

Discussion Paper Series No. 181

アメリカの住宅市場動向と住宅金融市場改革の行方

小林正宏  
経済研究所客員研究員

2012年3月

THE INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH  
Chuo University  
Tokyo, Japan

## アメリカの住宅市場動向と住宅金融市場改革の行方

客員研究員  
小林正宏

### 1. はじめに

アメリカの住宅価格は2006年夏頃にピークを打ち、そこから3割程度低い水準で推移している。このアメリカの住宅バブルの崩壊が今般の世界金融危機の震源となったのは周知の事実であるが、その後の住宅市場、並びに住宅金融市場には大きな変化が現れている。

2011年暦年ベースでの新築住宅着工戸数は、二次速報ベース<sup>1</sup>で60.92万戸となり、前年から3.8%増加した。前年比増は2年連続だが、3年連続で100万戸の大台を割っている。季節調整済み年率換算値で月次データを見ると、2012年1月は69.9万戸と、3ヶ月連続で70万戸前後の水準を維持しているが、米商務省の統計が開始された1959年以降の平均値148万戸の半分以下の水準である。

今回の住宅着工の回復は戦後のどの景気回復局面と比較しても極めて遅い。かつては、住宅着工が景気回復局面の早い段階で景気全体を押し上げる効果が観測されたのが、今回は逆に住宅着工が景気回復の足枷となっている。

このような調整の遅れの背景には、住宅価格の低迷が挙げられる。ほぼ戦後初めてと言ってよい全米での大規模な住宅価格の下落は、住宅が有利な投資先であるというアメリカ人の意識に変化を及ぼしている可能性が指摘されている<sup>2</sup>。一方で、住宅価格の下落は差押（Foreclosure）等による投げ売り（Fire Sale of Distressed Property）の影響も色濃く受けている。当局としては、差押の抑止が最大の政策課題となるが、これまでのところ、効果は限定的であった。また、超金融緩和も相俟って、住宅ローン金利は史上最低水準にあり、住宅価格の下落と併せ、住宅を取得する環境としては好条件が揃っている。所謂、住宅取得能力（Affordability）は過去最高水準にある。にもかかわらず、住宅取得が進まない理由の一つに、信用収縮（Credit Crunch）も指摘されている。そうした中、ファニーメイ、フレディマックの両GSE<sup>3</sup>（政府支援企業）に対する依存が強まっている。

更に、住宅価格の下落は、単なるショックや循環的要因によるものだけではなく、人口動態という構造的な要因も寄与している可能性がある。そうであれば、アメリカ

---

<sup>1</sup> 数値は速報ベースであり、今後、遡及改定される可能性がある。

<sup>2</sup> Bernanke (2012)

<sup>3</sup> Government Sponsored Enterprise の略。

も日本同様に長期的な低迷を続け、「失われた 10 年」に突入していくのであろうか。あるいは、アメリカはなおも人口が増え続けているので、日本とは違う道を歩むのであろうか。

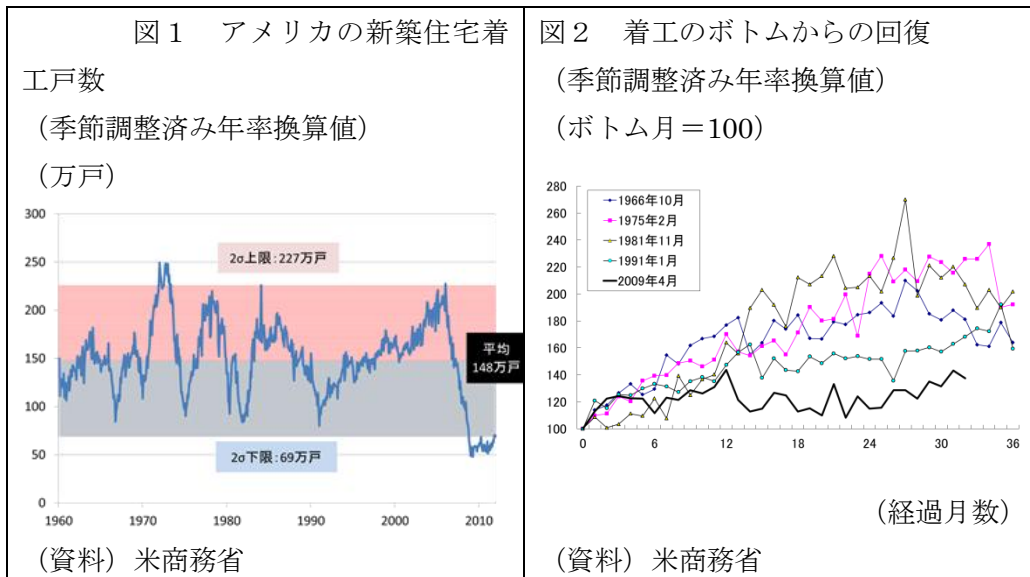
本稿においては、主に金融危機後のアメリカの住宅市場の動向と政策対応を俯瞰し、2011 年 2 月に米財務省が公表した住宅金融市場改革の行方と併せて、今後のアメリカの住宅市場の行方を分析したい。

## 2. アメリカの住宅市場の動向

### 1) 住宅着工動向

アメリカの着工について、過去のトレンドを見ると、150 万戸をベースに±80 万戸程度のレンジで推移してきており、このレンジから乖離すると、トレンドに回帰する傾向があった【図 1】。しかし、今回は従来のレンジから長期間乖離しているのが特徴であり、2012 年 1 月までに、100 万戸を割った月は既に 43 ヶ月連続となっている。今回のアメリカの住宅着工の低迷は、過去の不況期と比較しても、異例の長さとなっている。

過去の着工のボトムから経過月数別の着工動向を見ると、1 年経過したあたりから、今回の下ぶれがより顕著になってきている【図 2】。

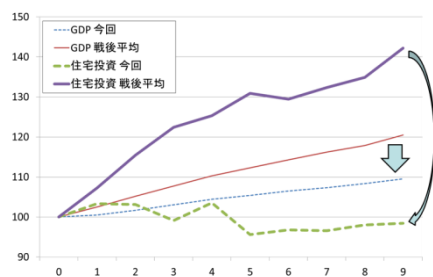


アメリカの名目 GDP 統計が四半期ベースで取れる 1947 年以降のデータに基づき、National Bureau of Economic Research (NBER) の景気循環に準じて、景気の底 (Trough) からの経過四半期別の GDP と住宅投資の推移を見ると、今回の回復局面では、住宅投資が大きく足を引っ張っている。過去 10 回の回復局面では、回復の初期段階に住宅投資が強く牽引する役割を果たしていたが<sup>4</sup>、今回は逆

<sup>4</sup> アメリカの GDP 統計で住宅投資の四半期系列の数字が出るのは名目は 1947 年、実質

に景気の足を引っ張っている。

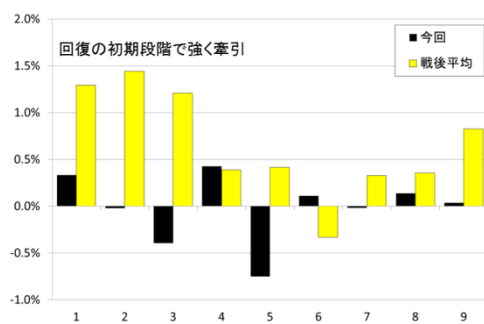
図3 景気の底からの回復速度



経過四半期

(資料) 米商務省より

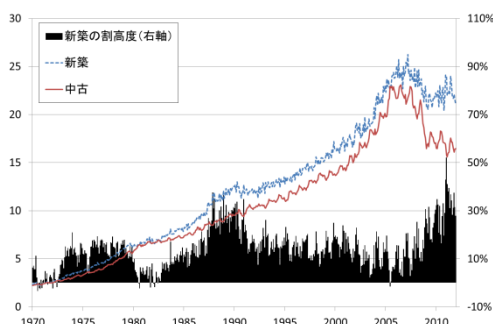
図4 GDP に対する住宅投資の寄与度 (年率)



(同左)

かつての回復期との最大の違いは、今回は住宅価格の大規模な下落を伴っている点にある。アメリカでは日本ほど新築志向が強くなく、市場規模としては中古住宅の方が圧倒的に大きい(年率400~500万戸程度<sup>5</sup>)。結果的に、新築住宅は中古住宅と競合することとなる。新築住宅の販売在庫は着工の減少に伴い史上最低の水準まで調整が進んでいるが、差押物件が供給圧力となり、中古在庫が新築市場の頭を押さえている。

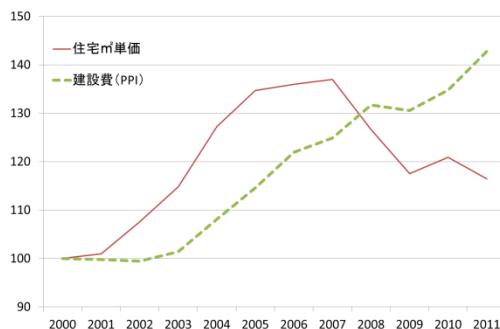
図5 新築住宅と中古住宅の価格動向 (万ドル)



(注) とともに中央値 (Medium Price)

(資料) 米商務省、NAR

図6 住宅㎡単価と建設費 (PPI) (2000年=100)



(資料) 米商務省、米労働省

アメリカでは、中古住宅の価格が新築と大差ないことが、流通市場の厚みの一つの事例として紹介されてきた。しかし、足下では、新築住宅の中古住宅に対する割高感が強まっており、概ね3割程度高い水準で推移している【図5】。これが新築の中古に対する価格競争力の低下を招いている。

(Chained Dollars) は1995年以降であるため、名目値を採用している。結果的に、過去の寄与度がやや大きめに出る傾向がある点には留意する必要がある。

<sup>5</sup> 中古住宅の販売戸数について、全米リアルター協会 (National Association of Realtors : NAR) は2011年11月に、2007年以降の数値について推計方法を見直し、遡及改定した。

新築住宅の価格競争力が相対的に不利になっている要因としては、建設費の高騰が考えられる。米労働省の卸売物価指数 (PPI) における居住用建設 (Residential Construction) と、米商務省の住宅価格と床面積から算出される  $m^2$  単価を比較すると、住宅価格の下落にもかかわらず、建設費は高騰を続けている【図6】。新興国との資源獲得競争の中、原材料費は国内の需給に係わらずコストアップしつつ、それを価格に転嫁し難い構造がある中、その影響を受けない中古住宅は価格優位性が高まり、結果的に新築よりも中古の回復が先になる、という構図が描ける。

更に、低迷する着工の中でも、足下で多少なりとも回復に貢献してきたのは主に賃貸住宅である。

アメリカの着工統計においては、構造別 (Structure) の内訳は公表されているが、利用関係別 (持家か貸家か) のデータは直接は存在しない。ただし、竣工 (Completion) データの中に、Multi-Family の利用関係別統計があり、概ね7~8割が賃貸となっている。そこで、構造別の1戸建て (1 Unit) 以外のものを「賃貸等」として、2005年1月からの着工を指数化すると、賃貸等は半分程度まで回復しているのに対し、1戸建ては2~3割の水準に低迷している【図7】。

図7 建て方別の着工 (季節調整済み年率換算値)

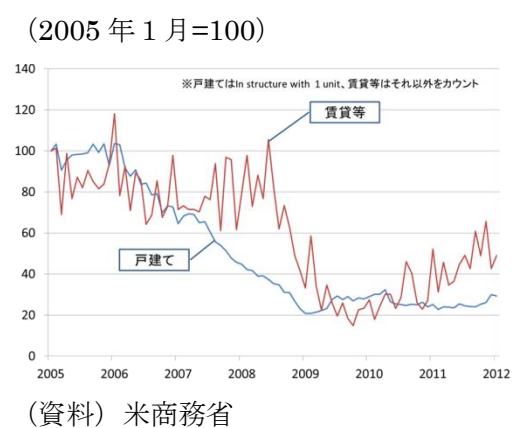
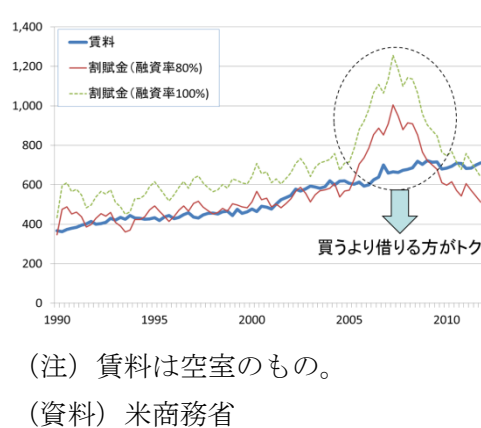


