

アメリカの住宅バブル崩壊に伴う損失処理額の推計

Loss Estimates on the US Mortgage Loan Burst

玉山和夫

要 旨

2007年の夏以降に勃発した今般の世界金融危機の震源地であるアメリカの住宅ローン市場を鳥瞰的に分析し、住宅価格の妥当値およびそれに基づく損失推計を行う。まず住宅価格指数の妥当値を、米国債の投資リターンとの比較、住宅価格の対可処分所得比の金利による回帰、割引モデルによるリスクプレミアム水準から導く。こうして得られた住宅価格のピークからの下落率を住宅ローンの担保毀損率とし、その棄損した担保のうち実際に回収不能になるとと思われる率を、日本のバブル崩壊後の例から推定する。結論としては、米住宅価格は2009年3月時点で既に割安圏に入っており、アメリカ原産の不良債権の累積処理額は対GDP比で18.6%と、日本のバブル崩壊後の累積不良債権処理額対GDP比に匹敵する。

1. 問題意識と結論

本稿は今般の世界金融危機の震源であるアメリカの住宅バブル崩壊に伴う損失を鳥瞰的に推計し、危機管理のための共通認識を得ようとする試みである。ローンの証券化、そしてこれらへの投資がデリバティブを用いたレバレッジの高いものであることから、この金融危機の深層解明およびその解決は手に負えないほど複雑で根の深いものであるとの認識が一般的である。しかしながら、焦眉の急はいち早く最悪の状態をできうる限り包括的に想定することだろう。そうした現状認識およびその認識の共有こそが危機管理の要諦である。時間をかけ細部を詰めた緻密な被害想定作業はむしろ市場の混乱を助長するものと心得る。したがって、本稿では証券化商品の構造分析や投資家のレバレッジの倍率およびそれが何層になっていたかなどは敢えて解明しようとはしない。実際そうした分析はほとんど不可能である以上にそれほど意味が無いと思われる。そもそもデリバティブを経由した投資はゼロサム・ゲームである。現在までのところ損失を抱えた主体の悲劇のみが伝えられているが、その相対には必ず利益をあげた主体が存在する。損失を出した主体が破綻して利益主体がその利益を実現できないことも考えられるが、その場合は損失主体の損失が（全額は）実現しないことになり、合計としての損益はやはりゼロで

ある。また複雑な証券化によって投資家が委縮してしまい、商いが成立しないなかを証券価格が暴落したのは確かだろう。しかしながら、これらの元々の証券が住宅担保证券である以上、最終的な損失は担保が如何ほど回収不能に陥るかにのみよってくる。つまり複雑に見える今回の金融危機も、典型的な住宅ローン・バブルの崩壊に伴う損失以外になにか新たな損失が加わるものではない。従って、アメリカ住宅ローン市場での最終損失およびその収束時点を推計することが、今回の世界金融危機とその後を占う本質的な作業であるといえる。結論から言えば、累積損失処理額は2.62兆ドル、対名目GDP比で約18.6%。日本のバブル後の累積不良債権処理額対名目GDP比(19%)にほぼ匹敵する。その計算根拠となる住宅価格(ケース・シラー指数10大都市季調済)は、2009年3月の152.81、ピークからほぼ32.4%下とする。

2. 先行研究と本稿の位置付け

サブプライム・ローン関連の損失推計については、国際通貨基金(IMF)の世界金融安定報告(Global Financial Stability Report)が2007年より定期的に発表している。これらはむしろ把握可能な不良債権推定額と言ったほうが良い。損失推計そのものはこのIMFの報告以外では、民間金融機関の調査レポートが幾つか存在する程度で、研究機関による推

計はほとんどない。ただ、情報提供者であるブルムバーグは、金融機関等の決算をもとに不良債権処理額の集計値を発表している。一方、住宅価格に関する論文は多数存在する。Bordo 2005 はアメリカではかつて全米あがりの住宅ブームとその崩壊はなかったことから、今回もその危険はないとしていた。Schnure 2005 も、証券化によるモーゲージ・ファイナンスが住宅市場のボラティリティを減少させてブーム・バースト・サイクルを封じているとしている。Girouard et al. 2006 は、近年の住宅価格決定に関する分析を紹介し、また使用者費用と家賃の関係から住宅価格の理論値を算出している。これによると 2004 年時点では、アメリカの住宅価格に理論値からの乖離はほとんどない。住宅ブームにいささかの懸念を表したのは、Campbell et al. 2006 である。ここではゴードン・モデルから、住宅プレミアムが住宅価格の重要な決定要因であるとしている。1997 年まではプレミアムが金利と逆に動いて住宅価格の形成を安定的にしてきた。しかしその後金利とプレミアムは同方向に動くようになり、近年の住宅ブームにおいては家賃に対する住宅価格上昇の 65% はプレミアムの下落によって説明できる。アメリカ住宅価格が割高であるとの分析は、Finicelli 2007 に明確に述べられている。それによれば 2006 年第 3 四半期のアメリカの住宅価格は、price-rent-ratio の均衡値から見て 30% 割高である。西澤他 2009 は構造計量モデルを用いてアメリカの住宅価格の回復は 2011 年までずれ込むとしている。OECD (経済協力開発機構) も World Economic Outlook December 2008 の Annex Table 60 House price ratios で各国の Price-to-rent ratio と Price-to-income ratio の時系列データを発表している。長期平均値を 100 とした場合、アメリカの Price-to-rent ratio は 2007 年で 127.2 と割高な水準であることを示唆している。

