

米国銀行セクターの収益を圧迫する ノンパフォーミング資産問題

関 雄太

■ 要 約 ■

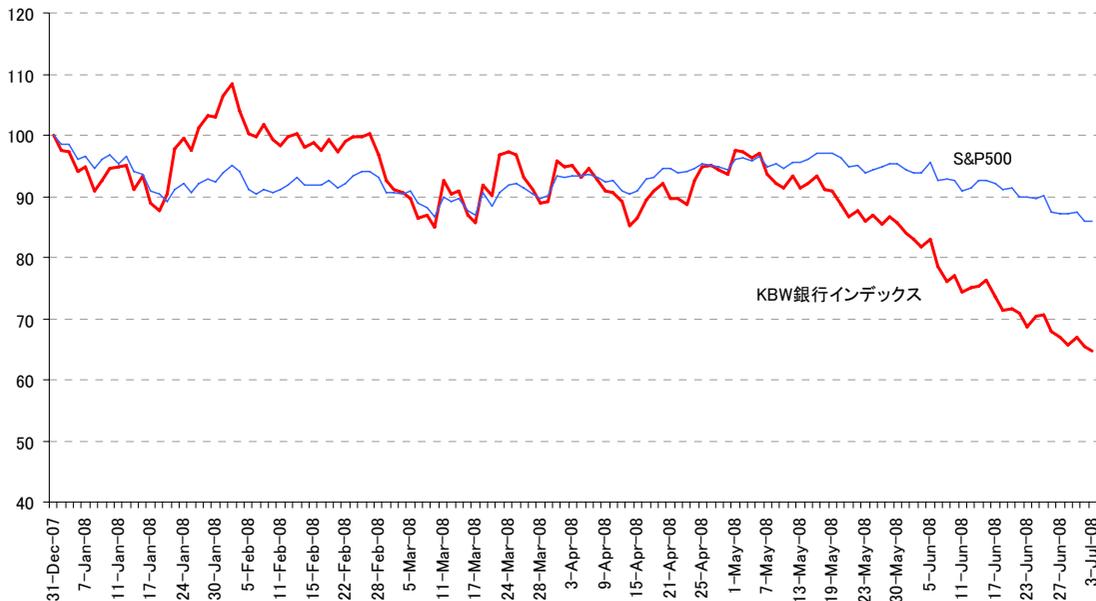
1. 2008年5月以降、米国金融機関の株価が軒並み下落している。特に株価下落が大幅な銀行セクターでは、ノンパフォーミング資産（延滞資産、不良資産）の急増が懸念となっている。
2. ノンパフォーミング資産は、証券化を前提としない、銀行バランスシートに計上されているローンの延滞・焦げ付きであり、償却・引当負担を通じて商業銀行の収益を悪化させる。また、住宅ローンの中でも、借り手の信用力が低くはないプライムローンからの延滞債権が増加しており、これまでのサブプライム住宅ローン、証券化商品という範疇を超えて、広範な影響が発生する可能性がある。
3. 中小規模の地銀などが近年注力してきた建設・開発ローンの不良化に伴う悪影響や混乱も、懸念されている。
4. ノンパフォーミング資産問題の今後の広がりについては、まだ不透明な部分が多いが、米銀が利ざや回復を通じて、増大するクレジットコストを吸収できるのか、資本不足問題が加速するのかが注目のポイント。
5. さらに、ノンパフォーミング資産問題は、単に短期的な収益圧迫要因となるだけでなく、米銀の収益源・収益獲得モデルの抜本的な見直しを迫る問題になる可能性があり、各行の対応が注目される。

I 米銀セクターの株価下落

2008年6月下旬から7月にかけて、米国金融市場が、またもや不安定な展開を見せている。2008年第1四半期には、米国金融機関の資本不足懸念とバランスシート調整が本格化した上、3月中旬にベア・スターンズの事実上の破綻とJPモルガン・チェースによる救済合併という大きなショックが発生した¹。このショックをいったん乗り越えたことで、第2四半期の当初には「最悪期は過ぎた」という声も聞かれ、株価も安定していたが、5月以降、銀行セクターを中心に、金融機関の株価が軒並み下落している（図表1）。

¹ 関雄太「サブプライム問題の克服に挑む米国資本市場」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

図表 1 米銀セクターの株価動向：KBW 銀行インデックス
(日次終値、2007年12月末時点株価=100として指数化)