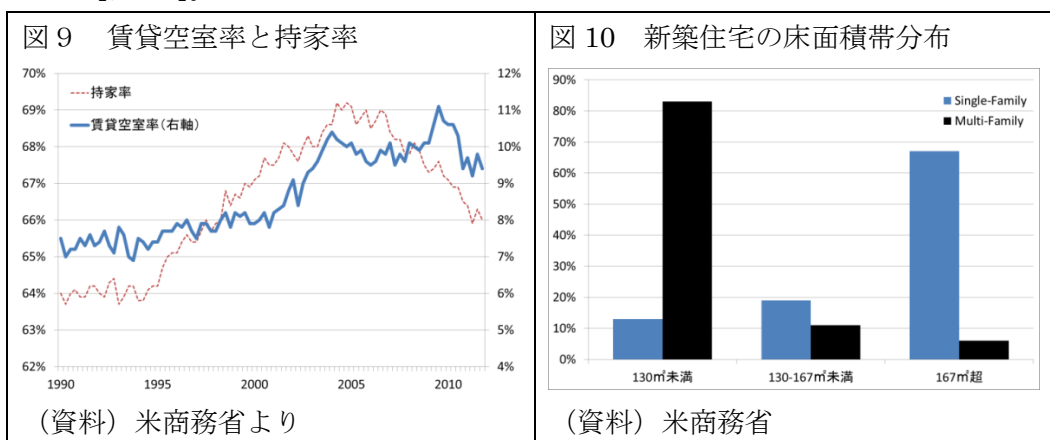
図8 賃料と割賦金 (ドル)



賃貸の回復が早いのは、バブル期を通じて住宅価格が高騰し、割賦金との比較で賃貸の方が有利だったことと、差押により家を失い行く先がなくなった家族が賃貸に入ること、実需面でも後押しがあったためと考えられる【図8】。実際、持家率が低下を続ける一方で、賃貸の空室率は低下基調にある【図9】。ただし、住宅価格が大きく下落した結果、足下では賃貸住宅の価格優位性が低下しており、いずれ賃貸住宅が供給過剰となるリスクも懸念される。

また、賃貸住宅は、持家と比較すれば規模が小さい。ストックベースで見ると、持家の床面積の中央値は1,800平方フィート (約167  $m^2$ ) に対し、賃貸は1,300平方フィート (約121  $m^2$ ) である。新築ベースでは利用関係別の床面積の統計はないが、竣工ベースで見ても、持家と賃貸では相当開きがあり、賃貸住宅の着工

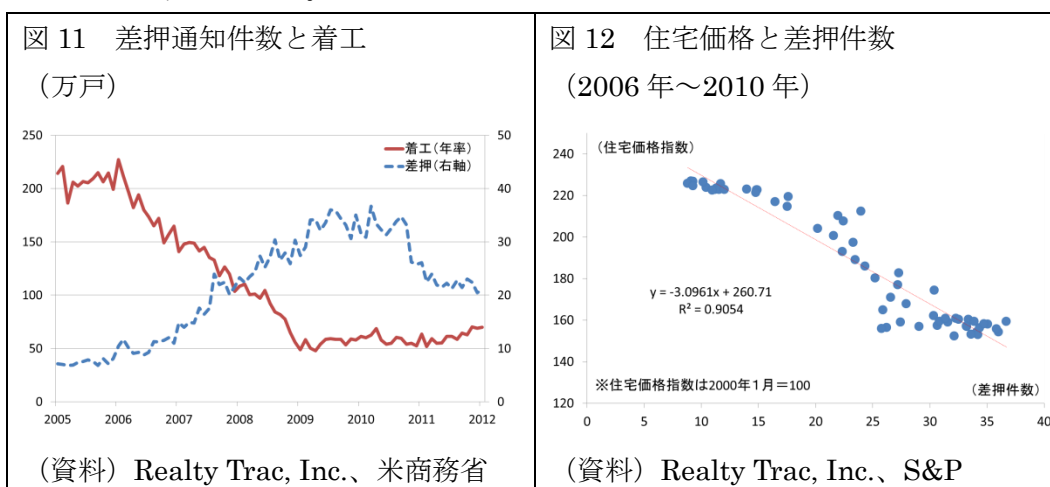
増による住宅投資への影響は、持家よりも小さく、経済全体への波及も限定的となる【図 10】。



## 2) 差押問題とサービシング

バブル崩壊後のアメリカの住宅市場は、差押で投げ売りされる物件の増加が市場の需給関係を悪化させ、住宅価格の下落を引き起こし、それが逆資産効果となって個人消費を抑制し、景気の低迷で失業が増えて、失業することでローンの返済ができない債務者が延滞してデフォルトに至るといった悪循環にあった。その意味では、悪循環の起点にある差押を如何に抑制するかが、政策課題であった（その対応は次節で触れる）。

民間の調査会社、Realty Trac, Inc.の発表した2012年1月の差押件数は、重複分も含め21万941件となっている。アメリカの差押件数は、2007年から2008年にかけて急増し、2009～2010年にかけては毎月30万件を超えるペースで推移したが、足下では20万件台まで低下している。しかし、なおも年間200万件ペースである【図 11】。差押の増加による需給関係の悪化が住宅着工にも重石となっていたことが見てとれる。



また、住宅価格が下落するに従い、差押件数が増える傾向も観測される【図 12】。

因果関係としては、差押が増えることにより需給関係が悪化して住宅価格が下落する、という方が素直な解釈であるが、アメリカでは、一部の州では住宅ローンが実質的にノンリコース（Non-recourse）となっているために、住宅価格が下落して住宅ローン残高の方が大きくなった場合（Underwater 或いは Negative Equity と呼ばれる状態）、住宅ローン返済を継続するよりも、住宅を放棄して債務はデフォルトした方が合理的な場合がある。一般的に戦略的デフォルト（Strategic Default）と呼ばれる現象である。この観点からは、住宅価格の下落が差押の増加を引き起こす、という一般通念とは逆の因果関係もありうることになる。

一般的なアメリカの住宅ローン契約書に、「住宅を処分した後に債務の不足分があったとしても返済義務は免除される」と明記されているわけではない。契約書（Promissory Note）上は、住宅ローンはあくまで個人の債務であり、住宅は担保（Collateral）に過ぎない。日本で言う抵当権設定契約書に該当するのが Mortgage Deed や Deed of Trust と呼ばれる文書で、これらは Promissory Note に随伴する。債権譲渡の際の随伴性について、「Mortgage follows note.」と呼ばれる所以である。これらの文書の様態は州により異なるが、住宅ローンは要物契約ではあるものの、「人」に貸すものであり、「住宅」に貸すものではないのは共通である。

にもかかわらず、カリフォルニアなど、一部の州では、抵当権を実行した後に不足があったとしても、欠損判決（Deficiency Judgment）が場合によっては禁止され<sup>6</sup>、事実上、個人の資産に遡及できない形となっている。また、今世紀初頭までは住宅価格が継続的に上昇してきたので、欠損が生じるケースが少なかったことに加え、高い訴訟費用を負担してまで欠損判決を獲得しても、住宅ローンをデフォルトするような債務者が金塊やヨットのような高額の個人資産を保有していることは稀有であるなどの実務上の理由から、事実上のノンリコースの扱いとなってきたに過ぎない<sup>7</sup>。今回の金融危機後、リコースが可能な州においてはリコースを強化する動きがファニーメイを中心に出てきている点は留意する必要がある。

なお、2010年をピークに差押が減少に転じたのは、失業率がピークアウトして延滞のパイプラインが押さえられるようになったことに加え、「ロボ・サイナー（Robo-Singer もしくは Robo-Signing）問題」と呼ばれる特殊要因があった。

家を失うことは一般の家計にとっては非常に重大な結果をもたらすことから、抵当権を実行するには当然ながら慎重な手続きの確認が求められる。しかしながら、膨大な書類の確認には時間と労力を要することから、十分に書類を確認せずにロボットのように自動的に右から左に書類にサインをして抵当権実行に持

---

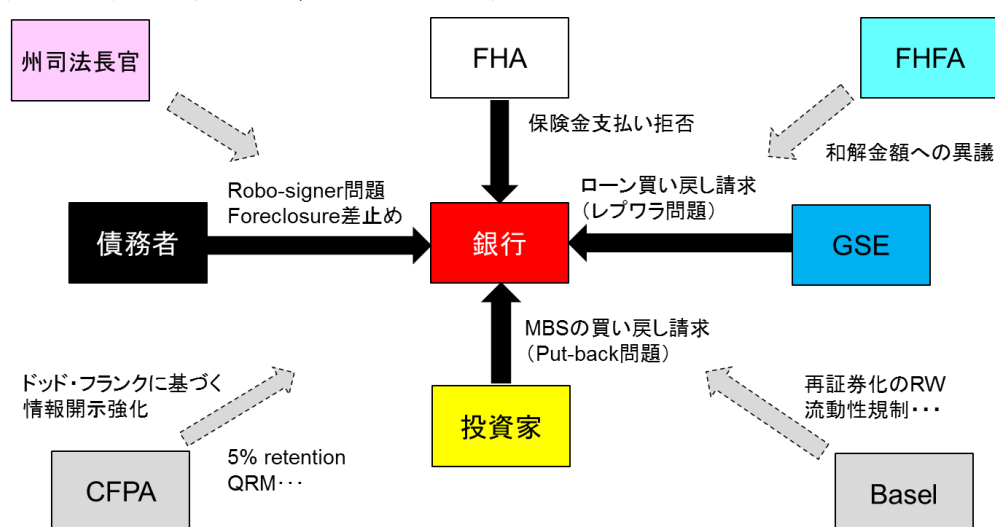
<sup>6</sup> カリフォルニアは代表的なノンリコースの州として知られるが、同州法でリコースが禁止されているのは購入ローン（Purchase Money）のみであり、借換（Refinance）の場合はリコースが可能となっている点は留意が必要である。

<sup>7</sup> これらの点については、小林・安田（2008）参照。

ち込む事例が 2010 年秋頃から裁判で争われるようになった。抵当権実行上の手続き上の瑕疵を理由にした、差止め請求が個々に提訴されたが、そのような業界の不正な慣行に対し、州の司法長官（Attorney General）が調査を開始し、全米規模での問題へと発展した<sup>8</sup>。

このロボ・サイナー問題が沸騰する中で、大手金融機関は自主的に差押を一時的に凍結した。そのことが統計上の差押件数の低下となって表れたが、係争が解決すればそれらの「影の在庫（Shadow Inventory）」が市場に放出されるという懸念から、住宅市場には不透明感がかえって強まっていた。

図 13 米銀を取り巻く住宅ローンの逆風



アメリカの住宅ローン市場において、銀行には逆風が吹き荒れている【図 13】。債務者からは手続き上の瑕疵で抵当権実行を阻止され、FHA<sup>9</sup>は融資保険の支払いの拒否を開始、ファニーメイとフレディマックの両 GSE はレプワラ<sup>10</sup>違反でローン債権の買い戻しを請求し、投資家は MBS の買い戻し（プットバック）を要求、更にドッド・フランク法（後述）や BIS 規制も強化されている。

特に、GSE から事後的に買い戻し請求を受けるのではないかと懸念が、金融機関の融資審査にも影響を及ぼしていた<sup>11</sup>。FRB が実施した Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices では、住宅ローンの審査基準について、前期よりも緩和したとする回答が厳格化したとする回答がこの数四半期はほぼ拮抗しているが、これは住宅価格の下落ペースが一段落し、審査基準も行き着

<sup>8</sup> この問題の詳細については、小林（2011a）参照。

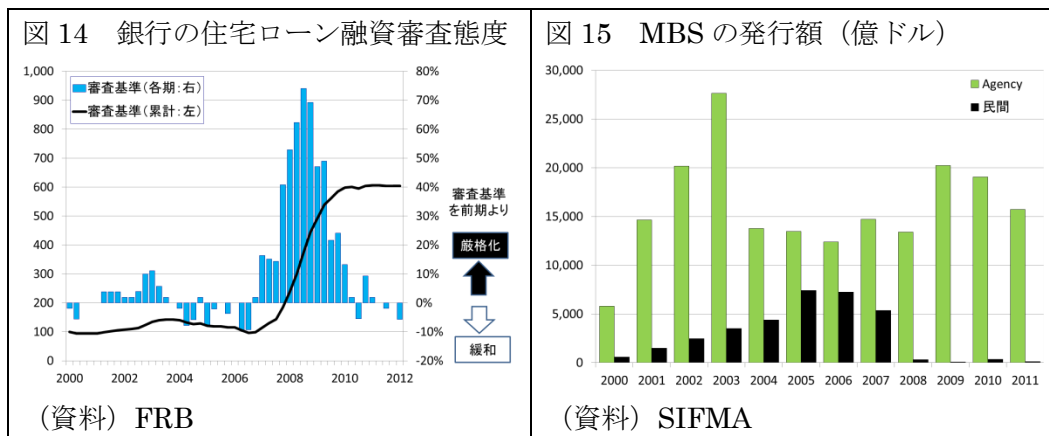
<sup>9</sup> Federal Housing Administration（連邦住宅庁）。主に住宅融資保険を扱う連邦政府機関。

