

第 部

海外経済の動向・政策分析

第 2 章

住宅価格の上昇と消費拡大の効果

アメリカ、英国を中心に

1. 低金利政策等により多くの先進国で起きた住宅ブーム

- 1990年代後半以降、アメリカ、英国を始めとした幾つかの先進国で住宅価格は上昇傾向にあったが、2000年のITバブルの崩壊後の低金利政策等を受けて上昇率が加速した。
- 住宅価格上昇率は国ごとに異なるものの、中でも高い伸びとなった英国、オーストラリアでは04年以降上昇率は低下しており、住宅ブーム（住宅価格の大幅な上昇）はほぼ終息している。スペイン、フランス、アメリカは05年に入ってから、依然2桁台の高い上昇率となっている。
- 住宅価格と経済のファンダメンタルズとの関係では、一般的に用いられる指標として、(1)実質住宅価格のほか、(2)住宅価格/賃貸料比率、(3)住宅価格/可処分所得比率がある。アメリカの住宅価格の動向をこれらの指標でみると、05年に入ってから他国に比較して著しく高いものとはなっていない。
- 住宅価格上昇の背景としては(1)世界的な低金利、(2)金融市場の規制緩和により進展したモーゲージ（住宅ローン）市場における取引コストの低下、(3)モーゲージ市場の整備や住宅取得促進策による持ち家比率の上昇、そのほか、(4)人口要因、(5)土地規制等による供給制約等が考えられる。

2. アメリカ、英国の住宅価格上昇による資産効果を通じた消費拡大効果

- 住宅価格の上昇は、住宅投資に加え資産効果を通じて消費を拡大させる効果があり、特にアメリカや英国では、ITバブル崩壊後の景気を下支えする役割を果たしてきた。
- 住宅価格上昇による資産効果の大きさは国ごとに異なっており、アメリカ、英国で大きい。その背景として、両国では多様なモーゲージ商品が提供されていること、住宅を担保に家計が容易に借入れできることなどが挙げられる。
- 今般の住宅価格上昇局面において、両国とも家計のモーゲージ債務残高は拡大した。英国では、借入れ増の多くが直接消費に向かわず、金融資産取得に向かっており、住宅ブームはハードランディングすることなく終息している。一方、アメリカでは住宅価格の上昇は比較的緩やかであるものの、05年に入って貯蓄率がマイナスまで低下していることから、借入れ増による消費拡大効果が英国と比べ大きくなっている可能性もあり、同じ住宅価格の変化でも英国より大きな影響が生ずると考えられる。

3. 低インフレ下では資産価格変動と金融政策の関係が一層複雑に

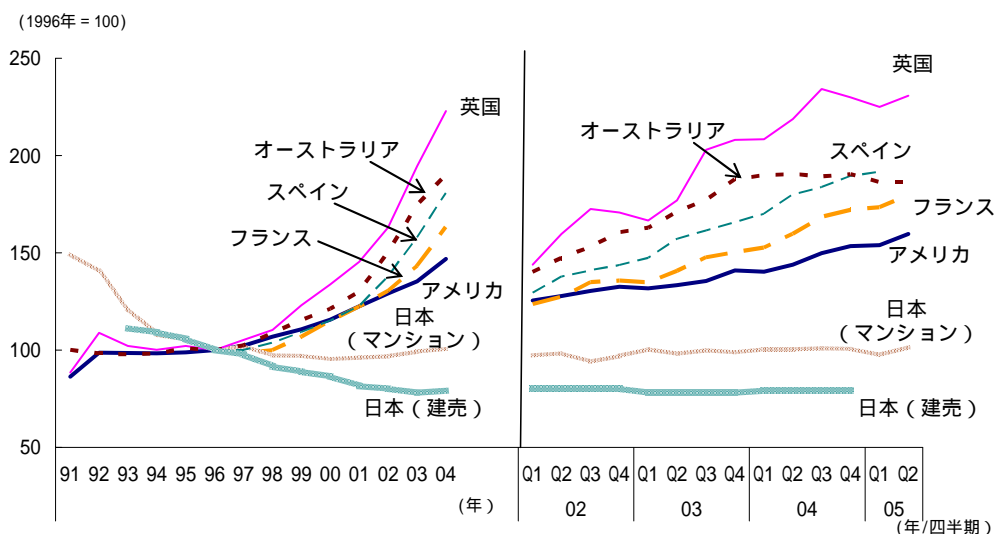
- ITバブル崩壊後、アメリカ経済が比較的早く回復した背景には、大規模な減税に加え、大幅な金融緩和策による住宅価格の上昇を通じた資産効果の景気下支えがあった。このような資産効果を通ずる政策を活かし、経済のレジリエンス（柔軟性）を高め景気の安定化を図る方策として、モーゲージ市場をアメリカや英国並みに整備し、金融政策の有効性を高めようという考え方が国際機関等で議論されている。
- 住宅等の資産価格の動向は必ずしも物価動向とは連動しないが、今般のような低インフレ期には両者の乖離が一層拡大する。このため、近年、物価の安定を目標とする金融政策と資産価格との関係のあり方について、欧米を中心に活発に議論されている。
- 資産価格を金融政策の目標とする中央銀行はいまだない。しかし、その大幅な変動が経済に与える影響は大きく、無視できるものでもない。また金利の変動に対して過度に住宅市場が反応することにより景気変動が増幅され、金融政策運営を却って難しくしている側面もある。

第2章 住宅価格の上昇と消費拡大の効果

アメリカ、英国を中心に -

1990年代後半以降、アメリカ、英国を始めとした幾つかの先進国において住宅価格上昇が続き、いわゆる「住宅ブーム」と呼ばれる現象が起こっている（第2-1-1図）。また、ITバブル崩壊後のアメリカ経済において、堅調な消費拡大を続けることができたメカニズムとして、住宅価格上昇が資産効果¹を通じて消費に与える効果があったことが着目されている。

第2-1-1図 実質住宅価格



- (備考) 1. アメリカ：OFHEO（連邦住宅機関監督局、Office of Federal Housing Enterprise Oversight）、
 英国：ODPM（副首相府、Office of the Deputy Prime Minister's）、
 フランス：INSEE、日本：不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」、
 東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場動向(2004年度)」、
 オーストラリア：統計局、スペイン：住宅省、PCE：OECD「Economic Outlook 77」より
 作成。
 2. 日本は首都圏のデータ。
 3. PCEを用いてデフレートした。
 4. 日本（建売）は年データのみ。

本章では、まず、第1節で、こうした住宅ブームの現状とその背景について分析し

¹ Shiller (2004) 住宅価格の上昇を、家計が住宅資産もしくは借り入れの際の担保価値の増大を所得の拡大と捉えることにより消費を増やすという、心理的な消費拡大効果を指す。

た後、第2節で、特に住宅価格の上昇に2004年以降加速のみられているアメリカ、及びブームがほぼ終息したとみられる英国における消費拡大効果についてみる。最後に、第3節で、住宅ブームに際して行われた、低インフレ期の金融政策の在り方に関する議論について、論点整理を行う。

第1節 国別の住宅価格動向とその背景

90年代後半以降、アメリカ、英国を始めとした幾つかの先進国²において、住宅価格の上昇が目立つようになった。本節では、5つの国（アメリカ、英国、オーストラリア、スペイン、フランス）を取り上げる³。

1. 主要国の住宅価格動向

(1) アメリカ

2003年半ば以降加速した住宅価格の上昇と2005年半ば以降みられる鈍化の兆し

アメリカの住宅価格の動向をOFHEO（連邦住宅機関監督局）住宅価格指数で見ると、90年代半ば以降上昇率が徐々に高まり、2000年から03年にかけて概ね6～8%台の上昇を続けた後、特に04年に入って以降は10～13%台と2桁の伸びとなった。これは80年代末の「住宅ブーム」時の伸び率を上回っている。

コラム “Bubble” でなく “Froth”

- なぜ局所的に住宅が急上昇するのか -

アメリカの住宅価格の高騰は、カリフォルニアやニューヨーク、フロリダ等、いわゆるリゾート地や主要大都市に集中しており、全国的な現象ではないとする見方がある。

グリーンズパンFRB議長は05年6月以降、こうした局所的な住宅価格高騰現象について、“Froth（小さな泡）”という言葉を用いて、80年代後半に経験したような“Bubble”ではな

² アイルランド、英国、オランダ、オーストラリア、スペイン、フランス、アメリカ、ニュージーランド、カナダ等。

³ アメリカ、英国のほか、オーストラリアは英国と似た住宅金融制度下、既に「住宅ブーム」が終息した国として、またスペイン、フランスはユーロ圏において住宅価格上昇が大きい国として取り上げた。なお、欧州にはオランダ、アイルランド等、幾つかの小国でも住宅ブームを経験している国があるが、これは住宅市場が小規模であるため構造的に住宅価格の乱高下が起きやすいものと考えられ、除外している。

いものの、地域的には持続可能でない水準に達しているとした⁴。例えば、ボストンやニューヨーク、サンフランシスコ等の主要都市の住宅価格は、物価上昇分を考慮しても95年から10年間で75%も上昇しており、全国レベルの上昇率の約2倍となっている。その一方でヒューストンのようにほとんど上昇していない都市もある。

局所的に高い住宅価格上昇率



(備考) N Y 連銀 “ Staff Report No.218 (2005年9月) ” より作成。

同じ低金利下でありながら、住宅価格の動向が地域によって二極化する要因についてより詳細な実証分析がある⁵。これは、後述するように、住宅価格/賃貸料で住宅価格を評価するものである。

今般、大幅な住宅価格上昇がみられている都市は、歴史的にみてもほぼ恒常的に全国平均上昇率を上回っており、今般の「住宅ブーム」局面におけるこれらの都市の上昇率は数字としては高いものの、80年代後半の明らかにファンダメンタルズから乖離した「バブル」的な状況⁶と比べると健全な状況にある。その根拠として、大都市の住宅保有にかかるユーザーコ

⁴ Greenspan (2005a,b,c)

⁵ Himmelberg, Mayer and Sinai (2005)

⁶ Higgins and Osler (1998)

スト⁷が他地域よりも低下していることが指摘されている。ユーザーコストが大都市において相対的に低くなる最大の要因は、期待キャピタルゲイン上昇率が他地域に比べて高いことであり、期待住宅価格上昇率が高くなる背景として、住宅市場の需給関係が挙げられる。

大都市では、集積のメリット等により、実際にそこに居住したいという需要が高い一方で、それに見合った供給量を確保するのは困難であるため、常に住宅の超過需要が存在し、均衡価格は時とともに高まっていくこととなる。また、将来においても高い上昇率が安定的に実現すると予想されるために、住宅購入希望者は、多少高額であっても転売の際のキャピタルゲインを期待して購入することを選択する。これらの要素が期待価格上昇率の高まりに拍車をかけている。現下の低金利によってユーザーコストが既に低い水準にある中、期待キャピタルゲイン上昇率の高まりによる追加的なユーザーコストの低下は均衡価格をより大きく押し上げることとなる。したがって、居住需要が高い大都市では、価格の上昇率が大幅に高まっても必ずしも異常な状況だとはいうことはできない。

しかし、地域的特性が住宅価格決定にあたり重要な要因であったとしても、局所的な住宅価格の高騰は、時とともに徐々に周辺地域に波及していく性質を持っている⁸。したがって将来的に“Froth”が“Bubble”となる可能性がないとはいえない⁹。

グリーンSPAN FRB議長は、9月26日の時点では、まだこうした異常な動きが全国レベルに拡大するか否かについて判断するのは時期尚早としつつも、引き続き住宅価格の先行きについて警戒的な態度を崩さないのも、そうした住宅価格特有の性質も踏まえた上であろう。

しかし、05年以降、OFHEO住宅価格指数は4～6月期まで高い伸びが続いているものの、住宅価格の鈍化を示唆する指標も散見されている。まず、実際に販売された住宅の価格動向を示す新築住宅販売価格上昇率は、昨年末より低下する傾向がみられ、04年の平均上昇率14%から、05年1～9月の平均上昇率は6%弱となっている。また、10月の地区連銀報告（ベージュブック）では幾つかの地区で住宅需要が鈍化したとの報告がなされている。

こうした動きの要因として、住宅価格がここ数年で大幅に上昇した結果、住宅購入

⁷ Himmelberg, Mayer and Sinai (2005)が定義したユーザーコスト(U:住宅取得者が住宅を保有することに伴って生じるコストのこと)は以下のとおり。

$R(\text{帰属レント}) = P(\text{住宅価格}) * U(\text{リスクフリーレート} + \text{固定資産税率} - \text{所得税率}(\text{モーゲージ金利} + \text{固定資産税率}) + \text{メンテナンス費用上昇率} - \text{期待キャピタルゲイン上昇率} + \text{リスクプレミアム})$

Rを一定と仮定すると、Uが低下するほど理論住宅価格が高くなることになる。

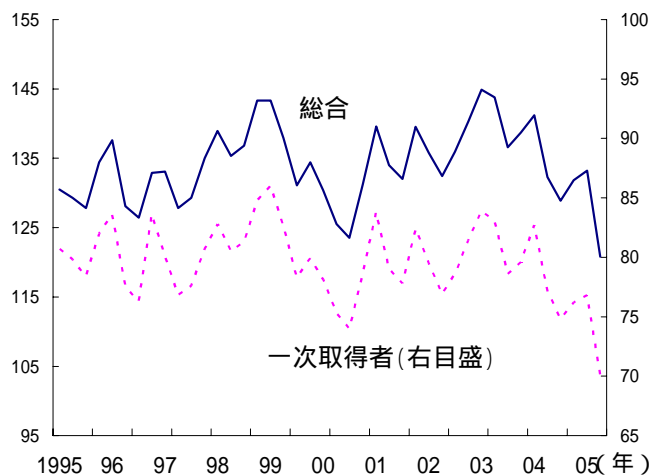
⁸ IMF (2005)

⁹ Del Negro and Otrok (2005) では、NY連銀のペーパーの結論とは逆に、昨今の住宅価格の高騰現象を地域特有の要素だけに帰するのは困難で、全国共通の要素である可能性を指摘している。

需要を抑制する水準にまで達した可能性が考えられる。所得や住宅ローン金利等を踏まえ、総合的な家計の住宅取得能力を算出した住宅取得能力（アフォードビリティ）指数をみると、本年に入って悪化する傾向がみられている（第2-1-2図）。また、ミシガン大学のアンケート結果においても所得は伸びているものの、価格が高いことを理由に住宅購入を見送ると回答する人が増加している。

