

## 調査報告

# グリーンスパン FRB 議長「最後のメッセージ」

## ～米国住宅市場は安心か？～

全米銀行協会年次総会講演から（2005年9月26日）、カリフォルニア州パームデザートにて

### 【要約】

- ・アメリカの近年の住宅市場の活況、住宅資産価値の上昇、モーゲージ借入れの増加、これらは、長期金利の低下によるところが大きい。
- ・最近の長期金利の低下は、世界の投資・貯蓄バランスの変化、つまり相対的に貯蓄率が高いアジア諸国の台頭、世界的な投資需要の低迷が続いたことなどによるものである。加えて、インフレ期待の後退、インフレリスク・プレミアムの縮小、景気循環が緩やかになったことに伴う、期間プレミアムの縮小といった要因が寄与している。特に、最近は、期間プレミアムの縮小の寄与が大きいと見られる。
- ・この住宅資産価値の上昇によって、住宅資産価値の資金化－住宅売却益、借換えによるキャッシュアウト、ホームエクイティローンから成る－が大幅に増加し、数年間、アメリカの個人消費を押し上げてきたことは間違いない。
- ・アメリカの住宅市場は、そもそも地域性が強く地域間で強い裁定が働くことは難しい。現状は、地域的に小さな泡（フロス：froth）が生じてきている。これが全国的な拡大をみせるかどうか現状では分からない。注意すべき点は、投資目的やリゾート目的のセカンドハウスの取引がかつてない規模で増加していることである。
- ・最近、モーゲージの商品設計も、IOローンといった新しいタイプのものが登場しており、住宅借入れ需要を押し上げている。また、piggybackと呼ばれる、第2順位抵当のモーゲージによって、一部でモーゲージ借入れ比率が高くなっていることが懸念される。
- ・こうした、危険要素にもかかわらず、LTV（借

入れ／資産）比率が90%を超えている世帯は、5%未満であり、また、われわれがおこなった州別のクロスセクション分析によると、住宅価格の上昇率が高い州ほど、LTV比率が低いとの結果が出た。このことは、アメリカの家計が住宅価格下落に対する十分な抵抗力を持っているということである。

### 【解説】

- ・グリーンスパンFRB議長は、昨年2月の議会証言で、世界的な長期金利の低下傾向を、謎（riddle）とした。そして、7月の議会証言でその謎解きを行った。今回の講演会における、長期金利の記述に関する部分は、それを受け継ぐものである。
- ・住宅の状況については、バブルではなく、フロスと表現し、全国的に様に広がっているものでないとしている。また、モーゲージの商品設計等に、やや需要を肥大させる要素があるものの、マクロ的バランス、地域格差の傾向等を勘案すると、住宅価格の下落が起きたとしても、家計のバランスシートを大きく毀損するものではないとの暫定的結論を示している。
- ・但し、議長自らのレポートにもあるように、アメリカ国民が膨張する住宅資産価値を、資金化した額は年間日本円で100兆円にもものぼり、消費支出等に回されている。これが、危険なバブルでないと断定できるかどうか疑問が残ろう。
- ・これまでもそうであったが、講演の中に、危機的状況が起きたときの自由で柔軟なアメリカの経済制度の調整力に対するグリーンスパ

ン議長の絶対的な信頼感といったものが織り込まれている。若い頃、思想家アイン・ランドに学んだと言われる自由主義者グリーンस्पンの真骨頂である。

## 【全訳】

### (1) 最近の長期金利の低下と住宅資産等の資産効果について

本日は、ここ数年のアメリカ経済を牽引している重要な要因の一つである、住宅資産価値の急上昇とそれに関連したモーゲージローン（家計向け住宅抵当貸付）による負債増について焦点を当てようと考えている。

居住用の住宅資産（賃貸用以外のセカンドハウスを含む）の市場価値は、1995年末時点の8兆ドルから2005年6月末時点には18兆ドルの規模となり、約10年の間に平均年率でほぼ9%のペースで増加してきた。モーゲージローン負債額はその性質上住宅資産価値にリンクしているが、その上昇率は住宅資産価値のペースを若干上回った。

この住宅資産価値とモーゲージローン負債の急増は、現在も歴史的な低水準にある、モーゲージ金利の低下により拍車をかけられた。実際に、30年満期固定のモーゲージローン金利は現在5.75%近辺だが、FOMCが現在の金融引き締めを開始する直前の2004年春の水準より約0.5%低下している。FF金利が上昇している同じ時期に、モーゲージローン金利やその他の長期金利が低下したことは、現代のアメリカにおいて前例がないことである。

