

# 米国住宅価格の下落について

## ～個人消費へ与える影響を中心に～

### はじめに

昨年に発生したサブプライム問題は、金融危機をもたらすとともに、実体経済への影響を強めつつある。また、7月中旬には、代表的 GSE<sup>1</sup> であり証券化を通じて金融と実体経済とを連結させる役割を果たしてきたファニーメイとフレディマックの経営危機が顕在化し、当問題は新たな局面に入ったようにも思われる。本稿は、住宅市場価格が個人消費へ与える影響について考察する。

### 1. 米国経済の現状と本稿の問題意識

初めに米国経済の現状について簡単に確認する。2000年代初めの IT バブル崩壊以降、今回の景気回復は個人消費が牽引してきた。特に、住宅価格の著しい上昇は、家計が保有する住宅資産価値の上昇を通じて、個人消費の増加に寄与したと考えられている。しかしながら、サブプライム問題を一つの契機として米国経済は減速に転じており、2008年1-3月期 GDP（改定値）は前期比年率0.9%と2四半期連続で1%を下回っている。具体的には、サブプライム問題に先行して住宅投資は2006年から減少に転じ、設備投資も2期連続のマイナス成長となっているほか、直近の生産、雇用等の主要指標も悪化している<sup>2</sup>。ところが、GDPの約70%を占める個人消費は<sup>3</sup>、サブプライム問題発生後も、軟調化はみられるものの1-3月期も1%成長を維持し、足下でも底堅く推移している<sup>4</sup>。すなわち、住宅資産価値と

個人消費との関連を重視する立場からは一見奇妙な現象が起こっている。

従って、米国経済の現状についてより正しい理解を得るため、本稿では以下の2点を中心に議論する：

- ・住宅資産価値が個人消費へ与える影響の整理
- ・米国における住宅価格の現状についての解釈

### 2. 住宅資産価値の変化が消費へ与える影響

ある経済主体が所有する資産価値の増減が彼の消費行動に影響を及ぼすことは一般に認められているものの、その効果の程度や具体的な波及経路については必ずしもコンセンサスが得られていない。以下では、代表的な二つの考え方に基づき、住宅資産価値が消費へ与える影響について議論を整理する。

#### 2-1 伝統的資産効果

一つの波及経路は伝統的な資産効果である。恒久的な資産価値の上昇は潜在的所得上昇を意味するため、当該資産を所有する家計の消費を促す効果をもつと考えられる<sup>5</sup>。しかしながら、ライフサイクル仮説が説くように、合理的な消費者は資産価値の上昇分を一時点で費消し尽くすのではなく、長期的に一定水準以上の消費を維持できるように、適切に期間分散して費消するものと考えられる。すなわち、伝統的資産効果は、①消費者が資産価値の上昇が恒久的であると信じる必要があり、またその場合でも、②短期的には資産価値上昇が消費へ与える影響は小さなものにとどまる。従って、今回の景気拡大にお

<sup>1</sup> 政府系住宅金融機関（Government Sponsored Enterprise）

<sup>2</sup> 例えば、6月において、ISM 製造業景気指数は調整局面を示唆しているほか、失業率は上昇基調にある。

<sup>3</sup> なお、個人消費は、日本、欧州ではそれぞれ57%、中国では36%を占める。

<sup>4</sup> 減税の影響もあるものの、6月の小売売上高（自動車を除く）は、前月比+0.8%と拡大を続けている。

<sup>5</sup> 一時的な資産価値の上昇は効果をもたない。

ける伝統的資産効果は限定的であった可能性が高い。

一般的な実証分析結果については以下のとおりである。資産価値変動と消費とに相関がある点については合意が得られているものの、その程度には幅がある。米議会予算局のサーベイ<sup>6</sup>によれば、住宅資産価値上昇に対する限界消費性向はあまり小さくなく（概ね数%程度）、また、短期的影響は長期的影響より小さいという結果が得られており、これらの点は上の考察と整合的である。

