

米国の住宅バブルと過剰流動性の行方

はじめに

ここ数年の米国における住宅ブームは、バブル的ともいえる住宅建設投資の伸びと住宅価格の高騰をもたらした。住宅の資産効果はGDPの約7割を占める個人消費に大いに貢献し、米国が慢性的な経常赤字に苦しむ中、住宅市場に大量の資金が流入する結果となった。

本稿では、住宅市場への資金流入の現状を明らかにするとともに、裏にある世界的な大きな金余り（過剰流動性）の実態がどのように米国の住宅ブームと結びついたのか、さらに、今後もこのような傾向が持続するののかについて見ていきたい。

1 住宅市場への資金流入の現状

(1) 住宅価格

米国の住宅価格

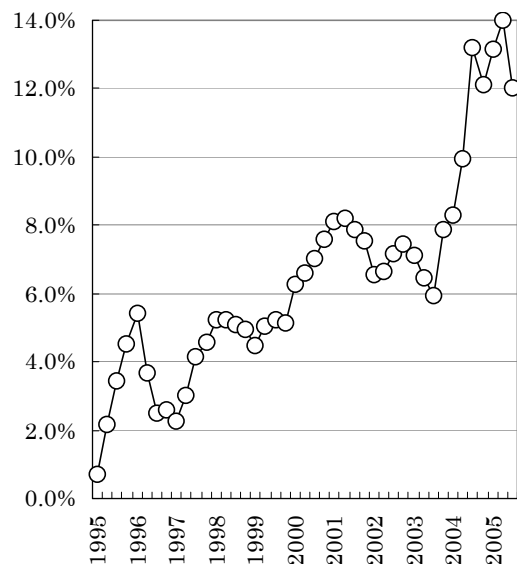
米連邦住宅公社監督局(OFHEO)によると、2005年第3四半期の住宅価格指数は272.89(1980年=100)と、前年同期比で12.0%、5年前と比べて55.3%も上昇した。消費者物価上昇率などが年3%程度で推移する中、住宅価格の突出ぶりが持続している。

住宅価格が2桁台の上昇を見せているのは1979年以来で、2004年第2四半期以降6期連続である。2000年後半以降6~8%台の伸びを示していたが、最近の上昇率はそれと比較しても非常に高い水準にあるといえる。

住宅価格中位値が所得中位値の何倍にあたるかを見た場合、90年代の終わりには2.75倍だったのが2005年には3.4倍となり¹、住宅価格がいかに高騰しているかが想像できる。

なお、価格上昇率を地域別に見ると、アリゾナ州の30.3%上昇を筆頭に、フロリダ、ハワイ、ワシントンDCの上昇率が20%を超え、メリーランド、カリフォルニア、バージニアの各州が続いている。逆に、ミシガンやネブラスカ、インディアナなど中西部の州の値上

図表1 住宅価格の伸び率
(前年同期比)



(出典) OFHEO 「House Price Index」

¹ The Housing Market “Frenzied froth”, The Economist May 28th 2005

がり率は5%弱にとどまった。

世界主要国の住宅価格

米国の住宅価格上昇は世界的に見ても高水準にある。英エコノミスト誌が世界主要20カ国の住宅価格データを調査したところ、2005年第1四半期時点で半数近くの国が前年比10%以上の上昇を続けており、米国はニュージーランドと並んで第5位となっている。

住宅価格の上昇は世界各地で起こっており、1997年から2005年までの間に減少傾向を示しているのは日本とドイツのみで、米国を始め、英国、オーストラリア、フランス、スペインにおける価格上昇が顕著である。

