

アメリカの住宅市場と 金融政策の動向

住宅金融支援機構 調査部 海外調査担当部長（併任）
経営企画部 国際対応担当部長

こばやし まさひろ
小林 正宏

1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金（OECD）マニラ事務所駐在員、国際協力銀行（JBIC）副参事役、ファニーメイ特別研修派遣、住宅金融支援機構調査部主席研究員等を経て、2014年4月より現職^{*1}。著書に『通貨の品格 円高・円安を超えて』（中央公論新社、2012年）、『通貨で読み解く世界経済 ドル、ユーロ、人民元、そして円』（中央公論新社、2010年、共著）等がある。



[要 旨]

1. アメリカの住宅市場は回復しつつあるが、そのペースはなおも緩慢であり、イエレンFRB議長も「失望している」と連邦議会で証言している。
2. 2009年春以降の住宅着工の回復を牽引してきたのは共同建てであり、主力の一戸建てはなおも弱い動きが続いている。
3. 住宅着工の回復を阻害している要因として、①銀行の融資審査の厳格化、②建設労働者の不足、③昨年半ばからの金利の上昇、等が考えられる。このうち、①銀行の融資審査の厳格化は特に若年層の一次取得者の住宅取得を阻害している。
4. アメリカの長期金利は昨年半ばにFRBによる量的緩和第3弾（QE3）の減速（テーパリング）が開始されるのではないかと市場の観測の広がりとともに上昇したが、実際にテーパリングが実施されて以降はむしろ低下傾向にある。
5. 今後の注目材料としては、FRBがいつ政策金利を引き上げるかであるが、イエレン議長は早期の利上げには慎重な姿勢を崩していない。6月の失業率が6.1%まで低下したものの、失業率の指標としての信頼度が低下している中、アメリカの金融政策は「建設的な曖昧さ」に回帰する可能性もある。

① はじめに

アメリカの住宅着工戸数は2009年4月のボトムから徐々に回復し、2013年後半以降は季節調整済み年率換算値で100万戸前後の水準で推移してきた【図表1】。

しかし、FRB（連邦準備制度理事会）のイエレン議長は、2014年5月7日の上下両院合同予算委員会での議会証言で「年初来の住宅市場の統計には失望している^{*2}」と発言した。この「失望」という表現は、7月15日の上院銀行委員会における半年に一度の議会報告でも繰り返された^{*3}。そして、7月17日に発表された6月の着工統

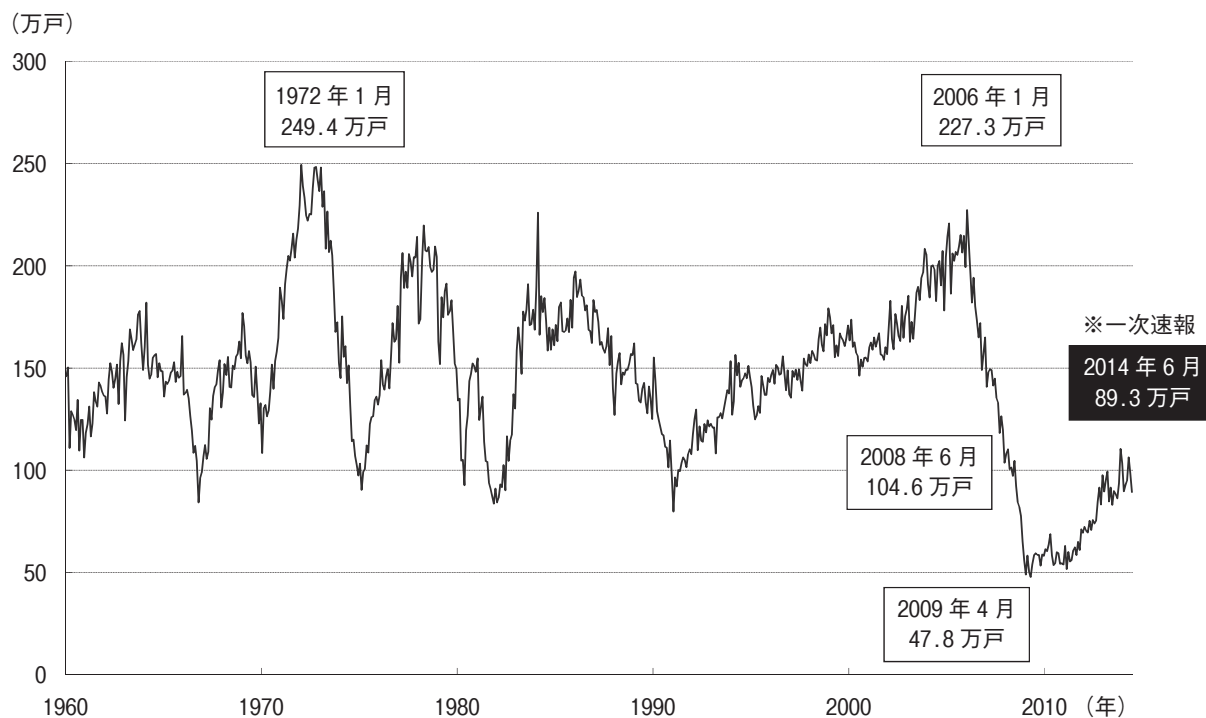
*1 2011年4月より中央大学経済研究所客員研究員。2014年4月より早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師。2012年2月より、アジア太平洋住宅金融連合（APUHF）Advisory Board Member。2012年度日本不動産学会賞（論説賞）受賞。

*2 原文は「One cautionary note, though, is that readings on housing activity—a sector that has been recovering since 2011—have remained disappointing so far this year and will bear watching.」。着工戸数のボトムは2009年4月だが、明確に反転トレンドに乗ったのは2011年からと見ている模様。

*3 “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress” Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D. C. July 15, 2014 でも、「The housing sector, however, has shown little recent progress. While this sector has recovered notably from its earlier trough, housing activity leveled off in the wake of last year’s increase in mortgage rates, and readings this year have, overall, continued to be disappointing.」とされている。

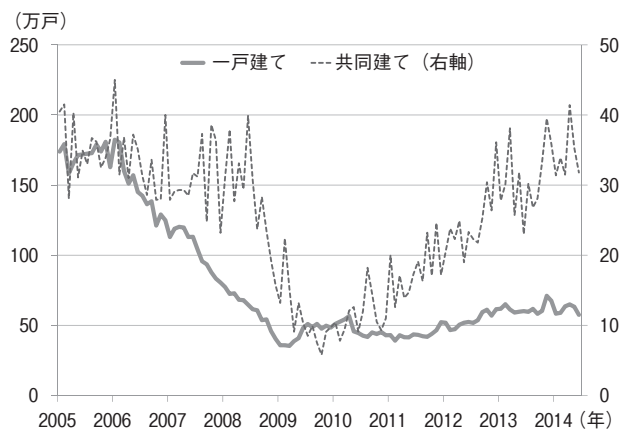


図表1 米住宅着工戸数（季節調整済み年率換算値）



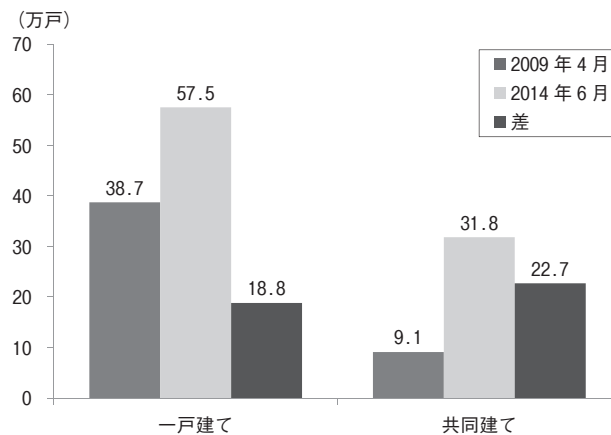
(資料) 米商務省より

図表2 建て方別着工



(資料) 米商務省より

図表3 2009年4月対比



(資料) 米商務省より

計では、年率89.3万户（一次速報）まで低下した。

2013年後半は債務上限問題で連邦政府が10月に閉鎖して事務処理が遅れた影響でイレギュラーな動きが出たが、2014年前半も、1月と2月に猛烈な寒波が来襲した影響で建設活動に支障が生じた。そのような特殊要因を考慮しても、「失望」と表現される脆弱な回復と見られている。

