

サブプライム問題の余波を受ける米国学生ローン市場

宮本 佐知子

■ 要 約 ■

1. 昨年来のサブプライム問題や金融市場混乱の余波は、米国学生ローン市場にも及んでいる。学生ローンを取扱う金融機関は、学生ローン債権を市場で売却することで融資資金を調達するが、学生ローン債権を担保とした証券化商品の組成額が急減し、資金調達が難しくなっているのである。
2. 米国教育省によると、2008年9月から始まる新学期には過去最高の700万人が大学へ進学すると見込まれている。通常、家計の進学目的の資金ニーズが高まるのは夏場であり、この資金ニーズに金融機関が応じられないリスクを危惧する声が強まっていた。
3. 事態の解決に向け、米国政府は2008年5月に2つの施策を発表した。第一に、FRBが5月2日、TAFの適格預金取扱機関への入札額の増額と、TSLFオークションの担保の拡大を発表し、金融機関が学生ローン債権を担保に資金を調達できるようにした。第二に、5月7日に新たな法案「Ensuring Continued Access to Student Loans Act of 2008」が成立した。これにより、学生やその家族が連邦政府の学生ローンを利用しやすくなった。また、教育省長官の権限が強化され、連邦政府保証学生ローン債権を金融機関から政府資金で購入できるようになった他、「最後の貸し手（LLR）ローンプログラム」の実施条件も明らかになった。
4. これらの施策により、特に連邦政府の学生ローンを手掛ける民間金融機関の資金調達はやや改善すると見られる。また緊急時の連邦政府の融資条件も明らかになり、家計の教育資金ニーズが高まる夏場に混乱に陥るリスクは以前よりも低下したと考えられよう。ただし、米国の大学授業料が高騰する中で、民間学生ローンは奨学金や連邦政府の学生ローンでは賄いきれない部分を埋める重要な役割を果たしてきた経緯がある。それだけに、サブプライム問題や金融市場混乱の余波が学生ローン市場や、ひいては家計部門へ及ぼす影響には、引き続き注意を払う必要がある。

I サプライム問題の余波を受ける学生ローン市場

1. 難航する金融機関の学生ローン向け資金調達

昨年来のサブプライム問題や金融市場混乱の余波は、米国学生ローン市場にも及んでいる。学生ローンを取扱う金融機関は、学生ローン債権を市場で売却することで融資資金を調達するが、学生ローン債権を担保とした証券化商品の組成額が急減し、資金調達が難しくなっているのである。バーナンキ FRB 議長も 2008 年 4 月 2 日の議会証言で「金融市場の緊張の影響は地方債や学生ローンなど、今まで市場の混乱の影響がなかった分野にも波及している。」との認識を示していた。

米国証券化フォーラム (American Securitization Forum) の副事務局長ドイチ氏と、全米証券業・金融市場協会 (SIFMA: Securities Industry and Financial Markets Association) の専務兼上級副社長スヌーク氏が連名で、バーナンキ FRB 議長とガイスナー NY 連銀総裁に宛てた 2008 年 4 月 2 日付書簡によると、2008 年度の連邦政府の学生ローン (FFEL: Federal Family Education Loan) の 8 割 (600 億ドル) は民間機関、残りの 2 割は州・地方政府により貸出されると見込まれている。その資金の 85%以上は ABS 市場等で調達されるが、過去 6 ヶ月間、市場での資金調達は厳しい状況にあり、例えば FFEL に裏づけされたトリプル A 格の SLABS (Student Loan Asset-Backed Securities) は、政府保証が 97%付いているのだが、昨夏に比べるとスプレッドが 100bp 以上 (10 倍以上) に拡大したと指摘している。また同書簡は、民間学生ローン取扱機関の状況は更に厳しく、昨年秋以来、証券化市場での資金調達ができなくなっているとも指摘している。

2. 金融機関への学生ローン補助金削減の影響

加えて、2007 年 10 月から施行された法律「College Cost Reduction and Access Act」により、連邦政府の学生ローンに携わる金融機関への補助金が削減されている¹。サリーメイ (SLM Corp.) の副会長兼最高財務責任者のルモンディ氏は、同法により FFEL の金利が 70bp 引き下げられたため、オリジネーションの度に損失が出ていると、2008 年 4 月 15 日の上院銀行委員会公聴会で証言している。このような流動性と収益面の問題や、景気減速下でデフォルト率が上昇していること等を背景に、学生ローン市場から撤退する金融機関も増えていた。