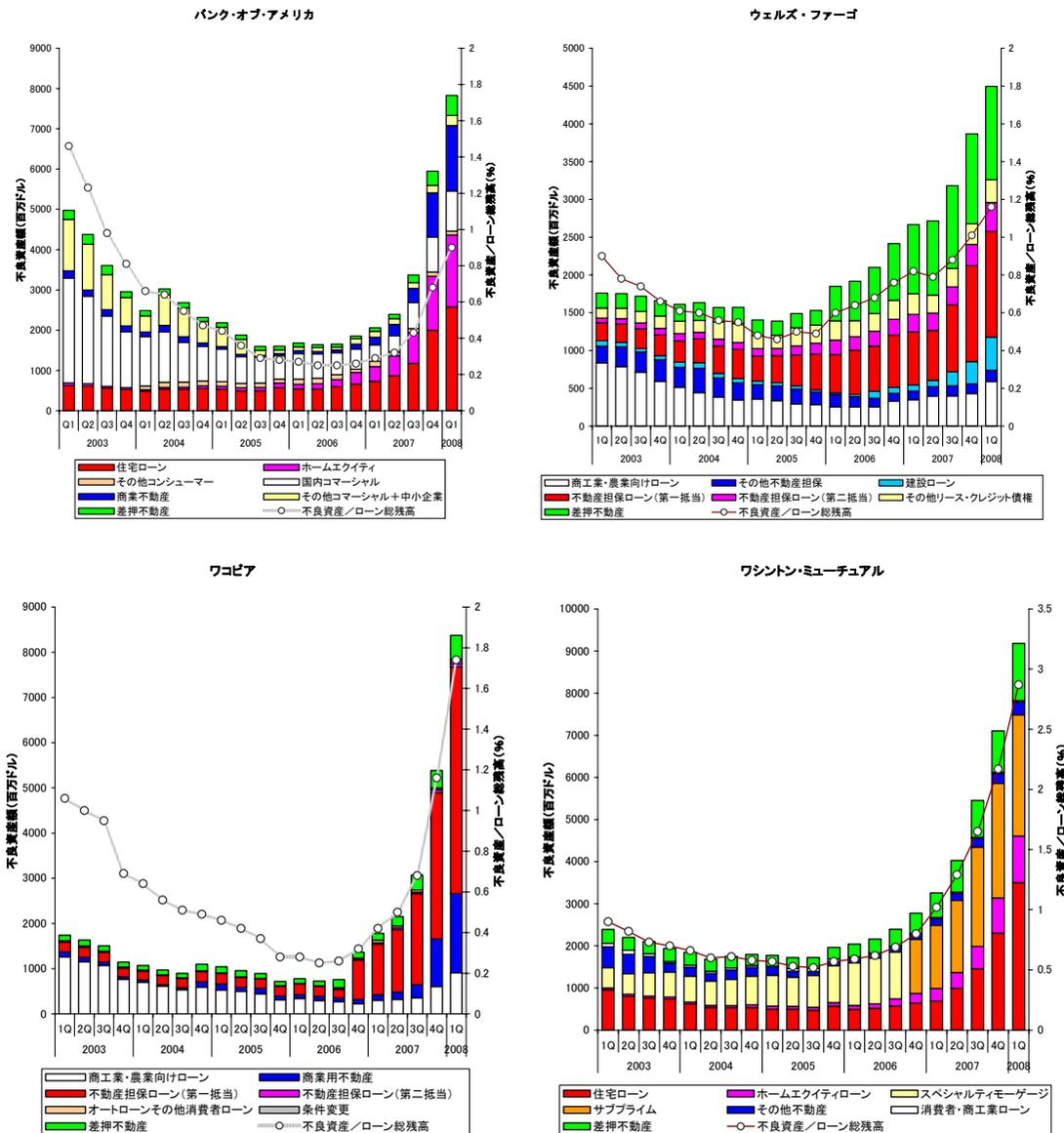
(注) KBW 銀行インデックスは、中堅投資銀行キープ・ブルイエット&ウッズが策定する米銀のセクター株価指数で、バンク・オブ・アメリカなど 24 行の銀行の時価総額加重平均指数である。
(出所) Yahoo! Finance より野村資本市場研究所作成

