

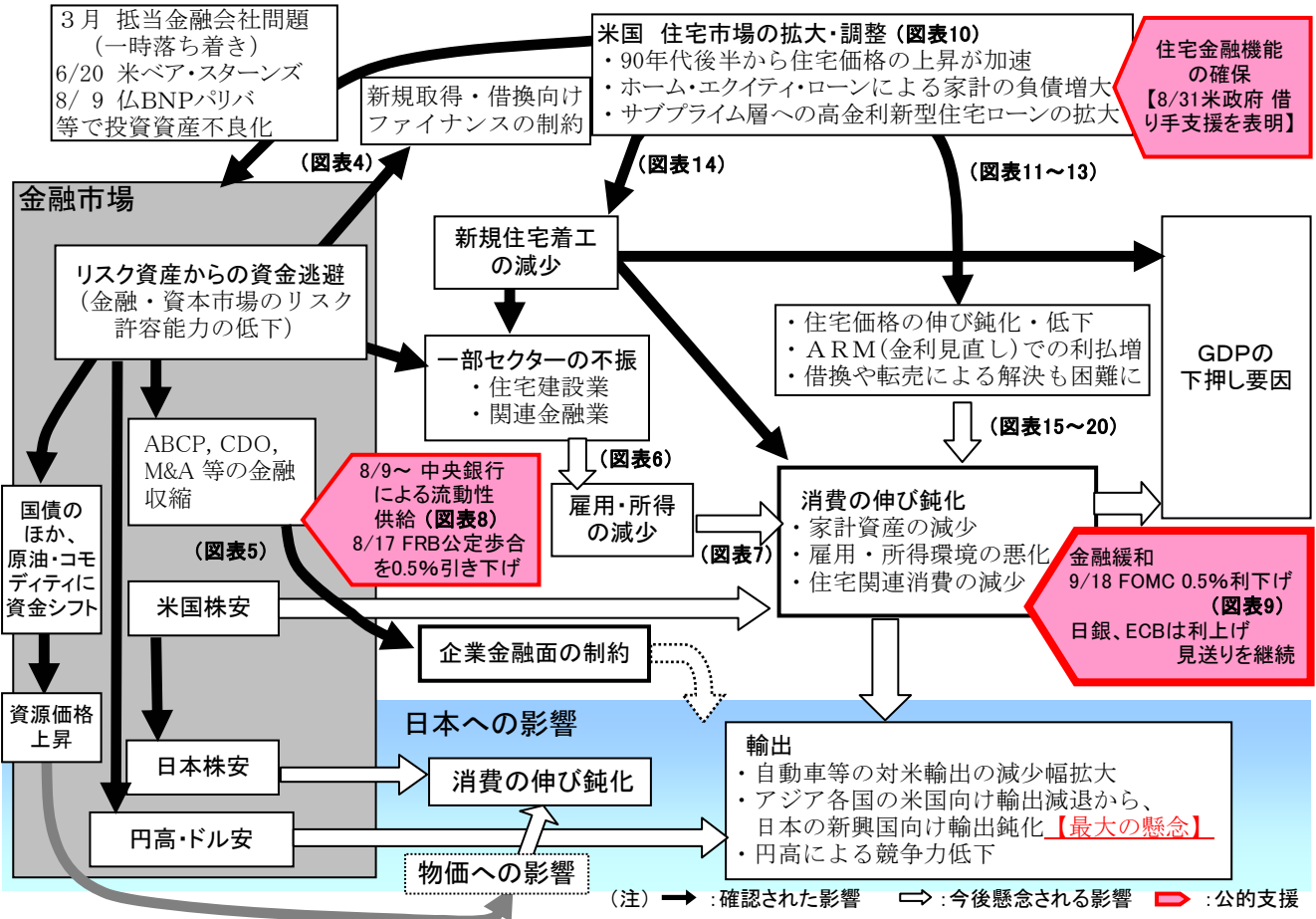


サブプライム問題の実体経済への影響

・米サブプライム問題による損失規模は過去の金融危機と比して小さいとされるが、証券化によるリスク分散がかえって信用不安を高める等、影響が世界に拡散した。短期金融市場を中心にした一時の混乱は収まりつつあるが、依然予断は許さない状況が続いている。米国金融機関の貸出姿勢は厳格化しており、住宅ローンの供給は減少、住宅市場の調整長期化が懸念されており、欧米投資会社等の損失規模は拡大すると試算されている。