10年間にわたる金利の低下は、インフレ低下期待や期待インフレのボラティリティーが低下したことによるリスクプレミアムの縮小や、過去の20～30年の間に景気循環が緩やかになったことによる実質的プレミアムの縮小から生じている。これらの要因の他に、世界的な長期金利の低下傾向は、世界経済における意図した貯蓄が意図した投資を上回ってきたことを反映している。

1990年代の半ば以来、世界の貯蓄は、特に中国などアジアの台頭する国々に著しいように持続的に平均を上回る貯蓄性向の国が、世界におけるGDPのシェアを顕著に伸ばすことにより引き上げられてきた。そして、世界の貯蓄は、最近の原油価格急騰により経常余剰を増やしてきた石油輸出国への所得移転によってさらに増進させられている。

意図した投資の停滞も世界的な長期金利の低下に寄与している。たとえばアメリカでは、この間、企業の設備投資は実質的にキャッシュフローの水準にまで抑制されてきた。このような動きは、2000年代初期に経験した株式市場の下落と企業スキャンダルの結果、慎重化した企業家心理を反映しているように見える。そして同じ傾向は、1990年代初めのバブル崩壊後、ずっと低迷が続いてきた日本の設備投資、1990年代後半に起きたアジア金融危機の後に落ち込んできたアジア（中国を除いた）の設備投資についても見る事ができる。

世界の貯蓄投資バランスを規定している経済的諸力は、この10年間を通じて顕著となってきたものであり、したがって、直近の長期金利の急低下は、それ以外の何か要因が過去1年ほどの間に、働いてきた可能性を示唆している。FRBのスタッフによる推計に基づく、直近の長期金利低下の大部分は期間プレミアム（term premium）の縮小によりもたらされたと思われる。こうした推計は、かなりの不確定なものであるが、最近の経済の安定性が高まったことにより、投資家（risk takers）が、より遠方の時間的視野でリスクテイクし始めてきたことを、示唆している。

それぞれの要因が長期金利の低下にどれだけ寄与したかということに関係なく、その結果として起きた住宅資産価値の増加は、家計部門に、資金化可能な純資産のプールをもたらした。FRBスタッフのJim Kennedyと私（Greenspan）が最近分析したデータによると、住宅モーゲージローン借入れの増加の約5分の4は、住宅資産の

裁量的資金化に対応している。

我々のデータは、裁量的資金化から契約費用を除き、既存住宅に関する借入れ増加を、次の3要素に分類した。(1) 住宅の売買、つまり、住宅の購入者による新規モーゲージ新規借入額から売主のモーゲージ借入額の解約額を差引いた差額、(2) 借換えによるキャッシュアウト（現金化）、(3) ホーム・エクイティ・ローンの新規借入れ増加。