N A B E (National Association For Business Economics)の経済見通し(9月)においても、06年の価格上昇率は前年比4.8%と、05年の10%を大きく下回ると予想されている。

第2-1-2図 住宅取得能力指数



- (備考) 1. N A R (全米不動産協会、National Association of Realtors)より作成。
 2. 中位所得家計が中位価格の住宅資産を購入するためにモーゲージローンを組むにあたり、頭金を住宅価格の20%と仮定し、月々の支払いが収入の25%以内に留まる場合を100とする指数。低下するほど住宅の入手が困難であることを示す。

(2) 英国、オーストラリア

英国

英国の住宅価格は2000年1月に前年同月比15.7%まで上昇した後、01年1月に同1.2%まで鈍化した。しかし、その後再び伸び率が上昇し、02年から04年半ばまで15%を超える大幅な上昇が続いた。04年後半以降住宅価格上昇率は低下しているが、これまでのところ下落にまでは至らず足元では緩やかに持ち直しており、ほぼソフトランディングした¹⁰との指摘もある。

¹⁰ Nickell (2005)

オーストラリア

オーストラリアの住宅価格が本格的に上昇し始めたのは、01年半ば以降である。その後も10%台の高い伸びを続け、03年には約18%上昇した。しかしそれをピークに04年に入ると住宅価格上昇率は鈍化し、05年には下落するに至った。

(3) ユーロ圏(スペイン、フランス)

フランスでは97年、スペインでは98年頃から住宅価格上昇率がプラスとなり、02年頃から加速がみられ、フランスでは02～04年の平均上昇率が11.8%増、スペインは同16.9%増と2桁の上昇となっている。

(4) 住宅価格と2つのファンダメンタルズ指標

以上、「住宅ブーム」が生じた主要国について、主として2000年以降の動きを概観したが、住宅価格の上昇率がファンダメンタルズを反映したものであるかどうかを考える場合、名目価格上昇率のみで評価するのは必ずしも妥当ではない。

一般的によく使われる住宅価格バブルの概念は以下のとおりである。

「住宅価格が今後も上昇し続けると投資家が信じているというだけで住宅価格が高騰しており、その高値を正当化するような裏付けとしてなんらファンダメンタルズの要素が存在しないこと¹¹⁾」

したがって、住宅価格の水準が適正か否かは、ファンダメンタルズを踏まえて評価する必要がある。種々の基準が用いられているものの、通常よく用いられる指標として、既にみた実質住宅価格のほか、(i)住宅投資を収益性から評価する住宅価格/賃貸料比率、(ii)一次購入者等の取得能力から評価する住宅価格/所得比率がある。

(i) 住宅価格/家賃比率による評価

一般的な評価方法

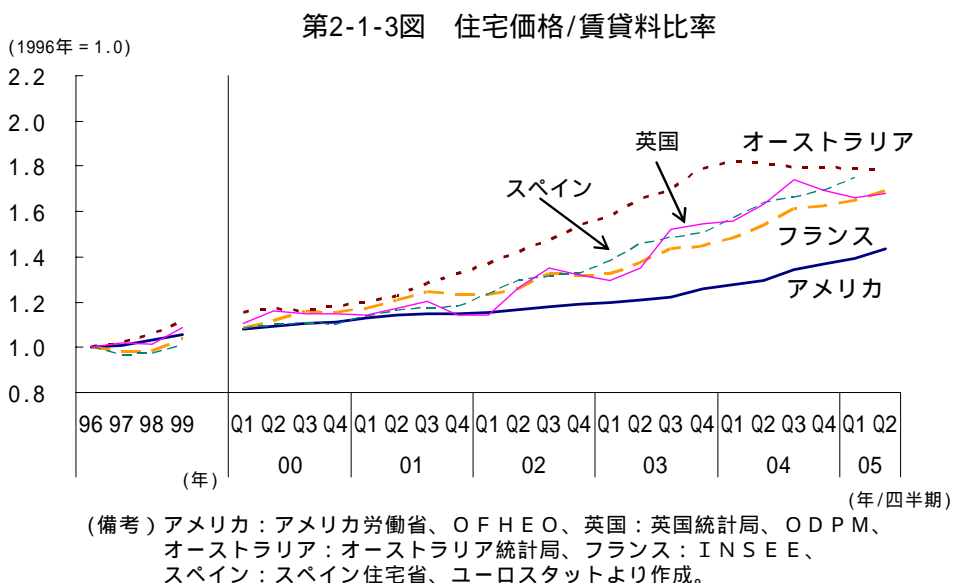
住宅価格/家賃比率の基本的な考え方は、個人が住宅を取得する際のコストと、住宅を借りると仮定した場合に支払う家賃を比較して、住宅保有にかかる機会費用(株式の収益率に相当)を計算し、過去の長期的なトレンドの値と比較することで、住宅価格が適正な水準にあるかどうかを判断するというものである。

もし、住宅価格が余りにも高ければ、相対的に賃貸料のほう安くなるため、賃貸

¹¹⁾ Stiglitz (1990)

への需要が増加を通じ、やがては均衡水準(トレンド)へ戻る力が働くはずである。よって、乖離が長期にわたって継続、もしくはさらに乖離幅が拡大するような状況であるならば、それは住宅価格の上昇がファンダメンタルズに基づかない、投資家の価格上昇期待のみによることとなるため、過大評価となっている可能性がある。

そこで、ここ数年の住宅価格/家賃比率の動向をみると、英国、オーストラリア、スペイン¹²、フランス、アメリカ、いずれの国においても02年以降、上昇率に加速がみられる。上昇率が高かった英国、オーストラリアについては、既に04年に入ってから若干の低下傾向がみられている。アメリカの上昇率は05年に入ってから若干上昇率が高まっているものの、ほかの国々と比べればまだ落ち着いた動きを示している(第2-1-3図)。



住宅価格/家賃比率の均衡値自体が上昇した可能性

しかし、上でみた指標の欠点としては、低金利がもたらす影響が十分捉えられていないという点がある。金利要素を考慮した住宅購入価格/賃貸価格の理論値は、より厳密に式で表すと、以下の式で与えられることになる。

$$P/R = 1 / (r + \dots)$$

P：実質住宅価格

R：実質純賃貸料（賃料からメンテナンスや管理コストを除いた後の現在価値）

r：実質リスクフリー金利

¹² スペインはデータの制約があり05年1～3月期までの数値。

：リスクプレミアム

：実質純賃貸料の期待上昇率

NY連銀が05年9月に出したスタッフレポート¹³においても基本的にこの考え方が採用されており、右辺の分母である住宅保有にかかるユーザーコスト(割引率に相当)をより詳細に定義した上で、現在の住宅価格上昇率は歴史的にみて必ずしも高いとはいえないという結論を導きだしている。ただし先行きについて必ずしも楽観視しているわけではない。

また、この式の項目のうち、(1)世界的に実質長期金利が低位で推移していること、(2)期待物価上昇率が低下するとともに物価の変動が縮小し、また、金融取引技術が進歩した結果、リスクプレミアムが従来に比べ縮小していることなどから、住宅価格/賃貸価格比の均衡値自体が上方シフトしており、過去のトレンドよりも上方にあるとしても、必ずしもファンダメンタルズから乖離した水準であるとは限らないという指摘もある¹⁴。

実質金利が低水準となっている状況下では、ほかの資産の収益率も低下するためそれらの魅力が薄れる一方で、モーゲージ金利の低下により、利払いが容易になり、借換えやホームエクイティローンにかかるコストが低下するため、住宅投資の実質金利に対する感応度がさらに高まるとの指摘もなされている¹⁵。

() 住宅価格/可処分所得比による評価

2002年から総じて急上昇

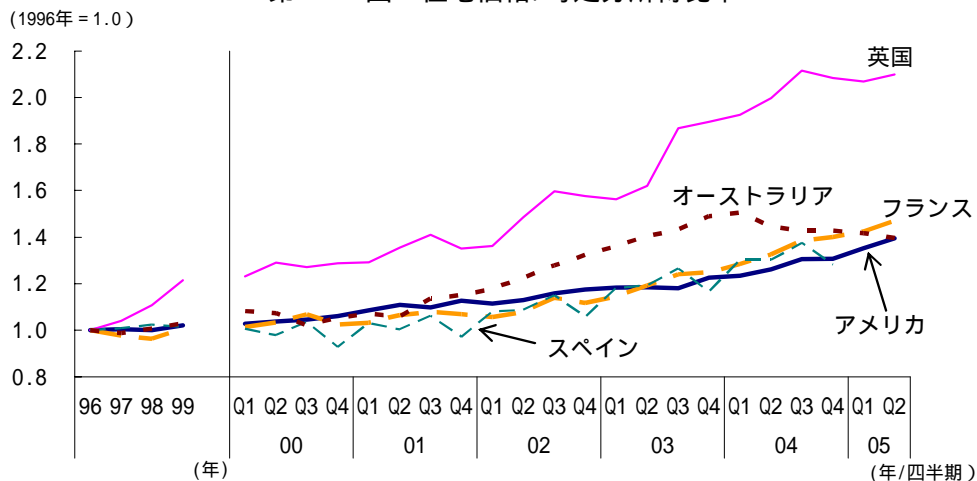
住宅価格/可処分所得比は最も単純な形でアフォーダビリティ(住宅取得能力)を示す指標であるといえる。この指標でも、英国が突出して高くなっているが、04年以降、住宅価格の騰勢が一服したことを受け、横ばいから低下傾向となっている。オーストラリアは、住宅価格上昇率では英国に接近しているにもかかわらず、住宅価格/可処分所得比率でみると、英国を90年代後半以降、全期間を通じて大きく下回っている。また、04年に入ってからには低下に転じ、ほかの国々の水準に近づいているが、この背景として、オーストラリアの急速な所得増加を挙げることができる。アメリカは、5か国の中では04年以降最も低い比率で推移している。(第2-1-4図)

¹³ 脚注7参照。

¹⁴ Nickell (2005)、Himmelberg, Mayer and Sinai (2005)

¹⁵ Himmelberg, Mayer and Sinai (2005)

第2-1-4図 住宅価格/可処分所得比率



(備考) アメリカ：アメリカ商務省、OFHEO、英国：英国統計局、ODPM、
オーストラリア：オーストラリア統計局、フランス：INSEE、
スペイン：スペイン住宅省、ユーロスタットより作成。

以上、2つの指標をみたが、いずれにおいてもアメリカの住宅価格は上昇傾向にあるものの、他国と比べ比較的安定的な動きをしていることが分かった。また、大幅な住宅価格の上昇がみられた英国では、賃貸料の上昇も背景にあったと考えられること、また、オーストラリアでは可処分所得の増加も一因となっていることが示唆された。

2. 住宅価格高騰の背景

このような住宅価格高騰の背景には、主として下記の要因があったと考えられる。

(1) 世界的低金利、低インフレ下の住宅価格高騰

今般の「住宅ブーム」と過去の住宅価格高騰局面の異なる特徴として、過去においてはいずれも「高インフレ、高金利」下でのブームであったが、今回は80年代後半の日本と同様、「低インフレ下での低金利」であるということがある(第2-1-5表)。

第2-1-5表 過去の住宅価格ピーク時の住宅金利及びC P I 上昇率

		(平均、%)			
		73～74年	78～79年	86～89年	00～05年
アメリカ	住宅金利	8.9	10.3	10.2	6.7
	政策金利	8.8	11.5	7.5	2.6
	C P I	8.6	9.5	3.6	2.5
英国	住宅金利	11.0	13.4	12.5	6.2
	政策金利	12.5	14.8	11.9	4.5
	C P I	12.5	10.8	5.1	2.5
オーストラリア	住宅金利	8.4	9.3	15.2	6.9
	政策金利	6.3	8.3	14.8	5.1
	C P I	12.3	8.5	8.1	3.4
スペイン	住宅金利	-	-	13.7	3.4
	政策金利	6.0	15.4	13.2	3.1
	C P I	13.5	17.7	6.4	3.2
フランス	住宅金利	10.0	10.7	9.1	5.9
	政策金利	11.2	7.7	7.8	3.1
	C P I	10.5	9.9	3.0	1.9
日本	住宅金利	-	-	5.8	3.2
	政策金利	9.9	5.1	4.2	0.0
	C P I	17.4	4.0	0.9	0.5

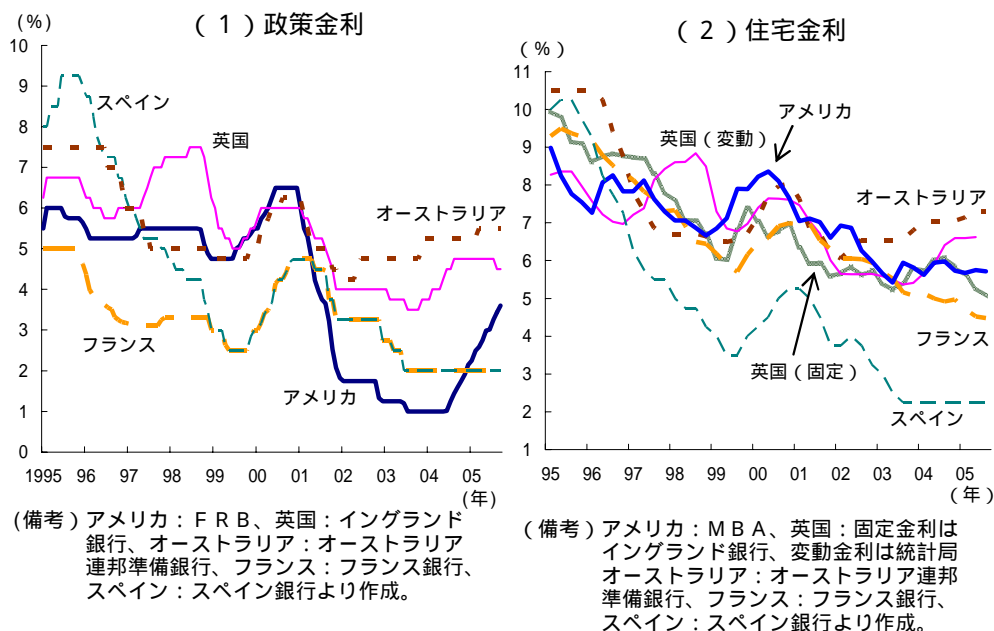
- (備考) 1. アメリカ: M B A (米国抵当銀行協会)、F R B (米連邦準備制度理事会)、アメリカ労働省、英国: イングランド銀行、統計局、オーストラリア: オーストラリア連邦準備銀行、統計局、スペイン: スペイン銀行、統計局、フランス: フランス銀行、I N S E E、日本: 住宅金融公庫、O E C Dより作成。
2. 住宅金利はアメリカ: 30年固定モーゲージ金利、英国: 変動金利、オーストラリア: 変動金利、スペイン: 変動金利、フランス: 固定金利、日本: 住宅金融公庫貸付金利。
3. 英国の住宅金利は、1994年までは住宅金融貸付組合 (Building Society) の住宅金利を、1995年からは住宅貸付組合と商業銀行の総合レートを用いている。
4. フランスの住宅金利の数値は、00～05年平均以前を長期金利 (10年国債) で代替。