<sup>10</sup> Representation and Warranty（表明保証）の略。

<sup>11</sup> FRB(2012)



くところまで厳格化したので、これ以上厳しくしようがないという回答が多いためと見られる【図 14】。また、アメリカの民間の証券化市場は金融危機後、ほぼ壊滅的な状況が続いており、民間の住宅ローンの利用可能性（Availability）が著しく低下している【図 15】。これらの問題に対する政策対応を以下、概観する。



### 3. 住宅問題に対する政策対応

アメリカの住宅問題に対する政策対応は、①住宅購入支援のための財政措置、②住宅ローンの返済条件変更や借換促進による差押抑制策、③潤沢な流動性供給による金融面での支援、に大別される。以下、これらを概観する。

#### 1) 住宅購入支援のための財政措置

住宅市場の需給バランス改善策のうち、需要を顕在化させるアプローチの一つとして導入されたのが、住宅購入者に対する税還付（Tax Credit）である。

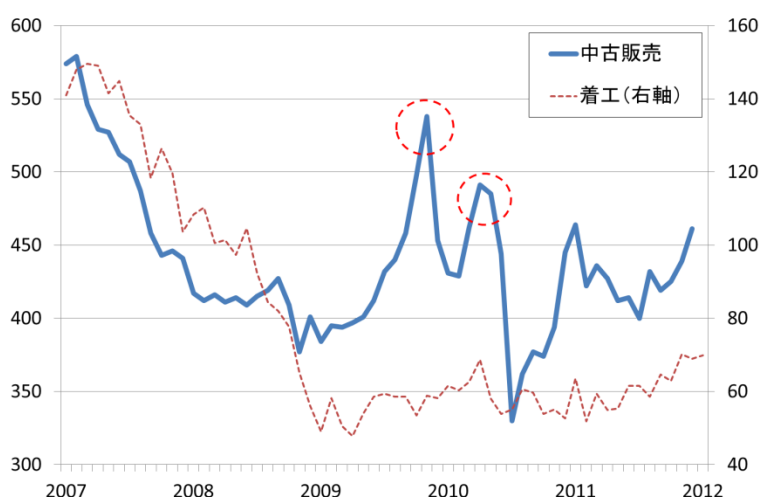
これは、オバマ大統領が就任して間もない 2009 年 2 月 17 日に成立したアメリカ復興・再投資法（American Recovery and Reinvestment Act : ARRA）に基づき、当初プログラムでは、一次取得者（First Time Home Buyer）に対し、所得要件等に応じ最大 8,000 ドルの税還付を行うことにより、住宅購入を促進しようとした政策である。税還付方式の場合、低所得者ほど納税額が少なくなるため恩恵が小さくなることを回避するため、未使用分は小切手でリファンドされる仕組みとした。ちなみに、ARRA は 7,872 億ドル、対 GDP 比約 5% の景気刺激策で、同時期に措置された政策として低燃費の自動車購入促進策の Cash for Clunkers や、次に述べる HAMP の財源も同時に措置されている。

当初プログラムでは、2009 年 1 月以降、同年 12 月までに自己居住用住宅を購入した一次取得者が対象とされた。しかし、住宅市場の回復が鈍いことから、同年 11 月には申請期限が 2010 年 6 月に延長され、対象に二次取得者も追加された（還付額の上限は 6,500 ドルと一次取得者よりも小さい）。2010 年 7 月には、駆け

込みによる事務処理の遅れで漏れる対象者を救済するため、契約締結（Closing）の期限を更に3ヶ月延長して2010年9月とした。

これらの政策対応の結果、中古住宅の販売戸数は、申請期限が切れる直前に駆け込みで大きく伸びたが、期限を超過すると反動減で大きく落ち込んだ。また、期限が延長されると、それを繰り返した【図15】。新築住宅着工にはさほど影響を及ぼしていないが、これは契約締結の期限が比較的短い期間に設定されていたことから、建築許可を取って工事をする必要のある新築住宅の場合は期限に間に合わないと考えた事業者が多かった可能性を示唆している。いずれにしても、住宅価格が大きく下落する局面においては、住宅価格の5%程度の税還付では十分なインセンティブとならなかった。

図15 新築着工と中古販売の動向（季節調整済み年率換算値）  
（万戸）



（資料）米商務省、NAR

## 2) 差押抑制策

税還付が需要サイドのアプローチとすれば、差押を抑制することは、住宅市場に対する物件の供給サイドをコントロールするアプローチであると言える。

オバマ大統領は、ARRAに基づき、750億ドルの財源を差押抑制策を中心としたMHA（Making Home Affordable）と呼ばれるプログラムに注ぎ込んだ。

MHAは、

- ① HAMP（Home Affordable Modification Program）と、
- ② HARP（Home Affordable Refinance Program）

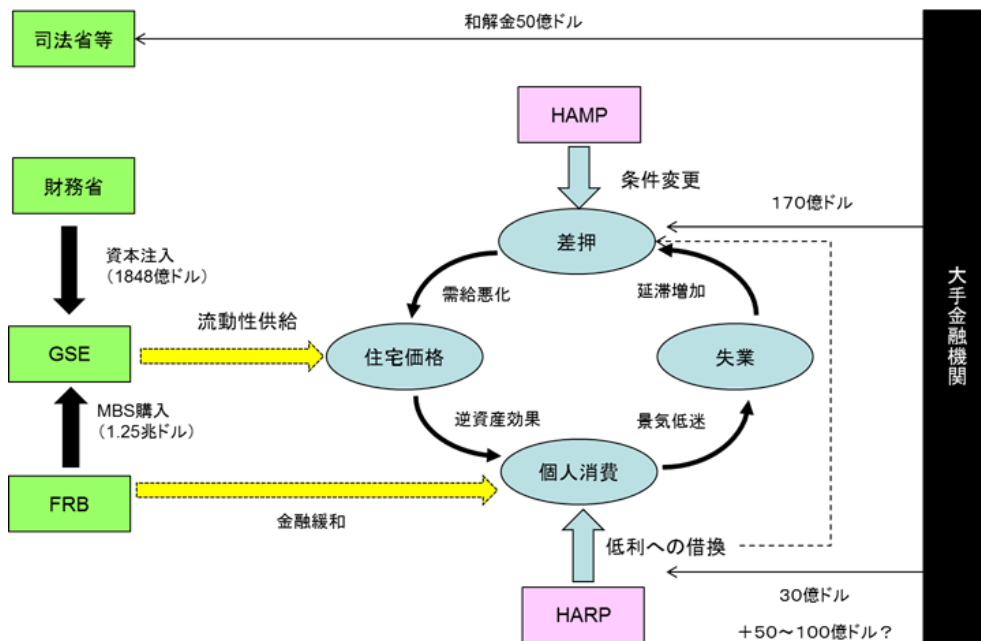
から構成される。更に、HARPは3段階で拡充されており、それぞれHARP1.0、HARP2.0、HARP3.0と区分される。

HAMP は金利減免等の返済条件変更により、返済負担率（Debt to Income Ratio : DTI）を 31%以下に引き下げ、返済を持続可能にすることで差押を抑制する政策である。ここで、DTI を 31%に引き下げるために必要な金額のうち、半額は金融機関が負担し、残り半額を公費で負担することとした。また、条件変更の交渉を行うインセンティブを与えるため、1 件当たり 1,000 ドルの手数料を金融機関に支払うことも措置され、それらの財源が 750 億ドルとされた。

当初、HAMP により 3～4 百万人の債務者が救済されるとオバマ大統領は発表していたが、2012 年 2 月現在、最終的に条件変更された（Permanent Modification）件数は 90 万件にとどまっている。条件変更の実績が加速しないのは、一つには返済の持続可能性の判定基準となる純割引現在価値（Net Present Value）の計算が煩雑であることが挙げられる。一定の前提を置いて、今後当該債務者がどの時点でデフォルトするか（しないか）、その時点での住宅価格に基づく回収可能額等を想定し、条件変更してある程度返済を継続させた方が直ちに抵当権実行するよりも割引現在価値ベースでのキャッシュフローの合計額が大きい場合に条件変更を適用することになるが、書いただけでも大変なのは一目瞭然であり、かつ、熟練したスタッフを然るべき人件費では確保できないことから、進捗が芳しくなかったとされる。

一方、HARP は、低利の住宅ローンへの借換を促進することで、返済負担が軽減された債務者が延滞に陥るのを回避すると同時に、個人消費を刺激する、という二重の目的がある。一部は HAMP を補完する役割もあると言える【図 16】。

図 16 アメリカの住宅市場の悪循環と政策対応



HARP は、当初、ファニーメイとフレディマックが保有・保証する住宅ローン債権にかかる債務者が対象とされた。住宅価格下落により、借入当初は融資率（Loan to Value Ratio : LTV）が高くなかった債務者でも、時価ベースでは債務超過となる Underwater のケースにおいては、従来は GSE の基準では借換の対象とはならなかった。これを、HARP1.0 では LTV の基準を緩和して 125%にまで拡充した。しかし、住宅価格の下落が激しい地域ではそれでも不十分だったため、2011 年 11 月 24 日に発表された HARP2.0 では、LTV の基準を撤廃した。更に、2012 年 1 月のオバマ大統領の一般教書演説（State of Union Address）を受け、2 月 1 日には HARP を GSE から民間ローンにも拡充する HARP3.0 が発表された【表 1】。

【表 1 HARP の拡充の経緯<sup>12)</sup>】

	HARP 1.0	HARP 2.0	HARP 3.0
導入	2009年2月18日	2011年10月24日	2012年2月1日
対象	ファニーメイ、フレディマックが2009年3月までに買い取り・保証した債権（民間分は対象外）		民間ローン
プログラムの監督	FHFA(Federal Housing Finance Agency)		FHA(Federal Housing Administration)
要件/変更点	現融資率125%まで 債務者属性に応じた追加手数料(LLPA)適用 レプワラ(条件違反時の債権買い戻し請求)適用 不動産鑑定必要 過去12ヶ月以内に延滞履歴なし	固定金利の場合は融資率上限撤廃 (変動金利の場合は105%まで) LLPA一部撤廃・軽減 レプワラ要件緩和 自動評価モデル(AVM)適用時は除外 6ヶ月以内に延滞なし (7~12ヶ月前の延滞は1回許容、治癒が条件)	FICOスコア580点以上 ローン残高がFHAの限度額以内 (地域により異なる) 一戸建ての自己居住用住宅 不動産鑑定、納税証明不要(雇用されていれば) 6ヶ月以内に延滞なし (7~12ヶ月前の延滞は1回許容、治癒が条件)
期間	2012年6月まで	2013年末まで(2011年11月15日から開始)	明記なし
新規立法措置	不要		必要
費用負担	ファニーメイ、フレディマック		大手民間金融機関(10年で610億ドル)

HARP3.0 については、必要な財源について、総資産 500 億ドルを超える大手民間金融機関に負担を求めるとされた。2 月 13 日に公表された 2013 会計年度(2012 年 10 月～2013 年 9 月)の予算教書において、今後 10 年間で 610 億ドルの負担を求めるとされたが、立法措置が必要であり、実現可能性については疑問が残る。

なお、2012 年 2 月 9 日、アメリカの住宅ローン大手 5 社(Ally Financial<sup>13)</sup>, Bank of America, Citigroup, JP Morgan, Wells Fargo) は、連邦政府及びオクラホマを

<sup>12)</sup> 図表中の略語は以下のとおり。

※LLPA=Loan Level Price Adjustment : 債務者の信用力に応じた追加の手数料

※レプワラ=Representations and Warranties (表明保証)

※AVM=Automated Valuation Model (担保物件の自動価格査定モデル)

※FICO=Fair Issac 社の信用スコアリングモデルによる点数(300~850点:580点は下位10%程度)

<sup>13)</sup> 旧 GMAC。

除く 49 の州の司法長官と、住宅ローン差押手続きの不備を巡る係争について和解、銀行側が 250 億ドルを負担することで合意した。これらの配分の内訳と HAMP・HARP との関係は【表 2】のとおり整理できる。

表 2 250 億ドルの和解の内訳と HAMP・HARP との関係

(単位:億ドル)

250	200	100	債務者への元本削減	HAMPの延長
		70	失業中の債務者への返済猶予等	
		30	借換支援	HARPの延長
	50	15	2008-2011年に家を失った債務者への補償基金	キャッシュでの支払
35		州・連邦政府の事務費(弁護士費用含む)		

前述の図 16 においては、この和解と HAMP、HARP との関係も含めて全体の構図を描いている。また、今回、大手 5 社が和解した 250 億ドルは、債務者と民間金融機関の間における差押手続きの瑕疵に係る係争を巡る一連の動きにかかるものである【図 17】。

