

# みずほレポート

2011年12月1日発行

米国住宅市場のネガティブ・フィードバック問題と政策課題

～現地専門家へのインタビュー結果を踏まえた考察～

みずほフィナンシャルグループは  
「お客様のより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」  
をめざします。

**Channel to Discovery**

本誌に関するお問い合わせは  
みずほ総合研究所株式会社 市場調査部 服部直樹  
naoki.hattori@mizuho-ri.co.jp  
電話 (03) 3591-1199 まで

本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、法務・貿易・投資等の助言やコンサルティング等を目的とするものではありません。また、本資料は、当社が信頼できると判断した各種資料・データ等に基づき作成されておりますが、その正確性・確実性を保証するものではありません。利用者が、個人の財産や事業に影響を及ぼす可能性のある何らかの決定や行動をとる際には、利用者ご自身の責任においてご判断ください。

## 要旨

1. 2009 年半ばから始まった今回の景気回復局面では、過去の局面と比較して住宅市場の回復が大幅に遅れている。背景には、2007 年の住宅バブル崩壊をきっかけとして、住宅市場の供給・需要面に発生していた過剰住宅在庫や販売の弱さなどの問題が組み合わさり、住宅価格の下落を中心とするネガティブ・フィードバック構造が形成されたことがある。
2. 米国住宅市場に形成されたネガティブ・フィードバック構造とは、住宅価格の下落をもたらす以下の 5 つの経路によって構成されるメカニズムである。まず住宅市場の需要面について、①住宅の逆資産効果を通じた経路、②住宅価格の下落期待形成を通じた経路がある。また、住宅市場の供給面について、③雇用・所得環境の悪化による差し押さえの増加を通じた経路、④アンダーウォーターの発生が引き起こす戦略的デフォルトによる差し押さえの増加を通じた経路があり、これに⑤住宅ローン貸出基準の厳格化という金融面の経路が加わっている。
3. ネガティブ・フィードバック問題に対処するため、オバマ政権は住宅需要面の経路に働きかける住宅減税や、住宅供給面の経路に働きかける 3 つの住宅市場安定化策を実施したが、減税の効果が需要の先食いに過ぎなかったことや、住宅市場安定化策の制度設計が不十分だったことなどから、ネガティブ・フィードバック問題解消の決定打とはならなかった。現在は、問題点を踏まえて一部政策の改革が実施され、今後は一定の効果が現れると期待される。
4. 一方、住宅市場の供給面に着目した新たなアプローチに基づく政策オプションも議論されているが、副作用や実施可能性、制度設計などの面で問題が残るとみられる。米国住宅市場における回復の道のりは、まだ長いだろう。

(市場調査部 服部直樹)

## 目次

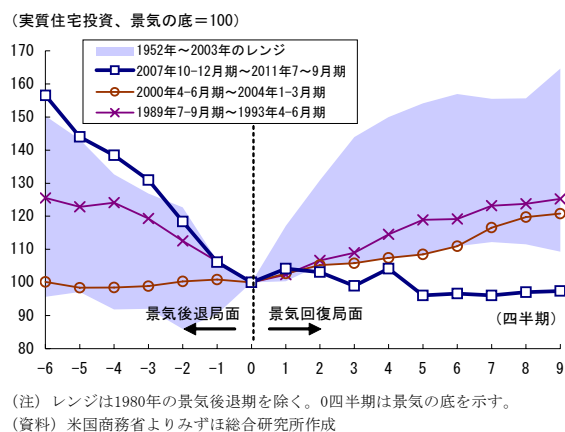
|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. はじめに                         | 1  |
| 2. 米国住宅市場におけるネガティブ・フィードバック構造の形成 | 3  |
| (1) 住宅供給面に存在する問題点               | 3  |
| (2) 住宅需要面に存在する問題点               | 4  |
| (3) 住宅需給ギャップの拡大を背景に住宅価格が下落      | 6  |
| (4) ネガティブ・フィードバック構造の形成          | 9  |
| 3. オバマ政権が実施した住宅政策の位置づけと評価       | 12 |
| (1) 住宅需要を喚起するための住宅減税            | 12 |
| (2) 住宅供給面に働きかける住宅市場安定化策         | 14 |
| (3) 住宅市場安定化策の問題点                | 15 |
| (4) 既存政策の改革と新たな政策オプション          | 19 |
| 4. おわりに                         | 21 |

## 1. はじめに

米国の住宅市場では、2000年頃から過熱が進んだブームが2005～06年にかけてバブルの絶頂を迎えたが、2007年に入ってサブプライムローン問題が顕在化したことをきっかけに、住宅バブルは崩壊した。その後、景気後退局面が終了した2009年半ばには急激な落ち込みが歯止めがなかったものの、各種の住宅関連指標は現在に至るまで約2年間底這い状態が続いており、依然として米国住宅市場に持続的な回復の兆しは確認できない。

今回の景気回復局面における米国住宅市場全体の動向を俯瞰するため、GDP統計の住宅投資の推移を過去の景気回復局面と比較したものが図表1である。過去の景気回復局面では、概ね景気回復に入ると同時に住宅投資の持ち直しが始まっているが、今次景気回復局面では住宅投資が底這いを続け、過去の局面の推移を大きく下回る異質な状態にあることが分かる。

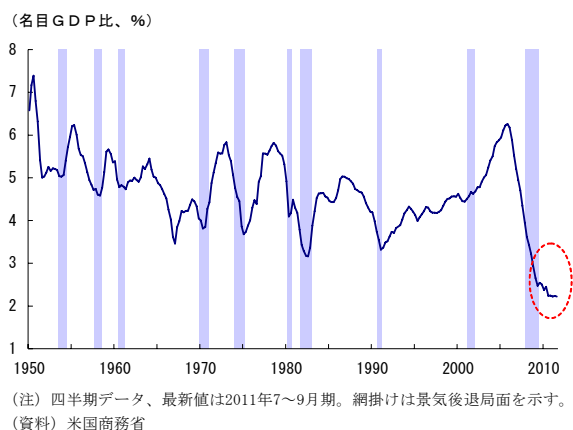
図表1 景気後退期～回復期の実質住宅投資の推移



また、名目GDPに占める住宅投資のシェアは住宅バブル崩壊後に急落した。図表2は、景気回復局面に転じた後も住宅投資の対名目GDP比が低下を続け、足元で2%近傍に達していることを示している。従来の景気後退局面では概ね3～4%の水準までしか低下していなかったことを踏まえれば、今回の景気後退～回復局面における住宅市場不振の深刻さが窺える。

なぜ、今次景気回復局面では住宅市場の回復がこれほどまでに遅れているのであろうか。結論を先に言えば、その要因は、今回の景気後退が住宅バブルの崩壊という住宅市場の問題それ自体に起因していたという点にある。過去の景気後退局面でも、今回と同様に住宅着工や住宅販売の落ち込みが見られたが、それらは財政・金融政策の引き締めや経済の他のセクターの変調を背景とする景気後退によって、副次的に引き起こされたものである。

図表 2 住宅投資がGDPに占めるシェア



多くの場合、その後の景気回復局面では住宅市場が他のセクターに先んじて持ち直し、景気回復を主導する役割を担ってきた。また米国では、多少の伸びの低下はあるにせよ、第二次大戦以降に住宅価格が継続的に下落したことは一度もなかった。

しかし、今回の景気後退は住宅バブルの崩壊が原因であり、それによって、高騰を続けてきた住宅価格が急速に下落しはじめた。こうした前例のない住宅価格の急落をきっかけとして、住宅需要・供給面に生じた様々な問題点が組み合わさり、スパイラル的に住宅市場を悪化させるネガティブ・フィードバック構造が形成されたのである。このようなネガティブ・フィードバック構造の存在こそ、今次景気回復局面における住宅市場回復の遅れをもたらした本質的な要因である。

以下では、まず、米国住宅市場の回復を遅らせるネガティブ・フィードバック構造が形成された背景を明らかにする。具体的には、バブル崩壊後の米国住宅市場が抱えてきた様々な問題を住宅供給・需要の二面から整理し、そうした諸問題が住宅市場の需給ギャップ拡大と住宅価格の下落に影響してきたことを示す。続いて、そのような様々な問題が住宅価格の下落を基点としてネガティブ・フィードバック構造を形成していることを確認し、実際に各フィードバック経路がどういった働きをしているのか解説する。

次に政策面に目を転じ、オバマ政権が住宅バブル崩壊後に実施した住宅政策について分析する。各政策の内容や目的を簡単に纏めた後、各政策が上述したネガティブ・フィードバック構造のどの部分に働きかけ、実際にどの程度の効果をあげてきたのかを確認する。加えて、10月上旬に筆者がワシントンD.C.とニューヨークで行った現地シンクタンク研究者やエコノミストへのインタビュー結果を踏まえ、オバマ政権が実施した住宅政策の問題点や、他に議論されている政策オプションの内容や効果、実行可能性について整理する。

