアメリカの問題は、アメリカと言う国の経済システムが、彼らの安価な労働力に非常に大きく依存していく点にあった。

西側先進国が、2000年以降低成長時代に入っていた中で、アメリカは移民を受け入れる事により、市場の「多様性」を創出し、よりダイナミックに経済の拡大を実現し続けてきたのである。アメリカの経済成長の原動力が、まさにこの人種のルツボに象徴される多様性に求められていたのである。

彼らはアメリカに密入国して貪欲に職をさがす。先進諸国で大発生して問題となっている通称「ニート」とは違う。祖国の家族を幸せにする願いを強く持ち、生活の安定を求め、そのため働き口を必死になって探す。通常新しい移民は建物クリーニング、建築現場等に職を求

め、それはいうまでもなく劣悪な職場環境であり低賃金であった。当然非合法的な移民は「ペイロール・オフ」と呼ばれる給与台帳にも載らない非熟練下層労働者となった。

アメリカは、この大量に流入してくる新鮮な低賃金労働者を使い、経済成長を維持してきたのである。賃金の安い外部労働者を使う「労働レバレッジ」を効かせる事によって、経済の高度成長を実現する仕組みこそがアメリカ経済の成長モデルであったとも言えよう。

しかしその一方でそれは、低賃金を所得とする非常に不安定な、十分な生活基盤を持たない労働者に非常に大きく依存する、それ自体が信頼性のない非常に不安定な経済システム・社会システムであった。従ってアメリカはこの不安定な労働力を、安定した労働力として経済の成長に貢献させる事が社会ニーズであり政策の目的となっていたわけである。

アメリカの移民政策は、建国以前からの国政

の根幹となる問題でもあった。近年のアメリカの移民に対する政策は、まず移民に法律によって国籍を与え、彼らのIDを明確にする事から始まる。グリーンカードである。そして次に彼らに住宅を持たせて、安定した生活基盤を作らせる事である。

移民は一般的に稼ぎの3分の2を家族が居る祖国に送金すると言われる。これは本来アメリカの国民である労働者が得る職業機会による所得の国外流出となる。移民が家族を祖国から呼び寄せアメリカで家庭を作る事、あるいは家族を呼び寄せないにしても、アメリカ国内で家庭を持つ事により所得に流出を防ぐ必要がでてくる。そのために必要な社会インフラが住宅であった。

アメリカの住宅政策は多義にわたりその歴史も古い。アメリカの住宅政策の中心は持ち家促進のためのファイナンスに対する公的な信用補填である。公的な住宅公社を通じて住宅ローン債権を買い取り、保証をつけ証券化する仕組みが1960年代からおこなわれてきた。

移民に対する住宅政策としては、公的なセクションが、直接移民に住宅を持たせる政策をしているわけではない。しかし生活基盤のない移民に住宅を持たせて生活を安定させる事は、移民のアメリカンドリームを実現させると言う市場ニーズだけでなく、彼らの生活を安定させるために、生活基盤を与える事によってより良質な労働力をアメリカ経済に供給させるという、国籍の取得に次ぐ大きな公的な社会ニーズになっていったのである。

従ってもしこのニーズに応える事ができるビジネスモデルが市場にあれば、当然それは国是に合致したものとなり、その存在、その多用が容認される事になる。

2000年以降アメリカにおいて、このような

市場ニーズ、その上位に位置する社会ニーズ、国策を実現するために応えた技術革新として、低所得者層に住宅供給し持たせる仕組みが「ビジネスモデル」として登場したのである。このビジネスモデルが2000年ごろの「ホームエクイティローン」であった。

このビジネスモデルにより、景気の浮上、住宅価格の上昇局面を迎えて住宅を買いやすい環境が整ったところへ、その後さらに注目を集める事となる「サブプライム住宅ローン」「リスク移転(証券化)」のビジネスモデルが登場し、アメリカの住宅市場は一気に投機市場へと変貌していく事になる。

## 2. マーケティング戦略の変遷——ビジネスモデル——

市場ではさまざまな競争を行い、その結果どのような競争優位を持つかが市場参加者の優劣をきめる。その為に様々なテクノロジー、戦略が開発されてきた。

1970年代の日本の高度経済成長から1980年代のバブル経済では、日本の勤勉な努力による高品質と低賃金による安い商品を、西側先進諸国に販売する事により市場を席卷した。

しかしやがて高品質低価格だけでは市場が満足しなくなり、ブランドと言うビジネスモデルを提供する事によって市場が更に拡大成長した。しかしまたブランド商品が市場に氾濫するようになると、単なるブランドでは商品が売れなくなり、より強い複雑なブランド戦略を模索するようになる。パワーブランド戦略の登場である。

2000年になりグローバル市場で物があふれ成熟していき低成長時代に入っていき。高品質、ブランド力を備えた商品を「どのように売るか」

と言う工夫がビジネスモデルとして注目を浴びるようになった。ビジネスモデルを持たない商品は例えブランド力があり、高品質・低価格であっても市場で優位を勝ち取れなくなる。例えばiTunesのビジネスモデルは、高品質、ブランド以外にビジネスモデルを持たないソニーを市場の優位から引き摺り下ろした。

ビジネスモデルとは当初、IT技術に基づく革新的な商品を意味していた。革新的な商品が市場に登場するとその市場ではテクノロジーショックが生じる。テクノロジーショックが起きた市場では、多くの投資家、ビジネスプレーヤが新規参加してくる。新たな市場参加者が増加すると、リスクが彼らによって分散され、個々の投資家のリスクが低減していき、多くの市場参加者が過剰に大きなリスクポジションをとり始める。過剰投資の創出であり、これがバブルの創出の市場メカニズムとなる。