住宅着工の回復はここまで共同建てが主導しており、

主力とされる一戸建ての回復はなお緩慢なままとなっている【図表2、3】。では何故一戸建て住宅と比較して共同建て住宅の回復が早いのであろうか。

② 遅れている一戸建て住宅の回復

アメリカの住宅着工統計には、建て方別（一戸建てと

共同建て)の区分はあるが、利用関係別(持家、貸家)の区分はない。ただし、竣工物件の利用関係別内訳はあり、共同建て住宅の8割程度は賃貸住宅となっている(残り2割程度はコンドミニアム^{※4})。

【図表2】は、左軸に一戸建ての住宅着工戸数(季節調整済み年率換算値)、右軸に共同建ての住宅着工戸数(同)を取ったものであるが、目盛は右軸が左軸の5分の1としている。スケールは違うが、一戸建て住宅の着工戸数は2006年頃から2009年にかけてほぼ一貫して減少を続け、その後も極めて緩やかな回復にとどまっている。一方、共同建て住宅の着工戸数は2008年半ばから急激に減少した後、2009年半ばから回復基調に入り、足下ではバブル崩壊前の水準をほぼ回復している。

アメリカの住宅着工統計は1959年から開始されているが、統計開始以降の瞬間風速での最小値は2009年4月の47.8万戸となっている。その2009年4月から5年強が経過したが、2009年4月と比較して、2014年6月の着工戸数は一戸建ては18.8万戸増えたにとどまるのに対し、共同建ては22.7万戸増えており、着工の増加に対する寄与度は共同建ての方が大きいという結果となっている。

一戸建てはほぼ全て持家として着工されていると考えられることから、この建て方別の違いは、持家と貸家の着工の違いと見て概ね差し支えないと考えられる。そこでその要因について、以下考察する。

まず、需要サイドとしては、サブプライム問題以降、

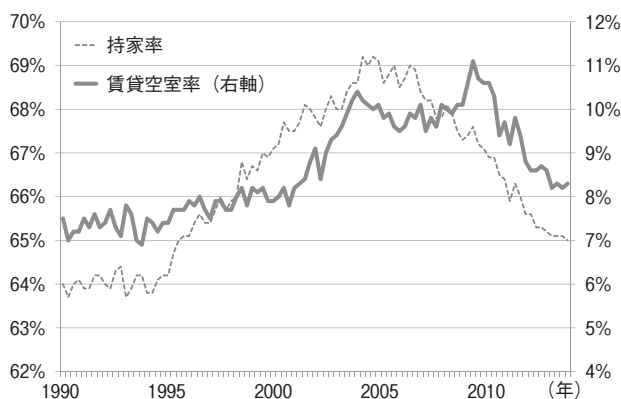
差し押さえ(Foreclosure)により持家を失い、賃貸住宅に転居せざるを得なかった世帯が相当数存在した。共同建て住宅の多くは賃貸住宅であり、初期の段階の共同建ての着工増加は、そのような世帯向けの需要に対応した動きであったと考えられる【図表4】。次に、供給サイドとしては、賃貸住宅への需要増加見込みが強まるに従い、賃貸住宅の空家率が低下し、賃料が上昇を続けたことから、投資先として賃貸住宅の魅力が高まったと考えた大口の投資家による投機的な動きが共同建て住宅の着工を後押ししたと考えられる。

ただし、賃料の上昇は諸刃の件でもある。今のところは賃料が上昇を続ける中でも賃貸住宅の空家率は低下しているが、足下の住宅価格と金利を基に住宅を購入した場合の割賦金を計算すると、既に賃料を下回っている【図表5】。賃貸住宅の相対的な魅力が薄れていることを意味し、購入資金の住宅ローンの与信環境が回復してくれば、賃貸から持家への回帰が起こる可能性もあり、賃貸市場は過剰在庫を抱える可能性もある。

主に個人の持家として建設される一戸建て住宅の場合、借入人個人の融資審査もさることながら、建設する事業者も中小企業が多く、住宅バブル崩壊後の与信環境は厳しいと言われる。これに対し、大規模な賃貸住宅の場合、特に大都市部においては、比較的規模の大きな事業者が建設することが多く、こちらに対する与信環境は中小企業と比較すれば改善していると言われる。

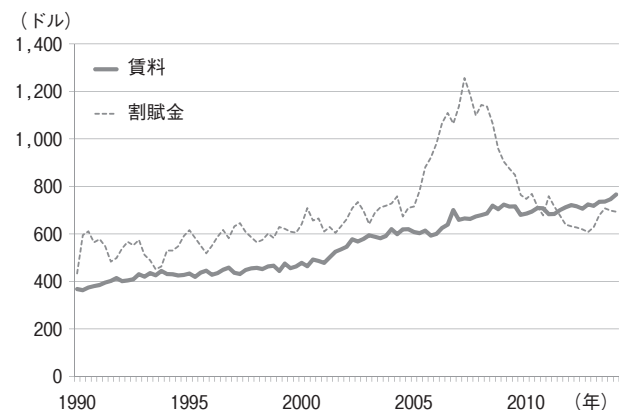
なお、一頃、差し押さえられた一戸建て住宅(REO^{※5})

図表4 持家率と賃貸空室率



(資料) 米商務省より

図表5 賃料と割賦金



(資料) 米商務省より

※4 日本で言う分譲マンション。

※5 Real Estate Owned の略。



を賃貸に転用する動き（REO to Rent）もあったが、住宅価格の回復に伴い、賃貸に回すよりも市場で売却する動きが顕在化し、そのような市場が縮小したことも、賃貸向けの共同建て住宅の着工を下支えしている可能性があるが、住宅価格の上昇も一時期の勢いを失いつつあることから、再び REO to Rent との競合が強まる可能性もある。

③ 与信審査の厳格化

とはいえ、購入資金の住宅ローンの与信環境は厳しい。ファニーメイ^{※6}が民間金融機関から購入した住宅ローン債権の FICO スコア^{※7}は、2007 年頃までは 700 点前後と、全米平均並みの水準であったが、公的管理下に置かれた 2008 年以降、750 点前後に跳ね上がっている【図表 6】。日本人にはピンと来ないが、アメリカ人にとって 750 点という FICO スコアは「Pristine（曇りのない、ピカピカの）」信用履歴、とされる。

ニューヨーク連邦準備銀行の 2014 年 2 月の調査^{※8}でも、FICO スコアが 680 点以下の階層においては、住宅ローン以外も含めたローンを申し込んだ者のうち過半数

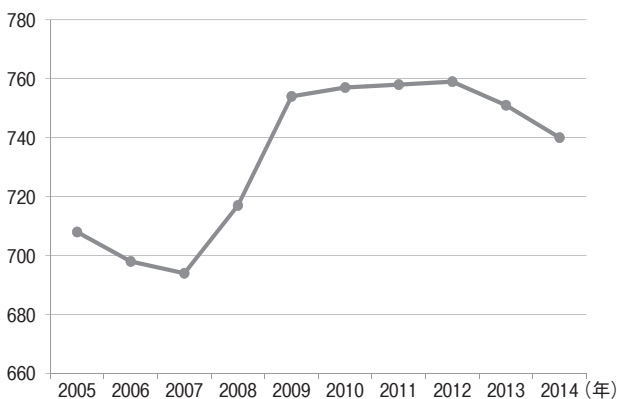
が審査を通らず謝絶されたとされる【図表 7】。

そのような与信態度が厳しい理由の一つに、ファニーメイ、フレディマック^{※9}からの住宅ローン買戻し請求があった^{※10}。ファニーメイ、フレディマックは、民間金融機関から買い取った住宅ローンに契約上の瑕疵があった場合、表明保証（Representation and Warranty）違反として民間金融機関に買戻しを請求するが、両社が公的管理下に置かれた 2008 年 9 月以降、両社の管財人（Conservator）である連邦住宅金融庁（FHFA^{※11}）は納税者負担の軽減の観点から、そのような買戻し請求を大規模に実施した。

