

米国住宅ブームの帰結をどう読むか

[要 旨]

1. 米国では住宅ブームの過熱が続いており、バブル懸念が高まっている。これまでのエコノミストの議論では、バブルは発生していないとの主張が総じて優勢であったといえるが、2003 年後半以降の急速な住宅価格上昇率の高まりを受けて、足下ではバブル発生の可能性を懸念する向きも増えつつある。
2. 米国における住宅バブル発生の可能性について、定性的、定量的な検討を加えた結果、少なくとも 2003 年初まではバブルが生じていた可能性は小さいこと、一方で 2003 年後半以降は期待主導によるバブルが醸成されつつある可能性が極めて高いことが確認された。また、定量モデルに基づくシミュレーションからは、今後の金利上昇によって実質住宅価格上昇率が一定期間マイナスの伸びにとどまる可能性があることが示唆された。
3. 現在と同様に住宅ブームが生じた 1980 年代当時は、とりわけブームの著しかった東海岸と西海岸の東西両岸地域においてそのブームの発生・崩壊のタイミングにズレがあった。一方、今次局面においては東西両岸のみならず米国の多くの地域によって同時多発的なブームが生じている。また特に東西両岸地域においては所得と比べた相対的な住宅価格が 80 年代ブームにおけるピーク期と同レベルに達していることもあり、今後これら地域で同時調整が生じる可能性は小さくないとみられる。
4. さらに、東西両岸を代表するマサチューセッツやカリフォルニアにおいては、80 年代のブーム期同様に足下で建設業雇用への依存度が高まっており、この点も注意を要する点といえる。
5. もっとも、今次局面におけるバブル発生からの時間的経過はなお短いとみられること、東西両岸における 80 年代の住宅ブーム崩壊と調整の深刻化をもたらした産業上・政策上のショックが当時のような形で今回も訪れる可能性は必ずしも高いとはいえないこと、現在は金融セクターの健全度が 80 年代と比べ優れていることなど、調整深刻化が回避されると考えられうる要因もある。
6. さらに、80 年代のように地域限定での調整が進展するケースに比べ、広範囲にわたる同時多発的な調整が生じるケースははるかにその兆候を捉え易くなる。したがってこの場合、マクロ金融政策の迅速な発動に対するハードルは 80 年代当時と比べ格段に低くなることが予想される。このため調整を強いられる地域にとって金融面からの逆風が吹き続け調整が深刻化するというリスクもまた小さくなる可能性があると思われる。

経済調査部ニューヨーク事務所 所長 矢野 和彦

Tel : +1-212-282-3532

E-Mail : kazuhiko.yano@mizuhocbus.com

[目次]

1. 高まる米国の住宅バブル懸念	3
2. 住宅価格上昇をもたらす諸要因とメカニズム	4
(1) 需要サイド要因	4
a. 所得増加	4
b. 人口増加	4
c. ユーザーコスト低下	6
d. 資金制約緩和	7
(2) 供給サイド要因	7
(3) 非ファンダメンタルズ要因	9
3. バブル発生の可能性をどうみるか	11
(1) 価格上昇期待の強まりを示唆する様々な傍証	11
(2) モデルによる実質住宅価格上昇率の推計	13
a. 推計モデルの説明	13
b. 推計結果	14
c. 推計結果から得られるインプリケーション	15
(3) 今後の住宅価格上昇率のシミュレーション	17
a. 金利上昇による影響のシミュレーション	17
b. 追加シミュレーション	19
4. 住宅ブーム終焉の先をどう読むか	21
(1) 広範囲に広がりを見せる地域住宅ブーム	21
(2) 1980年代の地域住宅ブームとその崩壊が示唆するもの	22
a. 1980年代の住宅ブームとその調整パターン	22
b. 東海岸の住宅ブームとその崩壊	26
c. 西海岸の住宅ブームとその崩壊	28
d. 両地域の経験から得られるインプリケーション	29
(3) 調整深刻化は回避できるか	30
a. 懸念される建設業雇用への依存度の高まり	30
b. 調整深刻化回避の可能性はあるか	32
c. 同時ブームであることのメリット	33
5. おわりに	35

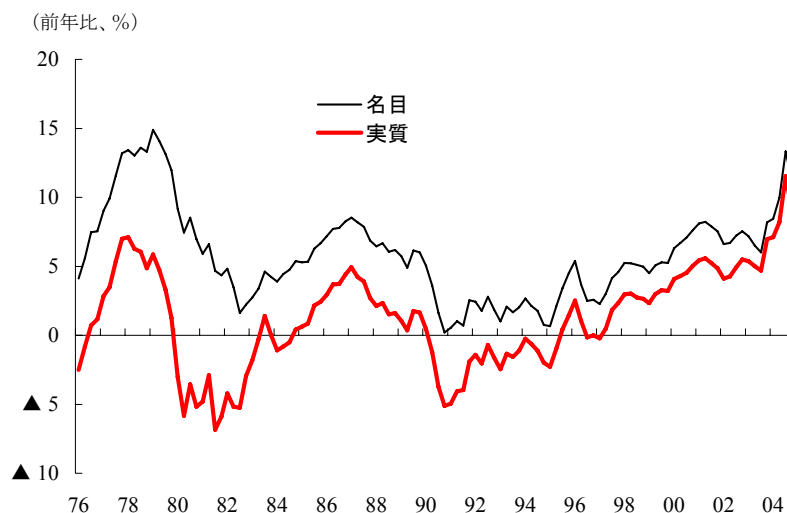
1. 高まる米国の住宅バブル懸念

米国では住宅バブルとその崩壊の可能性を巡る議論が盛り上がりを見せている。振り返ればこうした議論は既に 2002 年当時から交わされており、そのこと自体は何も真新しいことではない。当時も住宅価格が所得や一般物価を上回る伸びを続けるなかで、株価バブル崩壊に次ぐ「第二のバブル崩壊」の可能性を懸念する声は少なくなかった。しかし、02 年から 03 年にかけて高まった住宅バブル崩壊懸念はむしろ日本をはじめとする海外からの声であることが多く、当の米国内において住宅バブルの可能性を肯定する意見は概して少数派であったといえる。

しかしそれから 2 年以上経過した今、米国内での住宅論議は当時以上の注目を集めつつある。というのも、2002 年から 03 年にかけて、議論の盛り上がりとは裏腹に緩やかながらも鈍化基調を示しソフトランディングに至るかにみえていた住宅価格上昇率が、2003 年後半以降再び急激な加速をみせ、90 年代以降の価格上昇トレンドから大きく逸脱するまでに高まってきたためである。連邦住宅貸付機関監督局 (OFHEO) が四半期ごとに公表する住宅価格指数は 2004 年 7～9 月期に前年同期比 13.3%と 1 年前時点の同 6.0%の倍以上の伸びを示した。その後同年 10～12 月には同 11.2%とわずかに鈍化したとはいえ、依然 1980 年代におけるピーク時点をはるかに上回る上昇率である。さらに、一般物価のインフレ率上昇の影響を取り除いた実質価格ベースでみると、2004 年 4～6 月期以降、70 年代終盤につけた既往ピークを上回り続けるなど、過去 1 年強の価格上昇テンポの激しさはより一層明らかとなる (図表 1)。

本稿では、米国の住宅ブームをもたらしてきた諸要因を整理したうえで、バブル存在の可能性について定性的、定量的な考察を行うとともに、米国における過去の住宅ブーム期の経験を踏まえ調整深刻化の可能性について検討を加える。

図表 1：米国住宅価格上昇率の推移



(注) 実質住宅価格は名目価格指数をコア消費者物価でデフレートして算出。 (年)
(資料) 米国連邦住宅貸付機関監督局 (OFHEO)

2. 住宅価格上昇をもたらす諸要因とメカニズム

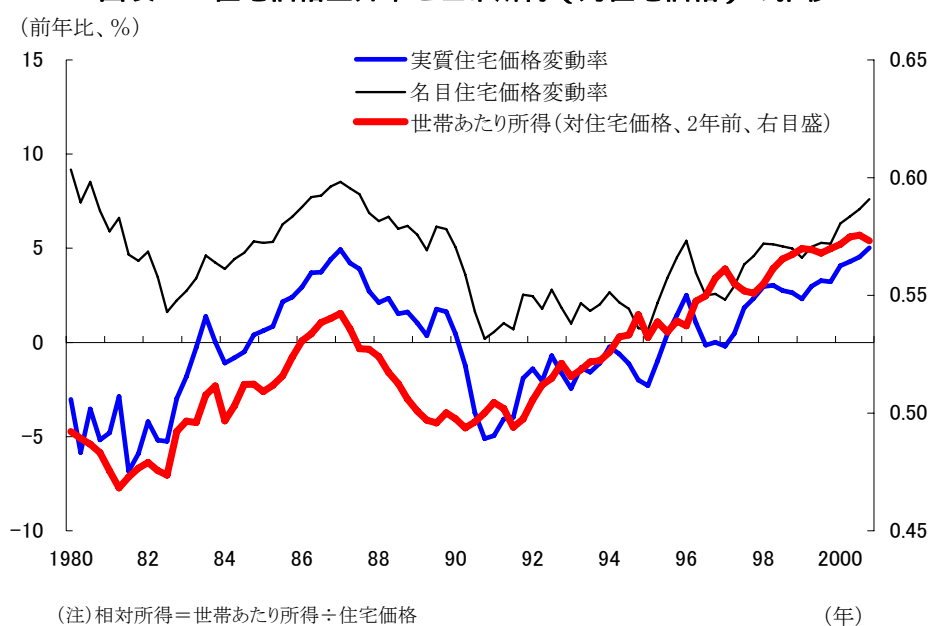
以下ではまず、以降の分析のために踏まえておくべき住宅価格上昇のメカニズムと住宅価格を押し上げる諸要因について、90年代後半以降の住宅ブームの背景とも絡めて整理しておく。

(1) 需要サイド要因

a. 所得増加

第一に、住宅需要に影響を与えるもっとも基本的な要因として挙げられるのが所得要因である。所得の増加は一次住宅取得者にとっては持家購入意欲の強まりを促し、持家所有者にとってはより良質な住宅への住み替え需要を促すことになる。所得の増加は住宅取得能力の高まりを通じて住宅購入需要の増大とその顕現をもたらすことになる。米国の住宅価格変動率の動きはこれまでかなりの程度所得の動向によって説明できた。90年代の長期にわたる景気拡大を受けた所得増加は、90年代半ばまでの住宅価格上昇率の低位安定とあいまって住宅価格水準と比較した相対的な所得水準の高まりにつながり、これが90年代後半以降の住宅取得需要の増大に寄与したとみられる（図表2）。

図表 2：住宅価格上昇率と世帯所得（対住宅価格）の推移



b. 人口増加

第二に、移民増や出生率の高まりに伴う人口の増加、住宅購入世代の増加といったデモグラフィック面からの要因が挙げられる。2000年センサスによれば、米国では90年代を通じて人口は3,256万人増加したが、これは80年代における増加数(2,242万人)を約1,000万人も上回っている。増加率でみても90年代は13.0%と80年代(9.9%)をはるかに凌ぎ、

60 年代 (13.3%) における人口増加テンポに匹敵するものとなっている。また、1990 年代における人口増加率と住宅価格上昇率の関係を州別にみると、人口増加の多い地域ほど総じて住宅価格上昇率が高いという関係がうかがえる (図表 3)。

住宅取得層の拡大という観点からは、1980 年代以降の移民増加の影響や中高年ベビーブーマー世代による住宅取得の増加の影響も指摘されるところである。海外からの移民人口は現在約 3000 万人弱存在するが、多くは 1980 年代以降に米国に渡った者たちである。海外から米国に流入した移民数は、1970 年代の累計 439 万人から 80 年代には同 734 万人、90 年代には同 910 万人と大きく増大した。毎年の移民の増加数も 1960 年代から 70 年代にかけて年平均 39 万人程度であったものが、80 年代から 90 年代にかけては同 82 万人へと大きく高まった。こうして 80 年代以降に米国に渡り生活基盤を確立した移民による住宅取得は、90 年代以降に顕著になった。ハーバード大学共同住宅研究センター (Joint Center for Housing Studies of Harvard University) によれば、2001 年において持家を保有する移民世帯は 570 万世帯で、米国全体の持家保有世帯の 8% 程度を占めるに過ぎないが、それら世帯の約 2 割は 97 年以降に始めて住宅を取得した世帯である。また、こうした移民を含めたマイノリティー世帯による住宅取得は、90 年代後半における米国全体の持家取得の増加のうち約 44% を占めている。

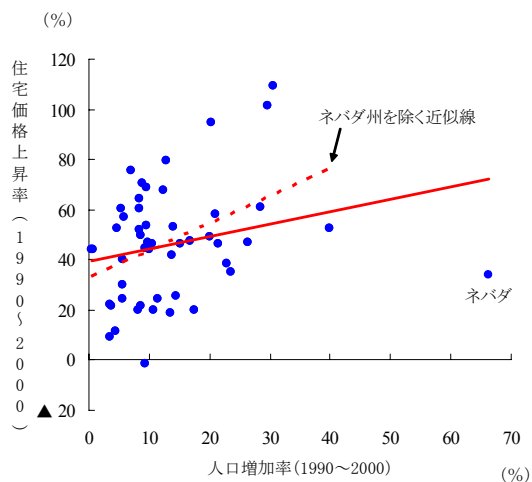
移民・マイノリティーによる住宅取得増といった民族面からの要因に加え、年齢別にみて若年層や高齢層による持家取得が進んだのも 90 年代後半の特徴である (図表 4)。そもそも 80 年代後半の住宅ブームが終焉を迎えた 90 年代初頭においては、米国の住宅市場は 90 年代を通じ長期停滞を余儀なくされるだろうとの見方も存在した。これは、ベビーブーム世代 (1955~64 年生まれ) が概ね世帯形成を終え、90 年代にはそれに続く「ベビー・バスタ (Baby Bust) 世代」と呼ばれる人口の少ない世代が世帯形成の中心年齢層になることが予見されていたためである。住宅の一次取得需要者の中心層がベビーブーム世代からベビーバスタ世代へとシフトしていくなかで、住宅の一次取得需要のボリュームが減少することでベビーブーム世代による住宅の住み替えも抑制され、結果として 80 年代後半に積み上がった住宅ストックの調整に極めて長期間を要することになると予想したわけである¹。しかし実際には、90 年代後半に入ると若年層の持ち家取得が進むとともに、世帯形成を終えたベビーブーム世代においても住宅取得に関しては堅調を維持²、加えて高齢者層にお

¹ こうした見方の代表例として Mankiw and Weil (1989) がある。Mankiw 等は上述したような世帯構成のシフトを根拠に、90 年代、2000 年代と 20 年以上の長期にわたって住宅の実質価格の大幅な下落が続く可能性があるとして指摘した。

² ベビーブーマーは、確かに世帯形成期についてはピークを過ぎたものの、特に後期ベビーブーマー世代 (1955~1964 年生まれ) が持家保有率の高まる中年期 (35 歳~45 歳) に達したこともあり、住宅取得という点ではベビーブーマーは 90 年代を通じてなお重要な役割を担うこととなった。Apgar & Masnick (1991) は、80 年代に世帯形成を進めたベビーブーマーが、なお十分に持家を取得しきっているわけではなく、従って Mankiw 等論文に代表される 90 年代住宅長期停滞シナリオの予想に反して、90 年代もベビーブーマーは住宅需要を支え続けるはずだ、との主張を展開した。事後的には Apgar 等の主張が正しかったといえる。