以上で紹介したように、アメリカの住宅バブル崩壊に伴う積み上げベースの損失推計は少ないながらも存在する。また住宅価格そのものの分析も存在する。しかし住宅バブルが崩壊した今、住宅価格の適正値を計算しそれに基づく損失の推計が求められている。本稿は住宅価格予想からはじめて、価格下落がもたらす損失までを推計しようとするひと通りの分析である。また損失推計に際しては、日本の累積不良債権処理額と日本の不動産市況との関係を参考に担保の回収率を予想している。もうひとつ特徴を付け加えるなら、採用したアメリカの住宅価格指数である。上記の住宅価格分析は全て OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) の指数

に基づいている。(なお、OFHEO は 2008 年 7 月発足の Federal Housing Finance Agency に統合された。)これに対し本稿では 1987 年から存在する S&P Case-Shiller Home Price Index Composite-10 seasonally adjusted (以下 CS 10) を分析対象とした。OFHEO 指数は 1975 年からとれるが、カバーが広範すぎて住宅市況の変動をダイナミックに捉えているとは言い難い。実際、昨今のアメリカ住宅市況についてはケース・シラー指数が指標になっていると思われる。ただしケース・シラー指数でも 20 大都市をカバーする Composite-20 は 2000 年からしか系列がない。10 大都市をカバーする Composite-10 が指標性・時系列の長さから最適と判断した。

3. 損失推計の方法と手順

推計対象の範囲は、アメリカの住宅バブル崩壊およびその余波(消費者信用市場での損失発生等)に見舞われたアメリカの金融機関およびアメリカ原産の証券化商品から被害を蒙った世界の金融機関とする。したがって、ヨーロッパなどアメリカ以外の地域の住宅市場・信用市場が崩壊したことに起因する損失については、対象外とする。

アメリカ住宅バブルのピーク時点では、住宅価値の 100% が担保になっていたと仮定する。実際、アメリカの住宅にはホーム・エクイティ・ローンがあり、たとえ評価益があってもその分を担保にローンを組んでいるだろう。そう仮定すると、住宅価格指数の下落率がすなわち住宅担保の毀損率となる。毀損した担保のどれほどが実際の損失として処理されるかを推計する。

またもうひとつ重要な「近似」を導入する。すでに IMF の損失推定にも表れているように、損失はサブプライムまたは住宅ローン市場に限定されてはいない。商業ローンや一般企業向け融資においても損失が推計されている。しかし、これらの損失は住宅ローン市場でのダメージを反映したものであり、あくまでもことの原因と本質は住宅市場にある。こうした広範で入り組んだ市場の全体像が把握できるのは皮肉にも事が収束してからだろう。現時点では拙速ながら本質を外さない推計値を求めこれに基づく危機管理を行うことが望まれる。したがって、本稿では住宅ローン市場以外で発生していると思われる損失については別建てで考慮はしない。住宅ローン市場での回収率を日本での例を援用して厳しく見積もることで、痛んだ住宅ローン市場を反映した他の市場の損失も含んだ損失を近似しようとみている。

実際、日本でも不動産担保融資以外の部分でも回収不能の融資は発生していたはずである。しかし、ここでも累積不良債権処理額は不動産担保が地価下落によって棄損した分によって代表させた。このとき累積不良債権処理額と地価下落率との間には安定した共和分関係があり、不良債権処理額を不動産担保の棄損率で代表させることは妥当な近似であるといえる。

つまり、日本で累積不良債権処理額を担保不動産の棄損率から説明した方法論を、今回アメリカに援用するのである。

なお、統計的検証には EView 5.0 を用いた。

3.1 住宅価格の見通し

CS 10 の予想値を 3 つの視点から推計する。ひとつは、住宅価格の推移を米国債の投資リターンと対比して見ることである。意外なことに過去 20 年のスパンで見ると、住宅は国債投資を凌駕してはいない。CS 10 を国債リターン・インデックス（シティ・グループ米国債インデックス）で割った数値が上昇に転じたのは、1998 年 10 月からである。この相対比が最低であった 1998 年 9 月の比率に戻ることが、CS 10 の底値のひとつの目途である。2009 年 2 月の国債リターンを基準にすると、CS 10 の底値はピーク比 30.5% の下落となる。2009 年 3 月現在で CS 10 はすでにピーク比 32.4% 下落している（152.81）。