その結果、民間金融機関は萎縮し、極めて保守的な融資審査を行うようになり、本来であれば住宅ローンを借りることができたであろう申込人が謝絶される事例が頻発しているとされる。そこで、2014 年 1 月に FHFA 長官に就任したメル・ワット氏は、就任後初となる 2014 年 5 月 13 日の会見で、買戻し請求について一定の制限をかけると発表した。

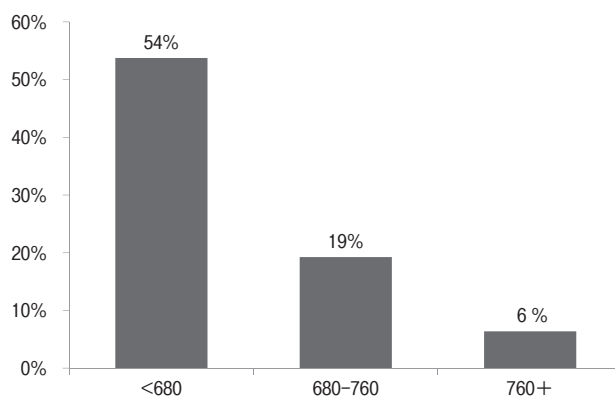
オバマ大統領は 2013 年 8 月の演説でファニーメイとフレディマックを廃止すると発表し、連邦議会でも両社の廃止法案が提出され、オバマ大統領が支持している上院の法案（S.1217）は、2014 年 5 月 15 日に上院銀行委

図表 6 ファニーメイの平均 FICO スコア



（資料）ファニーメイ決算資料より

図表 7 FICO スコア別融資謝絶率



（資料）ニューヨーク連銀より

※6 Federal National Mortgage Association（連邦抵当金庫）。

※7 Fair Isaac 社が開発したクレジットスコア。300～850 点の分布で、620 点以下がサブプライムに分類される。

※8 Federal Reserve Bank of New York “Survey of Consumer Expectations”

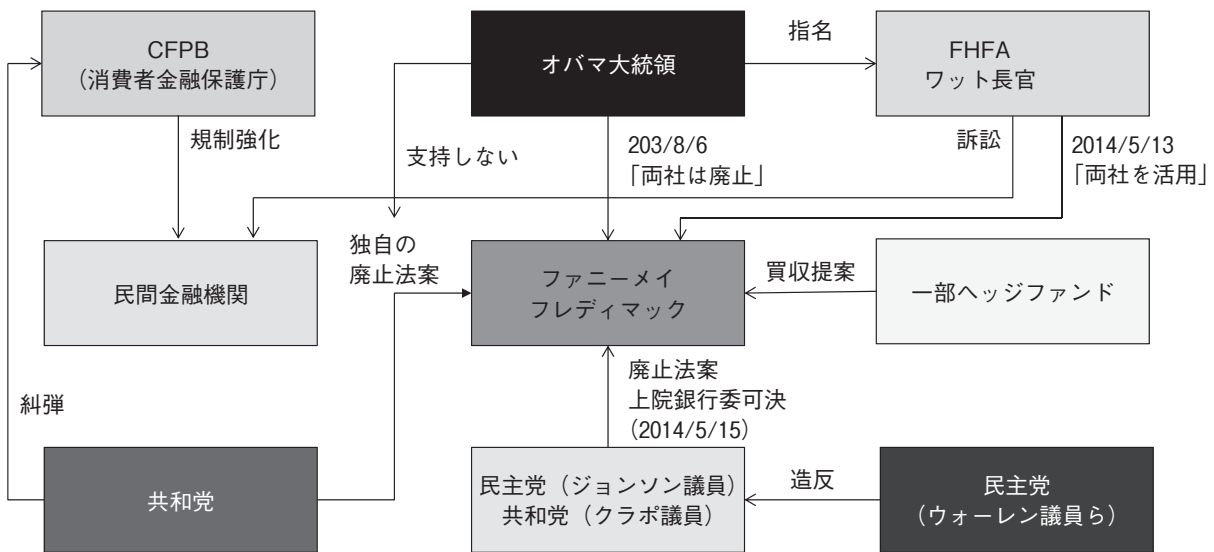
※9 Federal Home Loan Mortgage Corporation（連邦住宅抵当貸付公社）。

※10 より一般的には、サブプライム問題を踏まえて消費者保護の観点からドッド・フランク法により ability to repay（返済能力）の審査強化等が導入された影響も指摘される。

※11 Federal Housing Finance Agency.

※12 正確には、上院銀行・住宅及び都市問題委員会（U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs）だが、一般的には本文の表示で報道されることが多い。

図表8 ファニーメイとフレディマックを取り巻く環境



図表9 PLS 訴訟に係る和解金額

和解相手	和解金額 (億ドル)
Bank of America Corp./Merrill Lynch & Co./Countrywide Financial Corporation	58.300
J.P. Morgan Chase & Co.	40.000
Deutsche Bank AG	19.250
Morgan Stanley	12.500
UBS Americas, Inc. (Union Bank of Switzerland)	8.850
Credit Suisse Holdings (USA) Inc.	8.850
Ally Financial, Inc.	4.750
Barclays Bank PLC	2.800
CitiGroup Inc.	2.500
SG Americas (Societe Generale)	1.220
First Horizon National Corp.	1.100
RBS Securities, Inc.?(in Ally action)	0.995
General Electric Company	0.063
合計	161.178

(資料) FHFA より

員会^{※12}で可決した。しかし、委員会採決の2日前の演説でオバマ大統領が指名したワット長官が住宅市場を支えるために当面は両社を活用すると発言し、民主党の議員の中からも両社を廃止することに反対の立場を鮮明にする声上がり、委員会採決では可決はしたものの、多数の反対票が投じられた^{※13}ことから、本会議への付議は困難になったとの見方が広がっている【図表8】。

なお、ファニーメイ、フレディマックは民間金融機関

から住宅ローン債権を買い取るのみならず、投資銀行等が組成して販売した民間 MBS (Private Label Securities : PLS) についても投資家として購入していた。それらの PLS についても同様に FHFA が民間金融機関に損害賠償請求を提起しており、これまでに 161 億ドルという巨額の和解金が両社に支払われている【図表9】。それらの和解金は両社の利益を嵩上げし、最終的には米財務省への配当として国庫納付されている^{※14}。

※13 委員会採決では賛成 13 票、反対 9 票となった。反対票の中には、マサチューセッツ州選出のエリザベス・ウォーレン議員らの有力議員も含まれており、11 月に中間選挙も控える中で、議論が収斂されていない法案を本会議に付議することには政治的にメリットがないという空気が広がっているとの分析もある。

※14 両社が米財務省に支払った配当額は公的資金注入額を超えており、両社の株式を購入した民間投資家からは民営化して再上場すべきとの提案も出されているが、当局は否定的である。



④ 若年層への影響

与信審査の厳格化が最も深刻に影響しているのが若年層の一次取得者である。アメリカでは、バブル崩壊後に持家率が趨勢的に低下してきているが、若年層の持家率の低下は全体と比較してもかなり厳しい【図表10】。

アメリカでも大学卒業後に良い就職先を見つけられないことが問題視されつつあるが、日本と違うのは、アメリカでは大学に通うのに奨学金を受け取るか、学生ローンを借りるのが一般的と言われる点である。逆に言えば、学生ローンの借入がある若年層は大学（ないし大学院）に通い、多くの場合は卒業した高学歴者であり、収入の高い職業に就ける可能性が高いと考えられてきた。そのため、学生ローンを抱えている若年層ほど、いい収入があり、早く住宅ローンも借りられるとされてきたことから、住宅ローンの借入がある比率も高かった【図表11】。