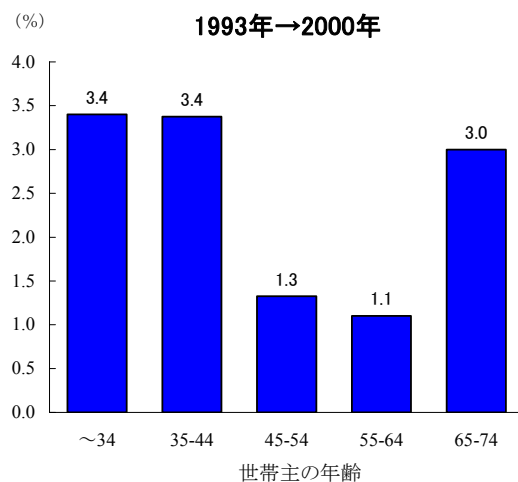
けるセカンドハウス取得なども増加したことなどから、前述のマイノリティー層による住宅取得増加とあいまって、ベビーバスター世代の影響が深刻化するには至らなかった。今後についても、ベビーブーム世代の子供たちにあたる「エコー・ブーム(Echo Boom)世代」による住宅需要やマイノリティーによるさらなる需要増が見込まれるなかで、住宅の実需は長期的にみれば底堅く推移すると予想する声は少なくない。

図表 3: 人口増加率と住宅価格上昇率(州別)



(資料) 米国商務省、米国連邦住宅貸付機関監督局 (OFHEO)

図表 4: 年齢階層別持家保有率変化



(資料) 米国商務省

c. ユーザーコスト低下

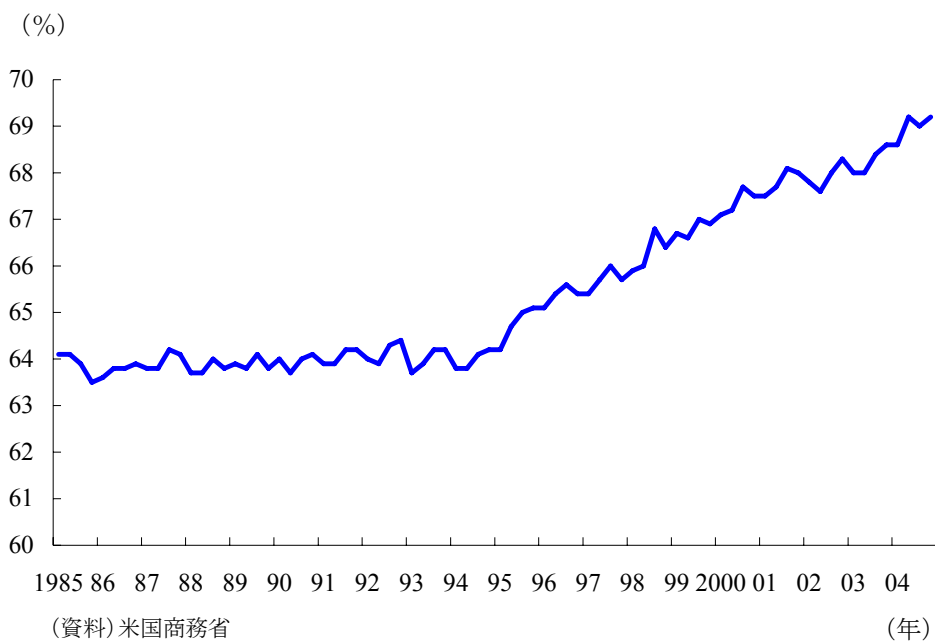
第三に、住宅取得の意思決定に影響を与えるユーザーコスト要因がある。ユーザーコストとは住宅取得者が住宅を保有することに伴って生じるコストのことである。具体的には住宅ローン金利支払いコストや住宅保有にかかる固定資産税支払いコスト(いずれも所得控除項目であるため税引き後)、さらにメンテナンスコストや資本減耗コストなどが含まれる。一方で将来の保有住宅資産の価格上昇に伴う期待キャピタルゲインが負担コストから差し引かれ、ネットのコストが住宅取得者にとっての持家のユーザーコストとなる³。理論上、持家のユーザーコストが賃貸住宅に住み続けることによってかかるレントコストを下回ると判断すれば、住宅購入に踏み切ることが合理的な判断となり、住宅需要も増加すると考えられるわけである。例えば、低インフレを反映した90年代の住宅ローン金利の低下は持家ユーザーコストの低下を通じて住宅取得需要を押し上げる方向に作用したと考えられる。もっとも、足下の住宅価格急上昇とユーザーコスト要因との関連についての解釈についてはやや注意を要する点であり、後で項を改めて検討を行うこととする。

³ 数式で示すと、 $P \times [(1 - \tau^y)(i + \tau^p) + \delta - E(\pi^H)]$ となる。ここで P は住宅価格、 τ^y は所得税率、 i は住宅ローン金利、 τ^p は固定資産税率、 δ はメンテナンスコスト等を含んだ住宅資本の減耗率、 $E(\pi^H)$ は期待キャピタルゲイン率である。ここでのユーザーコストの定義は Jorgenson(1963)によって定式化され、現在広く経済学者によって分析に採り入れられているものである。

d. 資金制約緩和

第四に、低所得者層に対する住宅金融支援の充実といった政策面での後押しや、モーゲージ市場の拡大、さらに金融機関の貸付積極化などに伴う住宅購入者にとっての資金制約の緩和（資金アベイラビリティの増大）といった点がある。例えば個人の持家取得推進のための政策的サポートとしては、1992年にクリントン政権下において成立した連邦住宅関連機関財務安全性・健全性確保法（Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act）に基づき、ファニーメイ(Fannie Mae)やフレディーマック(Fredie Mac)といった政府支援住宅金融機関が所轄官庁である住宅都市開発省の監督の下で中低所得層向けの住宅取得融資を拡充させた。マイノリティー世帯、低所得層、若年層など前述したデモグラフィック面からの需要を押し上げた世帯層を主たるターゲットとした政策面からの持家取得推進は、潜在的な住宅取得ニーズの顕在化を促すことで住宅保有率の上昇に寄与したとみられる。米国における持家保有率の急速な上昇が始まったのは95年であり、まさに住宅金融面からのサポート要因が強まった時期と一致している（図表5）。

図表 5：米国の持家保有率の推移



(2) 供給サイド要因

上記のような需要サイドからの要因が住宅需要を高める一方で、それに見合った住宅供給が伴わない場合には、住宅ストック不足に伴う需給逼迫から価格には押し上げ圧力が加わることになる。90年代に人口増加テンポが加速したことは先述した通りであるが、一方で同時期における新たな住宅供給戸数は70年代や80年代に比べむしろ減少した。90年代の新規住宅完工戸数は1,330万戸と、80年代の1,491万戸や1970年代の1,702万戸を大きく下回る水準にとどまった。また、こうした需要に対する過少ストックを生じる一因と

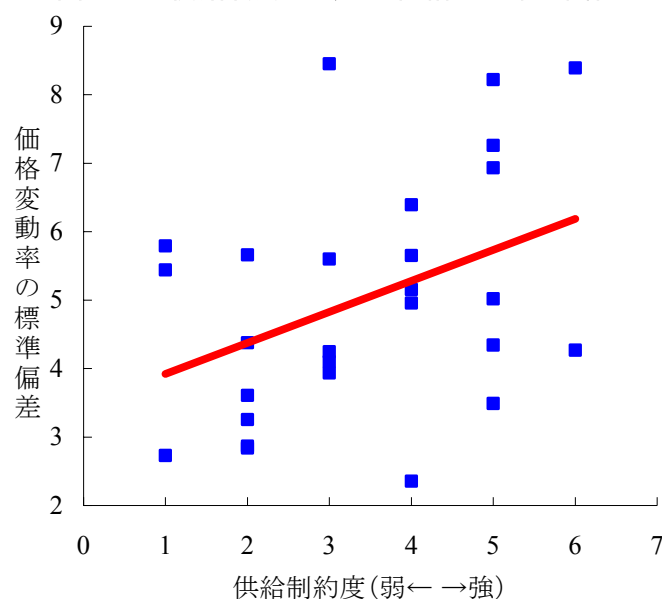
して、開発規制など供給制約が存在するケースが挙げられる。これは米国全体としてみるよりも制約が存在する地域における住宅価格水準や価格変動に強く影響を与える要因として捉えるとより明らかになる。米国では人口密集地域での開発規制（ゾーニング等）などの存在によって住宅供給が制約を受けている地域は多い。こうした地域では需要の変化に対する価格変動が制約の少ない地域に比べて激しくなる傾向がある（図表 6、図表 7）。

**図表 6：開発規制の存在による供給制約度
（規制インデックス）**

規制度	州
強	6 カリフォルニア、ミネソタ
↑	5 ニューヨーク、ニュージャージー、インディアナ、コネチカット、ミシガン、ウィスコンシン、
	4 ノースカロライナ、テキサス、メリーランド、オレゴン、ルイジアナ
	3 ペンシルバニア、ロードアイランド、バージニア、コロラド、イリノイ
↓	2 フロリダ、オハイオ、テネシー、ジョージア、ミズーリ、ユタ
弱	1 アラバマ、オクラホマ、アリゾナ

（出所）Malpezzi(1996)、AIP(American Institute of Plannning)によるオリジナルデータ“State Regulatory Index”からの抜粋

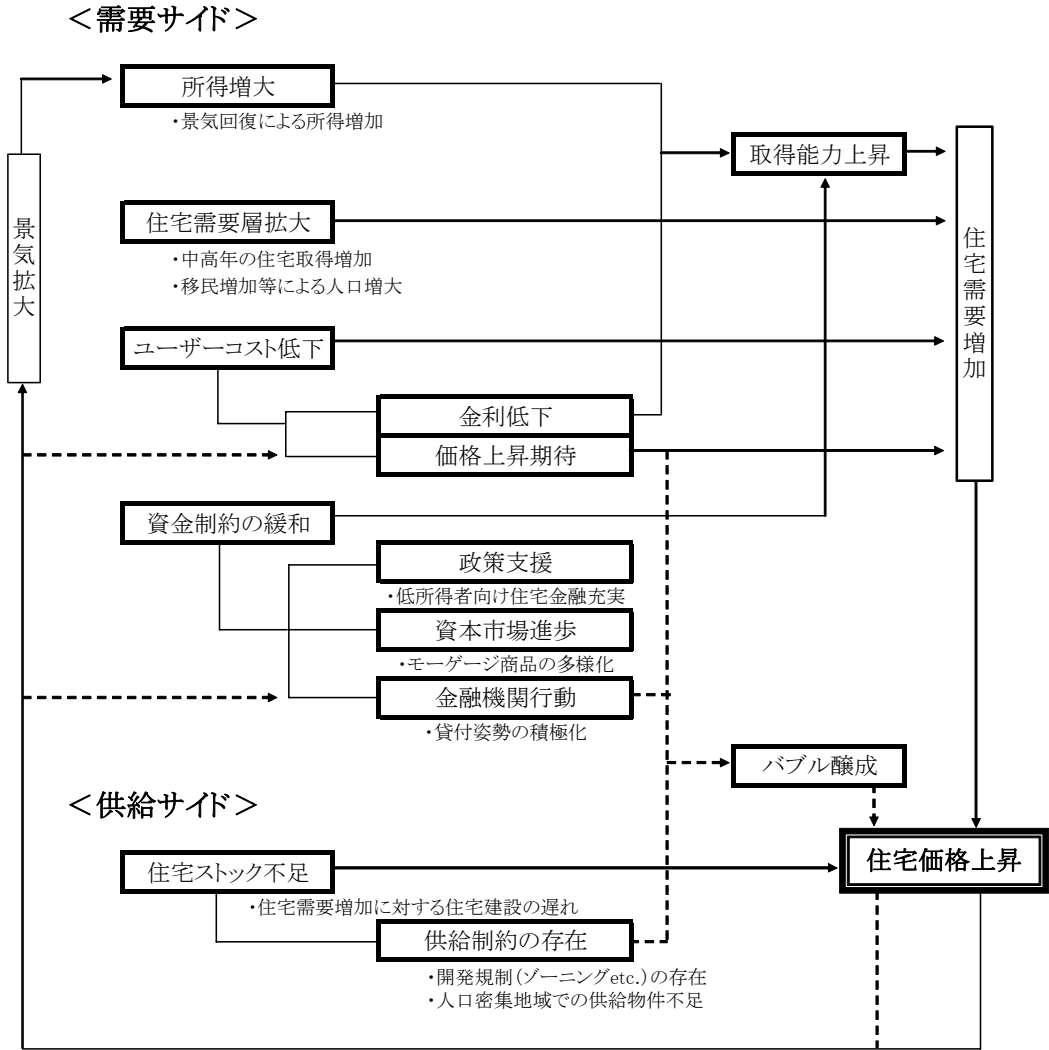
図表 7：供給制約の強さと価格変動率の関係



（注）1.供給制約度はAIP“State Regulatory Index”。
2.価格変動率の標準偏差は1975年1～3月期から2004年10～12月期までで計測。
（資料）Malpezzi (1996)、米国連邦住宅貸付機関監督局

以上みてきたような、需要サイド、供給サイドそれぞれの諸要因による住宅価格上昇のメカニズムを視覚的に示したものが図表 8 である。

図表 8：住宅価格上昇のメカニズム



(注)図表中、実線はファンダメンタルズに即したメカニズム、点線は潜在的なバブル醸成のメカニズムの流れを示す。
(資料)みずほ総合研究所作成

(3) 非ファンダメンタルズ要因

注意が必要なのは、需要要因、供給要因それぞれのなかには、必ずしも経済的なファンダメンタルズとは捉えられない要素が内在している可能性があるということである。例えば、仮にファンダメンタルズから正当化される根拠がないにも関わらず人々が持続的な住宅価格上昇期待を高めた場合、それが住宅需要の増大を通じて結果的にファンダメンタルズ要因として捉えられるファクターにも影響を与え、さらに自己実現的な価格の上昇につながってしまうケースがありうる。価格上昇期待の強まりは前述したユーザーコストの低下をもたらすことになるためである。もしユーザーコスト低下の多くが金利低下によるものではなく価格上昇期待の高まりに起因するものであれば、これをファンダメンタルズの改善として捉えることは必ずしも適切ではなかろう。また期待要因は金融機関の貸付姿勢

の積極化を通じて住宅取得の資金制約の緩和につながる可能性もある。

さらにこうした期待要因主導で住宅取得需要が増大した場合、一般に供給制約が存在し需要の変化に対する価格の反応度が強い地域ではとりわけ価格上昇が激しくなる可能性がある。それによる価格上昇の持続がさらなる価格上昇期待の高まりを通じて需要を一段と増大させるといった形で、住宅ブームに拍車を掛けることになるかもしれない⁴。このように価格上昇期待の高まりがファンダメンタルズ要因によって説明される以上の住宅価格上昇をもたらしている場合、いわゆる住宅バブルが発生することになる。図表 8 において点線で示した部分がこうした潜在的なバブル醸成につながりうるメカニズムの流れである。