もうひとつは、実質モーゲージ・レートを用いて、住宅価格についての実質 Price to Income Ratio の回帰分析から CS 10 を推計する方法である。ここでも CS 10 はピークから 29% 下落したところが予想値となった。

さらに収益割引モデルにおけるリスク・プレミアムから、すでに住宅価格に割高感は解消していることを見る。いずれにしても、足元の CS 10 はすでに割安圏に達したと認識している。

本稿では、3 月の実際の CS 10 (152.81) を計算根拠とし、損失推計をおこなう。

3.2 損失の推計

幾らの残高のローン担保が毀損したかが重要であることから、まず、アメリカの住宅ローン残高を確定する。アメリカの住宅価格（CS 10）のピークは 2006 年 4 月の 226.14 であった。しかしサブプライム・ローンの焦げ付きが深刻になって来たのは 2007 年を迎えてからである。そうすると楽観的な貸し付けは 2006 年の第 4 四半期まで続いたと見て妥当だろう。この時の住宅モーゲージ残高は 9 兆 8658 億ド

ルであった。CS 10 は 2009 年 3 月でピーク比 32.4% 下落しており、担保の毀損率は 32.4% とする。このうち現実に回収不能がどのくらいになるのか。日本の累積債務処理額と地価下落率の関係から類推する。日本の銀行による不動産担保貸出残高は 1992 年に 80 年代以降最大の 154.119 兆円となった。このかなりの部分が回収不能となって不良債権処理額となる。累積処理額は 2005 年 3 月に地価がボトムをつけた時までに 96.4 兆円に達した。154.119 兆円の 62.5% が回収不能に陥ったことになる。これに対応する地価の下落率は、6 大都市全用途で 76.4% であった。つまり地価の下落率に応じて債権が回収不能になった割合は、 $62.5/76.4=0.818$ 、81.8% に上る。これをアメリカの住宅ローンに当てはめれば、32.4% の価格下落率に対してその 0.818 倍 = 26.53% のローン残高 (= 担保) が回収不能になる。9 兆 8658 億ドルの 26.53% = 2.62 兆ドルである。この金額はアメリカの 2009 年第 1 四半期の名目 GDP, 14 兆 755 億ドルの 18.6% にあたる。日本の累積不良債権処理額の 2005 年 3 月期名目 GDP 比は 2005 年 3 月期で 19% であった。結局アメリカの住宅バブル崩壊に伴う損失額は日本のバブル崩壊に伴う損失処理額に匹敵することになる。

4. 住宅価格指数の妥当性

ここからは、1. から 3. までの前段階で要約的に述べたことに関して、具体的な分析を展開する。住宅価格指数についての回帰分析では数値の定常性を検定し、被説明変数と説明変数の間に共和分関係を見出す。また、日本の不良債権処理に関する分析でも、地価と累積不良債権処理額に共和分関係があったことを確かめる。

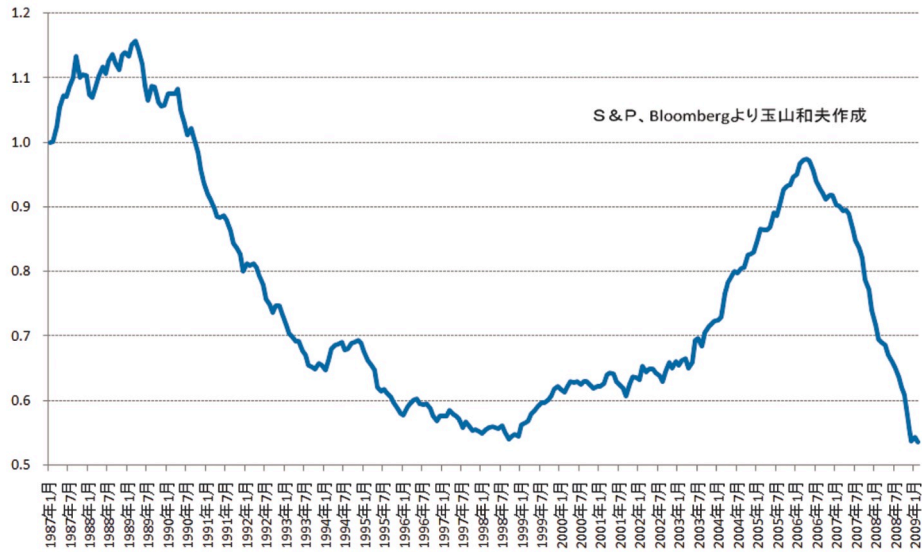
4.1 CS 10 のアメリカ国債リターン・インデックスに対する相対比

図表 1 は CS 10 の対米国債相対比である。1987 年 1 月を 1 として既往ボトムは 1998 年 9 月の 0.540668 であった。2009 年 3 月ではこの数値は 0.516728 である。