## 2. 米国住宅市場におけるネガティブ・フィードバック構造の形成

### (1) 住宅供給面に存在する問題点

米国の住宅供給面では、住宅ブームの過熱とその後のバブル崩壊に伴って、住宅在庫の過剰な積み上がりという問題が発生した。

まず、新築住宅の動きを確認しよう。世帯数の増加テンポから計算した米国住宅着工の均衡水準は年間 120 万件程度とみられるが、図表 3に示しているように、実際の住宅着工件数は 2001 年に年間 160 万件を上回って以降増加を続け、2005 年には年間 200 万件を超える水準に達していた。新築住宅が実需を上回るペースで建設され続けたことで、新築住宅在庫は加速度的に積み上がり、その後住宅着工には大幅な抑制圧力が加わった(図表 3)。2006 年以降は住宅着工が急速に落ち込んだために新築住宅在庫も減少を続け、足元ではピーク時と比較しておよそ 3 分の 1 の水準まで在庫圧縮が進んでいる。

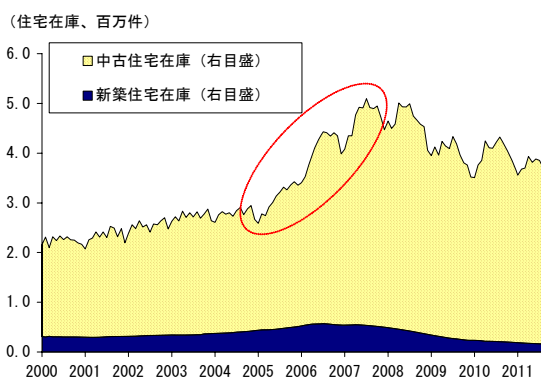
図表 3 住宅着工と新築住宅在庫



(注) 季節調整値。最新値は2011年10月。  
新築住宅在庫は戸建てのみ。

(資料) 米国商務省

図表 4 新築・中古住宅在庫



(注) 新築住宅在庫は季節調整値。中古住宅在庫は非季節調整値。  
最新値は2011年10月。

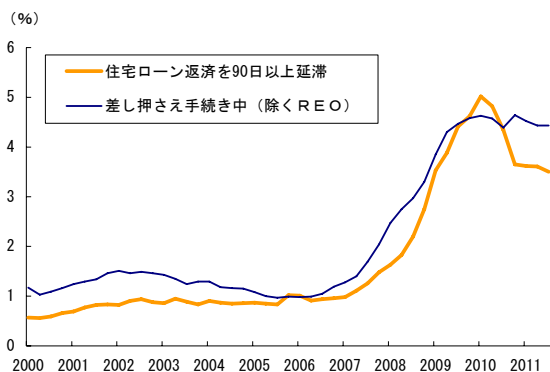
新築住宅在庫は戸建てのみ。中古住宅在庫は戸建て、集合住宅の合計。

(資料) 米国商務省、全米不動産協会 (NAR)

しかし、その一方で 2005 年の半ばから 2008 年にかけて中古住宅在庫が大幅に増加した(図表 4)。2008 年以降は新築・中古を合わせた住宅在庫の総数が小幅に減少しつつあるが、米国住宅市場で圧倒的なシェアを占める中古住宅の在庫は未だ歴史的な高水準だ。

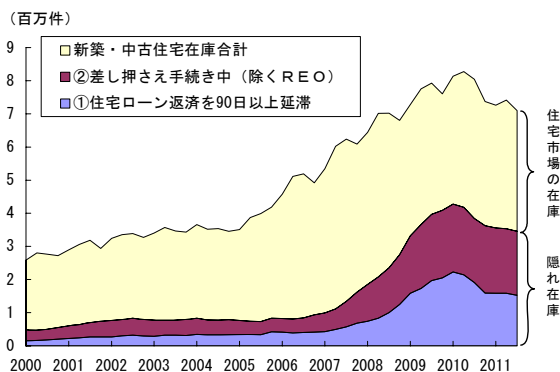
2005 年以降に中古住宅在庫が急増する要因となったのが、住宅差し押さえ問題の深刻化である。住宅ローン返済延滞件数と住宅差し押さえ件数の推移を示した図表 5を見ると、サブプライム問題が顕在化し始めた 2007 年頃から住宅ローンの延滞が急増し、ほぼ同時に差し押さえ件数も大きく増加したことが確認できる。差し押さえられた物件は、その後中古住宅に放出されて住宅在庫にカウントされるため、そもそも過剰であった中古住宅在庫

図表 5 住宅ローン延滞・差し押さえ件数



(注) 最新値は2011年7～9月期。全住宅ローン件数に占める割合。  
住宅ローン延滞率は季節調整値。住宅差し押さえ率は非季節調整値。  
(資料) モーゲージ銀行協会 (MBA)

図表 6 隠れ在庫



(注) 最新値は2011年7～9月期。  
新築住宅在庫は戸建てのみ。中古住宅在庫は戸建て、集合住宅の合計。  
(資料) 米国商務省、全米不動産協会 (NAR)、モーゲージ銀行協会 (MBA)

水準を更に押し上げることとなる。

また、中古住宅市場に放出され、既に住宅在庫としてカウントされている在庫だけでなく、将来的に中古住宅市場に放出される可能性のある「隠れ在庫」の水準にも注目する必要がある。「隠れ在庫」は一般的に、①住宅ローン返済を90日以上延滞して差し押さえ手続きが開始される直前の債務者が保有する物件、②差し押さえ手続き中の物件、③一連の差し押さえプロセスが完了し、所有権が抵当権者である金融機関に移行したREO (Real Estate Owned) とよばれる物件の合計として定義されることが多い。このうち、統計を得ることができる①90日以上の延滞件数と、②差し押さえ手続き中の物件数の合計を、図表4に示した住宅市場の在庫数と共に示したものが図表6である。図表6では2007年以降に隠れ在庫(除くREOを)が急増し、2009年以降には住宅市場の在庫数とほぼ同等の規模に達していることが確認でき、住宅在庫の潜在的な供給圧力が依然として強いことを示している。

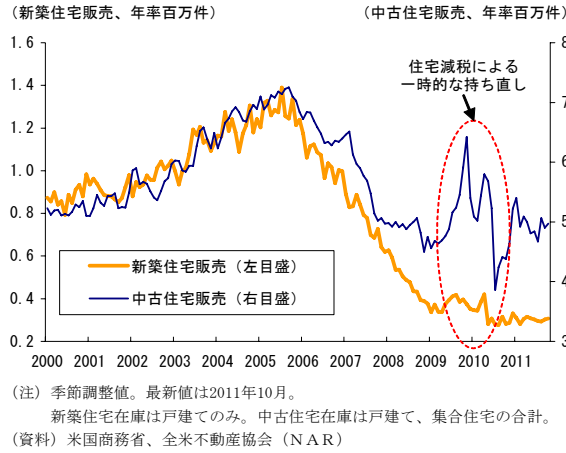
## (2) 住宅需要面に存在する問題点

次に住宅需要面を見ると、住宅販売が足元でも歴史的な低水準での推移を続けており、先に述べた大幅な過剰住宅在庫の解消に寄与していないことが確認できる。新築・中古住宅販売件数の推移を示したものが図表7であるが、2009年後半から2010年前半には住宅減税制度(詳細は後述)の実施によって一時的に販売が増加したものの、その後は新築・中古住宅販売共に持続的な持ち直しの動きが見られない。

住宅への基礎的需要を生み出す世帯形成のスピードが鈍化したことが、住宅需要の弱さの背景にあるようだ。次の図表8には、1960年以降の米国の全世帯数の変遷を示した。長期的に見れば世帯形成のスピードは人口動態に沿って推移し、前年比+2～3%であった

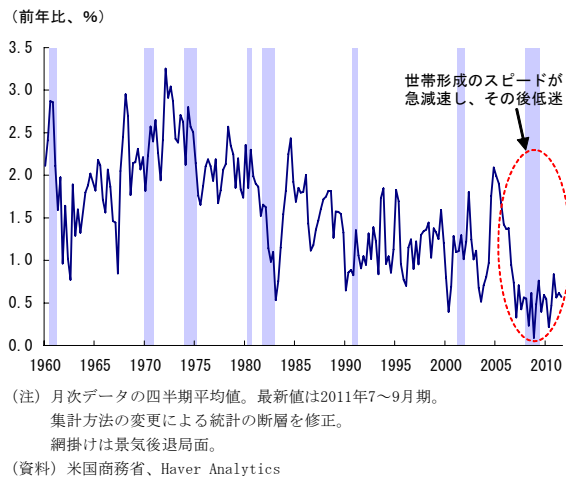


図表 7 新築・中古住宅販売件数



1970年代前半をピークとして緩やかな鈍化傾向が続いた後、2000年前後には概ね同+1%近傍で推移していた。しかし、ここ数年は世帯形成スピードが乱高下しており、2004～05年に同+1.5%程度へと一時的な高まりをみせた後、2007～09年には同+0.5%とかつて無いほどの低水準まで急落した。2010年から足元にかけてやや持ち直してはいるものの、未だ前年比+0.6%と世帯形成のスピードは非常に遅い。

図表 8 米国の全世帯数



短期的な世帯形成スピードの変化には様々な要因が影響しうるが、特に足元の落ち込みには景気変動が大きく寄与していると考えられる。具体的には、今回の景気後退下に雇用・所得環境が急速に悪化し、その後の回復が遅れているために、失職や所得の減少に直面した若年層の単身者が親元に帰り、世帯数の増加を抑制しているようだ。20～24歳人口の増加テンポが2008年以降に持ち直しているにもかかわらず、世帯主が25歳未満の世帯は2007