⁴ Abraham and Hendershott(1994)は、都市別住宅価格上昇率の推計式におけるラグ変数（過去の価格上昇率実績）に掛かる推計係数が、東西両岸の都市では内陸部の都市に比べ倍近い値になることから、東西両岸の都市では期待主導のバブルが生じ易い傾向があると指摘している。

3. バブル発生の可能性をどうみるか

(1) 価格上昇期待の高まりを示唆する様々な傍証

では、このところの米国の住宅価格の急上昇について、価格上昇期待の高まりという非ファンダメンタルズ要因によって自己実現的な形で生じている可能性はどの程度強いのだろうか。この点につき、ここでは近年の住宅価格上昇率の高まりに対する価格上昇期待やユーザーコスト低下の影響を分析したニューヨーク連銀による論文⁵を参考にしつつ若干の検討を加えてみたい。

同論文では、まず 2001 年までのマイクロデータを用いて、期待住宅価格上昇率を推計している。その結果、価格上昇期待は 90 年代を通じて緩やかに縮小してきたことを確認している。また、2003 年前半までのデータを用いた構造モデルから導かれる住宅需要関数の推計により、2001 年から 2002 年にかけては金利低下に伴うユーザーコストの劇的な低下が住宅価格上昇に大きく影響を与えたと指摘している。こうした分析を踏まえて同論文は住宅価格上昇期待の高まりに起因するバブル的な現象は生じていないとの結論を下している。

しかしながら、こうした結論が果たして足下でも変わらないのかどうかという点については疑問が残る。というのも、同論文の推計には価格上昇テンポが急速に高まった 2003 年後半以降の期間については含まれていないためである。2001 年までのマイクロデータを用いた推計結果では、少なくとも 90 年代後半以降の価格上昇について期待要因が主導した可能性が小さいことが示されているに過ぎない。また、構造モデルによる推計期間も 2003 年 4～6 月期までであり、その後の動きについては捉えきれていない。したがって 2003 年後半以降にみられた価格急上昇にはそれまで観察されていなかった期待要因など非ファンダメンタルズ要因の作用が強まっている可能性は残ることになる。

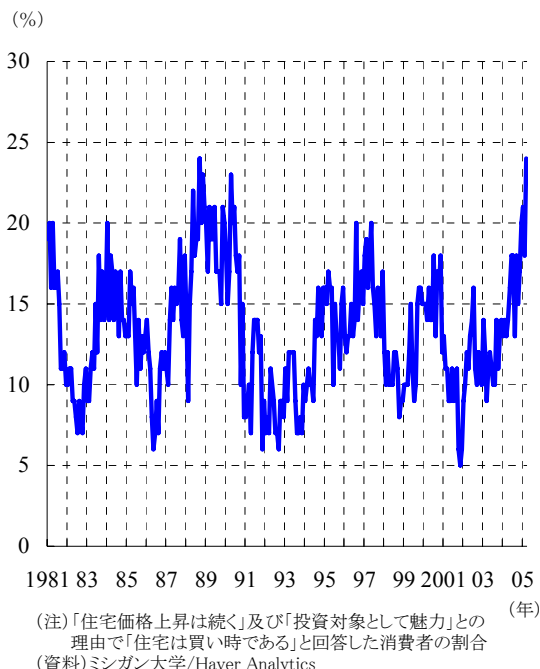
実際、足下で価格上昇期待が大きく高まっていることを示す材料は少なくない。例えばミシガン大学の消費者センチメント調査における住宅購入意欲に関する質問項目⁶に対する回答をみると、2003 年以降、「住宅価格の上昇が続く」「住宅は投資対象として魅力的」といった理由、すなわち期待要因に基づいて住宅は買い時であると判断する消費者割合が急激に増加しており、前記二つの項目の合計値は 2005 年 3 月時点では 80 年代後半につけた既往ピークを更新するに至っている⁷（図表 9）。一方で、「金利水準が低い」という理由で住宅が買い時であると回答した消費者割合は、絶対水準としては多いものの 2003 年以降急速に縮小の動きをみせている（図表 10）。

⁵ McCarthy and Peach(2004)

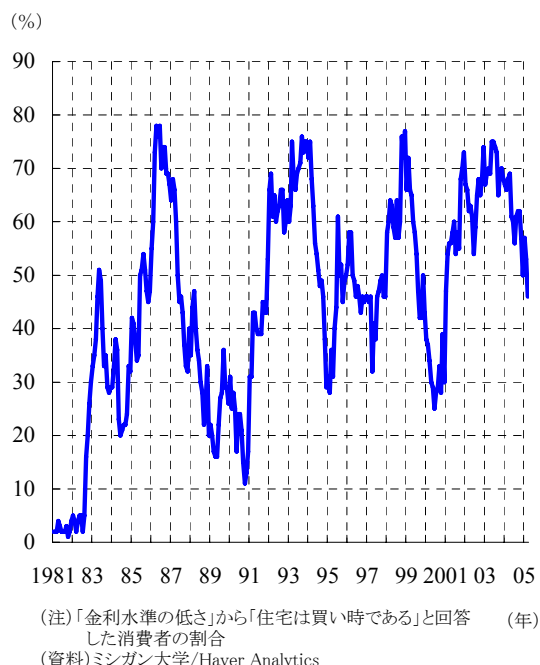
⁶ 同調査では住宅購入に対する意識を問う項目がある。具体的には、「現在は住宅購入のタイミングとして適していると思うか」という質問項目である。さらに同質問では「住宅は現在買い時である」と答えた家計についてその理由も同時に尋ねる形式となっている。理由の選択肢としては「住宅価格が安く買い得である」、「住宅価格の上昇が続いており下落することはない」、「金利水準が低い」、「金利上昇前に購入したい」、「良好な経済環境が続く」、「投資の対象として魅力的」という項目が用意されている。

⁷ また、全米不動産協会(National Association of Realtors)は、2004 年の住宅購入のうち、23%が投資目的によるものであったとの調査結果を発表している。

図表 9：住宅を買い時と判断する理由
(期待要因)



図表 10：住宅を買い時と判断する理由
(金利要因)

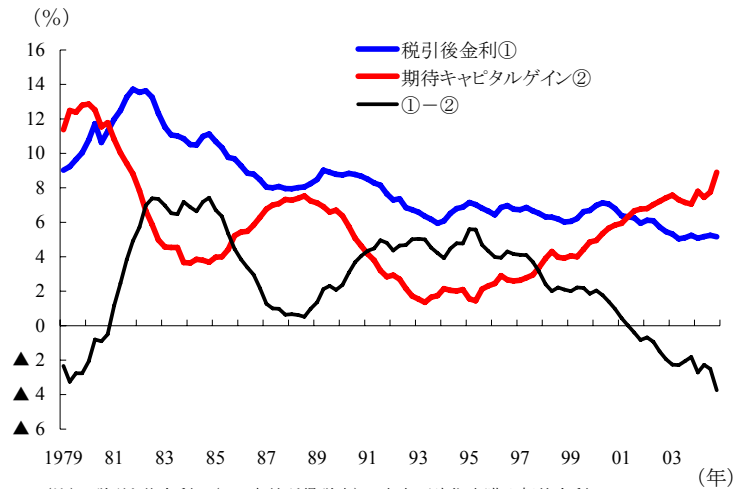


こうした事実は、ニューヨーク連銀が 2001 年～02 年にかけてのユーザーコストの劇的な低下をもたらした主因として指摘した金利低下の影響が足下では次第に縮小すると同時に、それに取って代わる形で住宅価格上昇期待の強まりがユーザーコスト低下の主役になってきた可能性を示唆するものである。実際、ユーザーコストを構成する主要な要素である税引き後住宅ローン金利と価格上昇期待⁸のそれぞれの推移をみると、2003 年半ば以降、前者がほぼ横ばいで推移する一方で後者が急激に強まっていることが分かる（図表 11）。したがって、2003 年後半からの住宅価格上昇テンポの加速には価格上昇期待の高まりといった要因が大きく影響しているのではないかと推察される。この意味で、足下においてバブル的な状況が発生しつつある可能性は小さくないと考えられるのである。

もっとも、ミシガン大学調査結果やユーザーコストの主要構成要素の変化を見る限り、ニューヨーク連銀が指摘した通り 2001 年から 03 年初までにかけては価格上昇期待も落ち着いており金利低下がユーザーコストを押し下げた可能性が高いことがうかがわれる。このため、仮にバブルが存在するとしても、その発生時期は 2003 年後半以降のことである可能性が高いと推察されるのである。

⁸ ここでの住宅価格の期待上昇率は、過去 12 四半期の実績上昇率の移動平均をとることで計算している。これはニューヨーク連銀の論文において用いられたものとほぼ同じ方法である。

図表 11：ユーザーコストを構成する主要な要素の変化



(注) 1. 税引き後金利 = $(1 - \text{実効所得税率}) \times \text{中古戸建住宅購入契約金利}$
 2. 期待キャピタルゲイン = 過去12四半期の平均名目住宅価格上昇率
 3. なお、ここではユーザーコストを構成する要素のうち、固定資産税率や減耗率については考慮していない。したがって①－②はあくまで金利と期待キャピタルゲインのユーザーコスト変化への相対的大きさの比較を行ったものであり、厳密な意味でのユーザーコスト自体とは異なる
 (資料) 米国連邦住宅貸付機関監督局 (OFHEO)、米国連邦住宅金融理事会 (FHFB)、FRB

(2) モデルによる実質住宅価格上昇率の推計

以上のような各種の傍証によって示唆されたことは、第一に、2003 年初め頃まではバブルが生じていた可能性は小さいこと、第二に、2003 年後半から足元に至るまでの状況は価格上昇期待に主導されたバブル的な状況になってきた可能性が大きいこと、であった。そこで以下では、こうした認識の妥当性を定量的な分析により確認してみたい。

a. 推計モデルの説明

先に整理した諸要因を踏まえて、実質住宅価格上昇率を 所得要因、ストック要因、金利要因、価格期待要因、資金制約要因のそれぞれの説明変数で推計し、実際の価格上昇率がどの程度ファンダメンタルズ要因によって説明できるのかを確認する。

簡単にデータの説明を行うと、まず ①の所得要因変数には世帯当り所得の対住宅価格比率を用いた。これは住宅価格水準に対する相対的な所得水準を示すものであり、所得面からの住宅取得能力を示すものと解釈できる。なお同変数は 2 年のラグを設定している⁹。次に、②のストック要因は世帯当りの住宅ストック比率(過去 2 年の移動平均)を使用した。この変数は世帯数という需要要因と住宅ストックという供給要因を同時に組み込んだものである¹⁰。住宅ストックの増加が世帯数の増加を上回れば同比率は上昇し、逆にストックの増加が世帯数の増加を下回れば(世帯数の増加がストックの増加を上回れば)同比率は低下する。したがって、同変数のパラメーター符号は理論的にはマイナスとなることが予想される。③の金利要因にはモーゲージローンの契約金利を用いた。ここではファンダメン

⁹ 図表 2 で示したように、同変数の動きは住宅価格上昇率の動きに 2 年程度先行する傾向がみられる。

¹⁰ 住宅取得層年齢層の変化の影響についてはここでは考慮していない。

タルズ要因と期待要因との影響を分けるために、ユーザーコストの主要ファクターである金利を期待要因とは独立の変数として組み込んだ¹¹。次に の価格期待要因としては、過去 8 四半期の実績上昇率の移動平均を用いた¹²。最後に の資金制約要因としては銀行貸付担当シニアオフィサーに対する FRB のサーベイ調査から、消費者ローン貸出姿勢についての DI (より積極的と答えた回答割合からより消極的と答えた回答割合を差し引いたもの) を用いた¹³。

b. 推計結果

図表 12 は上記 ~ の説明変数の組み合わせを複数パターン設定し推計した結果を示したものである。推計結果をみると、まず各変数に掛かるパラメーターの符号はいずれも理論的に予想されるものと一致しており、一部のケースを除き概ね統計的な有意性も確認できる。所得要因、ストック要因、金利要因といったファンダメンタルズ変数のみで推計した場合の説明力は 55%程度であり、これに期待変数を加えると説明力は 66%にまで上昇する。さらに資金制約要因を加えると説明力は 75%まで高まることになる。

図表 12：実質住宅価格上昇率の推計結果

	推計1	推計2	推計3	推計4	推計5	推計6	推計7	推計8
①世帯所得	0.706 ^(***) (6.85)	0.877 ^(***) (6.52)	0.300 ^(**) (2.07)	0.425 ^(***) (3.45)	0.332 ^(***) (3.03)	0.369 ^(***) (5.33)	0.288 ^(***) (3.024)	0.306 ^(***) (3.21)
②住宅ストック		-0.507 ^(*) (-1.95)		-1.807 ^(***) (-6.71)	-0.763 ^(**) (-2.54)			-0.405 (-1.51)
③モーゲージ金利			-0.648 ^(***) (-3.82)	-1.418 ^(***) (-7.73)	-0.664 ^(***) (-3.17)		-0.145 (-1.25)	-0.370 ^(*) (-1.96)
④価格上昇期待					0.565 ^(***) (6.28)	0.908 ^(***) (12.94)	0.879 ^(***) (11.97)	0.805 ^(***) (9.13)
⑤銀行貸付積極性						0.067 ^(***) (6.58)	0.065 ^(***) (6.35)	0.062 ^(***) (5.88)
自由度修正済みR2	0.292	0.310	0.370	0.552	0.664	0.742	0.744	0.747
標準誤差(S.E)	3.098	3.059	2.923	2.467	2.133	1.869	1.864	1.852
推計期間	77Q1～04Q4(推計1～4)					78Q1～04Q4(推計5～8)		

(注) 1.被説明変数: 実質住宅価格上昇率(前年同期比)

2.説明変数: ①所得比率(世帯当り所得÷住宅価格、2年前)、②ストック比率(住宅ストック÷世帯数、3～4年前平均)、③金利(モーゲージ契約金利)、

④価格上昇期待(住宅価格上昇率の過去2年間平均)、⑤銀行貸付積極性(FRB Senior Loan Officer Surveyにおける消費者ローン貸出積極性DI)

3.上段は推計係数、下段のカッコ内はt値。推計係数右上カッコの(*)は10%水準有意、(**)は5%水準有意、(***)は1%水準有意を示す

(資料) 米国商務省、米国労働省、米国連邦住宅金融理事会(FHFB)、FRB

¹¹ ここでは税引き後金利ではなく、モーゲージ契約金利をそのまま用いている。税引き後金利を使用するケースについても推計を行ったが、説明力はむしろ低下した。また、ここで使用したのは名目金利である。実質金利、名目金利前年差、実質金利前年差といったバリュエーションも試みたが、名目金利を使用した場合の説明力が最も高かった。

¹² 先にみたニューヨーク連銀の分析では過去 12 四半期の移動平均を使用している。これも試みたが 8 四半期のラグを使用したケースに比べ説明力は低いとの結果が得られた。