ビジネスモデル戦略は、革新的な商品だけでなくファイナンスのマーケティングにも登場し始めた。前述の新しく市場で顕在化し始めたニーズに対応すべく開発されたビジネスモデル「ホームエクイティローン」「サブプライム住宅ローン」そして金融工学に理論付けられた「証券化」である。

2000年以降のアメリカの住宅市場の急成長の特徴は、住居設備における画期的な技術革新によるテクノロジーショックが生じたわけではない。ファイナンスにおけるビジネスモデルのテクノロジーショックによって生じたものである。

このようなファイナンスサイドのテクノロジーショックによって、不動産バブルが生じたケースは過去にも検知されている。大恐慌前のアメリカの経済を急拡大させた農業バブル、都市化バブルである。この時は土地（農地）融資

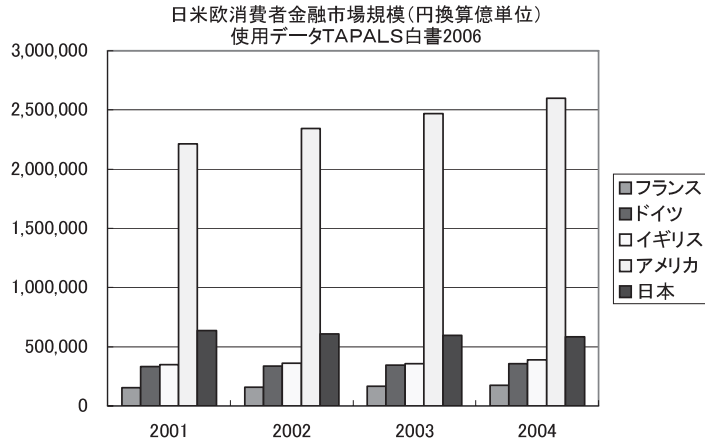
の担保抵当権の劣後順位のビジネスモデルが多用された事によって融資が拡大し、土地評価が拡大しバブル化していった（参照拙著「リスクを移転し始めた不動産投資市場（2008）」）。

### 3. ネットバブルの破綻を修正したビジネスモデル“ホームエクイティローン”

アメリカの消費社会は、日本とは違いキャッシュレス社会である。小切手をその場で切るか、クレジットカードで決済をする人が多い。図表3にあるようにアメリカにおける消費者ローンの残高は、他の先進諸国の中でも群を抜いて高くなっている。

これはアメリカ人が借金をして生活費を借りて生活をしてりわけではない。クレジットカードには様々なリボ払いの使い勝手の実効性あるビジネスモデルが付加されていて、多くの消費者がそれを利用し、又多くの企業が様々なクレジットカード関連のビジネスモデルを作り消費者金融の市場に参加し、市場がダイナミックに成長している事を示しているわけだ。

小額小切手による消費者ローンは、例えば「ペイデイローン」と呼ばれ、購入した小額の商品代金に金利と手数料を上乗せして小切手を切る事によって、約定の1ヶ月あるいは、ボーナスまでの期間その小切手の換金を保留させる約束を取り付ける仕組みが頻りに利用されている。結果的に消費者ローンと同じ機能を持つビジネスモデルが一般化されているわけだ。しかし問題はこの金利である。特にペイデイローンのような小額の金額でも一定の手数料が必要となり、それを金利換算すると高額の金利となる。アメリカでも日本と同じように、消費者ローンの金利の上限規制が当然何らかの形で設けられてはいるが、実態は各州法によってまち



図表 3

資料：TAPALS 白書 2006 データより作成

まちである。アメリカの金融制度は多元的であり一元的な説明はできない。つまり上限金利の対する考え方は日本と違い、制限機能という意味では非常に不明確である。

日本では、消費者金融の上限金利はしばしば社会問題として取り上げられ厳しい上限金利が設けられている。現在29.2%（出資法）である。日本から、アメリカのこのような消費者ローンが非常に普及しているにもかかわらず、上限金利の規制が不明確で、非常に高い金利が存在する市場を見ると、まさに問答無用の弱肉強食の市場というイメージになる。

そもそも金利はリスクプレミアムに対する対価である。金利に上限制限が無いと言う事は、どんな高い「リスク」にも青天井で引き上げる事を意味する。金利とは、もしリスクが無く「安全資産」に対する時間的な対価であれば最低の金利しか取れない。しかしリスクが高ければ、それに対して要求する「リスクプレミアム」金利も高くなる。これはリスクに値段をつけて評価する現代ファイナンスの考え方である。金利の上限規制があると言う事は、リスクが高くそれに見合う高い金利を要するファイナ

ンスが市場から排除される事を意味する。逆にアメリカから日本を見ると29.2%以上リスクがある人、取引は市場から排除され存在できない事になる。

金利の上限制限が不明確なアメリカの社会は、引き受けるリスクに制限が無く、リスクの許容範囲が常に大きい社会と言う事を意味する。アメリカ社会は市場メカニズムに基づく社会である。市場メカニズムというのは「多様性」があって始めてそのメリットが享受できる。多様性は市場に「ダイナミズム」を引き起こす源泉でもある。しかし多様性とは多様な存在を寛容に受け入れられなければ成り立たない。多少リスクがあるからと言って規制しては、多様性は創出されない。そしてアメリカの市場自体がこの多様性に対して非常に寛容な仕組みを持っているのである。

本来消費者ローン金利は他の住宅ローンに比べて高い。消費者ローンは担保が無いためその分リスクが高く、金利も高くなる。これに対して住宅ローンは不動産担保があるため、消費者ローンに比べて金利が安くなる。