一方、民間金融機関は、多くの場合、融資した住宅ローン債権を流動化するが、そのルートには、

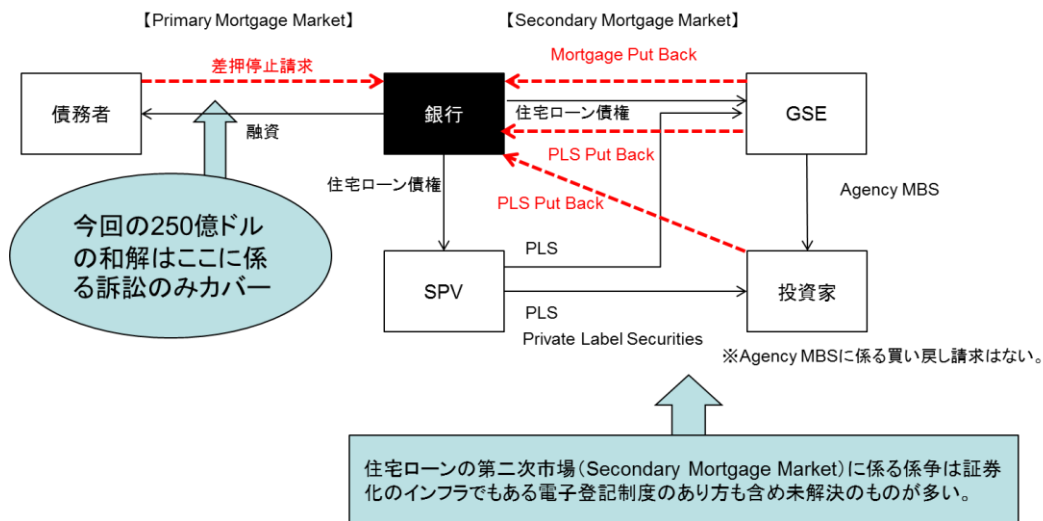
①ファニーメイやフレディマックといった GSE（政府支援企業）に買い取ってもらい、GSE はそれを保有し続けるか、証券化して Agency MBS として投資家に販売する

②GSE ではなく、民間ベースで SPV 等を利用して証券化し(民間ベースでの MBS は Private Label Securities : PLS と呼ばれる)、投資家に販売する。この際、GSE も投資家として PLS を購入することがある。

の 2 系統がある。一昨年秋以降に、投資家による買戻し請求があったものには、この PLS の買戻し (Put Back) に係るものと、住宅ローン債権 (Whole Loan と呼ばれる) に係るものがあるが、広く報道されてきたのは PLS の Put Back である。このプットバック問題は、住宅ローンの債権譲渡=第二次市場 (Secondary Mortgage Market) に係る問題であるのに対し、今回の和解は融資 (Origination) =第一次市場 (Primary Mortgage Market) に係る過去の清算である。プットバック問題は個別に和解が進行しているが、なおも係争は続いている<sup>14</sup>。

<sup>14</sup> また、住宅ローンの登記制度 (Title Registration) を巡り、MERS という民間会社が多くの紛争に巻き込まれているが、この点は既に小林 (2010a) で詳述しているので、本稿では割愛する。

図 17 銀行を巡る訴訟・買い戻し



### 3) 金融面での支援

金融面での支援としては、①FRB による超金融緩和政策と②GSE による潤沢な流動性供給に大別される。住宅市場の需給関係への作用としては、これも 1) の税還付同様、需要サイドを刺激するアプローチである。①は相対的には住宅金融の質（金利）に対する作用であり、②は量（安定供給）に対する作用であるが、重複する部分もある。

まず、FRB による超金融緩和策としては、2008 年 12 月からの実質的なゼロ金利政策の導入がある。これは、政策金利である Federal Fund (FF) 金利の誘導目標水準を 0～0.25%と極めて低い水準に設定するものである。また、超低金利を一定期間継続することをコミットする「時間軸」政策も導入され、現時点では、2014 年後半までは超低金利が維持される見通しとなっている<sup>15</sup>。更に、量的緩和策により、長期国債<sup>16</sup>を購入することで、イールドカーブ全体に下押し圧力を加え、住宅ローン金利のベースとなる長期金利も抑えようとしている。更に、2009 年 1 月から 2010 年 3 月にかけて最大 1 兆 2,500 億ドルの Agency MBS<sup>17</sup>を購入することで、住宅ローン金利に直接作用しようとした。

一方、住宅市場への流動性供給を担うファニーメイとフレディマックの両 GSE については、住宅バブル崩壊の影響で損失が拡大し、2008 年 9 月に公的管理下

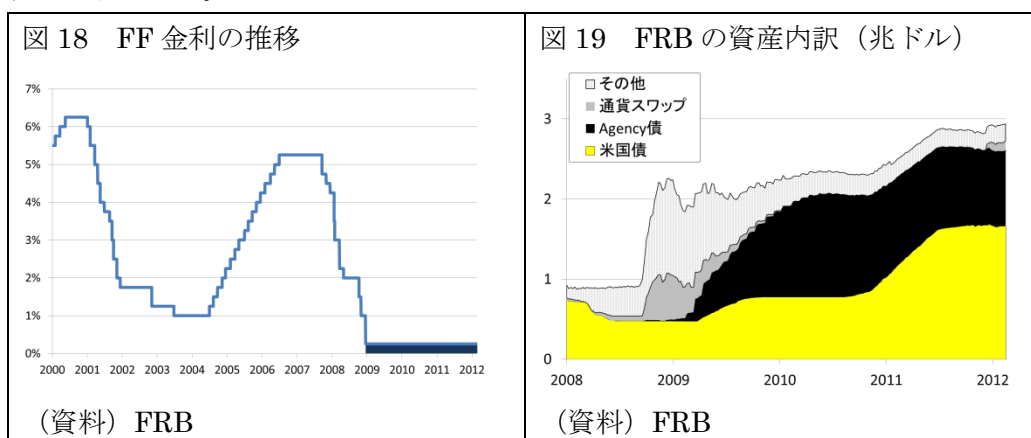
<sup>15</sup> 2012 年 1 月 25 日の FOMC の声明では、「(中略) warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through late 2014」という表現が用いられている。

<sup>16</sup> FF 金利は無担保翌日物（オーバーナイト）の短期金利であるのに対し、量的緩和は長期金利に作用する点が異なる。

<sup>17</sup> ファニーメイ、フレディマックに加え、政府機関であるジニーメイの MBS も含む。

(Conservatorship) に置かれている<sup>18</sup>。保全人 (Conservator) は 2008 年 7 月に成立した住宅経済復興法 (Housing and Economic Recovery Act of 2008 : HERA) に基づき設立された連邦住宅金融庁 (Federal Housing Finance Agency : FHFA) である。

同時に、両社は米財務省と優先株購入契約 (Senior Preferred Stock Purchase Agreement) を締結し、HERA に基づく米財務省による公的資本の注入が可能となった。当初、各社 1 千億ドルに設定された公的資本の注入限度額は、2009 年 12 月 24 日の契約修正 (Amendment) により、2012 年末まで青天井に引き上げられた。2013 年以降も、各社 2 千億ドルから、その時点で引き出された金額の残額は利用可能である。



両社に対する公的資本注入は、実質的に両社の債権者（主に Agency MBS の投資家や GSE 社債の投資家）を保護 (Protect)<sup>19</sup>する機能を担っており、それらの商品の信用力が補完されることで、資金調達コストが低下し、住宅ローンの金利の引き下げにも繋がっている。FRB のみならず、米財務省も最大で 2,260 億ドルの Agency MBS を購入したが、2011 年 12 月時点での残高は 310 億ドルまで減少している<sup>20</sup>。

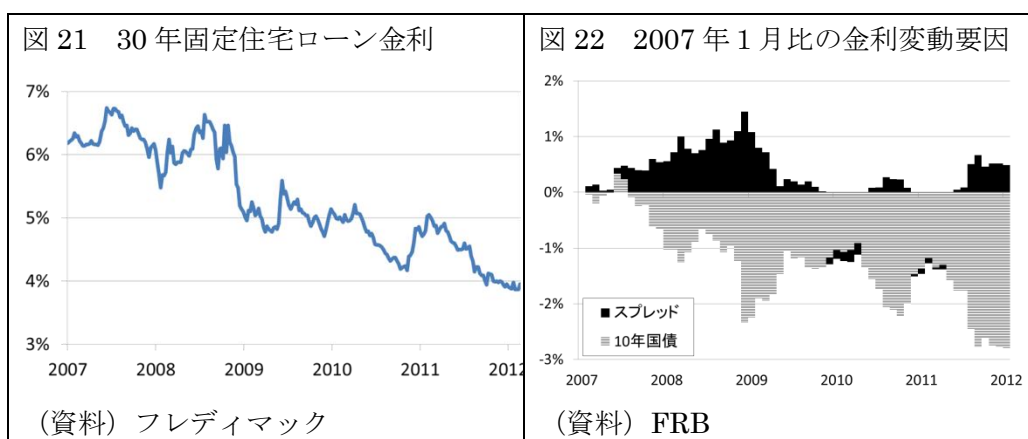
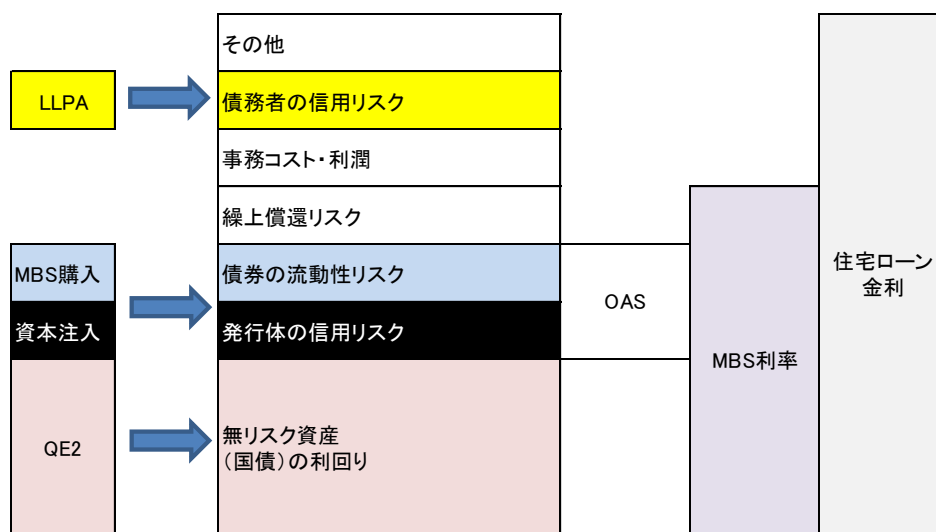
これらの政策対応が住宅ローン金利のどの構成要素に作用したのかを分解したのが【図 20】である。なお、LLPA については、金融危機後、両 GSE の財務体質改善並びにリスク管理高度化の観点から引き上げられてきたが、住宅ローン金利を引き下げするために、これを圧縮しようという動きが出てきている。

<sup>18</sup> GSE 破綻の経緯については、小林・大類 (2008)。

<sup>19</sup> 米財務省による MBS 投資家への対処はあくまで「保護」であり、連邦政府の偶発債務 (Contingent Liability) となる「保証 (Guarantee)」ではない。この点、連邦政府の明示の保証がついているジニーメイ MBS よりファニーメイとフレディマックの MBS は信用力ではなおも劣るという見方もありうるが、実質的にはほとんど同等と市場では看做されている模様である。

<sup>20</sup> 2012 年 2 月に公表された 2013 会計年度の予算教書による。

図 20 住宅ローン金利構成要素と政策対応



これらの政策対応が功を奏し、住宅ローン金利の引き下げには成功した【図 21】。30年固定金利型住宅ローンの全米平均は2012年2月時点で4%を切る水準で推移しており、これは1971年の統計開始以来、最低の水準である。ただし、住宅ローン金利の構成要素別に金利低下の要因を分解すると、住宅ローン金利低下に貢献しているのは長期金利の低下であることがわかる【図 22】。とはいえ、2008年から2009年にかけて、住宅ローン金利と国債の利回りのスプレッドが拡大局面にあったことに鑑みれば、FRBのAgency MBS購入はスプレッド拡大に歯止めをかけたのは間違いない。信用緩和策（Credit Easing）として、成果があったと評価できるだろう。

そのような金利低下にもかかわらず、住宅需要が刺激されていない理由は前述のとおり、雇用環境と住宅価格の先行き不透明感、並びに銀行の融資審査の厳格化などである。



#### 4. 世界金融危機後の米住宅金融市場改革

##### 1) ドッド・フランク法

今回の世界金融危機の震源地となったのはアメリカの住宅市場である。投資銀行等による過剰なリスクテイクや格付けの問題など、複合的な要因はあるものの、そもそもサブプライムのような杜撰な審査による住宅ローンの貸出がなければ、住宅バブルも証券化市場の混乱もなかった。

このため、大恐慌以来となる抜本的な金融規制改革とされるドッド・フランク法<sup>21</sup>においても、住宅金融市場の改革に多くの項が割かれている。

住宅ローンの第一次市場（貸出市場）と第二次市場（流通市場）に準じて同法の対応を分類すれば、第一次市場については、消費者保護の観点から、貸出時の顧客説明を強化しており、第二次市場については、投資家保護の観点から、証券化における信用リスクの5%保持（Retention）を求めている<sup>22</sup>。