しかし、リーマン・ショック以降、若年層の住宅ローン負債保有比率は急速に低下する中、特に学生ローンがある者の住宅ローン負債保有比率が学生ローンのない者と逆転する現象が起こった。学生ローンも返済義務があるので、それを返済できなければ信用履歴は悪化し、住宅ローンの審査も通らなくなる。もとより、学生ローンの負債があること自体、信用力としてはマイナスに作用するが、相対的に高い収入があったという事実がそのようなネガティブな要素をかつては上回っていた。その収入が確保できなくなったことで、学生ローンが単なる重

荷と化してしまったのである。

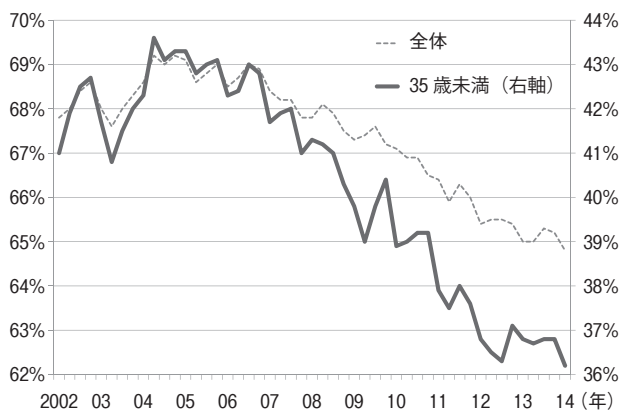
アメリカでは、学歴と収入の間に明確な相関がある【図表12】。学生ローンを抱えることで住宅を持ち難くなったからといって、教育に対する投資が阻害されるとは考え難いが、教育こそがアメリカの国力の源泉と考える向きは多く、就業機会が減ることで教育への投資が阻害されるとすれば、アメリカの潜在成長力にも影響を及ぼすおそれがある。

⑤ 持家志向は変化したのか

これまで見てきたように、足下の住宅着工は賃貸住宅の建設が中心となっているが、アメリカでも持家取得に対する情熱が薄れたわけではなく、「持ちたくても持てない」結果として、消極的に賃貸居住が増えているのが実態となっている【図表13】。2000年代半ばと比較すれば住宅価格は下がり、住宅ローン金利も下がっており、住宅ローンの Affordability (廉価性) は高まっているが、Accessible でない（そもそも使えない）、という状況が持家取得を阻害している。

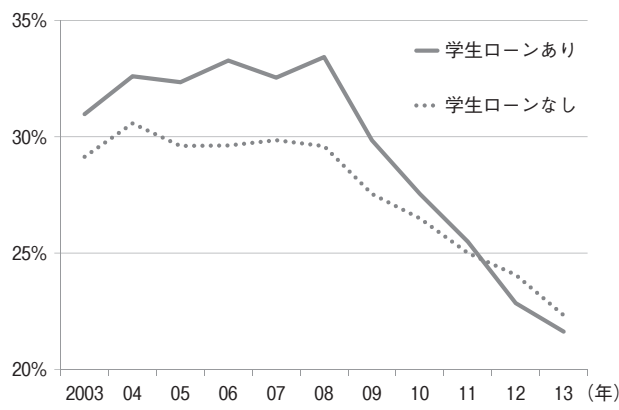
住宅バブルの崩壊とともに住宅は有利な投資先であるという神話も崩壊したと思うかもしれないが、高齢者ほどではないにせよ、若年層も住宅価格は今後も上昇すると考えている【図表14】。持家取得は依然アメリカン・ドリームの象徴であるとオバマ大統領も2013年に演説^{※15}しているとおおり、ファニーメイの調査でも若年(39歳以下)賃貸住宅入居者の9割近くは将来、持家に住み

図表10 持家率：全体と若年層



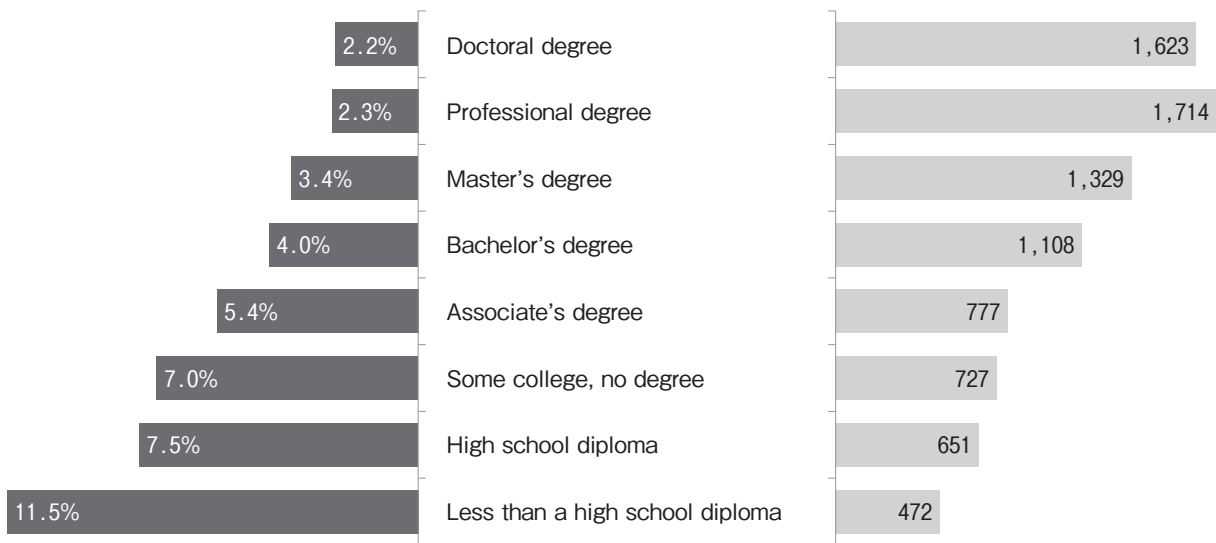
(資料) 米商務省より

図表11 学生ローン有無別住宅融資保有率



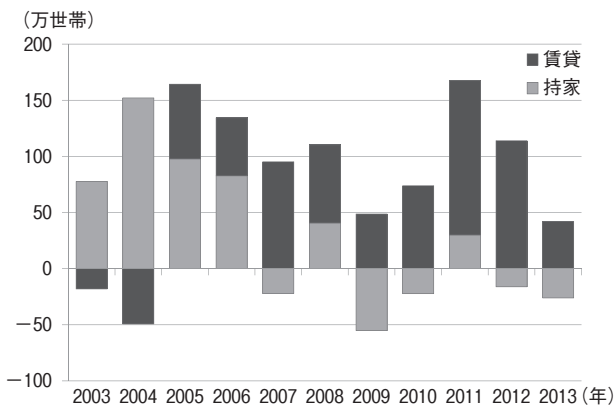
(資料) ニューヨーク連銀より

図表 12 学歴別失業率と週次収入（ドル）中央値（いずれも 2013 年）



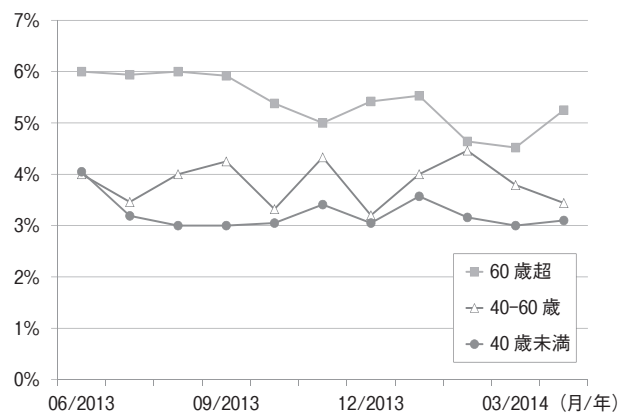
(資料) 米労働省より

図表 13 世帯形成数



(資料) 米労働省より

図表 14 1年後の住宅価格上昇率予測



(資料) ファニーメイより

たいと考えているという結果となっている【図表 15】。日本では住まい方の多様化として賃貸住宅を積極的に選択する世帯も増えているが、アメリカでは必ずしもそのような動きが大きな流れにはなっていない^{※16}。