低金利であることで、家計は住宅ローンに容易にアクセスできるようになり、住宅投資を活発化させ、住宅価格を上昇させる効果を持つ。例えば、名目利子率15%、物価上昇率12%の状況と、名目利子率5%、物価上昇率2%の状況を比較する。実質利子率はいずれの場合も3%であるが、仮に年収の4倍を借り入れた場合、1年目の年収に対する利払いは、前者の場合は60%にも上りローンを組むのは無理であろうが、後者であれば20%程度となることから、よりローンを組みやすい状況になるといえる¹⁶。

以下では各国でとられた低金利政策の動向について簡単に述べる (第2-1-6図)。

¹⁶ Nickell (2005)

第2-1-6図 各国の政策金利及び住宅金利の動向



アメリカ

アメリカでは、01年から04年半ばにかけてFFレートの引下げ（6.5%から1%）が行われ、超低金利政策が実施されたことにより、モーゲージ金利も大幅に低下した。金利引上げ局面に転じた04年半ば以降も、モーゲージ金利は世界的な長期金利の低下傾向を受けて大きく変化せず、05年に入ってから依然として歴史的に低水準の6%前後で推移している。

英国、オーストラリア

イングランド銀行（BOE）は、政策金利を01年から02年にかけて6%から4%へと2%ポイント引き下げ、その後も段階的に引き下げた結果、03年半ばには3.5%となり、モーゲージ金利（基本住宅金利）も5.3%と歴史的最低水準となった。政策金利は03年11月まで据え置かれた後、引上げに転じ、04年8月までに5回引き上げられて4.75%とされ、基本住宅金利も連動して6.6%程度まで上昇した。

オーストラリアは、01年に連続6回政策金利を引き下げ、6.25%から4.25%とした。その後02年5月、6月に再び利上げを行って4.75%としたが、高い住宅価格上昇率が続いたため、03年11月、12月の2度の利上げを行い5.25%としたことを受けて住宅金利も緩やかに上昇し、04年以降住宅価格上昇率は低下した。更に05年3月にも追加利

上げを行って5.5%とした後、4～6月期の住宅価格上昇率はマイナスとなっている。

ユーロ圏

欧州中央銀行（ECB）は、2000年9月より政策金利を4.75%から段階的に引き下げ、03年6月に歴史的にみても最低水準の2%まで引き下げた後、据え置いている。ユーロ圏の住宅金利も基本的に政策金利の動きを反映して低下している。

（2）モーゲージ市場の整備及び住宅取得促進策

今般の「住宅ブーム」が起きた国の特徴として、フランスを除き、住宅持ち家比率が高いという特徴がある¹⁷。これらの国で持家率が高い背景には、80年代、90年代を通じて住宅取得促進策がとられたことがある。高い持家率は、持ち家を担保とした借入れをより多くの家計が行えるための土台となっている。

住宅取得促進政策は、住宅取得の促進を目的とする財政的な措置と、モーゲージ市場を育成し、家計がより住宅ローンを組みやすくする制度整備に大別できる。前者はローン利子所得控除等が中心となり、後者は80年代以降の金融市場の規制緩和が果たした役割が大きい。以下では、各国の住宅取得促進策を概観する。

（イ）アメリカ

（i）モーゲージ市場の整備

アメリカで本格的なモーゲージの運用が開始されたのは、75年頃からである。HUD（住宅都市開発省）等の監督の下、政府機関であるジニーメイ（連邦政府抵当金庫）や、ファニーメイ（連邦住宅抵当公庫）、フレディーマック（連邦住宅金融抵当金庫）といったGSEs（政府支援機関）が中心となり、従来からのモーゲージへの公的保証の付与や買取りに加え、80年代に入り証券化業務も行うようになった。その後の10年間でMBS（Mortgage - Backed Securities）発行額が飛躍的に増加し市場の整備が進み、90年代に入って、モーゲージの証券化業務への民間機関の参入を促す下地が築かれた。

（ ）税制上の持家取得促進策

住宅ローン利子所得控除制度

アメリカでは、持家取得促進のため、住宅ローンを借り入れる際、住宅ローンの利

¹⁷ OECD (2004a)

子を連邦所得税の課税所得から控除する制度がある。控除額の上限は、100万ドル(夫婦合算申告者の場合)と世界的にみても高いことに加え、適用範囲も広い¹⁸ことから、適用対象となる世帯はかなり多くなるため¹⁹、特に高所得者の住宅購入を過度に招いているとの批判もされている。そのほか、住宅を担保としたほかの債務については10万ドルの控除額の上限が設定されている。

住宅売却に伴うキャピタルゲインの課税繰り延べ

97年納税者救済法 (the Taxpayer Relief Act 1997) により、売却前5年間のうち2年間住居として使用された住宅のキャピタルゲインについて、50万ドル(夫婦合算申告者)まで非課税扱いとされている²⁰。

(ロ) 英国

(i) モーゲージ市場の整備

英国では、86年に始まる金融市場の自由化(ビッグバン)の流れの中で、モーゲージ市場も規制が緩和され、それまで住宅金融組合(Building Society)²¹が住宅ローンの貸出しをほぼ独占して行っていたが、商業銀行の参入が可能となった。90年代には住宅金融専門会社(Centralized Mortgage Lenders)等、新たな貸出主体も現れ、金融機関間の競争が活発化した。

また、2000年6月、金融サービス市場法が成立し、それまで業態別に自主規制団体が行ってきた金融業の規制・監督機能が、金融サービス機構(FSA)へと監督体制が一元化されたことで公正な競争環境の整備が整った。

その結果、英国では多様な金融商品が登場するようになり、住宅ローンを組むにあたり返済方法や金利の支払い方法を自由に選択できるようになっている。英国の住宅金利は元来、変動金利型が中心であり、現在においても依然主流ではあるが、80年代には固定金利型が導入された(第2-1-7図)。

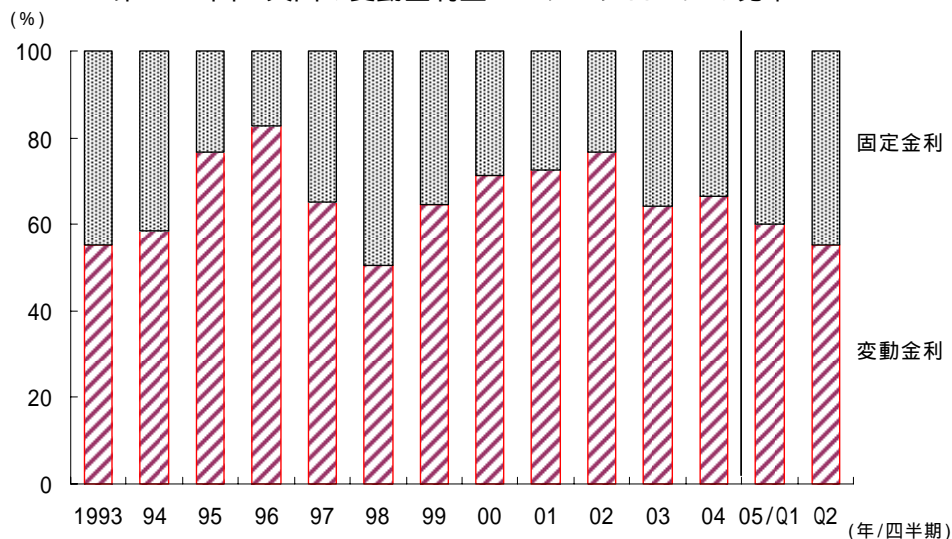
¹⁸ セカンドハウス購入も含む。

¹⁹ 中川(1998)

²⁰ 本制度については04年10月に一部改定され、購入後5年以内に売却した場合には、売却益は税額控除の対象からは外れることとなった。

²¹ 産業革命の頃に、周辺の農村から工業地帯に集まった労働者の住宅不足を解消するため、積立金を出し合い、土地の購入と家の建設を行う互助組織が起源の金融機関。

第2-1-7図 英国の変動金利型モーゲージローンの比率



(備考) C M L (英国住宅金融貸付組合、Council of Mortgage Lenders) より作成。

() 税制上の持家取得促進策

住宅ローン利子減額控除

英国の住宅金融制度の改革は、80年代のサッチャー政権以後本格的に着手され、その主なものとして持ち家の住宅ローン利子減額制度がある²²。

(八) オーストラリア

オーストラリアの住宅取得政策は第2-1-8表のとおり。なお、オーストラリアのモーゲージ市場はほぼ英国に準じる(第2-1-8表)。

(ニ) ユーロ圏(スペイン、フランス)

これまでのところ、スペイン及びフランスでは、モーゲージ市場整備政策は余り進んでおらず、活用度も余り高くはない。

スペインでは、持ち家促進を目標とした税制優遇措置をとっているため、持ち家比率はユーロ圏内において最高の約85%となっている。この優遇税制により住宅価格は過大評価されているという推計もある²³。

フランスの住宅政策は、政府主導の下、住宅供給の促進や適正な住宅費の負担の実

²² 2000年4月に廃止。

²³ Lopez(2003)、Dominguez(2004)

現等を目標として財政面での支援が中心となっている。また、ドロビアン法等のように景気刺激策としてとられることもある。

第2-1-8表 オーストラリア、フランス、スペインの主な住宅政策

住宅政策		概要
オーストラリア	補助金制度	First Home Owner Grant ・2000年7月導入、住宅の一次取得者に対し、7,000豪ドルを補助 ・2001年3月にはさらに7,000豪ドル追加し最高1万4,000豪ドルを補助 ・2002年からは追加補助金額が3,000豪ドルに縮小 ・2002年6月までで追加補助金は終了、現在は7,000豪ドルの補助
フランス	補助金	・金利0%融資制度(Prêt à Taux Zéro、PTZ) 中低所得者の新築持ち家取得の住宅ローンに対し、利払い相当分を国が金融機関に補助金として交付される ・住宅積立貯金(Plan d'Épargne Logement、PEL) 最低5年間一定額を貯蓄するシステム。満期には政府から補助金が給付される ・住宅費対人助成(Aide Personnalisée au Logement、APL)等 住宅費を所得の一定割合に抑えるため、一定額の住宅手当を支給
	優遇税制	ドロビアン法(Le Dispositif de Robien、2003年～) 賃貸目的で住宅を購入する者に対する優遇税制措置等を図る
スペイン	優遇税制補助金	持ち家購入時のみの優遇措置 (1)本宅購入の所得税減税、(2)低所得者の住宅購入支援、(3)住宅建設にかかる付加価値税減税、(4)持ち家帰属家賃に対する非課税

(備考) 各種資料より作成。

(3) 人口等その他の要因による実需の拡大

このほか、住宅需要の着実な増加を支えているのが人口要因である。多くの先進国で少子高齢化が見込まれる中、各国で労働力の移動についても規制が徐々に取り除かれつつあり、「住宅ブーム」の生じている多くの国でも移民の受入れが増加し、住宅取得層が増加している。また、彼らの高出生率に支えられて若年層も増加している(アメリカ、英国、スペイン等)。日本、ドイツが21世紀前半には、人口が減少すると見込まれるのに対し、今般「住宅ブーム」が起きている国においては、移民の積極的な受入れ等を通じて人口は安定的に増加している。

また、世代的な要因も寄与している。中でもアメリカでは、ベビーブーマー(55～64年生まれ)によるセカンドハウス需要等もあり、住宅取得層が拡大している。今後

においてもベビーブーマーの子供世代（エコブーマー）による世帯形成需要が見込まれることから、住宅需要は当面は底堅いということができよう。

（４）土地利用規制による供給制約

英国では、サッチャー政権以後、住宅建設は都市計画の一環として位置付けられており、その結果住宅の建築許可に数年を要するなど手続きに時間を要するため、住宅供給が慢性的に不足する傾向にある²⁴。

第２節 アメリカ、英国における住宅価格上昇の消費拡大の効果

前節でみたように、90年代後半からみられた住宅価格上昇の動きは、2000年のITバブル崩壊後の景気後退期にむしろ加速した。こうした住宅価格の上昇は、特にアメリカや英国においては、住宅投資や消費の維持を通じて景気を下支えする役割を果たしたといわれている²⁵（第2-2-1図）。

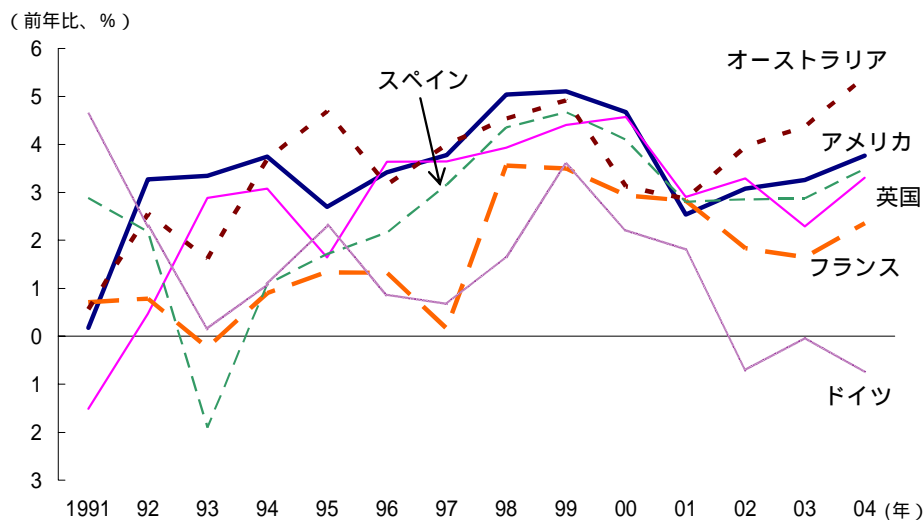
本節では、今回の「住宅ブーム」における資産効果について、その効果をより発揮させる背景となったモーゲージ市場の仕組みにも焦点を当てつつ、英国及びアメリカを中心に取り上げる²⁶。