¹³ 同調査では住宅ローンの貸出基準についての DI (厳格化 - 緩和) もあるが、データが 90 年以降しか存在しないため使用できなかった。但し、90 年以降の同 DI の動きは概ね消費者ローンの貸出姿勢 DI (積極化 - 消極化) と逆相関関係が見られることから、前者の逆符号の代理変数として後者を用いることができると判断した。なお、住宅取得促進政策等の要因はここでは考慮していない。

c. 推計結果から得られるインプリケーション

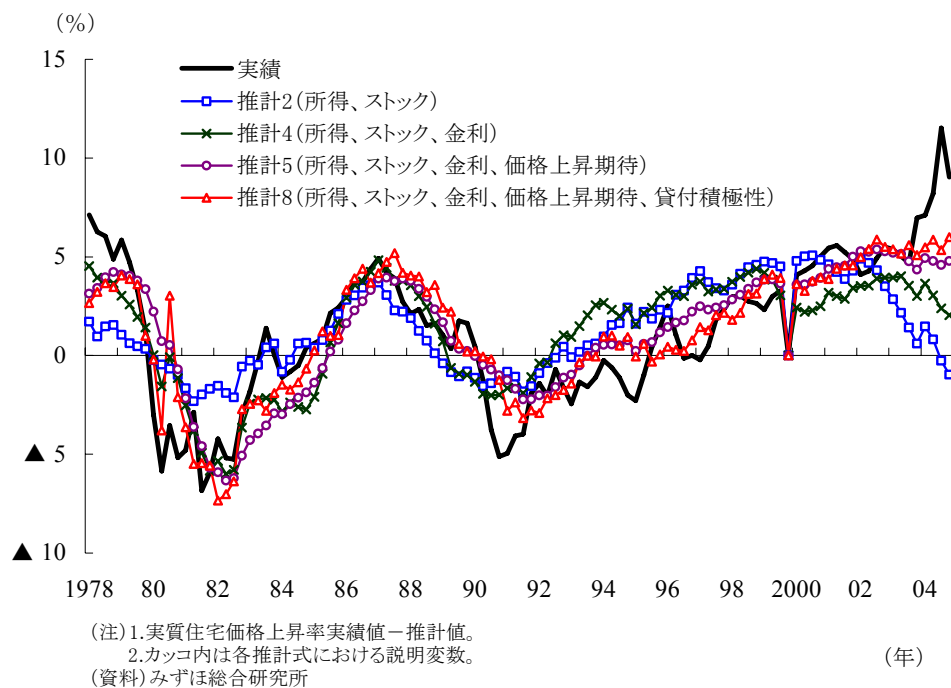
上記推計結果のうち、所得とストックのみを説明変数としたモデル（推計 2）、これに金利を説明変数に加えたモデル（推計 4）、さらに価格上昇期待を加えたモデル（推計 5）、そして最後に全ての変数を組み込んだモデル（推計 8）の四つのモデルについて、得られたパラメーターを当てはめることで得られる理論値と実際の価格上昇率の動きをみたものが図表 13 である。さらに、2000 年以降について推計値と実績値がどのように乖離しているかをみたものが図表 14 である。

ここから読み取れることとして以下の 5 点を指摘できる。

第一に、2002 年までについてはいずれのモデルについても総じて理論値が実績値の動きを捉えており大幅な乖離は生じていないということである。

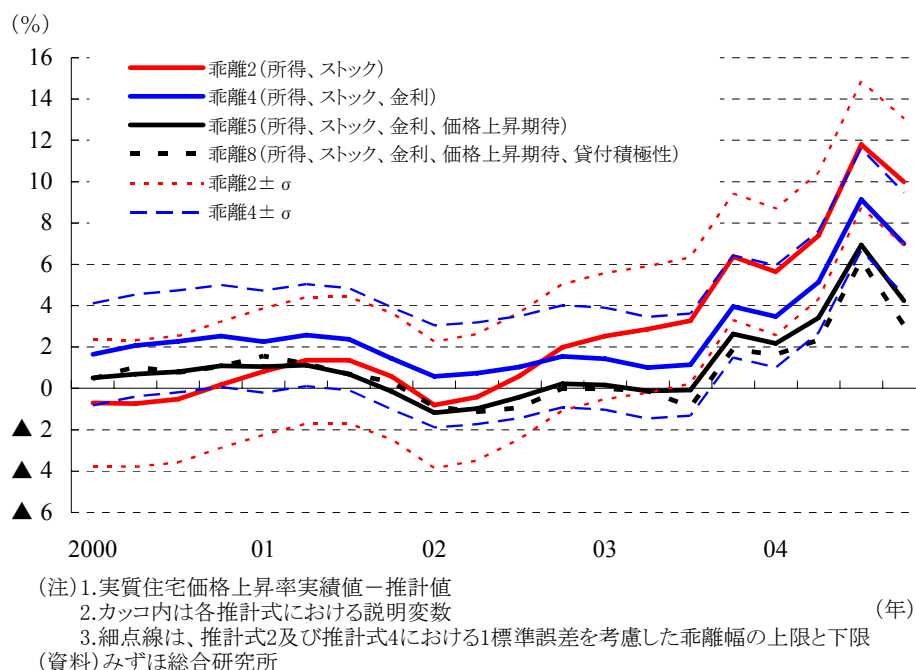
第二に、所得とストックのみを変数とするモデル（推計 2）では 1981 年から 82 年にかけての実質住宅価格の大幅な落ち込みが十分に捉えきれていないが、これに金利を加えたモデル（推計 4）ではかなりトレースできるようになっているということである。したがって、この 80 年代初頭における実質住宅価格の落ち込みには、第二次オイルショックによるインフレ加速に対応した金利の大幅な上昇が大きく影響していたことが推察される¹⁴。

図表 13：実質住宅価格上昇率の実績値と推計値



¹⁴ 1980 年 1 月時点で 11.7%であったモーゲージ契約金利は 1982 年 5 月には 15.5%まで上昇、またコア消費者物価上昇率を差し引いた実質金利ベースでは同期間中に 7.1%ポイントもの上昇をみせた。

図表 14：2000 年以降の実績値と推計値の乖離幅



第三に、80年代半ばから後半にかけての住宅ブーム期の動きは、期待要因を含めないファンダメンタルズ要因によるモデル（推計2及び推計4）でほぼ説明できていることである。これは当時の住宅ブームの激しさとその後の調整の深刻さを踏まえると違和感が拭えない結果である。これはおそらく、当時はある地域で期待主導の住宅バブルが生じる一方で、別の地域では住宅バブル崩壊後の調整が進み価格下落期待が形成されるというように、地域的な住宅ブームとその調整がタイミングのズレを伴って漸次発生し地域ごとのばらつきが存在したために、全米レベルでみた場合の価格上昇率に対する期待要因が平準化されてしまったのではないかと考えられる。つまり、住宅市場は地域性が強く、分断されており、全国平均の価格上昇期待が意味を持たなかった可能性が示唆されるのである。こうした80年代当時と現在の相違点については後に改めて考察することとしたい。

第四に、所得とストックのみを説明変数とするモデル（推計2）では、2002年後半から徐々に推計値と実績値の乖離が拡大し始めているが、これに金利を加えたモデル（推計4）では2003年半ばまでそうした変化はみられないことである。また、所得とストックのみのモデル（推計2）においても、図表14に示したように標準誤差を考慮した場合2003年半ばまでは実績値が理論値から統計的に有意に乖離していたとは断定できない。一方で、所得とストックのみのモデル（推計2）では2003年7～9月期以降、金利を加えたモデル（推計4）でも同10～12月期以降については、標準誤差を考慮した乖離幅の下限がゼロを切り上がっており、実績値が統計的に有意に理論値を上回る状況になっていることが確認できる。したがって、この点からもバブル発生の時期が2003年後半以降であるという見方は概ね支持できるものと思われる。また、デフレ懸念が広まるなかでFRBがアグレッシブな追

加利下げを行った 2002 年後半以降 2003 年半ばまでの期間にかけては、金利低下がユーザーコスト低下の主因として住宅価格押し上げに寄与した可能性が示唆される。

第五に、2003 年後半以降は期待要因の影響が次第に強まりつつある可能性が窺えることである。足下の実績値と理論値の乖離幅は、所得とストックのみを含むモデル（推計 2）では 10%に達しているのに対して、金利を含むモデル（推計 4）では 7%程度にまで縮小し、さらに期待要因を含むモデル（推計 5）では 4%程度にまで縮小する。さらに後者の二つのモデルにおける実績値と理論値の乖離度合いの違い、すなわち金利を含むモデル（推計 4）における乖離幅と、期待要因も含むモデル（推計 5）における乖離幅との差は、2003 年 10～12 月には 1.3%ポイントであったが、2004 年 10～12 月時点では 2.7%ポイントと次第に拡大しつつある。この点から、2003 年後半以降期待要因が徐々に影響を強めつつある可能性が確認され、足下では期待主導のバブル的な動きがみられつつあるとの解釈ができるのである。

(3) 今後の住宅価格上昇率のシミュレーション

a. 金利上昇による影響のシミュレーション

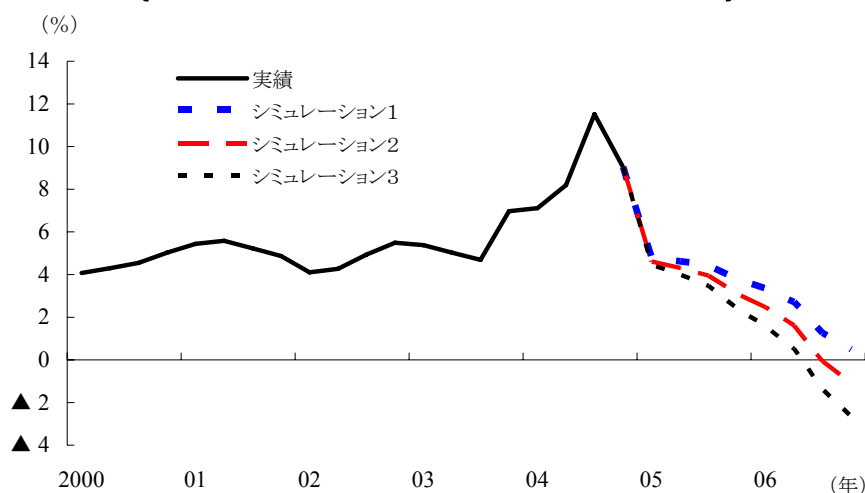
以上から、2003 年後半以降住宅価格に対する期待主導のバブルが生じている可能性が、定性的な各種の傍証のみならず定量的な分析からも示唆された。問題は仮にここでの検討結果の通りバブルが発生しているとした場合、それが崩壊するとすればそのきっかけは何か、そしてその場合調整はどの程度深刻なものとなりうるのか、という点であろう。

まず、マクロ的な観点から考えられるのは、金利上昇による影響の顕在化であろう。既に利上げ局面に入り 1 年近くを経過したなか、これまで大方の予想以上に低位安定を続けてきた長期金利も今後は上昇に向かう可能性が高い。そこで以下では今後金利が上昇した場合の住宅価格への影響について推計したモデルを基にシミュレーションを行っておく。期待要因を含めてもなお足下での説明力に欠けるなど、推計モデルに限界があることは述べた通りであり、今後の価格上昇率の変化がどの程度の大きさになるのかについてはミスリードしないよう注意しておく必要があるが、ファンダメンタルズ要因の変化に応じて期待要因がどのように変化し、さらにそれがどのように住宅価格に影響を与えていくのかという点についてのイメージを捉えるための参考にはなると思われる。

ここでは、所得、ストック、金利、そして期待の各変数を組み込んだモデル（モデル 5）を使用してシミュレーションを行った¹⁵。図表 15 がその結果である。

¹⁵ シミュレーションにあたっては、通常、説明変数それぞれについての将来の予測値を与える必要がある。しかし、ここで採用したモデル（モデル 5）では、金利以外の説明変数全てがラグ付き変数である。したがって金利の条件を与えることによって、自動的に現在及びある一定の将来期間までの被説明変数（住宅価格上昇率）の理論値が計算可能となる。現時点で入手可能な説明変数の過去の実績値と、説明変数に採用したラグの関係から、自動計算できるのは 2006 年末までである。なお、金融機関の貸出積極性に関する変数を組み込んだモデル（モデル 8）では、同変数について当期の値を使用しているため、将来のシミュレーションのためには恣意的に将来値を設定する必要が生じる。金利の変化に応じてどのように貸出態度が変化するかは不透明であることから、ここでは採用を避けた。

図表 15：シミュレーション結果
(金利上昇による実質住宅価格上昇率への影響)



(注) 1.シミュレーションに使用したモデルは推計式5(説明変数:所得、ストック、金利、価格上昇期待)。
2.各シミュレーションにおける金利の前提は以下の通り。
・シミュレーション1: モーゲージ金利が横ばい推移
・シミュレーション2: モーゲージ金利が各期25bp上昇
・シミュレーション3: モーゲージ金利が各期50bp上昇
(資料) みずほ総合研究所

シミュレーション結果をみると、モーゲージ金利が今後横ばいで推移した場合(シミュレーション1)、足元で前年同期比9.0%の実質住宅価格上昇率が2006年末時点では同0.5%と、ほぼゼロに近づくという結果になる。これは既に所得やストックといったファンダメンタルズから価格上昇率を押し下げる要因が働き続けていることに加えて、そうしたファンダメンタルズに見合ったレベルへの価格上昇率の低下がその後の価格上昇期待をも累積的に縮小させていくためである。また、モーゲージ金利が今後毎四半期0.25%ずつ上昇し、2004年末から2006年末までに累計2.0%ポイント(0.25%×8四半期=2.0%)上昇するケース(シミュレーション2)では、実質住宅価格上昇率は2006年末時点で前年比▲1.1%となり、足下の同9.0%からの低下幅は10.1%ポイントとなる。さらに金利が每期0.5%ずつ上昇するケース(シミュレーション3)では、同時点の実質住宅価格上昇率は前年比▲2.7%になるとの結果が得られる。

シミュレーション結果をみる限り、今後金利が上昇に向かった場合でも、実質住宅価格上昇率が近い将来に大幅なマイナスに転じるといった可能性は小さいといえるだろう。加えて、このシミュレーションでは、足下の理論値が実績値を既に大きく下回るという乖離が生じていることから、将来のシミュレーション理論値にかなりの低下バイアスがかかっている嫌いがあることも否めない¹⁶。現実的には、今後の価格上昇率の低下テンポがシミュ

¹⁶ 本シミュレーションでは理論値と実績値の乖離が将来にわたり徐々に解消されていくといったメカニズムは組み込んでおらず、初期値において実績値と理論値の間に何らかの乖離が生じている場合、その乖離は次の時点(本ケースでは2005年1~3月期)で瞬時に解消されることを前提としている。したがって、本ケースのように足元の理論値が実績値を大幅に下回っていれば、その後のパスは現実の動きに対して大きく下方バイアスを持つ可能性が生じうる。