⑥ 建設労働者の不足

アメリカの住宅着工の回復の遅れの要因として、2014年4月のFOMCの議事要旨では、熟練建設労働者の不

足も指摘している。2014年6月6日に発表された同年5月の雇用統計では、非農業部門の雇用者数が2008年1月のピークの水準を超えた。株価や鉱工業生産指数、GDP等の主要経済指標がリーマン・ショック前の水準を上回って史上最高を更新し続ける中、労働市場と住宅市場の回復が遅れていたが、雇用の方は先に戻った形である。

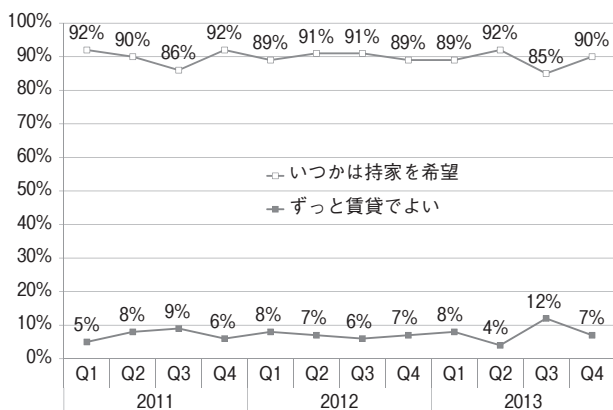
ただし、建設業に限って見れば、ボトムから50万人程度増加しているものの、2008年初比ではなおも150万人程度低い水準にとどまっている【図表 16】。建設労

※ 15 The White House "Remarks by the President on Responsible Homeownership" August 6, 2013

※ 16 6月のFOMCの議事要旨では、高齢化と生活スタイルの嗜好の変化 (aging population and evolving lifestyle preference) も影響しているのではないかとの意見もあった。



図表 15 若年賃貸居住者に対するアンケート結果

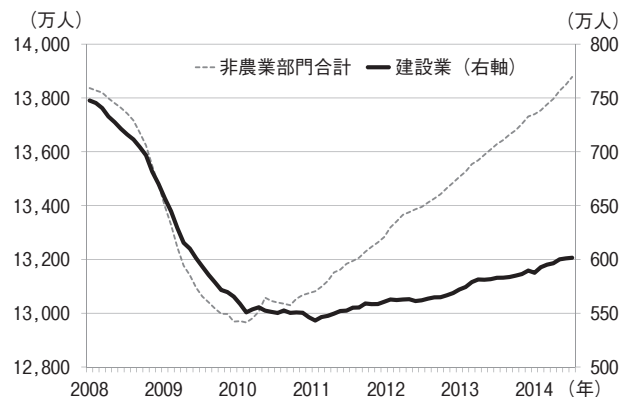


(資料) ファニーメイより

働者が足りないから住宅着工が進まないのか、住宅着工が増えないから建設労働者も増えないのかは、鶏と卵の議論のようにも思える。一般論としては、雇用は景気の遅行指標であり、その意味では後者の方が正しいことになり、実際、着工戸数と住宅関連の労働者数の関係を見ると、後者が14期程度のラグで随伴するという回帰結果となっている【図表17】。

一方で、ヒスパニックを中心とした建設労働者がバブル崩壊後に中南米等に帰国し、その後の移民規制の強化で再入国できなくなり、建設現場で労働者が不足してい

図表 16 雇用者数の推移

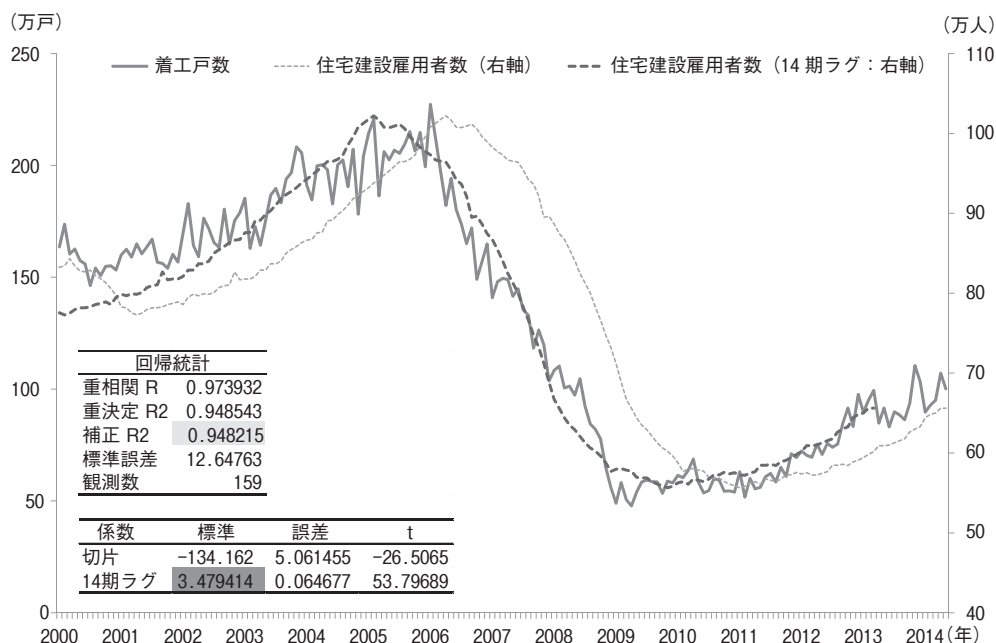


(資料) 米労働省より

るという話はよく耳にする。実際、前述の2013年8月のオバマ大統領の住宅市場改革の演説でも、唐突に移民規制緩和について触れられており、住宅市場と移民問題はある程度関連していると考えるのが自然であろう。

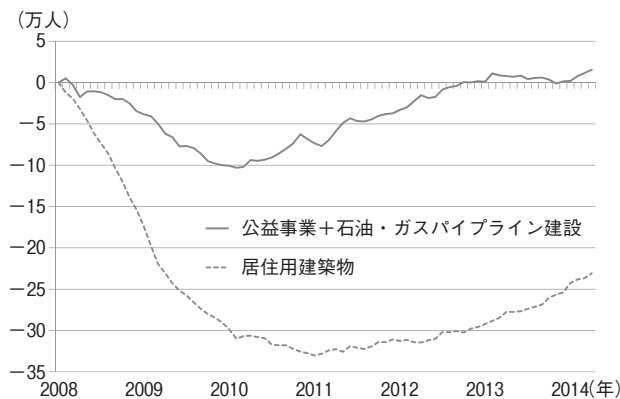
なお、同じ建設業の中でも、住宅よりも電力や油田・ガス関連の施設建設の方が収入がよく、熟練労働者ほどそのような高収入の業界に移っているという話しも耳にする。シェールガス革命等を踏まえれば、なるほどと思われる動きだが、雇用統計でも、居住用建築物関連の労働者数は低迷している一方で、電力・水道等の公益事業