²⁴ Barker (2004)

²⁵ Stephenson and Koster (2005)

²⁶ アメリカ、英国ともに、一度実行された融資を売却し、自由に流通させることが可能となっておりモーゲージ債権の証券化の前提となっている。

第2-2-1図 各国の最終消費支出



(備考) OECD “Economic Outlook 77” より作成。

1. 限界消費性向及びモーゲージ市場完備指数等からみた資産効果

住宅価格の上昇は、住宅投資の増大をもたらすことに加え、資産効果を通じて消費を拡大させる効果を持っている。しかし、金利低下局面という共通点を持ちながら、住宅価格上昇によりもたらされた資産効果の大きさは国により異なっている。以下では、この要因についてみることにする。

モーゲージ保有高と限界消費性向

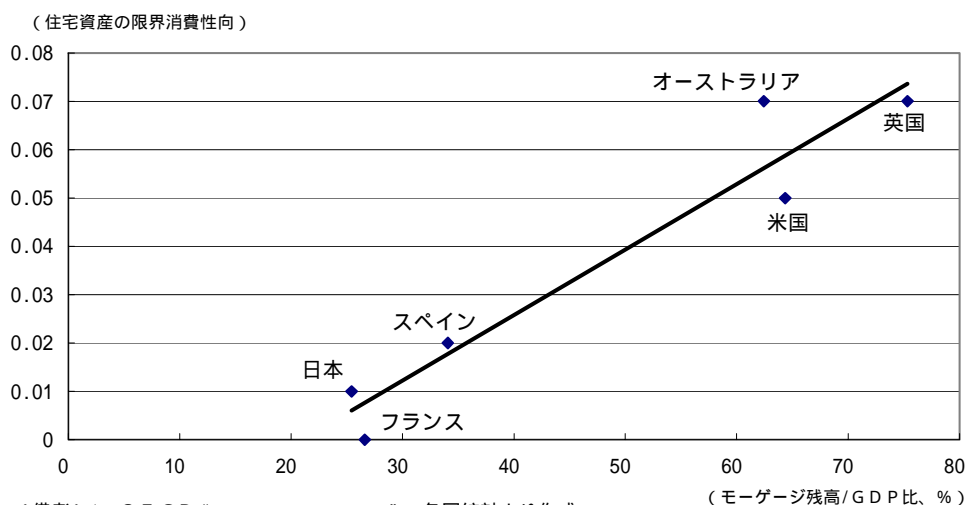
OECDの推計結果²⁷によれば、住宅資産の増加が消費に与える限界的な効果（限界消費性向：Marginal Propensity of Consumption：MPC）は国により異なっている。

第1節でみた5か国、及び日本についてMPCをみると、英国、オーストラリア、アメリカは、スペイン、フランス、日本と比べ、相対的に高いことが分かる。

また、このMPCとモーゲージローン残高/GDP比率をプロットしてみると、右上がり（正）の関係があることが分かる（第2-2-2図）。これは、家計がモーゲージローンを積み増している国ではMPCが高く、同じだけ資産増加が生じて、消費の拡大がより大きくなる可能性を示している。

²⁷ OECD (2004a)

第2-2-2図 住宅資産の限界消費性向とモーゲージ残高（GDP比）



(備考) 1. OECD “Economic Outlook 75”、各国統計より作成。
 2. 限界消費性向は1970～2002年のデータを基にしたOECD推計。
 3. モーゲージ残高/GDP比は2004年の値。

モーゲージ市場完備指数

家計がモーゲージローンを通じて消費を増やすためには、借り入れた資金が住宅投資以外の用途（消費）にも振り向けられる必要がある。このような資金調達がモーゲージ市場を通じて調達可能となっているかどうかはMPCに影響すると考えられる。

OECDが欧州を対象に、住宅市場関連データが入手可能な国について「モーゲージ市場完備指数²⁸」を試算している。「モーゲージ完備指数」とは、家計のモーゲージ市場における借入れの容易さを示す指標であり、(1)LTV(担保に対するローン比率)の高さ、(2)ニーズに応じた幅広いモーゲージ商品の提供(利払い方法、返済方法、返済期間等)、(3)借入れ目的の制約度(セカンドモーゲージの設定の可否や証券化による第三者への譲渡可能性等)等に基づいて算出されている(第2-2-3表)。

²⁸ OECD(2004a)

第2-2-3表 市場完備指数と住宅関連指標

国名	市場完備指数	(参考)					
		L T V (%)	セカンド・ モーゲージの 設定の可否	M E W	持ち家比率 (%)		
					1980	1990	2004
英国	86	69			58.0	65.0	70.0
オーストラリア	-	65			71.0	72.0	70.0
アメリカ	-	80			65.0	64.0	69.0
スペイン	66	70			73.0	78.0	*85.0
フランス	72	67		x	47.0	54.0	56.0
イタリア	57	55			59.0	68.0	80.0
ドイツ	58	67			-	38.7	42.0
日本	-	80		x	60.0	61.0	60.0

- (備考) 1. O E C D “Economic Outlook75”、F R B “ International Finance Discussion Papers No.841 ” より作成。
 2. M E Wの項目では、住宅を担保とした借入れにより、住宅投資以外の用途にまわすことが可能かどうかを示している。 :可能 :限定的 x :不可能
 3. スペインの*部分は、2002年の数字。
 4. L T V (Loan to Value) とは、担保となる不動産の資産価値に対する住宅ローン債権額の比率 (担保掛目率) である。表内の数字は標準的なケース。

一般に、金融市場の自由化が進み金融機関間の競争が激しいほど、(1)～(3)の要素が充実・改善する傾向がある。このため、モーゲージ完備指数はモーゲージ市場の競争度を示しているともいえる。競争が激しければ、取引コストも低下し、家計がより効率的に借入れを行えると考えられる。O E C Dは、住宅完備度が高い国ほど、住宅価格の上昇による資産効果を通じた消費拡大効果が高いとしている。また、借入れの際に担保となる持ち家の保有比率が高いほど、マクロでみた資産効果をより高める役割を果たすと指摘している。モーゲージ市場完備指数の高さと、M P Cの高さには強い相関が示唆される。M P Cの高い英国、オーストラリア、アメリカについてみると、欧州を対象としたこの指数では、英国は最も高くなっている。また、オーストラリア、アメリカも指数の(1)～(3)の要素が英国と同じような数値を持つことから、恐らくは高い値を持つと考えられるからである。

2. アメリカ、英国のモーゲージ市場の仕組みと動向

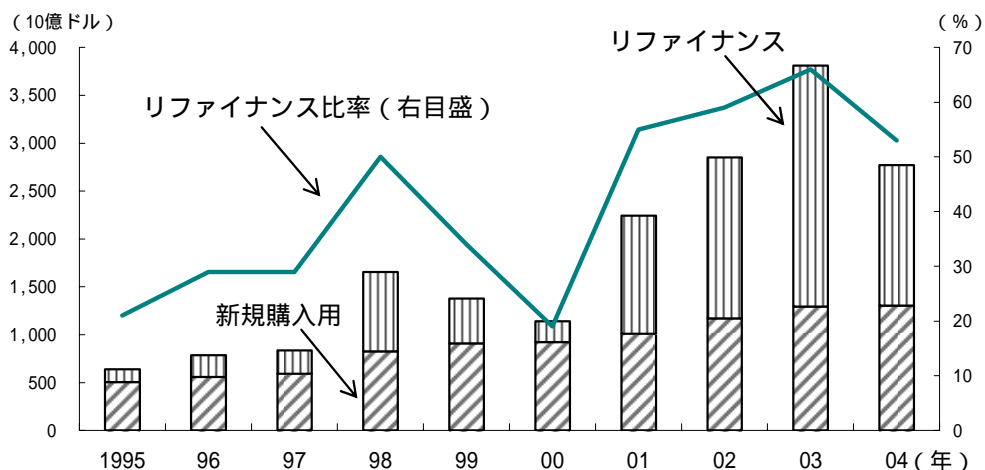
(1) アメリカの動向

借換えやホームエクイティローンによる消費拡大

アメリカでは住宅価格上昇率が高まった2001年以降、モーゲージローン残高が大幅に増加し、2000年の約1.1兆ドルから03年には約3.8兆ドルと最大となり、04年はやや鈍化したものの、約2.8兆ドルとなっている。

モーゲージローンは、新規とリファイナンス（借換え）に分かれる。01年以降のモーゲージ残高の急拡大に寄与しているのは後者であり、モーゲージに占めるリファイナンスの比率は、2000年の19%から03年66%、04年は53%と大幅に上昇している（第2-2-4図）。

第2-2-4図 アメリカの住宅ローン内訳とリファイナンス比率



(備考) M B A (米国抵当銀行協会、Mortgage Bankers Association) より作成。

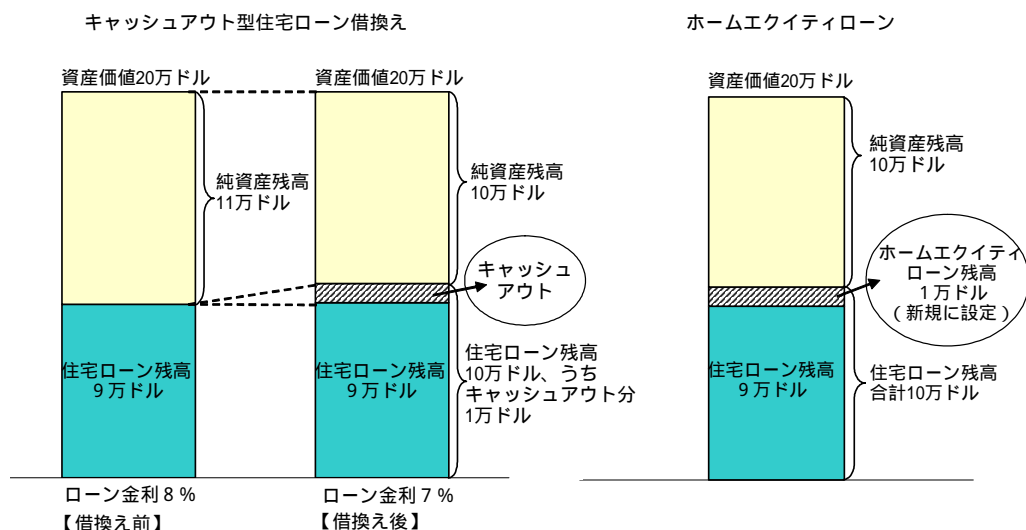
リファイナンスにも様々な形態があり、(1)利払いを節約するために返済期間の変更等を行う伝統的な借換へのほか、近年では(2)キャッシュアウト(現金化)型の借換えというものがある。これは、既存の住宅ローンの借換え時に、ローンを設定した時点以降の住宅資産評価増額分を担保価値の増加分としてローン残高を積み増し、その一部を現金化して消費に回す方法であり急速に普及している。リファイナンスに占め

る現金化の比率は、03年4～6月期には3分の1程度だったが、05年4～6月期には4分の3となった。

また、新規の借入れとして、「ホームエクイティローン」と呼ばれる借入れ方法も近年急速に伸びており、2000年の4,921億ドルから04年には8,866億ドルと急増している。ホームエクイティローンとは、住宅の純資産価値（住宅資産 - モーゲージローン未払い残高）を担保として、新規にローンを設定するものである。したがって住宅価格が上昇し続けている限り、モーゲージ金利の動向とは関係なく借入れが可能となる。

ただし、以上のようなリファイナンス手段の活性化の恩恵を受けるのは住宅保有者に限られている。新規住宅取得者にとっては、住宅価格の上昇を加速させるため、むしろ住宅購入の阻害要因となっている（第2-2-5図）。

第2-2-5図 キャッシュアウト型借換えとホームエクイティローンの例



（備考）「日本銀行調査月報（2002年8月）」を参考に作成。

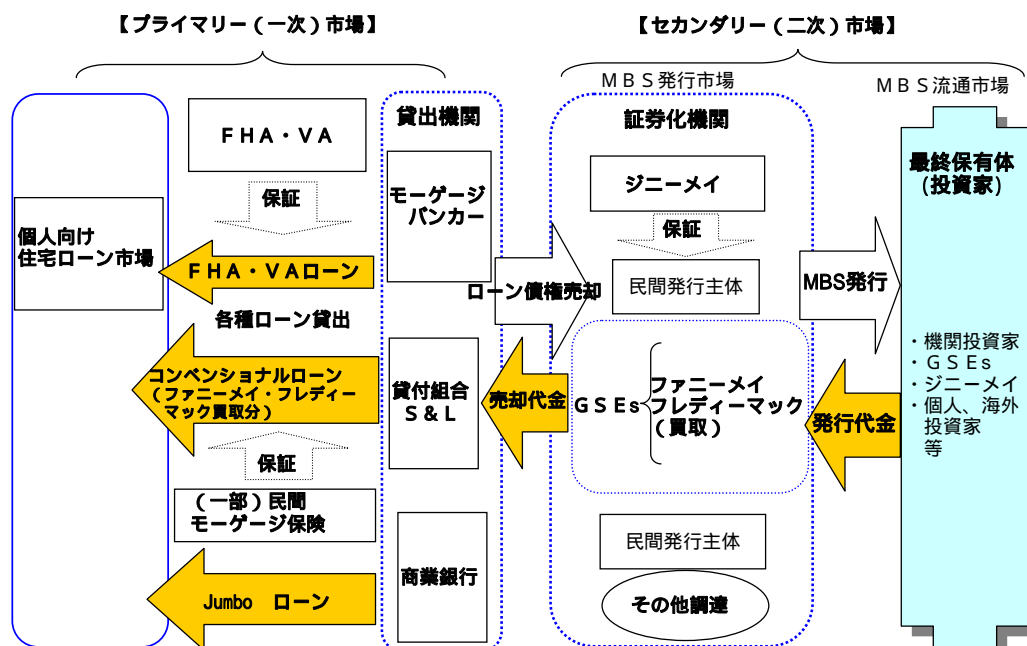
スムーズな資金調達を可能にしたMBS市場

上述のとおり、家計へ資金が円滑に供給される手法が発達した背景には、MBS市場の発達がある。MBSとは資産担保証券の1つであり、家計の持つモーゲージローン債権を集約して元利金払いを担保にして発行される証券を指す。アメリカでは、モーゲージローン残高のおよそ6割がMBSとして証券化されている²⁹。アメリカのモーゲージ市場は(1)住宅ローンの審査・貸付を行い、民間金融機関のみからなるプライ