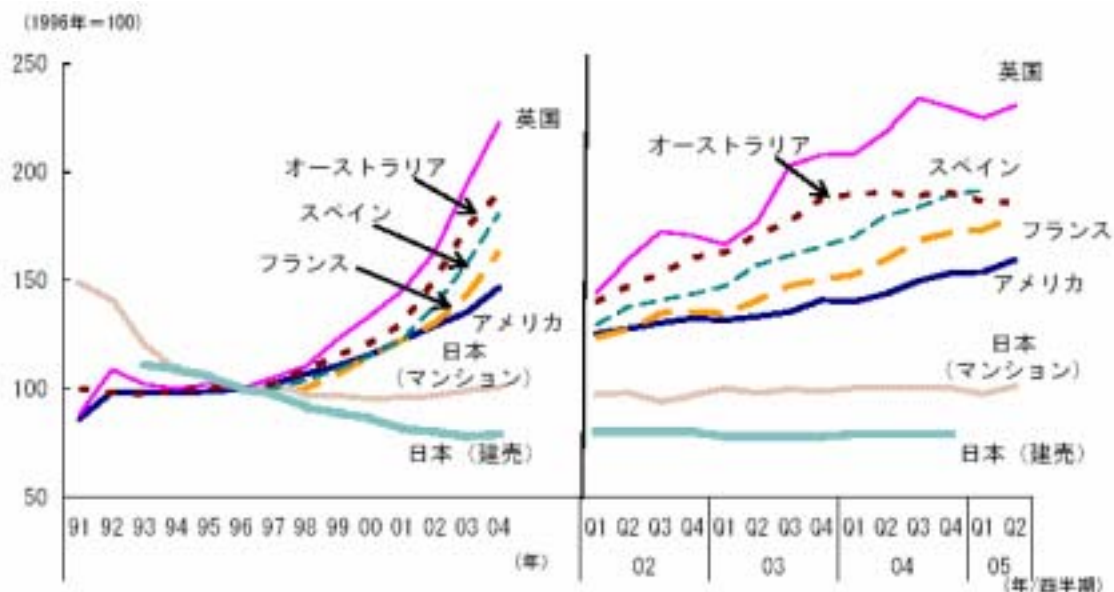
図表2 世界各国の住宅価格上昇率

(単位:%)

	前年対比増減率		1997-2005
	2005年 第1四半期	2004年 第1四半期	
南アメリカ	23.6	28.1	244.0
香港	19.0	17.4	-43.0
スペイン	15.5	17.2	145.0
フランス	15.0	14.7	87.0
ニュージーランド	12.5	23.3	66.0
米国	12.5	8.4	73.0
デンマーク	11.3	6.0	58.0
スウェーデン	10.0	7.7	84.0
中国	9.8	7.7	na
イタリア	9.7	10.8	69.0
ベルギー	9.4	8.8	71.0
アイルランド	6.5	13.2	192.0
イギリス	5.5	16.9	154.0
カナダ	5.2	5.7	47.0
シンガポール	2.0	-1.5	na
オランダ	1.9	5.5	76.0
スイス	1.0	3.4	12.0
オーストラリア	0.4	17.9	114.0
ドイツ	-1.3	-0.8	-0.2
日本	-5.4	-6.4	-28.0

(出典) Economist誌

図表3 世界主要国の実質住宅価格



(出典) 米国：OFHEO（連邦住宅機関監督局、Office of Federal Housing Enterprise Oversight）、英国：ODPM（副首相府、Office of the Deputy Prime Minister's）、フランス：INSEE、日本：不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」、東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場動向(2004年度)」、オーストラリア：統計局、スペイン：住宅省、PCE：OECD「Economic Outlook 77」より作成。

但し、その中でも英国及びオーストラリアの住宅ブームは終息しつつある。英国の住宅価格は2000年1月に前年同月比15.7%まで上昇した後、01年1月に同1.2%まで鈍化したが、その後再び伸び率が上昇、02年から04年半ばまで15%を超える大幅な上昇が続いた。04

年後半以降住宅価格上昇率は低下しているが、これまでのところ下落にまでは至らず足元では緩やかに持ち直しており、ほぼソフトランディングしたとの指摘もある。オーストラリアについては、2001年半ば以降住宅価格が本格的に上昇し始め、03年には約18%上昇したものの、それをピークに04年に入ると住宅価格上昇率は鈍化し、05年には下落するに至った。