レーションで得られるものと同じになる場合でも、価格上昇率のレベル自体はシミュレーション結果をなお大きく上回る状況が長引くことも十分に予想される¹⁷。

こうしてみると、住宅バブル崩壊を懸念する向きが金利上昇による住宅価格急落の可能性を指摘する一方で、住宅価格上昇率が鈍化することはあるとしても価格水準自体が大幅に下落する、つまりブームの反動として価格上昇率が大幅なマイナスに陥る可能性は小さいと主張する多くのエコノミストの見方は、シミュレーション結果からも一応は支持されるものであるといえるだろう¹⁸。

b. 追加シミュレーション

もっとも、一旦住宅価格が調整を始めた場合、予想以上にそれが長期化してしまうリスクがありうることに注意が必要である。例えば、人々の抱く住宅価格上昇期待の急速な縮小がユーザーコストの増大を通じてさらなる住宅需要の減退へとつながることがある。この影響は、住宅価格の期待上昇率の低下に歯止めがかかり安定化するまで続くことになる。また、当然のことながら、住宅価格下落が逆資産効果や建設活動の停滞、金融機関経営の不安定化などを通じて景気全般の悪化につながった場合にも調整が長期化する可能性がある。

ここでは、前者の影響についてみるために追加シミュレーションを行ってみる。先に行ったシミュレーションは現時点で入手可能な実績データをもとに行ったものであるため、2006 年末までしか試算値が得られなかった。そこで追加的にいくつかの前提を置いたうえで、その先 2008 年までのシミュレーションを行った。まず、2005 年 1～3 月以降の世帯あたり所得が直近実績と同じ伸びを続けるとの前提を置く。つまりここでは住宅価格下落に起因する景気悪化を通じた所得への悪影響はないものと仮定する。次に金利に関しては、2006 年末までは先のシミュレーション 2 で想定した每期 0.25% の上昇という設定をベースとし¹⁹、その後 2008 年までの金利変化について、横ばいのケース(シミュレーション 2-A)、每期 0.25% 低下するケース(シミュレーション 2-B)、每期 0.5% 低下するケース(シミュレーション 2-C)の 3 パターンの前提を置いた。

結果は図表 16 に示された通りである。金利が 2006 年末時点のレベルから横ばいにとどまるケースでは 2008 年 7～9 月期まで調整が続いた後に底入れするという結果になる。また、金利が 2007 年以降每期 0.25% 刻みで再び元の水準に向かって低下に向かうとの想定

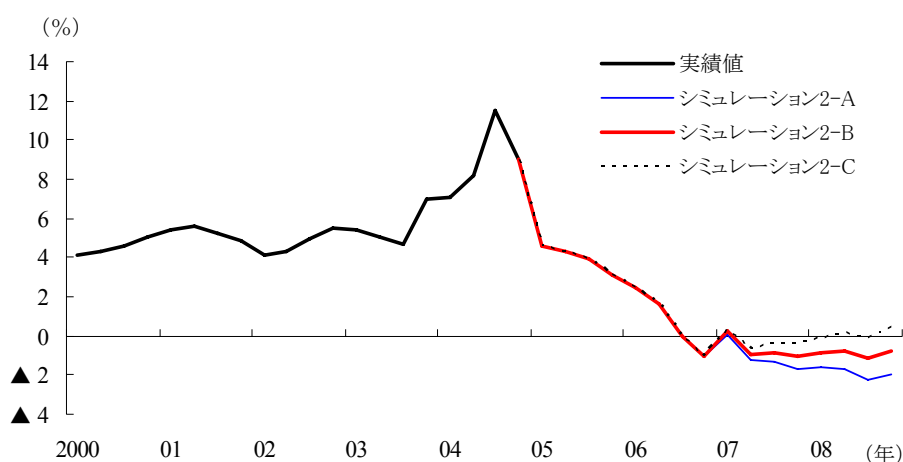
¹⁷ もっともその場合は、(モデルが反映し切れていない何らかのファンダメンタルズ要因によって乖離が生じているのでなければ)理論上正当化できない乖離が残り続けることを意味するわけであり、他の条件に変化がなければその乖離の調整が将来いずれかの時点で、より大きなショックとなって生じうるリスクを内包し続けることになる。

¹⁸ FDIC(2005)は、地域レベルにおいても、調整期における価格下落幅がブーム期における上昇幅に比べてかなりマイルドなものにとどまるケースが多いことを示している。

¹⁹ このケースをベンチマークとして選んだ理由は、先のシミュレーション(1～3)のなかでは、現時点でもっとも蓋然性の高いシナリオであると思われるためである。

の下では、実質住宅価格の下落率はほぼ 2006 年末時点の水準で安定することになる²⁰。金利横ばいのケースに比べて調整終了期間が 1 年半程度早まるのは、金利低下が住宅価格下落を押しとどめる方向に作用することもあるが、それに加えて住宅価格の下落期待がより早期に縮小安定に向かうからである。それらがあいまってユーザーコストを引き下げ、やがて住宅需要の持ち直しとともに価格が上昇に転じ始めることになるわけである。シミュレーション結果からは、仮に住宅ブームが崩壊し調整過程に入った場合にその深刻化を避けるためには、マクロ金融政策の対応等によって「現実の」価格期待形成を早期に安定化させることが重要な鍵になりうることを示唆しているといえよう。

図表 16：2008 年末までの延長シミュレーション結果



(注) 1.シミュレーションに使用したモデルは推計式5(説明変数:所得、ストック、金利、価格上昇期待)。

2.各シミュレーションにおける前提は以下の通り。

- ・2005年以降の世帯所得伸び率は2004年Q4実績と同じ
- ・2006年Q4までのモーゲージ金利は2004年Q4の水準から各期25bp上昇
- ・シミュレーション2-A:2007年以降のモーゲージ金利が2006年Q4の水準から横ばい推移
- ・シミュレーション2-B:2007年以降のモーゲージ金利が2006年Q4の水準から各期25bp低下
- ・シミュレーション2-C:2007年以降のモーゲージ金利が2006年Q4の水準から各期50bp低下

(資料) みずほ総合研究所

²⁰ 既に述べたように、本シミュレーションにおいては実質価格上昇率の水準自体に下方バイアスがかかっている可能性もあるため、同上昇率がマイナスに転じることなく下げ止まる可能性もありえる。逆に、ここでは所得上昇率が一定との想定を置いているが、現実的には調整過程では所得の伸び鈍化がより大幅な価格調整をもたらす、その後景気の回復や所得の回復とともに住宅価格上昇率が再び持ち直し始めるというパスになる可能性もあろう。

4. 住宅ブーム終焉の先をどう読むか

(1) 広範囲に広がりをもせる地域住宅ブーム

これまででは、米国全体をひとつの国として捉え、その代表的な住宅価格指数を用いた上でバブル発生の可能性について考察してきた。しかしながら、そうした指標はあくまでも個々の地域における住宅価格を集計したうえで算出されたものにすぎず、米国一国の住宅価格なるものが現実存在するわけではもちろんない。とりわけ国土の広い米国においては住宅市場の地域性が極めて強いという特徴は良く指摘されることであり、人口動態や所得動向など住宅価格を規定する各種のファンダメンタルズ自体も地域によって異なっていることが多いのである。このため、住宅バブルが存在するといっても、それは必ずしも米国のあらゆる地域においてバブルが発生しているとは限らず、限られた地域に集中して生じている可能性は十分にあるといえる。

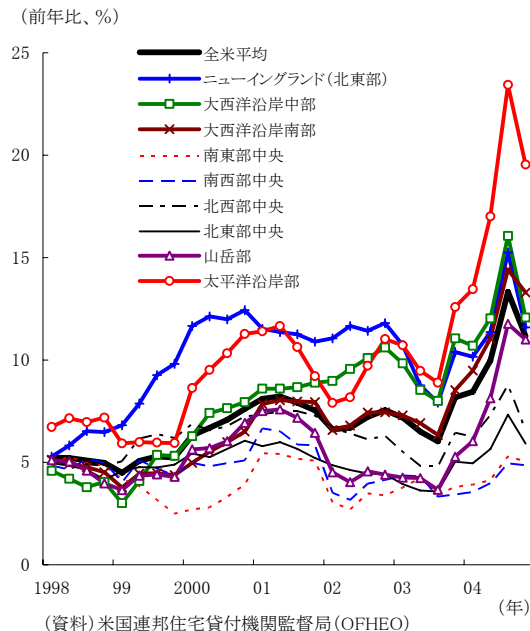
例えば本稿でも用いた OFHEO による全米住宅価格指数は、九つのセンサス地域区分における価格指数を 1990 年センサスにおける各地域の戸建住宅の戸数によってウェイト付けした加重平均値である²¹。したがって、ウェイトの大きいカリフォルニアを含む太平洋沿岸地域の住宅価格が大きく上昇すれば、それは全米平均指数を押し上げる大きな要因となる。つまり、これまでの分析の結果得られたバブルの可能性については、米国全ての地域においてバブル状況にあるということを意味するわけでは必ずしもなく、極めて強いバブルが醸成されているいくつかの地域が主導する形で、全米平均での住宅価格指数の上昇が全米平均所得など各種のファンダメンタルズからは説明できない状況になっている、ということを示しているに過ぎない可能性があるわけである。

もっとも、足下の状況は、仮にバブルが発生しているのが特定地域に限られるとしても、住宅ブーム自体はかなり広範囲の地域で確認できるようになっていることは事実である。例えば全米平均住宅価格の上昇率が所得や物価の上昇テンポを大きく上回っているとして住宅バブルに対する議論が大きく高まりを見せていた 2002 年当時においては、北東部や太平洋沿岸といった地域の価格が上昇テンポを強めていた一方で、過半の地域においてはむしろ価格上昇率が鈍化ないしは横ばいで推移していた。このため、この時期は全米バブルを懸念する意見に対しての反論としてブームの過熱が東西両岸の一部地域に限られているとの主張がなされるケースが多かった。しかしながら、2004 年 7～9 月期以降は全米九つの地域区分のうち五つの区分において二桁の上昇が続くなどブームがより広範囲の地域に広がりを見せている（図表 17）。さらに、州別にみても 2001 年以降は大部分の州で実質住宅価格が過去の平均的な伸びを上回る上昇率を示すようになっている（図表 18）。住宅価格の上昇がここまで広範囲に及んでいるのは 70 年代後半以降初めてのことであり、この点が、以下に考察する 80 年代にもみられた住宅ブームとは大きく異なる今回の住宅ブーム

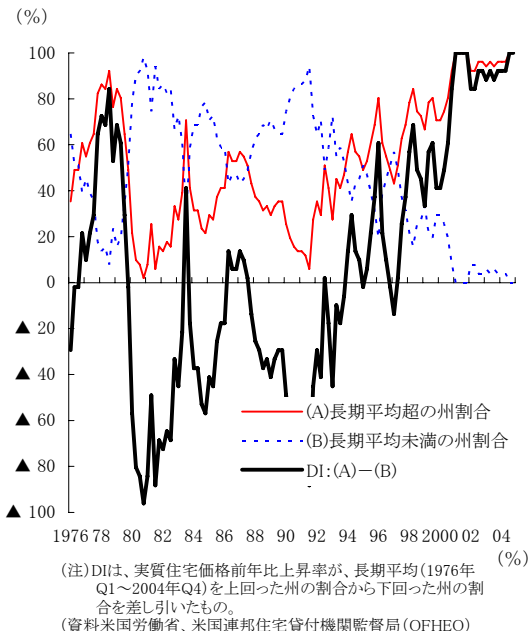
²¹ さらにセンサス地域区分の価格指数は、各地域区分に属する州の住宅価格指数に基づき作成される。

の特徴であるといえる²²。

図表 17：センサス区別住宅価格上昇率推移
(名目前年比)



図表 18：実質価格上昇率の州別 D.I.



(2) 1980年代の地域住宅ブームとその崩壊が示唆するもの

a. 1980年代の住宅ブームとその調整パターン

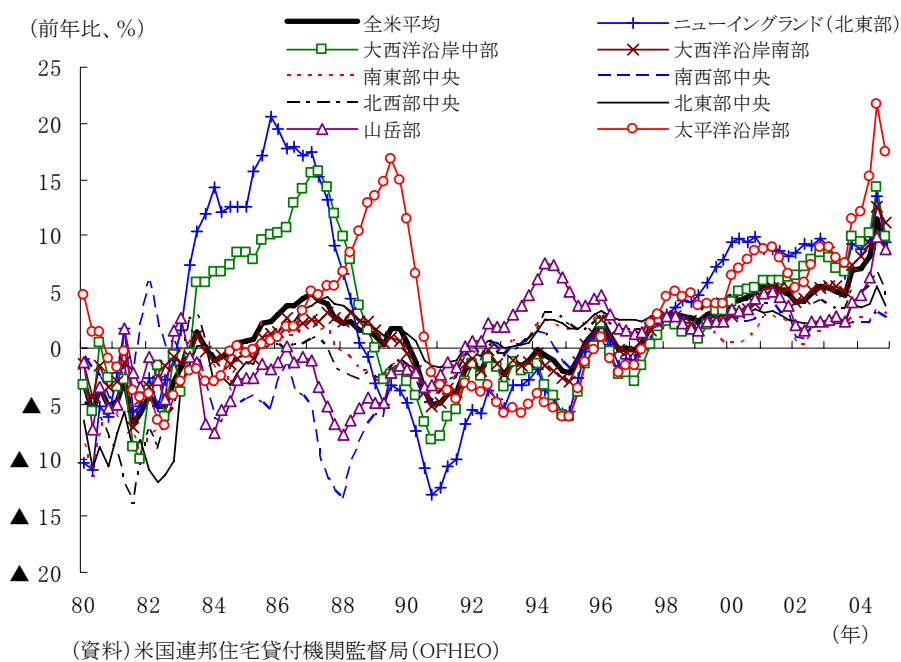
以上のように、足下では多くの地域において住宅ブームが同時に生じているわけであるが、なかでもとりわけ足下の価格急上昇が目立つのはやはり東西両岸の地域である。2001年半ばをピークに 2003 年半ばにかけて緩やかながら鈍化基調を示しつつあった米国全体としての住宅価格上昇率が 2003 年後半以降急速かつ大幅に高まっているのは、これらの地域におけるブームが足下で加速をみせていることが大きいといえる。一方で、80年代においてはこれら地域におけるブームが時期的に大きくズレを伴っていた(図表 19)。こうした現在と 80 年代の違いが、先のモデル推計によって期待要因を含めてもなお足下の動きを十分に捉えることができず、一方で 80 年代の住宅ブーム期においては全国パブリス的な要素が検出されなかった原因ではないかと思われる。

既にバブル醸成のメカニズムについて触れた際に指摘したように、ブームが最も顕著な

²² Morris and Wang (2004)は、2004 年 1～3 月期時点において全米平均では適正価格を 10～20% 上回っており、また州別では全米人口のほぼ 5 割を占める 20 州の住宅価格が適正価格を上回るオーバーバリュウになっていると指摘している。

東西両岸地域は元来開発規制の存在や都市部における人口密集等の理由から供給制約要因を通じた価格上昇圧力がかかりやすい地域であるだけに、ブームの発生が期待要因の介在を許し易く、そのため需要の減退が生じた際には逆に価格が大きく下落しやすい地域でもある。そして両地域の同時的な価格急上昇が足下の全米レベルでの価格上昇率を急速に高めることにつながっていることは、裏返せばこれら地域が同時調整過程に入った場合には、米国平均として捉えた場合の価格調整も大きくなる可能性がありうることを示唆しているといえる。そこで以下では、80年代における両地域のブームとその後の調整パターンを振り返り、今後これら地域における同時的な調整が発生する可能性について検討する。さらに、80年代当時との相違点を考慮することによって、同時調整が発生した場合それが長期かつ深刻なものとなる可能性が大きいのかどうかについても検討を加えていく。