「ホームエクイティローン」は諸説によっ

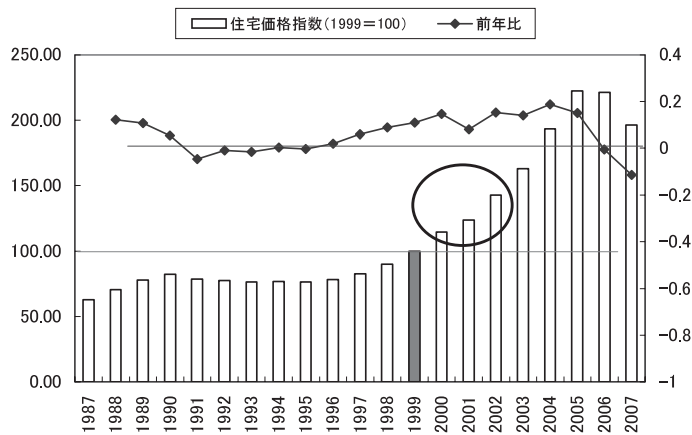
2000年以降のアメリカの住宅市場の問題

て、消費者金融のビジネスモデルとも、住宅ローンのビジネスモデルとも、捕らえられる場合がある。このモデルは、購入した住宅の市場価値とローン残高の差を現金で貸し出すものである。例えば20万ドルで購入した住宅が25万ドルに上昇していれば、その差額の5万ドルを現金で貸し出す。ちょうど1999年以降住宅価格が堅調に推移し始め（図表4）、このビジネスモデルを使って住宅を購入するだけ

でキャッシュを家計に供給したのである（図表5）。

さらに金利は消費者金融より安く、そのほかに消費者にとっては利払いの所得控除がいてくる。消費者は安い金利、優遇税制措置を享受しながら、この現金を消費に回す事ができたのである。従って図表4にあるように住宅価格が堅調に推移し始めた2000年初頭に、すでに組んである他の消費者ローンをまとめてこのホー

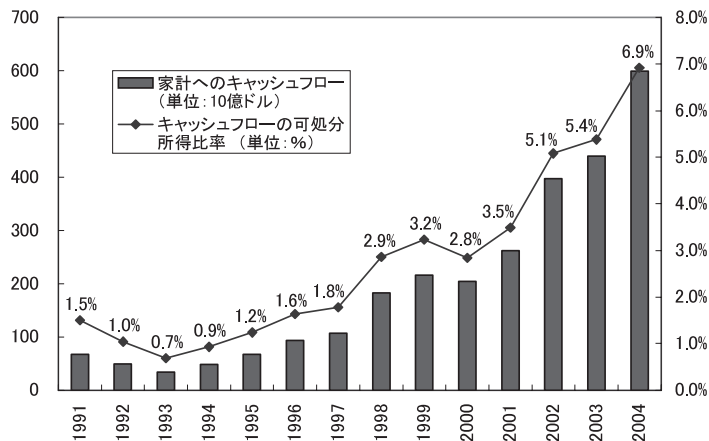
S&P/ケース・シラー住宅価格指数C-10(1999=100)と変動率%



図表 4

S & Pnp よりデータ引用作者作成

ホームエクイティローンの家計への貢献



図表 5

元データ：通商白書より引用して著者作成

ムエクイティローンに乗り換える等行動を多くの人にとった。市場ニーズに応えビジネスモデルが有効に機能した事により市場が大きく成長する。これは「マーケティング」の原理原則である。住宅価格の堅調な推移と共にこのビジネスモデルが多用された。図表4では1999年を100としたS&P/ケース・シラー住宅価格指数が示してある。1999年以降の堅調な住宅価格の推移によって、住宅価格が上昇し、上昇した分安い金利でキャッシュを手に入れる事ができたわけだ。

将来住宅価格が値上がりした時売却すれば、過剰に消費したローンの分が値上がりにより帳消しになると考えた。図表5ではホームエクイティローンによる家計へのキャッシュフローの貢献度を表している。

このビジネスモデルの普及と共に、2002年には地価水準が1999年の1.5倍に近づきバブルの水準に達していた事が、当時既に多くの有識者に確認されていた。しかし当時連邦準備制度議長アラン・グリーンスパーンの発言「住宅価格が上がっているのは確かだが、バブルではない。(日経新聞 2002.10.12)」に現れているように、この時バブルを重く懸念する様子はまだ市場に無かった。それはこの時既に多用されていたリスクを移転するビジネスモデル「証券化」によって、住宅市場のリスクの分散が可能と考えられていたのである。

当然このビジネスモデルは住宅価格が調整されると、破綻する。バブルのチキンレースの始まりである。住宅価格の上昇はまだ当分続くであろうと言う小心心理が市場にあふれ、このブームに乗り遅れないようにしようとする市場心理が加速し始めたのである。

かくして、消費者クレジットと家計へのキャッシュフローに対する市場ニーズと、経済

成長を維持したいという政策ニーズによって、ホームエクイティローン等のハイリスクなビジネスモデルが多用される事が容認されていた。そしていよいよ住宅市場がファンダメンタルズの成長を大きく超えて投機市場化していく事になる。