¹ 詳しくは、宮本 佐知子「米国大学教育費削減法の施行とサリーメイ買収案の行方」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号 (Vol.11-2) を参照。

3. 夏場が資金需要のピーク

教育省によると、2008年9月から始まる新学期には、過去最高の700万人が大学に入学すると見込まれている。通常、家計の進学目的の資金需要が高まるのは、9月の進学を控えた夏場であり、前述のルモンディ氏によると、学生ローンの4分の3は4-9月に融資されるという。そのため学生ローンを手がける金融機関は、夏場までに融資資金の調達を済ませている必要がある。しかし上述のように、金融市場の混乱のため学生ローンを取扱う金融機関の資金調達は難航しており、このままでは金融機関は家計の教育資金ニーズに応じることができない事態に陥ると危ぶまれ、金融業界や教育機関等から事態の解決に向けた施策を求める声が強まっていた。

II 混乱回避へ向けた動き

1. FRB による対応

こうした要請に応え、米国政府は2008年5月に入って2つの施策を発表した。まずFRBが5月2日、TAF (Term Auction Facility) の適格預金取扱機関への入札額を500億ドルから750億ドルに増額することと、プライマリーディーラー向けに設定したTSLF (Term Securities Lending Facility) オークションの担保を拡大し、AAA/AaaのABSも含めることを発表した。後者により学生ローン取扱機関は、AAA格の連邦政府及び民間の学生ローン債権をTSLFの担保として資金を得ることができるようになった。

2. 新たな法案も成立

5月7日にはブッシュ大統領が、新たな法案「Ensuring Continued Access to Student Loans Act of 2008」にサインし、施行が決定した。これにより、①学生やその家族が連邦政府の学生ローンを利用しやすくなり、②教育長官の権限が強化され、「最後の貸し手 (LLR: Lender-of-Last Resort) ローンプログラム」に関する規定が明確にされた。

①の項目には、連邦政府の学生ローンの上限を2,000ドル引き上げることや、学生の親向けの連邦政府ローン (PLUS ローン) 返済のための期間を延長すること、住宅ローンや医療費の短期債務不履行以外に問題のない親については連邦政府ローンを利用できることを保証すること、などが含まれている。

②の項目には、連邦政府保証学生ローンを金融機関から購入する権利が、教育省長官に与えられることが含まれている²。これにより、金融機関は保有するローン債権を政府に (市場実勢に比べて有利な価格で) 売却することが可能となった。また、通常の連邦政府

² 2009年7月1日までの期限付である。

の学生ローン FFEL を利用できない事態に対処するための「LLR ローンプログラム」の実施プロセスや条件も、明らかになった。

「LLR ローンプログラム」については、1998 年に議会によって再承認された法律「Higher Education Act」で既に規定があるものの、これまでは学生ローン向け資金調達に深刻な事態に陥らなかったこともあり、実施条件の詳細について曖昧な部分も少なくなかった。

今回施行されることとなった法律や、教育省が保証機関に送った通知（2008 年 5 月 5 日付）等によると、「LLR ローンプログラム」を利用するには、学生が FFEL の受給条件やその他条件を満たす必要があるが、利用するための認定プロセスをシンプルにするため、学校単位での認定が行われている。教育省長官が学校を認定する権限を持ち³、その際の基準として、多くの在校生が適格な貸出機関のローン利用ができないことや、ローン会社から融資拒否を受けた学生数・割合が規定値を満たすこと、その他教育省長官が定めた基準・ガイドラインを満たすことが挙げられている。