²⁹ 残り4割はローン市場を通じて金融機関が保有している。

マリー（一次）市場、(2)政府機関・政府支援機関及び民間金融機関等の証券化機関が貸出機関から住宅ローン債権を買取り、証券化した上で流通させるセカンダリー（二次）市場から成っている。これは、モーゲージローンを証券化することで流動性を高め、MBSを様々な投資家が購入できるようにすることで、家計に対して資金をスムーズに供給しているということになる（第2-2-6図）。

第2-2-6図 アメリカMBS市場の仕組み



- (備考) 1. 2005年4～6月期における住宅モーゲージ残高は8兆ドル、うち、住宅MBS残高は4.9兆ドル。
 2. 公的MBSと民間MBSのそれぞれモーゲージ残高に占める比率は74.7%、25.3%(2005年4～6月期)。
 3. FHA・VAローンとは、一定の要件を満たす低所得者のモーゲージに対して、FHA (Federal Housing Administration: 連邦住宅局)、VA (Veteran's Administration: 復員軍事務局) 等の連邦政府機関による公的保証が付されたもの。
 4. Jumboローンとは、借入額が35万9,650ドルを超える額の大きいローン。

このような多段階のプロセスを経る最大のメリットは、流動性を高めることである。つまり、エージェンシー³⁰が元本・利払い保証を付与することで、投資家から借り手

³⁰ MBS市場の発達にはエージェンシーと呼ばれる、政府機関（ジニー・メイ：Ginnie Mae）及び連邦住宅金融抵当公庫（フレディー・マック：Freddie Mac）、連邦抵当金庫（ファニー・メイ：Fannie Mae）といった政府支援機関（GS Es）が果たしている役割が大きい。ジニー・メイは、民間金融機関が発行したMBSに政府保証を付与する役割を果たしている。一方のフレディー・マック、ファニー・メイは自らMBSの発行を行い、同時に元本・利払いについて自ら保証している。さらに、GS Esは自ら発行した債券の購入、運用も行っており、その市場シェアを拡大させている。このように民間の金融機関に比べリスク面、税金面等において格段に有利な条件を政府から付与されていることから、近年、公正な競争を損ない、民業を圧迫するものとして、批判が高まっている。

や証券発行機関のデフォルトリスクを切り離すことで、リスク分散を可能にしているからである。加えて、ほかの証券化商品よりも低リスクかつ低取引コストというメリットも生んでいる。一方、貸出し主体にとっては、住宅ローンを資産として保有せずに、証券化機関に売却することで新たな貸出原資を調達することができるメリットがある。このため、貸出の過半を占めるモーゲージバンカーのように預金業務を行わない融資専門機関が大量に存在し、相互に競争することで一層コストを押し下げている。

コラム REIT市場の好調も「住宅ブーム」を下支え

REIT (Real Estate Investment Trust) は60年にアメリカにおいて初めて導入され、90年代にUP-REITと呼ばれる免税スキームの導入を機に急激に成長した不動産投資信託制度である。不動産の金融商品化を通じて流動性の向上を図り、景気の動向に左右されず、不動産市場に安定的に多くの投資資金を供給することを目的としており、04年時点で17か国において導入されている³¹。

日本においても類似の制度がJ-REITとして2000年より導入され、その後順調に拡大を続け、05年10月末時点で時価総額が約230億ドルとなるなど、不動産市場の活性化に一定の成果を上げつつあるが、両国の市場規模を比較すると、アメリカの取引額は圧倒的に大きくなっている(04年末の時価総額3,050億ドル)。

アメリカのREITには3つの投資形態があり、(1)エクイティREIT(実物不動産の所有権)、(2)モーゲージREIT(不動産モーゲージ³²)、(3)ハイブリッドREIT(両方)に分かれるが、このうち(1)が9割程度を占めている。また物件タイプ別でみると、住宅モーゲージへの投資は時価総額の6%に過ぎない。その位置付けも、REITは不動産資産というよりも株の一種、という認識が一般的である。

しかし、REITはMBSの運用ツールの1つとしても用いられており、その意味でREITと株は補完的な関係にあるといえる。REITのこれまでの値動きをみると、株式や債券の価格動向との相関が低いことから、MBS運用の際のリスク分散にかなり貢献している。

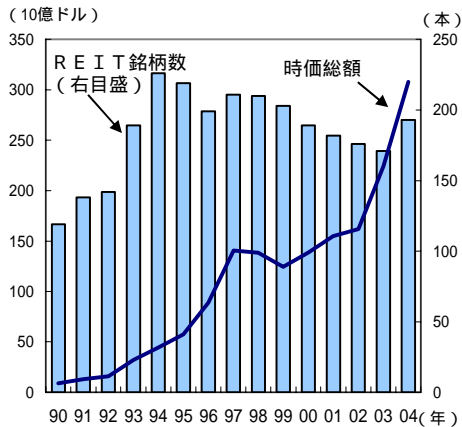
また、理論的には説明が困難ではあるものの、REITの収益率³³と住宅価格との間に正の相関がみられる。これまでのところ、ほかの金融資産よりも安定して高い収益率を誇るREITは、MBSの運用の安定化にも寄与しつつ、今般の「住宅ブーム」を下支えした可能性が高いといえよう。

³¹ (社)不動産証券化協会(2004)

³² 住宅用のほか、商業用モーゲージを含む。

³³ REITのファンダメンタルズを構成するとみられるモーゲージレイトは歴史的に低水準にあり、また持ち家への強い需要は本来ならば散在的な賃貸家屋需要を相殺するとみられるためである。

拡大し続けるREIT市場の推移



(備考) NAREIT (米国不動産投資信託協会、National Association of Real Estate Investment Trusts) 他より作成。

株式とREITの総合収益率比較

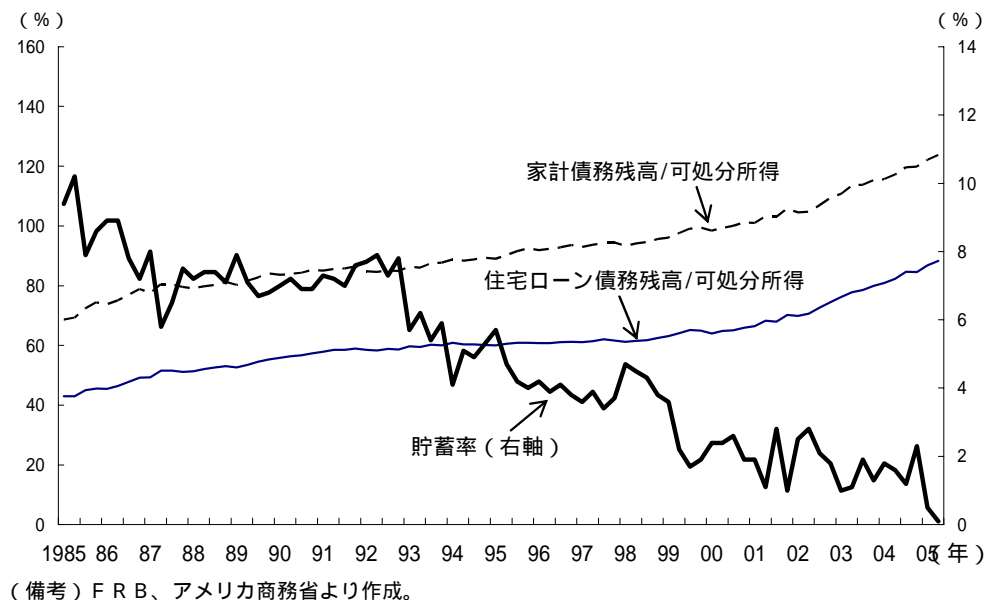
	1年	3年	5年	10年	REITとの 相関係数 (94～03年)
NASDAQ	13.4	22.5	10.1	7.5	0.2
Russell 2000	18.0	24.1	6.5	9.4	-
Dow30	4.9	11.7	0.2	8.2	-
S&P500	12.3	16.7	1.5	9.5	0.3
REIT 総合指数	22.6	24.9	19.4	14.2	-

家計のモーゲージ債務残高の急増と消費拡大

このように、アメリカではモーゲージ市場が非常に発達している。同時に、金利低下に対して家計の住宅ローンへの感応度も高い。これは、住宅価格の上昇に伴い、住宅資産価値が増大し、家計の資産総額も伸びているが、家計債務も大幅に増加していることにも表れている。債務の増加は主にモーゲージ債務によるものであり、03年以降、モーゲージ残高の伸びは前年同期比13%前後の高い伸びで推移している³⁴。家計債務に占める割合も01年1～3月期66%から05年4～6月期72%へ上昇している。貯蓄率はこの間2.5%から0%へと低下しており、増加した借入れによる消費拡大効果が大きくなっている可能性を示唆しているといえよう(第2-2-7図)。

³⁴ 商務省が公表している「家計貯蓄率」にはキャピタルゲインが含まれていない。CBOが公表している「実現したキャピタルゲイン」を可処分所得に加えた場合の貯蓄率の動向をみると、株価が大幅に下落した2000年から01年にかけて14%から9.8%へと大きく低下した後、04年までは9%台で緩やかに低下していたが、05年に入って7.2%に低下した(05年のキャピタルゲインは推計値)。

第2-2-7図 アメリカの家計債務/可処分所得と貯蓄率



(2) 英国の動向

欧州で最も発達したモーゲージ市場

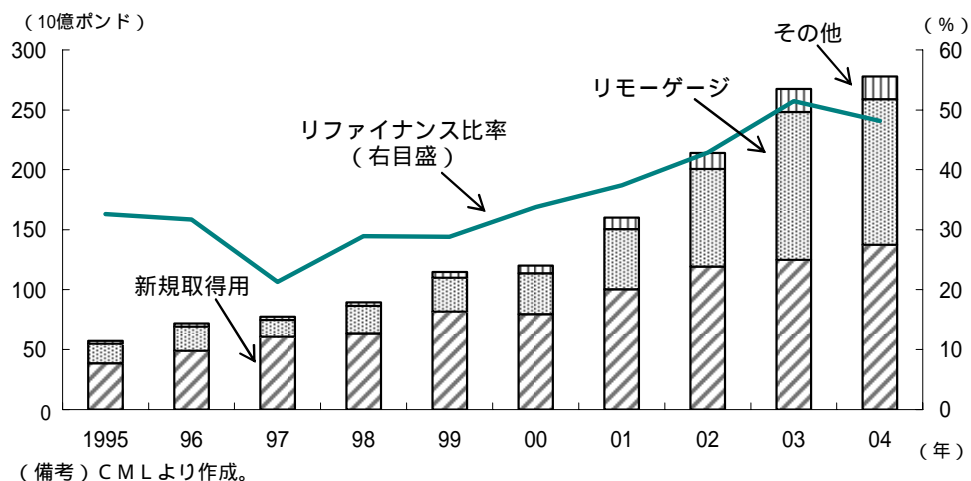
英国でも、アメリカと同様、01年以降モーゲージローン残高が大幅に拡大しており、2000年800億ポンドから04年1,380億ポンドとなった。また、この間にアメリカのリファイナンスに相当するRemortgage及びFurther Advance³⁵の合計の比率は33%から50%へ上昇したが、前者の伸びの寄与が大きい。

また、英国では変動金利型ローンが依然市場の6割近くを占めているものの、金融機関間の競争が一層激化する中、固定金利型ローンの導入を始め、新しい形の返済方法や金利の設定を可能にする新たな金融商品が登場しており³⁶、家計がより容易にモーゲージ市場を通じて借入れすることが可能となっている(第2-2-8図)。

³⁵ Remortgaging (持ち家の純資産価値の増加を担保にローン残高を積み増す)、Further advance (固定金利の商品に借換え、セカンドモーゲージ等を組む)。

³⁶ 返済方法の例では、満期に一括返済する方法、積み立てた年金を元手に運用して一括返済する方法等がある。また金利の支払い方法も、固定金利のほか、一定の幅で金利が変動するキャップ制等がある。

第2-2-8図 英国の住宅ローン内訳とリファイナンス比率



民間主導で発達したMBS市場

英国においてもアメリカと同様、モーゲージローンの証券化が進んでいる。アメリカとは異なり、政府機関等による元利金払いへの付保はしていないものの、金融市場の規制緩和及び制度整備が進んだ結果、金融機関間の競争により、民間主導でモーゲージ市場を発達させることになった。最近時点では、アメリカに次ぐ世界第2の市場規模³⁷となっている。

MEW³⁸の使途

英国では、モーゲージ市場で借り入れた資金を住宅投資以外の目的に振り向けたものを特にMEW (Mortgage Equity Withdrawal) と呼んでおり、残高は03年末で家計可処分所得の9%近くとなった。これが2000年代の英国の堅調な個人消費の伸びを下支えしてきたものとみられる。MEWは借入れ目的別に4種類に分類されているが³⁹、継続的な消費拡大を支えているとみられるのはRemortgaging/further advance及びOvermortgagingである。98年から03年までの間におけるMEW総額の36%を占め、そ

³⁷ 海外住宅金融研究会 (2000)

³⁸ MEW (住宅を担保とした低利での借入れから住宅資産購入に回らなかった残差)