#### 4. サブプライム住宅ローン

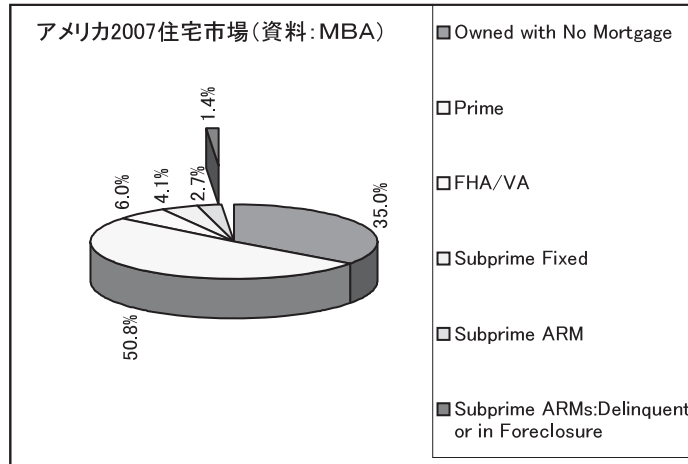
アメリカの住宅ローン銀行協会(MBA)のデータによると、2007年時点で住宅を購入する人の3分の1が自己資金で購入し、残りの3分の2が住宅ローンを使う。この住宅ローンを使ううちの8割弱がプライムローンの層となる。残り2割強がサブプライム住宅ローンを使っている事になる(データ2007年度 図表6)。

図表7の例のように住宅販売会社が住宅ローンをつけて住宅購入者に販売していたとする。この住宅会社のように住宅ローン200億円の債権を持つとして、仮にこの2割が破綻する可能性があると考ええる。この住宅会社は200億円の2割、40億円のリスクに備えるために、相当の資本金を準備する事になる。資本金の限界がこの住宅会社のリスクの許容の限界となる。

これ以上ビジネスを拡大しようとするとなんかの形でリスクを処理する必要がある。そこでこの企業は、住宅ローン債権を例えば、100億円ずつプールして特別の目的会社(SPC)に売却しリスクの移転をおこなう。SPCでは優先劣後の仕組みに分化して資本市場で投資家に売却する。これが図表8にある証券化の仕組みである。

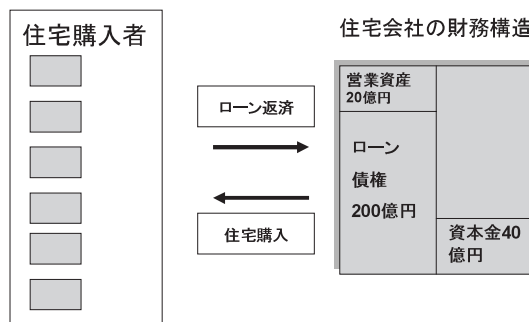
市場の一般の投資家はサブプライム住宅ローンのようなリスクの高い投資にはリスクが高く投資できないが、この優先劣後のシニアの部





図表 6

### ビジネスモデル: サブプライムローン



図表 7

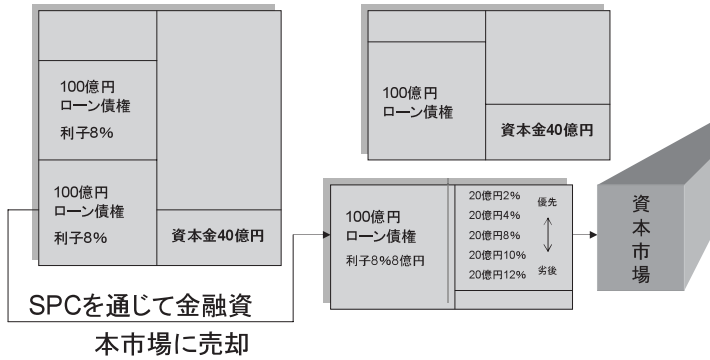
分は信用があり、当初投資対象として市場ニーズに合致したものとなっていたのである。

しかし残りの劣後部分の証券は市場では需要がなかった。従って劣後部分は通常アレンジした金融会社、あるいは元のオリジネーターによって保有された。市場はリスクの高いジャンクボンドに安易に手を出さない節度が、ここにはあつたはずである。そして5%ルールと呼ばれる会計制度のグローバルスタンダードによって、5%以上証券化した商品を元のオリジネーターが保有する事が禁止され、この証券化の手法そのものが成立しにくいものとなりかけた。

2000年に入り、世界の西側先進諸国が低成長時代に入り、新たに高い利回りに対して応えるニーズとして「ヘッジファンド」が登場する。

ヘッジファンドのビジネスモデルは、リスクをとれるリスクマネーで、高いリスクポジションをアクティブにとり、同時に非常に高度なリスクマネジメントの技術を駆使してリターンを実現するものである。当然これに多用される技術には高い報酬が要求される。これらの高い報酬コストは本来投資家が得る利益を圧縮するものであるが、その分非常に信頼性のある利益を実現する事になる。そのためにヘッジファ

住宅会社のローン債権をプールしてオフバランスする  
事によって更に多くのリスクをとることができるようになる。



図表 8

ンドは、多少のリスクがあってもリターンの高い「玉」を必要とした。サブプライム住宅ローンの劣後部分がまさにこの対象となったのである。

本来節度のある市場ではニーズのなかったサブプライムローン証券の劣後部分が、ヘッジファンドビジネスの拡大によって需要の高い金融商品となっていく事になる。これによりサブプライムを対象とした住宅ローンが金融資本市場で次々と売れるようになり、その結果、住宅市場で非常に多くの低所得者層向けの住宅販売が可能となったのである。かくして住宅市場で生産され続けるサブプライム住宅ローンのリスクが、次から次へと金融資本市場に移転され分散されていく事になる。これらの不動産証券化のアレンジメント収益に企業収益の柱を求めたのが2008年破綻した投資銀行リーマン・ブラザーズであった。