## 2-2 Mortgage Equity Withdrawal

### 2-2-1 MEW 効果

他の波及経路として近年注目されているのは、“Mortgage Equity Withdrawal (MEW)”<sup>7</sup>によるものである。MEW とは、住宅資産価値の上昇による“Home Equity”（住宅資産価値と住宅ローン残高との差としてのネットの住宅価値）の増分を実際に現金化することを意味する。具体的には、住宅価格の上昇時に、(1)住宅売却：保有住宅転売によるキャピタルゲインの実現、(2)“Home Equity Loan”：保有住宅を担保にした Home Equity 部分の借入れ<sup>8</sup>、(3)“Cash-Out Refinance”：保有住宅を担保にした借換えを通じた旧借入額との差額の現金化、を意味する。近年は、金融技術の進展によって(2)、(3)が急増している。

MEW と伝統的資産効果とは、理想的状況では、消費に与える効果は同一であるが、何らかの理由で信用制約が存在する状況では、両者の効果は異なる。すなわち、信用制約に直面している経済主体は、借入によっては十分な現金を調達できないため、現時点での消費が最適水準よりも過少になっている。

このような状況では、MEW によって住宅資産上昇分について実現化された現金は即座に消費に充当される。すなわち、MEW 効果は、①住宅価格上昇が恒久的／一時的にかかわらず存在し、②短期的にも資産価値上昇が消費に与える影響は大きい。従って、今回の景気拡大において、MEW 効果は大きかった可能性がある。

一般的な実証分析結果については、MEW と消費との関係に確定的結論は得られていないものの、最近の肯定的主張として以下のものがある。すなわち、Klyuev and Mills (2007) は短期的に18%の効果を得ているとともに、Grreenspan and Kennedy (2007) は1991-2005年に24%の効果を計測しており、MEW 効果の可能性を支持している。

### 2-2-2 MEW の中低所得層の消費に対する影響

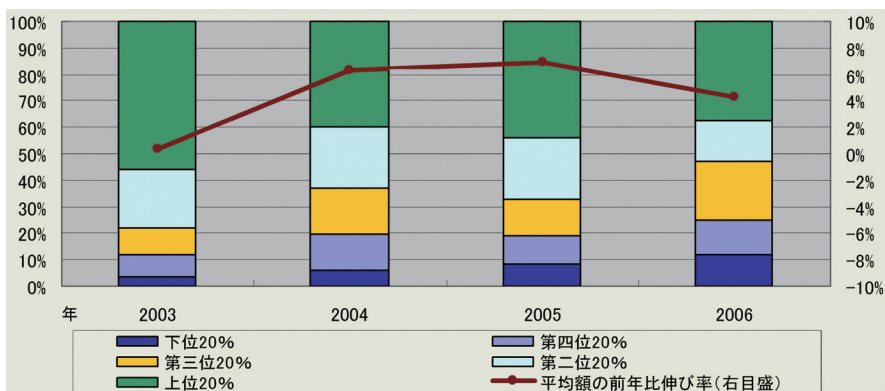
上の議論より、MEW は信用制約がより強い中低所得層に対して消費に与える影響がより強いと考えられる。しかしながら、米国は格差社会であるため、マクロ的にみた場合は中低所得層の消費は重要でないとの主張もしばしば耳にする。そこで、所得階層と消費との関係について確認する。図表1は全体の平均消費額の伸び率と所得階層別の寄与率を示している。高所得層の寄与は確かに大きいものの、以下の点を確認できる。すなわち、(1)最上位20%層の消費額伸び率に対する寄与率は2006年で40%を切っており、また、(2)最下層に顕著にみられるように中低所得層の寄与率が近年増加傾向にあった。これらの観察により、中低所得者の消費行動が消費全体に決して無視できない影響を与えていることが推察される<sup>9</sup>。

<sup>6</sup> Congressional Budget Office (2007)。

<sup>7</sup> “Home Equity Withdrawal”、“Equity Extraction” 等とも呼ばれる。

<sup>8</sup> なお、Home Equity Loan には、(a)狭義 Home Equity Loan (HEL)：固定金利での通常借入と、(b)Home Equity Line of Credit (HELOC)：変動金利での融資枠設定の二種類が存在し、後者 (HELOC) が約 8 割を占める。