年以降減少を続けていることから、こうした動きの発生が示唆される。

また、金融面からも住宅販売に対する抑制圧力が加わっている。米連邦準備制度理事会（FRB）の銀行貸出担当者調査をみると、住宅ローンの貸出基準は2010年に入って概ね厳格化の動きが止んでいるようだ。しかし、貸出基準の持続的な緩和を示唆する動きは見られず、景気後退下に厳格化された住宅ローンの貸出基準は未だ緩和されるに至っていないと考えられる。特に、ローン審査の際の住宅担保価値評価が低過ぎるため、信用面に問題が無い人でもローン審査を通過しにくいことが指摘されている。

一方、米国民の住宅購入行動が変化した可能性もある。ミシガン大学消費者信頼感調査では、住宅購入に関する「住宅は良い投資先である」との回答率が、住宅バブル崩壊を境に大幅に低下し、底這い状態を続けている。「住宅価格が上昇を続ける」との回答率もほぼ同様の推移を辿っており、バブル崩壊以前のような住宅価格の上昇期待が失われたことが、住宅購入行動に大きな変化をもたらしているようだ。そもそも米国では、結婚、子育て、老後といったライフステージに合わせ、一生の内に何度も家を住み替えることが一般的だ。現役時には住宅を徐々にグレードアップしていく一方、退職後は「虎の子」である住宅資産価値を現金化して老後の生活資金を確保し、不自由のない程度の小さな家へ住み替えるといったパターンである<sup>1</sup>。ただし、そうした投資としての住宅購入行動を維持するためには、住宅価格の継続的な上昇が前提条件となる。バブル崩壊によって住宅価格の継続的な上昇期待が失われたことで、これまでのような現金化を見据えた住宅購入が困難となり、住宅購入意欲が損なわれているようだ。

### **(3) 住宅需給ギャップの拡大を背景に住宅価格が下落**

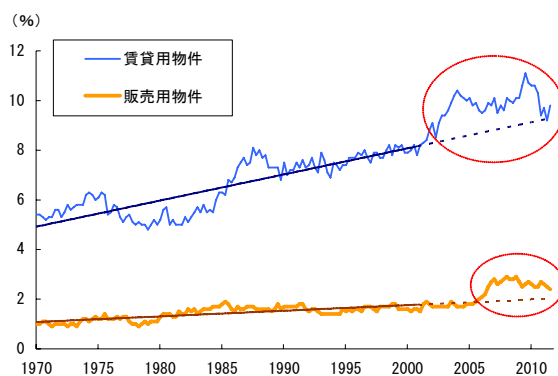
こうした住宅供給面の過剰住宅在庫、住宅需要面の販売の弱さという問題を背景として、米国住宅市場では大幅な需給ギャップが発生した。住宅市場における需給ギャップの代理変数となる住宅空き家率（住宅空き家数／住宅ストック総数）の動きを賃貸用・販売用物件別に示した図表 9を見ると、住宅空き家率は賃貸用・販売用物件がそれぞれ長期的な上昇トレンドをもっていることが窺える<sup>2</sup>。こうしたトレンドを参考にすれば、トレンド線からの上方乖離部分が住宅需給ギャップの拡大を示唆すると考えられる。

---

<sup>1</sup> 矢野和彦（2011）

<sup>2</sup> 住宅空き家率がトレンドをもつ背景には、戦後長期間にわたって住宅ストックの増加テンポが世帯数の増加テンポを上回っていることがある。仮説にすぎないが、例えば賃貸用物件については、家賃上昇率が物件管理コスト上昇率を上回り、賃貸用物件の供給インセンティブが生じ続けた可能性などが考えられる。また、賃貸用物件と販売用物件のトレンド水準・傾きの相違は、販売用物件と比較して賃貸用物件間の引越しが容易であり、居住者の出入りが多いことや、賃貸用物件間の競争が販売用物件に比べ相対的に激しいとみられることに起因している可能性がある。

図表 9 住宅空き家率



(注) 非季節調整値。最新値は2011年7～9月期。  
住宅空き家率=空き家数/住宅ストック総数。  
直線は1970～2000年のトレンド。  
(資料) 米国商務省よりみずほ総合研究所作成

このような観点から住宅空き家率の推移をみると、賃貸用物件では 2000 年代前半以降トレンドからの上方乖離が続いたものの、2010 年には空き家率が概ねトレンド水準まで戻っており、賃貸用物件の需給がバランスしていることを示唆している。一方、販売用物件の住宅空き家率は住宅バブルが崩壊に向かった 2005～07 年にトレンドから大きく乖離した。足元ではトレンド水準に向っている途中であり、販売用物件の需給ギャップは残っているようだ<sup>3</sup>。

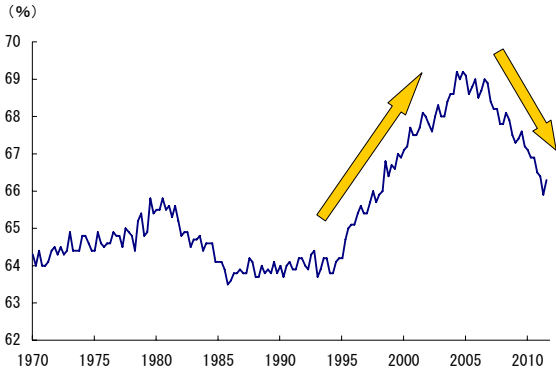
賃貸用物件と販売用物件の住宅空き家率において、トレンドからの乖離時期と足元の乖離幅にこうした差異が生じた背景には、持ち家率の変動があると考えられる。図表 10 に示した米国の住宅持ち家率は、1990 年代半ばからサブプライムローンが増加し、低所得者でも住宅ローンが利用可能となったことや、ブッシュ政権によって住宅取得の促進を含むオーナーシップ社会政策が 2000 年代前半に実施されたことから<sup>4</sup>、1990 年代後半～2000 年代前半にかけて急上昇した。持ち家率の上昇が、賃貸用物件の戸建て住宅に対する需要の減少を通じて、賃貸用物件の住宅空き家率を上昇させる要因となったのである。

一方で、その後は 2007 年の住宅バブル崩壊によって持ち家率が下落に転じ、賃貸用物件への需要増加と販売用物件への需要減少が生じたことで、賃貸用物件の住宅空き家率の下落と、販売用物件の住宅空き家率の上昇に繋がった。賃貸用物件と販売用物件の需要動向の違いは、図表 11 に示した居住中物件数の推移に端的に現れている。居住中の販売用物件数が 2005～07 年を境に減少を続けているのに対し、居住中の賃貸用物件数は 2005～07 年

<sup>3</sup> ただし、販売用物件の隠れ在庫が積み上がっていることを踏まえれば、新たな政策オプションとして議論されている REO の賃貸物件化策（詳細は後述）が今後実施される可能性がある。そうした政策が実施されれば賃貸用物件の供給圧力が増すため、賃貸用物件の需給ギャップが再び拡大に向うリスクもある。

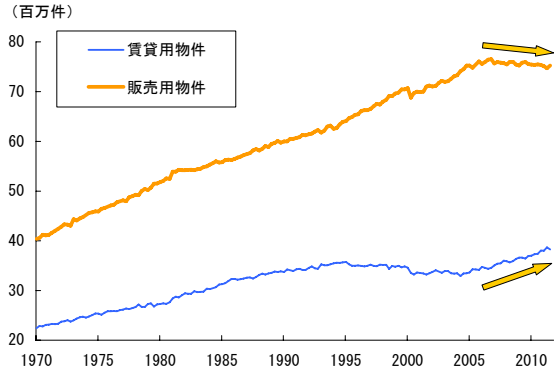
<sup>4</sup> 小野亮・安井明彦（2005）

図表 10 持ち家率



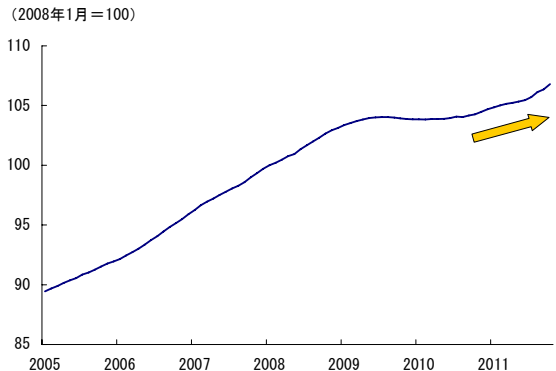
(注) 非季節調整値。最新値は2011年7～9月期。  
持ち家率＝居住中の持ち家物件数／居住中物件総数。  
(資料) 米国商務省

図表 11 居住中の賃貸・販売用物件数



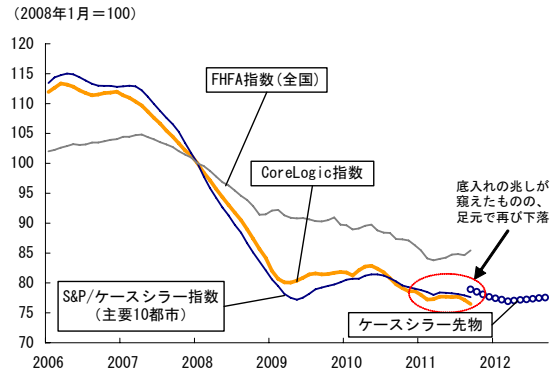
(注) 非季節調整値。最新値は2011年7～9月期。  
2000年には、集計方法の変更による統計の不連続性が存在。  
(資料) 米国商務省