## 5. 住宅バブルとリスクの移転

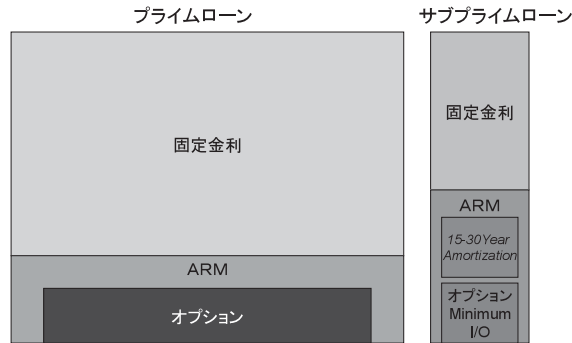
図表6でみたとおり住宅ローンのうち8割がプライムローンであり、図表9にあるようにそ

の約8割が固定金利である。残りが「変動金利（ARM：adjustable rate Mortgage）」である。その中に「インタレスオンリー（I/O）」と呼ばれる金利商品がある。サブプライム住宅ローンは約5割が変動金利である。I/Oとは当初の返済が金利だけである返済方式の商品である。更に通常支払う金利さえも一部だけ返済し、残りを元本に組み入れて後から支払うオプションである。このような仕組みを「ネガティブ・アモチゼーション」という。

ヘッジファンドはレバレッジを高めるために、外部資金を多用し短期間に転売をする事を前提としている。この保有期間に短期といえども支払い金利或いは償還金が発生するとそれはコストとなる。短期間に値上がりして売却時にすべて清算できれば、余分なコストがかからず高いレバレッジを実現できる。このようなハイリスクテカに対して開発されたビジネスモデルがこれらのオプションである。

このようなハイリスクなオプションを使って、ローンの設定当初は返済が低く後から大きく返済する手法を、投機ではなく通常の個人の長期返済で住宅資産の購入者に用いると、破綻

## アメリカの住宅ローンの金利構造のイメージ



図表 9

する事は明らかである。通常の人たちは本来固定金利を用いる。

これらの戦略性の高いオプションを積極的に使ったのは、一部のイリーガルな例外（悪質ブローカーの存在等）を除いて、金利の優遇されているプライム層でありながらそれ以上にレバレッジをかけて短期間で転売を目的とした投機を行うためにサブプライムを使用した投機家、サブプライム層でありながら2年待って実績を作って金利の安いプライム層に乗り換えようとしたやはり高い戦略的な投資を志向した低所得者層であった。

前出のホームエクイティローン等のビジネスモデルによって順調に推移してきた住宅価格がいよいよ過熱して投機市場に変貌していくと、あらゆるビジネスプレーヤーが参入してくる。サブプライム住宅ローンの本源的なリスクが証券化の手法で資本市場に移転され、住宅市場で無尽蔵にリスク資産が販売され、バブルがいよいよ過熱化していく。

図表10にあるように住宅価格指数が一気に2倍以上に押し上げられる。

アメリカ住宅ローン銀行協会（MBA）のデータによると2003年に全体の18%であった

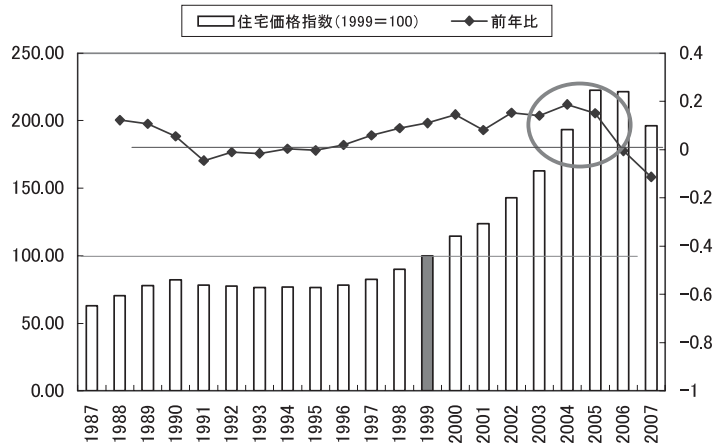
ARMが2006年には20%に増えている。サブプライム住宅ローンに限って言えば2003年に45%であったのが2006年には59%にまで増加している。2005年にはLTV（負債率）80%以上のものが23%になっている。

しかしその一方でこの時期ARMが増加した地域を見ると、住宅価格の高額なカリフォルニア州、或いはネブラスカ州の人口が急増し住宅バブルが過熱化している地域で顕著であった。カリフォルニア州の高額住宅とはリゾート地の高額セカンドハウスを意味する。これは例えば住宅投資をすでに幾つも行い、プライムローンが使えなくなった人たちが、更に投機目的でサブプライム住宅ローンを使ったのである。つまりこれは低所得者の実需の域をすでに超して、ハイリスクテカーによる投機の状況に市場がなっていたのである。

反対にARMの低い地域はテキサス等の南西部が多い。アメリカの南西部とは比較的移民が多く近年大型ハリケーンが襲来して、地域経済が非常に疲弊しているエリアである。

「ホームエクイティローン」に続く「サブプライム住宅ローン」のモデル自体は信用の無い人たちが家を買う事ができ、またアメリカの

S&P/ケース・シラー住宅価格指数C-10(1999=100)と変動率%



図表 10

S & Php よりデータ引用作者作成

経済成長に大きく貢献したモデルであった。しかしそれ以上に、その中でもリスクの高いオプションモデルを、本来リスクをとれない低所得者に多用させてしまった事。市場が保有する事ができるリスクの許容を超えてリスクを作り続けた事に非常に大きな問題があったと言へよう。

市場経済のグローバル化によって、現在多くの様々な市場が、非常に大きなリスクに曝されている。現在金融資本市場で注目される「ビジネスモデル」の多くは、この増大するリスクをリターンで評価しビジネスチャンス拡大させるものであった。市場にリスクが増加した分リターンも増加した事になる。