図表1 所得階層別平均消費額寄与率の推移



[出典] 米労働省統計局

### 3. MEW の現状

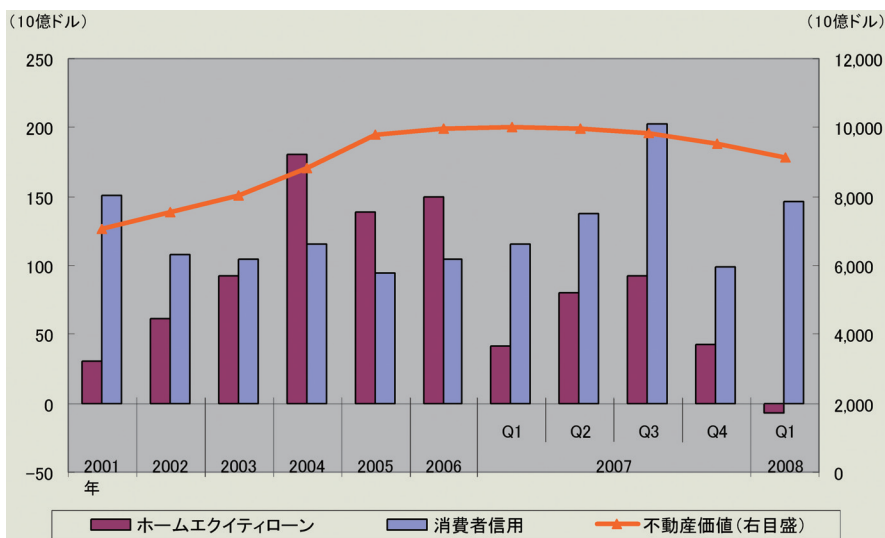
2節までの議論により、今回の景気拡大において、特に金融技術の発展に伴い MEW 効果が強まっていることを考慮すると、住宅価格上昇が個人消費へ与える影響が存在したことは疑いないと考えられる(但し、その正確な程度については今後の研究を待つ必要がある)。そうすると、住宅価格が減少に転

じた現在、消費にネガティブな影響が及んでいる筈であり、1節で見た現在の消費指標との整合が問題になる。ここでは、これを解釈するためのいくつかのデータを挙げる。

#### 3-1 MEW の減少

初めに、MEW の減少が現実には生じていることを確認する。図表2は Home Equity Loan の推移を

図表2 ホームエクイティローンと消費者信用の推移

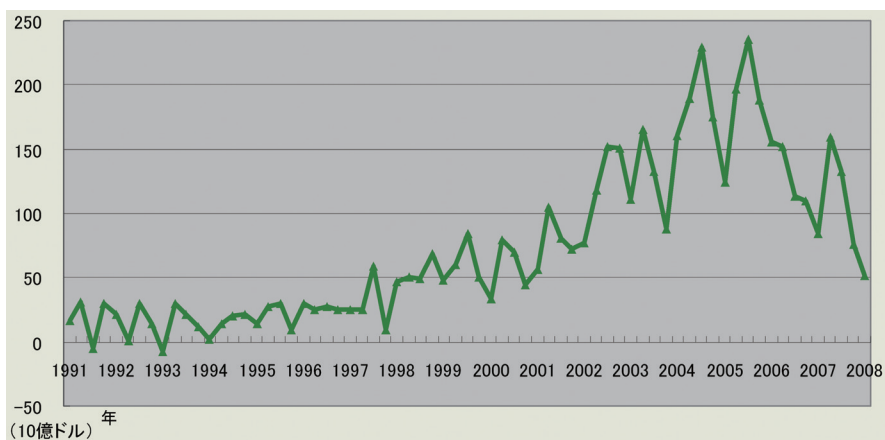


※四半期データは年率換算

[出典] FRB

<sup>9</sup> なお、階層別の平均所得/年(税前)は以下の通りである。最下位層: \$9,974、第二層: \$26,657、第三層: \$44,933、第四層: \$70,975、最上位層: \$149,963。

図表3 MEWの推移



[出典] FRB

示している。不動産価値の下落を背景として足下において急減していることがわかる。また、図表3は Greenspan and Kennedy (2005) の定義に基づき、MEWの年間フロー額を最新期まで示したものである。2005年第3四半期には2,359億ドルに達した後、直近の2008年第1四半期にはピークの4分の1以下の水準にまで落ち込んでいる。