・米実体経済に関しては金融市場が混乱した8、9月までの統計でみる限り、足元までの影響は依然限定的だが、雇用の増勢鈍化等を受けて、実体経済への波及が現実味を帯びて議論されてきており、今後1年間で景気後退入りするとの見方も徐々に高まっている(10/1ブルーチップのエコノミストコンセンサスでは34.9%の可能性)。

図表1 サブプライム問題の影響



図表2 サブプライム・ローン問題の規模

	規模		名目GDP比 (%)	
	残高	損失	残高	損失
米国				
S&L(貯蓄貸付組合)問題 (1991)	1.25兆ドル	1,526億ドル (政府負担のみ)	20.8	2.5
LTCM破綻 (1998)	1,000億ドル	46億ドル (銀行出資は36億ドル)	1.1	0.1
サブプライム (2007)	1.3兆ドル超	500-1,000億ドル (8月パーナンキ証言)	9.9	0.4~0.8
日本				
住宅金融専門会社 (1994)	13.7兆円	6兆円弱	2.9	1.2
メガバンク不良債権処理 (2002)	43.2兆円 (02/3末)	25兆円 (贈与+買取)	8.8	5.1

(備考) 各種資料により作成

図表3 IMFによる損失想定

(単位: 億ドル)

	残高	デフォルト率	想定損失率	想定損失額
サブプライム	13,000	25%	45%	1,450
オルトA	10,000	7%	35%	250
合計	23,000			1,700
		2004-6発行額	想定損失額	
ABS/ABS CDOs	13,680		2,000	

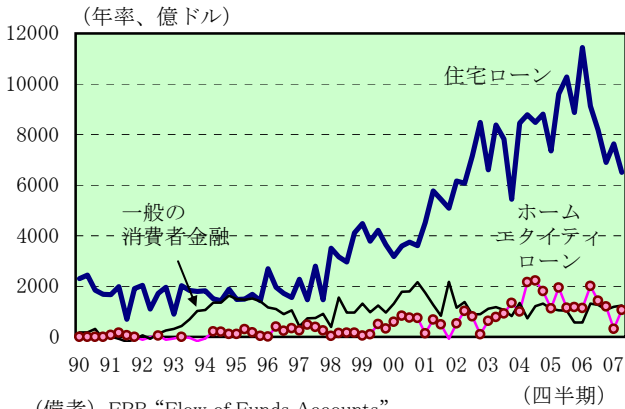
(備考) 1. IMF "Global Financial Stability Report", 2007年9月。
2. 住宅価格の5%低下を前提に、ノンプライムの損失合計1700億ドルのうち400億ドルは銀行に、残り1300億ドルはABSやABS CDOsへの投資家に帰属。

今後の流動性対応 10/15 シティグループ、バンクオブアメリカ、JPモルガンチェースがSIVの発行するABCP等を購入し流動性供給を行うファンド「M-LEC」を90日以内に設立すると発表。ファンド規模は750億ドル以上となる見通し。