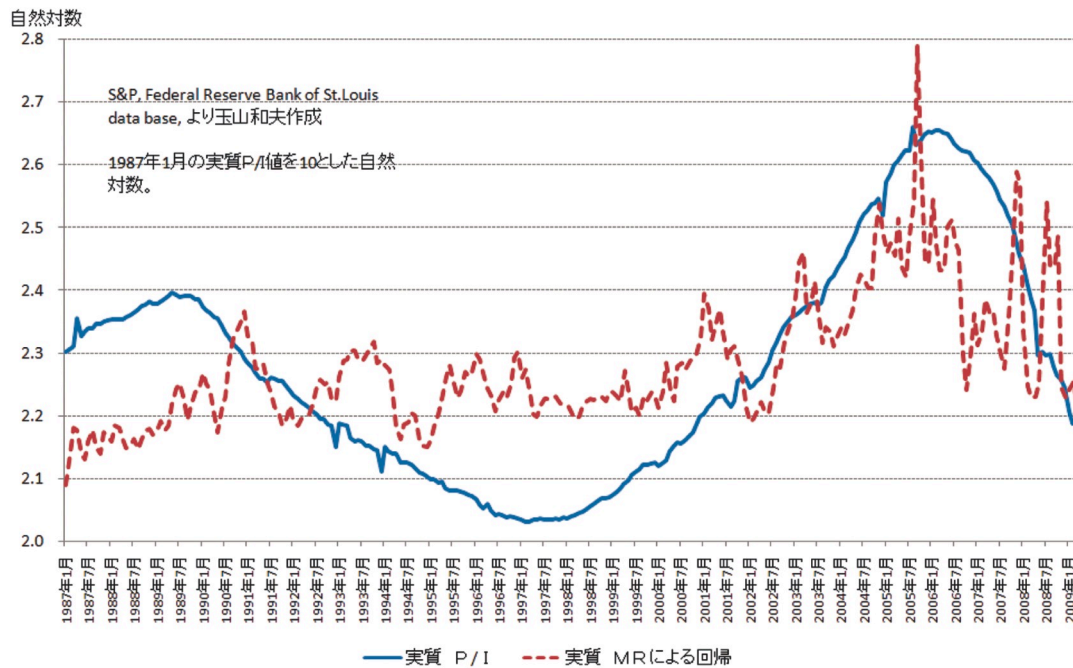
つまり 3 月の CS 10 (152.81) はすでに割安圏にあると思われる。

4.2 回帰分析による CS 10 の推計

実質モーゲージ・レート (MR) により、実質 CS 10/実質 1 人当可処分所得 (P/I: Price to Income Ratio) を回帰し、CS 10 を求める。実質 P/I は 1987 年 1 月が 10 となるようにした。また、2008



図表1 Case-Shiller Composite 10季調済/US国債リターン



図表2 実質 Price to Income Ratio と実質モーゲージ・レートによる回帰

年1月から9月までの資源価格急騰にともなう不自然な実質金利の低下を考慮して、この間については1その他に時期は0となるダミー変数(D)を導入する。ダミー変数以外は自然対数をとった。そのうえで、最小二乗法による回帰分析を行う。ただし、のちに述べるように、実質モーゲージ・レートと実質P/Iについては共和分関係を検証しておいた。まずは二つの変数の単位根検定を行い、定常性を検証する。そのうえで共和分関係を検証し、安定した関係があることを確かめる。

使用データのうち実質可処分所得、人口、モーゲージ・レート、消費者物価指数は Federal Reserve

Bank of St. Louis Data Base から採った。実質モーゲージ・レートはその名目値から季節調整前の消費者物価指数の前年同期比変化率を引いて算出した。実質CS10はStandard & Poor'sのCS10を季節調整後の消費者物価指数で除して導いた。

結果、1987年1月から2009年2月までについて、以下の回帰式が得られた。

$$P/I = 2.819200 - 0.356556 \times MR - 0.345347 \times D$$

(0.031448) (0.061802)

() は標準誤差

Adjusted R² : 0.325969 DW : 0.105350

この式に 2009 年 3 月の実質モーゲージ・レートを
入れて求めた 3 月時点の CS 10 は、160.56 となっ
た。

4.2.1 変数間の共和分検定

実質 P/I と実質 MR について定常性を検証する。
ADF テストの結果、両変数とも原系列には単位根が
存在し、非定常である。一階の階差系列では p 値が
有意に小さく定常になる。

よって次に共和分関係の有無を検定した。Johan-
sen のテスト結果では 5%棄却水準で共和分関係が
少なくとも 1 つあるとの結論を得た。

4.3 収益割引モデルにおけるリスク・プレミアムからの考察

家賃収益の割引モデルから、以下のようにリス
ク・プレミアムを算出する。

$$P_t = \frac{R_t}{i_t + \pi_t - g_t} \quad \text{①}$$

P_t : t 期の住宅価格 R_t : t 期の家賃 i_t : t 期の
モーゲージ・レート

π_t : t 期のリスク・プレミアム g_t : t 期に想定され
る家賃の成長率
以上から、リスクプレミアムを求めると、

$$\pi_t = \frac{R_t}{P_t} - i_t + g_t \quad \text{②}$$

人々は過去の延長線上で予想すると考えて、t 期
に予想される家賃の成長率を前年同月比の家賃変化
率とする。金利についても足元の金利が将来予想に
対して支配的であると見る。①の式から得られる
1987 年 1 月のゼロ・プレミアムの値がその時点での
CS 10 になるように調整して、リスク・プレミアムを
算出すると、図表 5 のようになる。