### 3-2 消費下支え要因

一方、MEWの減少から消費を下支えしている幾つかの要因を指摘することも可能である。第一に、MEWの数値はフロー値である。よって、足下の減少は大きいものの、残高ベースでは依然として高水準を維持していると考えられる。特に、Home Equity Loanは、脚注8で指摘したように、その8割は融資枠(HELOC)であり即時に利用されるわけではない。従って、現在のMEWの減少が十分に消費に影響を及ぼすまでにはある程度のタイムラグが必要であると考えられる。

第二に、後に4節で論じるように、全米全体としては、依然としてかなりのrefinanceが実施されていると推測される。従って、地域によっては、refinanceが消費を下支えしていると考えられる。

また、クレジットカード等の消費者信用による

MEWの代替の可能性も考えられる。実際、図表2が示すように、クレジットカード等の消費者信用の動向は、傾向においてHome Equity Loanと代替的である。特に、足下においては、銀行等が貸出態度を厳格化し必ずしも有利でない条件下において、消費者信用残高が増加していることが観察され、消費を下支えしていると考えられる。

以上より、MEWは足下では急低下しているものの、今のところその影響は顕在化していないと判断される。

## 4. 住宅価格の現状

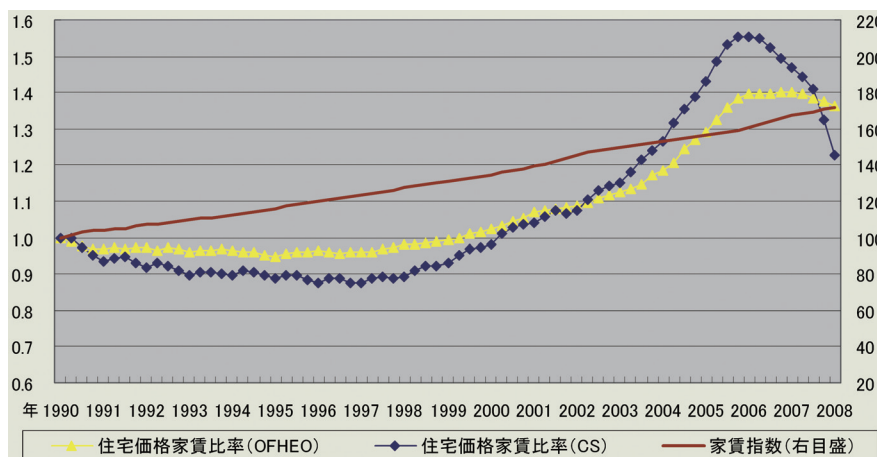
次に、米国住宅価格の現状について検討する。米国における近年の住宅価格高騰はバブルであり、現在はその調整過程にあって住宅価格は急激に下落している、というのがメディア等を通じて報道される一般の事実認識である。しかしながら、入手可能なデータから判断する限り、事態は必ずしもそう単純ではないように思われる。

### 4-1 適正な住宅価格

まず、住宅価格高騰がバブルであったかどうかを証明することは困難である。実際、1年ほど前までは米国の住宅価格の適正性を主張する仮説はかなり



図表4 住宅価格指数・家賃指数比率の推移



[出典] BEA, OFHEO, S&amp;P

の支持を得ていた<sup>10</sup>。現時点においても、昨年秋以降に一部の住宅価格指標が急激に低下していることにより、事後的に住宅価格高騰がバブルであったと判断されているに過ぎない。

本稿では、厳密な議論でないことは十分認識した上で、住宅価格と家賃との比率を見ることにより、少なくとも住宅価格が著しく割高であったことを示すこととしたい。図表4は米国の二つの代表的住宅価格指数（後述）と家賃指数との比率を示している。住宅価格は理論的には将来に渡る家賃収入の和の現在価値となるから、合理的な価格付けがなされていれば、両者には時間を通じて安定的な関係が存在すると考えることができる<sup>11</sup>。両住宅価格指数ともに対家賃指数比は1990年代を通じて安定的に推移してきたが、2000年頃から急激な上昇を始め、2000年代半ばには住宅価格は著しく割高になったと判断することができる。すなわち、この時期には住宅バブルが発生していた可能性が高い。その後、住宅価格指数は下落基調に転じているものの、議論を非常に単

純化すれば、現時点においてCS指数は23%、OFHEO指数は36%ほど割高な水準にあり、依然として価格調整余地があると考えられる。

#### 4-2 住宅価格指数の性質

米国の住宅価格指数について最も信頼されているものは、米連邦住宅公社監督局による「OFHEO指数」とS&P社による「S&Pケース・シラー指数（以下、CS指数）」の二つである。両指数は類似の考え方にに基づき算出されるが、対象とするデータが以下のように異なる。