この緊張の背景には、各種経済指標の悪化や資源価格の高騰など実体経済面で高まる懸念に加え、モノラインの格下げや投資銀行・証券会社に対する規制強化の方向など、資本市場における不透明感があろう。しかし、それにも増して、ノンパフォーミング資産の急増という問題が、金融セクターに打撃を与えはじめたことに注意しなければならない。

II 大手銀行の状況とプライムローン問題

最近の米銀におけるノンパフォーミング資産の状況は、バンク・オブ・アメリカ (BAC)、ワコビア、ワシントン・ミューチュアル (WaMu) などの財務によく表れている (図表 2)。ローンの分類は各行ごとに若干異なっているが、共通する傾向として、まず、差押不動産を含むノンパフォーミング資産の額が 2007 年後半から急増していることがわかる。また、商工業向けローンの不良化はほとんど起きていない状態であり、住宅ローン、商業不動産ローンから発生する不良資産が大部分を占めていることも指摘できる。一方、ローン全体に占めるノンパフォーミング資産の比率は BAC、ウェルズ・ファーゴでは、まだそれほど高くなっていない。これに対して、ワコビアでは、ローン全体に占めるノンパフォーミング資産の比率は 2% に迫り、過去 5~10 年間でも最悪の水準に達しつつあり、WaMu においてはこの比率は 2.5% を超え上昇し続けている状況である。

図表2 大手米銀のノンパフォーミング資産の推移（四半期毎）



(出所) 各社 IR 資料及び 10-Q 報告書より野村資本市場研究所作成

ノンパフォーミング資産急増の背景を見ると、個別行ごとに特殊な事情もある。例えば、ワコビアの場合、2006年10月にカリフォルニア州の貯蓄金融機関ゴールデン・ウエスト・フィナンシャルを買収したことによる影響が大きい²。ゴールデン・ウエストは、傘下のワールド・セービングス・バンクを通じて、カリフォルニア州ほか9つの州で住宅ローン事業を展開しており、特に返済スケジュールを当初2~3年の間、固定金利で、その後変動金利で組むというオプション ARM ローン（オプション付き変動金利融資）を全米で最初に手がけた金融機関として知られていた。商業銀行部門のカリフォルニア州進出を目指していたワコビアは、ゴールデン・ウエストの高い審査基準を評価して買収に踏み切り、

² 関雄太「統合に合意したワコビア証券と AG エドワーズ」『資本市場クォーターリー』2007年夏号参照。

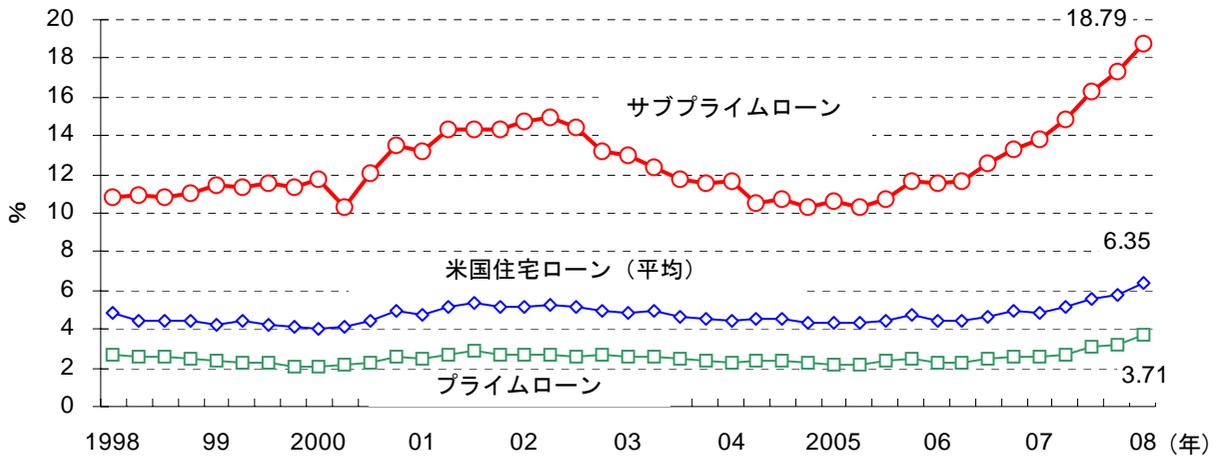
その後も、2007年半ば頃まではサブプライム問題の影響はそれほど深刻ではないとしていたが、同年後半から住宅ローンのパフォーマンスが急速に悪化しており、旧ゴールデン・ウエストの貸出ポートフォリオの劣化が進んでいるのではないかと見られている。

