

アメリカの住宅ブーム

佐々木, 隆雄 / SASAKI, Takao

(出版者 / Publisher)

法政大学経済学部学会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

The Hosei University Economic Review / 経済志林

(巻 / Volume)

73

(号 / Number)

3

(開始ページ / Start Page)

575

(終了ページ / End Page)

620

(発行年 / Year)

2006-03-03

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00004535>

アメリカの住宅ブーム

佐々木 隆 雄

本稿は現在進行中のアメリカの住宅ブームの実態を分析しようとするものである。90年代末に始まり、株式バブルが崩壊した2000年以降に一層盛り上がりを見せた住宅ブームは、バブル的色彩を強めながら、その終焉に近づきつつあるように見える。ここでは今回の住宅ブームの若干の特徴点にふれた後、住宅価格高騰の面を中心に、ブームの背景やバブル的性格を問題にする。住宅金融的側面や住宅ブームとマクロ経済との関係については、ここではほとんど論じられなかったので、できればいずれ論じてみたいと思っている⁽¹⁾。

1. 今回の住宅ブームの若干の特徴点

最初に、今回の住宅ブームの状況ないし若干の特徴点を指摘しておくとして、第1に、その継続性と盛り上がり大きさが注目される⁽²⁾。図表1のように、多くの住宅関係年次指標は90年代中頃から05年までほとんど毎年のように前年を上回り、ブームはすでに長期に及んでいる。新規住宅建築では、集合住宅の不振で、着工・完工総件数は70年代のピークに近づいているとはいえまだそれを越えていないが、今回のブームの中心である一戸建ての着工件数に限れば、2003年以降の3年間、毎年過去の記録を塗り替えてきた。住宅市場の重要な指標である住宅販売件数は、新築住宅では98年に21年ぶりに77年の記録を越え、2001年以降は毎年記録を更新してきて

図表1 住宅関係主要指標（単位は明示しないものは万戸）

年次	新築着工			新築完工	住宅販売		空家率(%)		住宅建築額(億ドル) ⁽¹⁾		
	全体	一戸建て	集合住宅		新築	中古	持家 ⁽²⁾	貸家	全体	新築	増築・改良
1972	236	131	105	210 ⁽³⁾	72	225	—	—	3,014	2,487	526
1975	116	89	27	132	55	248	1.2	6.0	1,952	1,373	579
76	154	116	37	138	65	306	1.2	5.6	2,428	1,806	622
77	199	145	54	166	82	365	1.2	5.2	2,970	2,331	639
78	202	143	59	187	82	399	1.0	5.0	3,158	2,462	696
79	175	119	55	187	71	383	1.2	5.4	3,010	2,310	701
1980	129	85	44	150	55	297	1.4	5.4	2,343	1,624	719
81	108	71	38	127	44	242	1.4	5.0	2,140	1,497	643
82	106	66	40	101	41	199	1.5	5.3	1,735	1,167	567
83	170	107	64	139	62	272	1.5	5.7	2,518	1,902	617
84	175	108	67	165	64	287	1.7	5.9	3,016	2,230	786
1985	174	107	67	170	69	321	1.7	6.5	3,045	2,199	846
86	181	118	63	176	75	356	1.6	7.3	3,472	2,462	1,011
87	162	115	47	167	67	353	1.7	7.7	3,493	2,496	997
88	149	108	41	153	68	359	1.6	7.7	3,458	2,408	1,050
89	138	110	37	142	65	335	1.8	7.4	3,347	2,346	1,001
1990	119	89	30	131	53	321	1.7	7.2	3,059	2,114	944
91	101	84	17	109	51	322	1.7	7.4	2,627	1,811	817
92	120	103	17	116	61	352	1.5	7.4	3,112	2,109	1,004
93	129	113	16	119	67	380	1.4	7.3	3,377	2,264	1,113
94	146	120	26	135	67	397	1.5	7.4	3,748	2,557	1,191
1995	135	108	28	131	67	381	1.6	7.6	3,460	2,397	1,063
96	148	116	32	141	76	420	1.6	7.9	3,848	2,616	1,232
97	147	113	34	140	80	438	1.6	7.8	3,858	2,645	1,213
98	162	127	35	147	89	497	1.7	7.9	4,091	2,913	1,178
99	164	130	34	160	88	520	1.7	8.1	4,390	3,147	1,243
2000	157	123	34	157	88	515	1.6	8.0	4,492	3,178	1,313
01	160	127	33	157	91	530	1.8	8.4	4,451	3,203	1,248
02	170	136	35	165	97	557	1.7	9.0	4,718	3,342	1,377
03	185	150	35	168	109	618	1.8	9.8	5,079	3,689	1,390
04	196	161	35	184	120	678	1.7 ⁽⁴⁾	10.2 ⁽⁴⁾	5,634 ⁽⁴⁾	4,161	1,473
2005	206	171	35	193	128	707	1.8	9.9	5,957	—	—

(注) (1) 2004年ドルで示す実質値,住宅投資の価格指数でデフレートした。(2) 持家全体に占める販売用住宅の空家の比率。(3) 1972年の数字。(4) 第3四半期までの数字(年率)。

(出所) *Economic Report of the President*, 2005, pp.274-75 ; Joint Center For Housing Studies of Harvard University (2005), Appendix Tables ; National Association of Realtors, *Real Estate Insights*, Dec. 2005 (インターネット上にあり) など。

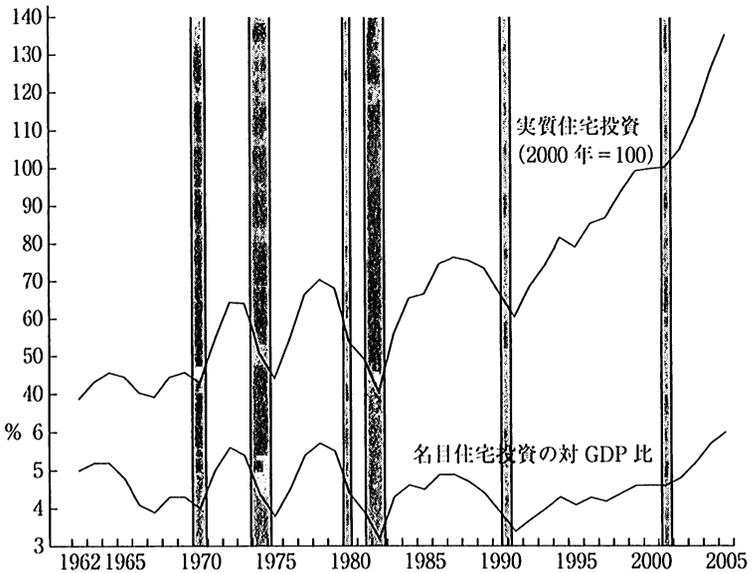
いる。より注目される中古住宅の販売件数は、96年に78年の記録を更新した後、2000年の1年を除いて毎年記録を更新してきており、ここ3年間の毎年6-7百万台の数字はまさに記録的水準である。

この間、新築と増改築の両方を含む実質住宅建築額も、91年の景気後退終了以降95年と01年を除き毎年着実な増加が続き、98年の金融波乱、2000年の株式バブルの崩壊、2001年の景気後退や同時多発テロ、03年のイラク戦争、03年以降の石油価格の上昇など、多くの波乱を乗り越えて継続してきた。もっとも、新築着工・完工件数の95-04年の10年間の合計が1970年代のそれに及ばないなど、新規住宅の供給戸数自体は人口動態などに規定されて一定の限界があるが、住宅水準の上昇によって実質建築額の上昇はかなり大きくなっているし、何よりも中古住宅の販売件数に見られるような住宅市場の盛況は著しく、まさに大住宅ブームの到来となった。

第2に、今回の住宅ブームは、景気循環との関係においても注目すべき点がある。図表2は国民所得統計の実質住宅投資（2000年を100とする指数）の動向と名目GDPに占める名目住宅投資の比率（%）の推移を示す。この図からも伺えるように、これまでの第二次大戦後の景気循環過程においては、アメリカの住宅建設ないし住宅投資は、景気拡大期末から景気後退期にかけて大きく落ち込んで経済全体の景気後退を先導し、景気後退末期ないし景気拡大初期以降は景気拡大を先導し、またそれを盛り上げてきた。そして住宅投資はそれ自身大きな変動を示しながら、全体としては景気循環変動をならずという安定化作用を果たしていた。

それに対して今回は、90年代後半の株式ブームの中で以前より緩やかながら継続的な拡大を示したが、その後でも住宅投資は株式バブル崩壊による2001年の景気後退にほとんど反応せず、第2次大戦後で初めて景気後退を先導する役割を果たさなかった。他方、景気後退期以降での経済を盛り上げる作用はむしろこれまで以上に大きかった。住宅投資は2000-01年に上昇鈍化があったとはいえ拡大を続け、03年中期までの雇用減少を伴う経済拡大のなかでも、その後の雇用増加を伴う経済拡大のなかでも、住宅投

図表 2 住宅投資の動向



(注) グレイの部分は景気後退期、05年は第2四半期と第3四半期の平均値。

(出所) U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, August 2005
その他。

資は株式バブル期以上の拡大を続けた。住宅投資の対GDP比は2005年(第3四半期までの数字)には6%と、1950年代の戦後住宅不足の時期以来の高率となり、まさに今回の景気拡大のエンジンの役割を果たした。こうして景気後退を越える中断なき住宅ブームは、2000年の株式バブル崩壊がマクロ経済に与えた大きな悪影響を、大きく相殺する役割を果たしたわけである。

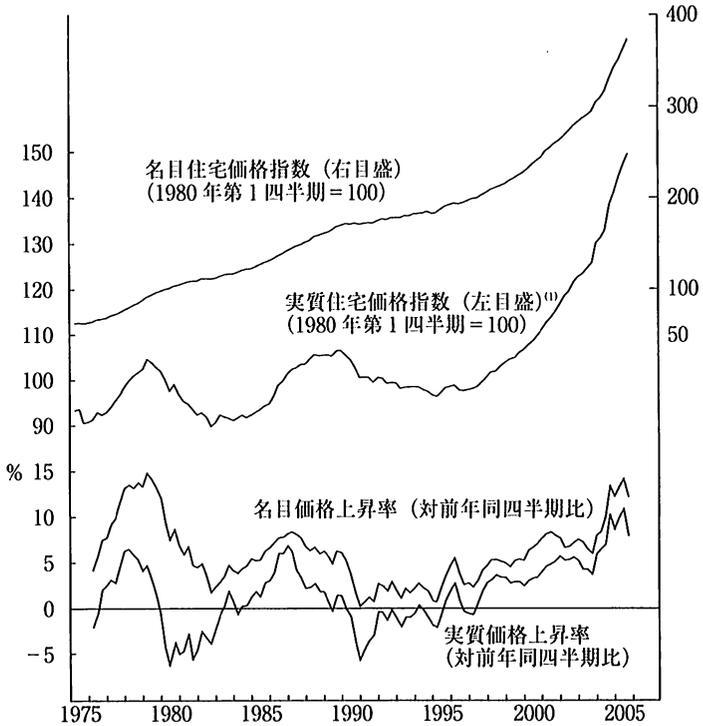
このような住宅部門の動向の変化の原因は、01年の景気後退(公式には同年3月から11月まで)が短期で穏やかであったことを別にすると、一つは金利の動向の変化によるものであろう。以前の景気循環過程での住宅部門の激動は、景気拡大期末期におけるインフレ高進とそれを抑制するため

の金融引き締めが、長短金利に敏感な住宅部門に一時的ながら大きな縮小圧力を及ぼし、景気後退の末期以降の金融緩和がそれと反対の作用を及ぼしたためである。それに対して、90年代後半の「インフレなき」景気拡大の終末は、金融引き締めの影響もあったとはいえ、株式バブルの自動的崩壊によってもたらされた面が大きく、したがって住宅部門に対する金融面金利面からの縮小圧力は小さかった。株式バブル崩壊以降もグリーンSPANによる大胆な超低金利政策の展開もあって、短期金利は異常に低下し、長期の金利水準も長らく低下ないし低水準を続け、後にも見るようにこれが住宅部門の拡大を大きく支えることになった。こうして90年代後半以降の景気循環や金融政策の変化が住宅部門の動向に大きな影響を与え、景気後退を越えた長期住宅ブームを出現させ、株式バブル崩壊後の景気拡大過程にも大きな影響を与えたわけである。