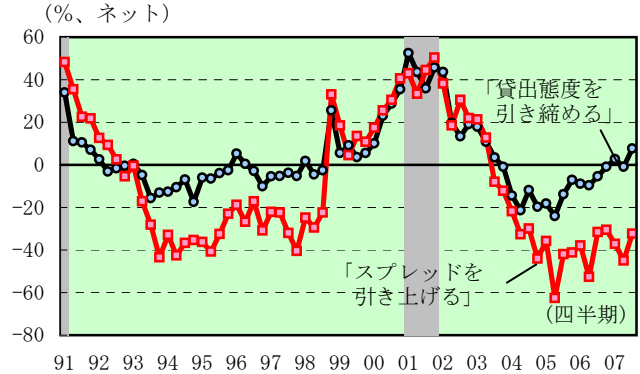


・住宅ローンの組成額は2006年4-6月期をピークに減少しているが、その背景にはサブプライムローン延滞率の上昇を受けた銀行の貸し出し態度の厳格化がある。信用収縮の動きは住宅向け以外にも徐々に広がりつつある。
 ・非農業部門雇用者数は、8月は速報の減少から上方改定されたが、9月も建設業、金融・不動産業が減少するなど、10万人以上の雇用増が定常的とされる中で増加ペースは鈍化。消費は住宅関連や自動車等の耐久財消費を中心に弱含みもみられる。
 ・8月以降、FRBはECBと協調した短期資金供給を断続的に行ってきたが、9月18日のFOMCでは实体经济への悪影響を未然に防ぐ目的から市場予想を上回る50bpのFF金利誘導水準の引き下げを実施。金融市場の混乱は足元やや落ち着いてきているが、なお追加利下げの有無、時期が注目されている。