また、BAC の場合、米銀の中で営業基盤が最も広く、もともと住宅不況の影響を受けやすい体質ではあったが、2007年10月にシカゴや中西部に地盤を持つラサール銀行を買収したことが、商業不動産ローン分野におけるノンパフォーミング資産を増やすきっかけになってしまったと見られる。さらに BAC は、2008年7月1日に住宅ローンのオリジネーション・サービシングで最大手のカントリーワイド・フィナンシャル買収を完了させたことで、さらなる懸念材料を抱えている状態である。カントリーワイドは、サービシング資産からのクレジット損失などにより2008年1-3月期に8.93億ドルの純損失を計上した。ノンパフォーミング資産（3月末時点で45.9億ドル）の増勢も強く、3月末時点で総資産の4.16%に達しており、BAC は今後、カントリーワイドの保有するローン・有価証券から発生する不良資産問題に対処しなければならない可能性が高い。

これまで、サブプライム問題の影響で大手金融機関に発生した関連損失の多くは、証券化商品の評価損であり、MBS や CDO の証券化ビジネスを積極的に手がけていた投資銀行あるいはメガバンクグループの投資銀行部門に発生していた。しかし、BAC など現在増加しつつあるノンパフォーミング資産は、証券化を前提としない、バランスシートに計上されているローンの延滞・焦げ付きであり、償却・引当負担を通じて商業銀行の収益を悪化させる。BAC やワコビアの場合には、すでに傘下の投資銀行部門から、証券化関連の損失が発生していたわけだが、さらに商業銀行部門の方でも損失が発生する可能性が高まっているということになる。最近1~2ヶ月間のワコビア、BAC の大幅な株価下落は、こうした状況を背景にしているといえよう。

また、徐々に膨張しつつある不良資産は、証券化されていない債権であることから考えると、貸出時点で借り手の信用力が低い「サブプライム」ローンからだけでなく、「プライム」に分類されるローンからも発生している可能性が高い。モーゲージ・バンカーズ協会（MBA）が四半期毎に発表している米国住宅ローンの延滞率データによれば、プライムローンの2008年第1四半期の延滞率は3.71%と、前年同期の2.58%から上昇している（図表3）。この延滞率は、サブプライムローンの18.79%（08年第1四半期）に比べると、かなり低い水準のようにも見えるが、住宅ローン全体の延滞率から類推すると、延滞債権に占めるプライムローンの比率は着実に上昇していることがわかる。また、プライムローンの母数が圧倒的に大きいため、金額ベースの延滞債権額はかなりの水準に達することがわかる（図表4）。非常に単純化した推計によれば、2008年第1四半期時点で、延滞債権の総額に占めるサブプライムローンとプライムローンの比率はほぼ1対1になっており、今後の動向次第では、プライムローンを原債権とする延滞債権の方が大きくなる可能性もある。さらに、米国の銀行・貯蓄金融機関は、自行のバランスシートで抱えている住宅ローン債権の他に、GSE（政府支援機関）が発行する MBS や社債を保有しているため、プライムローンの延滞が増えると、米銀が相当の負担を強いられるという構造に留意

図表3 米国住宅ローン市場：延滞率の推移



(出所) MBA 資料より野村資本市場研究所作成

図表4 米国住宅ローン市場：延滞債権の状況 (概算)

(単位:10億ドル、%)