もう一つの、おそらく小さい要因としては、住宅金融のあり方が1980年代以降大きく変化したことがあろう。かつての住宅金融は、基本的に短期借り・長期貸しの構造を持つ預金金融機関によってもっぱら支えられていたから、ニューディール期以来継続していた預金金利規制の作用もあって、金融引き締め期の長短金利逆算による金融の非仲介化のしわ寄せを住宅部門が大きく受けることになり、逆に金融緩和時にはその逆転の恩恵を住宅部門が大きく受けることになっていた。しかし預金金利規制撤廃によって金融逼迫時の非仲介化が緩和されたとか、80年代以降の住宅抵当貸付の証券化の進展などにより、住宅金融の預金金融機関への依存が低下するなどして、金利変動の住宅部門への影響もかなりの程度変化したと思われる。住宅金融についてはここではあまり立ち寄れないが、とりあえず以上2点が今回の住宅部門の循環変動の変化や、さらには住宅ブームの長期化に貢献した、といつてよいであろう。

今回の住宅ブームの第3の特徴として、それが住宅資産価格の大きな高騰を伴っている点も重要である。図表3は、ここ30年ほどの連邦住宅関係企業監督局（OFHEO、以下OFHEOと記す）の発表する全米住宅価格

図表3 全米平均住宅価格の動向



(注) (1) 消費者物価指数 (CPI-U) を用いて名目指数をデフレートしたもの。
 (出所) OFHEO (2005b) およびその他 OFHEO 資料や Department of Labor, BLS 資料。

指数 (1980年第1四半期を100とする) の動向を示す。この指数は全米で毎年取引される一戸建て中古住宅の価格の平均値の趨勢を示すものである⁽³⁾。上段には名目住宅価格指数の動向 (右目盛), 中段にはそれを消費者物価指数 (ここでは CPI-U 指数を使っているが, 本稿では消費者物価指数はすべてこの指数を用いる) でデフレートした実質住宅価格指数の動向, 下段には四半期毎に過去1年間の住宅価格上昇率の名目値と実質値の推移を示しておいた。

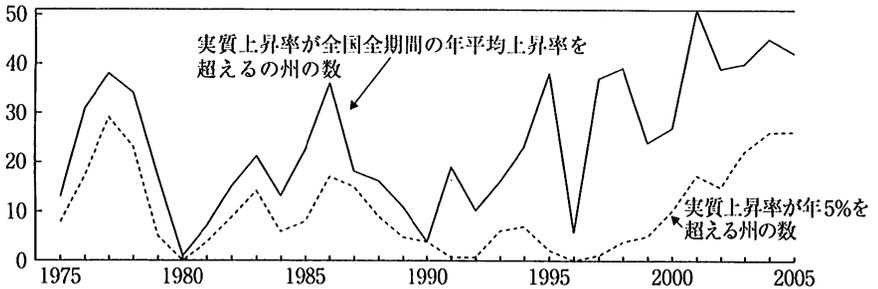
ほぼすべての指数で, 90年代後半以降の住宅価格上昇の大きさと持続性

が明らかであるが、長期の動向を見るにはインフレ調整後の実質住宅価格指数が便利である。その指数は特有の循環変動を伴いながらも、はじめの20年余りの間かなりの安定を示していたが、90年代末からは持続的に上昇に転じ、2000年の株式バブル崩壊の後には上昇率が加速している。後述のように、1970年代以前を含む十分信頼できる全国住宅価格の歴史統計は今のところ入手できないが、最近の実質価格上昇の幅と持続性は少なくとも第2次大戦後では最大であり、その点で今回のブームは戦後最大の住宅ブームとってよかろう。住宅価格上昇による資産効果とその景気循環への影響が注目され、住宅バブルへの懸念が強まっているのも当然であろう。

もっとも、住宅市場は本来地域の市場であることもあって、住宅価格動向も地域によって大きく異なる。後の図表8のように、今回の住宅価格の大高騰も多くは大西洋・太平洋の両海岸ないしその周辺に限られているともいえる。その点で今回のブームも、80年代のそれよりも規模が大きいとはいえ、地域的ブームに過ぎないという面がある。しかしその他の地方でも、緩やかながら持続的上昇がかなり広く見られるのも事実である。この点は図表4から伺える。

この図の上の方の実線のグラフは、資料の得られる1975年第1四半期から2005年第3四半期までの全米住宅価格の年平均実質上昇率1.56%を基準として、毎年（前年第4四半期から当該年の第4四半期までの1年間）それを超える住宅価格の上昇が見られる州の数を示したものであり、下の点線のグラフは、平均上昇率の3倍余りの年5%の実質上昇率を基準にして、それを超える上昇が見られる州の数を示している。ワシントンDCを含めて全米で51州あることを念頭に置けば、平均以上の上昇率を示す州の数が特に2000年以降継続的に非常に多いこと、5%以上の上昇率を示す州の数は1977年を超えていないとはいえ、最近では継続してかなり多いこと、が明らかである。後の図表8と合わせてみれば、住宅価格ブームの広がり、大西洋と太平洋の両海岸地方を中心とする住宅価格の高騰の程度と広がりが80年代以上であること、その他の地方でも緩やかながら持続的

図表4 実質住宅価格の年間上昇率が大きい州の数の推移



(注) 年間上昇率は前年第4半期から1年間の上昇率であるが、1975年と2005年は3・4半期間の上昇率(年平均)である。

(出所) OFHEO 資料。

上昇が見られ、南部の内陸部を除き実質住宅価格の水準が70年代末の水準を久しぶりに凌駕していること、の2点が明らかである。

第4に、今回の住宅ブームでは、後に多少ふれる新規な金融商品を誕生させながら、住宅関連の金融量の膨張が非常に大きいことも注目される。それは図表5に示した主要住宅金融手段である住宅抵当貸付(住宅モーゲッジ・ローン)のフローとストックの数字からも明らかであろう。住宅抵当貸付統計は1-4家族向け住宅と5家族以上向け住宅とに分けて記載されるから、一戸建て住宅中心の前者の統計だけをここでは問題にする。そこで住宅抵当貸付残高は、新築・中古の住宅販売金額の増加や、低金利による借り換えの増加や、さらには住宅抵当貸付市場を通じる住宅値上がり分の現金化の増加によって、90年代半ばから04年までに2倍以上と大きく増加している。しかし、抵当貸付の新規供与額の増加率は残高のそれよりはるかに大きく、なかでも低金利借替目的の抵当貸付の増加はめざましい。

アメリカの住宅抵当貸付、特にその残高では、現在でも30年満期などの固定金利ローンが中心を占めるが、金融革新もあって借り換えが罰則なしの低コストで一層簡単に出来るようになったので、90年代以降の長期金利の低下傾向の中で、特に01-03年には借り替え用新規抵当貸付が激増した。前年末の住宅抵当貸付残高に対する借り替え用抵当貸付新規供与額の比率

は、01年から急上昇して、03年には実に51%余りとなった。現存の住宅抵当貸付の約半分が1年で借り換えられた計算になる。この異常ともいえる借り換えブームは、アメリカの抵当貸付市場がいかに金利に敏感であり、いかに弾力的流動的であるかを示すとともに、この時期の超低金利政策の住宅金融市場への影響の大きさを示すものであろう。

このような借り換えによる金融フロー量の膨張を含めて、住宅ブームの金融部門への波及効果はまことに大きく、住宅ブームは金融部門の国内経済における比重の一層の上昇をもたらしたと思われる。アメリカの金融不動産等の部門の付加価値が名目GDP全体に占める比率は、94年の18.4%から99年の19.4%へと株式バブル期に上昇した後、株式バブル崩壊後も03年の20.4%まで一層上昇した。マクロ統計による法人企業の国内営業活動からの収益に占める金融部門（連邦準備銀行を除く）の比率は、94年の20.9%から99年の25.6%へと90年代にすでに上昇していた上に、株式バブル崩壊後の非金融部門収益の低迷と金融部門収益の引き続き増加により、03年には41.1%へとまさに驚異的な上昇を見た（以上の数字は Economic Report of the President, 2005, pp.224-225, 316 による）。これらは住宅ブームの金融への波及効果の一端を示すと見てよいであろう。

図表5に示す住宅純資産引き出し額の推移は、住宅ブームの家計部門に及ぼす拡大的影響を端的に示している。住宅価格の値上がりは住宅所有者の住宅純資産（住宅価格から抵当ローン残高を差し引いた部分）の増加をもたらすが、アメリカではローンの借り換えによって、金利の節約だけでなく、増加した純資産部分を日当てに借金を増やすことで、純資産部分の現金化が低コストで簡単にできる。さらに純資産に対して二次抵当貸付を受ける形で、純資産を現金化する道も普通に見られる。したがって住宅の販売によらなくても、住宅ローンを増やししながらではあるが、住宅値上がり分の現金化が容易であり、今回の住宅ブームの中で純資産の引き出しが異常に大きくなった。それは既に99年でも個人可処分所得の3%を超えていたが、04年には実に約7%に膨れ上がった。

図表 5 住宅抵当貸付関係資料 (単位10億ドル, カッコ内は%)

年次	新規貸付供与額					返済額			残高		住宅純資産引出額
	住宅購入用			借替用	合計	全体	借替に伴うもの	その他	年間増加分	残高(年末)	
	全体	新規住宅	中古住宅								
1991	370.9	91.9	279.0	241.8	612.7	437.9	209.7	228.2	174.8	2,505.6	67.0(1.5)
92	357.9	89.2	268.7	598.4(23.9)	956.3	776.0	555.1	220.9	180.3	2,685.9	49.5(1.0)
93	369.2	91.1	278.1	729.1(27.1)	1,098.3	928.9	674.0	254.8	169.5	2,855.3	34.0(0.7)
94	424.0	108.5	315.5	293.5(10.3)	717.5	557.0	255.7	301.3	160.5	3,015.8	48.0(0.9)
1995	391.5	95.9	295.6	179.8(6.0)	571.3	417.1	155.6	261.5	154.2	3,170.0	67.3(1.2)
96	480.4	114.8	365.6	286.9(9.1)	767.3	576.0	243.9	332.2	191.3	3,361.2	93.0(1.6)
97	491.6	115.5	376.1	319.6(9.5)	811.2	611.8	272.9	338.9	199.3	3,560.6	106.6(1.8)
98	581.2	125.1	456.1	843.5(23.7)	1,424.8	1,101.7	756.9	344.8	323.1	3,883.6	182.7(2.9)
99	715.7	159.9	555.8	572.5(14.7)	1,288.2	916.7	482.4	434.3	371.5	4,255.1	216.2(3.2)
2000	757.8	169.5	588.3	300.6(7.1)	1,058.4	750.6	224.3	526.3	307.8	4,563.0	204.1(2.8)
01	803.7	176.2	627.5	1,314.6(28.8)	2,118.3	1,657.2	1,140.3	516.9	461.0	5,024.0	261.6(3.5)
02	923.5	201.8	721.7	1,902.1(37.9)	2,825.7	2,197.1	1,688.1	509.0	628.6	5,652.6	397.7(5.1)
03	1,118.7	240.9	877.8	2,914.4(51.6)	4,033.1	3,340.7	2,617.0	723.7	692.4	6,345.0	439.5(5.4)
04	1,263.6	266.2	997.4	1,497.3(23.6)	2,761.0	2,023.1	1,268.3	754.7	737.9	7,082.9	599.5(6.9)

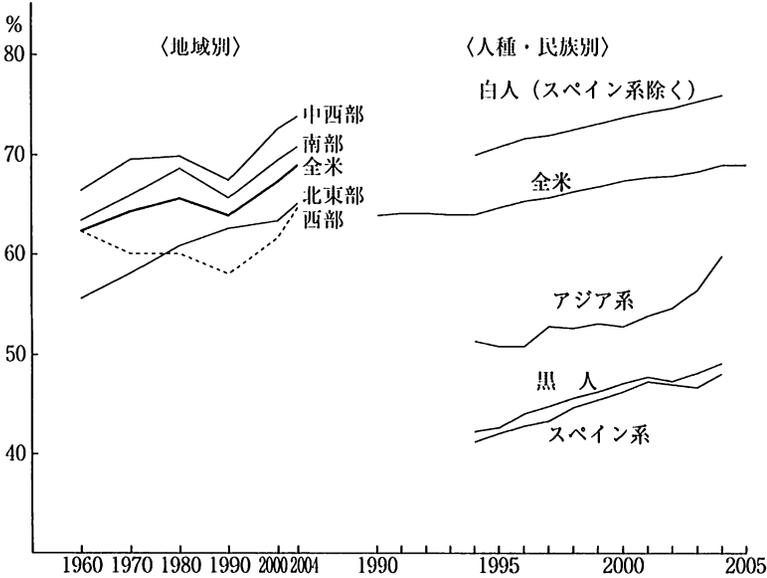
(注) 新規貸付の借替用のカッコ内は前年末残高に対する比率であり、純資産引出額のカッコ内は同年の個人可処分所得に対する比率である。