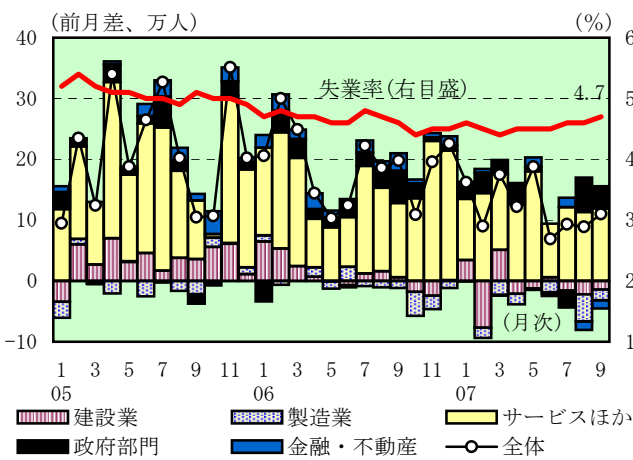
図表4 消費者向け住宅金融の実行額



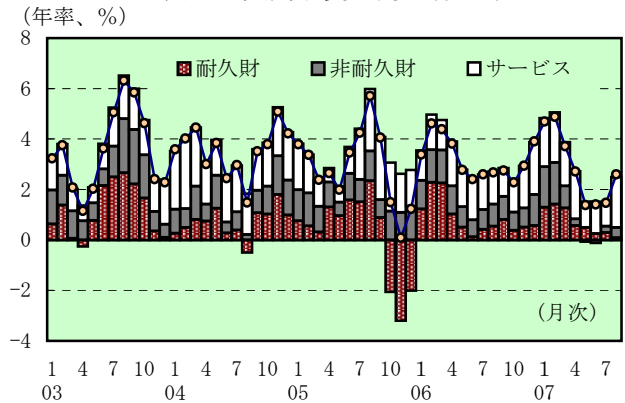
図表5 米国銀行貸し出し態度



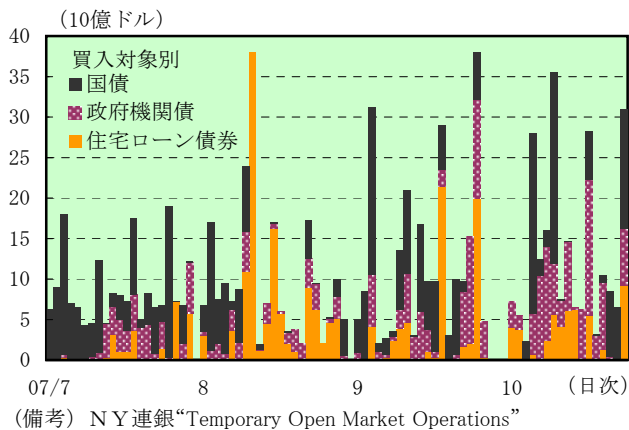
図表6 非農業部門雇用者数の増減



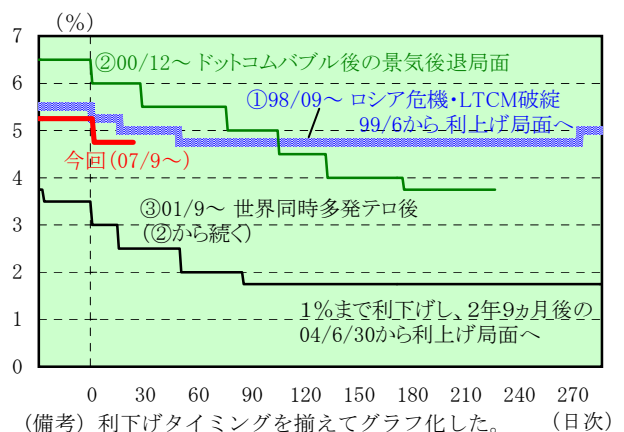
図表7 実質消費の財別伸び率



図表8 NY連銀による資金供給



図表9 FF金利誘導水準の引き下げ状況の比較



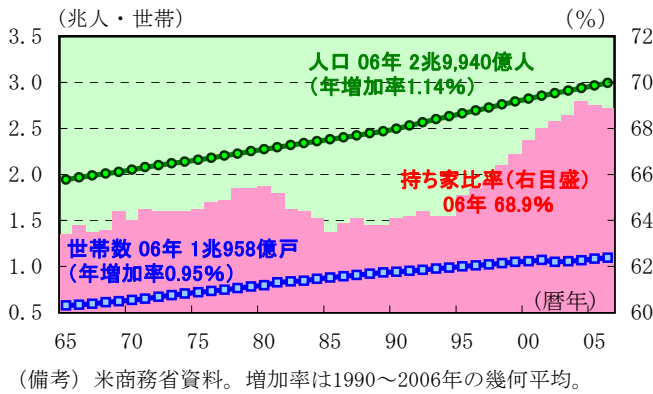


・米国の人口、世帯は年1%程度の増加を続けているが、90年代に入ると住宅価格の上昇とともに住宅投資が増加、持家比率は4%程度上昇した。ただし、サブプライムを中心に住宅ローンの延滞率は05年第2四半期の14.82%を底に、足元では14.82%と過去最高水準近くまで上昇。売り物件も増加傾向にあり、持家比率は低下に転じている。

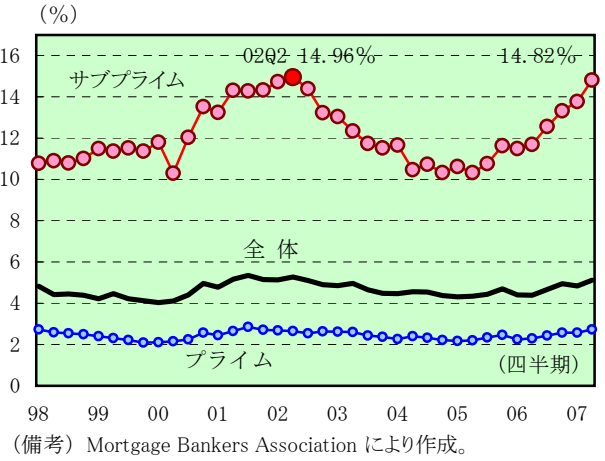
・住宅販売が不振となる中、新築、中古とも在庫水準は従来の4カ月前後から8カ月以上に積み上がっている。2000年頃から伸びを高め、04年半ば～06年半ばに前年比10%以上上昇した住宅価格も伸びが鈍化。観測地点数の多いOFHEO指数でみても、ネバダ、ミシガン、カリフォルニア、マサチューセッツなどの州では下落に転じている。