図表 17 着工と雇用の関係



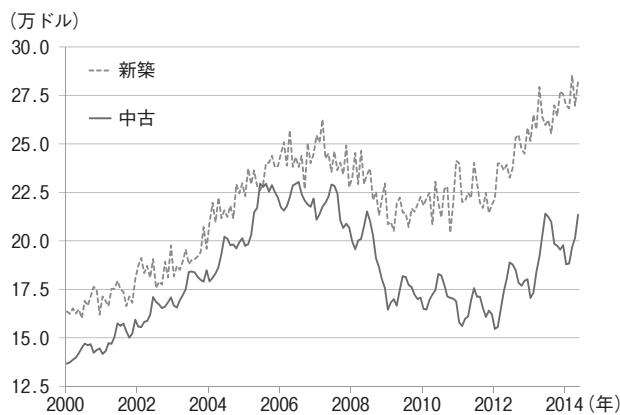
(資料) 米労働省、米商務省より

図表 18 2008 年初比の雇用者数



(資料) 米労働省より

図表 19 住宅価格中央値



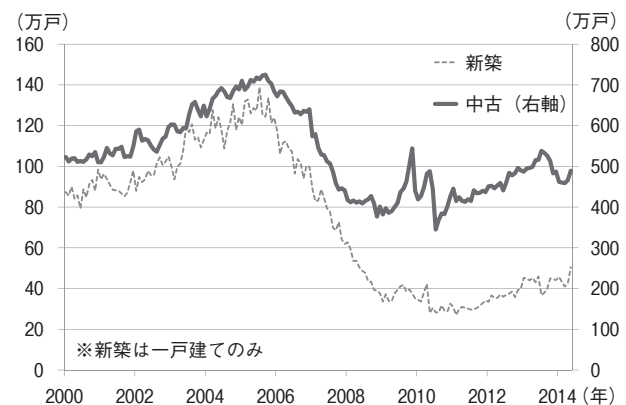
(資料) 米商務省、NAR より

や石油・ガスのパイプライン建設等の労働者数は 2008 年初の水準を上回っている【図表 18】。

このような供給サイドのボトルネックもあり、新築住宅の価格(中央値)は過去最高水準を更新した【図表 19】。一方で、新築住宅の価格が高騰しているため、相対的に中古住宅との価格競争力が低下し、かつては中古と新築の販売戸数比率は 5 対 1 程度であったのが、足下では 10 対 1 程度へと差が開いている【図表 20】。

【図表 20】で、2013 年後半から中古住宅の販売戸数も若干しだれてきているようにも見えるが、これは住宅価格が上昇してきたことで、投げ売り物件が減ったためとされる^{※17}。

図表 20 住宅販売戸数



(資料) 米商務省、NAR より

⑦ 住宅ローン金利の動きと FRB の金融政策

住宅市場に逆風となる金利の上昇については、FRB のバーナンキ前議長が 2013 年 5 月に量的緩和第 3 弾(QE3)の減速(テーパリング)を示唆する発言をして以降、大きく上昇したが、同年 12 月に実際にテーパリングを決定し、2014 年 1 月から購入ペースを減額して以降はむしろ金利は低下しており、影響は限定的と見られる【図表 21】。

もとより、住宅ローン金利が 3% 台から 4% 台に上昇したことは住宅市場にボディーブローのように効いてくる側面もあるが、歴史的に見ればなお低金利であるという見方が定着しつつあるように見受けられる^{※18}。今後、QE3 のテーパリングが更に進み、ゼロ金利政策の解除が視野に入ってくるに従い、金利の上昇圧力は強まるかもしれない。ただし、米国債の需給は連邦政府の財政状況の改善により緩みつつある【図表 22】。MBS の新規発行も、借換ブームの終焉により落ち着いてきている。また、ウクライナやイラン、イラク等の地政学リスクの高まりで「質への逃避」として米国債市場に資金が流入するのではないかとの見方もあり、一本調子で長期金利が上昇するとは限らない^{※19}。

※ 17 一方で、2014 年 6 月の中古住宅販売戸数は季節調整済み年率換算値で 504 万戸と 500 万戸の大台を回復したものの、現金による購入が 32% を占めており、与信環境はなお厳しいと指摘する向きもある。

※ 18 この点は 6 月の FOMC 議事要旨でも「Despite attractive mortgage rates」と、同様の見解が示されている。

※ 19 更には、米国の潜在的成長力が低下しているのではないかと議論も散見される。



図表 21 米金利動向



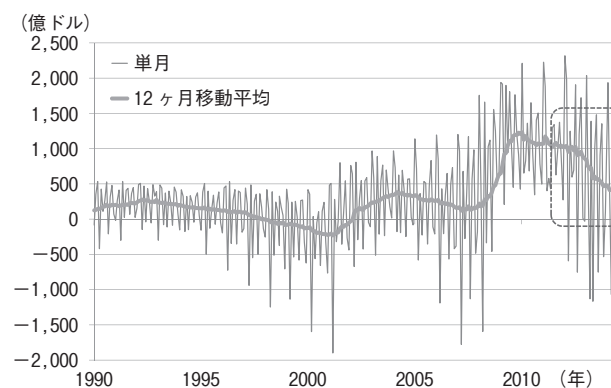
(資料) FRB より

FRB のシュタイン前理事は、FRB の政策金利は漸進主義 (Gradualism) があり、一度金利を引き上げ始めると数度にわたり引き上げを継続し、積み上げるとかなりの引き上げとなる経験則があるため、最初の引き上げは単なる一度限りの引き上げとは意味が違うという趣旨の発言をしている。勿論、2004 年からの引き上げのように、政策金利を引き上げても長期金利は反応しない「謎 (Conundrum)」と当時のグリーンズパン FRB 議長が評したような市場環境^{※20}が再現する可能性は排除できないが、量的緩和からの出口戦略と一体的に運用される今回の金利引き上げは前回とは市場環境が異なり^{※21}、予見困難である。

従来は、非伝統的金融政策である量的緩和を縮小の後に伝統的金融政策である政策金利の引き上げという順番を想定する向きが多かったが、同時並行もありうるという意見も FRB 幹部から出始めている。

2014 年 7 月 9 日に公開された 6 月の FOMC の議事要旨では、QE3 については 10 月の FOMC 後に終了することで概ね合意したとされる一方、利上げの時期については意見が割れたことが明らかとなっている。そして、金融政策の正常化 (Normalization) の過程において、超過準備への付利 (interest on excess reserves :

図表 22 アメリカの財政赤字



(資料) 米財務省より

IOER) の水準の調整が中心的な役割を果たすと大多数の委員が見ているとされる。

預金金融機関が中央銀行に預ける準備金 (Reserve) には法定準備と超過準備があるが、FRB は 2008 年 10 月から超過準備に付利を開始している^{※22}。2014 年 6 月時点での付利水準は 0.25% となっている。0.25% は、現在の政策金利である FF 金利の誘導目標水準 (0 ~ 0.25%) のレンジの上限と同じである。預金金融機関が余裕金を運用する際、短期金融市場で他の民間銀行に貸し出すよりも中央銀行に預けた方が一般的には安全と考えることから、FF^{※23}金利は超過準備の付利水準を超えることは原則的にない。

FRB は 2014 年 7 月 16 日現在、4 兆 3,982 億ドルのバランスシートを抱えているが、量的緩和により膨張したバランスシートを抱えたままで、政策金利を引き上げるよう市場を誘導できるのか、が注目されてきた^{※24}。

政策金利を引き上げるには、バランスシートの左側、すなわち資産を売却して縮小するというアプローチと、バランスシートの右側、すなわち負債の項目を組み替えてバランスシートの規模は維持したままで市場の流動性のみを吸収するというアプローチが考えられる。理論的にはどちらも可能であるものの、インフレ抑制のために

※ 20 当時は、世界的な貯蓄過剰 (Global Saving Glut) のために中国や産油国等の経常収支黒字国からアメリカに資金が流入している点をバーナンキ FRB 議長 (当時) は指摘していた。

※ 21 日本においては、2006 年 3 月に量的緩和を解除して無担保コール翌日物の金利を 2 段階で引き上げた実績があるが、当時の日銀の資産構成においては満期の短い買入手形が多くを占めていたため、比較的短期間でバランスシートを縮減できたが、現在の日米の金融緩和においては満期の長い国債保有が増えており、満期償還により資産圧縮するのに要する期間は長期化すると見られる。

※ 22 制度的には 2006 年の法律 (The Financial Services Regulatory Relief Act) により 2011 年 10 月からの導入が予定されていたが、金融危機の最中、2008 年の法律 (Emergency Economic Stabilization Act) により前倒し実施された。