図表 12 住宅賃料



(注) 季節調整値。最新値は2011年10月。  
主として居住する住宅の賃料。  
(資料) 米国労働省

図表 13 各種住宅価格指数



(注) 季節調整値(CoreLogicはHaverによる季節調整)。実績最新値は2011年9月。  
3指数はカバレッジや計算方法が異なる。先物は2011年11月29日の取引値。  
(資料) Standard & Poor's、FHFA、CoreLogic、Haver、Bloomberg

から足元にかけて増加傾向を維持しており、前述した住宅価格の上昇期待剥落に伴う住宅購入行動の変化や、厳しい住宅ローン貸出基準といった金融環境の問題を背景に、販売用物件から賃貸用物件へと需要の移動が発生したと考えられる。

このような需給ギャップを巡る賃貸用物件と販売用物件の状況の相違は、住宅賃料と住宅価格の動きの違いに大きな影響を与えている。賃貸用物件市場における需給ギャップの縮小によって、図表 12に示した住宅賃料は 2010 年以降再び上昇傾向に転じている。一方で、米国の主要な住宅価格指数の推移を示した図表 13を見ると、住宅価格には依然として持続的な持ち直しの動きが確認できない。販売用物件市場に残存する大幅な需給ギャップが、こうした住宅価格の弱さの背景にある。

図表 13に示した住宅価格指数の推移を見ると、2011 年初めから夏場にかけては住宅価格に底入れの兆しが窺える。しかし、そうした動きには、昨年末の「ロボ・サイナー問題」

を背景とする差し押さえ手続きの一時的な遅延が影響していたようだ。「ロボ・サイナー問題」とは、金融機関の差し押さえ担当者が契約内容を精査せず、差し押さえ手続きを機械的に、急速に進めていたとされる問題である。こうした金融機関の姿勢が問題視され、2010 年末には住宅差し押さえ手続きが多く、多くの州で停止した。差し押さえ手続きの停止というモラトリアムが発生したことで、廉価な差し押さえ物件の供給が減少し、住宅価格に対する下落圧力が緩和していたとみられる。

もっとも、差し押さえ手続きのモラトリアムは今夏にも終了したようだ。米民間調査会社の Realty Trac によれば、2011 年 7～9 月期中に何らかの差し押さえ手続きを受けた物件数は 61.0 万件（前期比+0.3%）に上った。差し押さえ全体としては僅かな増加だが、内訳を見ると、差し押さえプロセスの初期段階である債務不履行通知（Notice of Default）や訴訟係属通知（Notice of Lis Pendens）を受けた物件数が 19.6 万件と 4～6 月期から 14% も増加しており、差し押さえ手続きが夏場に再び活発化したことを示唆している。

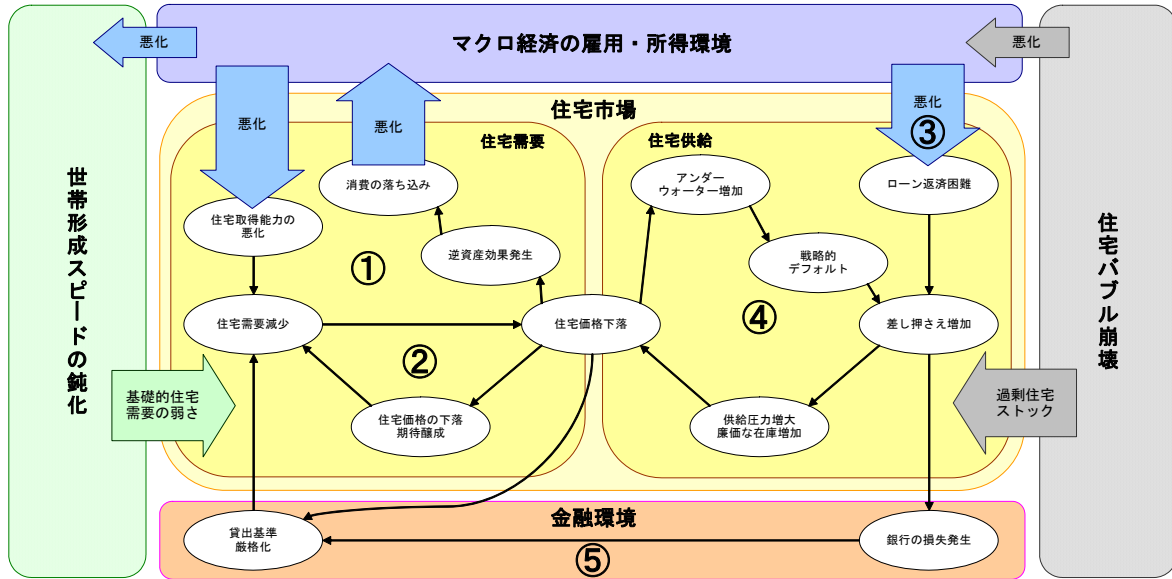
また、足元の住宅価格指数の動きを見ると、7 月まで小康状態を保っていた主要な住宅価格指数は、8 月に入って下落に転じた。S & P / ケース・シラー住宅価格指数（主要 10 都市圏ベース）は 9 月前月比▲0.4%（8 月同▲0.2%）と下落が継続。米民間調査会社 CoreLogic の住宅価格指数（全米ベース。差し押さえ物件を含む）も、9 月前月比▲0.9%（8 月同▲0.7%）と 2 カ月連続で大きく下落し、差し押さえ物件の増加によって住宅価格に再び下落圧力が加わっていることを示唆している。市場の住宅価格予想を表すとみられるケース・シラー住宅価格指数先物も先行き低下傾向を示しており、11 月 29 日時点では、2012 年春先にかけて 9 月実績対比で 1.3% 程度下落し、その後安定化に向うという予想が織り込まれている。

#### **(4) ネガティブ・フィードバック構造の形成**

ここまで、住宅バブルの崩壊や雇用・所得環境の悪化を背景として、米国住宅市場が住宅供給・需要面それぞれに問題を抱え、住宅価格の下落が引き起こされたことを確認した。こうした米国住宅市場の一連の動きは、図表 14 のような住宅価格を中心としたネガティブ・フィードバック構造を形成し、米国住宅市場の回復を阻害する要因となっている。以下では、このようなネガティブ・フィードバック構造の中で住宅価格の下落圧力を増幅し、住宅市場全体の回復を遅らせていると考えられる 5 つの経路について、その働きを説明しよう。

第 1 は、住宅市場の需要面と雇用・所得環境に関連する、住宅の資産効果を通じた経路だ（図表 14 の①）。住宅価格が下落すれば家計の保有する住宅資産価値が減少し、貯蓄率の上昇を通じて個人消費を抑制する逆資産効果が生じると考えられる。大きな逆資産効果

図表 14 米国住宅市場のネガティブ・フィードバック構造



(注) アンダーウォーター（ネガティブ・エクイティ）とは、住宅担保価値が住宅ローン残高を下回っている状態。

戦略的デフォルトとは、ローンの返済が可能であるにもかかわらず、意図的に返済を止め、自宅を失う代わりにローン返済義務の放棄を狙う行為（脚注5）。  
 (資料) みずほ総合研究所

が発生して消費が冷え込めば、雇用・所得環境の弱まりを通じて家計の住宅購入能力が低下するため、住宅販売の減少によって需給ギャップが拡大し、住宅価格に更なる下落圧力を加えることとなる。

第2は、住宅需要面に関連した、住宅価格期待形成を通じた経路だ（図表 14の②）。住宅価格が持続的に下落すると、先行きの住宅価格に対する下落期待が形成され、消費者にとって現時点で住宅を購入するインセンティブが低下する。これは、前述した米国民の住宅購入手動の変化に対応するものである。こうして住宅販売が減少すると、第1の経路と同様に需給ギャップが拡大して住宅価格に更なる下落圧力が加わる。

第3は、雇用・所得環境と住宅供給面に関連する、差し押さえの増加を通じた経路だ（図表 14の③）。住宅バブルの崩壊とその後の景気後退によって米国の雇用・所得環境が大幅に悪化したため、失業や収入の減少に見舞われた住宅ローン債務者は返済が困難となり、図表 5で示したように、差し押さえ件数が大幅に増加することとなった。差し押さえの増加は住宅供給圧力を生み、また差し押さえ物件そのものの価格が低いこともあって、バブル崩壊によって下落していた住宅価格を一層下落させたのである。

こうした第3の経路を通じた住宅価格の下落は、更に別の住宅供給面のネガティブ・フィードバック経路を通じて、新たな価格下落圧力を生んだ。それが、アンダーウォーター発生による戦略的デフォルトや差し押さえの増加を通じた、第4の経路である（図表 14の④）。住宅担保価値が住宅ローン残高を下回ることには一般にアンダーウォーター（ネガティブ・エクイティとも言う）と呼ばれるが、そうした状態に陥れば、家計に戦略的デフ