- OFHEO指数は“conforming loan（GSEにより保証される住宅ローン）”に係る取引だけを算出対象とするが、CS指数は全住宅ローンを算出対象とする。すなわち、昨年来問題となっているサブプライムローンやジャンボローン等はCS指数により強く反映される<sup>12</sup>。
- OFHEO指数は通常の住宅購入に加えて“refinance”、すなわち前述のMEWの一つとし

<sup>10</sup> この仮説においては、住宅価格上昇は移民増加地域で、また一部で見られた価格下落は自動車産業等の衰退産業地域で発生しており、それぞれ実需に基づいていると主張された。

<sup>11</sup> この比率は、株式市場における株価収益率（PER）と類似の指標と考えることができる。

<sup>12</sup> 厳密には、GSEもサブプライムローンに類似するローンも取り扱っており、7月半ばのGSEの経営危機にはこれらの影響もあると考えられる。しかしながら、論点を明確にするため、OFHEO指数はこのような問題ローンを含まないとして議論を進める。

ての借換えを算出対象取引として含むが<sup>13</sup>、CS 指数は住宅購入だけを対象とする。

- OFHEO 指数は全米を地理的範囲として対象とするが、CS 指数は主要都市だけを対象とする。

以上より、以下のことが推察される。

- CS 指数においては、都市部に集中している移民等のサブプライム層による住宅取得がより強調した形で表れている。従って、もしサブプライムローンが特定階層の住宅需要を過度に喚起していたとすれば、サブプライムローン取引価格は適正水準よりも高く形成されていたと考えられる。
- OFHEO 指数は refinance を含むため、MEW に基づく個人消費を考察する場合にはより適切な情報を与えると考えられる。

#### 4-3 住宅価格指数の推移

両指数ともに1990年代後半から緩やかな増加基調を続けていたが、2004年ごろから増加率が加速し始め2006年ごろに天井に達した<sup>14</sup>。その後、OFHEO 指数は地域差はあるものの全体としては横ばい基調を維持する一方、CS 指数は2007年10月頃より全体として急激な減少基調にある<sup>15</sup>。すなわち、米国の住宅価格低下がメディアを通じて喧伝される一方、有力な住宅価格指数の一つである OFHEO 指数においては、明示的な価格下落はいまだに認められていない<sup>16</sup>。すなわち、両指数は全体的な動向は共通しているが次の乖離が観察される：

- CS 指数の方が変動が大きい。
- 現時点では CS 指数だけに低下が認められる。

これらは、4-2 節の議論より次のように解釈することができる。すなわち、2005-2007年をピークにサブプライムローンを代表とする非伝統的住宅融資が活発化したため、サブプライム層の人々の住宅需要を必要以上に喚起し、住宅価格は適切な水準よりも押し上げられバブル的状态になった。その後、サブプライム問題が発生し、2007年後半からはこのようなローンは抑制され、現在、住宅価格は適正水準へ向かって調整を進めている。このような解釈の下では、制度的にサブプライムローンの影響を強く受ける CS 指数は変動が大きく、かつ、足下では低下する一方、OFHEO 指数にはこのような動きが認められないことを説明することができる。

#### 4-4 CS 指数の詳細検討

CS 指数は、20都市について3つの価格帯（低、中、高）毎に指数を公表している。4-3 節の解釈を補強するために、これらの CS 指数の詳細情報を確認する。

CS 指数は大都市のデータにより算出されるが、明確な地域差が認められる。特に、最近期の4月においては、20都市中8都市が前月比で増加している<sup>17</sup>。すなわち、CS 指数のカバーする大都市においてすら、一部では住宅価格の下げ止まりが観察される。これは CS 指数は20都市全体で前年比で二桁減を続けており、下落率が大きいと一般に了解されていることから意外感の強い事実である。

実際、CS 指数を構成する20都市を以下のように大きく二つのグループに分けることが可能である。

<sup>13</sup> 2007年第4四半期より OFHEO 指数は住宅購入のみを対象とする新指標の公表を始めた。この新指標は従来の OFHEO 指標よりも価格の下落が強く出ており、最近のメディア報道は新指標の値を取り上げることが多い。