消費者保護の観点は、金融安定性理事会（Financial Stability Board : FSB）が2011年10月に出した市中協議書<sup>23</sup>でも触れられており、ある意味で、ドッド・フランク法の域外適用（Extraterritoriality）的な色彩がにじんできている感を受けなくもない。同法の「ボルカー・ルール」については、自己勘定取引（Proprietary Trading）規制の対象から米国債のみを適用除外としていることに対して、日本銀行と金融庁が連名で異議申し立てを行った他、いくつかの国の当局が同様の趣旨の対応を取っているが、住宅金融市場については、必ずしも共同歩調が取られるような流れにはなっていない<sup>24</sup>。

証券化については、5%ルールの適用除外となる「適格住宅ローン（Qualified Residential Mortgage : QRM）」の定義を巡りなおも詰めの協議が継続中で、民間の証券化市場の動向は不透明なままである。バーゼル規制における自己資本比率算定基準でのリスク・ウェイトの扱い、あるいは流動性規制でも、証券化のインセンティブが大きく後退していると考えられる。

---

<sup>21</sup> 2010年ドッド・フラン ウォール街改革及び消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）。2010年7月21日に成立。ドッド・フランクは、同法案の成立に尽力した上院銀行委員長クリストファー・ドッド上院議員（当時）と下院金融サービス委員長バーニー・フランク下院議員（当時）の名に由来。ドッド議員は既に引退しており、フランク議員も2012年の会期終了後、引退する予定である。

<sup>22</sup> 詳細は小林（2011b）。

<sup>23</sup> FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices

<sup>24</sup> 欧州住宅金融連合（European Mortgage Federation : EMF）はホームページ上で、[T]here is therefore no reason to change demonstrably well-functioning EU practices as a response to failings in the US system.と、アメリカとは一線を画す路線を明確にしている。

## 2) 米財務省による住宅金融市場改革

民間の住宅ローン市場への流動性供給が限定的な中で、ファニーメイとフレディマックの両 GSE の役割は一層高まっている。両社は公的管理下に置かれ 3 年半が経過しようとしているが、この間に注ぎ込まれた公的資金は 2 社の合計で 1,895 億ドルに達している（2011 年第 4 四半期分まで）。

「利益は株主と経営陣に、損失は納税者に」というインセンティブの歪みを抱えた従来の GSE という組織形態に戻るといふ選択肢はない、というのがオバマ政権の一貫したスタンスであり、それを結晶化したのが 2011 年 2 月に公表された、俗に白書（White Paper）と呼ばれる米財務省と HUD<sup>25</sup>による改革案『アメリカの住宅金融市場改革に係る連邦議会報告書（Reforming America's Housing Finance Market A Report to Congress）』である。

同白書では、現状、9 割程度が公的ローンとなっている住宅金融市場への連邦政府の関与を低下させ、両 GSE については、段階的に縮小・廃止（ultimately wind down both institutions）するとされた。Wind down という用語は、共和党が長く主張してきた言葉であり、共和党議員からは、同白書を称賛する声が続出した。

ただし、両社の廃止の時期については明記されておらず、市場への影響を考慮して十分な移行措置を講じるとしており、また、連邦政府の住宅金融市場への関与のあり方を巡っても、3 つの素案を示すにとどまり、具体的なプランについては連邦議会での審議に委ねる、とした。

同白書では、時間軸を短期と長期に区切って、改善案を提言している。

### ■ 短期的な改善案

短期的な改善案は、大規模な法律改正を伴わずに、主に実行レベルで実施できる改善策であり、現在、9 割以上が公的ローンとなっている住宅金融市場に民間資金を呼び込むため、公的ローンの魅力を相対的に低下させるアプローチをとっている。具体的には、

1) 両社が民間金融機関から買い入れる住宅ローンの信用リスクをカバーするために、両事業で課している保証料率（Guarantee Fee：20～30bp 程度）を債務者の属性に応じて徐々に引き上げ、民間と競合可能な水準とする。

2) デフォルトした住宅ローン債権から両社が蒙る損失を低減するため、住宅ローンの利用者に、段階的に 10%以上の頭金を要求する（融資率=LTV は 90%以下とする）。

3) 2008 年 7 月 30 日に成立した HERA により引き上げられた両社の買入れ可能なローンの限度額（Conforming Loan Limit）を現行の 729,750 ドルから、2011 年 10 月以降、本来の水準に引き下げる。

4) 両社の保有するポートフォリオを年率 10%以上削減する（MBS 保証業務に

<sup>25</sup> Department of Housing and Urban Development（住宅都市開発省）の略。

については言及なし)。

#### ■ 長期的な改革案

ポスト GSE の住宅金融市場における連邦政府の関与の程度について、完全に民営化する、あるいは逆に国営化するという両極端の考えは排除し、以下の3案を提示している。

##### 1) 第1案【最も限定的なスキーム】

FHA、VA、農務省(USDA)の連邦政府プログラムをより信用度の高い中低所得者(creditworthy lower- and moderate income borrowers)に限定して実施する。大多数の中低所得者は連邦政府の支援から除外される。納税者の負担は極小化できるが、30年固定ローンの利用は極めて限定的となり、中小金融機関は大手と競争できない点が問題点と指摘されている。

##### 2) 第2案【第1案にセーフティネット追加】

第1案に近いが、金融危機時には連邦政府支援プログラムを拡充する。当案では、実施体制に重大な困難(significant operational challenge in designing and managing an organization)があると指摘されている。

##### 3) 第3案【現状に近い案】

民間が住宅ローンを供給しつつ、市場が壊滅的な状況となった場合に備え、MBSに連邦政府による再保険(Federal Catastrophic Reinsurance)を導入する。住宅資金の安定供給という観点からは最も望ましい一方、リスクの評価について、政治的な圧力により想定よりも保証料率を引き下げるといったモラルハザードが起こる可能性が指摘されている。

第3案については、具体的なスキーム図等は公表されていないが、一般的には、ローンレベルでは民間ベースでの信用補完(頭金+民間融資保険+準備金)を行い、MBSレベルでは、MBSの発行体がデフォルトした場合に、MBSに対して連邦大災害再保険基金(Federal Catastrophic Reinsurance Fund)を設置する、というスキームとして想定されている。MBSに対しては、海外も含めた投資家の信認を得るためには連邦政府の保証が不可欠、というスタンスであり、仕組みによっては、現行のGSEのMBS信用保証事業をそのまま温存するような形になると見る向きもある。

その後、両社の機能を制約する、あるいは組織形態そのものを変更するための法案が数多く提出されたが、いずれも下院では本会議に付議されておらず、上院では同様の法案(Companion Bills)が本会議はおろか銀行委員会ですら審議されていない。大統領選挙を経て、住宅政策全般に対するコンセンサスが形成されてからでなければ抜本的な改革は無理というのが大方の見方である。

2012年2月21日には、FHFAが両社の公的管理を終了させるための戦略<sup>26</sup>を発

<sup>26</sup> A Strategic Plan for Enterprise Conservatorships: The Next Chapter in a Story that

表したが、両社を代替するための金融インフラの整備の必要性は伝わってくるものの、具体性に欠けるという印象は否めない。

しかし、2012年に入り、住宅市場の回復には、目先の納税者負担の極小化よりも、一時的にはGSEの損失が拡大しても融資を拡大させて需要を顕在化させる方が早道、という発言がFRB高官の間から相次いでいる<sup>27</sup>。2012年11月の大統領選挙を控え、現職のオバマ大統領としては景気浮揚が史上命題であり、ねじれ現象の連邦議会の審議を経ずに導入できる措置を総動員しようという姿勢が顕著になってきている印象を受ける。

なお、若干議論が拡散する印象を受けるかもしれないが、両社が現在置かれている状況は、東京電力と非常に良く似ている。両社とも住宅ローン／電力の安定供給という公的使命を持ちながら、法人形態としては株主保有の民間企業であり（GSEの株式は2010年7月8日に上場廃止となったが、まだ店頭市場で取引されている）、一方で不測の事態（住宅バブルの崩壊／東日本大震災による福島第一原子力発電所の事故）により、巨額の損失を被り、政府の財政支援を受けざるを得なくなっている点は、全く同じと言ってよい。

両GSEを公的管理下に置いた際、ポールソン財務長官（当時）は、①金融市場の安定②住宅市場への資金供給③納税者の保護という3つの観点を重視したと発表しているが、この考え方は、平成23年5月13日の『東京電力福島原子力発電所事故に係る原子力損害の賠償に関する政府の支援の枠組みについて』（原子力発電所事故経済被害対応チーム関係閣僚会合決定）における「政府として、第一に、迅速かつ適切な損害賠償のための万全の措置、第二に、東京電力福島原子力発電所の状態の安定化及び事故処理に係る事業者等への悪影響の回避、そして第三に、国民生活に不可欠な電力の安定供給、という三つを確保しなければならない。」という原則に近い印象を受ける。

一方で、GSEについては、公的管理に置かれると同時に経営陣は追放され、米財務省による優先株出資とコミットメントの対価として、将来、普通株の79.9%相当に転換可能なワラントが付与され、実質的に5分の1の希薄化（Dilution）が起こった（更に、株主総会の機能は停止され、配当も禁止された）。ただし、職員については、安定した住宅資金供給並びに差押抑制策の実施という重要な役割を担う人材の確保が必要だとして、トップのみならず、幹部職員についても高額報酬が認められてきた。また、債券（社債並びにMBS）の投資家については、海

---

## Needs an Ending

<sup>27</sup> 例えば、FRBのラスキン理事は1月6日の講演で以下のように述べている。

（中略）I believe policymakers should at least consider policies that take into account the role the GSEs could play in hastening the healing of the housing market rather than focusing entirely on minimizing losses to the GSEs.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/duke20120106a.htm>

外保有が多いこともあり、連邦政府保証ではないものの、米財務省による優先株出資という形で債務超過を回避するスキームが措置されていることから、実質的には両社の破綻によるクレジット・ロスからはほぼ遮断されている。

東京電力の公的支援スキーム並びにそれに伴う経営権の問題については、なお大きな議論が続くであろうが<sup>28</sup>、GSE については、株主責任は一定に追及されたものの、債権者は保護された。一方で、GSE は高額報酬が批判を浴びつつも人材の確保のために必要と当局に擁護されている点に鑑みれば、アメリカは株主に厳しく新任の役員に甘い、という見方もできるかもしれない。

日米のこの十数年の大企業の破綻等処理の事例を比較すると、「大き過ぎて潰せない (Too big to fail)」原則が適用されたケースと、適用されなかったケースがあり、また、関係者の責任についても、市場規模、資産状態（債務超過）等の客観的指標のみで一律に線引きするのは難しい。一般論としては、債務超過の場合は株主責任が問われる傾向にあるが、社債権者は多くの場合保護されている（日本航空は例外）。ある意味、重要な政策を担う機関の破綻等処理はその時点における政治情勢を濃く反映する可能性がある。ギリシャ支援における民間関与のあり方 (Private Sector Initiative) もこれに近い論点を有すると考えられる。

そのような「場当たりの対応」は市場の予見可能性を阻害するものであり、市場機能を活用する制度設計にはマイナスの影響を及ぼす可能性があるという考え方もあろう。しかし、そもそも、民間企業が公的使命を担った時点で、市場合理性以外の要素が斟酌されていることを市場参加者も踏まえた上で投資しているはずであり、決して「後出しジャンケン」ではない、という見方もあるだろう。

アメリカにおいても、ファニーメイの破綻処理については、なお紆余曲折が予想される。しかし、どのような政策論議が展開され、最終的な判断に至ったか、常にモニタリングできる点が民主主義の重要な要素であるかもしれない。

### 3) 金融市場の安定に係る補論

GSE と東京電力の対比の延長線上の議論として、今回の金融危機と原発事故の比較も多くの示唆があると思料される。東京電力福島第一原子力発電所の事故は1986年のチェルノブイリ原発事故と同じレベル7とされたが、事故の原因はM9.0という日本の観測史上最大の地震とそれに伴う最高 38.9m という津波とされており、異論もあろうが、「想定外」の事象により引き起こされた。