		2007.12	2008.3	
住宅ローン (1-4世帯住宅) の保有構造	商業銀行(*)	2,208.3	2,216.4	
	貯蓄金融機関(*)	879.0	884.8	
	GSEモーゲージプール	4,320.0	4,447.5	
	うち貯蓄金融機関保有分(*)	168.6	166.3	(エージェンシー債含む)
	うち商業銀行保有分(*)	1,022.4	1,010.0	(エージェンシー債含む)
	民間MBS発行体	2,132.4	2,062.0	
	その他	1,618.6	1,615.8	
	住宅ローン貸出残高合計(A)	11,158.3	11,226.5	
延滞債権 の状況	サブプライム比率[推計]	18.33%	17.51%	(MBA延滞率データから推計)
	サブプライムローン残高[推計](B)	2,045.3	1,965.8	
	延滞率	17.31%	18.79%	(MBA延滞率データ)
	延滞債権[推計]	354.0	369.4	
	プライムローン残高[推計](A-B)	9,113.0	9,260.7	
	延滞率	3.20%	3.70%	(MBA延滞率データ)
	延滞債権[推計]	291.6	342.6	
	銀行・貯蓄金融機関分[推計](*計)	46.9%	46.2%	(プライムローンに占める比率)
延滞債権[推計]	136.9	158.3		
延滞債権(サブプライム・プライム合計)	645.7	712.0		
延滞率	5.8%	6.3%	(MBA延滞率データ)	

(出所) FRB、MBA 資料より野村資本市場研究所作成

しなければならない。

もちろん、延滞債権のすべてが、引当・償却の対象となる不良債権に転化するわけではなく、プライムローンの場合には正常債権に復帰する可能性も少なくはないと見られる。ただし、延滞率の上昇が止まっていないことに加え、後述するように住宅価格の下落が

ピークから 20%近く下落してきたこともあり、当面の間は、不良債権の増大、担保不動産の売却等に伴う実現ロスの拡大といった、状況の悪化を見込むほうが現実的であろう。

また、プライムローンの延滞増は、雇用や実体経済の悪化によるところが大きいと考えられ、住宅ローンの不良化→金融機関の収益悪化→雇用・実体経済への影響→住宅ローンの延滞増加という悪循環を心配する声もでてきている。さらには、住宅ローン買取事業を大規模に行っている GSE（ファニー・メイ、フレディ・マック）の資産内容に対して懸念が強まっていることなども、プライムローン問題のひとつの影響といえよう。

III 建設・開発ローンの状況

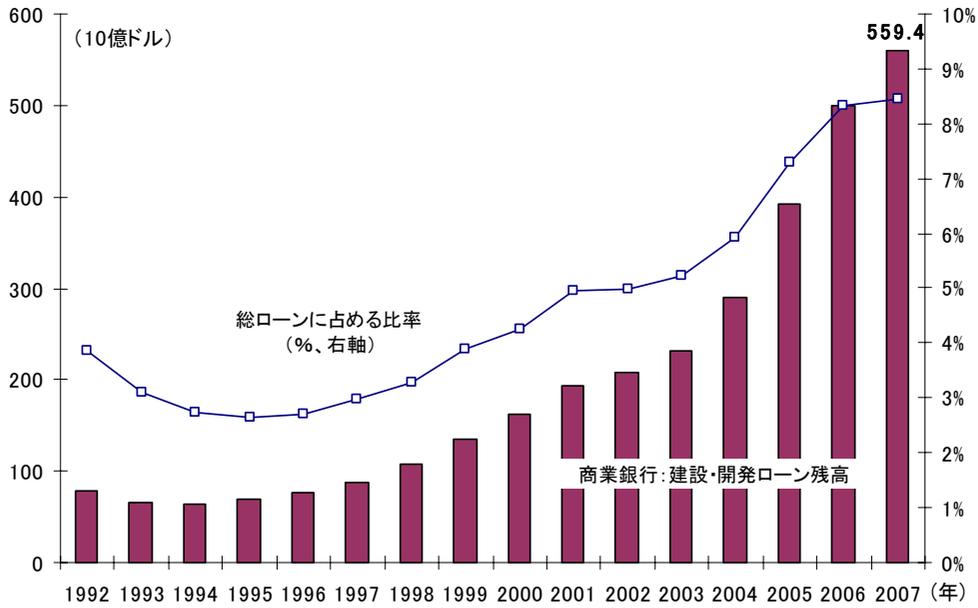
広がりつつある不良資産問題は、いわゆるメガバンクだけでなく、地銀などにとっても負担となっていく可能性が高い。また、最近、懸念が高まっている問題は、住宅・ニュータウン開発案件やデベロッパー・建設業者などに貸し出す建設・開発ローン（Construction and Development Loan）の不良化である。FDIC（連邦預金保険公社）の調査によれば、米国商業銀行全体による建設・開発ローンの貸出残高は 2007 年末時点で 5,500 億ドル超、ローン全体の 8%を占めている（図表 5）。