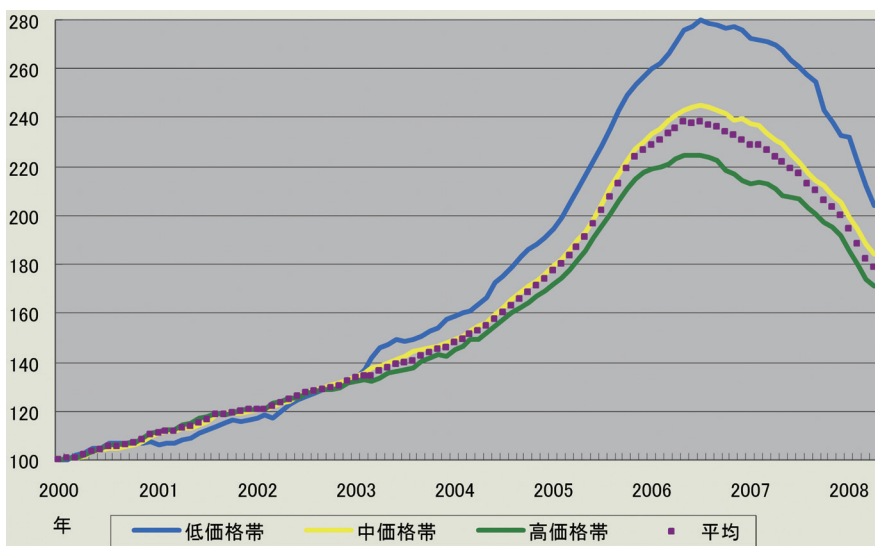
<sup>14</sup> 2000年を基準として、OFHEO 指数で約1.7倍、CS 指数で約1.9倍に達した。

<sup>15</sup> 但し、後述のように都市により明確な差が認められる。

<sup>16</sup> 但し、脚注13にあるように、現在は、メディアは前期より公表され始めた新指標を OFHEO 指数として取り上げることが多いため、しばしば前年比で下落基調とされている。

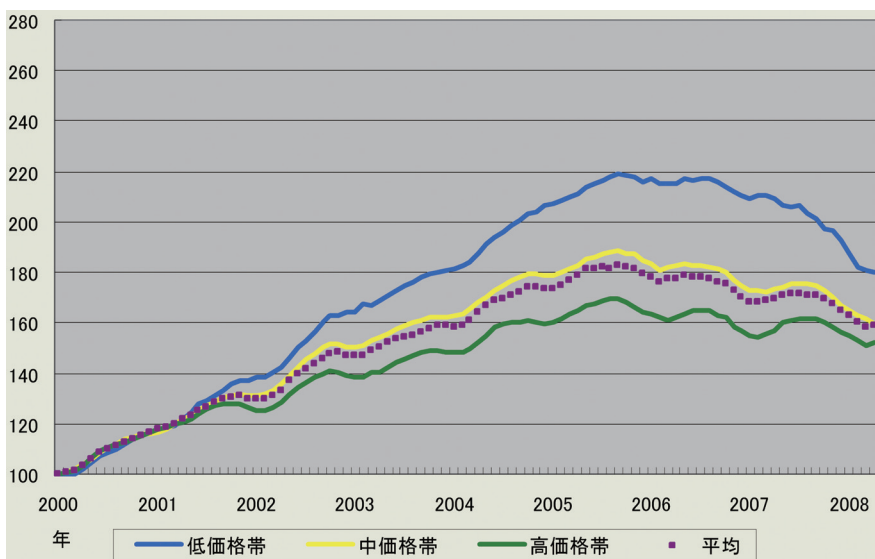
<sup>17</sup> Denver, Chicago, Boston, Charlotte, Cleveland, Portland, Dallas, Seattle の8都市。

図表5 Tampaにおける住宅価格指数CSの推移



[出典] S&amp;P

図表6 Bostonにおける住宅価格指数CSの推移



[出典] S&amp;P

A. 最大で指数が200を超えた都市：Phoenix, Los Angeles, San Diego, San Francisco, Washington D.C., Miami, Tampa, Las Vegas, New York

B. 最大でも指数が200を超えなかった都市：

Denver, Atlanta, Chicago, Boston, Detroit, Minneapolis, Charlotte, Cleveland, Portland, Dallas, Seattle