(出所) Greenspan and Kennedy (2005)

純資産引き出し分は、一部はその他の個人借金の返済や貯金に回るけれども、多くの部分は住宅支出や個人消費に回るといわれる。こうして家計部門の借金と支出の両方の拡大を通じて、住宅ブームは株式バブル崩壊による逆資産効果を大きく相殺したわけである。さらにそれによる家計部門のいわば過大借金・過大消費傾向がアメリカの対外借金の累積の背景となっているわけである。このように住宅ブームの家計部門への波及効果が大きいだけに、住宅ブームが去った後の反動も懸念される。いずれにしても、住宅ブームの波及効果は、金融面や個人消費、さらには地域開発等と非常に大きい。

最後に、特徴点の第6として、住宅ブームが住宅ローンの負担を高めながらも、多くのアメリカ人のマイホーム願望を大幅にかなえてきたことも記しておかねばなるまい。図表6のように、全米世帯の持ち家比率は、

図表6 世帯層別の持家比率



(注) 全米の2005年は第3四半期までの平均。2002年に統計上の多少の不連続がある。

(出所) www.census.gov/hhes/www/hrs.html/

60, 70年代に上昇した後、80年代にやや低下したが、90年代中頃からはっきりと上昇に転じ、上昇は現在まで続いており、2004年までの10年間は図示した過去45年間で最大の持ち家比率の上昇を見た。上昇は全米4地域すべてに及び、人種・民族別でもここに示す全グループに及んでいる。もちろん、黒人やスペイン系などと一般の白人との格差は依然大きい、格差自体もこの間ともかくも縮小している。ここには図示しないが、すべての人種のほぼすべての主要年齢階層において、この間持ち家比率は上昇した。

住宅は株式よりはるかに広範な大衆によって所有されている。したがって、この住宅ブームはまさに「資産家社会」(Ownership Society)を大いに前進させたわけである。過大な借金負担によって今後この面での前進が妨げられないかという懸念や、住宅ブームに見放されている低所得者階

層の住宅問題が全般的な住宅値上がりによって一層深刻になっているという問題などがあるとはいえ、住宅ブームの一般家庭へのこれまでの恩恵は注目されよう。

今回の住宅ブームの特徴点についてはこのくらいにして、次の問題はこのような住宅ブームの動因、とくに住宅価格上昇の動因をどのように考えればよいかという点である。

2. 住宅価格上昇とその諸要因

住宅価格の大幅な上昇を伴った今回のブームの原因を考えると、住宅の需要側と供給側の両面に分けて考察するのが便利であろう。まず、需要側では人口動態要因があるが、今回この要因は必ずしも重要ではない。

たしかに全米の人口増加率は90年代に13.1%と、80年代の9.8%、70年代の11.4%より大きく、60年代の13.4%にほぼ匹敵する。しかし他方では、90年代の世帯数の増加率は約13%であり、一世帯当たりの平均人数の下げ止まりもあって、60、70年代の20%台や80年代の15%台より低い。この点から見て住宅に対する潜在的需要は人口増加で考えるよりも小さいとみるべきであろう。また、世帯主の年齢別構成の動向でも、90年代には退職前の50歳台の割合の増大と25-34歳の割合の低下など、人口動態は緊急の住宅需要を強めるとはいえない方向に変化している（以上の統計は *Statistical Abstract of the United States, 1986, 2004-05, Sec.1. Population* による）。

実際、第二次大戦後の人口動態に大きな影響を与えたのはベビーブームであったが、そのベビーブーム世代の世帯形成が70年代から80年代前半でほぼ終了したことが、上の結果をもたらしたわけである。今振り返ってみれば面白いことだが、一部の経済学者は人口動態から判断して、90年頃からの20年間に実質住宅価格が低下傾向になると予想していたほどであった（Mankiw and Weil (1989)）。それは正しい理由から間違った予言をする

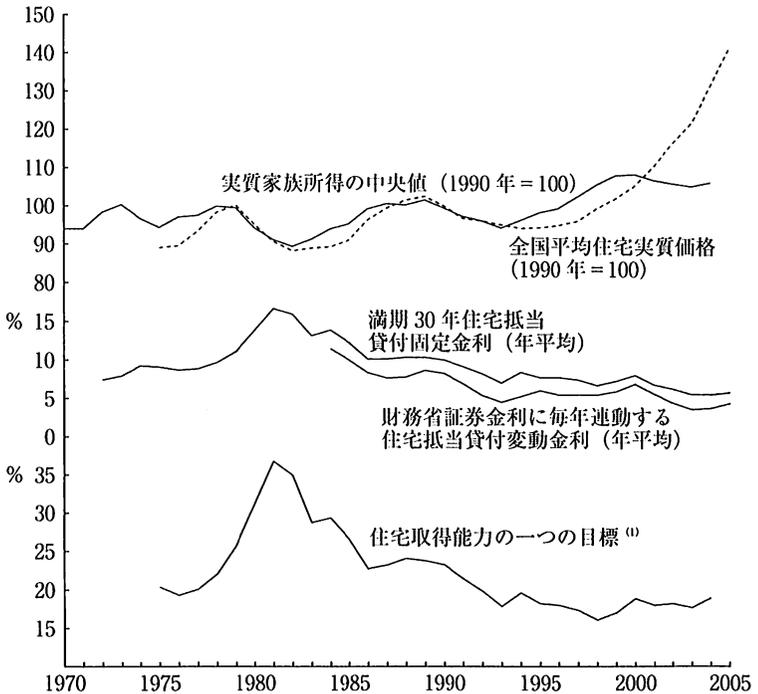
という典型的な例となったわけである。このように今回の住宅ブームでは人口動態要因は特に重要ではなかった。先に見たように、95年以降持ち家保有世帯比率の顕著な上昇が生じたが、これも住宅ブームが他の要因によってより強く影響を受けていることを示唆している（もっとも、2000年以降では、ベビーブーム世代の子供達の世帯形成もあって、世帯数の増加がかなり大きくなっていることも付言しておく）。

90年代以降の住宅需要を支えた要因としては、所得の上昇、そして何よりも長期金利の低下があった。図表7のように、消費者物価指数でデフレートした全米の家族実質所得の中央値は、73年以降90年代中期まで顕著な停滞傾向を示したのち、90年代後半にある程度の上昇となり、2000年以降再び停滞している。もっとも、家族実質所得の平均をとれば中央値よりもこの間の上昇がかなり大きくなり、たとえば90年代には中央値の9%の上昇に対して平均値の17%の上昇となった（ただし、2000-04年は両方とも同程度の実質低下があり、90年代の両者の上昇率の違いは多くは90年代前半に生じている。なお、以上のデータは商務省センサス局資料による）。

両者の上昇率格差は70年代末以降所得配分面での格差拡大が顕著になった結果である。アメリカのような不平等社会では少数の大金持ちによって平均所得の数字が大きく引き上げられるから、平均値よりも中央値の方が典型的な家族の所得状況をよりよく示すから、このような研究でも平均値よりも中央値が問題にされるのが普通である。ここでもそれに従うが、いずれにしても家族所得面からの潜在的な住宅需要効果は、70、80年代よりも90年代の方が大きかったであろう。しかし、所得上昇の程度から見て、その効果は一般大衆では90年代でもかなり限られたものであったと思われる。

90年代以降の住宅ブームで特に重要な役割を果たすのは、金利の低下、特に長期金利の低下であった⁽⁴⁾。同じく図表7の中段には住宅抵当貸付の固定金利と変動金利の両方の動向を示しておいた。住宅抵当貸付の代表的商品である固定金利満期30年ものの金利は、70年代末から80年代初頭のボ

図表7 所得、金利の動向と住宅取得能力の指標



(注) (1) 毎年の平均住宅価格で住宅を購入し、その価格の8割分を上にした金利で30年満期住宅抵当貸付(固定金利)で借りた場合、元利支払い1年間分が家族所得中央値の何パーセントになるかを示したもの。毎年の住宅価格は、全米不動産業者協会の発表する2004年の中古住宅販売価格の中央値18.52万ドルをもとに、OFHEOの全国平均住宅価格指数を用いて算出した。

(出所) 金利はFreddie Mac資料、住宅価格は全米不動産業者協会の*Real Estate Insights*, Dec. 2005とOFHEO資料、家族所得は*Statistical Abstract of the United States*による。デフレートは消費者物価指数によった。なお、05年住宅価格は第3四半期までの平均値。

ルカーによる大金融引き締めによる暴騰とその後の修正の後も、80年後半はかなり高止まりしていた。しかし90年代に入ると、インフレ期待の低下もあって、長期金利は長期的低下傾向を示すようになり、2000年の株式バブル崩壊以降も低下は一層進んだ。この金利低下は一般的な長期金利低下を反映するものであるが、金利低下が住宅市場にもたらす影響は実に大き

い。

いま、毎月元利均等払いで一定額の30年満期の住宅抵当借入れを固定金利である場合、金利が10%から9%、8%、7%、6%とそれぞれ1%ポイントずつ低下するとして、借金の負担がどうなるかを試算すれば、借り手が返済すべき元本と利子の月額は、それぞれ8.3%、8.8%、9.3%、9.9%減少していき、減少の率は金利低下につれて増えていく。金利が10%から6%へと4%ポイント低下したとすれば、毎月の元利払いは実に31.7%も減少する。ほぼこのようなことが1990年から2003-04年の間に実現したわけである。このような金利低下が住宅購入を大きく刺激することは明らかであり、前述のように今回の住宅ブームで持ち家比率の顕著な上昇が見られたのもうなずけるであろう。

同じ図表7の下段には、所得変動、金利変動、さらに実際の住宅価格の変動などの総合的な結果、典型的な家計が住宅を購入する年によって、どのような元利返済負担（所得に占める比率）を背負い込むかを試算したものである。ここでは毎年の家族所得は全米の家族所得の中央値をとり、住宅価格はOFHEOが価格指数しか公表していないので、全米不動産業者協会が発表している2004年の中古住宅の売買価格の中央値18.52万ドルをもとにして、OFHEOの全米平均住宅価格指数を用いて毎年の住宅価格を算出した（その結果は協会が発表している過去の住宅価格の数字と極端な違いはないことを付言しておく）。住宅購入者はその年の住宅価格の80%分を、その年の平均金利で、満期30年の固定金利ローンで借りるものとしている。ここに示す元利負担の税引前所得に対する比率は、大雑把ではあるが、そしてすぐ述べる限定も必要であるが、典型的な家族にとっての住宅購入の負担の推移を示すといつてよいであろう。

この図からは、特に70年代末から80年代前半に、長期金利高騰の影響で新規購入者の元利払い負担が異常に大きくなっていること、90年代以降主として金利低下のおかげで、住宅価格上昇にもかかわらず、元利払い負担が軽減されていること、が読み取れよう。

しかし70, 80年代については、この指標には大きな限界がある。アメリカではもともと連邦税制の住宅購入優遇度が大きいが、この時期にはインフレ高進により税制の優遇効果が普段より大きくなっていたし、またレーガンの81年の大減税の結果、住宅への税制優遇が特に大きくなった。したがって、元利支払い負担の程度を歴史的に比較するには、その点を調整する必要があるが、それは簡単ではない（住宅への税制優遇については、Poterba (1984) ; Poterba (1992) などを参照）。また、80年代には、金利高騰への対応策として住宅金融での変動金利への依存が大きくなり、満期30年の固定金利抵当貸付への依存度が他の時期より低下したということもあった。したがってこの時期についてはこの指標には限界があるが、いずれにしてもこのような金利高騰のもとでも、かなりの住宅ブームが見られたことは興味深い。

90年代以降については、税制変更の影響やインフレ率変動などが小さいから、この指標は住宅取得能力の指標としてかなりの程度有効であろう。この図では90年頃から98年まで家族所得に占める元利払い負担の比率は低下傾向を示しているが、これは一部は実質住宅価格の低下ないし安定や、94年以降の実質所得の上昇の影響もあるが、主として金利低下によるものであった。98年以降は元利払いの比率はやや上昇気味であるが、それにしてもその水準は歴史的に見て低水準にある。これはこの間に生じた住宅価格の大幅な上昇を金利低下の作用が大きく打ち消したためである。90年代以降を通して、長期金利の長期的低下傾向がなかったならば、元利払いの負担の耐え難いほどの上昇なしでは、これほどの住宅価格上昇は不可能であった。長期金利の低下がすぐに住宅需要拡大をもたらすというほど単純ではないが、それが住宅需要拡大の重要な背景であることは明らかであろう。もっとも、図示できなかったが、05年末にはこの指標もほぼ91年の水準になったようであり、取得能力の点でも今回のブームにも限界が見え始めたようである。住宅ブームの今後の推移を見るとき、この指標が一つの注目点であろう。