= 住宅等担保付金融負債の増分 - 住宅資産の純取得額

消費との関係は、

消費 = 税引き後所得 + (金融負債の純増分 - 住宅資産の純取得額) - 金融資産の純取得額

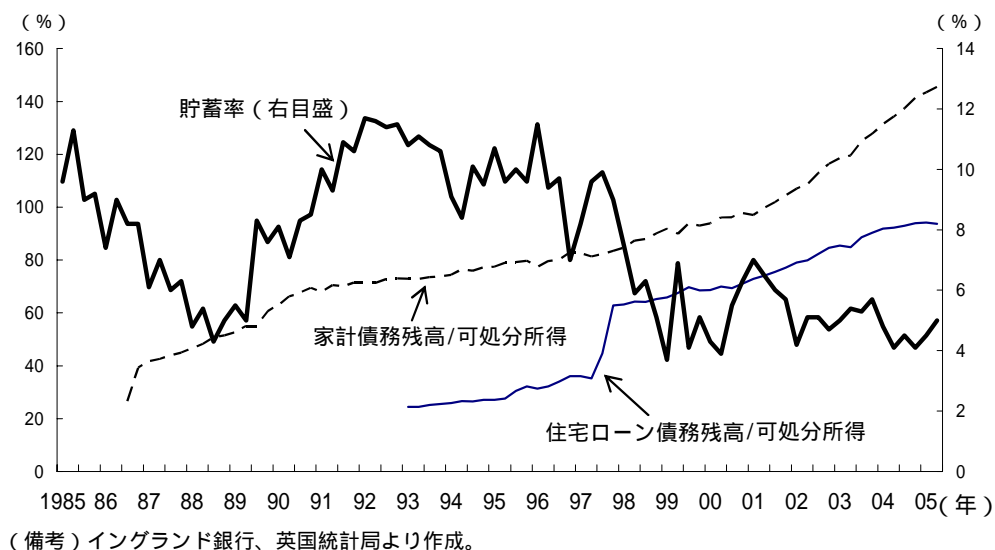
なお、MEW残高は98年2億ポンドに対し、03年は500億ポンドに拡大。

³⁹ BOEは、MEWの目的別に Last time sale (死亡等で売却)、Trading down (より低価格の住居に買い換える)、Overmortgaging (住宅の買替え費用以上に借入れ)、Remortgaging/further advance に4分類している。

のうち半分程度が消費に回ったものとみられる。また、残りの2つを合わせた全体で見ても、M E W全体の3分の1程度が消費に使われたとみられる⁴⁰。

そこで家計の債務残高/可処分所得比率をみると、98年以降、住宅ローン債務の拡大により上昇しており、01年1～3月期の73%から05年4～6月期には94%となっている。一方で同時期の家計貯蓄率をみると、90年代後半から2000年のITバブル崩壊までの株価上昇局面では、英国の貯蓄率も10%から半分の5%にまで低下した⁴¹。しかしながら、住宅価格上昇率が急速に高まった02年以降はほぼ4～5%台の水準で推移しており、この間特に消費性向が高まらなかったことがうかがえる（第2-2-9図）。

第2-2-9図 英国の家計債務/可処分所得と貯蓄率



これはMPCが高いというOECDの結果と矛盾するように見えるが、OECDの推計が70～02年のデータに基づいていることに留意する必要がある。実際、英国では住宅価格と消費の相関は01年以降急速に低下していることが指摘されており、その決定的な要因は特定されていないものの、株価の回復が遅れる中、期待所得の伸びも比較的緩やかなものにとどまっていること、公的年金の見直し等により退職後に備えた貯蓄の必要性が高まったことなどが挙げられており⁴²、家計の選好が足元で変化し、貯蓄率を維持することになった可能性があると考えられる。

⁴⁰ B O E (2004) アンケート調査であるため、実際の用途とは必ずしも一致はしない可能性がある。

⁴¹ Gramlich(2002)

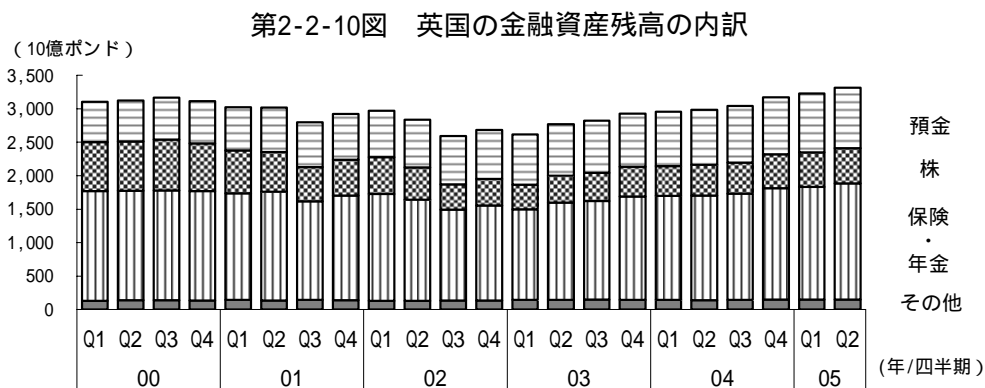
⁴² B O E (2004)

3. 先行きリスクをどうみるか

英国はソフトランディングか

英国の住宅価格上昇率はアメリカと比較してかなり高いものであったが、2003年11月以降段階的に金利が引き締められたこともあり、04年に入ってから、住宅価格上昇率は低下してきている。住宅価格上昇率の鈍化は、既に住宅を保有している家計にとっては、住宅資産の担保価値の増勢が鈍化することを意味するに過ぎない。しかし、現実には金利上昇も生じており、英国では変動型金利が多いため、住宅ローン保有世帯には利払いの増大が生ずる。また、家計が保有する金融資産も増加しており、金利の上昇により債券価格や株価が下落した場合には、消費に対してマイナスの効果をもたらすことが考えられる。実際、消費の動向をみると、04年は前年比3.7%増であったが、05年に入ってから前期比年率1～3月期0.6%、4～6月期1.4%増と伸びに鈍化がみられている。

しかし、既にみたように、英国の家計貯蓄率は住宅価格上昇率が大幅に上昇した02年以降はほぼ横ばいで推移し、消費性向にはほとんど変化がなかった。これは、借入れの内、住宅価格を上まわる分について、その多くが消費でなく金融資産の取得に向けられたためと考えられ、家計の保有する金融資産の内訳をみると、保険・年金、預金が約9割を占めることから、金利が上昇して利子の受取りの増加が利払いの増加をある程度相殺するため、消費の動向に大きな影響は出ないという指摘がある⁴³（第2-2-10図）。



⁴³ Nickell (2005)

また、これまでのところ英国の住宅価格は「安定化」しており、下落には至っていない。このため、消費の急減速等により、英国の景気が「クラッシュ」するリスクは高くないとみられる。少なくとも現在までのところ英国はソフトランディング過程にあるとの指摘も可能であろう。ただし、住宅価格が下落に転ずるような場合には、それが消費に与える影響を注視しなくてはならないだろう。

2005年に入ってリスクの高まりが指摘されるアメリカ

アメリカの住宅価格の上昇率は、英国と比べればかなり緩やかであり、先行きについても楽観視する見方もある。しかし、英国と異なり、アメリカの家計貯蓄率は2000年以降低下しており、05年6月以降はゼロを割り込む程になっており、注視が必要である。また、家計債務に占める住宅ローンの比率は上昇を続けており、住宅価格の下落が生じた場合の影響度は大きくなっている。

特に05年に入ってから、家計にとって返済リスクが高い住宅金融商品が普及したり、転売を目的とした住宅購入の増加等投機的な動きが目立つようになっていたりしていることから(下記コラム参照)、住宅価格の下落が生じた場合のリスクが高まっている可能性がある。さらに、FRBは昨年半ば以降FFレートを断続的に引き上げており、この動きは当面続くとみられることから、目下のところはモーゲージ金利への影響は余りないものの、今後上昇に転ずる可能性があり、金利面のリスクも否定できない。

以上を考慮すると、現時点で差し迫ったリスクはないと考えられるものの、FRBによる金利引上げの影響がモーゲージ金利にも及び、住宅価格上昇率に下振れ圧力をもたらす場合には、資産効果の剥落による消費の後退と景気の減速が懸念されるといえよう。

コラム FRB：ハイリスクな住宅金融商品の普及に度々警戒信号

02年以降、モーゲージバンカー等の金融機関間における貸出し競争の激化により新しい金融商品が登場・普及したことにより、住宅価格上昇期待に依拠した家計の返済能力を超えた借入れが増加している。

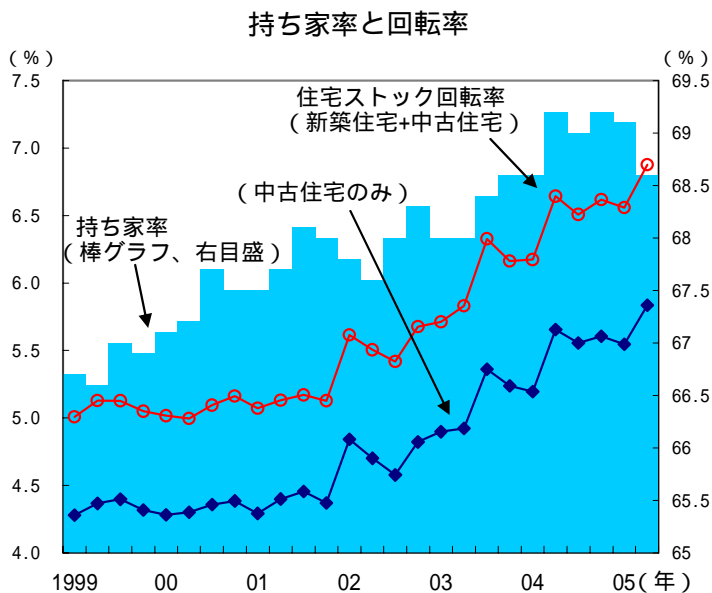
中でも、Home Equity Line of Credit(HELOC)と呼ばれる、住宅評価額とローン残高の差を担保として資金用途を限定しない融資枠の与信を行うという新しい住宅金融商品の残高が急速に伸びている。現在の持ち家に居住したまま、必要に応じ追加的な借入れを限度額まで行うことができ、変動金利型であるため、金利上昇局面では家計の返済リスクが膨張するリスクがあるものの、機動性の高さから、この商品による借入れは03年から04年にかけて

40%拡大したといわれている⁴⁴。

そのほか、I Oローン（Interest Only Loans）、ローン・担保比率（L T V）の引上げ⁴⁵、ネガティブアモチゼーションローン（Negative Amortization Loans）、ピギーバックローン（Piggyback Loans）、ローン審査書類の簡略化等が増えている。I Oローンは、既にモーゲージローンの1/4近くを占めるまでに増加している。ワシントンD.C.地区ではわずか5年前には2%程度であったが、現在では1/3以上の住宅購入者がこの方式を用いているといわれている。

このような事態を受け、05年5月の連邦準備制度とほかの銀行規制当局者との共同声明⁴⁶では、ホームエクイティローンへの監視を強めるべきであると述べている。

また、明らかに居住を目的としない投資目的によるセカンドハウス等の住宅購入も増加し、2000年から4年間で2倍に増えたとされている。持家率と回転率（住宅販売戸数/前期末の総住宅戸数）をみると、持家率が安定的に上昇を続ける一方で、回転率は02年以降中古住宅を中心に伸びが加速している。



(備考) 1. アメリカ商務省、N A Rより作成。
2. 回転率 = 住宅販売戸数 ÷ 前期末の住宅ストック。

⁴⁴ Bies (2005)

⁴⁵ 一部L T Vが100を超える商品も登場している。

⁴⁶ F R S、他(2005)

05年半ば以降、こうした状況を受け、グリーンSPAN FRB議長⁴⁷を始めとした複数のFRB関係者が、懸念する発言を繰返し行っている。

⁴⁷ Greenspan (2005a,b,c,d,e)

(参考1) REIT市場の構成

(1) 投資形態別分類

分類	内容	銘柄数	時価総額
エクイティREIT	実物不動産の所有権に直接投資	152	2996億ドル
モーゲージREIT	不動産モーゲージに投資	37	241億ドル
ハイブリッドREIT	両方に投資	8	63億ドル
合計		197	3300億ドル

(2) REITの物件タイプ別分類

セクター名	備考	時価 (1000ドル)	時価割合
Industrial/Office		95,708	26.2 %
Office		61,599	16.9 %
Industrial	倉庫、配送センター、軽工場	21,101	6.1 %
Mixed		13,008	3.2 %
Retail		95,191	25.0 %
Shopping Centers	全体床面積の70%程度を各店舗が占めるもの	36,470	10.6 %
Regional Malls		52,495	12.4 %
Free Standing	フランチャイズ店等一定のテナントとの賃貸契約に特化	6,226	1.9 %
Residential		53,693	14.7 %
Apartments	都市型高層賃貸マンション、郊外型庭園賃貸集合住宅	50,795	13.9 %
Manufactured Homes	賃貸のプレハブ住宅	2,898	0.7 %
Diversified		27,848	7.6 %
Lodging/Resorts		18,613	5.3 %
Health Care	病院、養護施設、ナースセンター等	16,657	4.9 %
Mortgage		26,273	7.9 %
Home Financing		18,701	2.3 %
Commercial Financing		7,571	5.6 %
Self Storage	個人顧客向けトランクルーム経営	13,362	4.0 %
Specialty	森林、エンターテイメント施設等の特殊用途の物件	15,280	4.5 %

(備考) NAREIT (2005年9月末) より作成。

(参考2) アメリカにおけるモーゲージ商品

商品名	内容
変動金利住宅ローン (Adjustable Rate Mortgage(ARM))	短期金利変動型。当初数年間は固定金利ものが多い。80年代より導入。
I O・ローン (Interest-only Loans)	当初の2～5年程度は元本返済を行わず利息だけ支払う新型の住宅ローン。元本据え置き期間終了後、通常の住宅ローンよりも速いペースないしは一括返済することとなる。
ネガティブ・アモチゼーション・ローン (Negative Amortization Loans)	当初の返済額が金利コストよりも小さく、その差額が債務に加算されて年々元本がふくらむ新種のローン。
ピギーバック・ローン (Piggy-back Loans)	通常、住宅購入の際には住宅価格の20%程度の頭金が必要となるが、ピギーバックローンはこの頭金を支払えない住宅購入者に対して頭金部分に対してもローンを別途設定するもの。本体部分に比べて金利が高い場合が多いが、通常頭金を支払えない場合に必要となるモーゲージ保険の保険料の支払額よりは低いというメリットがある。
固定金利住宅ローン (Fixed Rate Mortgage(FRM))	アメリカの家計債務の大部分を占める住宅ローンは、30年固定金利が主流。