図表5、図表6は、Aグループの代表例として

Tampa、Bグループの代表例として Boston の価格帯別の住宅価格推移を示している。これらについて、まず次の事実が認められる。

- Aグループは上昇率と同様に下落率も大きい。
- Bグループは足下いずれも下げ止まり感がみられる。水準としては120から150程度が多い。前月比で増加した8都市も全てBグループに含まれる。次に価格帯別に動向を観察すると、全ての都市に共

通する傾向が観察される。

- 低価格帯において最も価格の上昇・下落率が大きい。
- 下げ止まり感が強い都市ほど3つの価格帯の指数が接近している。

これらの事実により以下が推察される。

- 住宅価格下落は、住宅価格上昇率が大きかった都市、及び、各都市における低価格帯において最も著しく認められ、CS 指数の急激な下落はサブプライム等の影響が強いという主張を補強する。
- サブプライム等の影響が相対的に少なかったと考えられる都市は、足下で各価格帯の指数が接近してきており、住宅価格の下げ止まり感が観察される。これらの都市ではサブプライム等による価格上昇に係る調整は終了しつつあると考えられるが、価格指数は依然として高水準にあり、一層の価格下落の可能性はある。

#### 4-5 OFHEO 指数の詳細検討

OFHEO 指数については、脚注13でも触れたように、refinance 取引を含む場合は横ばい基調である一方、購入取引だけに限定した場合は僅かだが下落基調にあり、また取引の8割程度は refinance である点が注目される。すなわち、OFHEO 指数がカバーする範囲においては、住宅価格が横ばいないし若干の増加がみられる地域が依然として存在し、しかも、そこでは refinance による現金化が依然として実施されていることがわかる。

#### 4-6 住宅価格の解釈

以上の議論から次の事が推察される。

- 米国における住宅価格下落は地域毎にばらつきが

ある。現時点において観察される住宅価格の下落は、サブプライム等により過度に上昇していた部分の反動が中心であり、それらの影響がない地域では住宅価格は若干の上昇ないし横ばい基調を維持している。

- 特に、OFHEO 指数にカバーされる範囲では、依然としてかなりの refinance が実施されており、住宅価格上昇地域も多く含まれる。
- サブプライム等に起因する価格下落が完了した後も、住宅価格の適正性という観点からは、conforming loan に係る住宅を含め、更に2~3割程度の価格低下の余地がある可能性がある<sup>18</sup>。

## 5. 結 論

- 米国の住宅価格変動は MEW 効果を通じて個人消費に影響を与えていると考えられる。但し、足下 MEW は減少しているものの、現段階では消費への影響は顕在化していない。
- 米国の住宅価格は、主にサブプライムローン関連等に係る住宅において急低下しているものの、conforming loan に係る住宅については増加・横ばいを維持していると考えられ、全米全体では横ばい基調を維持している。
- 今後、conforming loan に係る住宅について価格下落が本格化し、全米の住宅価格は減少に転じると推測される。
- 住宅価格減少の本格化、及び、MEW 減少効果の顕在化に伴い、消費は一層減少する可能性が高いと予想される。

参考文献：

Congressional Budget Office (2007), "Housing

<sup>18</sup> 7月半ばのGSEの経営危機は、開示された損失額等に基づくものではない。実際、Mortgage Bankers Associationによれば、prime loanの延滞率はほとんど上昇していない。本稿との関連で言えば、金融市場が今後のconforming loanの焦げ付きを予期したとも解釈できる。



- Wealth and Consumer Spending”.
- Klyuev, V. and P. Mills (2007), “Is Housing Wealth an “ATM””? The Relationship Between Household Wealth, Home Equity Withdrawal, and Saving Rates,” *MF Staff Papers*, 54(3), 539-561.
- Greenspan, A. and J. Kennedy (2005), “Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences,” *Finance and Economic Discussion Series* 2005-41 (Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Greenspan, A. and J. Kennedy (2007), “Sources and Users of Equity Extracted from Homes,” *Finance and Economic Discussion Series* 2007-20 (Board of Governors of the Federal Reserve System).
- (日本経済研究所 経済調査部長 小田圭一郎、  
副主任研究員 飛岡 寛子)