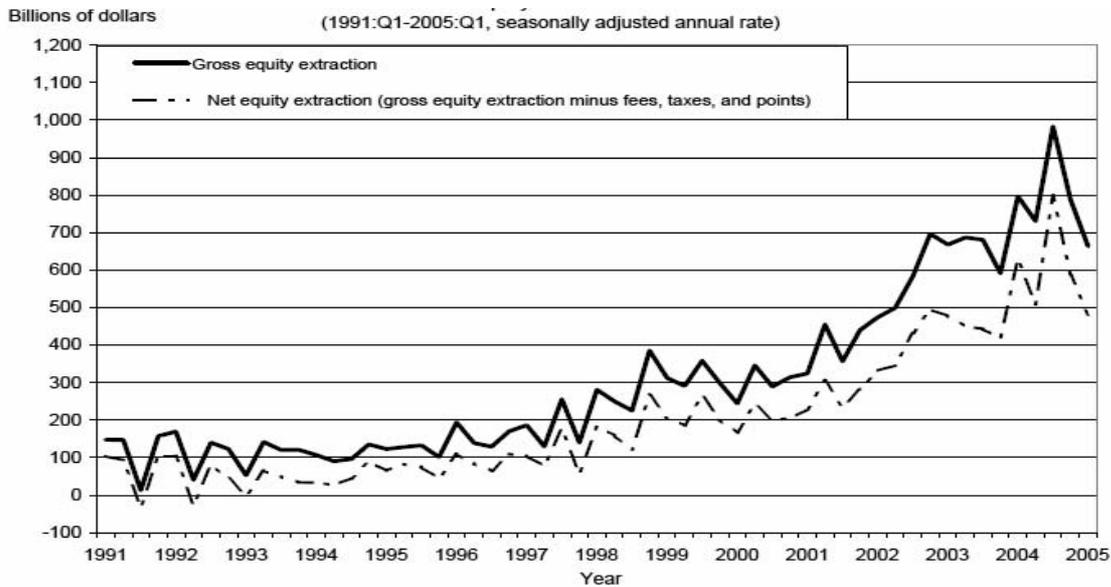
(訳注) モーゲージ負債額に関し、次の等式が成り立つ

$$EE=Q-(A-D)$$

$$=(B-F)+(C-E)+(X-G)$$

EE：裁量的資金化（契約費用控除前）、Q：モーゲージ負債額の増加（エクイティローンを含む・増改築ローンは除く）、A：新規住宅についてのモーゲージの設定、D：計画的なモーゲージの返済額、B：中古住宅の購入に関するモーゲージの設定、C：借換額、E：借換に伴う解除額、F：住宅売却に伴うモーゲージの解除額、G：計画的でない返済額、X：ホームエクイティローン負債額の増加。

(図) 住宅資産の裁量的資金化 (Equity Extraction) の推移



以上、A. Greenspan and J. Kennedy “Estimates of Home Originations, Repayments, and Debt on One to Four Family Residences”より

\*住宅資産の裁量的資金化は、上図のように、2000年以降急速に増加しており、2004年には年間8000億ドルを超えている。これがアメリカの個人消費を下支えしている。

住宅売買により資金化される資産価値の大きさは、住宅の実現売却差益に厳密に一致しているのに対し、借換えによるキャッシュアウトとホーム・エクイティ・ローンは一般的には未実現の評価益に対応している。

資金化されたキャピタル・ゲインのどれくらいの割合が消費財およびサービスへの支出に回り、その結果としてどの程度貯蓄率を下げているかは、確かではない。あるサーベイ調査では、ホーム・エクイティ・ローンおよび借換えによるキャッシュアウトによって得た資金の約4分の1から3分の1相当額が個人消費支出に

直接回されていることが示されている。他の4分の1相当は、消費の際に広く利用されている、つなぎ融資 (bridge financing) のような、モーゲージ以外の借入金の返済に使われている。このようにモーゲージローン借入れは、クレジットカードおよび他の消費者信用による負債の繰り延べによりファイナンスされた消費支出を最終的にカバーする資金源となっている。住宅の売主が得た売却金額のうち、次の住宅購入の頭金、または即金払いに充てられる金額を超えた資金が、どのように使われたかを示す、対応した調査はないが、もしあったなら似たような

傾向が示されたであろう。

もし、こうした調査結果が正しいとすると、この10年における消費支出の増加は、所得や他の資産によるのではなく、住宅資産価値増加の資金化によるものであり、このことが1995年以來の個人貯蓄率低下の多くの部分を説明できるだろう。

しかしながら、消費支出を、所得によりまかなわれる部分と、資産によりまかなわれる部分とに分ける、同じような検証力を持つまったく別のアプローチは、過去10年における貯蓄率の低下は、利子率の低下と家計の全資産の増加により説明できると結論づけている。そして、その資産とは、非住宅資産（そのうち最も重要なものは株式市場における資産であるが）を含むものである。

このように、二つのアプローチがあり、両方が個人貯蓄率の低下の多くの部分、または全てを説明できるように見える。もちろん両方が正しいということはありません、もし両方が正しいとすると、実際に起こった以上の貯蓄の低下を説明していることになる。明らかに、この問題は実際の計量経済学の範囲である。

それにもかかわらず、消費のかなりの部分は株式と住宅の両方の組合せによるキャピタルゲインによりまかなわれており、後者は主に住宅資産価値の資金化によりファイナンスされているという結論を排除することは難しい。

もしそうであるならば、株価の消費に与える影響は別にして、モーゲージ金利が上昇したり、住宅購入の余裕度がかなり逼迫してくると、住宅売買やモーゲージ借換えによるキャッシュアウトは縮小し、同じように住宅資産価値の資金化が減少し個人消費支出の伸びも抑制されることになる。その結果として、個人貯蓄率は上昇するであろう。

このような仮説・推論をさらに進めると、消費財の輸入は確実に減少し、消費財生産のための中間財の輸入も減少することになる。さらには、他の条件を一定とすれば、アメリカの貿