オルトのインセンティブが生じ、差し押さえ件数の増加につながることが知られている。

戦略的デフォルトとは、住宅ローンの返済が可能であるにもかかわらず、家計が意図的に返済を止め、自宅を失う代わりに住宅ローン返済義務の放棄を狙うことをいう<sup>5</sup>。先に述べたように、米国では一般的に将来の現金化を見据えて住宅が購入されるが、そうした行動を実現させるためには住宅価格の継続的な上昇が前提となる。しかし、住宅価格が大幅に下落し、アンダーウォーターの状態になれば、住宅ローン債務者にとって投資対象としての住宅の価値はマイナスとなる。このような場合に、住宅ローンがノンリコースローン（非遡及型ローン。ローンの返済責任を、担保である住宅の価値の範囲に限定）として取り扱われれば、家の鍵を債権者である金融機関に送りつけて（いわゆるジングル・メール）自発的に自宅を手放すという戦略的デフォルトを行うインセンティブが住宅ローン債務者に生まれる。

住宅ローンが、返済責任を住宅担保価値に限定しないリコースローンとして取り扱われるか、上述したノンリコースローンとして取り扱われるかは、住宅ローンに対する「不足金判決（deficiency judgment）」を債権者が裁判で得ることができるかどうかによって決まる。不足金判決とは、担保に対する抵当権の実行（差し押さえ）によって債権者が回収できなかった債権の不足金の支払いを、債務者に命じる判決である。リコースローンとノンリコースローンの違いが住宅ローン債務者のローン返済行動に与える影響を分析した Ghent and Kudlyak（2011）によれば、米国では 11 州で住宅ローンがノンリコースローンとして取り扱われ、リコースローンとして取り扱われる州・地区に比べデフォルトに至る確率が 32% も高いという。ただし、住宅ローンがリコースローンとして取り扱われる州・地区でも、多くの住宅ローン債務者は住宅以外に資産を持っていないことから、債権者がコストのかかる不足金判決訴訟を起こさず、実質的にノンリコースローンとして扱われる例があるようだ。債権者が実際に裁判を起こし、不足金判決を受けるのは、債務者が住宅投資家であるときなど、当該住宅以外に資産を保有している場合に限られるとみられる。

このように、アンダーウォーターに陥った住宅ローン債務者が戦略的デフォルトを行使し、結果として住宅差し押さえ件数が増加すれば、第 3 の経路と同様に住宅価格に下落圧力が加わることとなる。

第 5 は金融環境に関連したものであり、銀行の住宅ローン貸出基準の厳格化を通じた経路だ（図表 14 の⑤）。第 3、第 4 の経路を通じて金融機関の住宅ローンビジネスの収益性が悪化すると、金融機関が新たなローン組成に慎重となるため、住宅ローン貸出基準が厳格化し、住宅販売の抑制に至るのである。

---

<sup>5</sup> 内閣府（2010）

また、住宅価格の下落が直接的に住宅ローン貸出基準の厳格化に結びつくこともあろう。住宅価格が持続的に下落すれば、金融機関は担保となる住宅の価値査定を厳格化するため、より多くの頭金が住宅購入に必要となり、同様に住宅販売が抑制されることとなる。

銀行貸出基準の厳格化という第 5 のネガティブ・フィードバック経路の存在は、金融政策の効果も弱めかねない。金融政策面では、FRBが自身の保有するエージェンシー債・エージェンシーMBS（不動産担保証券）の償還金をエージェンシーMBSに再投資するという政策を2011年9月より実施しており、住宅ローン金利の引き下げを図っている。しかし、住宅ローン貸出基準が厳しい中では、住宅ローン金利が低下しても第 5 の経路の働きによってローンの借り入れが難しいことから、住宅需要の回復にはつながりにくいだろう。

このように、住宅バブルの崩壊を背景とする今回の景気後退局面では、住宅供給・需要面の様々な問題が結びつき、住宅価格の下落を中心とするネガティブ・フィードバック構造が形成された。そして、ネガティブ・フィードバック構造の各経路の働きによって住宅価格に対する下落圧力は一層強まり、現在に至るまで米国住宅市場の回復が遅れる要因となったのである。

それでは、こうしたネガティブ・フィードバック構造を解消し、住宅市場を回復の軌道に乗せるためには、どのような政策対応が有効となりえるのであろうか。次に、オバマ政権がこれまで実施してきた住宅政策について、その内容や効果を整理したい。

### **3. オバマ政権が実施した住宅政策の位置づけと評価**

米国住宅市場のネガティブ・フィードバック問題に対し、オバマ政権はリーマン・ショックを受けた米国の「グレート・リセッション」（大後退）直後から、様々な政策を実施してきた。以下では、上述したネガティブ・フィードバック問題への対応という観点から、オバマ政権発足後に実施された住宅政策の位置づけや評価について考察する。

#### **(1) 住宅需要を喚起するための住宅減税**

オバマ大統領は就任直後の2009年2月、総額7,872億ドルの米国再生・再投資法を成立させ、個人減税や州・地方財政支援、公共事業を実施し、マクロ経済全体の持ち直しを図った。特に住宅市場との関連では、米国再生・再投資法の一部として住宅市場の需要側に働きかける住宅減税を実施し、新築・中古住宅販売の底上げを狙っていた。

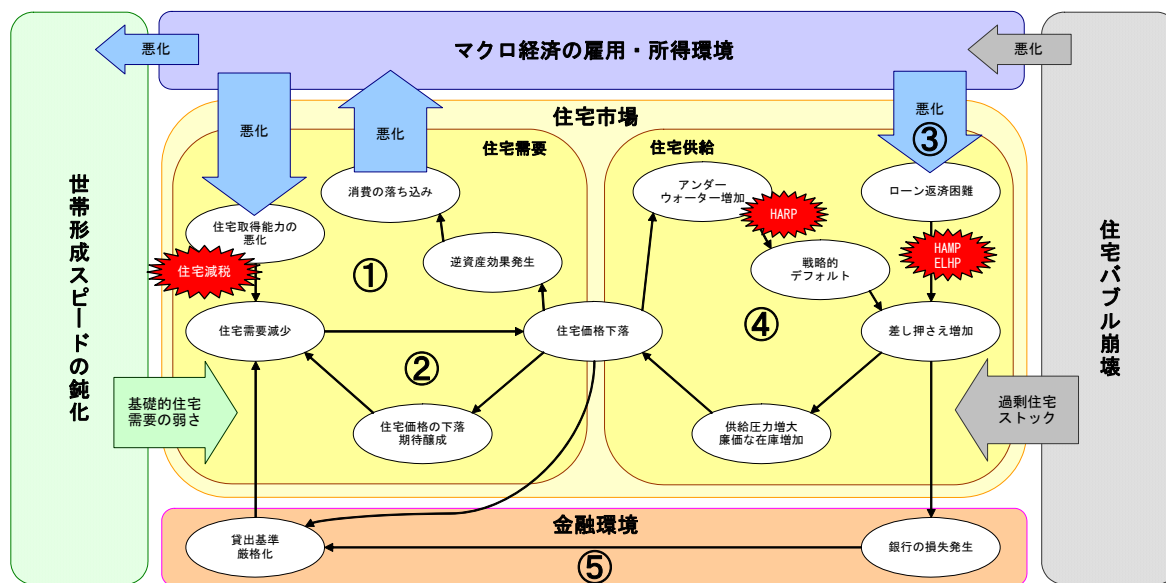
オバマ政権が実施した住宅減税は、住宅一次取得者（First-Time Home Buyer、過去3年以内に住宅を取得したことがない者）向けに最大8,000ドルの税還付（Tax Credit）を行



うものである。当初は、2009年9月末までに住宅購入契約を済ませ、同11月末までに最終引渡しを終えた購入者を対象に実施する予定であったが、住宅市場の回復の遅さを考慮し、2009年11月6日に、購入契約を2010年4月末まで、最終引渡しを同6月末までと期限を延長した。また期限延長に合わせて、一次取得者でなくとも、一定の要件を満たせば6,500ドルの税還付を受けることが可能となった。

こうした住宅減税は住宅市場の需要面に着目したものであり、住宅取得能力の悪化による住宅需要の減少を通じた第1のネガティブ・フィードバック経路の阻止を目的とした政策であると考えられる。次の図表15には、住宅減税の効果がネガティブ・フィードバック構造のどの部分に現れるかを、図表14を用いて模式的に示した。住宅減税の実施後、その効果は特に中古住宅販売に現れた。図表7では、中古住宅販売が減税失効を前にして急速に回復したことが確認できる。

図表15 ネガティブ・フィードバック構造に対する住宅政策の効果イメージ



(注) アンダーウォーター (ネガティブ・エクイティー) とは、住宅担保価値が住宅ローン残高を下回っている状態。  
 戦略的デフォルトとは、ローンの返済が可能であるにもかかわらず、意図的に返済を止め、自宅を失う代わりにローン返済義務の放棄を狙う行為 (脚注5)。  
 (資料) みずほ総合研究所

しかし、住宅減税による住宅販売の押し上げ効果は結局需要の先食いに過ぎず、2010年6月末の減税失効後には中古住宅販売が1999年の統計開始以降の最低水準まで減少するなど、大幅な反動をもたらすこととなった。その後、新築・中古住宅販売は目立った回復の動きを見せておらず、住宅需要面に着目した減税策は、第1のネガティブ・フィードバック経路に対する根本的な解決策とはならなかったのである。

## (2) 住宅供給面に働きかける住宅市場安定化策

オバマ政権はまた、住宅市場の供給面におけるネガティブ・フィードバック経路の働きを阻止することを目的とした政策を実施した。それが、以下に示す 3 つの住宅市場安定化策である。