図表 19：80年代における米国の住宅ブームと現在
(地域別実質住宅価格上昇率)



図表 20 は、1980 年代半ばから 90 年代前半にかけて住宅ブームとその調整を経験した東西両岸の主要州についてそのタイミングのズレがどのようなものであったかを確認したものである。図表は個人所得増加率と住宅価格上昇率のボトム及びピークの時期を示したもので、住宅価格上昇率は黒色、個人所得増加率はグレーで表示しており、+ 記号はピーク、- 記号はボトムをつけた年を示している。なお、ワシントン DC (1983 年) とロードアイランド (1982 年) の縦縞模様は、住宅価格上昇率と個人所得増加率が同じ年にボトムをつけたことを示している²³。

²³ ここで示した住宅価格上昇率および個人所得増加率はともに名目値をベースとしたものである。

図表 20：東西両岸主要州の住宅ブームとその後の調整パターン

	カリフォルニア	コネチカット	ワシントンDC	メイン	マサチューセッツ	ニューハンプシャー	ニュージャージー	ニューヨーク	ロードアイランド
1981						－		－	
1982	－	－		－	－		－		
1983	－	－		－	－	－	－	－	
1984	＋	＋	＋	＋	＋	＋	＋	＋	＋
1985					＋				
1986						＋		＋	
1987		＋		＋			＋		＋
1988			＋						
1989	＋								
1990						－			
1991	－	－	－	－	－		－	－	－
1992									
1993									
1994	－	－	－	－	－	－	－	－	－
1995									

(注) 1.住宅価格上昇率(黒)、世帯当り所得増加率(グレー)について、－記号はボトム、＋記号はピークをつけたことを示す。

2.ワシントンDCとロードアイランド州は1980年代初頭における住宅価格上昇率と世帯当り所得増加率が同じ年(DCは1983年、ロードアイランドは1982年)に底入れ(ボトムアウト)した。

(資料) 米国商務省、米国連邦貸付機関監督局(OFHEO)

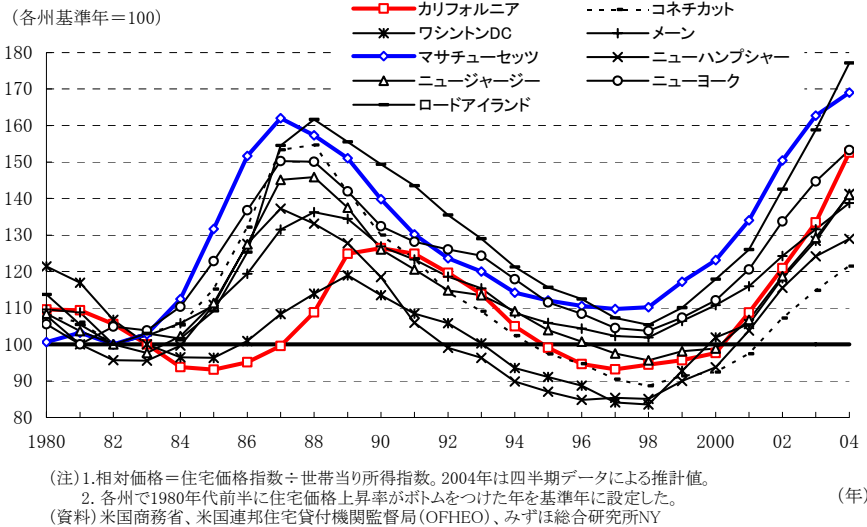
図表から確認できるように、80年代の住宅ブーム期において、東海岸の諸州については始期終期の時期的なばらつきはあるものの概ね4年から5年程度の持続期間をみせたといえる。また、図表に示したのは価格変化率の動きであるが、住宅価格の「水準」に着目した場合は価格変化率でみるよりも時期的なばらつきは縮小し、東海岸の多くの州では1989年に価格水準が集中してピークをつけ、その後急速に下落に向かった²⁴。

一方、西海岸のカリフォルニアにおいては住宅ブームの発生時期や終焉の時期が東海岸の諸州に比べ遅れると同時に、ブームの持続期間もまたそれら地域に比べ長いものとなった。カリフォルニアにおける住宅ブームが東海岸州におけるブームに比べ息の長いものになった理由としては、ひとつにはブームの発生時期が所得というファンダメンタルズの改善を受けた後に始まっており、その意味で、住宅ブームが所得増加率の底入れを待たずしていち早く始まった東海岸州に比べ住宅ブームに内在する脆弱さの強まりが小さかった(少なくとも北東部州の一部でブームが終わりを迎えた時点においては)ということがある²⁵。実際、世帯所得に対する住宅の相対価格の動きをみると、当時カリフォルニアでは東海岸に比べ相対価格の高まりが顕著になるまでにかかなりのラグがあった(図表21)。加えて、北東部州の価格が急激な上昇をみせるなかで、ジャパンマネーを初めとする海外からの不動産投資が、同地域から相対的な割安感が窺われた西海岸の不動産へとシフトし流入を続けたという事情も影響していた可能性があるだろう。

²⁴ また実質住宅価格水準でみると概ね1987年から1989年の3年間にピーク時期が訪れている。

²⁵ カリフォルニアの住宅価格上昇率が前年比1.2%でボトムを付けた1983年時点では、ニューハンプシャーでは同14.5%、マサチューセッツでは同11.2%と2桁の上昇をみせていた。またカリフォルニアの住宅価格は83年の底入れ後も86年まで一桁の伸びにとどまっていた。

図表 21：東西両岸州の住宅相対価格（対所得）の推移

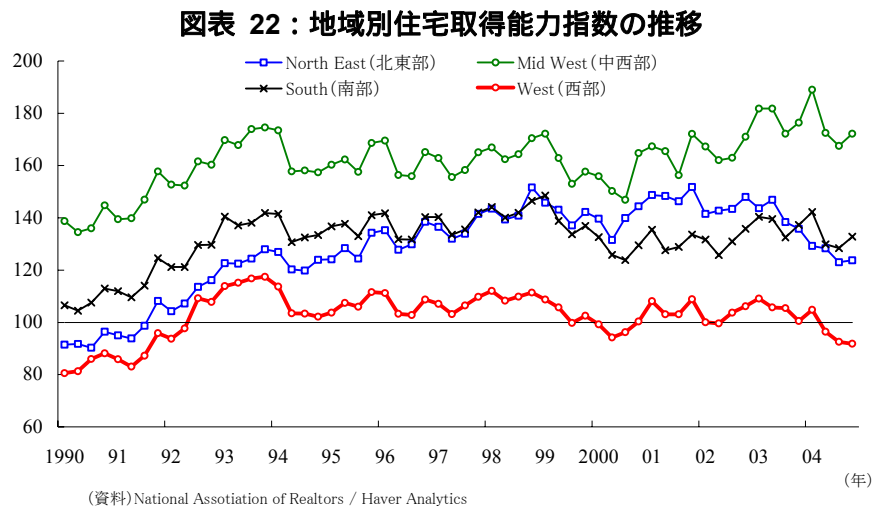


次に、80年代の住宅ブーム終焉後の調整には東西両岸地域ともかなりの長期間を要することになった。90年代初頭の景気後退期（1990年8月～91年3月）が終了し91年以降所得が回復に向かい始めたなかでも調整は続き、底入れ（1994年）までになお3年もの期間を要した。他方、こうした住宅価格調整の長期化の裏返しとして、90年代においては80年代とは逆に、所得の回復が住宅価格の回復にかなり先行していた。このため、94年以降の住宅価格の回復も基本的にはファンダメンタルズの改善を受けてのものであったといえる。実際、90年代前半においては住宅の相対価格（対世帯当りの所得）は一貫して低下を続け、97～98年の時点ではほぼ全ての州で80年代の住宅ブーム開始直前の時期と同程度の水準にまで下がっており、ワシントンDC、ニューハンプシャー、コネチカット、ニュージャージーといった州では、80年代のブーム直前時期の水準を下回るまでに至っていた（前掲図表21）。80年代において、東海岸の住宅ブームが所得回復に先んじて発生したことがその後の同地域の調整の長期化の遠因になったとするならば、90年代は住宅ブームを支える最も重要なファンダメンタルズといえる所得の回復を受けたものであり、その意味で80年代に比べブームの息の長さが担保されていたといえることができるだろう。

以上のような点から推察できることとして、以下のような点が挙げられよう。すなわち、ブームが早期に過熱した州ほどその終焉もまた早い時期に訪れ、東海岸の州では概ねその持続期間が4～5年程度という類似したサイクルを持っていたという80年代の経験を踏まえると、今回は住宅ブームが発生し始めた時期が東西両岸州ともにほぼ同時期であるために、今後いずれかの時点で仮にブームの終焉が訪れるとすれば、それもまた同時期に集中する可能性があるということである。

また、今回の住宅ブームが長期化しているのは、80年代のブーム期と異なり、住宅に先んじたファンダメンタルズ（所得）改善という要因に裏打ちされていたからである。しかしながら、足元では既に東西両岸の大多数の州で所得に対する住宅価格水準が80年代のピ

ーク時と同じかそれを上回る水準に差し掛かっている（**前掲図表 21**）。その結果これら東西両岸地域における住宅取得能力水準は、低金利を映じて長期的にみればなお高水準にあるとはいえるものの低下傾向を続けており、この点からも同時調整の開始の可能性が懸念されるといえる²⁶（**図表 22**）。



b. 東海岸の住宅ブームとその崩壊

もっとも、こうしたパターンの比較だけでは必ずしも同時的な調整が生じるというには十分ではなかろう。というのもそうした調整がどのような要因によって始まるのかがパターンの比較だけでは明らかでないためだ。そこで、以下では東西両岸におけるブーム崩壊をもたらした要因を振り返ってみたい。

前述したように、80年代の住宅ブーム期に北東部を初めとする東海岸地域では所得の伸びに先んじた住宅価格の底入れがみられた。しかしながら一方で、こうした住宅価格の底入れ時期の早さとその後のブームの加速は何らの経済的な根拠もなく生じたわけではなかったことも事実である。むしろ、これら地域における住宅ブームをもたらしたそもそもの主因が、当時これら地域における経済状況が米国の他地域に比べて抜きん出たものであったことにある点は留意しておく必要がある。

例えばマサチューセッツを初めとする北東部ニューイングランド地域は、当時ミニコンピューターの開発拠点としてハイテク企業の集積が進んでおり、これらの産業が70年代後半のハイテクブームの勃興や第一期レーガン政権下での国防支出の増大の恩恵を受けて目覚ましい隆盛をみせ地域経済を牽引した。ニューイングランド地域の一人当たり所得増加率は、1982年から88年にかけて当時の全米平均（15%）の倍近い28%に達し、88年時点

²⁶ Center for Real Estate and Urban Economics, University of California, Berkley(1992)は、カリフォルニアの住宅ブーム終焉の引き金となった最大の要因は、住宅価格高騰に伴う住宅取得能力の低下を受けた住宅需要の減退であったと指摘している。

での同所得水準は全米平均を 21% も上回っていた²⁷。こうしたなかで雇用に対する需給の逼迫も激しく、マサチューセッツ州などでは法定就業可能年齢の引き下げまで実施されたほどであった²⁸。こうした住宅需要を取り巻くファンダメンタルズの強さが、同地域のブームをもたらした発端であったといえるのである。

しかしながら、ファンダメンタルズの強さが住宅需要の増大をもたらすなかで、やがては住宅価格上昇に対する期待の強まりが住宅バブルの醸成を許してしまうことになった²⁹。それが**前掲図表 21** でも示した通り世帯当り所得に対する住宅の相対価格の急速な上昇につながったのである。

ではこうした東海岸地域の住宅ブームないしは住宅バブルが 80 年代半ばから後半にかけて終焉に至ったきっかけは何だったのだろうか。

この点についての先行研究は数多いが、それらは概ね以下のような点にまとめられよう。すなわち、前述したような同地域の経済的なブームをもたらす一因となってきたミニコンピュータブームや国防関連のハイテク製品需要に翳りが生じたことである。また、コンピュータ需要の中心がミニコンピュータから PC (パーソナルコンピュータ) などへとシフトしていくなか、同地域のハイテク産業の競争力が徐々に低下し始めた。

図表 23 は、マサチューセッツにおける州内総生産 (Gross State Product) 全体に占める産業別のウェイトが当時どのように変化していたかをみたものである。但し、ここではウェイトをそのまま示すのではなく、米国全体でみた産業別のウェイトに対する相対的な変化を示している。すなわち、マサチューセッツ州におけるある産業のウェイトから米国平均での同産業のウェイトを差し引いた上でその推移をみたものである。これによって、全米平均と比較してどの産業への依存度が高いのかという点が確認できることに加え、米国全体で共通してみられる産業構造の変化によって生じるウェイト変化の影響を取り除くことができるからである。

これをみると、70 年代後半から 80 年代初頭にかけて相対的なシェアを大きく伸ばしてきた耐久財製造業が 83 年以降急速にそのシェアを低下させ始めたことが分かる。さらに 87 年以降は電子機器製造業の相対シェアも急速に低下基調に転じている。この背景には、第一期レーガン政権下で増大した軍事支出が第二期同政権下において財政赤字削減のため縮小されたことの影響も大きい (**図表 24**)。そして、こうしたセクターでの相対シェア低下の一方でシェアを高めたのが不動産や建設といったセクターであった。つまり、それまで地域経済を牽引してきたセクターを取り巻く環境が悪化するなかで、牽引役が建設・不動産などブームに乗じて拡大してきたセクターへとシフトしてしまったといえる。こうし

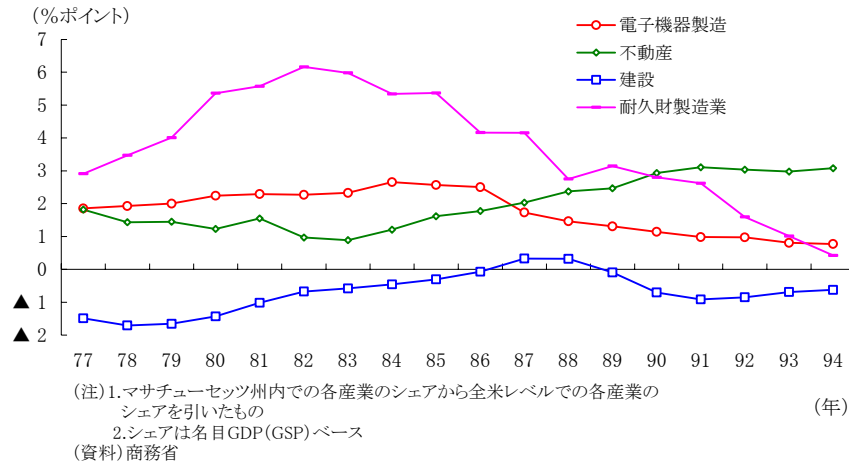
²⁷ Seitchik (1992)