金利の影響としては短期金利の異常な低下によるものも見逃せない。連邦準備制度理事会による超金利政策の結果、一般の短期金利は株式バブル崩壊以降一般インフレ率より低くなり、実質金利はマイナスとなった。03年6月以降、異常な超低金利の修正による金融正常化が緩やかに進められてきているが、まだ正常化の過程は完全には終わっていない。その結果、一般の長期金利と短期金利の利鞘は、ごく最近縮小したとはいえ、2000年以降長らく大きく開いていた。

住宅抵当貸付では、変動金利ローンの金利は短期金利と連動するが、図表7の中段に示す変動金利の動向を見れば、その水準はここ数年は空前の低さであり、固定金利との利ざやは00-03年に拡大した後やや縮小している。変動金利ローンは、もともと住宅金融にある程度利用されていたし、また最近でも後述のように03年頃からその利用が多くなっている。これは金利変動のリスクを無視してでも、金利コストの引き下げを狙った住宅購入者の行動、あるいはそれを助長しようとする業界の行動によるものである。こうして低金利の住宅需要拡大作用は、長期金利とともに短期金利の低下によるものであった。

以上の要因のほかに、この時期の特に景気後退期以降の住宅市場の盛り上がりには、投機的需要の作用が大きかったことも忘れてはならない。株式バブルの崩壊によって株式市場が必ずしも有利な資産運用の場でなくなった後も、経済にはバブル的心理は引き続き旺盛であり、住宅市場がその重要な受け皿となった。住宅市場のバブル的心理は株式バブルからひきつがれたわけである。しかもこのことは、株式バブル崩壊による逆資産効果を相殺するために、連邦準備制度理事会が2001年初頭から前述の超低金利政策に転換したことによって促進された。中央銀行がコントロールしやすい短期金融市場での実質金利のマイナスの維持は、結局は長期金利の異常といえるほどの低下をもたらした一因であろう。長期金利は政策とは独立に決まる側面も多いとは言え、長期金利が短期金利の合成物である以上、政策金利の長期金利への影響は否定できない。さらに異常な短期の超低金

利が住宅需要をあおったこともあった。

したがって、上に述べた金利面からの住宅需要の支持の中には、ファンダメンタルな要素とばかりはいえない、人為的な低金利による増幅作用が含まれていた。さらに、この間の金融政策は株価の値下がり防止ないし緩和を目的に運用されていたと噂されたように、中央銀行は資産市場の状況悪化に極度の神経を使っていたように見えたし、そのような政策はあるていど成功したと見ることもできる。しかしそのことは、皮肉にも一般大衆が資産運用においてリスクを軽視する結果をもたらし、値上がり益追求を目的とした大衆の住宅投資熱をあおることになったと見てよいであろう。これらの点で中央銀行政策の住宅投機への貢献は否定できない。連邦制度理事会は、株式バブル崩壊の影響を相殺するために、もう一つの住宅バブルを出現させたという批判も、必ずしも不当ではなからう。

このような投機的要因を資料的に裏付けることはできないが、住宅購入が値上がり予想によって大きく増幅されていること、これ以上の値上がりによって住宅を買えなくなることを恐れて金融面で無理をしながら住宅購入を行う人が多いこと、そして金融の超緩慢状況の中での金融機関の競争で不健全な住宅金融の慣行が促進されていることなど、バブル的現象はしばしば指摘されているところである。この点には十分には立ち入れないが、多少の指摘はしておこう。

住宅購入に値上がり予想が大きく組み込まれていることは多くの新聞雑誌などの記事に見られるところである。貸家の空家率が2004年に第2次大戦後ではほぼ空前の10%という水準になっていて（先の図表1参照）、これが持ち家ブームと並存しているのも異常に見える。貸家の家賃は現在特別に上昇しているわけではないのに、このような現象が見られるのは、伝統的なマイホーム願望の強さもさることながら、住宅値上がり予想が組み込まれたマイホーム熱の異常さのためかもしれない。

また、アメリカでは2つの政府系金融機関（注(3)参照）が証券化ないし保有を目的に金融機関から住宅抵当貸付を常時大量に購入しているが、

その購入抵当貸付物件に関して、住宅購入目的の調査が行われている。最近の調査によれば、住宅購入者の定住目的ではなく、投資目的とセカンド・ハウス目的での住宅購入用ローンは、住宅購入用ローン件数全体の中で、99年には8.5%を占めていたのが、05年第1四半期には17.6%へと倍増した。政府保険ないし保証付きの抵当貸付関連の住宅物件を除くと、05年の数字は21%となる（政府系金融機関の購入不適格の抵当貸付で購入する住宅物件の場合には、この比率は一般により高いといわれる）。このような目的での購入は広く分散しているとはいえ、その比率が特に高いのはフロリダ、カリフォルニア、アリゾナ、ネバダの一部の地域など、保養地的要素の高い地域や住宅価格上昇の激しい地域である（Nothhaft (2005)）。

セカンド・ハウスはベビーブーマーが近い将来の退職のために買っているという事情がある。また、この種の住宅購入が長期的に増える傾向にあるのも事実である。しかし、住宅価格暴騰時のこの上昇は異常というべきで、低金利とともに住宅値上がり予想にもとづいた行動という性格が強いであろう。これらの購入者は概して住宅価格動向に敏感であるために、最近ピークを過ぎかかったといわれる住宅ブームの中で、逃げ足の速いその行動が目ざれている。いずれにしても、特にこの数年、住宅需要がバブル的心理によって支えられていることは否定できまい⁽⁶⁾。

不健全な住宅金融について最近注目されているのは、サブプライム・ローンの増加（抵当貸付残高に占めるその比率は2000年の2.4%から05年第1四半期の12.4%へと上昇している）の外に、変動金利ローンの増加、「金利オンリー」（Interest Only）などの元本返済後回しの貸付の増加、二次抵当貸付などを使った住宅購入時の頭金比率の引き下げなどである（以下の不健全な金融慣行については、Fratantoni et al. (2005), pp.42-59; Joint Center For Housing Studies of Havard University (2005), pp.15-19; OFHEO (2005a), pp.9-13 を参照）。

変動金利ローンの利用は長期金利の水準が持続しない程高い時に増える

のが普通だが、今回は長期金利が非常に低い03年末から急増して、04年下半期には新規抵当貸付額の46%を占め、05年にはやや減少した。残高では05年初め頃で抵当貸付全体の23%に達し、サブプライム・ローンに限れば半分以上を占めていた。変動金利ローンの利用が拡大したのは、変動金利をよく使うサブプライム・ローンの拡大の結果であるほか、特に住宅価格上昇が大きい地域などで、当面の金利負担を少しでも減らして、住宅購入者が住宅取得能力を高めるためである。もう一つは、当初3-10年間は金利を固定しその後に変動金利に移行するハイブリッド型変動金利ローンが多くなっているためであるが、これは若い層を含めて将来の住宅買い換えやローンの借り換えを狙う住宅購入者が、当面の金利変動リスクを回避したいためによく用いるといわれる。いずれにしても、変動金利ローンは、現在ないし将来の金利リスクを背負い込むことと引き換えに、固定金利ローンでは住宅を買いにくい階層の住宅取得を促進する作用をしているといえよう。

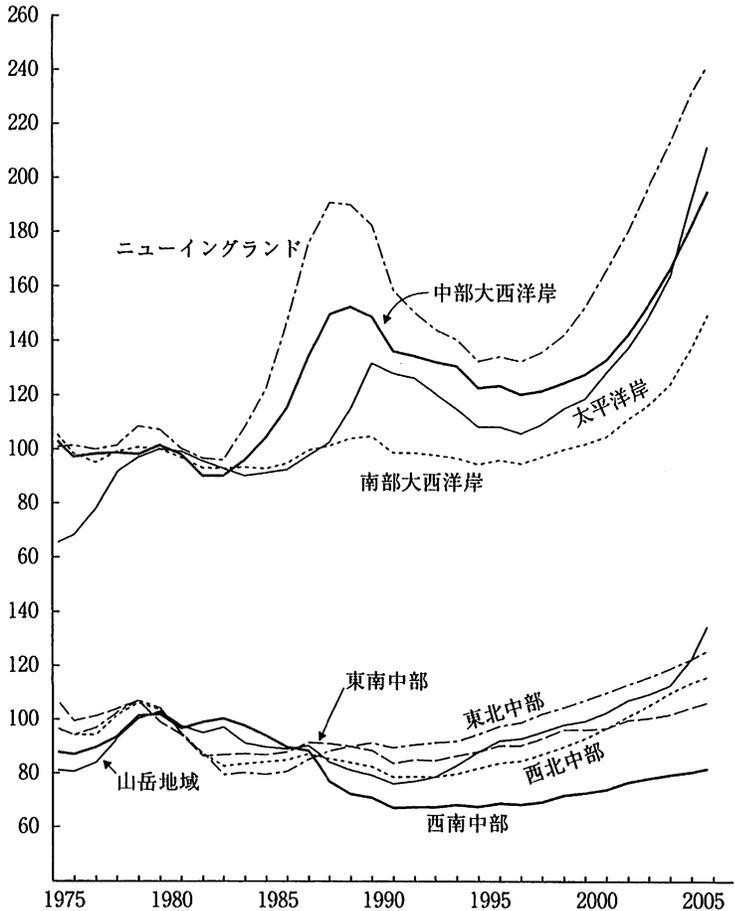
金利オンリーのローンは、当初数年間は金利返済をするだけでよく、元本返済はその後には延ばされるというものである。その変種には、当面は金利支払いの一部しか負担せず、元本部分が一定程度まで膨らんだ後に、元本返済に移るというものもある。金利オンリー・ローンは、もともとは資産や金融知識のある一部の人をターゲットに作られた商品であったが、資産も知識もない人々、住宅価格高騰で住宅が買いにくくなった階層に対して多く用いられるようになった。金利オンリー・ローンの利用は数年前まではわずかだったが、住宅価格高騰とともに急増し、04年下半期には住宅抵当新規貸付額の17%、05年上半期には23%がこのローンで占められていた。住宅購入用ローンに限れば、04年で新規ローンの3分の1が金利オンリーであった。いずれにしても、住宅価格や所得が下がる可能性さえあるのに、さもなくば住宅が買えなかったかもしれない人々が、増加しかねない元本返済負担を将来に繰り延べ、その上金利変動のリスクをも抱え込むことは、危険極まりないというほかない。

住宅購入時の住宅価格に対する頭金の比率については、一次抵当貸付だけで見ると状況悪化が見られないようであるが（04年下半期でローン額が購入住宅価格の8割を超えるものは約27%にとどまる）、実際には二次抵当などを用いて頭金比率が引き下げられているとよく言われる。その程度については明らかでないが、住宅価格の異常な高騰の中でこのような慣行が拡大していることは確かである。以上に述べたすべての不健全な金融慣行の拡大は、住宅価格高騰の中で住宅需要のかさ上げをもたらすとともに、金融面のリスクの拡大をもたらしている。にもかかわらず、ごく最近まで、金融当局は実効ある対策を採らないまま、事実上放任してきた。

以上、住宅ブームの需要面を見てきたが、そこでは人口動態要因や所得要因も作用しているとはいえ、インフレ鎮静化に伴う長期的金利低下の影響と、2001年の超低金利政策への転換もあって90年代後半のバブル的心理が住宅市場へ移転されたことの影響、この2つが重要であった。両者があいまって住宅需要へのいわば拡大的ショックをもたらしたことが、今回の大きなブームの最大の要因であった。しかし、住宅価格の動向は供給側の要因によって大きな影響をうける。そこで供給面の考察に移ると、供給側の要因で重要なのは、住宅建築コストなどもさることながら、何よりも新規住宅用地の供給の弾力性であろう⁽⁶⁾。

建築コスト自体は毎年そんなに大きく変動するものではなく、一般物価動向とかなり似た動きを見せるのが普通であろう。その指標として国民所得統計の住宅建築のデフレーターを見ると、80年代には消費者物価ほどには上昇せず、90年代には消費者物価とほぼ同じ上昇率を示し、ここ数年は消費者物価上昇率より上昇が大きい、この間全期では両者の上昇率の差はほとんどなく、したがって実質でほぼ上昇していない（もっとも、シラーは実質建築コストが80年頃から最近までかなり低下傾向にあると見ている。Shiller (2005) p.13, Figure 2.1 を参照）。また、建築コストの地域的な差異や変動の違いはある程度あるであろうが、いずれも必ずしも大きくないであろう。