・住宅投資はGDP統計では06年1-3月期から6期連続の前期比マイナスとなっているが、今年に入っても業界団体の見通しは下方修正を続けており、着工の回復時期は2009年にずれ込む見通し。

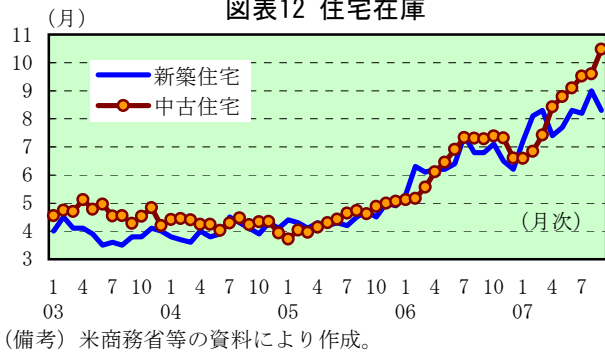
図表10 人口・世帯動向と持家比率



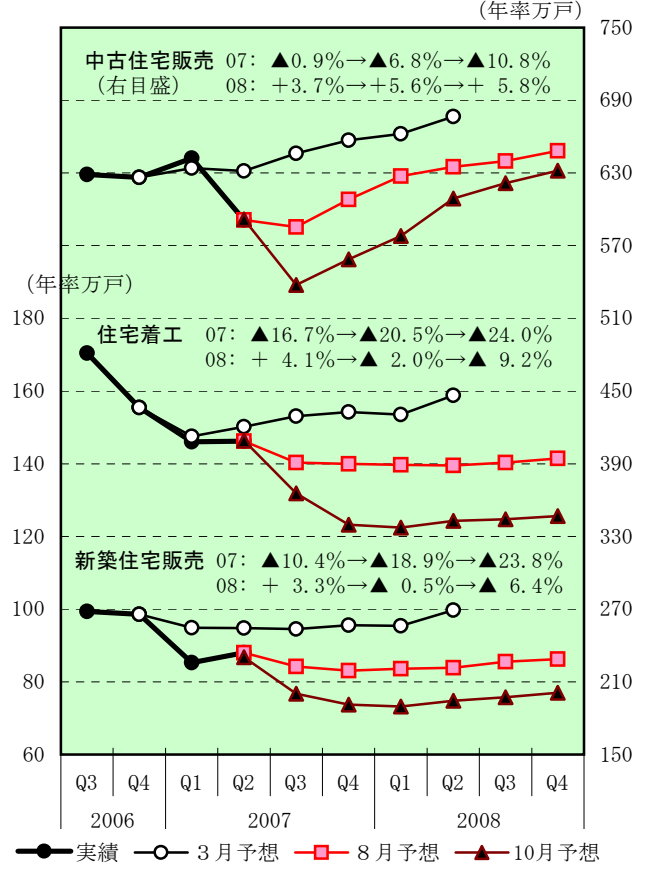
図表11 住宅ローン延滞率



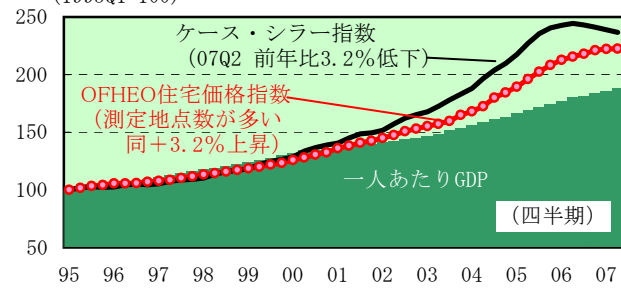
図表12 住宅在庫



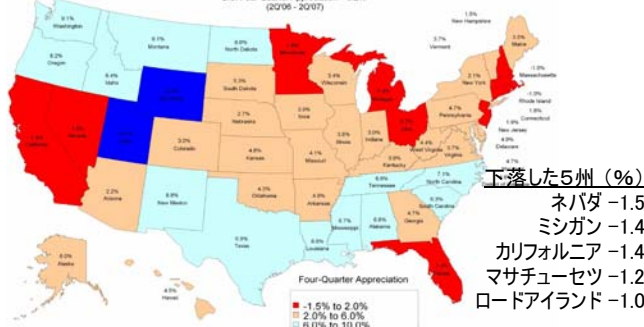
図表14 住宅市場見通し



図表13 住宅価格の推移



OFHEO住宅価格指数 州別07Q2前年比

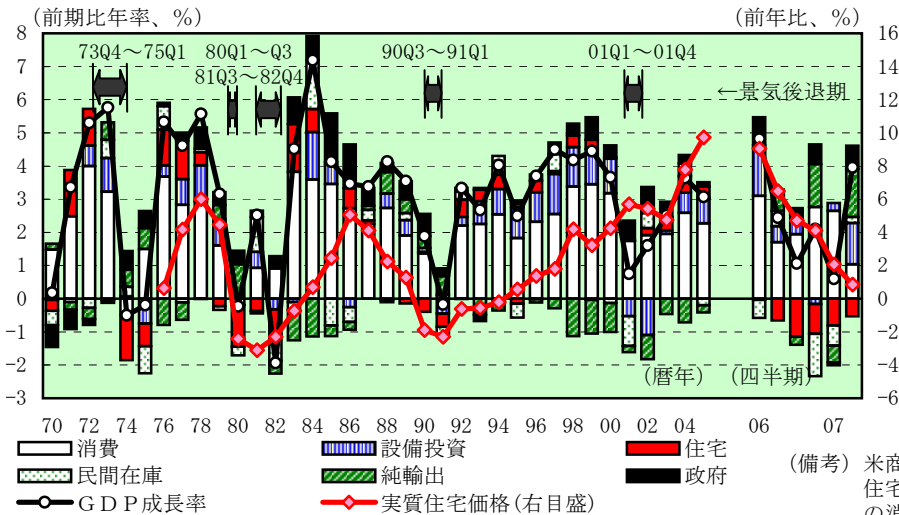


(備考) 米OFHEO(連邦住宅公社監督局)、商務省資料により作成。



・米国では、70年以降5回の景気後退期中、4回で住宅投資が減少した。06年からの住宅投資減少のGDPへのマイナス寄与は年率0.7%に達するが、今後、(1)住宅価格がどの程度の低下するか、(2)消費への悪影響はどの程度か、(3)従来に比べ堅調な他の需要項目にどの程度波及するか、が注目される。
 ・家計資産のキャピタルゲインは金融資産が過半を占めるが、住宅等の実物資産は前回の景気後退時にも増加を続けており、90年代の米国消費を支えた資産価格が低下した場合、特に貯蓄率の低い低所得層を中心に与える影響が懸念される。また、住宅ローン返済負担の高まりによる消費抑制効果にも留意が必要である。
 ・ちなみに、株価が足元堅調ことから金融資産の減少は見込まず、2008年に実質住宅価格のみ5%低下した場合の逆資産効果は、2007年見通しに対し消費を1.7%程度、GDPを1.2%程度押し下げると試算された。