易赤字と経常収支の赤字を減少させることになるであろう。

そのような調整が、どの程度表面化し、破壊的状况を示すかは、全く分からない。それにもかかわらず、私が前々から述べてきたように、その結末は、われわれの経済に内在する柔軟性（flexibility）に大きく依存するだろう。アメリカのように高度に柔軟な経済におけるショックは、柔軟でない経済に見られるような生産および雇用の強圧的な削減ではなく、むしろ、価格、金利、為替の変動などの広範な価格調整力により吸収されるであろう。

## (2) アメリカ住宅市場の特性と最近の状況について

想定される住宅取引や借換えによるキャッシュアウトの減少程度を見極めるために、我々は、住宅販売の内容構成および住宅価格のありうるパス（経路）を、より詳細に吟味しなければならない。

我々は、住宅を、居住用か、セカンドハウス用、特に投資目的のものかを分類をする包括的なデータを持っていないが、例え仮説の域を出なくとも、何らかの結論を引き出しうる十分なデータを利用することができる。

先に指摘したように、例外的に低水準のモーゲージローン金利が、最近の住宅建設と住宅売買取引における急増と住宅価格の急騰の主要な要因であったことに疑問はない。現実には、住宅価格は世界の多くの国で急上昇してきた。アメリカではフロス（froth：泡）の兆候がいくつかの地域の住宅市場で明らかに現れてきており、そうした市場では持続不可能なペースで住宅価格が上昇してきている。今後、フロスが地域的拡大を見せるか、また最近の住宅市場での投機的な動きが収まってきているが、これが沈静化のシグナルなのか、これらを判断するのは時期尚早である。

アメリカの住宅市場は極めて不均質であり、地域的に存在する余剰を全体として活用できな

いでいる。米国の住宅市場は、その各地域で、モーゲージローン金利や、長期的には、人の移動による人口増減や住宅建設の余剰等の要因に、ごく緩やかにのみ影響されつつ、分散して機能している。その結果、住宅価格動向は、各地域によって異なる。

住宅に対する投機も、特に居住用の物件においては、極めて限定的なものである。居住者がキャピタル・ゲインを実現する（投機であること的前提であるが）ためには、転居しなければならない。もう一つの住宅投機における手強い障害は、売却代金の9%ほどの、住宅売却手数料、税金、その他の手数料等がかかることである。ほとんど居住用住宅で占められる地域では、住宅の投機的な取引は難しい。

しかしながらここ数年で、既存住宅の売買取引のペースは速まってきた。明らかに取引の加速化の多くは、主には投資目的や休暇用目的でのセカンドハウスの購入を反映している。ホーム・モーゲージ・ディスクロージャー法(以下、HMDA)で集積されたデータによれば、セカンドハウス購入のためのモーゲージローンの取組みは、2000年時点ではモーゲージローン総取組み件数に占める割合が7%であった水準から、昨年末時点では倍の水準になっている。ヒアリングによると、最近の比率はもう少し高くなっているかもしれない。セカンドホーム購入時の頭金は居住用目的の住宅購入時の頭金よりも、概して高額であり、かつ、多くの場合セカンドハウスの購入は全額現金払いであると見られることから、セカンドホームはモーゲージローンの総取組み件数に占める割合より、住宅の総購入件数に占める割合の方がおそらく高い数字となっており、歴史的に前例のない高いレベルであると言って間違いはない。

セカンドハウスの取引は、もちろん居住住宅と同じようには、制限されていない。つまり個人は転居しないで売却することができる。このことは投機的活動がこれまで以上に価格上昇をもたらす結果となっていることを示唆している。

### (3) 結論

#### ～モーゲージLTV比率から読み取れること～

住宅市場におけるフロスはモーゲージローン市場にも影響を与えているようだ。Interest Only Loan (IOローン、元本返済が猶予され利息だけの支払い型のローン)の爆発的な普及は、他の革新的な変動金利型モーゲージとともに、精密に吟味しなければならない最近の変化である。確かに、これらの金融商品にはそれぞれに適切な利用目的がある。しかしながら、ある家計が、これらIOローン等の仕組みを手段として使わなければ購入できない住宅を購入することを可能にさせるために、住宅市場の需要を拡張させている。