米銀の大手行が 2000 年代に住宅ローン市場におけるシェアを拡大した一方で、コミュニティバンク型の中小銀行は、住宅ローンビジネスを大手に奪われたため、代わって貸出の中心を商業不動産ローンや建設・開発ローンにシフトせざるを得なくなった。折からの住宅ブームの影響もあって、2007 年末には、総資産 10 億ドル未満の中小行では、建設・開発ローンがローン全体の 16%を占める状態になっている（図表 6）。

住宅ブームの反動で、リスクの高いプロジェクトに対する建設・開発ローンの不良化は避けられない情勢だが、その影響は、地元密着型の中小銀行に対して深刻な形で発生する可能性もある。実際に、2008 年初来 5 月までに FDIC が破綻処理した銀行は、①Douglass National Bank（1 月、総資産約 5,850 万ドル）、②Hume Bank（3 月、約 1,870 万ドル）、③ANB Financial（5 月、約 21 億ドル）、④First Integrity Bank（5 月、5,470 万ドル）の 4 行で、いずれも小型の金融機関となっている³。2008 年後半以降に、銀行破綻の増加を予想する意見もあるが、ロットの小さい住宅ローンではなく、大ロットでリスクも高い建設・開発ローンに注力した中小金融機関において、より注意が必要な状態といえよう。

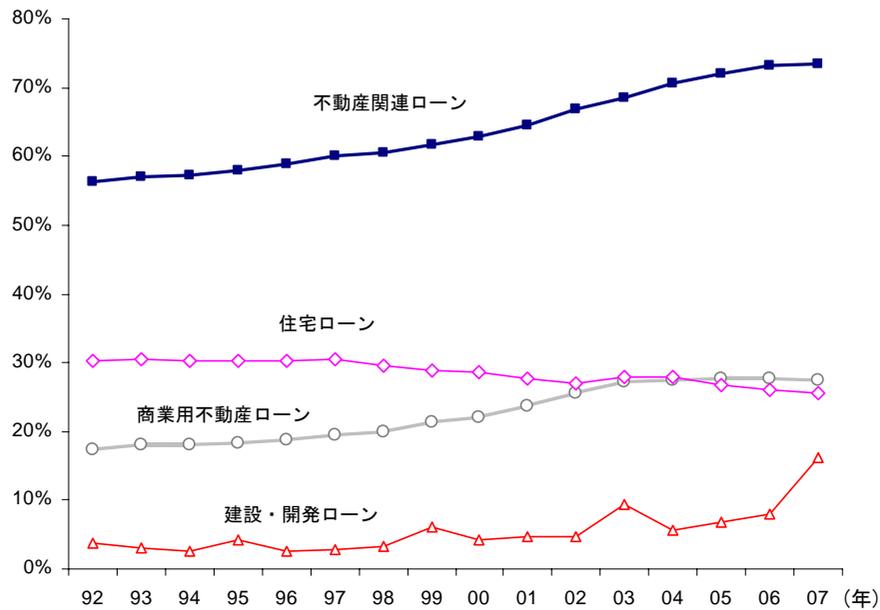
³ 2008 年 7 月 11 日には、インディマック銀行（カリフォルニア州）の閉鎖が発表され、FDIC が財産保全人（Conservator）に指名された。同行は、2008 年 3 月末時点の総資産が 320.1 億ドル（預金量 190.6 億ドル）と大型の金融機関だったが、オルト A（Alt-A）など専門住宅ローン事業を大掛かりに展開した反動による破綻で、建設・開発ローンのデフォルトを背景にはしていない。