図表 8 センサス地域別実質住宅価格の推移⁽¹⁾ (1980年第1四半期=100とする指数)



(注) (1) 毎年の第4四半期の数字をとったが、1975年は第1四半期を追加し、2005年は第3四半期の数字をとった。実質住宅価格はここでも名目住宅価格を消費者物価指数でデフレートしたもの。

(出所) OFHEO 資料。

それに対して住宅用地供給の弾力性は地域によって大きな違いがある。用地供給の弾力性が非常に大きければ、住宅価格は基本的には建築コストによって決まり、80年代以降では住宅価格は基本的には消費者物価と同様か、それよりもやや小さい上昇しか示さないことになる（もちろん、住宅

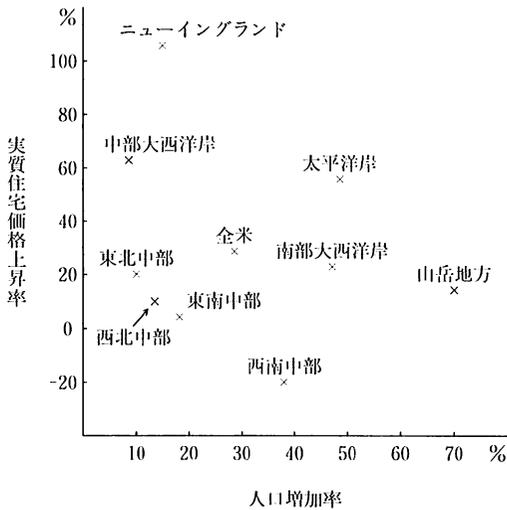
用地のコストもあるが、供給弾力性の大きい場合、それは小さく、またほぼ固定的であろう)。それに対して、用地供給の弾力性が小さければ、住宅需要の増加は多くは土地価格の上昇によって吸収されることになり、また周辺の旧来の市街地などの中古住宅価格も、いわば差額地代の資本還元値として上昇する。さらに住宅用地の供給の弾力性は短期と長期でかなりの程度差があると思われるから、住宅需要急増の場合には弾力性が小さい地域では非常に大きな価格上昇が生じ、その後の需要低迷時には価格低落をもたらしかねない。こうして住宅価格の循環的変動が生じると、投機的活動が加わってバブルを生じやすいわけである。

住宅地の供給の弾力性は、人気のある大都市地域で小さく、土地の豊富な農村地域などで大きいことは言うまでもない。弾力性の違いは潜在的な住宅用土地の多寡によって異なるとともに、住宅用地規制の程度や開発に対する住民の抵抗の大きさによっても異なるが、この2つはしばしば相互作用の關係にあり、それが人気のある大都市地域の住宅地の供給弾力性をひどく低下させることになる。もちろん、弾力性は個々の地域で差異が大きく、もともと個別的市場の色彩の強い住宅市場の個別性を強める作用をしているが、州とかここで問題にするセンサス地域など、個別市場の集合としての広域市場にも大きな影響を与えているわけである。

なお、この住宅用地供給の弾力性は政府規制の変化などにより歴史的にも変化するが、米国全体とかセンサス9地域とかの広い地域をとれば短期的な変化は大きくないであろう。それでも本来ならば短期的な変化も問題にすべきであろうが、そして今回のブームの進展の中で規制強化による弾力性の低下もあるていど生じているかもしれないが、それらはとうてい本稿では明らかにしえない。ここで用地供給の弾力性の要因を問題にするのは、長期継続的要因としてであり、地域間の継続的差異の要因としてであることをことわっておこう。そこで全米のセンサス地域別の住宅価格の動向を見ることにしよう。

図表8はOFHEO資料による地域別の実質住宅価格の動向(図に注記

図表9 1980-2003年の地域別の人口増加率と住宅価格上昇率の比較



(出所) 人口は *Statistical Abstract of the United States*, 2004-05, p.20, 住宅価格は OFHEO 資料による。

したように毎年の第4四半期の数字を図示した)を示す。この図の住宅価格変動の状況を一見するだけで、大まかに言って、アメリカの住宅価格市場が2つのかなり性格の違う市場、すなわち東西の大西洋・太平洋の両岸地域と内陸地域との、2つの市場からなっていることがわかる。前者はほぼ図の上段に示す地域であり、そこでは概して実質住宅価格の大きな変動と長期的上昇傾向が見られる。それに対して下段に示す地域では、多少の例外を除き、実質住宅価格はかなり安定している。この2つの市場動向の違いは多くは住宅用地の供給の弾力性の違いによると見てよいであろう。

ここでもう一つ、図表9を見ておこう。これは9センサス地域別に、80年から03年の人口増加率(横軸)と実質住宅価格上昇率(縦軸)の関連を見たものである。住宅価格上昇率の地域別順位は年のとり方によってかなり変化し、たとえば太平洋岸はこの図では9地域の中で上から3番目となっているが、1975-03年で計ればニューイングランドや中部太平洋岸より

上の1位になる。しかしこの図でも大体のことはわかる。ここで人口増加率は、大雑把ながら各地域の住宅需要の指標とみなしているが、住宅価格の上昇率は人口増加率との関連が大きくないことが注目される。ニューイングランドや中部太平洋岸は、東北中部や西北中部とともに、人口増加率が最も低い地域であるが、住宅価格上昇率は1位と2位を占める。山岳地方では飛びぬけて人口増加率が高いが、住宅価格上昇率は小さいし、西南中部では人口増加は平均よりかなり大きいのに、住宅価格はこの間実質で下がっている。

以上二つの図表から、需要条件の影響も無視できないとはいえ、住宅価格は供給側の条件によってより大きな影響を受けていることが伺えよう。大西洋岸の特に北部は古くから都市化の進んだ地域であり、相対的な過密もあって、都市建築規制の強い地域が多い。この地方では住宅用地供給の弾力は小さいところが多く、需要増加による住宅価格の上昇と、反動期の価格低下が生じやすく、長期でも住宅の値上がりが生じやすい。ニューイングランドのボストンとその周辺や、中部大西洋岸のニューヨークとその周辺などがその代表であり、南部大西洋岸でも首都ワシントン周辺も、以前からかなり似たような状況にあったと思われる。太平洋岸の中心を占めるカリフォルニアは、人口増加が大きい上に、60、70年代からは環境規制の強化や納税者の反乱（1978年の提案13号による財産税の大幅引き下げ）など、都市住民の政治参加が大きくなり、それが建築規制の強化と70年代以降の地価上昇を引き起こしたといわれる。

それに対して、相対的に人口希薄な内陸部の多くの地方では、住宅用地の供給の弾力性が高く、住宅価格は建築コストによって決定されることが多いと見てよいであろう。そのために住宅価格も一部の時期を除いて一般物価と大差ない変動を示している。もっとも、先の図表9をよく見ると、大西洋・太平洋の両岸地方を除く内陸部のうちで、人口増加の大きい南部で、人口増加の少ない北部よりも住宅価格上昇が少ないことがわかるが、これも一つは都市化の進展の違いによるのかもしれない。また、古い大都

市でありながら、おそらく需要面の制約から住宅価格上昇が小さい地域があることも事実であろう。かつて長期的な都市発展の代表例といわれ、ホイットの貴重な著書『シカゴ土地価格百年史』（Hoyt (1933)）の対象となったシカゴはその例であろう。いずれにしても、住宅価格の動向や地域的差異の理解には、需要面の要素も無視できないとはいえ、供給面の弾力性の理解が欠かせないであろう。

住宅の供給側の要因についての説明はその程度にしておき、ここでこの間の地域別の住宅価格動向にふれておこう。大西洋岸の特にニューイングランドや中部大西洋岸地方は、88、89年をピークとし90年代中期を底とするかなり大きな住宅価格の循環変動が見られたが、90年代中期以降からの今回の上昇局面は80年代と同等ないしそれ以上であり、同時に長期的な実質価格の上昇も大きい。太平洋岸地方では過去2つの循環が見られたが、上昇は70年代の方が大きく、80年代から90年代前半まで循環はそれほど大きくなかった。それに対して今回の上昇は前の2回よりかなり大きく、また先にも触れたように、70年代を含めれば長期的住宅価格上昇も一番大きい。

最近では、南部大西洋岸と山岳地方が大きなブームに巻き込まれているか、巻き込まれつつあることも注目される。南部大西洋岸地方では、首都ワシントン周辺は前からかなり大きな住宅価格循環を示していたが、全体としてはこれまで価格の循環も長期的実質価格上昇もあまり見られなかった。しかし最近、首都周辺に加えてフロリダがブームに沸いており、その他の州でも継続的な実質価格の上昇傾向が見られるようになった。

また、太平洋岸に接する山岳地方は人口増加が最も大きい地方ではあるが、70年代末をピークとする住宅価格の循環の後、しばらく住宅価格は安定的であった。しかし最近、ネバダ、アリゾナをはじめとして大きな住宅ブームに巻き込まれている。これらの州では住宅用地供給の弾力性は一般に大きいと思われるかもしれないが、ラスベガスなど必ずしもそうでないところもある。これらの地方への住宅価格ブームの波及は、一つにはカリ

フォルニアからの人口移動の影響があるといわれる。かつて日本の土地バブル期には、東京都心部の高い土地を売って、土地の安い郊外やもっと遠くへ生活拠点を移すことがよく見られたが、現在のアメリカでもカリフォルニアから山岳地方やもっと遠くの州への同様の移動が見られる。同様の人口移動は東部大西洋岸でも見られるという。住宅の安い地域へのブームの波及は、資金だけでなく人の動きも伴うわけである (*New York Times*, Nov. 7, 2005, p.1, "Saying Goodbye California Sun, Hello Midwest")。

以上5地方の最近の住宅価格上昇率を示すと、96年第4四半期から05年第3四半期までで、実質では太平洋岸100%、ニューイングランド82%、中部大西洋岸63%、南部大西洋岸58%、山岳地方45%であり、2000年第4四半期以降でも、その順で65%、46%、46%、43%、31%であり、はじめの4地方で全米平均の53%、35%を超えている。名目上昇率では、同じ順番で、96年末以降で148%、126%、102%、97%、80%、2000年末以降では87%、65%、66%、62%、48%となっている (OFHEO 資料による)。上昇の大きさが確認されよう。

その他の4つの地域の実質住宅価格の動向は、大まかに言えば、79年頃のピークの後、概して90年代前半までの緩やかな低下ないし低位安定を見せているが、今回のブームの中で緩やかながら上昇が続いた結果、西南中部を除き、現在この間の価格のピークを更新しつつある。西南中部は、70年代に石油ブームや一次産品ブームの影響で、この地方としては珍しく住宅価格の高騰が生じたが、石油逆ショックによる価格低落以後も価格は低迷し、95年以降の価格上昇率も一番低い。東北中部は80年代初めの実質価格低下が大きいが、その後は緩やかながらほぼ持続的な上昇に転じて、今回のブームにつながっているように見える。西北中部と東南中部は、ともに4地域の平均的な動きを示しているようである。

この4地域の最近の住宅価格上昇率を示すと、実質では96年末以降で、西北中部37%、東北中部27%、西南中部20%、東南中部18%であり、2000年末以降では同じ順で20%、15%、10%、10%である。名目上昇率では、

同じ順で96年末以降で、72%、56%、49%、46%であり、2000年末以降では36%、28%、25%、25%である。全国平均よりも上昇率が小さいとはいえ、かなりの上昇であるといえよう（同じくOFHEO資料による）。

以上の各地域の住宅価格変動をふまえて、最近の全体的な動きはほぼ次のようにまとめられよう。現在までのところでも、今回の住宅価格ブームは全体としての上昇率で戦後最大の規模であり、上昇に地域的な偏りが見られるとはいえ、ブームの広がりも戦後最大である。東西兩岸の4地方の累積の価格上昇率は、ニューイングランドを除き、これまでのブーム期と同等ないそれ以上であり、これら4地方の人口は全米の53%余り、山岳地方を加えると6割に達し、全米の住宅価格総額に占める比率はもっと高いであろう。その他の4つの地域でも今回はかなりの期間住宅価格がじわじわと上昇して、ブームの波及が見られるようであるが、これはここ30年間ではほぼ初めての現象であると思われる。住宅用地供給の弾力性が概して大きいと思われるこれらの地方で、継続的な実質価格上昇が何を意味するかは興味ある問題かもしれない。