図表15 実質GDP成長率と実質住宅価格の推移

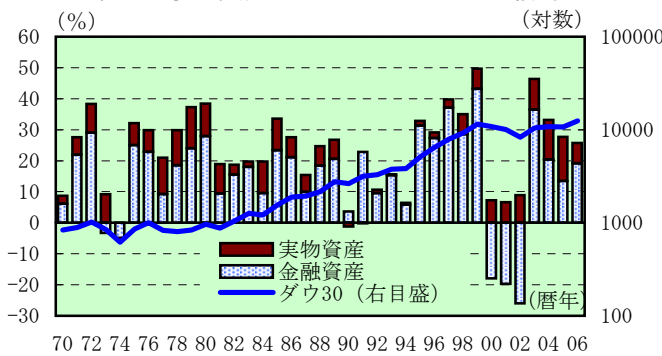


図表16 住宅投資が減少した時期のGDP項目別寄与度

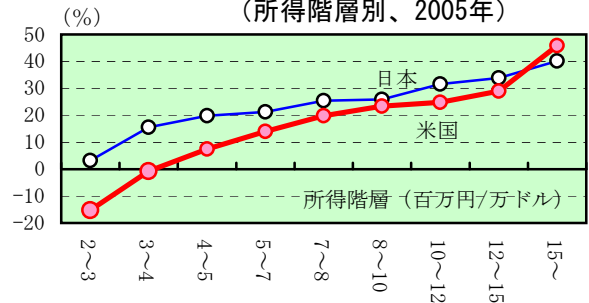
時期	実質GDP (年率) (%)			
	消費	設備投資	住宅	純輸出
74~75	▲0.3	0.5	▲0.3	▲1.0
80~82	0.1	0.6	0.0	▲0.8
90~91	0.8	0.7	▲0.2	▲0.4
06~	2.5	2.2	0.6	▲0.7

(注) 住宅の下段カッコ内は期間中の実質住宅価格の下落率

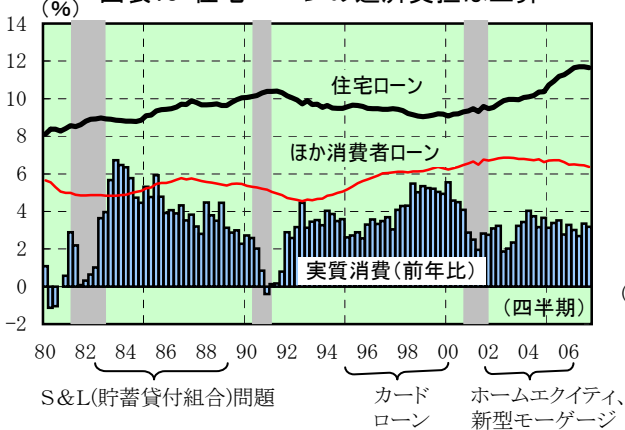
図表17 家計資産のキャピタルゲイン前年比



図表19 日米貯蓄率の比較 (所得階層別、2005年)



図表18 住宅ローンの返済負担は上昇



図表20 消費を通じた逆資産効果の試算

仮定	試算結果 (%)					
	金融資産	住宅価格	GDP伸率	消費伸率	GDP寄与	
2007年見通し	6.0%	▲0.6%	2.0	2.9	2.1	
2008年想定	0%	0%	1.2	1.8	1.3	
	0%	▲5%	0.8	1.2	1.7	0.8
	5%	▲5%	1.0	1.4	1.5	1.0
	0%	▲10%	▲0.3	▲2.3	▲2.8	▲0.2

(注) 2007年のGDP、消費の伸び率はBlueChipコンセンサスを採用し、金融資産、住宅価格はトレンドから想定をおいた。2008年は、下記モデルを推計(1976~2006年)、2006年を基準に消費変化後のGDP成長率が可処分所得の伸びに一致するよう収束計算した。
 ΔC :消費、 ΔDI :可処分所得、 ΔFIN :金融資産残高、 ΔHP :住宅価格
 $\Delta C = 0.646 \Delta DI + 0.282 \Delta I_1 + 0.0065 \Delta FIN + 1.627 \Delta HP$

(備考) 1. 返済額の可処分所得に占める割合。
 2. 網掛けは景気後退局面。
 3. FRB、商務省、NBER資料により作成。

[調査部(経済調査担当) 宮永 経]

お問い合わせ先 日本政策投資銀行調査部
 Tel: 03-3244-1840
 E-mail: report@dbj.go.jp