第 1 は、住宅ローン返済負担緩和プログラム (Home Affordable Modification Program: HAMP) だ。オバマ政権は米国再生・再投資法に続いて、2008 年 10 月に成立していた緊急経済安定化法によって設けられた不良資産救済プログラム (Troubled Asset Relief Program, TARP) の資金を一部に活用し、住宅市場安定化策 “Making Home Affordable” を 2009 年 3 月から実施した。この “Making Home Affordable” の柱となった政策が HAMP である。HAMP は差し押さえの危機に瀕している住宅ローン債務者を対象として、ローン返済額を月収の 31% 以内に軽減することで、雇用・所得環境の悪化による差し押さへの増加を未然に防ぐという狙いがあり、2012 年末を期限として現在も実施中である<sup>6</sup>。

図表 16 オバマ政権による主要な住宅市場安定化策

|      | “Making Home Affordable”                            |  | ドッド・フランク法   |
|------|---|--|---|
|      | 住宅ローン返済負担緩和プログラム (HAMP)                             | 住宅ローン借り換え促進プログラム (HARP)  | 緊急住宅保有者ローンプログラム (EHLPL)   |
| 開始時期 | 2009年3月   | 2009年3月  | 2011年6月20日  |
| 期限   | 2012年末  | 2013年末<br>(当初期限は2012年7月)   | 2011年9月15日<br>(当初期限は2011年7月27日)   |
| 内容   | ・貸し手や債権管理会社に金銭的インセンティブを供与し、返済額を月収の31%以内に軽減          | ・住宅価値の低下によってローンの借り換えができない人に対し、借り換え策を提供                             | ・返済滞納者に最大5万ドルの無利子つなぎ融資を実施   |
| 利用条件 | ・軽減前の返済額が月収の31%超<br>・最低3カ月の試行期間に延滞しなければ、恒久的な返済軽減に移行 | ・ファニーメイカフレディーマックが保有または保証する住宅ローン<br>・LTV比率が80%超<br>・過去1年間に31日超の延滞なし | ・非自発的失業や疾病による完全就業で所得が15%以上減少<br>・返済を3カ月以上延滞<br>・2年以内に返済再開可能<br>・32州とプエルトリコの物件のみ |
| 財源   | 191億ドル  | N. A.  | 10億ドル   |
| 支出額  | 15億ドル   | N. A.  | 4~5億ドル  |
| 利用者数 | 720,612人  | 894,000人   | 1~1.5万人   |

(注) HAMPの支出額、利用者数は2011年9月30日時点、HARPは同2011年8月31日時点。

LTV (Loan to Value) 比率=ローン残高/担保価値

(資料) 米財務省、米住宅都市開発省、連邦住宅金融局(FHFA)、SIGTARP、各種報道よりみずほ総合研究所作成

第 2 は、緊急住宅保有者ローンプログラム (Emergency Homeowners' Loan Program: EHLPL) である。EHLPL は、“Making Home Affordable” とは別に、2010 年 7 月に成立した金融規制改革法 (ドッド・フランク法) によって策定された政策であり、HAMP と同様の効果を狙っ

<sup>6</sup> 小林正宏 (2009) や西川珠子 (2010)、みずほ総合研究所 (2010) において、HAMP の制度が解説されている。

た住宅市場安定化策の一種である。EHLF は、住宅ローンの返済滞納者を対象に最大 5 万ドルの無利子つなぎ融資を実施することで、住宅ローン返済の延滞が住宅差し押さえに結びつかないように設計されている。ただし、EHLF は 2011 年 9 月に申請が締め切られている。

第 3 は、オバマ政権の住宅市場安定化策“Making Home Affordable”のもう一方の柱となった、住宅ローン借り換え促進プログラム（Home Affordable Refinance Program: HARP）であり、HAMP と同じ 2009 年 3 月より運用が開始された。HARP は住宅資産価値の低下によって通常の住宅ローン借り換えができず、現在の低金利の恩恵を受けることが出来ない人に対して、借り換えの手段を提供するものである。月々のローン返済金額の減少によって個人消費を増加させるという効果に加えて、特にアンダーウォーターの状態にある住宅ローン債務者の借り換えを促進することで、住宅ローン支払総額を縮小し、戦略的デフォルトを抑止するという効果が期待されている。

先の図表 15には、これら 3つの住宅市場安定化策の効果がネガティブ・フィードバック構造のどの部分に現れるかを模式的に示している。上述したように、住宅市場安定化策が住宅供給面の問題に着目し、戦略的デフォルトの抑止や住宅ローン返済の延滞防止を通じて、差し押さえの増加による第 3、第 4 のネガティブ・フィードバック経路の阻止を目的としていることが確認できる。

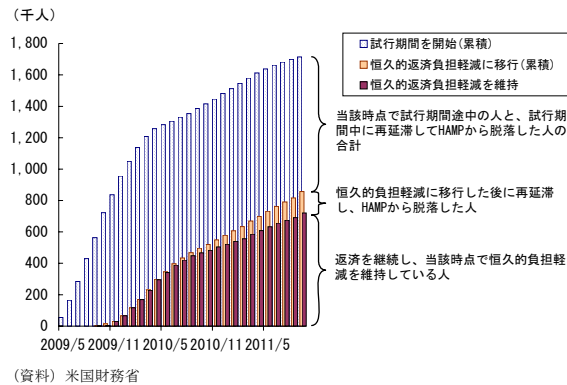
### (3) 住宅市場安定化策の問題点

しかし、第 3、第 4 のネガティブ・フィードバック経路の阻止を目的としたこれらの住宅市場安定化策は、必ずしも十分な効果をあげてこなかった。以下では、10 月上旬に筆者がワシントン D. C. とニューヨークで行った現地シンクタンク研究者やエコノミストへのインタビュー結果を踏まえながら、オバマ政権が実施した住宅市場安定化策の問題点や、他に議論されている政策オプションの内容や効果、実行可能性について整理する。

最初に、HAMP のこれまでの実績を確認する。住宅ローン債務者が HAMP の制度適用を受けると、まず最低 3 カ月間の試行期間（Trial Modification）が開始され、試行期間を延滞せずに乗切れば、恒久的負担軽減（Permanent Modification）に移行し、その後もローン返済額の軽減が継続される。しかし、米国財務省が公表する HAMP の実績報告書<sup>7</sup>によれば、恒久的な負担軽減に移行し、その後も延滞することなく返済を続けて HAMP の適用を維持している住宅ローン債務者は、2011 年 9 月時点で約 70 万人しかいない（図表 17）。現時点では、新たに恒久的な負担軽減に移行する債務者が月間 2~4 万人程度に留まっており、このままでは制度の終了が予定されている 2012 年末までに、多くとも合計 150 万人程度し

<sup>7</sup> US Department of the Treasury (2011)

図表 17 HAMP 利用者数の推移



か救済できず、HAMP 導入当初の目標である 300～400 万人を大きく割り込むこととなる。

現地専門家へのインタビューによれば、HAMP が上手く機能していない最大の要因は、差し押さえに瀕している住宅ローン債務者の財務状況が政府の想定以上に悪かったことだという（インタビューの概要は図表 18を参照）。HAMP の試行期間開始者数は 2011 年 9 月時点で約 170 万人まで増加しているが、恒久的な負担緩和に移行した人がその半分以下に留まっていることから、住宅ローン返済負担を軽減してもなお返済を維持できないほど財務状況が悪化している人が多数存在すると考えられる。HAMP が適用されれば、月々の住宅ローン返済負担は月収の 31%に抑えられるが、前述した HAMP 報告書によると、税金や保険料、その他のローン返済負担を合計すると、恒久的な負担軽減を維持している人でさえ、収入に対して 61.5%（HAMP による負担軽減前は 78.3%。いずれも中央値）もの固定費を支払っているという。試行期間中に返済が滞って HAMP から脱落し、結果的に住宅差し押さえに至る住宅ローン債務者の財務状況は、さらに厳しいものであると想像される。

HAMP と同様の効果が期待された EHLF は、また別の問題を抱えている。EHLF には 10 億ドルの予算が割り当てられ、当初は 3 万人の住宅ローン返済滞納者につなぎ融資を提供する予定であったが、結果的につなぎ融資を得ることができたのは 1～1.5 万人程度に留まり、半分以上の予算が未使用のまま期限を迎えることとなったと言われている。

インタビューでは、EHLF の機能不全について、つなぎ融資の実施対象者を限定し過ぎたという融資条件設定の問題が原因であったとの指摘を受けた。申請者の多くは、収入の減少幅が 15%未満に留まっていたために「非自発的失業や疾病によって不完全な就業を余儀なくされ、収入が 15%以上減少した」という所得条件を満たすことができなかったか、または住宅ローンの返済延滞期間が 2 カ月以内に留まっていた、もしくは一部金額の返済を行っていたために「3 カ月以上の全額延滞履歴がある」という延滞条件を満たすことができず、EHLF によるつなぎ融資の対象者から除外されたと考えられるという。