²⁸ Seitchik (1992)

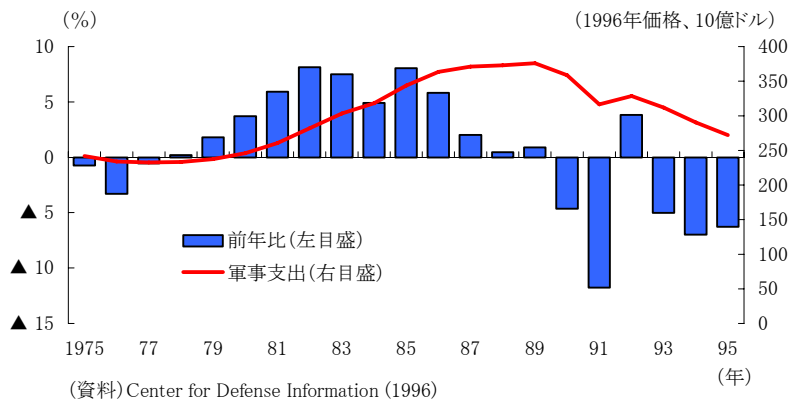
²⁹ Case and Shiller (1988) は、東西両岸地域の住宅価格水準がピークに達しつつあった 1988 年 5 月にこれら地域で住宅を購入した約 2,000 世帯を対象にサーベイ調査を実施した。その結果著者等は、「住宅価格は今後数年上昇し続ける」といった回答の多さをはじめとして、価格上昇期待の高まりによるバブル発生の可能性が示唆されることを確認している。

た歪みの拡大が住宅ブームそのものの終焉を引き起こすことにつながったのである^{30,31}。

**図表 23：マサチューセッツ州の産業別 GSP シェア推移
(全米との比較における相対シェア推移)**



図表 24：連邦軍事支出の推移



c. 西海岸の住宅ブームとその崩壊

一方、西海岸のカリフォルニアにおける 80 年代の住宅ブームについては、東海岸でみられたような経済ブームに起因したものだったとの指摘は少ない。むしろこの地域は移民増加などデモグラフィックな側面からの実需が根強く存在するなかで、徐々にブームが醸成されたという方が適切であろう。

しかしながら、先に述べたような理由で東海岸地域に比べ息の長いブームを示したカリ

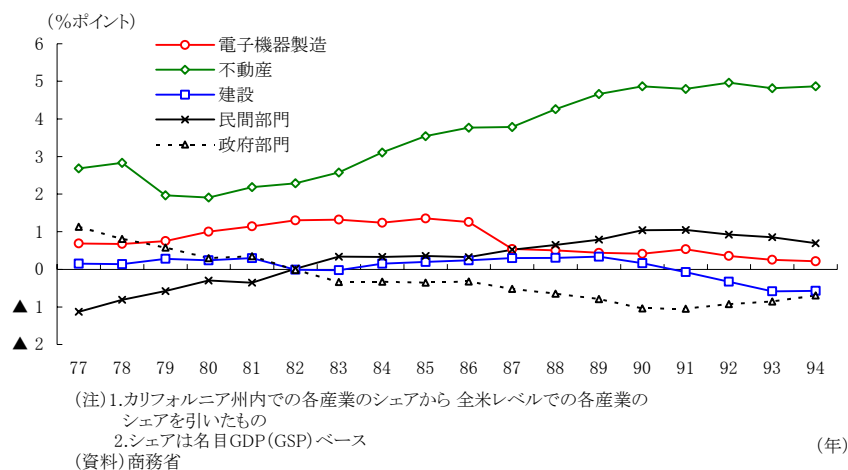
³⁰ Moscovitch (1990)は、マサチューセッツの不動産価格高騰や労働需給逼迫に伴う人件費コストの増大が、電子機器製造業のみならず多くの基礎的製造業セクターにおける競争力低下を招き、それが企業にとっての同州に対する立地上的魅力を低下させ、最終的に住宅ブーム崩壊につながったと指摘している。

³¹ また、1986 年の税制改正において住宅ローンの利子所得控除が縮小されたことも、税制面からの住宅取得インセンティブ低下をもたらし、持家から貸家への需要シフトを招いたとの指摘もみられる。さらに、87 年 10 月の株価急落（ブラックマンデー）も金融セクター依存を高めていた北東部の住宅ブーム崩壊を加速させることにつながったと指摘する向きもある。

フォルニアでも、東海岸のブーム終焉をもたらした一因である軍事支出削減の影響は小さくなかった。カリフォルニアにおける GSP の産業別相対シェアの推移をみると、やはり 87 年以降電子機器製造業の相対シェアが低下すると同時に、政府部門の相対シェアも急速に低下基調を強めている（図表 25）。

軍需産業の停滞は、同地域内でもとりわけ価格上昇が顕著でかつ軍需産業が集積していたロサンゼルスなど南カリフォルニア地域の経済に深刻な打撃を与えた。さらにそうしたなかで S&L など貯蓄機関の破綻も相次ぎ、90 年の同州の住宅ブーム崩壊後は米国全体に金融不況的な様相が広がりを見せることになったのである。

図表 25：カリフォルニア州の産業別 GSP シェア推移
（全米との比較における相対シェア推移）



d. 両地域の経験から得られるインプリケーション

以上のように、そもそも 80 年代のブーム終焉は、両地域の経済的なファンダメンタルズに変調をきたすような需要の変化や政策的な外部ショックによってもたらされたという点は重要なポイントであると思われる。北東部や西海岸では、ミニコンピューターブームの終了や軍事支出削減といった要因が、両地域におけるハイテク製造業に対する需要減退をもたらし、それが住宅ブームを支えてきた実需の縮小を通じてブーム崩壊の契機となるとともに、調整深刻化に拍車をかけることにつながったとみられるのである。

翻って現在の状況を見ると、こうした特定産業の変調によって両地域の経済にダメージが生じつつあるわけではない。おそらく、2000 年のハイテクバブル崩壊時において現在と同程度の住宅ブームが生じていたならば、その時点で深刻な同時調整が始まっていた可能性は大きいだろう。しかしながら、幸いにして当時は住宅ブームが漸く目に留まり始めた程度であり、期待主導のバブルが醸成されていたわけではなかったのである。

したがって、今後同時調整が発生するとすれば、これら地域に共通するファンダメンタルズの変調が生じた場合ということになる可能性が高いだろう。もっとも、これら地域の

経済規模の大きさや多様性は総じて共通しており、例えばテキサスのように石油産業という特定業種への依存度が極めて高い地域ではない。そして、規模の大きさや多様性を備えた両地域の経済は、概して全米レベルでの景気変動との連動性が強いことが先行研究でも示されている³²。こう考えると、今後両地域で住宅ブームの調整が生じるとすれば、金利上昇の持続や何らかの外部ショックなどによって全米レベルの景気が減速に転じることがきっかけになるのではないかと考えられる。

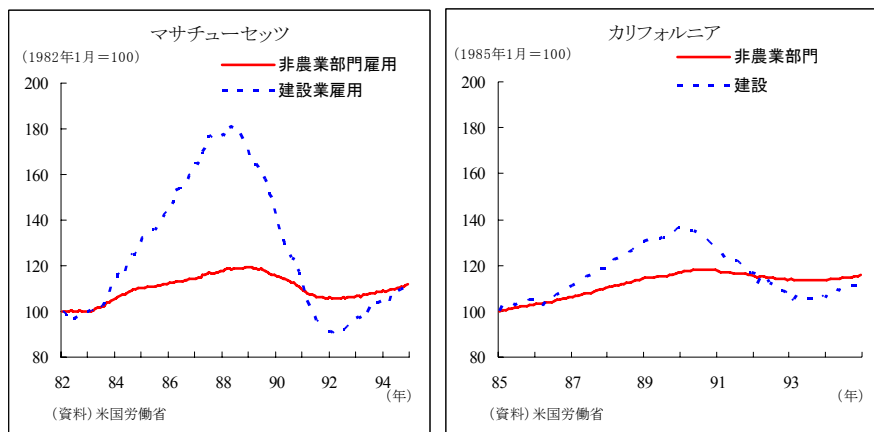
(3) 調整深刻化は回避できるか

a. 懸念される建設業雇用への依存度の高まり

では、仮に両地域で同時調整が始まるとした場合、その深刻化、長期化は避けられないのであろうか。住宅の相対価格水準の高まりをみる限り、80年代のブーム終了後の調整のような深刻なものとなるリスクは否定できないように思われる。加えて、現在住宅ブームを謳歌している州で建設業の雇用が全体の雇用を牽引する役割をみせていることも懸念されるところである。これもまた80年代のブーム期にもみられたことと同じ現象である³³。

図表 26 は、80年代の住宅ブーム期におけるマサチューセッツ州とカリフォルニア州の非農業部門雇用者と建設業雇用者の推移をみたものである。これをみると、とりわけマサチューセッツで顕著だが、両州とも当時は住宅ブームのなかで建設業雇用が全体の雇用増加テンポをはるかに上回っていたことが分かる。そして住宅ブームの終焉とともに建設業雇用者が激減し、それがやがて全体の雇用減へと波及していった。

図表 26：マサチューセッツとカリフォルニアの雇用
(1980年代ブームとその調整期)



次に図表 27 と図表 28 は、両州における非農業部門雇用者と建設業雇用者の動きを 80 年

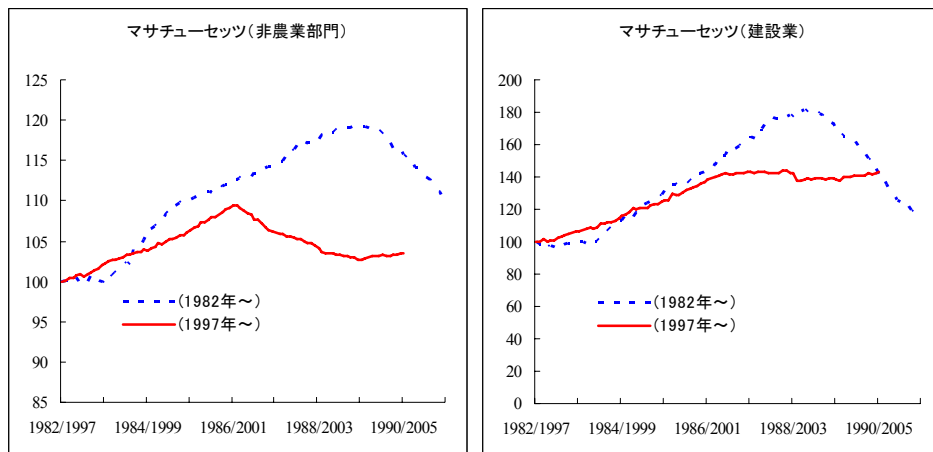
³² Sherwood-Call (1988)

³³ Browne(1992)は、北東部ニューイングランド地方における 1988 年以降の調整が深刻化した理由を分析し、ブーム期において、他のセクターに比して建設業への依存が高まりすぎたためと結論付けている。

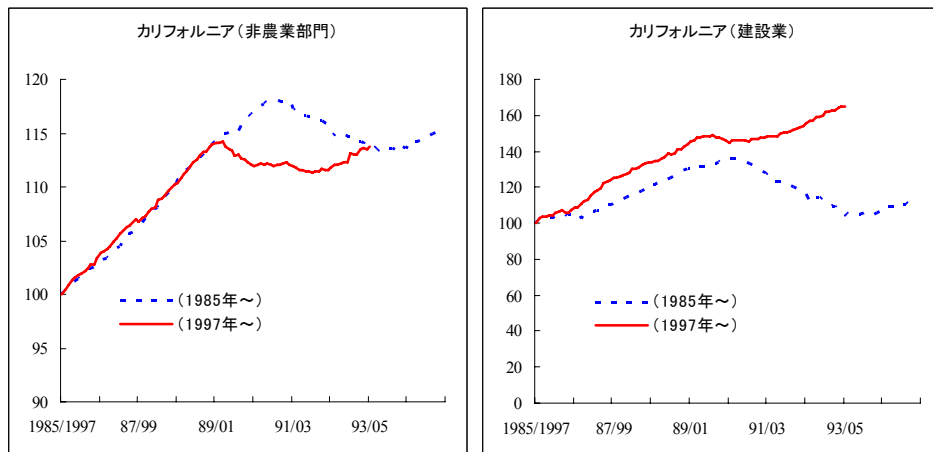
代のブーム期と現在とで比較したものである。ここでは先にみた住宅の相対価格（対所得）が底入れし高まり始めた時期をそれぞれの時期の住宅ブーム発生時と捉えて起点とし、その後の動きを示している。これをみると、マサチューセッツの建設業雇用は 80 年代のブーム期ほどには高まっていないものの、同州の非農業部門雇用者の低迷を踏まえるとやはり建設業雇用への依存度が高まっていることがうかがえる。さらにカリフォルニアにおいては非農業部門雇用者数が 80 年代当時ほどの回復をみせていないにもかかわらず、建設業雇用は当時に大きく上回るペースで増加している。

こうした諸点を踏まえると、これら地域における住宅ブームは 80 年代当時に似た状況にあり、仮にそれが同時に終焉を迎えた場合、建設ブームの反動が 80 年代当時と同様に、あるいはそれ以上のインパクトを伴って地域経済の停滞をもたらすとともに、需要減退による住宅価格への下押し圧力も大きなものになる可能性が否定できないと思われる。

**図表 27：マサチューセッツの雇用
（1980 年代ブーム期と現在の比較）**



**図表 28：カリフォルニアの雇用
（1980 年代ブーム期と現在）**

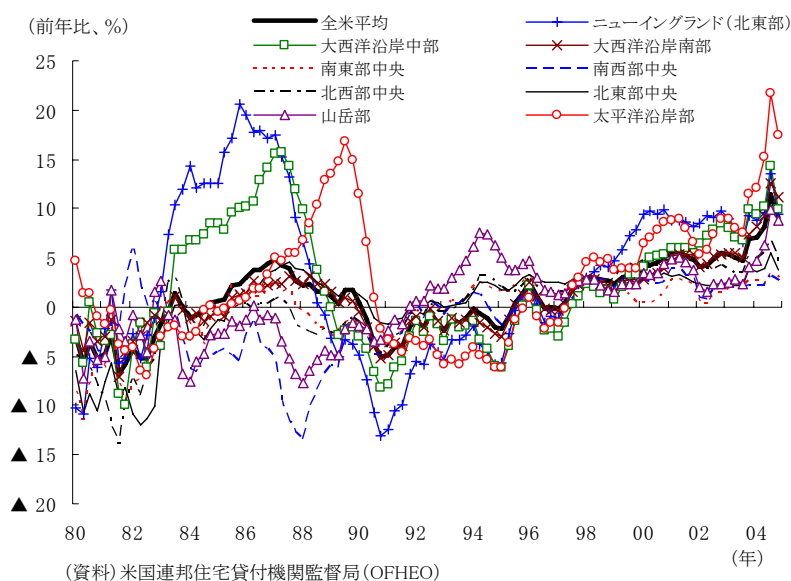


b. 調整深刻化回避の可能性はあるか

もっとも、調整深刻化が回避される可能性がないわけではない。第一に、先のモデルシミュレーション結果で示されたように、例え同時調整が生じた場合でもマクロベースでの実質住宅価格の下落がそれほど大きなものとはならない可能性がある。