(備考) 各種資料より作成。

第3節 低インフレ期の金融政策と住宅等資産価格の変動

ITバブル崩壊後、アメリカ経済は大規模な減税策⁴⁸と大幅な金融緩和策による内需刺激により、デフレを回避することができたといえる。このことは同時に、大幅な金融緩和策による住宅価格の上昇が資産効果を通じて景気に与える影響の大きさを改めて確認することにもなった。金融政策によって需要を創出しデフレ回避に成功したことは、金融政策は「紐のように、引くことはできても押すことはできない」というオーソドックスな政策観に一石を投ずることにもなった。

第1節でみたように、住宅価格の理論値は、 $P = R / (r + \dots)$ で与えられる。すなわち、住宅価格には、実質金利及び住宅保有のリスクが高まれば下落し、期待家賃上昇率が高いほど上昇するという関係がある。したがって、低インフレ期には政策金利は低水準で維持され、また、好景気が持続していれば住宅保有リスクも低下するため、住宅価格は強含みとなりやすい。こうした状況の下で、さらに住宅の需給のひっ迫が予想され期待家賃上昇率が少しでも高まれば、もたらされる住宅価格の上昇幅は大きなものとなり得るだろう。逆に、期待家賃上昇率が低下した場合にも、住宅価格の下落幅は大きいものとなりかねない。資産効果がより大きいということが、金融政策の有効性を一層高めるというだけでなく、「低インフレ、低金利」期には「住宅ブーム」の発生や崩壊を通じて経済変動をより大きなものとする側面があることを示唆している。また、このような特徴は、株式等金融資産の場合にはより大きく現れる傾向にある。

以上のような認識の下、以下では昨今の「住宅ブーム」に焦点をあて、政策当局の間で行われた、低インフレ期の金融政策の在り方について、論点を整理する。

1. 住宅価格の動向と経済への影響

(1) 住宅価格の動向とその影響⁴⁹

住宅価格は景気に遅行して動き、かつ景気の振幅を拡大する（Pro-Cyclical）傾向があるとされている。また、住宅価格の変動サイクルは、景気サイクルよりも長くな

⁴⁸ 01年、03年のいわゆる「ブッシュ減税」により大規模な減税が実施された。減税による消費効果についてはMann (2005)。

⁴⁹ 以下はAhearne, Ammer, Doyle, Kole and Martin (2005) の35年間、先進18か国のデータに基づく結果による。

る傾向がある。これは、政策金利が物価上昇率を基本的に考慮しつつ動かされ、タイムストラクチャーを通じて、住宅価格を左右するモーゲージ金利に影響することでタイムラグが生ずるためとみられる。ただし、具体的にどの程度のラグを伴うかは、各国におけるモーゲージの構成（期間、固定/変動）やモーゲージ市場の完備度に依存しているとされる（第2-3-1図）。

アメリカ等先進国の住宅価格と金利、物価、景気との関係をみると、次のような変動パターンが認められる。住宅価格は政策金利の引下げに遅行して上昇を始め、住宅価格の山は、政策金利が引上げられ始めてから1年半から2年後に訪れ、政策金利が引下げに転じてからも4年近く下落し続ける傾向がある。住宅価格と物価の動きにはかなりのずれがあり、物価（CPI）は住宅価格よりも半年ほど遅行して上昇し始めるが、住宅価格より1年程度遅れて上昇率の山を迎える。景気（実質GDP）との関係では、景気拡大に伴う住宅価格の上昇局面は平均2年以上続き、景気が減速した後半年程度上昇を続け、山を迎える。景気は後退後、1年程度で反転するが、山を越えた後の住宅価格は緩やかに低下し続け、4年程度後ようやく上昇に転ずることが多い。

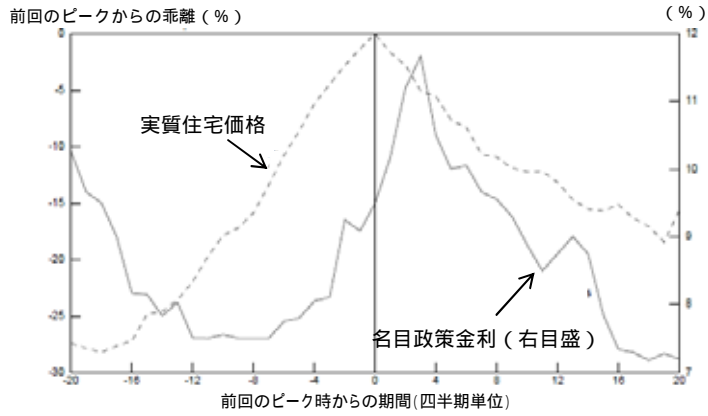
このように住宅価格の動向は景気の拡大局面や減速局面の初めでは成長率を加速させ、後退局面では景気の谷における経済成長率を大きく低下させるだけでなく、反転を遅らせる効果をも持つとみられる。また、山をつける前の住宅価格は、山をつけた後と比較して政策金利に対し敏感に反応する傾向がある。ITバブル崩壊直後のアメリカにおいても、山をつける前の住宅価格が政策金利の引下げに敏感に反応したことが、資産効果を通じ景気回復を早めることになったと考えられる。このような資産効果を通ずる政策を活かし、経済のレジリエンス⁵⁰を高めることで景気の安定化を図る方策があるのではないか、そのためにモーゲージ市場をアメリカや英国並みに整備し、金融政策効果の波及経路を強化してはどうかとする考え方が提案されるようになってきた⁵¹。

⁵⁰ Drew, Kennedy and Slok (2004) の定義によれば、「当該国の経済の、外生ショックや構造ショックに対して潜在的な成長経路からの乖離を最小限に止め得る能力」を指し、「柔軟性 (Flexibility)」とほぼ同義に使われている。

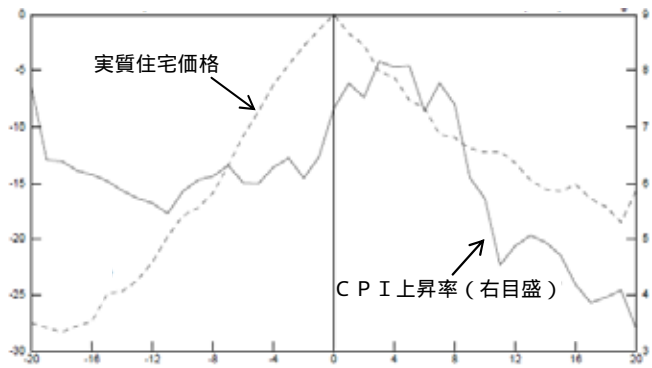
⁵¹ OECD (2004a)

第2-3-1図 住宅価格と経済変数

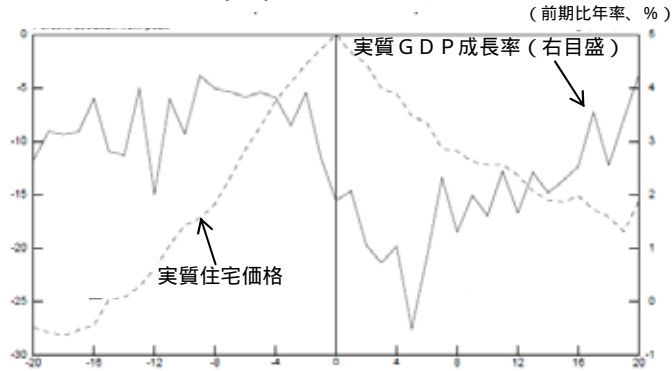
(1) 政策金利



(2) CPI上昇率



(3) 実質GDP成長率



(備考) 1. FRB “International Finance Discussion Papers No.841”、Ahearne (2005) より作成。
 2. 横軸は、住宅価格がピークをつけた時を0とした時間軸。単位は四半期。

(2) 資産効果と景気変動

物価が安定し低金利となっている下で、経済成長が持続する場合に住宅等の資産価格の上昇にはずみがつくことが多い。04年に入って、アメリカの住宅価格上昇率が急速に高まり、金利に対して過度に住宅市場が反応することの是非が景気の不安定化の観点から議論されるようになった⁵²。金利自由化を始めとする金融市場の自由化により、モーゲージ市場が整備・拡大するにつれ、モーゲージ金利と市場及び政策金利との連動性が高まってきたが、これが70年代、80年代のブーム時と比べ住宅価格の変動幅を拡大し、住宅価格サイクルを長期化させているのではないかという論点である⁵³。

住宅価格の動向が経済へ与える影響は大きく、しかも物価が安定している場合にも変動することが多いだけに、金融政策当局がいかに「住宅ブーム」に対処すべきかについて、近年欧米を中心に盛んに議論が行われるようになった。

これまでのところ、住宅価格に限らず、資産価格を物価や産出量といった本来の金融政策の目標に優先させる政策運営を行う中央銀行はない。しかし、資産価格の急変動が景気変動を増幅する効果を持つとすれば、政策運営として全く無視できるものでもない。以下ではこうした問題を巡る議論について簡単に紹介する。

2. 低インフレ期の金融政策

過去においても住宅価格等の資産価格の動向は必ずしも経済全体の物価動向と連動していない。今般の住宅価格の上昇は、「低インフレ、低金利」の下で生じており、過去に例がないほど物価動向との乖離が大きくなっている。アメリカでは住宅市場の過熱懸念から、また英国、オーストラリアでは「住宅ブーム」終息後の急落懸念から住宅価格の動向が注目されている。こうした中で、住宅価格等資産価格と金融政策との関係はどうあるべきかについて04年頃から活発に議論が行われている。多くの中央銀行では、資産価格を金融政策の目標とはしないものの、ECBのように、住宅等のバブルが生じ、それが崩壊した場合に生じる経済への影響の大きさにかんがみ、資産価格の異常な上昇に対しては予防的に政策対応をとるべき⁵⁴とする考え方もある。

⁵² King (2004)

⁵³ 70～85年と85～05年とのデータで比較した場合、前者は山と谷の差が20%程度であるのに対し、後者では30%強となっている。また、谷山と山谷の期間が前者では3.5年、4.5年であるのに対し、後者は4年、5年以上という結果が得られている。

⁵⁴ Trichet (2005)

資産価格は金融政策の目標となるか？

金融政策の目標が一般的に物価の安定とされている以上、仮に住宅等の一部の資産価格の上昇率に異常がみられたとしても、政策当局として参照すべきなのはあくまでも経済全体の期待物価上昇率であるべきという考え方が今日でも主流である。FRB、BOE等がこのスタンスを採用しているが、両国では、住宅価格上昇率が著しく高まる一方で物価上昇率は安定的に推移するという状況である。このような状況にもかかわらず、近年行われている議論では、金融政策当局として資産価格の大きな変動に対してとるべきスタンスは次のようなものである。

つまり、大多数の見解は⁵⁵、「資産価格の変動が、インフレやデフレ予想を変えるほどの圧力を生じない限り、金融政策を資産価格の変動に応じて変更する必要はないし、また望ましくもない」というものである。この根拠として以下の3点が挙げられる⁵⁶。

第一に、住宅価格の上昇のうち、ファンダメンタルズの改善に基づく部分とそうでない部分を見極めるのは困難なことである。「住宅ブーム」は景気動向に遅行して生じるため、景気が拡大している間に生産性の上昇や投資の大幅な拡大を通じて、経済のファンダメンタルズ自体も改善していくから住宅価格も上昇する。故に、金融政策変更を適切なタイミングかつ最適規模で実施しようとしても常に不確実性が伴う。

第二に、「風向きに逆らう(leaning against the wind⁵⁷)」ように、バブル予防的に金利の引上げを行うと、それは大幅なものとなってしまう、副作用も多いことである。大幅な金利の引上げによって当該資産価格の高騰は回避できたとしても、金融政策の本来の目的である物価の安定に対しては過剰なものとなり得、物価の安定化の範囲から大きく逸脱してしまうことになる。したがって、このような金融政策は、アカウンタビリティの視点から困難が伴うと予想される。特にインフレターゲット政策を厳格に実施している諸国では制度上の制約がある。

第三に、もし仮に資産価格の高騰が確実にバブルであるとしても、政策実施の最適なタイミングの取り方及び金融引締めを程度を特定するのが難しいことである。もし多少でもずれた場合、逆に景気を不安定化させ、経済に多大な悪影響をもたらす可能性が高いからである。また金融政策が住宅価格に影響するまでのタイムラグが正確に予測できないことも指摘されている。タイムラグの長さは様々な要素に依存し、国ごと、時期ごとで異なるため、政策発動のタイミングの特定が困難になる。そもそも、

⁵⁵ Bernanke and Gertler(1999) (2001)

⁵⁶ IMF (2005a) Nickell (2005)

⁵⁷ 通常は為替介入の際に使われる表現だが、ここでは、住宅価格が上昇を抑制するように政策金利を引き上げることを指す。好景気の場合、景気を潰す方向に政策を採ることになるため徹底して実施するのは難しい。

住宅価格のピークがいつになるのかを事前に正確に知るのは不可能である⁵⁸。さらに、住宅価格がひとたび下落に転じると、数年間下落し続けることから、時宜を失って急激に金利を引き上げてしまうと行過ぎ（Over-Kill）が生ずる可能性も高くなるのである。

コラム 政策金利引上げと実質長期金利の世界的低下現象

04年6月以降、アメリカの政策金利が12回（11月1日時点）連続で引き上げられているにもかかわらず、長期金利はほかの国も含めて低下傾向にある。アメリカでは、80年代以降の規制緩和の進展により長期金利とモーゲージ金利との連動性が高まっているため（相関は0.9以上）モーゲージ金利も低位で推移しており、住宅市場の過熱を助長し、金融政策の舵取りを難しくしている。

グリーンズパンFRB議長は05年2月の議会証言においてこの現象について取り上げた。その中で、幾つかの可能性について言及しつつも、いずれも決定的な要因とはいえないとして、その原因は「謎（Conundrum）」と結論付けた。

彼が可能性として挙げた理由の概要は以下のとおりである。(1)将来の期待成長率が低い、(2)高齢化社会の到来により、とりわけ先進国において年金基金の積立て不足が明らかとなる中、年金ファンドがポートフォリオを組むに当たって長期債への需要が高まっている、(3)海外の中央銀行が外為介入資金や外貨準備高の積増しのためにアメリカ国債を大量に購入していること、(4)ロシアや中国、インド等の新興国が市場に新規参入したことや金融取引技術が発達したこと⁵⁹が、より効率的、低コストでの生産が可能となり、物価上昇率を押し下げ、関連するリスクプレミアムを低下させている。グリーンズパンは、いずれの仮説も長期金利の引下げに寄与しているとみられるものの、いずれも足元で生じている現象の説明、及び「世界的」な現象である説明ができず、決定的な理由とはならないと指摘した。