※ 23 Federal Fund

※ 24 この点は、7 月 15 日の議会報告書 (Monetary Policy Report) 38 ページでも明記されている。

資産を売却すれば債券売却損が発生する可能性があり、FRB はバランスシートを維持したままで市場から流動性を吸収する後者のアプローチを模索しているように見受けられる。

FRB は、その資金吸収の手段として、ターム物預金 (Term Deposit Facility) と、固定金利での翌日物のリバースレポ (fixed-rate overnight reverse repurchase agreement : ON RRP) を実験してきた。リバースレポは、通常のレポ取引とは逆に、FRB が保有する国債等を担保に、一定期間の後に買い戻す約束で、民間金融機関から資金を借り入れる仕組みである。

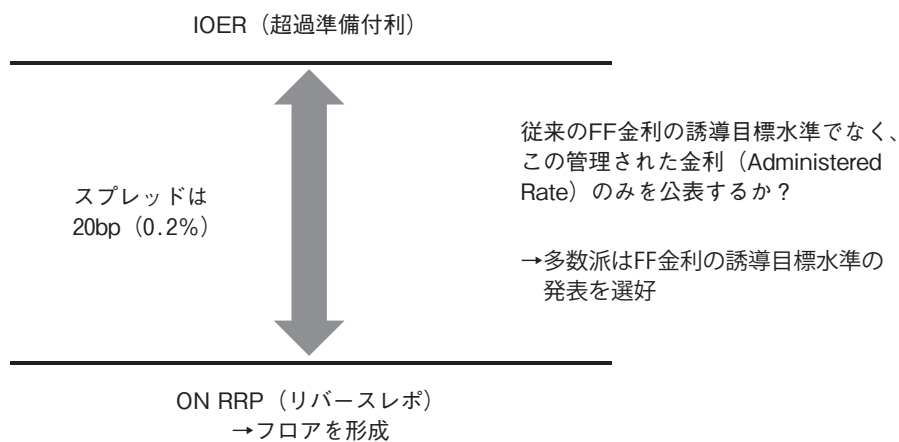
基本的に、リバースレポも超過準備付利も、民間金融機関から資金を吸収する手段としては同じで、預ける相手も FRB という意味で同じである。ただし、超過準備の付利の対象は預金金融機関のみであるのに対し、リバースレポのカウンターパーティーには、ファニーメイとフレディマック、4つの地区連邦住宅貸付銀行 (FHLB^{※25}) という政府支援企業 (GSE^{※26})、更には BlackRock 等の投資マネージャー (資産運用会社) が含まれている。リバースレポのカウンターパーティーの方が広いことから、同じ信用力の FRB の資金調達コストとして、リバースレポの方が超過準備への付利よりも低くなる可能性は高い。よって、リバースレポの金利がフロアを形成し、市場の金利を両者の間に誘導することが

可能になると考えられている模様である。このことは、2008年にFF金利を引き下げた際に、ファニーメイやフレディマックが余裕資金の運用として資金を供給した結果、FF金利が誘導目標水準を下回ったことを踏まえての対応ではないかと推察される^{※27}。

なお、FOMC では、この両者により管理された金利 (Administered Rate) を公表する対象としてはどうかも議論されている。これらの資金吸収手段を講じて、市場で実際に形成されるFF金利が誘導目標水準にまで引き上げられないリスクは残る。その場合、管理できないFF金利を発表することで金融政策の信頼性が損なわれるよりは管理された金利のみを公表する方が不確実性が低い、という考えであると見られるが、多数派は従来どおり、FF金利の誘導目標水準を公表し続ける方を選好しているとされる【図表23】。このような金利誘導は長期的な金融政策運営の枠組みにおいて永続的なものではないと考えられている。

いずれにせよ、正常化に向けた議論は健全な計画として検討されているに過ぎず、正常化がすぐに実施されることを示唆するものではない (not imply that normalization would necessarily begin sometime soon) とされる。FRB は正常化に向けた議論を年末にかけて集約するとしているが、現在試行中の政策ツールの有効性等を見極めながら、柔軟な対応を維持すべきだとしている。

図表 23 6月のFOMCで議論されている金利誘導のイメージ



(資料) FOMC より筆者作成

※ 25 Federal Home Loan Banks. 1932年に設立された政府支援企業。全米に12行存在する。ファニーメイやフレディマックとは異なり、株式会社ではなく協同組織 (Cooperatives) のため、両社のように株主利益極大化のためにリスクテイクするインセンティブは動かなかったと評価する向きもある。
 ※ 26 Government Sponsored Enterprise
 ※ 27 2013年9月からのONRRPの試行においては、Money Market Fundsが取引の大部分を構成しているとされる。



⑧ アメリカの労働市場と金融政策

ただし、アメリカの労働市場に対して、イエレン議長はなおも慎重な見方を維持している。6月の失業率は6.1%まで低下しているが、長期失業者の比率が高いことや、非正規雇用者の比率が高いなど、失業率が労働市場の実態を必ずしも正確に反映していないという認識を持っている模様である^{※28}。バランスシートに4兆ドルに及ぶ米国債・Agency MBSを抱えているFRBはインフレに対して極めて脆弱な状況にあるが、現在のアメリカのマクロ経済環境がインフレの懸念が強いのかと言えば、むしろデフレへの転落懸念がまだ残っている。バブルの再燃は回避したい一方で、デフレ転落への糊代として一定のインフレ率を維持し続けるために、金融緩和は継続しなければならないという、ナローパス（狭い道）にある。

FRBは設立準拠法である連邦準備法で「雇用の最大化と物価の安定」という「二重の責務 (Dual Mandate)」が明記されている^{※29}。雇用と物価の間にはトレードオフの関係がある（フィリップス曲線）が、足下では失業率が低下している割には物価が上昇していない【図表24】。本来であれば、失業率が低下するに従い労働市場の需給が逼迫し、賃金上昇圧力が生じて、ダイヤモンド型のインフレが起こってもよさそうな状況だが、物価が近い将来に急上昇する懸念は少なくとも現時点では強くない。

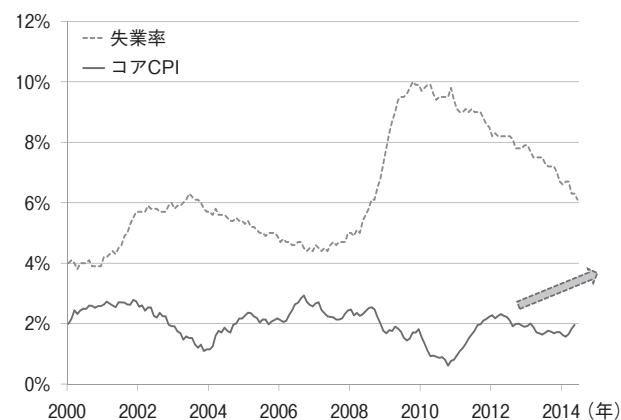
アメリカの議会予算局 (Congressional Budget Office : CBO) が2014年2月にリリースした報告書 (The Budget and Economic Outlook: 2014 to 2024) によれば、潜在GDPと実質GDPのギャップは▲4.0%となお開きが大きい一方、長期失業率は6%と見込んでいる傍ら、失業率の実績は6.1% (2014年6月) まで低下してきている。CBOの推計によるGDPギャップと失業率ギャップはほぼ2対1の比率で推移してきたが、

足下ではGDPギャップと比較して失業率ギャップが著しく縮小している【図表25】。このことから、失業率の景況判断の指標としての適性が低下してきていることが示唆される。

アメリカの政策金利であるFF金利の誘導目標水準について、需給ギャップとインフレギャップで求めるテイラー・ルール^{※30}が広く知られている。オリジナルのパラメータで推計すると、金融危機後はマイナスの金利^{※31}が妥当ということから量的緩和を続けてきた一方、直近ではプラスに近づきつつある【図表26】。しかし、平時において有効とされるテイラー・ルールに対しては、金融危機後の経済環境には向いていないという指摘もあり、失業率が低下してきたからといって、ゼロ金利政策を早期に解除する状況にはないと判断していると見られる。