ところで、このような価格上昇を示す住宅ブームがバブルなのかどうかは、最近しばしば議論されるところである。ここでもそれについて論じるが、価格上昇がどこまでが経済のファンダメンタルで説明でき、どこまでが投機的ないしバブル的要因によって増幅されているかを知ることは至難のことであり、厳密に言えば事前にそれを言うことは不可能である。その判断は最終的には個人の直感によらざるを得ないと思われるが、以下、多少ともそれを探ることにしよう。その場合バブルではないという論者の主張について多少論じた後に、筆者の認識を記すことにする。

3. 住宅価格バブルの判断

上述のような住宅価格の上昇があるとき、普通人の直感ではバブルであるというのが自然であろうが、その場合に判断の指標としては、住宅価格

の家計所得に対する比率とか、住宅価格の家賃ないし家賃相当分に対する比率とかがよく用いられる。

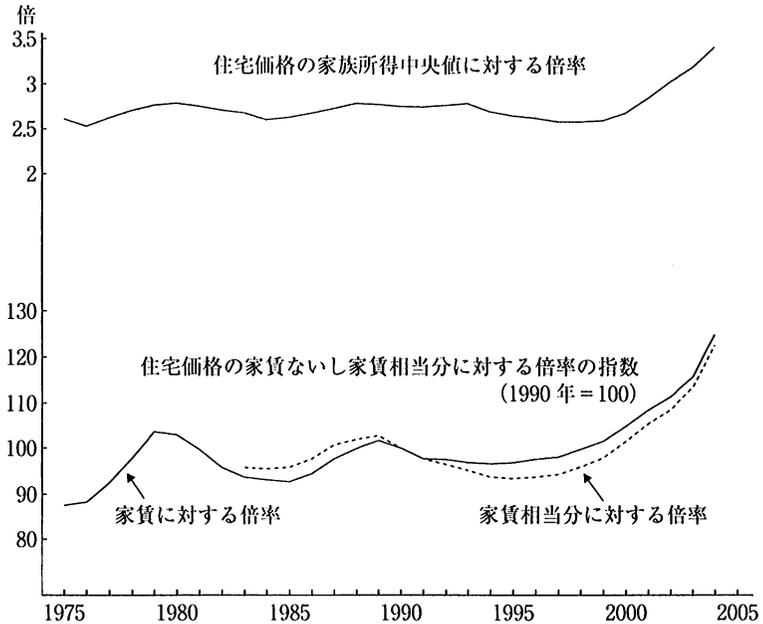
前者は図表10の上段に示す。ここで毎年の住宅価格（中古）は先の図表7と同じもので、OFHEOの平均住宅価格指数と不動産業者協会発表の04年の住宅価格（売買価格の中央値）を用いて算出してあり、家族所得も同様に全米の中央値を用いている。この図は毎年住宅価格が家族所得の何倍に当たるかを示している。日本と比べればこの比率が大変低いことがわかるが、以前はほぼ安定していた比率が、2000年以降急上昇している。

ある資料によれば、アメリカの最大の都市地域110の中で、各地域の住宅価格中央値が各地域の世帯所得中央値の4倍を超える地域は、99年の10地域から04年の33地域（6倍以上は10地域）に増え、後者は全米人口の4分の1をカバーしているという（Joint Center For Housing Studies of Harvard University (2005), p.2）。05年にはこの数はもっと増えているであろうが、所得の4倍というのは住宅取得が容易でなくなる線と見ることもできよう。この資料は、04年段階で4分の3の世帯で住宅取得能力がまだかなり高いとの解釈をも許すかもしれないが、短期間での変化はやはり大きい。上のグラフと合わせて見て、バブル懸念が大きくなるのは当然であろう。

しかし、このような理解には当然ながら疑問が出される。住宅保有のコストは住宅価格よりもユーザー・コストで見べきだとか、住宅取得能力は金利コストなどローンの支払い能力で見べきだとか、という点である。前者は後回しにして、まず後者を問題にすると、その主張自身は間違いではなかろう。図表7の下段のグラフで見たように、主として金利低下の結果、住宅取得能力は、住宅価格高騰にもかかわらず少なくとも04年まではかなり高かった。金利負担の軽減を考慮しない住宅価格／所得比率は、金利低下の場合には、取得能力の低下を過大に示すことになるであろう。

とはいっても、短期金利の上昇による変動金利ローンの負担増大と、ま

図表10 住宅価格の家族所得と家賃に対する倍率の推移



(注) 住宅価格、家族所得中央値は図表7と同じ。家賃と持家に関する家賃相当分の指数は消費者物価指数の構成要素を用いた。

(出所) 図表7の資料の外に、家賃指数は *Economic Report of the President*, 2005, p.280 による。

だ小さいとはいえ長期金利上昇の負担で、そして何よりも住宅価格の大幅な上昇で、ごく最近では取得能力がかなり悪化していることを忘れてはならない。図表7の指標にはほぼ類似した概念を用いる全米不動産業者協会の住宅取得能力指数 (Affordability Index) も、05年秋には91年以降の低水準 (悪い水準) となっていて、前回の住宅ブームの頂点である89年頃の水準にかなり近づいている (全米不動産業者協会のインターネットに載せている雑誌 *Real Estate Insights* などを参照)。90年代以降の持ち家比率の上昇 (持ち家がより所得の少ない層へ拡大していること) を考慮すれば、これらの指数は取得能力の低下をある程度過小に示しているということも

できよう。このように取得能力のかなり急速な低下が進行していることは無視できない。

さらに、このような取得能力とバブルとの関係をどう見るかという問題もある。前回の住宅ブームの最終局面と比較して、住宅取得能力に多少の余裕があるからといって、現在の住宅価格がファンダメンタルで説明できるということができようであろうか。今回のような大幅な金利低下があったとき、それが大胆な超低金利政策で支援されていたことを別としても、それに見合った住宅取得能力の上昇を住宅価格上昇ですべて吸収することが、ファンダメンタルにあった価格決定といえるであろうか。これらの点に大きな疑問が残る。

住宅価格／所得比率についてはその程度にし、もう一つの指標を問題にしよう。株式市場の過熱の程度を判断する指標として、株式価格が一株当り収益の何倍に買われているかを示す株価収益率（PER）があるが、資産市場としての住宅市場でもそれに似た指標が用いられることがある。それは住宅価格が「家賃」（持ち家の場合には持ち家がもたらす便益を家賃として擬制するが、ここではそれを「家賃相当分」としておこう）の何倍に買われているかを示す住宅価格／家賃の比率である。これは貸家であれ持ち家であれ、住宅価格が家賃ないし家賃相当分を一定の割引率で資本還元したものであるという考え方からすれば、容易に理解できよう。この指標は、住宅が高く買われすぎているかどうかの判断の指標として、最近よく用いられる。

図表9の下段には簡単に入手できるデータから作った2つの住宅価格／家賃比率の指数を示しているが、家賃と家賃相当分の動向に大差がないから、両者の差異は無視しよう。いずれも今回の住宅ブーム期、特にここ数年の上昇が大きく、現在は歴史的に見て異常な水準に達している。ここには示さないが、地域別のデータも各地域の実質住宅価格の動向にかなり似た動向を示している。一般に住宅価格上昇率が長期的に高い地域では、住宅価格／家賃の比率の水準も他の地域より高い傾向にある。すなわち住宅

価格が相対的に高い地域では、家賃に比べて住宅価格が割高になる傾向がある。また、住宅ブーム期におけるこれらの比率の上昇とブーム終了後の比率の低下も、概して住宅価格の動向とかなり似ていて、住宅価格の変動が大きい地方でこれらの指標の変動が大きい傾向がある（地域動向については、たとえば OECD (2005), p.211 ; Himmelberg, Mayer and Sinai (2005), tables and figures を参照）。

いずれにしても、このような住宅価格／家賃比率の大きな上昇が、株式価格における株価収益率との対比で、最近の住宅ブームがバブルであるという根拠としてあげられることがしばしばある。しかしそれには批判もある。

実際、住宅購入者はかなりの程度住宅を資産として意識しており、住宅購入に当たっては借家との経済的代替関係から住宅購入を選択したり、またマイホームであれ貸家であれ住宅資産の購入は他の資産市場との代替的關係の下で選択される面があろう。もちろん、住宅は一方で所有者ないし借り手がそこに住み使用するものであり、個人的愛着も強く、その点では決して投資物件ではないが、他方で代替的な投資物件のうちのひとつという側面も否定できないであろう。その場合、代替的資産市場の状況が住宅価格／家賃比率のあるべき水準に影響を与えることが考えられるから、その点を考慮しないで、この比率の歴史的な水準からすぐにバブルか否かを判断するのは正しいとはいえない。

この関連で言えば、長短金利の歴史的な低水準とバブル崩壊後の株式益回りの低水準という環境が、住宅価格／家賃比率のある程度の上昇（家賃／住宅価格比率の低下）をもたらすことは、おそらく否定できないであろう。外部の資産運用環境が良くないとき、ひとり住宅のみが高い益回りを享受することは困難であろう。したがって、他の条件が不変ならば、住宅価格／家賃比率が歴史的な水準から見てある程度高くなっても、それは必ずしも不合理ではなく、それをすぐにバブルの証拠ということはできないであろう。

住宅価格／家賃比率を判断するときもう一つ注目すべき点は、住宅の値上がり予想であろう。他の資産に比べて住宅の値上がりが大きいと一般に予想されるときには、値上がり益をあてにして、住宅価格に比べてより少ない家賃ないし家賃相当分で我慢することも不当ではない。したがって住宅の値上がり予想は住宅／家賃比率にある程度織り込まれているはずである。実際、先に多少ふれたような地域による住宅価格／家賃比率の水準の違いは、地域による住宅の値上がり予想の違いをある程度反映していると思われる。長期的に住宅価格上昇率が高い地方では、将来の高い値上がり予想が生じやすいために、住宅価格上昇率が小さい地域より、住宅価格／家賃比率が恒常的に高くなりやすいというわけである。

以上のことを述べた上で、ユーザー・コストの視点から、アメリカの住宅価格がバブルでないかと主張する研究を問題にしよう。ユーザー・コストとは、住宅価格を家賃または家賃相当分の資本還元値と見る場合の割引率のことであり、理論上、ユーザー・コストは、家賃ないし家賃相当額を住宅価格で割った値に等しい。そこで本来あるべき毎年のユーザー・コストを諸資料を用いて試算し、その値と家賃／住宅価格比率（住宅価格／家賃比率の逆数）との動向を比較することで、住宅価格がファンダメンタルで説明できるかどうかを問題にするわけである。そのような研究はかなり多いが、05年12月発表のOECD（2005）の *Economic Outlook* 第3章をここで取り上げよう。

ここではユーザー・コストを次のようにして算出する。まず、住宅購入者にとってコストとなるもの、すなわち税引き後の名目住宅抵当貸付金利（名目金利から税制優遇分を差し引いたもの）、住宅への財産税率、毎年の償却・維持コストの住宅価格に対する比率、住宅投資のリスク・プレミアムを合計して、その合計から住宅の予想値上がり率を差し引くことで算出する。その具体的なやり方にはここではあまり立ち入らないが、短期的に変動が大きいと思われる金利と住宅の予想値上がり率の扱い方を後に問題にしよう。ともかく、ユーザー・コストを算出した上で、今回のブーム

期の実際の家賃／住宅価格比率が、理論値としてのユーザー・コストと合致しているかどうかを見たいのだが、数値を直接比較するのではなく、両方の過去35年の趨勢の比較によってそれを行っている。今回のブーム期の家賃／住宅価格の趨勢が、算出したユーザー・コストの趨勢とほぼあっていれば、住宅価格はファンダメンタルによって説明されるものとされ、両者の趨勢にギャップがあれば、その分だけ住宅価格の市場による過大評価（バブル）、または過小評価があるというわけである。

この研究は、このような分析をアメリカのみでなく OECD 主要国についても行っているが、その結果としての2004年について主要国の住宅価格の過大評価ないし過小評価の推定は、図表11の「OECD (04年)」のところに示した通りである。なお、参考までに、この表には最近のロンドン・エコノミスト (*Economist*, Dec.10, 2005) に載った主要国の住宅価格状況を入れておいた。同誌は以前から世界的住宅バブルに対する警鐘を鳴らしており、このような住宅価格状況を四半期毎に発表している。この記事でもいま問題にしている OECD の論文にふれ、基本的にその推定手法に賛成しながら、その後の新しいデータなどから、05年に関してこの研究結果に修正を加えている。図表11の「エコノミスト (05年)」の部分がそれである。