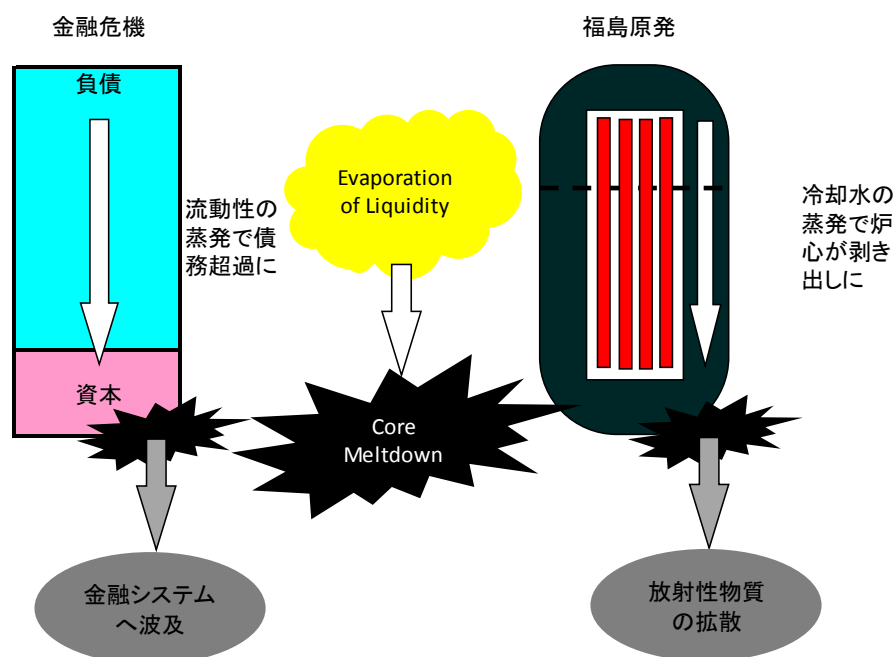
世界金融危機も、アメリカの住宅バブル崩壊が直接の契機となっているが、2006

---

<sup>28</sup> 現在の東京電力の状況は、ファニーメイの例で言えば、同社への支援の枠組みを定める法律が成立して実際に公的管理下に置かれる前の状況、すなわち2008年8月頃の時点に相当するという見方もできるかもしれない。

年6月までの中古住宅価格の対前年比の分布に基づき、その後に発生した最大18%の下落を仮に正規分布に基づき発生確率を試算すると、 $6.59\sigma$ となり、理論上は387万年に1回の確率となる。

図 23 Evaporation of Liquidity



また、事故の発生の過程も類似性がある。金融危機においては、市場性の短期資金に依存した投資銀行等において、流動性 (Liquidity) の蒸発 (Evaporation) から資金調達難に陥り、債務超過に転落するのではないかと懸念がそれらの金融機関を破綻に追い込んだ。福島第一原発では、冷却水の供給が止まり、水位が低下して炉心が剥き出しとなり、空焚き状態となって炉心融解 (メルトダウン) に至ったとされる。いずれも、流動性の枯渇がコアのメルトダウンに繋がったという構造が類似している。

更に、金融危機においては、サブプライムローンが証券化され、世界中の投資家が購入したことで、問題が拡散した。その過程において、サブプライムの証券化商品の情報開示が不十分で、透明性が低いことから、損失の範囲が見通せず、市場関係者が疑心暗鬼になり、インターバンク市場での感染 (Contagion) リスクが懸念され、証券化商品全体に風評被害が拡大した。原発事故においても、事故当初は原子炉の損傷の程度が確認できず、放射性物質の飛散状況についての開示が海外から見れば不十分だったこともあり、日本製品に対する風評被害が広まった。

表3 世界金融危機と原発事故の対比

	世界金融危機	福島原発事故
想定外の原因	米住宅価格の暴落	M9.0の大地震と津波
問題の発端	流動性の枯渇	冷却水の停止
問題の核心	資本の欠損	炉心のメルトダウン
問題の拡散	世界にばら撒かれた民間証券化商品	放射性物質の飛散
感染	インターバンク市場の機能不全	食物の摂取？
風評被害	Agency MBS	日本製品全般
風評被害の抑止策	情報開示	検査と情報開示
監督体制	不十分	？
費用負担	納税者	納税者＋利用者？
原因企業	一部は破綻、一部は存続	現時点では存続

このような市場の失敗に対し、アメリカでは、監督当局の対応が十分でなかった。金融機関の監督機関として、FRB、OCC、OTC、SEC、OFHEO、州当局等が乱立していたが、システム的に重要な金融機関を一元的に監督できていなかったことが、問題の波及を増幅させた。監督当局の初期段階における事態の認識という点では、サブプライム問題が発覚した当初、2007年7月18日の議会証言で、FRBのバーナンキ議長は、サブプライム問題による損失は500～1,000億ドル程度と発言している。原発事故については、現時点では当局側の対応の評価についてコンセンサスがあるわけではないが、リスク管理体制のあり方については今後議論が深まるかもしれない。また、結果的に、リスクが顕在化して大災害（Catastrophe）が発生した際のコストが納税者／利用者の負担とならざるを得ない点でも共通している。

原発事故については昨年末に冷温停止が宣言され、廃炉までは長い期間を要するものの、一つの区切りとなった。GDPの落ち込みや株式時価総額の喪失といったマクロ指標で見ると、東日本大震災よりも世界金融危機の方が被害は大きかった。その世界金融危機を克服した経験を、東日本大震災からの復興並びに福島原発事故の解決に反映することは無意味なことではないと思料される。

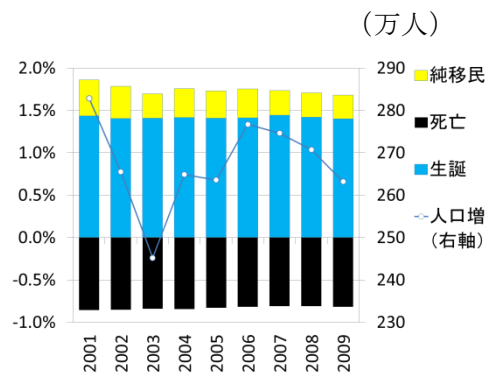
## 5. 今後の展望

住宅は人が住むことで価値が実現する資産であり、その意味で、人口動態が極めて重要な意味を持つのは論を俟たない。本節では、アメリカの人口動態と日米の比較を議論し、アメリカの今後の住宅市場の展望について考察する。

1) 人口動態

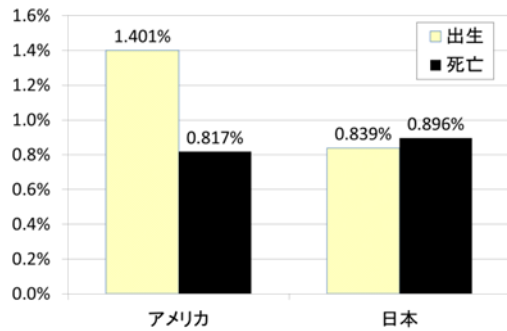
アメリカの人口動態は、概ね、年間 400 万人出生し、250 万人死亡し、移民が 100 万人純増する結果、合計で 250 万人増加する、といったパターンが続いている【図 24】。日米の人口当たりの出生率・死亡率を比較すると、高齢化の進行で日本の方が死亡率は若干高いものの、死亡率には日米にさほど大きな格差はない一方、出生率については大きな格差がある【図 25】。

図 24 アメリカの人口増要因



(資料) 米商務省

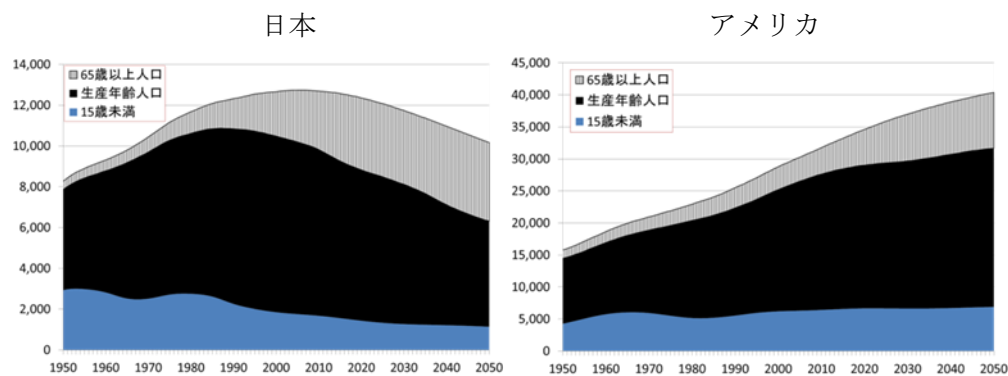
図 25 日米の出生・死亡率 (2009 年)



(資料) 米商務省、総務省統計局「人口動態統計」

年齢別の人口構成を見ると、日本は今後、生産年齢人口 (15-64 歳) と若年層が急激に減少しつつ、高齢者は当面増え続けるものの、全体としては減少を続けると予測されている。これに対し、アメリカでは、高齢者が相対的に増えるものの、生産年齢人口も増え続け、全体としても増加を続けると予測されている【図 26】。

図 26 日米の年齢階層別人口 (ともに単位は万人)

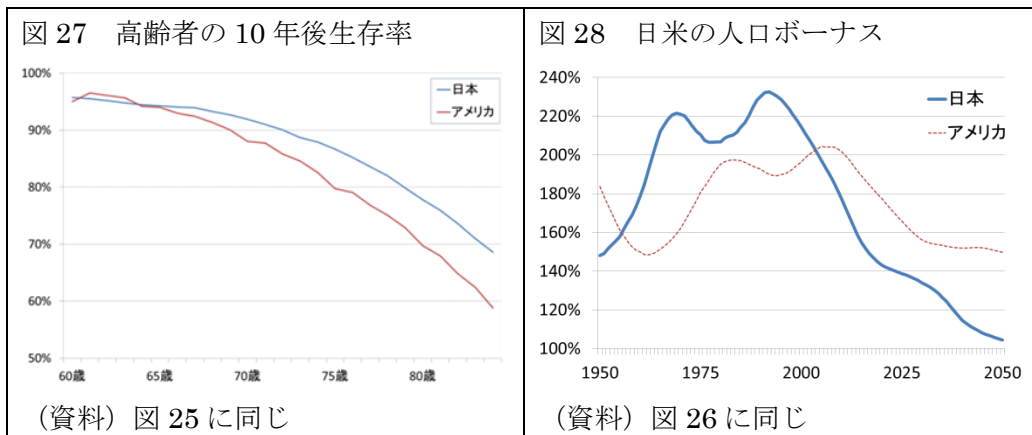


(資料) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, World Population Prospects: The 2010 Revision (June 2011).より

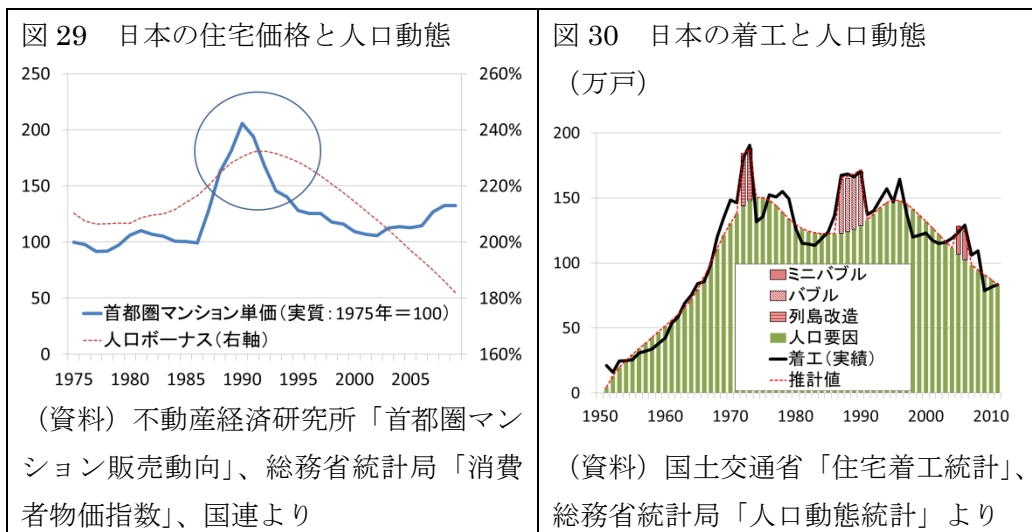
また、日米の年齢階層 (1 歳刻み) 別人口について、2000 年と 2010 年の間でのどの程度 10 歳階差の人口が減少したかを計測すると、65 歳以上の年齢階層においては、日本よりもアメリカの方が死亡率が高い (要因は様々にしても)。結果的に、年齢階層別の人口構成比では、アメリカの高齢化の進行は日本よりも遅くなっている【図 27】。日米の人口ボーナス (生産年齢人口の従属人口に対する比率) は、



団塊の世代・ベビーブーマー、及びそのジュニアが生産年齢に入る時期に高まり、2つのコブを形成している。アメリカも、似たような形はしているものの、変化のスピードは日本より緩慢であると予想されている【図28】。



最近では、直近の山の時期が日米の不動産・住宅バブルのピークと一致することを指摘する向きが増えている。住宅価格と人口ボーナスの関係については、若干違和感があるものの、ピークの時点は一応ほぼ一致している【図29】。更に、住宅着工戸数との関係については、人口ボーナスの代わりにコアの年齢階層別の人口そのものを適用し、一定のダミー変数を加えることで、極めて高い説明力がある推計式が立てられる【図30】。