第二に、モデルでは少なくとも 2003 年前半まではファンダメンタルズ要因でほぼ説明できたのであり、期待主導でのバブルが広く発生したとすればそれ以降のことである可能性が高い。実際、改めて図表 19 をみると、東西兩岸地域の実質住宅価格上昇率は 2003 年半ば以前に限れば過去のピークほど高まっていたわけではない。全米レベルでの価格上昇率が 2001 年当時に既に過去のピークに迫っていたのも、むしろ価格変動の小さい諸地域が総じてその水準を徐々に切り上げてきたためである。こう考えると、東西兩岸地域についてもバブル発生後長期を経ているわけではない可能性があり、調整が生じた場合でも比較的短期間で終了する可能性もありえるといえる。

図表 19 (再掲) : 80 年代における米国の住宅ブームと現在
(地域別実質住宅価格上昇率)

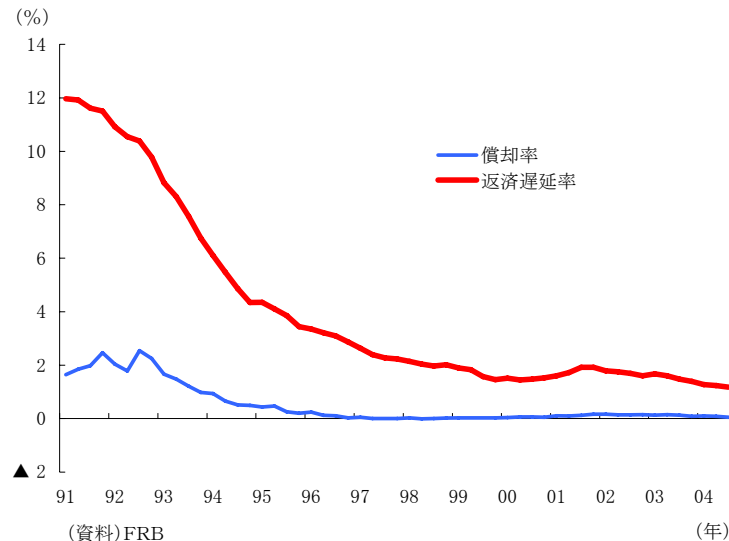


第三に、カリフォルニア等での雇用の建設業依存度の高まりに対する懸念は残るが、そのうちの何がしかが人口増等によるファンダメンタルズに支えられた住宅需要の長期的な高まりを反映したものであるならば、単純に 80 年代当時と比較することは適切でないかもしれない。

第四に、金融セクターが不良債権問題に苦しんでいた 80 年代末期から 90 年代初頭にかけての状況と現在とでは、その健全度が大きく異なることも指摘できる (図表 29)。IMF(2003)が指摘するように、住宅バブル崩壊によるインパクトが株価バブル崩壊よりも深刻なものとなりやすい理由のひとつとしては、住宅バブル崩壊のケースは金融システム

への影響が株価バブル崩壊のケースに比べて大きいことがある。現在の米国金融機関の競争力や健全性が 80 年代当時と比べはるかに良好な状態にあるということは、こうした金融システムの動揺を通じた調整の深刻化が避けられる可能性があることを示唆するといえるだろう³⁴。

図表 29：商業用不動産の焦げ付き比率



c. 同時ブームであることのメリット

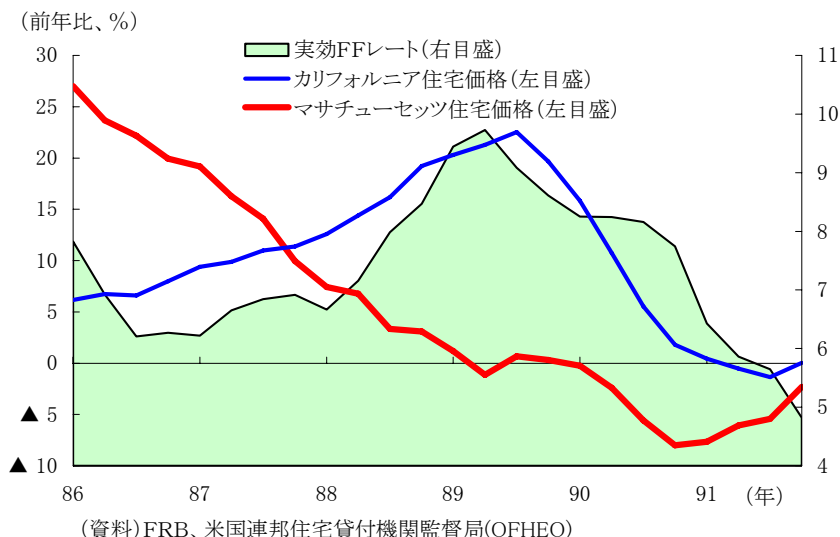
さらに、現在のブームが広範囲の地域で同時に生じているという事実からは、必ずしもブーム同時終了とともに調整が深刻なものになりうるというマイナス面のインプリケーションだけが得られるわけではない。この点は強調しておくべきであろう。というのも、仮に住宅価格の調整が広範囲に及ぶ現象として確認された場合は、それが特定地域現象にとどまっている場合に比べマクロ政策発動に対するハードルがはるかに低くなるというメリットも一方にあるからである。

振り返ると、オイルブームの終焉でテキサスが不動産不況に陥った 1980 年代中盤や、北東部の住宅ブームが崩壊し市場環境が急速に悪化していた 1980 年代終盤において、FRB は金融緩和を行うどころか、いずれも連続的な利上げを実施し続けた。例えばマサチューセッツなど北東部州の住宅価格上昇率が急速な低下をみせていた最中に、FF 金利は 1988 年 2 月の 6.5% から 1989 年 5 月の 9.81% へと、わずか 1 年半足らずの間に 3.31% も引き上げられているのである（図表 30）。こうした金融政策面からの逆風がマサチューセッツの住宅不況・建設不況をより一層深刻なものとしたという点は当時の同地域の状況に關す

³⁴ もっとも、ファニーメイやフレディマックといった政府支援の住宅金融機関（GSE）に対する信用が住宅バブル崩壊を契機に揺らぐ事態になれば、90 年代の S&L 問題以上に調整が深刻化するリスクがあることは注意しておく必要がある。

る先行研究でも指摘されているところである³⁵。

図表 30：東西のブーム・バストとFF金利



当時、マサチューセッツやニューハンプシャーなど北東部州の住宅ブームの調整の始まりをカリフォルニアの住宅ブームの高まりが覆い隠す形で全米レベルでの住宅価格が表面上安定的な推移を示し、一方でコアインフレ率が上昇基調をたどっていたなかで、特定地域レベルでの住宅不況に対応するために FRB が緩和的なマクロ金融政策を発動する余地は全くなかったのである。最終的に FRB が金融緩和へと方針転換したのは、住宅ブームの終焉が北東部から西海岸へと広がりを見せ始めた 1989 年以降のことだった。

つまり、現在の住宅ブームが 80 年代に比べより広範囲の地域に広がりを見せているということは、今後生じうる調整が同時多発型になりうるというリスクを示唆する一方で、そうした兆候が確認された場合の迅速なマクロ金融政策発動の余地を高めるということをも意味するのである。

幸いにして FRB は 2004 年 6 月以降着々と利上げを進め、今後同時多発的な住宅市場の調整が始まった場合には、再び積極的に対応できる余地を取り戻しつつある。先のシミュレーション結果の考察の際にも指摘したように、仮に調整深刻化が懸念される場合には、金融政策の対応による期待形成への働きかけによって住宅価格の調整長期化を防ぐことは可能である。当然のことながら金融政策対応がとられるとするならば、それは調整が広範囲にわたる地域経済へのマイナス圧力となり、米国全体に悪影響を及ぼすと懸念される場合に限られよう。経済規模、人口、雇用、あらゆる面で大きなシェアを占める東西両岸地域の同時調整の発生はまさにそうした条件に合致することになるはずであり、迅速な政策対応が調整の早期終了にとっての力強い援軍になる可能性も十分に考えられるといえるのである。

³⁵ Seitchik(1992)

5. おわりに

以上、米国の住宅ブームに関する考察を行ってきたが、最後に本稿における分析から得られた結果とそのインプリケーションをまとめておきたい。

まず、バブル懸念が指摘されて久しい米国の住宅価格だが、確かに足下ではバブル的な要素が強まりつつある可能性は高いとみて間違いのないと思われる。一方で、少なくとも 2002 年から 2003 年前半において海外メディアや一部のエコノミストを中心に大きく盛り上がったバブル懸念については、グリーンSPAN議長をはじめそれを否定してきた多くのエコノミストたちの見方に軍配が上げられるとの結果が得られた。

また、仮に足下のバブルが弾けた場合には、実質価格が全米レベルにおいても一定期間マイナスの伸びにとどまる可能性があることが示された。

最後に、今回の住宅ブームは東西両岸の諸州で同時多発的に生じているという点で、80 年代の住宅ブームとはその様相を異にしている。80 年代における地域的な住宅ブームとその後の調整パターンから推察されるのは、今回はブームの終焉もまた同時一斉的なものになるリスクがあるということである。仮にそうなった場合は、80 年代後半から漸次確認された地域ブームの崩壊とは異なり、マクロ経済への影響も大きなものになる可能性は否定できない。

しかしながら一方で、シミュレーション結果から全米レベルでの価格下落のマグニチュードは総じてマイルドなものにとどまる可能性があることと示唆されることや、バブル発生からまださほど時間を経過していないとみられること、バブル状況にある東西両岸における経済ファンダメンタルズに大きな影響を与える産業上、政策上のショックが当時のような形で訪れる可能性が必ずしも高いわけではないこと、加えて金融セクターの健全度合いが 80 年代と比べ高いことなど、調整の深刻化が回避できると期待できる要因もある。

さらに、同時ブームから同時調整への局面転換は、地域レベルでの現象がタイミングのばらつきを伴いつつ進展する場合に比べれば間違いなくその兆候を確認することは容易であろう。したがって、そうした一斉調整の兆候が確認された場合にはマクロ金融政策発動に対するハードルも地域調整のケースに比べ格段に低くなるとみられる。

株価下落の場合よりも実体経済に与える影響が大きいとされる住宅価格下落がマクロ現象として生じた場合には、ハイテクバブル崩壊による株価急落後の景気の減速に対応して積極的な緩和政策を発動した FRB が再び積極的な緩和姿勢にて対応するであろうことは想像に難くない。デフレ対応型の緩和政策からの転換を見事なまでに進めつつある FRB は本年中にも 4%程度とみられる FF 金利の景気中立水準への回帰を達成するであろう。そうなれば、住宅バブル崩壊リスクへの備えも整うことになる。無論、最も望ましいのは足下の期待主導のバブルの醸成が徐々に自己修正を始めることであろう。そうしたソフトランディングに向けての動きができる限り早期にかつスムーズに進むことが期待される。

[参考文献]

- Abraham, Jesse M., and Patrick H. Hendershott, “Bubbles in Metropolitan Housing Markets” NBER Working Paper No.4774, June 1994
- Angell, Cynthia, and Norman Williams, “U.S. Home Prices: Does Bust Always Follow Boom?”, FDIC, February 2005
- Apgar, Jr., William C., and George S. Masnick, “Some Simple Facts About the Demand for New Residential Construction in the 1990s” *Journal of Real Estate Research*, Volume 6 Number 3, Fall 1991
- Browne, Lynn E., “Why New England Went the Way of Texas Rather Than California” Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, Jan/Feb 1992
- “National and Regional Housing Patterns” Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, Jul/Aug 2000
- Case, Karl E., “The Market for Single-Family Homes in the Boston Area” Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, May/June 1986
- “The Real Estate Cycle and the Economy: Consequences of the Massachusetts Boom of 1984-87” Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, Sep/Oct 1991
- Case, Karl E., and Robert J. Shiller, “The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets” Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, Nov/Dec 1988
- “A Decade of Boom and Bust in the Prices of Single-Family Homes: Boston and Los Angeles: 1983 to 1993” Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, March 1994
- “Is There A Bubble in the Housing Market?” *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2:2003
- Dolmas, Sheila, Wynne, Mark A., and Jahyeong Koo, “Rolling Recessions”, Federal Reserve Bank of Dallas, *Southwest Economy*, Sep/Oct 1997
- Drew, Rachel Bogardus, “New Americans, New Homeowners: The Role and Relevance of Foreign-Born First-Time Homebuyers in the U.S. Housing Market”, Joint Center for Housing Studies, Harvard University, August 2002
- IMF, “When Bubbles Burst” *IMF World Economic Outlook*, April 2004
- “Are U.S. Home Prices Overvalued?” *Selected Issues*, IMF Country Report No.03/245, Aug 2003
- Joint Center for Housing Studies of Harvard University, “The State of the Nation’s

Housing 2003”

- Krainer, John, “House Price Dynamics and the Business Cycle”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Letter*, 2002-13, May 2002
- “House Price Bubbles”, *FRBSF Economic Letter*, 2003-06, March 2003
- Krainer, John, and Chishen Wei, “ House Prices and Fundamental Value”, *FRBSF Economic Letter*, 2004-27, October 2004
- Kroll A. Cynthia, Landis, D. John, Corley, Mary, and Sean Stryker, “California Real Estate Markets in 1992”, Center for Real Estate and Urban Economics, University of California, Berkley, *Quarterly Report*, April 1992
- Leamer, Edward E., “Bubble Trouble? Your Home Has a P/E Ratio Too”, UCLA Anderson Forecast, June 2002
- Malpezzi, Stephan, “Housing Prices, Externalities, and Regulation in U.S. Metropolitan Areas”, *Journal of Housing Research*, Volume 7 Issue2, 1996
- Mankiw, N. Gregory, and David N. Weil, “The Baby Boom, Baby Bust, and the Housing Market”, NBER Working Paper No.2794, December 1988
- McCarthy, Jonathan and Richard W. Peach, “Are Home Price Next Bubble?” Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, Volume10 Number3, December 2004
- Meese, Richard, and Nancy Wallace, “Determinants of Residential Housing Prices in the Bay Area 1970-1988: Effects of Fundamental Economic Factors or Speculative Bubbles?”, Research Paper presented at San Francisco Fall Academic Conference 1990, November 1990
- Morris, Ian, and Ryan Wang, “The US Housing Bubble”, *HSBC US Economics Special Report*, June 2004
- Moscovitch, Edward, “The Downturn in the New England Economy: What’s Lies Behind It?” Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, Jul/Aug 1990
- Personick, Valerie, and Ralph Monaco, “A Housing Bubble: Is There One? What Happens If There Is?”, Unpublished Paper, US Department of Treasury, June 2004
- Pozdena, Randall Johnston, “Are Housing Prices Too High?”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Weekly Letter*, January 1989
- Seitchik, Adam D., “The New England Roller Coaster: Lessons for the United States in the 1990s”, National Association for Business Economists, *Business Economics*, April 1992
- Sherwood-Call, Carolyn, “Exploring the Relationships between National and Regional

Economic Fluctuations”, Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review*, Summer 1988 Number 3

—— “Real Estate Problems in the West?”, *FRBSF Weekly Letter*, July 1990