長期を見据えた金融政策運営の必要性

オーストラリアでは、かつて大規模な「住宅ブーム」と崩壊を何度か経験している。最近も「住宅ブーム」を経験したが、今日では住宅価格は横ばいから下落気味となっている。同国中央銀行総裁は、資産価格を金融政策の目標とはしないものの、資産価格の動向を、経済のファンダメンタルズの1つとしてその動きを考慮しながら金融政

⁵⁸ King (2004)

⁵⁹ Ferguson (2005b)

策を運営するべきとした⁶⁰。資産価格に異常な動きが生じる場合には、政策効果のタイムラグが長いことを考慮して、先行きを見通した政策運営を行うことが必要であるとし、通常の1、2年よりも長めの期間を見通した金融政策を行うべきとしている。

また、資産価格の安定化を図る上で、直接金融政策を用いず、住宅価格等資産価格の異常な高騰に対しては、金融監督の強化等や規制の強化⁶¹により対応したほうが望ましいとする考え方もある。これは、政策実施に伴う経済へのコストがより小さいという観点からの指摘である^{62 63}。

まとめ

2000年のITバブル崩壊後、株式等金融資産から資金が流出したこと、また、景気低迷を背景に世界的な低金利政策がとられたこと等により、アメリカ、英国を始めとした幾つかの先進国で「住宅ブーム」が発生した⁶⁴。住宅市場の活況は、住宅投資及び関連耐久財購入による消費の増加に加え、「資産効果」を通じた消費全般の拡大により景気を安定化させるのに一定の効果があった。

今般の「住宅ブーム」においては、「低インフレ、低金利」という共通の外的環境を抱えながらも、ブームの大きさは各国間で大きく異なっているが、これは、主にモーゲージ市場の発達度合に起因するものとみられる。とりわけ英国、アメリカにおいては、80年代以降の金融市場における規制緩和や制度整備の進展を受け、より低コストで家計が住宅資産を抵当とした借入れを行えるようになったことが家計の流動性制約を緩和、資産効果を通じた消費拡大効果が発揮された。

英国は住宅価格上昇率が最も高かったものの、現在ではブームも終息し、ほぼソフトランディングに成功したとみられる。依然住宅価格の上昇が続くアメリカは、過去のトレンドとの乖離をみる限り、他国と比較してこれまでのところ異常とはいえないものの、住宅価格の動向が消費に与える影響が英国に比べて大きいとみられることに加え、足元において投機的な取引が拡大する兆候がみられている点には注意が必要である。その一方で、モーゲージ金利が上昇の兆しをみせるようになり、一部指標で住

⁶⁰ Macfarlane (2004)

⁶¹ 例えば、貸出に必要な担保を景気の方角とは逆に設定するようにする。好況時には担保を引き上げ、不況時には引き下げを図る等が考えられる。

⁶² Issing (2003)

⁶³ Yellen (2005)

⁶⁴ Ferguson (2005b)

宅価格上昇率が鈍化するものもみられるため、結論が出るまでにもう少し時間がかかるといえよう。

近年では、住宅市場の資産効果が大きいことにかんがみ、金融政策の有効性を高めるチャネルとしてモーゲージ市場を位置付け、ITバブル崩壊後に果たした効果を評価して、アメリカ並みに発達させることによって金融政策の波及経路を強化し、景気後退局面において金融政策を通じ経済のレジリエンスを高めようという考え方が出てきた。しかし、04年以降、とりわけ05年に入ってアメリカの住宅市場の過熱に対して懸念されるようになるにつれ、この考え方が必ずしも全面的に支持されるとは言い難くなっている。むしろ金利に対して過度に住宅市場が反応することが、かえって投機的な行動を助長させ、金融政策実施上の困難を伴うことも多いことから、不必要な経済変動を招く側面の方が強調されてきている。

住宅等資産価格と金融政策の望ましい関係に関しては、いまだ様々な課題が残されており、今後アメリカの住宅価格がどのように変化するか、ソフトランディングに成功するかどうか⁶⁵、政策を方向付ける上で大きな鍵を握っているといえよう。

⁶⁵ Del Negro and Otrok (2005) では、アメリカの金融政策の動向が、アメリカの住宅価格のみならず、金利を介して世界の住宅価格に影響を与えているという分析を行っている。

参考文献

(第 部第 2 章)

- 長田訓明 [2000] 『トピックセミナー 金融制度改革と住宅金融 第 3 回証券化による住宅ローン制度』House & Loan 576, 2000 年 1 月
- 海外住宅金融研究会編 [2002] 『新版 欧米の住宅政策と住宅金融』住宅金融普及協会
- 社団法人不動産証券化協会 [2004] 『世界の R E I T 市場-勢いを増す世界の不動産投資信託市場』不動産証券化協会
- 住宅金融公庫 [2002] 『海外住宅金融 海外住宅政策 ガイドブック2001年度版』住宅金融公庫 住宅総合調査室
- 中川忍 [1998] 『米国の住宅金融施策について-住宅金融及び制度面を中心に-』日本銀行 調査統計局 ワーキングペーパーシリーズ
- 内閣府 [2004] 『平成 16 年度 年次経済財政報告』国立印刷局
- 内閣府 [2003] 『世界経済の潮流 2003 年秋』財務省印刷局
- 内閣府 [2005] 『世界経済の潮流 2005 年春』財務省印刷局
- 日本証券経済研究所 [2002] 『図説 アメリカの証券市場 2002 年版』日本証券経済研究所編
- 日本証券経済研究所 [2005] 『図説 アメリカの証券市場 2005 年版』日本証券経済研究所編
- 日本総合研究所調査部マクロ経済研究センター [2005] 『米国住宅「バブル」を検証する～その大きさと“破裂”時のインパクト～』IRI news release マクロ経済レポート No.8, 日本総合研究所
- 二宮拓人・菅野浩之・植木修康・加藤毅 [2002] 『米国 M B S 市場の現状とわが国へのインプリケーション』マーケット・レビュー2002 年 8 月、日本銀行金融市場局
- みずほ総合研究所 [2005] 『米国の住宅ブームを巡る問題』Mizuho Research Institute 2005 年 10 月 13 日
- 峯岸誠・石崎寛憲 [2002] 「米国家計支出はなぜ堅調か」日本銀行調査月報 2002 年 8 月
- 室屋有宏 [2003] 「米国の住宅ローン市場の現状と将来像」農林中金総合研究所 金融市場 2003 年 1 月
- 山本康雄 [2002] 「米国の住宅市場はバブルか？」U F J 総合研究所調査レポート 今月の問題点 2002 年 9 月
- 湯野勉 [1999] 『金融の証券化 - 市場仲介と資産流動化がもたらすもの - 』晃洋書房
- Ahearne, A., J. Ammer, B. Doyle, L. Kole and R. Martin [2005] “House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study,” *International Finance Discussion Papers* No.841, September 2005, FRB.
- Benito, A. and Power, J. [2004] “Housing equity and consumption: insights from the Survey of English Housing,” *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Autumn 2004.
- Bank of England [2005] *Quarterly Bulletin* Volume 45, No. 3, Autumn 2005.
- Bank of England [2005] “House prices and consumer spending,” *Inflation Report*, November 2004.

- Barker, Kate [2004] *Review of Housing Supply*, Final Report, HM Treasury.
- Bernanke, B. S. and Gertler, M. [2001] "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" *American Economic Review*, Vol.91, No.2, pp.253-257.
- Bernanke, B. S. and Gertler, M. [1999] "Monetary Policy and Asset Volatility," Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Jackson Hole, August 1999.
- Bies, Susan S. [2005] "Regulatory Issues," Remarks at the National Bankers Association Annual Convention, Beverly Hills, California, 12 October 2005.
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, National Credit Union Administration, Office of the Comptroller of the Currency, Office of Thrift Supervision [2005] "Agencies Issue Credit Risk Management Guidance for Home Equity Lending," Joint Press Release, 16 May.
- Bridges, S., Disney, R. and Henley, A. [2004] "Housing Wealth and The Accumulation of Financial Debt: Evidence from UK Households," *The Economics of Consumer Credit*, MIT Press, July 2004.
- Del Negro, M. and Otrok, C. [2005] "Monetary Policy and the House Price Boom across U.S. States," *Working Paper* 2005-24, Federal Reserve Bank of Atlanta, October 2005.
- Dominguez Martinez, J. M. [2004] "Fiscalidad y coste de endeudamiento de la inversión en vivienda en España," *Cuadernos de Información Económica*, No.180, May-June, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, Madrid.
- Drew, A., Kennedy, M. and Slok, T. [2004] "Differences in Resilience Between the Euro-Area and US Economies," OECD Economics Department Working Papers, No.382, March 2004.
- F R B [2005] "*Statistical Supplement to the Federal Reserve BULLETIN*," June 2005.
- F R B [2005] "*Flow of Funds Accounts of the United States*," Second Quarter 2005.
- Gramlich, Edward M. [2002] "Consumption and the Wealth Effect: The United States and the United Kingdom," Remarks before the International Bond Congress, 20 February.
- Greenspan, Alan [2005a] Central Bank panel discussion to the International Monetary Conference, Beijing, People's Republic of China, 6 June 2005, FRB.
- Greenspan, Alan [2005b] "The economic outlook," Testimony before the Joint Economic Committee, 9 June 2005, FRB.
- Greenspan, Alan [2005c] "Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress," Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 20 July 2005.
- Greenspan, Alan [2005d] Closing Remarks at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 27 August 2005.
- Greenspan, Alan [2005e] "Mortgage Banking," Remarks to the American Bankers Association Annual Convention, Palm Desert, California," 26 September 2005.

- Ferguson, Roger W. Jr. [2005a] "Asset Price Levels and Volatility: Causes and Implications," Remarks to the Banco de Mexico City, Mexico, 15 November 2005.
- Ferguson, Roger W. Jr. [2005b] "Asset Prices and Monetary Liquidity," Remarks to the Seventh Deutsche Bundesbank Spring Conference, Berlin, Germany, 27 May 2005.
- Heath, Robert [2005] "Real estate prices as financial soundness indicators," April 2005, BIS papers No.21.
- Helbling, Tomas F. [2005] "Housing price bubbles - a tale based on housing price booms and busts," April 2005, BIS papers No.21.
- Higgins, M. and Osler, C. [1997] "Asset Market Hangovers and Economic Growth; U.S.Housing Markets," *Federal Reserve Bank of New York Research Paper* No.9801, January.
- Himmelberg, C., Mayer, C. and Sinai, T. [2005] "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions," *Staff Report* No.218, September 2005, Federal Reserve Bank of New York.
- I M F [2005] "World Economic Outlook," September 2005.
- I M F [2005a] "Euro Area Policies: Selected Issues", *IMF Country Report* No.05/266, August 2005.
- I M F [2005b] "United States: Selected Issues," *IMF Country Report* No.05/258, July 2005, The Western Hemisphere Department.
- Issing, Otmar [2003] "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?" Comments at the Bank for International Settlements, March.
- Jeske, K. and Krueger, D. [2004] "Housing and the Macroeconomy: The Role of Implicit Guarantees for Government-Sponsored Enterprises," *Working Paper* 2005-15, August 2005, Federal Reserve Bank of New York.
- King, Mervyn A. [2004] "Comments on 'Risk and uncertainty in monetary policy' by Alan Greenspan, AEA Annual conference, 2004," Manuscript.
- López Garcia, M. A. [2003] "Políticas de vivienda: eficiencia y equidad," Sector Público y Eficiencia, *Papeles de Economía Española*, No.95, Fundación de las Cajas de Ahorros.
- Macfarlane, Ian [2004] "Monetary Policy and Financial Stability," Speech to CEDA Annual Dinner, 16 November.
- Mann, Catherine L. [2005] "Breaking Up Is Hard To Do: Global Co-Dependency, Collective Action, And The Challenges of Global Adjustment," *CESifo Forum* January, Institute for International Economics.
- McCarthy, J. and Peach, R. W. [2004] "Are Home Prices The Next Bubble?" *Economic Policy Review*, December 2004, Federal Reserve Bank of New York.
- National Association For Business Economics [2005] "Outlook: Katrina Moderates, But Does Not Derail, A Solid Economic Expansion, " September 2005.
- Nickell, Stephen [2005] "Practical Issues in UK Monetary Policy, 2000-2005" Bank of England (Monetary Policy

- committee), 20 September 2005.
- O E C D [2004a] “OECD Economic Outlook No75,” OECD Publications, Paris.
- O E C D [2004b] “OECD Economic Surveys: Australia,” OECD Publications, Paris
- O E C D [2005a] “OECD Economic Surveys: Euro Area,” OECD Publications, Paris.
- O E C D [2005b] “OECD Economic Surveys: United Kingdom,” OECD Publications, Paris.
- O E C D [2005c] “OECD Economic Surveys: United States,” OECD Publications, Paris.
- Otrok, C. and Terrones, M. E. [2005] “House Prices, Interest Rates and Macroeconomic Fluctuations: International Evidence,” Manuscript, Federal Reserve Bank of Atlanta, May 2005.
- Reserve Bank of Australia [2003] “Housing Equity Withdrawal,” *Reserve Bank Bulletin*, February 2003.
- R I C S [2005] “*RICS European Housing Review 2005*,” Royal Institution of Chartered Surveyors.
- Sellon, Gordon H. Jr. [2002] “The Changing U.S. Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism,” Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Shiller, Robert J.[2004] “Household Reaction to Changes in Housing Wealth,” *Cowles Foundation Discussion Paper* No.1459, Yale University.
- Stephenson, K. and Koster, M. [2005] “Housing Valuations: no bubble apparent,” April 2005, *BIS papers* No.21.
- Stiglitz, Joseph E.[1990] “Symposium on Bubbles,” *Journal of Economic Perspectives* 4, No.2 (Spring):13-8.
- The Economist [2005] “Special report the housing boom,” *The Economist*, 18 June.
- Trichet, Jean-Claude [2005] Speech: “Asset price bubbles and monetary policy,” 8 June 2005, Singapore, ECB.
- Yellen, Janet L. [2005] President’s Speech: 21 October 2005, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Zhu, Haibin [2005] “The Importance of property markets for monetary policy and financial stability,” April 2005, *BIS papers* No.21.