図表5 米国商業銀行セクターにおける建設・開発ローンの増加



(出所) FDIC 資料より野村資本市場研究所作成

図表6 米国中小商業銀行（総資産10億ドル未満）の貸出ポートフォリオに占める不動産関連比率の推移



(出所) FDIC 資料より野村資本市場研究所作成

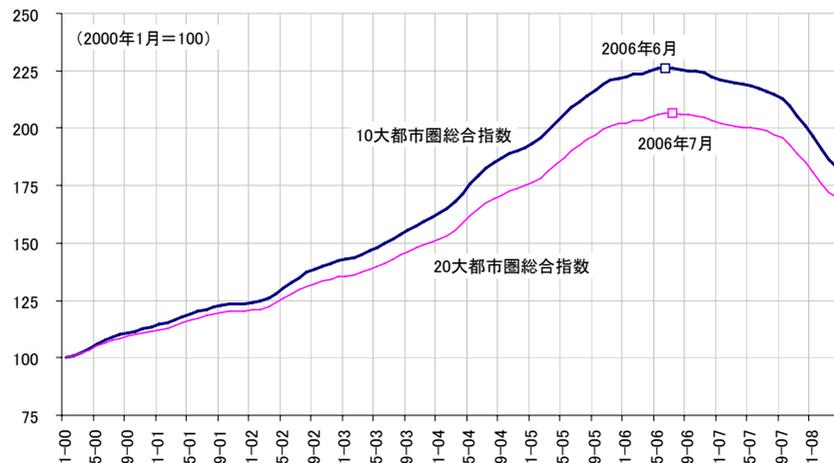
IV 今後の注目点

1. 利ざやの改善の行方

米銀のノンパフォーミング資産問題が今後、どのような速度で、どのくらいの規模で拡大するのか、また実体経済にどのような影響が出てくるのかといった議論については、筆者が見る限り、信頼性の高い予想や推計はまだ出てきていないようである。したがって、金融機関や政策関係者の対応を予測することも現時点では非常に難しいが、今後、注目しておかなければいけないことがいくつか考えられる。

まず、住宅価格の動向である。S&P ケース・シラー指数で見ると、全米 20 大都市圏の住宅価格は対前年比マイナス 15~16%で推移しており、ピーク（2006 年 7 月）から合計で約 18%弱下落したことになる（図表 7）⁴。全米の都市圏で住宅価格が一斉に下落するというのは、米国でも過去に例がないことだと思われるが、ラスベガス、フェニックス、マイアミなど、28~29%に達する調整が起きている都市圏などでは、住宅資産の現在価値

図表 7 米国住宅価格の推移：S&P ケース・シラー指数



【参考】ピークからの下落率(2008年4月まで)

	ピーク	下落率
10大都市圏	2006.06	-19.06%
20大都市圏	2006.07	-17.76%
ラスベガス	2006.08	-29.34%
フェニックス	2006.06	-29.06%
マイアミ	2006.12	-28.64%
サンディエゴ	2005.11	-27.87%
デトロイト	2005.12	-26.18%

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁴ S&P ケース・シラー住宅価格指数については関雄太「シカゴマーカンタイル取引所で始まった住宅価格指数先物取引」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。

が債務残高を下回る「ネガティブ・エクイティ」の状態になっている住宅保有者が続出している状況と考えられる。こうした状況の中で、デフォルトが増加してしまうと、仮に差押・競売のような対応措置をとることができたとしても、金融機関の損失は相当程度になると予想される。住宅価格の下落がどこまで進むのかが、ノンパフォーミング資産問題の深刻度を左右することになる。

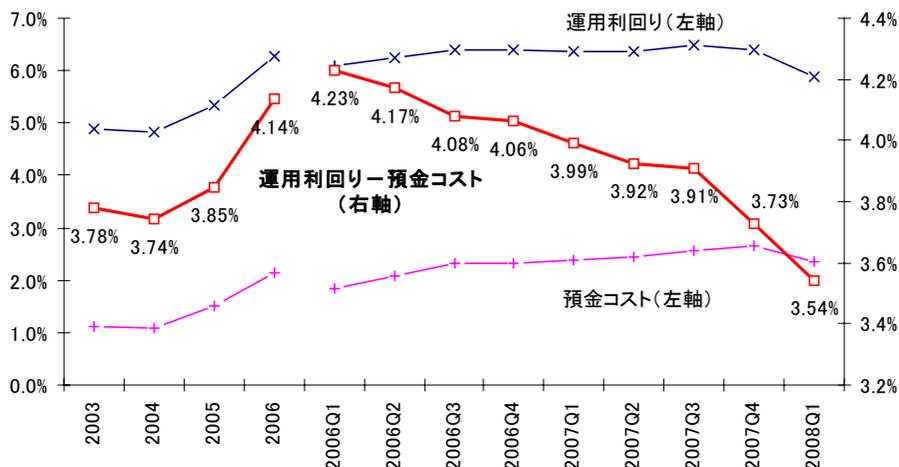
一方で、利下げによる米銀の資金調達コスト低減が、不良債権問題を乗り越えるだけの収益増強効果を生むかどうかにも注目しなければならない。米国では、90年代初頭の不動産バブルの崩壊、2001～03年の景気後退期などに、利下げが行われたことで、米国金融セクターが利ざやの改善によって収益力を回復したことがある。こうした過去の経験を踏まえたのか、FRBは、2007年9月から2008年4月にかけて、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を合計で3.25%ポイント引き下げるという「史上最速の利下げ」を行っている。