勿論、今後の市場環境は様々な影響を受け、特にアメリカでは11月に中間選挙が予定されており、その結果次第ではFRBへの風当たりも強くなるおそれはある。一般的に、共和党は金融緩和に対し批判的であり、次回の中選挙でも共和党が勝利すると見る向きは多い中、想定外に早期に利上げに踏み切らざるを得なくなるリスクはある。

図表 24 米失業率とインフレ率等



(資料) 米労働省、FRBより

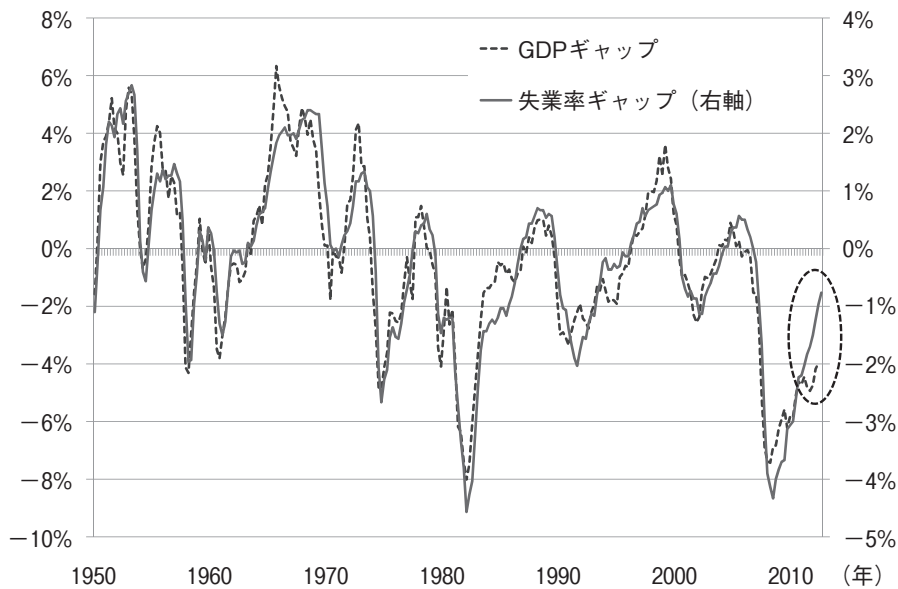
※28 FRBのスタッフ (Tomaz Cajner と David Ratner) による7月21日付けの「FEDS Notes “The Recent Decline in Long-Term Unemployment”」では、長期失業者の状況も改善していると報告されているが、FRBの公式見解ではない。

※29 Section 2A. Monetary policy objectives に、「The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.」と記載されている。

※30 元財務次官でスタンフォード大学教授のジョン・テイラー氏が考案したことから、そう呼ばれている。

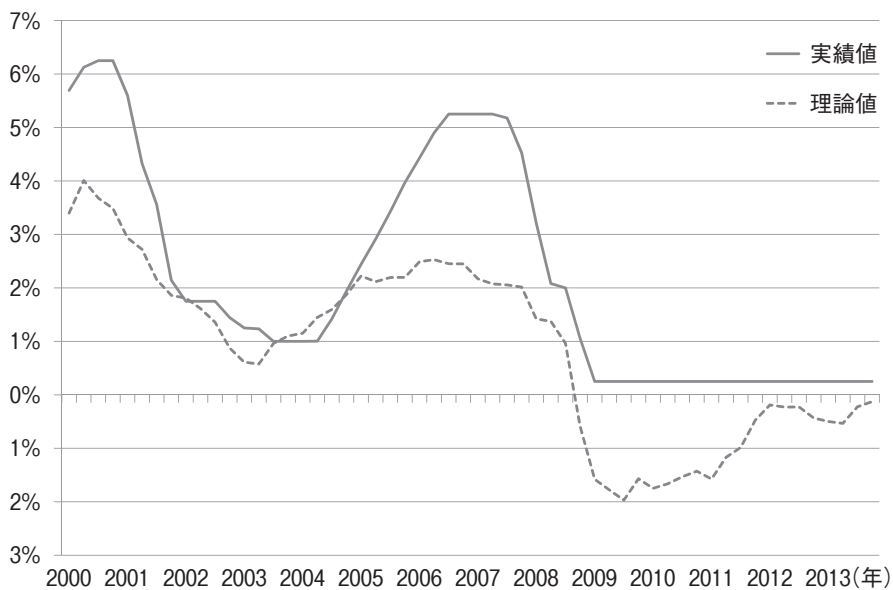
※31 スウェーデン、デンマーク、そして2014年6月にはECB (欧州中央銀行) がマイナス金利を導入したが、これらは中央銀行の預金ファシリティーに係るものであり、いわゆる政策金利をマイナスに設定したものではない。また、これらのマイナス金利についても、効果を疑問視する向きが多い。

図表 25 アメリカの需給ギャップ



(資料) CBO、米商務省、米労働省より

図表 26 FF 金利：誘導目標水準の実績値とテイラー・ルールに基づく理論値^{※32}



(資料) FRB、CBO、米商務省、米労働省より

いずれにせよ、2012年12月にFF金利の引き上げの要件として「失業率が6.5%以上かつ1～2年先のインフレ率が2.5%以下で長期的なインフレ予想が安定」であればゼロ金利政策を維持するとしたフォワードガイダンスは、2014年3月のFOMCで見直され、機械的な運

用は適用されないこととなった。金融政策の透明性を高めるという観点からは数値目標を明確化したフォワードガイダンスは画期的であった一方、金融という最も人間的な世界においては、かつてニューヨーク連銀のコリガン総裁が言った「建設的な曖昧さ (Constructive

※32 テイラー・ルールのパラメーターはオリジナルの数値を適用。需給ギャップはCBOの試算値を適用、インフレギャップは消費者物価指数(食料及びエネルギーを除く)を適用。月次データは四半期ベースに単純平均で変換。



Ambiguity)」も必要なのかもしれない。

なお、本レポートの執筆に際しては、2014年5月下旬に訪米して複数のエコノミストと意見交換して得た情報を踏まえているが、現地の有識者との議論は極めて有益で、米国の住宅市場に対する見識を深めるよい機会となった。このようなエコノミスト仲間での議論は知的好奇心を擽るものだが、そういう交流を継続していくことで、組織同士の繋がりも維持される。アメリカの金融機関はヨーロッパほど訪問客に閉鎖的ではないが、快く受け入れてもらうためには訪問する側も十分に事前の準備をし、意味のある議論をすることが必要であり、機構においても、次世代の人材の育成が急務であると痛感している。

※本稿の意見にわたる部分については執筆者個人の見解であって、住宅金融支援機構の見解ではありません。

〈参考資料〉

FRB “Minutes of the Federal Open Market Committee” June 17-18, 2014

FRB “Monetary Policy Report” July 15, 2014

Janet L. Yellen “The Economic Outlook”, Before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, Washington, D.C., May 7, 2014

Janet L. Yellen “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress” Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., July 15, 2014

Jeremy C. Stein “Challenges for Monetary Policy Communication” At the Money Marketeers of New York University, New York, New York, May 6, 2014

Tomaz Cajner and David Ratner “The Recent Decline in Long-Term Unemployment”, FEDS Notes, July 21, 2014

小林正宏『海外レポート第5号「FRBのQE 3テーパリング等について」』2014年5月1日

小林正宏『海外レポート第7号「FOMC議事要旨（2014年6月分）を読み解く」』2014年7月14日

Minutes of the Federal Open Market Committee April 29–30, 2014 よりの抜粋

Most participants commented on the continuing weakness in housing activity. They saw a range of factors affecting the housing market, including higher home prices, construction bottlenecks stemming from a scarcity of labor and harsh winter weather, input cost pressures, or a shortage in the supply of available lots.

Minutes of the Federal Open Market Committee June 17–18, 2014 よりの抜粋

Despite attractive mortgage rates, housing demand was seen as being damped by such factors as restrictive credit conditions, particularly for households with low credit scores; high down payments; or low demand among younger homebuyers, due in part to the burden of student loan debt.