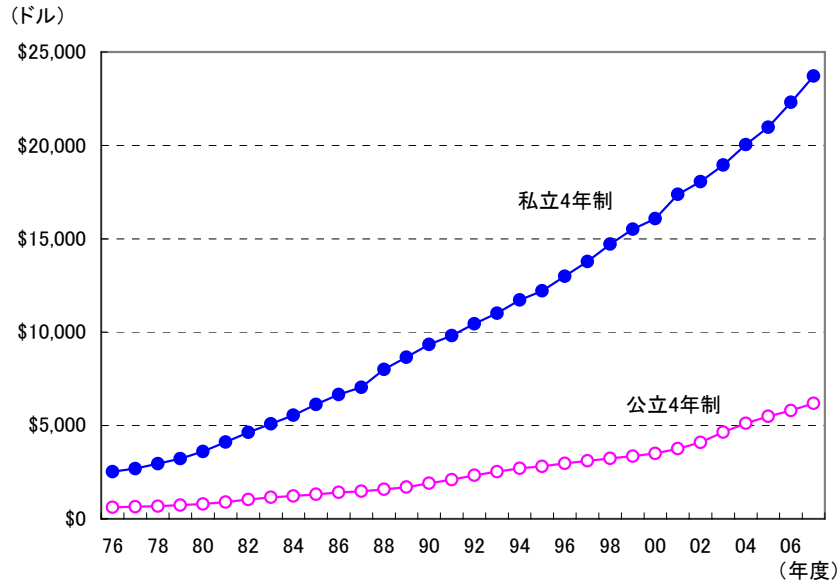
実際のローン提供は、州の指定保証機関が実施する。保証機関は FFEL プログラムに参加する融資機関に LLR ローンを提供を認めたり、保証機関自らが LLR ローンを提供することができる。それでも資金が不足する場合には、教育省長官が連邦資金を融資し保証機関が LLR ローンを提供する。なお、LLR ローンは（FFEL と異なり）債務不履行時には連邦政府によって 100%保証される。

3. 家計部門への影響には引き続き注意が必要

これらの施策により、特に連邦政府の学生ローンを手掛ける民間金融機関の資金調達はやや改善すると見られる。また、緊急時の連邦政府の融資条件も明らかになり、家計の教育資金ニーズが高まる夏場に混乱に陥るリスクは以前よりも低下したと考えられよう。ただし、米国の大学授業料は過去 10 年間で公立大学は 2.0 倍（4 年制の平均 6,185 ドル）、私立大学は 1.7 倍（4 年制の平均 23,712 ドル）と高騰が続いており、民間の学生ローンは奨学金や連邦政府の学生ローンでは賄いきれない部分を埋める重要な役割を果たしてきた経緯がある（図表 1、2）。それだけに、サブプライム問題や金融市場収縮が、学生ローン市場や、ひいては家計部門へ及ぼす影響には、引き続き注意を払う必要がある。

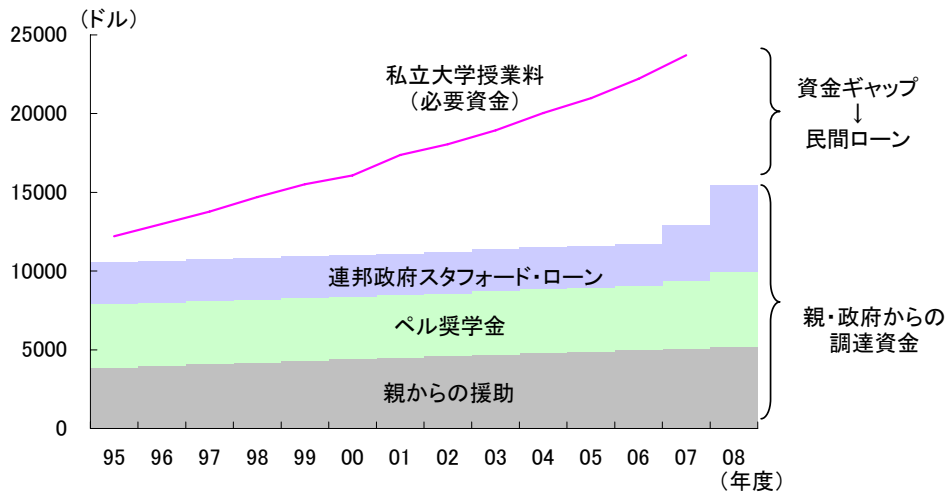
³ 2009 年 6 月 30 日までの期限付である。

図表1 米国の大学授業料の推移



(出所) CollegeBoard “Trends in College Pricing 2007”より野村資本市場研究所作成

図表2 大学授業料と資金調達内訳



(出所) 米国教育省資料、インタビューから野村資本市場研究所作成