2000 年代前半の住宅価格上昇はリスク・プレミア
ムの低下によって起こった。

そして 2009 年 3 月時点で、このプレミアムは
1987 年以降のピークであった 1.45% を超えて
1.76% となっている。CS 10 の割高感は解消したと
見て良いだろう。

5. 最終損失の推定

日本のバブル崩壊後、不良債権処理が地価の推移
とどのような関係にあったかを復習する。結論から
言えば、累積不良債権処理額は地価の下落率に比例
して増加していった。IMF によるサブプライム・
ローン関連の損失推定値も住宅価格の下落に伴って

図表 3

単位根検定	原系列		一階階差系列	
	ADF 検定量	p 値	ADF 検定量	p 値
実質 P/I	-0.738946	0.3956	-2.60255	0.0092
実質 MR	-1.080002	0.2533	-6.60005	0.0000
5% Critical Value	-1.942054			
実質 P/I : 実質 CS 10 / 実質 1 人当可処分所得 1987 年 1 月を 10 とし、 自然対数をとった。				
実質 MR : 実質モーゲージ・レート 自然対数				

図表 4

共和分検定

被説明変数 : 実質 P/I
説明変数 : 実質 MR

Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05	
		Critical Value	Prob.**
None*	22.36455	20.26184	0.0253
At most 1	2.360912	9.164546	0.7053

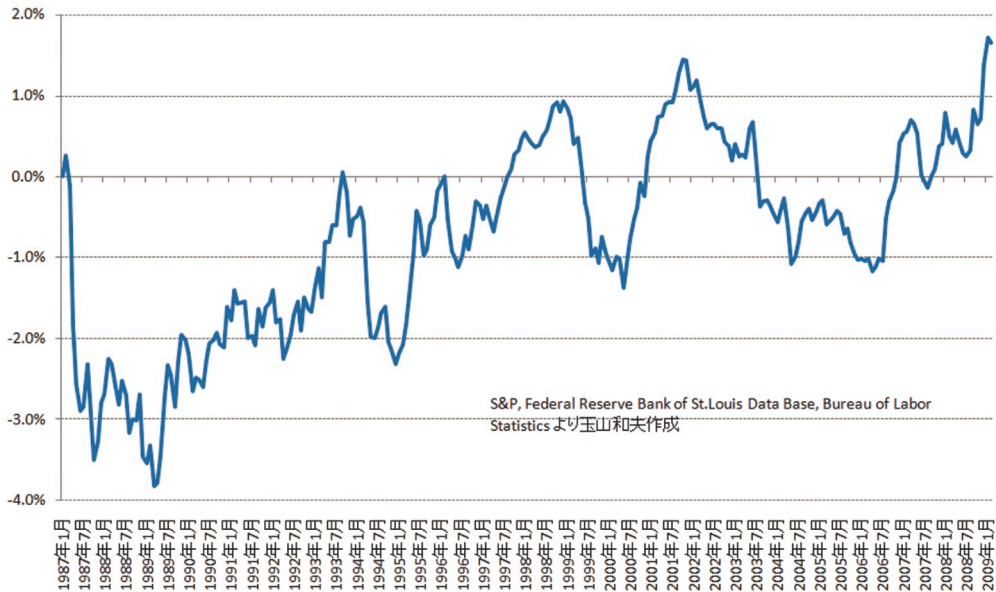
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

*denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

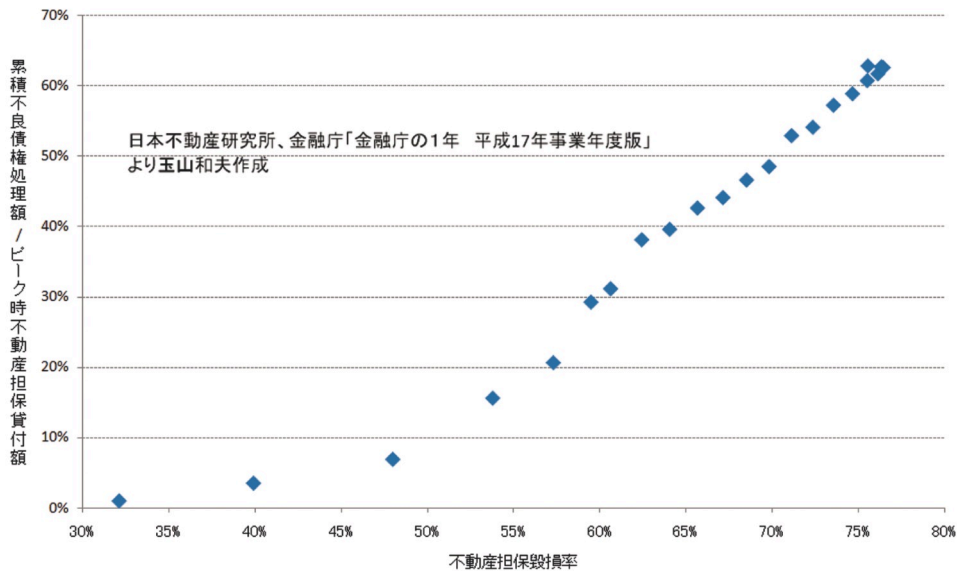
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