ここではエコノミストの内容には立ち入らず、「OECD (04年)」だけを問題にするが、これによればアメリカの住宅価格は04年で過大評価がほとんどなく、したがってバブルではないこと、日本やドイツなど4カ国で住宅価格は過小評価であること、オーストラリア、イギリスなどでははっきりとバブル的状況があること、ということになる。他の国はさておき、このような論法でアメリカのバブルが否定できるのであろうか。

先にも述べたように長期金利の低下がユーザー・コストを引き下げ、他の条件が変わらんとすれば、住宅価格／家賃比率を引き上げると主張することは、おそらく不当ではないであろう。しかし、ユーザー・コストが金利動向を反映するとしても、大まかな趨勢としてそうなるのであって、

図表11 主要国の住宅価格の状況 (単位%)

国名	下記四半期までの1年間の上昇率		1997-05年の 上昇率	住宅価格の課題評価判断 ⁽³⁾	
	05年第3四半期 ⁽¹⁾	04年第3四半期		OECD(04年)	エコノミスト(05年)
南アフリカ	15.8	34.5	271	—	—
ニュージーランド	14.5	16.4	79	7.6	20強
デンマーク	14.3	9.7	73	13.1	25弱
フランス	14.2	15.5	100	9.3	20強
香港	14.1	31.2	-43	—	—
スペイン	13.4	16.8	150	13.4	25
アメリカ	12.0	13.0	85	1.8	20弱
スウェーデン	9.5	9.8	98	8.0	15強
ベルギー	9.4	10.9	71	—	—
イタリア	7.3	9.7	81	-10.9	—
アイルランド	7.2	11.5	208	15.4	25弱
中国	6.6	9.9	—	—	—
オランダ	5.6	2.9	85	20.4	25弱
カナダ	4.4	6.9	50	13.0	15強
シンガポール	3.3	0	—	—	—
イギリス	2.4	19.3	166	32.8	35
スイス	1.3	2.2	13	-9.7	—
オーストラリア	1.0	8.2	112	51.8	50弱
ドイツ	—	-1.3 ⁽²⁾	0	-25.8	—
日本	-4.7	-6.0	-30	-20.5	—

(注) (1) またはエコノミスト出版時の最新の情報にもとづく。(2) 04年平均。(3) プラスは過大評価、マイナスは過小評価。エコノミストの評価は図から読みとった大体の数字。

(出所) *Economist*, Dec.10th, 2005, p.79 ; OECD (2005), p.208

この論文の著者のように毎年の金利変動に合わせてユーザー・コストが敏感に変化するということには理解しにくいであろう。資産選択はそんなに機械的になされるものではないであろう。したがって住宅価格/家賃比率が金利の影響を受けるといっても、それはもっと緩やかなものであろう。

もっと大きな問題は、ユーザー・コストの計算に住宅の値上がり予想を組み入れるやり方である。この研究では値上がり予想を消費者物価上昇率の移動平均をもとに算出しているようである。住宅の予想値上がり率を算出することはいずれにしても不可能であるが、「インフレなき」アメリカでこのような算出をすれば、95年以降今日までの毎年の住宅の予想値上がり率はあまり変化せず、毎年ほぼおなじような数字になるであろう。予想

値上がり率はユーザー・コスト計算でマイナス項目になるが、いずれにしても価格予想の変化が小さければ、算出されるユーザー・コストはもっぱら長期金利の低下を反映して大きく低下するはずである。

しかし、ファンダメンタルにもとづくユーザー・コストの計算で、たとえば95年と05年とで、同じような予想値上がり率を用いて良いはずはなかろう。全米平均の住宅価格が名目で9割以上、実質で5割も上昇した前と後とで、将来の住宅の値上がり予想をほぼ同じとして住宅購入をする人は、むしろバブルに踊らされているというしかないであろうが、このような計算方法も結局同じことになろう。常識的に考えれば、この間の金利低下のユーザー・コストへの影響は、住宅価格の異常な高騰の結果、将来に関する住宅価格の上昇予想が95年に比べて大きく低下することで、かなり打ち消されたと見るべきであろう。

このように考えれば、ここでのユーザー・コストの算出値のここ10年間での低下は過大というほかない。そしてこのような視点でユーザー・コストを計算しなおすと、ユーザー・コストの算出値では住宅価格/家賃比率の現実の上昇を十分説明できなくなる。それは結局、バブルを否定することにならず、バブルの存在の証拠となりかねないであろう⁽⁷⁾。

さて、このように、バブル否定論を否定することは簡単であるが、アメリカの現在の住宅市場がバブルであるのかどうか、特にどの程度のバブルであるかの判断は、結局多くを直感に頼らざるを得ない。住宅価格のあるべき水準は客観的には誰にもわからないからである。

筆者はアメリカの住宅価格の長期的動向を見る上で、住宅需要側の要因もさることながら、住宅供給側の要因がより大きな影響を与えるという印象を強く持っている。このような見方からすれば、一つの手がかりは、シラーがいうような実質住宅価格の長期的安定性の想定を将来に延長してよいかということであろう。シラーは『根拠なき熱狂』の第2版(Shiller(2005), Chap.2, Figure 2.1 参照)で、1890年以降ほぼ今日までのアメリカの実質住宅価格の水準が、いくつかの波動を描きながらも、また両大戦の

間の時期に大きくばみがあるとはいえ、長期的には相当の安定性を示してきたとしている。もっとも、その指数はいくつかの統計をつないだものであり、一部の期間については学生に手伝わせて指数を作成するなどして、その信頼性についてかなりの留保もしているが、シラーの実質住宅価格の長期的安定性の主張はかなり強いように読める。

米国住宅価格に関する長期の歴史的統計は信頼しうるものは今のところないから、筆者には1975年以前はわからないが、今まで見てきた1975年以降2000年までのところでは、すなわち最近の数年間を除けば、全米平均の実質住宅価格は変動を繰り返しながらも、長期的にはほぼ安定的であった。大西洋・太平洋の両岸地方を中心とする長期的上昇傾向を、内陸地方のある程度の価格低下で相殺した結果であった。シラーはこのような長期的安定がもっと長期にわたって存在したと見ているようである。シラーは将来について実質住宅価格の安定が続くと主張しているわけではないが、住宅用地供給の弾力性の趨勢に大きな変化がないとすれば、このような安定が将来もほぼ続くと見ても、ひどく的外れとはいえないかもしれない。もしそのような推測が許されるとすれば、今回の住宅ブームは相当大きなバブルであるということになる。図表3の全米平均の実質住宅価格指数から推測すれば、05年の価格の3分の1ないしそれ以上が過大評価ということになり、価格上昇がもうしばらく続けば、過大評価はもう少し大きいことになろう。

もちろん、別の見方もできる。かつて新開国といわれたアメリカも引き続き都市化の進展により、今日では都市構造は半ばヨーロッパの旧国に似てきたと言われることがある。しかも移民流入も増加傾向にあり、人口減少に向かうヨーロッパに対して高い人口増加を続けている。その結果、特に大都市やその周辺の人口集積が進んだ地域を中心に、住宅用地供給の弾力性が以前より小さくなり、また人口集積に伴う一等地と限界部分との土地価格の格差も拡大していき、住宅価格を長期的に押し上げる作用が以前より強くなってきているとの見方も不可能ではなからう。もちろん、長期

的な住宅用地供給の弾力性は全体としては短期間では大きな変化は生じにくいであろう。しかしそれでも、全米の実質住宅価格の今後の動向が、ここ30年に見られた程の長期的安定性の継続というよりは、ある程度上昇傾向への移行が生じるという見方もできなくはないであろう。

将来の判断でもう一つ厄介なのは、金融政策によって増幅された長短金利低下による住宅需要側のショックの長期的影響である。金利低下による住宅需要が今回のブームの重要な原因であることは先に述べたが、それが長期的な住宅価格動向にどれだけの痕跡を残すかという問題である。さらに、今後かなりの低金利状況が当分続く可能性があるとするれば、そのような低金利状況が住宅需要の長期的下支えにどの程度の効果を与え、そして住宅価格の長期的動向にどの程度の影響を与えるかという問題もあろう。ここ数年に見られたほどの低金利状況が再現する確率は当面低いとしても、90年以前ほどの高金利状況への回帰も、大きな金融ショックがない限り当分生じにくいと思われるからである。いずれも難問であり、ここではとても立ち入れないが、70、80年代と異なるこれらの金融環境の実質住宅価格への長期的影響をまったく無視することはできないかもしれない。

これらの点を考慮すれば、バブル崩壊後の住宅価格の落ち着く先も、文字通り長期安定的な実質住宅価格の水準よりある程度上に出ることが考えられる。現在の住宅価格の過大評価は、上に述べたよりある程度小さいということになろう。それでもバブル的色彩の大きさから見て、全米実質住宅価格の現在の水準には、2割余りの過大評価（04年段階では1割余りの過大評価）があるのではないかというのが現在の筆者の認識である。住宅ブームは現在頂点を過ぎつつあるようだが、住宅価格上昇はなおしばらく続く可能性があるから、価格調整の幅はもう少し大きくなりうる。もちろん、実際の住宅価格はここで考察できない諸要因によって影響を受けるし、筆者の認識にも限界があるから、過大評価の客観的判断は不可能であるが、論点明確化のために筆者の考えを述べればこのようになる。

アメリカの住宅価格に全体としてこの程度の過大評価があるとすると、

それは見方によって大きいともいえるし、小さいともいえる。1980年代後半の日本で見られた商業不動産を含む不動産バブルと比べれば、それはもちろんミニ・バブルである。日本の場合には、体質化していた土地神話ないし不動産資本主義を清算しなければならない歴史的局面で、過去の夢を追う大バブルをやってしまったから、その結果は悲惨であった。それに対してアメリカでは、住宅価格の過大評価の程度が相対的に小さいだけでなく、かなり大きな人口増加が引き続き見込めるから、バブル崩壊後の調整も日本に比べてはるかに容易である。

また、先の図表11に示したような多くの先進国や一部途上国に蔓延する住宅バブルの中で、住宅価格から判断する限り、アメリカのバブルはせいぜい中程度のものではなかろうか。人口動態の違いなどを考慮すれば、バブルの処理自体では多くのヨーロッパ諸国の方が厄介かもしれない。バブル的世界の中でアメリカの住宅バブルが特別の注目を集めているのは、世界経済におけるアメリカ経済の存在感もさることながら、何よりも家計の過大消費と対外借金の累積というアメリカ経済の構造的不均衡が住宅バブルによって一層拡大されているためであろう。

とはいっても、今回、アメリカが戦後最大の住宅バブルを経験していることも確かであろう。今回は70、80年代よりもバブル的色彩が大きく、バブル崩壊後の実質住宅価格の落ち込みも今回の方が大きくなっても不思議ではなかろう。先の図表3のように、全米実質住宅価格のピークからの落ち込み幅は、70年代末から80年代前半では10%余り、80年代末から90年代前半にかけては10%程度であった（付言すれば、ボルカーの大金融引き締めの影響があった前者の方が落ち込み幅が少し大きく、そして急速だった）。また、過去2回とも名目での全米平均の住宅価格の低下は見られず、実質価格の調整は一般物価上昇が継続する中で、名目住宅価格の上昇率が低下する形でなされてきた。

もっとも、地域別動向で見れば、80年代末から90年代前半にかけて、ニューイングランドなど実質価格の低下は全国動向よりかなり大きい。ま

た、地域別では名目価格の低下も見られ、西南中部の80年代中末期や、ニューイングランドの90年代前半など、累計で10%を超える名目価格の低下があった。地域的に限られていたとはいえ、大きな名目価格の低下で金融機関への悪影響も生じていた。

今回は実質価格調整が前2回より大きくなり、低インフレ下であるために住宅価格の名目調整がより大きくなり、それだけ金融機関に負担がかかることになって不思議ではなかろう。もちろん住宅バブルの清算は性格上株式バブルのそれより進行が緩慢であるし、インフレや金利の動向が落ち着いている今回は、外部的な経済的金融的ショックがないとすれば、バブル崩壊後の調整もより緩やかに進むかもしれない。もっとも、大きな金融引き締めに邪魔されなくて、バブルのエネルギーが燃え尽きるのを待つことになれば、その後の調整過程がより大きくなる可能性もなくはない。

最後に、本稿では立ち入れなかったが、住宅バブルの全体的影響にも一言しておこう。住宅バブル崩壊の経済的悪影響には、大きく分けて、金融システムへの打撃とマクロ経済への影響（逆資産効果）とがある。不健全な住宅金融慣行が広く見られることから、前者も軽視できないであろう。逆資産効果の方は住宅価格の大きな低下なしでも、かなり大きく出てくる可能性がある。住宅価格上昇が停止するだけで、家計の借金増加を伴う住宅関連純資産の引き出しが大きく抑制されるからである。先の図表5に示したように、純資産引き出し額は大変大きくなっているから、引き出し抑制は個人消費や経済成長にかなりの抑制効果を与えかねない。今回の住宅バブルの規模が筆者の想定するほどでなかったとしても、逆資産効果の方はやはり大きいであろう。