1980年代世界中に存在するマネーが当時の世界中のGDP総額とほぼ同じ規模の額が存在していたが、2006年には世界準のGDP総額の3.5倍の規模になっている(図表11)。世界中でリスクが顕在化し始めてから、实体经济から遊離しだした規模のリスクマネーがグローバルな金融資本市場に蓄積されている事になる。これは裏を返せばそれだけ移転されたリスクも金

融資本市場に蓄積されている事を示している。このリスクが市場の許容範囲を超え、破綻するとグローバル規模の資本市場の破綻につながる。

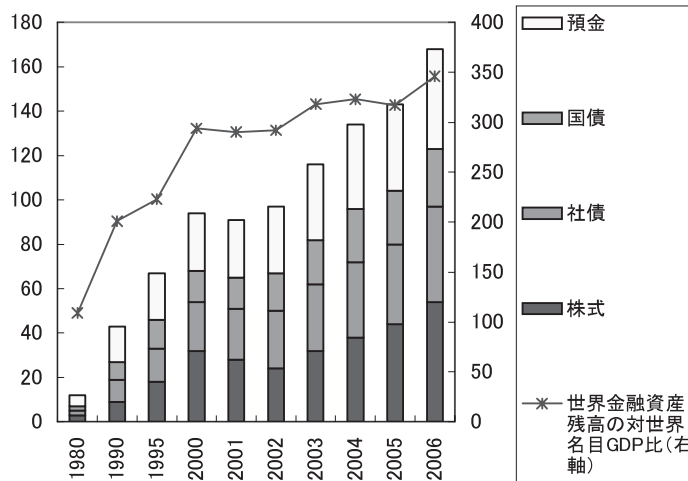
## 6. 2006年以降アメリカにおける住宅バブルの破綻の本質

住宅を購入する上で、自己資金だけでなく銀行等の外部資金を使う事は、これは「レバレッジ」を効かす事を意味している。次の図表12の例にあるようにレバレッジは、資産の本源的な収益 $a$ と金利 $i$ との関係によって「正のレバレッジ効果」と「逆のレバレッジ効果」が生じ、この効果がレバレッジの程度により増幅されるものである。

レバレッジの大きさは、全体の資産に占める借り入れ資金の大きさである。ヘッジファンド等はハイレバレッジ投資の典型的なビジネスモデルであった。

収益率とは資産から得られる収益の率である。住宅投資の場合は、この住宅で生活する事

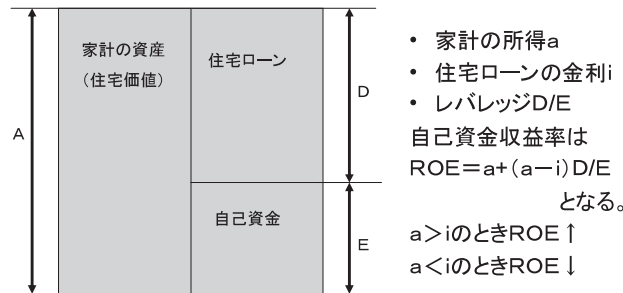
世界の金融資産残高の推移(単位:10億ドル)



図表 11

資料出典：通商白書 2008 McKinsey & Company (2008a), "Mapping Global Capital Markets, Fourth Annual Report, Jan. 2008"

### 家計のレバレッジ効果の仕組み



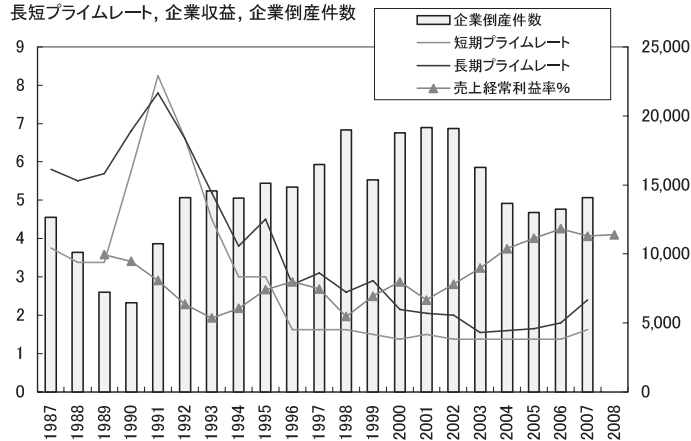
図表 12

によって実現する家計の「所得」と考えるべきである。つまり所得レベルに比して金利が安ければ正の効果がレバレッジ倍分増幅されるが、金利水準が何かの理由で所得水準より高くなると逆のレバレッジ効果が生じ、しかもその負の効果がレバレッジ倍されてしまう。

レバレッジは、金利が上昇する事によっても逆レバレッジを生じるが、実務のファイナンスにおいては、金利の上昇よりも収益（所得）の劣下による逆レバレッジが、即破綻の危機につながり、非常に恐れられている。

その実例として図表13で1990年代の日本のバブル経済破綻の時見られたオーバーレバレッジの事例をみておく。1990年直前まで、日本はアメリカとの政策協調の下で低金利政策をとっていた。その結果が過剰流動性による1989年末のバブル経済であった。

1990年代に入りバブル経済の過熱を止める為に政策的に急ブレーキをかける事になる。これは日本のバブル経済のハードランディングであった。それまで2%台の公定歩合をいっきに6%台にまで上昇させた。この時の市場金利は