実質 P/I : 実質 CS 10 / 実質 1 人当可処分所得 1987 年 1 月を 10 とし、自然対
数をとった。

実質 MR : 実質モーゲージ・レート 自然対数



図表 5 割引モデルにおけるリスク・プレミアム



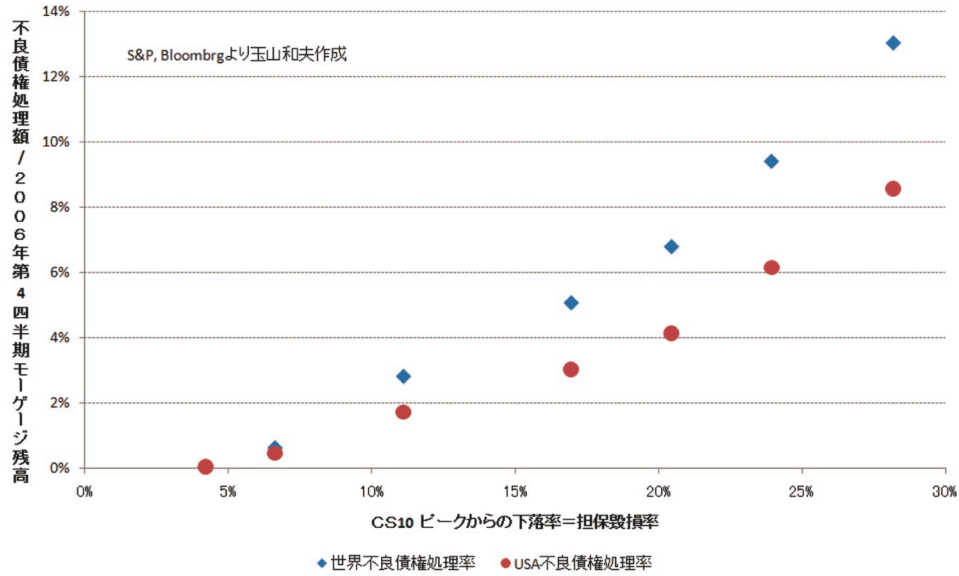
図表 6-1 日本の累積不良債権処理額と不動産担保毀損率（1993年3月から2006年3月）

増加している。いずれも金融機関による「貸し込み」によって膨張した信用が収縮する過程で起こった事態であり、その後も同じ経緯を辿ると思われる。

日本のバブル崩壊に伴う不良債権に関しては、不動産・ゼネコン・ノンバンクといった不動産関連企業への貸出が焦げ付いたことに注目する向きがある。しかし、事の本質はどの業種とは限らず不動産を担保にした貸付が焦げ付き、それ以外にも跨る連鎖的な不良債権化につながったという事であろう。従って本稿では、バブルのピーク時にどれほどの不動産担保融資残高があったか、担保割れの率はどのくらいであったか、そしてそのうちどれだけが回収不能に陥ったかに注目する。規律を失った不動産担

保融資という点では、アメリカの住宅ローン市場で起こったことも同じであり、日本の経緯を当てはめることが妥当であろう。

日本に関する図表 6-1 では、不動産担保の毀損率（6大都市全用途不動産価格のピークからの下落率）に比例して、不良債権処理額の累積値対不動産担保貸付額のピーク比率が増加していつている。2005年3月には不動産価格はピークから76.4%下落し、累積不良債権処理率は62.5%に達した。つまり毀損した担保の81.8%が回収不能に陥ったことになる。すでに述べたことであるが、損失の全てが不動産担保融資から発生しているとは限らない。しかし、上の推計方法が妥当な近似であると認識している。



図表 6-2 サブプライム関連累積損失処理額と担保毀損率 (2007年第2四半期から2008年第4四半期)

これらの数値をアメリカの住宅ローン市場に当てはめてみると、次のような推定値になる。すなわち、2006年第4四半期の住宅ローン残高9兆8658億ドルはその32.4%が担保としては毀損している。その毀損率の81.8%が実際に回収不能となる。つまり、 $9.8658 \text{ 兆ドル} \times 32.4\% \times 81.8\% = 2.62 \text{ 兆ドル}$ である。実際の損失は住宅ローン関連損失のみには留まらないだろうが、その他の損失も含めた総損失の推計には、この近似方法が妥当であると思われる。