この2,3年の間、モーゲージローンの借り手の利用可能なローンの選択肢の幅が拡大してきたことに大きく注目が集められてきた。ご存知のように、それらはIOモーゲージばかりでなく、40年のアモチゼーション返済型(40年間均等分割返済方式)やオプションARMs(変動金利型モーゲージローン)等々これらは分割返済額を制限することができるのであるが—今や斬新な商品の品揃えが提供されている。これらの商品は懸念すべき問題を提起している。なぜならそれらは、標準の30年固定金利のモーゲージよりも高い金利リスクと住宅価格変動リスクに借り手をさらしているからであり、また、それらはモーゲージ認可ぎりぎりの申込者に、高いLeverageレバレッジ(借入れ)比率で、高くなった値段で住宅を購入することを可能にさせるからである。住宅価格の下落が広範囲で起きれば、これらの借り手、そしてそれらの貸し手は重大な損失を被るだろう。

単一世帯住宅、 Condominiumと共同住宅における資産額に対する借入金比率(loan-to value ratio : LTV比率)の全国的数値は2003年の初め以来、ほぼ変わらずに推移しているが、この数値のフラットな推移は非常に高いレバレッジを駆使した住宅購入件数の増加を覆い隠している。FRBのスタッフは、個人のモーゲージローンに関するデータや他の情報を使って、米国の家計

の非常に大きな母集団について、モーゲージローンのLTV比率の分布を推計した。この計算に採用されているローンは第一順位の抵当と第二順位までのほとんどタイプのものを含んでいる。その結果として、2005年の半ばにおいて、LTV比率が90%を超える借り手は全体の5%未満であることが示された。この比率が低くなっているのは、住宅価格の最近の上昇が、実効LTV比率を急速に下げてきたからである。ごく最近において、最も高いレバレッジを効かせた住宅購入者だけが、高いLTV比率となっているということである。

高いレバレッジを効かせた住宅購入者は、いわゆるPiggyback（背寄せ） mortgageを使っている。piggyback mortgageは、住宅購入時に第二順位の抵当権が設定されるモーゲージローンのことを指す。piggyback mortgageは、通常のモーゲージの利用では必要とされる、所得控除できないモーゲージ保険の加入を免除されるため、一部で人気がある。もし、過去5年間の住宅価格の上昇が急速であった州でpiggyback mortgageがより普及していたとしたら、住宅購入者は住宅価格の反落リスクに厳しくさらされると危惧される。しかしながら、HMDAによるカバーの初年度である2004年に集められたデータでは、piggyback mortgageの利用と価格の急上昇との間に強い相関は見られなかった。HMDAによる追跡調査では、piggyback mortgageの利用はテキサス、カリフォルニア、ユタ、オレゴン、そしてコロラド州で特に高かった。このリストにカリフォルニア州の名が出てきたことは、おそらく驚くべきことではないであろうが、他の4州では住宅価格の急激な上昇はなかった。

もちろん、HMDAのデータは、全ての貸出機関を網羅していなし、HELOCs (home equity lines of credit) のようなオープンエンドつまり期限のないローンも調査の対象には入っていない。ヒアリング調査によれば、住宅購入者の一部にはpiggyback mortgageとしてHELOCsを使おうとしているらしいので、我々は恐らくモーゲージ借

入れのすべてを把握できないことになる。

それにもかかわらず、我々FRBのチームは、HMDAによるpiggyback mortgageに関する新しく利用可能となったデータと他の情報を結びつけることにより、2004年における、州別の、モーゲージのレバレッジの程度を包括的に計測できる手法を確立した。その手法によると、LTV比率は住宅価格の上昇が比較的小さかった州で最も高く、価格の上昇が最も高かった州、カリフォルニア州やマサチューセッツ州では最も低いという集計結果が出た。この逆相関の主な理由としては、例えば、カリフォルニアで家を購入する人の多くが、恐らく同じカリフォルニアで家を売却し、かつ積み上がった住宅資産価値のキャピタルゲインの少なくとも一部を新しく購入する家の頭金として利用しようとするからである。明らかに、多くの家庭では新たなモーゲージローンの残高を低くするために消費を抑えようとしている。

以上要約すると、モーゲージ借入れの急速な増加にも関わらず、LTV比率が90%を超える世帯は全米でもごく少数であるということは、安心できる状況である。このように、大多数の住宅保有者は、潜在的な住宅価格の下落を吸収することのできる、かなりの純資産のクッションを持っている。加えて、最近の住宅購入者のLTV比率は、住宅価格が最も高騰した、別な言い方をすると、価格下落リスクが最も高い州ではより低いようである。

但し、先ほども述べたように、悪い状況が生じないかどうか、今後も状況を精査していく必要がある。

(長谷川 誠、河竹 麻美香、高田 尚)