ところが、BACの例に見られるように、調達コストの低減、金利マージンの改善はまだ進展していない（図表8）。デフォルト率が史上最低水準で推移した2006年から07年前半に、貸倒引当金を十分に積んでいなかった金融機関も多く、急ピッチで増加するクレジットコストを、米銀が吸収できるのかどうかは、予断を許さない状況といえよう。

2. 資本不足問題に再び注目が集まるのか

収益力の改善が不良債権の増大に追いつかない場合には、米銀の自己資本比率の低下、資本不足問題に、再び市場の注目が集まる可能性がある。ワコビアやWaMuは、4月から5月にかけて、経営陣のリストラや増資を発表していたが、6月に入ってから、中西部の大手地銀であるナショナル・シティ、キーコーブ、フィフス・サードが減配・増資を発

図表8 バンク・オブ・アメリカの利ざやの推移



(出所) BAC 10-Q 報告書などから野村資本市場研究所作成

表するなど、準大手行クラスの資本増強が本格化している。また、多くの金融機関が転換優先株などの発行を活発化している。

メガバンクや投資銀行系の米国・欧州の大手金融機関は当初、ソブリン・ウェルス・ファンドや年金基金などに出資を求め、次に優先証券などを一般投資家に売却するという形で、すでに多額の資本調達を行ってきた。したがって、市場関係者の間には、今後も金融セクターの増資案件が大量に出てきた場合、投資家側の出資意欲あるいはリスク許容力が持続するのだろうかという疑問がでてきている。もちろん、2008年4月にWaMuに対し20億ドルの出資を行ったTPG（旧テキサス・パシフィック・グループ）や、同じ時期にナショナル・シティに対して9.85億ドル出資したコルセア・キャピタルなど、金融セクターの再生に賭ける積極的な投資家がいけないわけではないが、米銀の経営にとって、収益と資本の確保が当面の大きな課題といえよう⁵。

このように、ノンパフォーミング資産問題は、一部の金融商品、一部の金融機関という範疇を超え、米銀セクター全体に影響を与え、米国経済全体の重石となってしまいう可能性を秘めているといえる。また、ノンパフォーミング資産問題の原点をたどれば、2000年代に入り、米国の事業法人セクターが資金余剰に転換したために、金融機関が家計セクターへの貸出にシフトし、中でも住宅価値の上昇に依存した金融ビジネスに活路を見出したことがあげられよう。この過剰なファイナンスの調整が、どのような形で進展するのか、金融市場の構造や金融機関の経営にはどのような影響がでてくるのか、主要金融機関の第2四半期決算、および今後の状況に注視していく必要がある。さらには、中長期的な観点で見ると、ノンパフォーミング資産問題は、単に収益圧迫要因となるだけでなく、米銀に収益源・収益獲得モデルの抜本的な見直しを迫る問題になる可能性があり、今後の各行の対応が注目される。

⁵ プライベート・エクイティ・ファンドが米銀に出資しようとする場合、25%以上の持分を保有すると銀行持株会社（BHC）として登録しなければならず、10%程度の少数持分の保有でも、財務の健全性や利益相反などの観点から、厳しい規制の対象となってしまうとされる。こうした状況から、最近では、プライベート・エクイティ・ファンドによる銀行出資に対して、規制を緩和すべきという声も出てきた。“Buyout shops eye U.S. banks but wary of regulators”, *Reuters*, 05/14/2008, “Fed Reviews Bank Investment Rules to Channel Capital to Lenders”, *Bloomberg*, 06/27/2008, “Fed May Give Private Equity More Leeway to Help Banks”, *Wall Street Journal*, 06/27/2008 など参照。