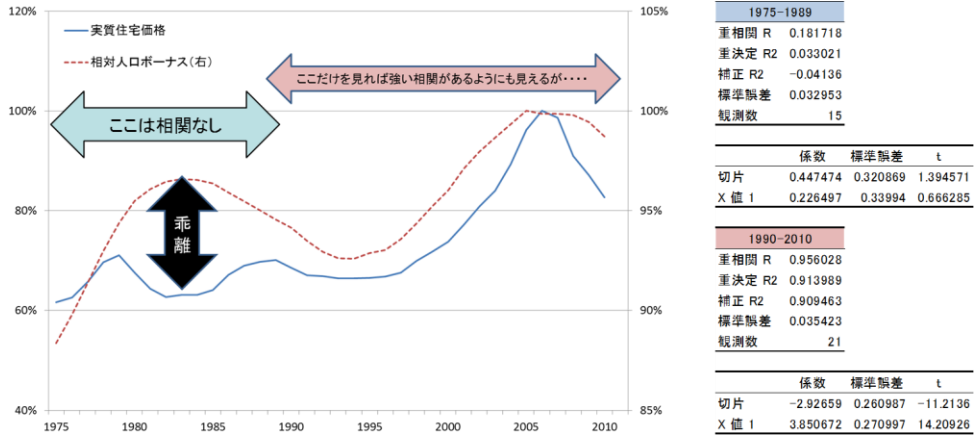


一方、アメリカの FHFA 住宅価格指数を GDP デフレーターで実質化すると、1990 年以降は強い相関が観測されるが、1980 年代以前は相関がない。1990 年の移民法改正でアメリカの住宅市場構造にも変化が生じた可能性がある【図31】。

長期的なトレンドとしては、持家率や住宅ローン残高の対 GDP 比率のように、資産選好や過剰流動性の影響の方が強い。アメリカの実質住宅価格指数と持家率の関係を見ると、観測可能な期間全てを通じて、一定の相関が観測される【図32】。アメリカの住宅価格には、単なる人口ボーナスではなく、持家志向がどの程度強

まるかという経路を通じて影響が及ぶ可能性が強いことを示唆している。

図 31 アメリカの住宅価格と人口ボーナス



(資料) FHFA、米商務省、国連

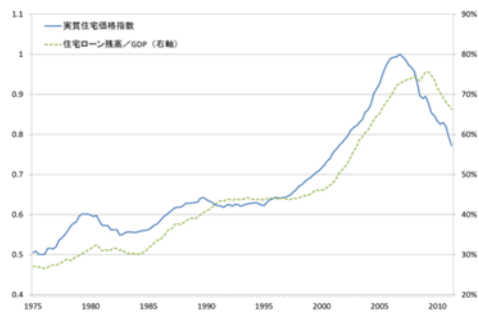
図 32 住宅価格と持家率



回帰統計			
重相関 R	0.871649		
重決定 R2	0.759772		
補正 R2	0.758103		
標準誤差	0.067875		
観測数	146		
切片	係数	標準誤差	t
	-3.93051	0.216329	-18.1692
X 値 1	7.022052	0.329043	21.3408

(資料) FHFA、米商務省

図 33 住宅価格とローン残高/GDP



回帰統計			
重相関 R	0.957352		
重決定 R2	0.916522		
補正 R2	0.915943		
標準誤差	0.040011		
観測数	146		
切片	係数	標準誤差	t
	0.281939	0.010654	26.46446
X 値 1	0.888907	0.022356	39.76192

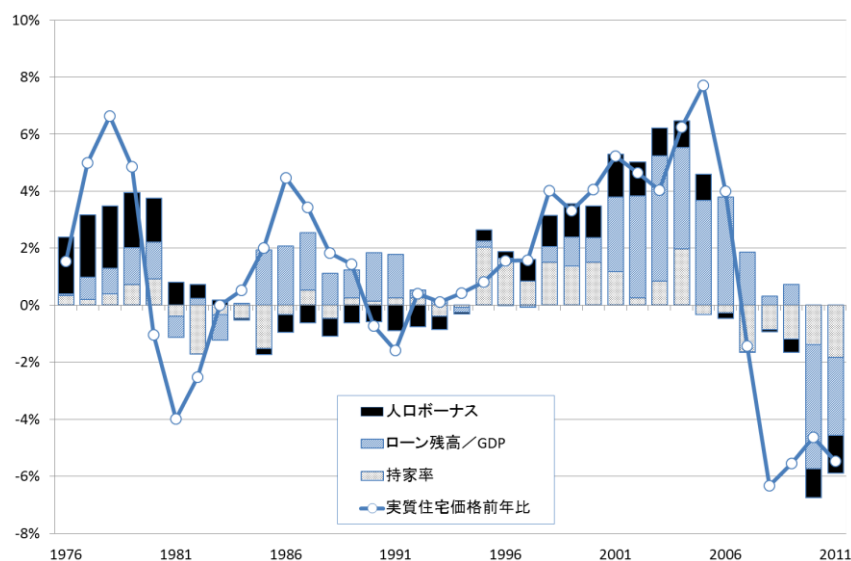
(資料) FRB、FHA、米商務省

また、アメリカの実質住宅価格指数と住宅ローン残高の対 GDP 比を見ると、人口ボーナスや持家率よりも更に強い相関が観測される【図 33】。一般に言われているように、住宅バブルの生成期においては、過剰な信用拡張が資産価格の上昇を後押しすることを示唆している<sup>29</sup>。

<sup>29</sup> IMF (国際通貨基金) の世界金融安定性報告書 (GSFR) 2011 年 4 月号によれば、住宅価格は信用拡張と共に上昇するが、下落する際はラグがあるとされている。アメリカにつ

更に、アメリカの実質住宅価格について、持家率、住宅ローン残高/GDP、人口ボーナスの3つの変数で多変量回帰を行うと、全ての変数についてt値が2を上回り、符号も正で、決定係数も0.96まで高まる結果となった。この回帰分析の結果について、実質住宅価格の対前期差に対する構成要素の寄与度を分析すると、バブル期には住宅ローン残高の対GDP比が一番効いており、人口ボーナスで全てを説明するアプローチは不十分であることを示唆している【図34】。

図34 住宅価格変動率と持家率、住宅ローン残高/GDP、人口ボーナスの寄与度



(資料) FRB、FHA、米商務省

また、アメリカの新築住宅着工戸数について、実質住宅価格上昇率（コア CPI で調整）、中古在庫、失業率、金利（割賦定率換算）で回帰分析すると、住宅価格が上昇すると着工が増え、中古在庫や失業率、金利が上昇すると、着工が減少する結果となる（推計式の符号参照）【図35】。アメリカの新築住宅着工戸数についてより長期の推計を試みると、人口動態のみでは70年代や80年代の大きな振幅を説明することは困難な結果となる。若年層と高齢層の人口に、失業率や実質住宅価格変動率といった指標を追加することで、決定係数がある程度高まるが、日本のように単純な結果を導くことはできない。

いて、消費者物価指数で調整した FHFA 住宅価格指数と、住宅ローン残高の対 GDP 比を見ると、上昇局面では強い相関がり、下降局面では8四半期のラグで相関が観測される。

“the relationship between credit growth and changes in house prices is found to be stronger in the upswing; in the downturn, it almost disappears, suggesting that the speed of household deleveraging lags the fall in house prices.”IMF “Global Financial Stability Report”April 2011, P134 より

図 35 アメリカの着工推計

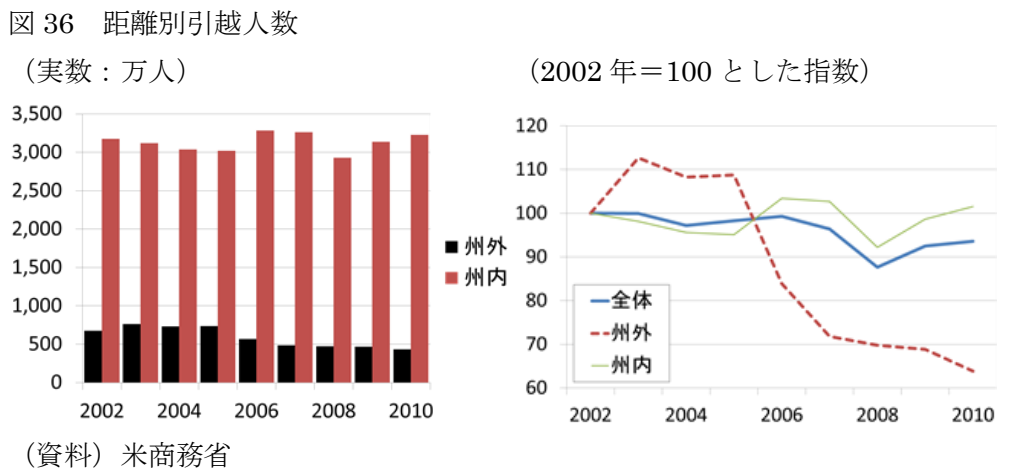


(資料) FRB、FHA、米商務省

ここまでの分析を踏まえると、今回の住宅バブル崩壊を経て、更に人口ボーナスが下降局面に入るとはいえ、アメリカが日本のような「失われた 10 年」に突入するとは直ちには結論づけられない。

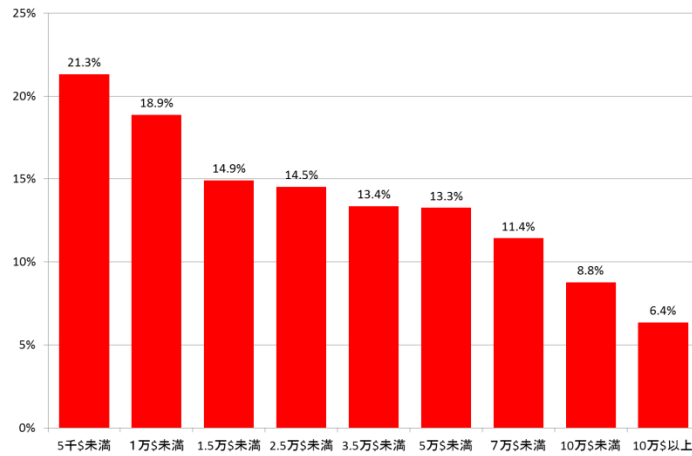
2) 人口移動

米商務省の統計によれば、2010 年に引っ越した人は 3,541 万人で、全体の 12.5% となっている。引っ越した距離別に見ると、同じ州の中での移動はほぼ横ばいで推移しているが、州を越えた引越が 2006 年以降急減している【図 36】。



引越率の逆数として何年に 1 回引っ越すかを計算すると、8 年に 1 回となり、「大学を卒業してから引退するまでに 4～5 回引っ越す」という通説と一致する。世帯年収別に引越率を見ると低所得者層ほど引っ越しが多いが、所得が上がると、持家を取得してそこに住み続けるケースが多くなるためと考えられる【図 37】。

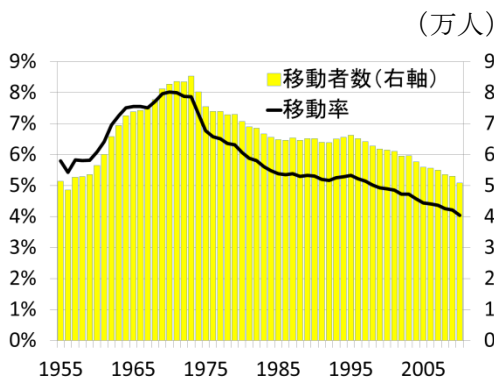
図 37 所得階層別の転居率（2010 年）



（資料）米商務省より

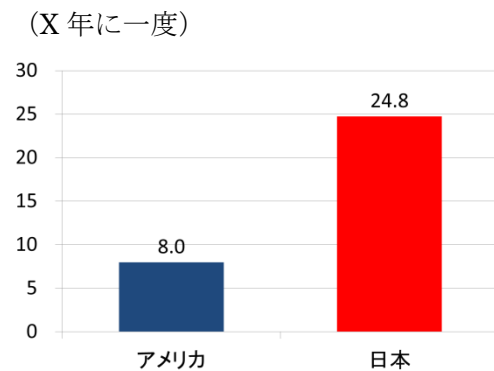
ちなみに、総務省統計局の「住民基本台帳移動報告」に基づき、日本人の引越の頻度について計算すると、2010 年は移動者数 508 万人で、引越率は 4.04%となる【図 38】。逆数を取ると 24.8 年に一度引越する計算となり、アメリカの 8 年と比較すると 3 倍、同じ家に住み続けている結果となる<sup>30</sup>【図 39】。