図表 13

作成データ出典日銀，金融経済統計月報，東京商工リサーチ

概ね8%以上であった。バブル経済で銀行融資を多く受けていたハイレバレッジ体質の日本の企業が、この金利の急上昇を受けて非常に厳しい経営に追い込まれるが、まだ即破綻するケースは例外を除けば少なかった。ちなみにその例外とは貸しはがし、リファイナンスの停止による破綻である。

その後日本の企業がバブル経済の破綻による調整で実際に倒産し始めるのは、悪性のデフレ経済に入る1995年以降から1998年の金融恐慌といわれる、山一証券、北海道拓殖銀行の破綻に象徴される時期である。図表13にあるように、企業が多く破綻し始めたのは、金利がむしろ非常に低くなった時期であり、それを上回る企業の「収益力」が急激に劣化した事による破綻である。金利の変動そのものより収益の劣下のほうが、投資事業の破綻の危機に曝される実例である。実務で言われる「脅威的な金利上昇・破滅的な収益の劣下」である。

サブプライム住宅ローンの特徴は、ほとんど少ない頭金で住宅を買うところにある。特に富の蓄積の少ない移民が、このハイレバレッジモデルを多用して家を取得した。頭金等の少ない

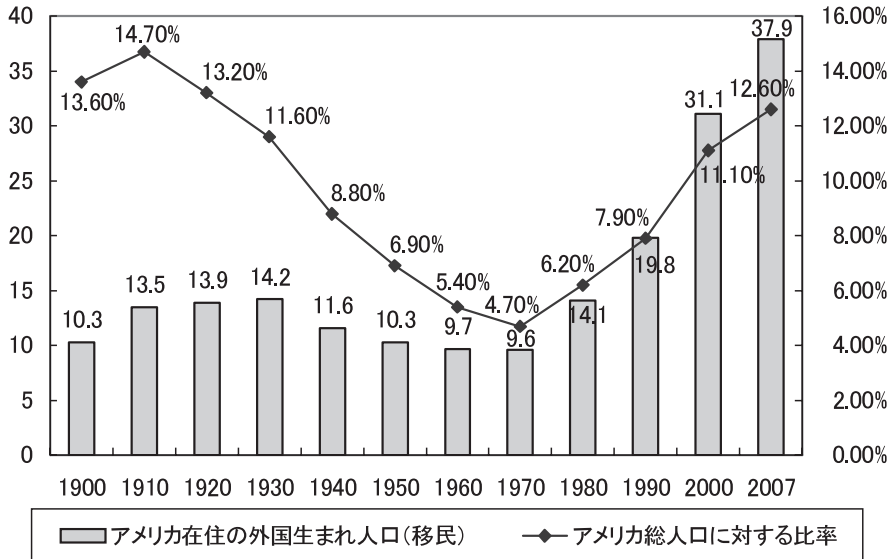
このサブプライム住宅ローンの仕組みは、高いレバレッジを効かせた住宅投資を意味する。このような投資では、住宅購入者の「所得の変動」のほうが、金利の変動よりデフォルトに対するリスクとしては非常に大きな問題となる。従って、ハイレバレッジな持ち家を推進するサブプライム住宅ローンが多用された住宅市場では、その人たちの所得がどのように推移したかを観測する必要がある。

## 7. 移民の動向

サブプライム住宅ローン利用者の所得の動向は、サブプライム住宅ローンを多用したと言われる移民の所得動向を見る必要がある。図表14(再出)にあるように過去100年のアメリカの移民は1千万人水準で推移していたが1980年新自由主義によるグローバル化の拡大と共に一気に急上昇し始めた。2007年には全人口に占める割合が12.6%になっている。この1980年以降約30年間に急増した3千万人の移民がアメリカの経済にいろんな意味で大きなインパクトを与えているのである。

2000年以降のアメリカの住宅市場の問題

アメリカにおける移民総数(百万人), 総人口に対する割合



図表 14

CIS, CPS データに基づき作者作成

図表 15

Countries of Birth in 2007 単位：千人					
	Total	pre1980	1980-89	1990-99	2000-07
Mexico	11,671	1,788	2,408	3,890	3,583
China	2,007	336	492	610	568
India	1,704	222	314	539	629
Philippines	1,665	346	450	473	396
Vietnam	999	188	288	368	155
El Salvador	998	84	323	336	249
Cuba	980	362	120	237	261
Former Ussr	973	119	90	471	292
Korea	906	177	264	210	255
Dominican Republic	856	146	190	296	224
Canada	699	309	90	184	116
Guatemala	681	45	145	188	303
Columbia	669	135	154	188	192
United Kingdom	590	236	92	112	150
Jamaica	550	148	175	126	101
Germany	514	357	41	45	71
Haiti	514	88	138	166	122
Honduras	439	36	56	136	211
Poland	427	121	77	159	70
Italy	418	328	34	27	29
Ecuador	411	72	102	147	90
Iran	371	109	130	88	44
Peru	354	58	74	109	113
Brazil	338	41	53	120	124
Japan	286	91	26	56	113
World Total	37,280	7,873	7,873	11,292	10,258

作成資料：CIS データより作成

この時期の移民の急増の背景には1990年代のラテンアメリカ通貨危機が存在している。ラテンアメリカ通貨危機をまともに受けたメキシコでは、1995年以降インフレ率が50%を超すハイパーインフレに見舞われ、このインフレによってメキシコ国民の生活は一気に劣下した。図表15よりメキシコからの移民が1990年以降で急増している事が見て取れる。祖国での窮乏が裕福なアメリカ市場の移民へと駆り立てたのである。