図表 6-2 は、ブルムバーグが集計している米国オリジンのサブプライム関連の損失処理額(四半期毎)を基に、6-1と同様の表現をしたものである。「世界」の数値が本稿で分析対象としている損失の範囲と一致する。ちなみに、2009年第1四半期の損失累計は、世界計1兆4181億ドルであった。現時点では、想定される回収不能額の半分程度しか処理が進んでいないと思われる。

5.1 IMFの推定値に関して

2009年4月21日発表のIMF, Global Financial Stability Reportによれば2010年までに想定される損失額は世界計で4兆540億ドル、アメリカを原産国とする分のみでも2兆7120億ドルである。アメリカのみの数値にはヨーロッパ等で発生しているアメリカ原産の証券化商品の損失も入っている。したがってIMFの損失推計のアメリカ分は本稿の推計範囲と一致する。これは本稿の想定値2.62兆ドルの1.034倍である。本稿の推計も含めて、これらの推計値には相当のアローワンスがあつてしかるべきであることを考慮すると、本稿推計値とIMFの推計値

の差は大きなものとは言えない。

5.2 日本の不良債権処理に関するレビュー

本稿では不動産担保毀損率に6大都市全用途地価指数の下落率を用いた。全国では問題が拡散してしまう。一方で、価格の変動が劇的であった6大都市商業地だけに注目したのでは、特定化されすぎるからである。

5.2.1 日本の累積不良債権処理額と不動産価格の間の共和分関係

これらは二つの系列は非定常過程である可能性が高く、非定常過程どうしに比例的な関係を見出しても、有意ではない。まずはこれらに単位根検定を行う。

予想通りこれらは非定常過程であり、一階の階差は定常過程である。これらに共和分関係が見いだせれば、債務処理と地価の間の比例的な関係が「見せかけ」ではないことになる。Johansenの共和分検定結果は図表8の通り、5%水準で有意な共和分関係がある。

5.3 不良債権回収不能額の認識に関して

本稿では、報告されている債務の延滞率・差し押さえの率・債務不履行率に関しては特に考慮せずに最終的な回収不能額を算定してきた。例えば、Mayer 2008では、2008年第2四半期時にアメリカの深刻な延滞モーゲージ(90日以上延滞または差し押さえ手続き中)は全体の4.5%に跳ね上がったとしている。1979年から2006年までのこの率の平均は1.7%であった。この率が急上昇した理由につ

図表 7

単位根検定	原系列		一階階差系列	
	ADF 検定量	p 値	ADF 検定量	p 値
不良債権処理率	-3.637983	0.0533	-3.742307	0.0442
担保毀損率	-2.605173	0.2816	-4.84624	0.0060
5% Critical Value	-3.658446			
不良債権処理率：累積不良債権処理額/ピーク時不動産担保貸付額				
担保毀損率：6大都市不動産価格（全用途）ピークからの下落率				

図表 8

共和分検定

被説明変数：累積不良債権処理額/ピーク時不動産担保貸付額
説明変数：6大都市不動産価格（全用途）ピーク比下落率

Hypothesized No. of CE(s)	Trace Statistic	0.05	
		Critical Value	Prob.**
None*	66.4837	15.49471	0
At most 1*	15.03153	3.841466	0.0001

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

*denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

いてはサブプライム・ローンの伸びではなく、証券化によってモーゲージを組成するブローカーがリスクを負わなくなったことによりローン申請者のスクリーニングが甘くなったためとしている。そして住宅価格の下落がこの率を上昇させることに危惧をい

だしている。それにしても損失が住宅ローン市場の4.5%程度で済むとの認識では済まないであろう。

日本の例に立ち戻ってみよう。金融庁の1年平成17年事業年度版によれば、1993年時点で認識されていたリスク管理債権残高は12兆7750億円であった。これが2005年3月には累積不良債権処理額96兆4200億円になるのである。じつに7.5倍である。

アメリカにおいても依然として不良債権の認識が低いと思われる。従って、本稿では報告されている不良債権比率に関して認識はするが、分析に使用はしないという姿勢をとった。

6. 損失確定後の世界金融危機についての一考察

2.62兆ドルという損失推定額は、市場に流布されている予想値のなかでは平均的なものだろう。しかし、これだけの損失が発生すればそのことが負の資産効果を生んで、実態経済にダメージを与えそのことが更なる住宅価格下落を招き、損失が膨らむとの懸念がある。そしてこの悪循環はなかなか断ち切れないという見方につながる。

それは蓋然性の高い見方だろうか。

逆の事態を考えてみよう。住宅価格が上昇すれば

プラスの資産効果が生まれる。そこで経済活動は活発になり、そのことがさらに住宅価格を上昇させる。さて、この好循環は無限に続くだろうか。少なくとも過去においてこのような循環が永遠に続いた例を知らない。そもそも直近においてアメリカの住宅価格上昇と経済繁栄が頓挫したからこそ今の金融危機があるという厳然たる事実の前に、上の悪循環に対する危惧は意味をもちえない。