こうした融資条件設定に関わる問題の本質は、EHLF の制度設計が「融資を受けるべきで

図表 18 現地専門家へのインタビュー結果

| 保守系シンクタンク研究員<br>大学教授兼任<br>公共政策論担当   | 保守系シンクタンク研究員<br>金融規制担当   | 米金融機関エコノミスト<br>住宅市場担当   |
|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・ HAMPの効果不足は住宅ローン債務者の財務状況の深刻度合に対する政府の認識不足に起因</li> <li>・ EHLPLの問題は最適な条件設定の困難さ</li> <li>・ 元本減免などの政策実施にはコストや公平性の観点で問題があり、社会的コンセンサスが得られない</li> <li>・ 住宅市場が抱える問題を解決するためには、HAMPやHARPによって救済が必要な世帯を少しずつ救済し続けるという地道な方法以外ないが、効果は限定的であり短期的な解決は望めない</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 数千ドルの借り換え手数料を支払ってまでHARPを利用するかどうかは、住宅ローンの返済期間の長さ依存</li> <li>・ HARPによって月々のローン返済額が減額されても、余剰資金がどの程度個人消費に充当されるかは不透明</li> <li>・ 米国経済は回復し始めているが、住宅市場が2005～06年水準に回復するには10年程度の期間が必要</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 住宅ストックの多さに比べて住宅需要は弱く、需給ギャップは大。住宅市場のストック調整圧力は2013年にも残存</li> <li>・ 住宅価格は未だ底入れしておらず、2013年にかけて更に8%程度下落する見込み</li> <li>・ 元本減免等の手段を用いても、HAMPと同様に、差し押さえを減少させるのは困難</li> <li>・ 住宅ストックを直接的に減少させる政策が有効。販売用物件の住宅ストックを賃貸用物件に転換すべき</li> </ul> |

(注) 10月3～7日にかけてワシントンD. C. とニューヨークでインタビューを実施。

(資料) みずほ総合研究所

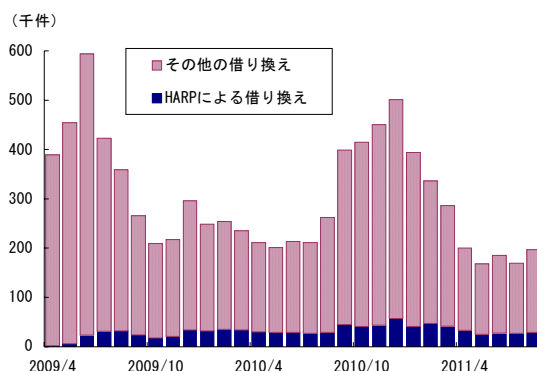
ない人が融資を受ける」といういわゆる「逆選択」を避けようとするあまり、適切な融資を実行するという本来の目的を達成することができなかったことにある。しかし、一方で「融資を受けるべき人が融資を受けられない」という状態を回避するために融資条件を過度に緩めれば、「逆選択」の問題が発生する可能性がある。両者はトレード・オフの関係にあるため、こうした政策の制度設計は非常に繊細な調整を必要とするが、EHLPLはその点で上手く条件設定をすることができなかったようだ<sup>8</sup>。

HARP もまた問題を抱え、十分な効果を発揮していない。HARP の適用を受けるためには、当該住宅ローンが政府支援住宅金融機関（GSE）のファニーメイもしくはフレディーマックの保有または保証する債権である必要があるが、そうした住宅ローンの借り換え件数のうち、HARP を利用した借り換えはごく少数に留まっている（図表 19）。

HARP が十分な効果を発揮しない背景には、アンダーウォーターに陥った住宅ローン債務者全員が、必ずしも HARP を利用するインセンティブをもっているわけではないという問題がある。そもそも、住宅価格の下落によってアンダーウォーターの状態に陥った住宅ローン債務者が最終的に戦略的デフォルトを実施するかどうかは、戦略的デフォルトによる純住宅債務（住宅価格－住宅ローン残高）放棄のメリットと、戦略的デフォルトによってクレジット・スコア（信用情報）が毀損し、一定期間借り入れができなくなるというデメリットの大小によって決まると考えられる。

<sup>8</sup> 厳密には、本来の目的が達成できないことを「第1種の過誤」、本来であれば回避したい結果を招くことを「第2種の過誤」と言う。こうした観点から、小野有人（2011）は日本における東日本大震災後の二重ローン問題を題材に、その実例を示している。

図表 19 G S Eが関わった借り換え件数



(注) ファニーメイ、フレディーマックの合計。  
 (資料) 米連邦住宅金融局 (FHFA)

HARP の利用には手数料が必要だが、低金利での借り換えによって住宅ローン残高が減少し、純住宅債務の放棄によるメリットがクレジット・スコア毀損によるデメリットを下回ると予想される住宅ローン債務者は、HARP を利用するインセンティブをもつ。ただ、HARP を利用するインセンティブをもつ住宅ローン債務者でも、LTV比率（住宅ローン残高／住宅担保価値）が上限（125%）を超えていれば、HARP を利用することができない。

一方で、HARP を利用してもなお戦略的デフォルトのメリットがデメリットを上回ると予想される住宅ローン債務者は、そもそも HARP を利用するインセンティブをもたない。特に、LTV比率が高い住宅ローン債務者ほど、借り換えによる住宅ローン残高減少の恩恵が相対的に小さいため、HARP を利用するインセンティブをもちにくいと考えられる。米調査会社の Core Logic によれば、2011 年 4～6 月期時点では米国の住宅ローン債務者のうち 22.5% がアンダーウォーターの状態にあり、そのうちの半数程度が、LTV比率が 130%を超える深刻なアンダーウォーターに陥っているという<sup>9</sup>。このようにLTV比率が高い住宅ローン債務者が多く存在することも、HARP が十分な効果を発揮することができない要因であろう。

図表 20 住宅市場安定化策の問題点

|     | “Making Home Affordable”   |  | ドッド・フランク法                          |
|-----|----------------------------|--|------------------------------------|
|     | 住宅ローン返済負担緩和プログラム (HAMP)    | 住宅ローン借り換え促進プログラム (HARP)                          | 緊急住宅保有者ローンプログラム (EHLPL)            |
| 問題点 | ・ HAMPによる恒久的な返済負担軽減維持者の少なさ | ・ HARPによる借り換えの少なさ                                | ・ つなぎ融資実施件数の少なさ                    |
| 原因  | ・ HAMP対象者の財務状況の深刻さ         | ・ HARP利用インセンティブの欠如<br>・ LTV上限設定によるHARP利用制限（撤廃済み） | ・ つなぎ融資対象者の過度の限定<br>・ 最適な融資条件設定の失敗 |

(資料) 米財務省、米住宅都市開発省、連邦住宅金融局 (FHFA)、SIGTARP、各種報道よりみずほ総合研究所作成

<sup>9</sup> CoreLogic (2011)

#### (4) 既存政策の改革と新たな政策オプション

オバマ政権はこうした住宅市場安定化策の機能不全を打開するため、10月24日にHARPの改革案を発表した。具体的には、利用のネックとなっていた手数料を減額するほか、125%であったLTV比率の上限を撤廃し、より深刻なアンダーウォーターの状態にある住宅ローン債務者でもHARPの利用を可能にするという。また、プログラムの期限も当初の2012年7月から2013年末まで延長された。

LTV比率の上限撤廃によって、HARPを利用するインセンティブをもつ人がHARPを利用できない可能性は小さくなる。また、手数料の減額により、より多くの人々がHARPを利用するインセンティブをもつようになると考えられる。前述したように、アンダーウォーター状態にある住宅ローン債務者のうち、半数程度がLTV比率130%を超える深刻な状態にあるが、手数料の減額は、そうした債務者に対するHARP利用インセンティブの付与に一定の効果がある。

また、HARPという既存政策の改革に加え、新たなアプローチを用いた2つの政策オプションが検討されている。それは、REOの賃貸物件化策と住宅ローン元本減免策である。

REOの賃貸物件化策は、差し押さえられたREOを販売用物件として売却させずに需給ギャップが縮小しつつある賃貸用物件へと転換することで、販売用物件の供給圧力を緩和し、住宅価格の更なる下落を回避するという政策だ。具体的には、ファニーメイやフレディーマック、米住宅金融局（FHA）などが取得したREOについて、元の住宅保有者に賃貸を認めるなどの案が考えられており、現在民間からの意見聴取が行われている。筆者が実施した現地専門家へのインタビューでも、こうした政策を支持する声が聞かれた。