そして、彼ら移民に関するさまざまな観測・調査から明ら最近明らかになった事は、2000年以降の特に2005年以降の年平均100万人ペースで流入してきている移民(new immigrants)と、それ以前の移民(established immigrants)および、移民の子供で、アメリカで生まれアメリカの国籍をもっている人(Native-born)との間で賃金の「裁定」が生じている点である。

特に新しく近年流入してきた移民は、就学率が非常に低い特徴があり、低賃金の非熟練労働に就く。彼らがそれ以前に流入していた同じく非熟練労働に従事していた移民に取って代わったのである。その結果以前からアメリカに入っていた移民は職を失うケースが報告されている(CIS)。

新しく流入してきた移民との間で賃金の裁定を生じ、賃金の低下を余儀なくされる移民層、或いは新しい移民に職を奪われつつある移民層こそが、まさに2000年以降ホームエクイティローン、更にそれから乗り換えたサブプライム住宅ローン等のビジネスモデルによって夢のマイホームを購入した人たちであったわけである。レバレッジの仕組みに従い所得の劣下による逆レバレッジを起こしたのである。

彼らはサブプライム住宅ローンの仕組みを

使って、まず少ない支払いから住宅を取得し、やがて何年かするうちにサブプライムからプライムに格上げする事により有利な条件にリファイナンスする事をもくろみ、あるいはあわよくば住宅価格が値上がりし売却益を得る事ができればと、何らかの将来設計の前提で住宅を購入したのであった。

しかしその後、非常に多く流入して新たな移民との間で賃金の裁定が生じ、一気に所得が劣下した。その結果、市場のメカニズムに従って、その多くの家計が破綻する危機にさらされ、又アメリカの住宅ローンの特性(週及型)により即抵当権の実行がなされ、明け渡し競売の手続きが始まる事になる。今後100万人以上の人たちがこのような仕組みにより「家」を失う事になると懸念されている。

アメリカは「ホームエクイティローン」「サブプライム住宅ローン」等のビジネスモデルをもちいて、ハイレバレッジなハイリスクな投資手法を使い住宅バブルを生じさせて、周辺先進諸国が低成長時代に入っているにもかかわらず高い成長を実現し、2000年以降の好景気を作り上げた。しかし労働経済市場での移民労働の「裁定」が起きた事によって住宅市場ひいては金融資本市場に大きな影響をもたらす事になったと考えられる。更にその後の景気のピークアウトにより住宅購入者層全体に非常に大きな打撃を与えたのである。

## 8. 総括

今回の世界規模の金融危機はいろんな要素が重なって生じたものである。その要素の一つがアメリカの住宅バブルの破綻にあった事は明白である。しかしそのバブルを破綻させた住宅市場の本質的な問題は、マーケティング戦略の



モデルリスクの問題、アメリカ労働経済市場の移民を多用した労働レバレッジの問題等が挙げられる。特筆すべき事は、住宅バブル自体が必ずしも住宅自体の何らかの品質革新・技術革新によるテクノロジーショックをもたらしたものでなかった。市場メカニズムにおけるマーケティング戦略、特にビジネスモデルが果たした役割が金融危機に大きな影響を与えたという事がいえよう。

最後にバブルの破たん処理について言及しておく。レバレッジの破たん処理は公金を金融機関に注入する事によって、不良債権を償却すれば終わる。しかし実物資産である住宅の過剰な積み上げの償却は、実際に過剰な住宅を破壊し滅失する事による償却は行われぬ。過剰な投資で積み上げられた市場の過剰資産は、積み上げられた期間と同じ期間を通じて市場の需要の中で自然淘汰させる必要がある。

住宅市場の景気循環はクズネッツ景気循環(20年間未満)に相当する事がわかっている。例えば日本の1980年代のバブル経済は、1983-4年から1989年にかけて積み上げられた過剰不動産投資を1990年以降2002年まで償却時間を要した。1980年代レーガノミクスによって生まれた好景気のバブルの破綻であったS&Lの金融クライシスも1990年代末のITネットバブルの出現まで続いた。

アメリカの住宅バブルがITバブル崩壊以降の2000からの過剰住宅投資の積み上げによるものとする、クズネッツ景気循環を当てはめると2017-8年までかかる事が予想できる。しかしその一方で日本とアメリカの住宅市場の違い、アメリカには上質な中古住宅市場がある事、今回の住宅バブルが住宅自体のテクノロジー

ショックによってもたされたものではないものを考慮すると、早急なレバレッジの償却、環境分野の住宅商品への適用によるグリーンテクノロジーショックのような技術革新が生じ、短期的に回復が速まる可能性がある。更に今後の移民の増加も回復に大きな影響をもたらす要因となる事が考えられる。

## 参考文献

- 「米国の消費者金融サービス市場」2001 早稲田大学消費者金融サービス研究所  
岡田泰男「アメリカ経済史」2000 慶應義塾大学出版会  
川津昌作「不動産投資戦略」2004 清文社  
川津昌作「ハイレバレッジ不動産投資」2006 清文社  
川津昌作「リスクを移転し始めた不動産投資市場」2008 清文社  
大垣尚司「ストラクチャードファイナンス入門」1998 日本経済新聞  
倉橋透 小林正宏「サブプライム問題の正しい考え方」2008 中公新書  
春山昇華「サブプライム問題とはなにか」2008 宝島社新書  
中空麻奈「早わかりサブプライム不況」2009 朝日新書  
通商白書 各年  
TAPALS白書 2006  
ESP 2008 No. 433 サブプライム問題発生後の金融資本市場  
“The impact of immigrants on Young Native-Born Workers, 2000-2005” CIS  
“Immigrant in the United States, 2007” CIS  
S & L ホームページよりケース/シラー住宅価格指数  
Data Notes MBARESERC