図 38 日本の移動者数等



（資料）総務省統計局「住民基本台帳移動報告」

図 39 日米の引越し頻度



（資料）米商務省、総務省統計局「住民基本台帳移動報告」より

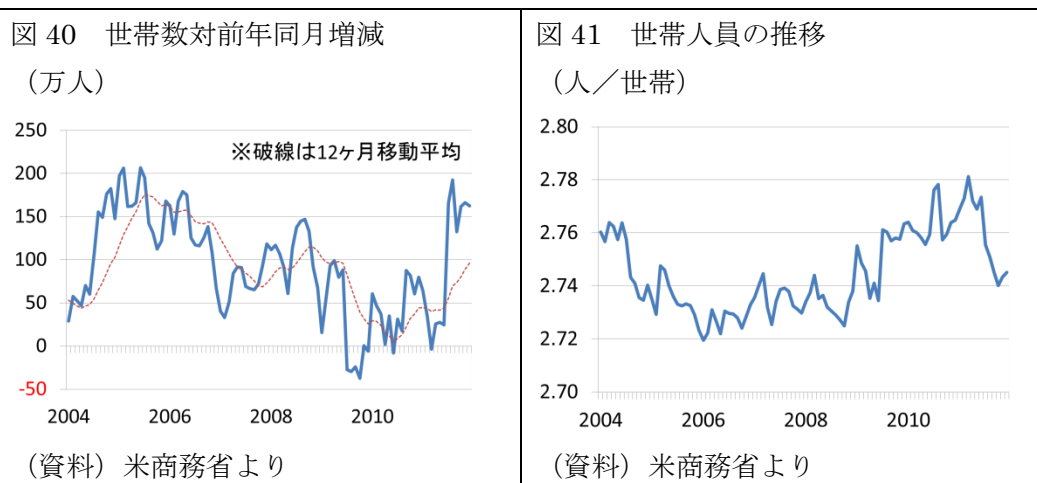
留意すべき点として、アメリカで州を越えた引越しの人数が減少しているという事象は、住宅価格の下落により住宅を処分できずに転居できない世帯が増えていることを示唆している。

アメリカでは、従来は経済情勢のよい州に移動することで労働市場の調整が促

<sup>30</sup> ただし、日本では世帯主が転勤した場合に単身赴任して住民票を動かさないような事例も多々あると考えられ、数値が過小評価される可能性もある（筆者自身はこれまで 13 回引越している）。

進された。それは、ユーロとの対比において、アメリカのドルが「合衆国」という領域で最適通貨圏を形成する要因となっている。ところが、今回は家が足枷となり雇用の調整を遅らせているとすれば、それはドルの相対的な地位を脅かす小さな要因となる可能性がある。なお、アメリカの住宅ローンが完全にノンリコースであれば、住宅価格が下落しても、移動を妨げないはずであるが、実際はそうになっていない点は前述のとおりである。

なお、人口とは別に、世帯形成の動向を見ると、統計にやや信頼性に欠ける部分があるものの、金融危機後、大きく世帯形成が縮小した時期があった【図 40】。足下では回復が見られるが、2011 年にかけては世帯形成が低下し、一世帯当たりの人員数が上昇した【図 41】。このことは、例えば大学を卒業しても親元を離れない、あるいは住宅を持っていたが、差押により家を失って、賃貸にも入れずに、実家に戻るような世帯が増えていた可能性を裏付けている。



### 3) 意識の変化

ここまで見てきたように、アメリカでも高齢化は進行し、社会保障制度の持続可能性等について懸念は残るものの、日本ほど悲観的ではなく、住宅価格や住宅着工もなお循環的な要因で動く部分が強いと考えられる。絶対的な人数として、人口が増え続けている点は、人口構成の問題以上に意味を持っているのかもしれない。

アメリカは時系列分析に加え、各州のデータが利用可能なので、二次元的な計数比較が可能である。そこで、各州の家族年収と人口ボーナス、大卒比率を比較すると、両方とも一定に相関があるものの、人口ボーナスよりも大卒比率の方が相関が強いことが観測される。各州の家族年収について、人口ボーナス、人種構成比率、学歴などで関係を分析していくと、人口ボーナスよりも、アジア系比率や大卒比率の方が説明力が高い結果となる【表 4】。

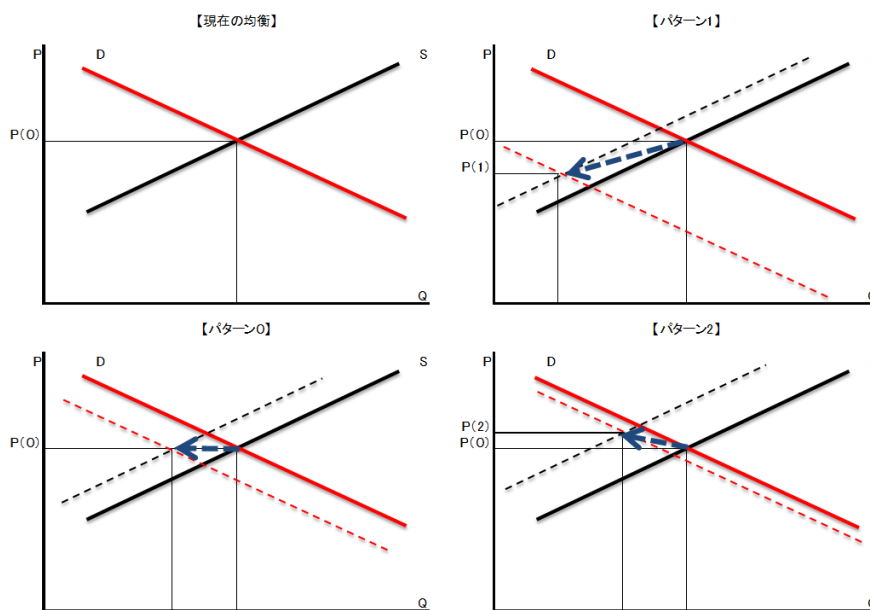
表4 州別の所得の説明要因（2009年）

	人口ボーナス	黒人比率	アジア系比率	ヒスパニック	高卒比率	大卒比率
重相関 R	0.43991	0.05927	0.48950	0.17519	0.44788	0.75940
重決定 R <sup>2</sup>	0.19352	0.00351	0.23961	0.03069	0.20060	0.57669
補正 R <sup>2</sup>	0.17706	-0.01682	0.22409	0.01091	0.18429	0.56805
標準誤差	7,675	8,531	7,452	8,414	7,641	5,560
観測数	51	51	51	51	51	51
t値						
切片	0.4625	29.8791	37.9193	28.1697	-1.6901	4.6566
X 値 1	3.4290	-0.4156	3.9294	1.2456	3.5066	8.1703

（資料）米商務省より

ここから導かれる結論は、人口動態で経済成長が制約される度合いも一定にあるものの、一人当たりの生産性を高めることで、人口減少の影響を補うことも可能であることが示唆されているのではないかと、ということであり、そのためにも、教育水準の向上が重要であることが推論される。

図42 人口変動による需要曲線と供給曲線の変化パターン



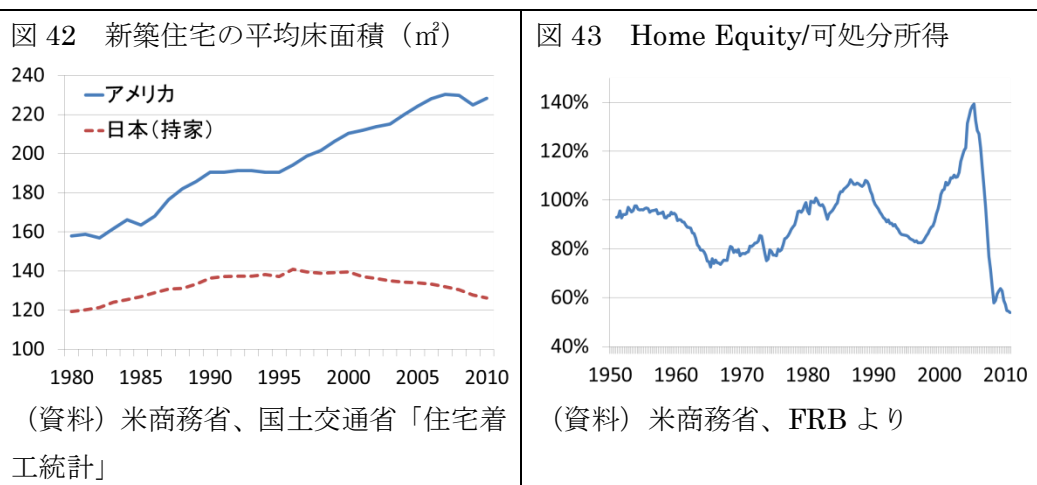
昨今、日本では人口減少社会に突入したのでデフレは不可避という認識が広まりつつあるが、人口減少が一般物価に与える影響は、総供給曲線と総需要曲線の変化度合いにより異なる【図42】。人口減少により、総需要が総供給以上に落ち込めば（パターン1）デフレが継続するが、逆の場合はインフレ基調となる（パターン2）。現在は、バブル期の過剰設備等の負の遺産のため供給が上回る（パターン1）の状況が続いているが、いつまでもその形に止まるという保証はない。

このことは、人口動態が経済に与える影響について、日本は独自の経路を辿っ

ており、普遍的に適用できるものではない可能性も示唆している。少なくとも、デフレとの関係では、人口減少により、総需要曲線と総供給曲線がどのように変化するかが一般財の価格を決定するのであり、現在の現象は、供給余力が大きいこと<sup>31</sup>、需給ギャップが残っていることの裏返しに過ぎない。むしろ、人口減少が強調される余り、マインドが萎縮して、前向きな姿勢が損なわれることこそが「日本病」を悪化させているのかもしれない。

日本は人口が減少しているだけでなく、住宅の規模も縮小に転じた。国を挙げて、縮小均衡を目指すスパイラル、「ピグミー化現象」とでも呼ぶべき状況に陥りつつある。アメリカではなおも住宅の規模は拡大を続けている【図 42】。

一方で、住宅の時価からローン残高を引いた実質持分であるホーム・エクイティー（Home Equity）は、2006年のピークからほぼ半減し、全米で7兆ドルが消失している。ホーム・エクイティーの対可処分所得比は、戦後最低水準に落ち込んでいる【図 43】。バブル期には住宅価格の値上がり期待から個人消費が刺激され、貯蓄意欲も低下した。バブル崩壊後は、しばらく貯蓄率が上昇したが、足下では住宅価格下落にもかかわらず貯蓄率が低下に転じている。これは、食料品やガソリン価格の高騰で、本当に貯蓄を切り詰めて消費に回さざるを得ない世帯が増えていることを示唆している。



アメリカの将来は、アメリカ人自身が、国の未来を信じるか否かにかかっている。国家をゴーイング・コンサーンとして持続させる努力を怠らないのか、あるいはゴーン・コンサーンとして静かに退場するのを受け入れるのか、その違いは余りに大きい。

※本稿において意見に係る部分は執筆者個人のものであり、執筆者が所属・関連する団体のものではない。

<sup>31</sup> 東日本大震災によるサプライ・チェーンの寸断にもかかわらず日本でインフレが進行しなかったことは、日本の需給ギャップがなお大きいことを示唆している。



参考文献

- Ben S. Bernanke, “Housing Markets in Transition”, At the 2012 National Association of Homebuilders International Builders' Show, Orlando, Florida
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, “The U.S. Housing Market: Current Conditions and Policy Considerations”, January 4, 2012
- Financial Crisis Inquiry Commission “Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States” Official Government Edition, January 2011
- Office of Management and Budget “Budget of the United States Government, Fiscal Year 2012: Analytical Perspectives” February 2011
- U.S. Department of the Treasury “Reforming America’s Housing Finance Market A Report to Congress” February 2011
- 小林正宏・大類雄司『世界金融危機はなぜ起こったのか』（東洋経済新報社、2008年）
- 小林正宏・中林伸一『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』（中央公論新社、2010年）
- 小林正宏「米 GSE の改革問題決着は来年の大統領選挙後の公算大」（東洋経済新報社『週刊東洋経済』2011年2月19日号）
- 小林正宏「大き過ぎて潰せない？ファニーメイとフレディマックが温存される理由」（毎日新聞社『週刊エコノミスト』2010年6月22日号）
- 小林正宏・大類雄司「GSE 危機とそのインプリケーションーガバナンスの観点を踏まえてー」（財務省『フィナンシャル・レビュー』第95号、2009年3月）
- 小林正宏「ファニーメイ上場廃止へ」（住宅金融支援機構『季報住宅金融』2010年夏号）
- a
- 小林正宏「ファニーメイはなぜ破綻したのか」（住宅金融支援機構『季報住宅金融』2010年春号） b
- 小林正宏「アメリカの住宅ローン差押停止問題について」住宅金融支援機構『季報住宅金融 2010年度冬号』 c
- 小林正宏「米財務省によるアメリカの住宅金融市場改革案について～ファニーメイの段階的縮小・廃止を提言～」住宅金融支援機構『季報住宅金融 2011年度春号』 a
- 小林正宏「アメリカにおける住宅ローンに係る消費者保護の動向 ～ドット・フランク法と Regulation Z を中心に～」住宅金融支援機構『季報住宅金融 2011年度夏号』 b