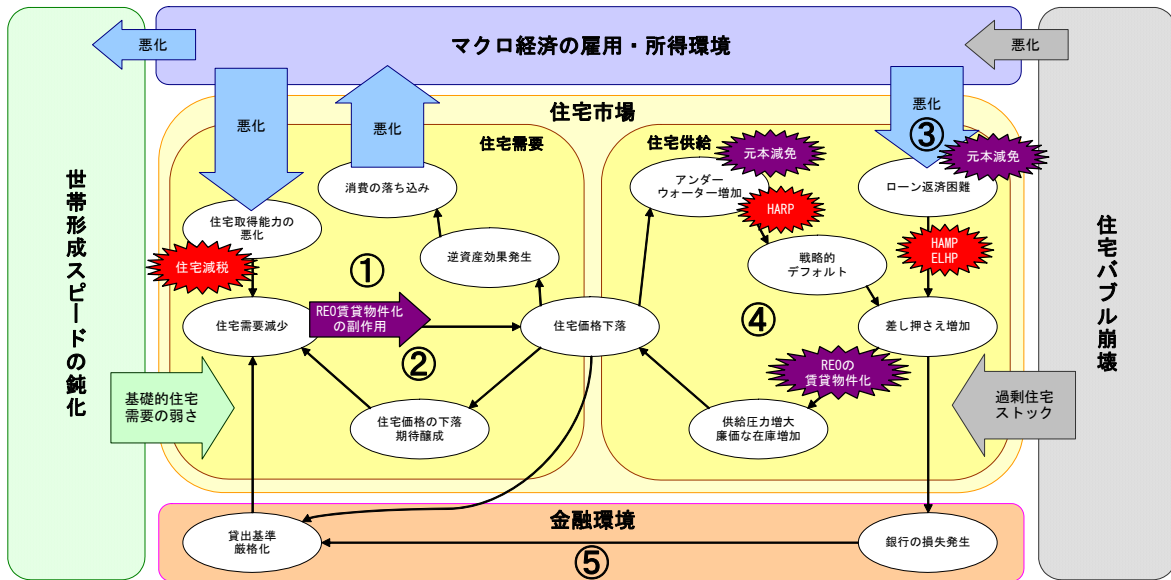
GSEが保有するREOの賃貸物件化は、次の図表21に示したように、ネガティブ・フィードバック構造の第3、第4の経路の働きを阻止する可能性がある。ファニーメイとフレディーマックによるREOの売却実績をみると、両社は差し押さえによって取得したREOを2011年7～9月期に合計約8万件売却している<sup>10</sup>。米調査会社Realty Tracが集計した全米ベースの7～9月期REO売却件数が約20万件であることから、概ねGSE2社で米国のREO売却量の4割程度を占めたと考えられる。今後、米国全体のREO売却に対するGSE2社のプレゼンスがどのように推移するかということについては、両社の情報開示範囲が限定されているために具体的な数値を示すことができないが<sup>11</sup>、4割という7～9

<sup>10</sup> Fannie Mae (2011)、Freddie Mac (2011)

<sup>11</sup> 米国全体の潜在的なREO売却圧力は、図表6に示した隠れ在庫の水準によって表される。したがって、今後の米国全体のREO売却に対するGSE2社のプレゼンスを明らかにするには、米国全体の隠れ在庫件数の内、GSEが保有もしくは保証する住宅ローン件数が占めるシェアを確認すればよい。しかし、ファニーメイとフレディーマックは自身が保有もしくは保証する隠れ在庫を、金額ベースでしか公表していないとみられるため、今後の米国全体のREO売却に対するGSE2社のプレゼンスについて、本

月期実績が維持されると仮定すれば、販売用物件の供給抑制を通じたネガティブ・フィードバック経路の阻止に一定の効果があるだろう。

図表 21 ネガティブ・フィードバック構造に対する新たな政策オプションの効果イメージ



(注) アンダーウォーター（ネガティブ・エクイティ）とは、住宅担保価値が住宅ローン残高を下回っている状態。  
 戦略的デフォルトとは、ローンの返済が可能であるにもかかわらず、意図的に返済を止め、自宅を失う代わりにローン返済義務の放棄を狙う行為（脚注5）。  
 (資料) みずほ総合研究所

もっとも、販売用物件の供給抑制に効果があっても、別の経路から副作用が生じ、最終的には住宅価格の下落を止めることができないとみられる。REOの賃貸物件化策は、販売用物件の供給圧力を緩和する代わりに、賃貸用物件の供給圧力を増加させるため、住宅賃料に対して下落圧力を加えようと考えられる。すると、価格面で販売用物件に対する賃貸用物件の魅力が増し、販売用物件への需要が賃貸用物件へと更に移動しかねない。つまり、ネガティブ・フィードバック構造における住宅供給面の問題を弱めたにもかかわらず、販売用物件の需要減少という住宅需要面の問題を引き起こしてしまうのである。このように、販売用物件の供給圧力を緩和しても、副作用として需要が減少することになれば、結果として住宅価格には下落圧力が加わり続けるであろう。

もう一方の政策オプションである住宅ローン元本減免策とは、政府資金を差し押さへの危機に瀕する住宅ローン債務者に投入し、住宅ローン債務の元本を圧縮する政策である。月々の住宅ローン返済額を減額するほか、LTV比率の引き下げによって住宅ローン債務者をアンダーウォーター状態から脱却させ、戦略的デフォルトのインセンティブを低めることを目的としたものであり、ネガティブ・フィードバック構造の第3、第4の経路を阻止

稿では具体的な数値を示していない。



し得ると考えられる。

しかし、現地専門家へのインタビューでは、その実施可能性が極めて小さいとの指摘を受けた。こうした政策は特定の経済主体に対する救済策（Bailout）とみなされるため、公平性の観点から、政策の実施に対する政治的・社会的なコンセンサスを得ることは極めて困難であるとみられる。特に、議会では共和党による強硬な反対が予想されるだろう。また、制度を運営する上では、ELHP と同様に最適な減免額や減免条件の決定に際して非常に繊細な調整が必要であるという課題を抱えており、細かな制度設計如何で政策が失敗に終わるリスクもある。このように、現在議論されている新たな政策オプションも、副作用を抱えて効果が限定的であるとみられるほか、実施可能性や制度設計に難があると考えられ、ネガティブ・フィードバック問題の解消には十分でないだろう。

#### 4. おわりに

本稿では、2007 年の住宅バブル崩壊以降に住宅供給・需要面に様々な問題が生じ、そうした諸問題が住宅価格の下落を中心としてネガティブ・フィードバック構造を形成して、今次景気回復局面における米国住宅市場の回復を阻害してきたことを確認した。加えて、2009 年以降にはオバマ政権が様々な住宅政策を実施し、米国住宅市場の持ち直しを図ってきたものの、住宅市場がネガティブ・フィードバック構造というこれまでにない回復の阻害要因を抱えている状況下、そうしたオバマ政権の意図が必ずしも実を結んでいないことを、現地専門家に対するインタビューを踏まえて明らかにした。

一部の政策に対しては、オバマ政権が問題点を踏まえて改革を実施しており、今後一定の効果が現れると期待される。一方、現在議論されている新たな政策オプションは、副作用を抱えて効果が限定的であるとみられることや、実施可能性や制度設計に難があると考えられることから、これだけではネガティブ・フィードバック問題を解消することは困難であろう。また、金融政策の面からはFRBがエージェンシー債やエージェンシーMBSの償還金をエージェンシーMBSに再投資し、住宅ローン金利の引き下げを図っているが、ネガティブ・フィードバック問題という構造的な弱さがネックとなり、住宅市場の回復を大きく喚起することはできないだろう。

現地専門家へのインタビューでも、米国住宅市場が2005～06年の既往ピーク水準まで回復するには10年程度の期間が必要との指摘を受けた。雇用・所得環境を含む米国のマクロ経済が今後も緩やかな回復に留まると見込まれる中で、米国住宅市場における回復の道りは長期化の様相を呈するであろう。

以上

## 【 参考文献 】

- 小野有人 (2011) 「二重ローン問題「貸すも親切、貸さぬも親切」」  
(みずほ総合研究所『私論試論』、2011年11月22日)
- 小野亮・安井明彦 (2005) 『ブッシュのアメリカ改造計画 オーナーシップ社会の構想』  
(日本経済新聞社、2005年3月)
- 小林正宏 (2009) 「アメリカの住宅金融市場動向」  
(住宅金融支援機構『季報住宅金融』、2009年冬号)
- 内閣府 (2010) 「世界経済の潮流 2010年 I ～アジアがけん引する景気回復とギリシャ財政  
危機のコンテイジョン～」
- 西川珠子 (2010) 「米国の金融危機対応の成果と課題～オバマ政権1年間の総決算」  
(みずほ総合研究所『みずほ米州インサイト』、2010年2月23日)
- みずほ総合研究所 (2010) 『みずほ米国経済情報』4月号
- 矢野和彦 (2011) 「日本化がアメリカンドリームを脅かす」  
(みずほ総合研究所『エコノミスト Eyes』、2011年10月17日)
- Andrea C. Ghent and Marianna Kudlyak (2011), "Recourse and Residential Mortgage  
Default: Evidence from U.S. States", *Federal Reserve Bank of Richmond Working  
Paper*, No. 09-10R
- Corelogic (2011), "New CoreLogic Data Reveals Q2 Negative Equity Declines in Hardest  
Hit Markets and 8 Million Negative Equity Borrowers Have Above Market Rates",  
September 13, 2011
- Fannie Mae (2011), 3rd Quarter Form 10-Q, November 8, 2011
- Freddie Mac (2011), 3rd Quarter Form 10-Q, November 3, 2011
- Luigi Guiso, Paola Sapienza and Luigi Zingales (2009), "Moral and Social Constraints  
to Strategic Default on Mortgages", *NBER WORKING PAPER SERIES*, Working Paper  
15145
- Mitchell Remy, Deborah Lucas, and Damien Moore (2011), "An Evaluation of Large-Scale  
Mortgage Refinancing Programs", *Working Paper Series*, Congressional Budget  
Office, Working Paper 2011-4
- SIGTARP (2011), Quarterly Report to Congress October 27, 2011
- U.S. Department of the Treasury (2011), "Making Home Affordable Program Performance  
Report Though September 2011", November 3, 2011