6.1 金融資本市場へのインプリケーション

本稿では2009年3月のアメリカの住宅価格は割安であるとしている。とはいえ、そのことを市場が認識するには今しばらく時間を要する。しかし株式市場は住宅価格指数の発表より先に反応するだろう。いずれにしても、世界の金融市場の混乱は世上の予想より早く収束すると見ている。

6.2 実態経済へのインプリケーション

「100年に1度」という形容詞がつく今回の不況は、本当に100年に1度の大事事だろうか。アメリカの指導者としてはすくなくとも日本の失われた10年を参考にしたい。しかし、ほとんどの人々にとって、金融機関の過ちを税金で解決するには抵抗がある。そのほとんどの人々が、実は有権者という議員を選ぶ立場の人々である。このことが議会制民主主義をしばしば大衆迎合型に陥れてきた。日本の住専処理の過程、その後の公的資本注入までの過程をみれば明らかである。だからこそ、「100年に1度」の掛け声は有効なのである。今回、この掛け声に背中

を押されて各国は必要な経済政策を打ちだしている。しかもオバマ大統領の経済対策とりまとめに見られるように、スピードの重要性も認識されている。協調路線は難しいとか、金融安定化策は機能しないとか、何かしら欠陥をさがすのは簡単だが、各国の現下の経済政策は過去に比べれば協調的だし画期的である。その効果は意外に早く2009年前半にもあらわれるのではなかろうか。しかもその時アメリカの住宅市況が底を打っているとすれば、人々の心理の好転は予想以上のものとなるだろう。むしろ私は、このカンフル剤としての経済政策の効果が強すぎることを危惧している。

Foreign Affairs March/April 2009でRichard Katzは、アメリカでは日本で起こった「失われた10年」は再来しないと切り切っている。数年後に我々は、あれは本当に「100年に一意度の危機」だったのかとの素朴な疑問にとらわれるかもしれない。

参考文献

Bordo, Michael D “U.S. Housing Price Boom-Busts In Historical Perspective” Network Financial Institute at Indiana State University, October 2005

Campbell, Sean D. Morris A Davis. Joshua Gallin. Robert F Martin “A Trend and Variance Decomposition of the Rent-Price Ratio in Housing Markets” Federal Reserve Board, April 2006

Finicelli, Andrea “House Price Developments and Fundamentals in the United States” Banca D’Italia Occasional paper, May 2007

Girouard, Nathalie. Mike Kennedy. Paul van den Noord. Christophe Andre “Recent House Price development” OECD Economic Department Working Paper NO.475, January 2006

Katz, Richard. “The Japan Fallacy- Today’s U.S. Financial Crisis Is Not Like Tokyo’s Lost Decade” Foreign Affairs March/April 2009

Mayer, Christopher J., Karen M. Pence, and Shane M. Sherlund “The Rise in Mortgage Defaults” Federal Reserve Board, November 2008

Schnure, Calvin “Boom-Bust Cycles in Housing: The Changing Role of Financial Structure” IMF Working Paper, October 2005

植田和男 「1990年代における日本の不良債権問題の原因」日本経済新聞社「日本金融システムの危機と変貌」第3章, 2001年5月

日本総合研究所 「サブプライム問題で変化するグローバル金融の構図」日本総合研究所「金融レポート」, 2008年1月

西澤隆, 和田理都子, 桑原真樹, 雨宮愛知 「中期経済予測 2009-2013」野村證券「財界観測」, 2009年新春号

(たまやま かずお ファイナンス理論専攻)

使用データ

データ	出所
Aggregate of Financial Sector Write-off	Bloomberg
OFHEO Housing Price Index	Office of Federal Housing Enterprise Oversight
Rent of Primary Residence	US Bureau of Labor Statistics
Standard & Poor’s Case-Shiller Composite 10	Standard & Poor’s Web site
US Consumer Price Index	US Bureau of Labor Statistics
US 10 year Government Bond Yield	Federal Reserve Bank of St. Louis Data Base
US Real Disposable Income	Federal Reserve Bank of St. Louis Data Base
US Population	Federal Reserve Bank of St. Louis Data Base
US Real GDP	Federal Reserve Bank of St. Louis Data Base
US Government Bond Return Index	Citi Group US Government Bond Index, Bloomberg
US Mortgage Rates	Federal Reserve Bank of St. Louis Data Base
US Residential Loan Outstanding	FRB Flow of Funds Account
6大都市地価指数	日本不動産研究所
不動産担保貸出残高	日本銀行「経済統計年報」, 日本銀行 WEB SITE
不良債権処理額	金融庁の1年 平成17年事業年度版 資料編10章
リスク管理債権残高	金融庁の1年 平成17年事業年度版 資料編10章