もちろん、家計の過大消費と対外借金の累積がアメリカ経済の構造的問題である以上、この調整自体は必要な事である。根本問題はこの構造的問題をここまで拡大してきたことにある。株式バブル崩壊後の住宅バブルの出現はその点で大きな問題であった。そしてこのような経済的脆弱性の拡大は、住宅バブルの発現や拡大に一定の責任があるグリーンズパンの遺産

とって差し支えないであろう。住宅バブルが株式バブル崩壊のマクロ的悪影響を相殺する役割を果たしたとしても、そうである。いずれにしても、住宅バブルは今後のアメリカ経済にかなりの負担となるのではなかろうか。

〈注〉

- (1) 本稿の執筆に際しては、友人のエコノミスト春田素夫氏から、内容や資料に関する多くの貴重なお教えやご意見をいただいた。また、今回のアメリカ住宅ブームに関する研究は、後に掲げる参考文献を含めて数多くあり、本論文での参照箇所の明記も十分にはできなかったが、これらの研究すべてから多くのことを教わった。ここに感謝する。
- (2) 以下の住宅ブームの特徴点や動向についての記述は、次の文献などを参考にしていることをことわっておく。Case and Shiller (2003) ; Joint Center For Housing Studies of Harvard University (2005) ; Fratantoni et. al. (2005) ; Shiller (2005) ; 矢野和彦 (2005)
- (3) ここでOFHEOの住宅価格指数について多少説明しておこう。これは一戸建て住宅に関する価格指数であるが、それは住宅抵当貸付を金融機関から購入して保有ないし証券化することを任務としている2つの政府系金融機関——連邦全国抵当会社 (Federal National Mortgage Association, 通称 Fannie Mae) と連邦住宅抵当貸付会社 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, 通称 Freddie Mac) ——が、1975年以来購入ないし証券化した住宅抵当貸付の対象住宅物件の全資料をもとに作成されている。その場合、この資料からこれまでに2度以上にわたって取引があった反復取引の住宅物件を抜き出して、毎期の取引価格の変化の平均値を算出して、価格指数を作成するわけである。反復取引の物件は年々増加していくから、価格指数は過去の数値について年々 (正確には四半期毎に) ある程度修正されることになる。この資料は全国の膨大な物件をカバーしているが、それをもとに主要都市地域 (Metropolitan Statistical Areas)、各州、9 センサス地域、そして全米の各平均指数が作成され公表されている。これは反復取引指数 (Repeat Sale Index) といわれているが、この取引には住宅購入だけでなく、ローンの借り換えも含まれていて、指数は住宅購入時の価格と借り換え時の価格評価の両方をもとに計算されている。実際には、借り換え時の価格評価と住宅購入価格とで価格指数の動向

にある程度の違いがあるようで、最近では住宅購入価格のみに関する全国指数も発表されている。それによれば借り換え時の価格評価による攪乱的影響が除かれるためか、住宅価格上昇率の動向は後の図表3の下段に示すよりはるかにスムーズである。

OFHEOの指数は、2つの政府系金融機関が購入する一戸建ての住宅抵当貸付の対象物件をもとにして作られているから、コンドミニアムなどの集合住宅は含まないし、政府系金融機関の購入適格限度（05年でローン額が約36万ドル）を越す大型のローンの対象である高額の住宅物件をも含まない。また、政府保証ないし保険付きの住宅抵当貸付に関する物件も含まない。高額物件を含まないために、この指数は最近の住宅価格高騰をある程度過小に示すといわれているが、膨大な資料にもとづく指数であることから、一般の一戸建て住宅の価格動向の最良の資料とみなされている。なお、この指数が反復取引にこだわるのは、価格評価の対象となる住宅の歴史的継続性を保証することで、価格指数への攪乱要因を小さくするためである。なお、以上は主にOFHEO(2005b)によっている。

- (4) 金利低下の影響については以下の文献などを参照されたい。McCarthy and Peach (2004) ; Himmelberg, Mayer and Sinai (2005) ; OECD (2005)
- (5) もっとも、新規住宅建築に関しては、80年代以前と比較して、投機的な住宅建築が最近かなり大きく減少しているとの指摘もある (Schnure (2005) を参照)。たしかに、不特定多数への販売を見込んだ在庫目的の住宅建築の比率が以前より大きく低下し、販売先を確保してから建築着工の比率が増えているのは事実である (Fratantoni et al. (2005) をも参照)。しかし、果たしてそれがどこまで投機の減少につながるかには疑問もある。新聞記事などから知る限り、住宅購入の予約のデポジットを支払いながら、住宅の値上がり予想の終焉で、予約を取り消すことが生じているなど、住宅の先買いが値上がりを見越す投機の一つの手段にもなっているようだからである。ただし、それがどの程度の広がりをもつかは明らかではない。
- (6) 以下の供給弾力性の議論はアメリカでかなり一般的であり、論者によってニュアンスは違うとはいえ、次の文献などが参考になる。Case and Shiller (2003) pp.335-340 ; Glaeser and Gyourko (2003) ; Quigley and Raphael (2004) ; Shiller (2005), Chap.2.
- (7) ここで、住宅価格/家賃比率やユーザー・コストを問題にしつつ、アメリカの住宅バブルを否定する別の2つの研究に触れておこう。

まず、McCarthy and Peach (2004) は、住宅価格としては、本文で見

てきた中古住宅の価格でなく、商務省発表の住宅品質調整後の新築住宅価格を用いており、それによって住宅価格/家賃比率とユーザー・コスト算出値との趨勢を比較しながら、バブルを否定している。これに対しては、用いられている新築住宅価格指数は、品質調整の仕方の問題があるとか、新築住宅の場合一般の中古住宅の価格指数より価格上昇がかなり小さいという問題がある (Shiller (2005), p.236, n.9)。そのため、仮にこの新築住宅価格で見てバブルではないと言えたとしても、一般の住宅バブルを否定したことになることを指摘しておくにとどめる。

もう一つの研究は、Himmelberg, Mayer, and Sinai (2005) である。ここではユーザー・コストの計算において、金利では長期の名目金利でなく実質金利を使っており、また住宅価格の予想上昇率でも、名目でなくインフレ率調整後の実質で考え、住宅価格の長期間の平均上昇率をとっているようであるが、それ以外は本文で見たのと大差はない。長期実質金利の選択がユーザー・コスト推定にどのような影響を与えているかは、必ずしも明らかではないが、現実には正確には捕らえようもない長期実質金利の数量的把握には当然ながら疑問がある。2000年から03年に実質金利がほぼ3.5%から1.5%へと急落したとされるが (Figure 3), 実質金利の低水準とともに、これはユーザー・コストをひどく低下させ、あるべき住宅価格/家賃比率をひどく上昇させたと思われる。ユーザー・コストの金利への反応度の問題を含めて、このような算定方法には疑問がある。

また、この論文では、実質住宅価格の予想上昇率を、1940年から2000年までのセンサスの住宅価格の変化 (全国の年平均2%弱の実質上昇だが、推定する各都市地域で異なる) をもとに計算しているようであるが、センサス数字はこの間の住宅価格の上昇をおそらく過大に示しているであろう。そしてそれはユーザー・コストの水準を一般に過小に推定することになり、実質金利低下の住宅価格/家賃比率への影響を増幅することになると思われる。より重要な点は、本文でも述べたが、ユーザー・コストの推定で毎年同じ値上がり予想の数字を使うことは、住宅価格が急上昇するときには、ユーザー・コストの推定値の動向に下降バイアスを与えることになろう。バイアスのある理論値を用いて最近の住宅価格/家賃比率の上昇を正当化しても、正当化したことにならないであろう。以上の2論文からは資料その他の点で教わることも多いが、その結論は受け入れにくい。

《参考文献》

Case, Karl E., and Robert Shiller (2003), "Is There a Bubble in the Housing

- Market?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 2003, pp.299-362.
- Fratantoni, Michael et al. (2005), *Housing and Mortgage Markets, An Analysis*, MBA Research Monograph Series, No.1, Mortgage Bankers Association.
- Gallin, Joshua (2004), "The Long-Run Relationship between House Prices and Rents", *Finance and Economics Discussion Series*, 2004-50. Federal Reserve Board.
- Glaeser, Edward L. (1998), "Are Cities Dying?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.12, No.2, Spring 1998, pp.139-160.
- Glaeser, Edward L. and Joseph Gyourko (2003), "The Impact of Building Restrictions on Housing Affordability", *Economic Policy Review*, Vol.9, No.2, June 2003, Federal Reserve Bank of New York.
- Greenspan, Alan and James Kennedy (2005), "Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences", *Finance and Economics Discussion Series*, 2005-41. Federal Reserve Board.
- Himmelberg, Charles, Christopher Mayer, and Todd Sinai (2005), "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions", *Staff Report*, no.218. Federal Reserve Bank of New York,
- Hoyt, Homer (1933), *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise in Its Land Values*. University of Chicago Press.
- Joint Center For Housing Studies of Harvard University (2005), *The State of the Nation's Housing 2005*.
- Krainer, John (2003), "House Price Bubbles", *FRBSF Economic Letter*, No. 2003-06, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Krainer, John and Chishen Wei (2004), "House Price and Fundamental Value", *FRBSF Economic Letter*, No.2004-27, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- McCarthy, Jonathan, and Richard W. Peach (2004), "Are Home Prices the Next "Bubble"?", *Economic Policy Review*, Vol.10, No.3, Dec.2004, Federal Reserve Bank of New York.
- Mankiw, N. Gregory, and David N. Weil (1988), "The Baby Boom, The Baby Bust, and the Housing Market", *NBER Working Paper*, No. 2794.

- National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Mayer, Christopher J. and C. Tsuril Somerville (2000), "Land Use Regulation and New Construction", *Regional Science and Urban Economics*, Vol.30, Issue 6.
- Nothaft, Frank E (2005), "The Rise of Investor and Second-Home Purchases", www.freddiemac.com.
- OECD (2005), *OECD Economic Outlook*, No. 78, Dec.2005, Chap.3, "Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals".
- OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) (2005a), *Mortgage Markets and the Enterprises in 2004*.
- OFHEO (2005b), *House Price Appreciation Slows From Record-Setting Pace, But Remain Strong*, Dec.1, 2005.
- Poterba, James M. (1984), "Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99, No. 4, pp.729-752.
- Poterba, James M. (1992), "Taxation and Housing: Old Questions, New Answers", *American Economic Review*, Vol. 82, No.2, pp.237-249.
- Quigley, John M. (1998), "Urban Diversity and Economic Growth", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.12, No.2, Spring 1998, pp.127-138.
- Quigley, John M. and Steven Raphael (2004), "Is Housing Unaffordable? Why Isn't It More Affordable?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No.1, Winter 2004, pp.191-214.
- Schnure, Calvin (2005), "Boom and Bust Cycles in Housing: The Changing Role of Financial Structure", *IMF Country Report*, United States: Selected Issues, pp.7-19.
- Shiller, Robert J. (2005), *Irrational Exuberance*, Second Edition, Princeton University Press, 2005.
- Van den Noord, Paul (2005), "Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence", *Economie Internationale*, No. 101, pp.29-45.
- 矢野和彦 (2005), 「米国住宅ブームの帰結をどう読むか」, みずほ総研論集, 2005年1号, 105-142頁。

The American Housing Bubble

Takao SASAKI

《Abstract》

The American housing boom, a hotly debated topic today, is said to be passing its peak. After describing some of its characteristics, this paper focuses on one aspect of the boom, the increase in house prices and its causes. The demand side factors such as the decline of the long-term interest rate since 1990's and the speculative mentality carried over from the stock market bubble in the late 1990's are recognized as the main causes of it, although the low supply elasticity of land for housing mainly in the coastal areas, a long lasting factor, is also important. In this writer's view, there is some overvaluation of prices in the American housing market — approximately 20% of the present real house price. The degree of the overvaluation is much less than that of the Japanese housing bubble in the late 1980's, and even less than the housing bubbles today in several industrial countries such as the U.K. and Australia. However, this, the greatest housing bubble in American history since World War II, will leave behind it some negative effects on the financial system and the slowdown of the private consumption growth as housing equities, once inflated by the bubble, will fall in value. The result may be considerable restraint on economic growth in the adjustment period, although such adjustment is necessary to limit the vulnerability of the U.S. economy in international markets.