一方、フランスでは1997年、スペインでは98年頃から住宅価格上昇率がプラスとなり、2002年頃から加速がみられ、フランスでは02～04年の平均上昇率が11.8%増、スペインは同16.9%増と2桁の上昇となっている。

(2) 住宅価格と2つのファンダメンタルズ指標²

住宅価格の上昇率がファンダメンタルズを反映したものであるかどうかを考える場合、名目価格上昇率のみで評価するのは必ずしも妥当ではない。

一般的によく使われる住宅価格バブルの概念として「住宅価格が今後も上昇し続けると投資家が信じているというだけで住宅価格が高騰しており、その高値を正当化するような裏付けとして何らファンダメンタルズの要素が存在しないこと」と定義付けられるが、住宅価格の水準が適正か否かは、ファンダメンタルズを踏まえて評価する必要がある。

通常よく用いられる指標としては、実質住宅価格のほか、住宅投資を収益性から評価する「住宅価格/賃貸料比率」、一次購入者等の取得能力から評価する「住宅価格/可処分所得比率」がある。

住宅価格/賃貸料比率による評価

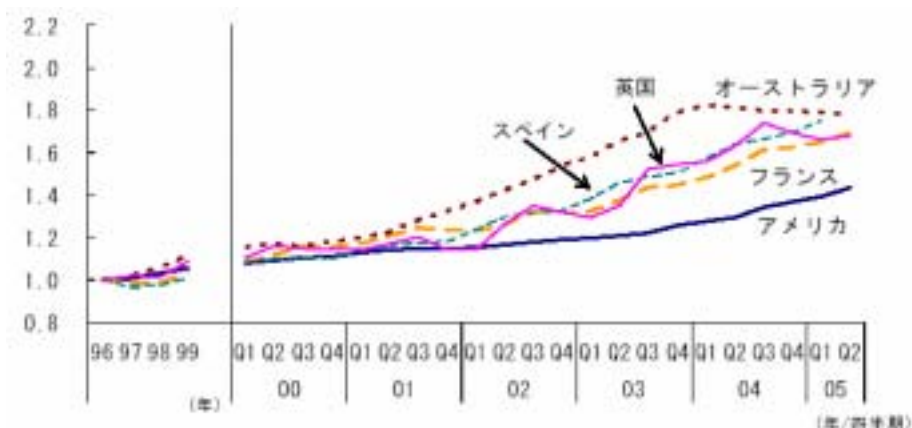
住宅価格/賃貸料比率の基本的な考え方は、個人が住宅を取得する際のコストと、住宅を借りると仮定した場合に支払う家賃を比較して、住宅保有にかかる機会費用(株式の収益率に相当)を計算し、過去の長期的なトレンドの値と比較することで、住宅価格が適正な水準にあるかどうかを判断するというものである。

もし、住宅価格が余りにも高ければ、相対的に賃貸料のほう安くなるため、賃貸への需要が増加を通じ、やがては均衡水準(トレンド)へ戻る力が働くはずである。よって、乖離が長期にわたって継続、もしくはさらに乖離幅が拡大するような状況であるならば、それは住宅価格の上昇がファンダメンタルズに基づかない、投資家の価格上昇期待のみによることとなるため、過大評価となっている可能性がある。

以上を踏まえた上でここ数年の住宅価格/賃貸料比率の動向をみると、英国、オーストラリア、スペイン、フランス、米国、いずれの国においても2002年以降、上昇率に加速がみられる。上昇率が高かった英国、オーストラリアについては、既に2004年に入ってから若干の低下傾向がみられている。米国の上昇率は2005年に入って若干上昇率が高まっているものの、他の国々と比べれば未だ落ち着いた動きを示している。

² 内閣府政策統括官室「世界経済の潮流(2005年秋)」参照

図表4 住宅価格/賃貸料比率

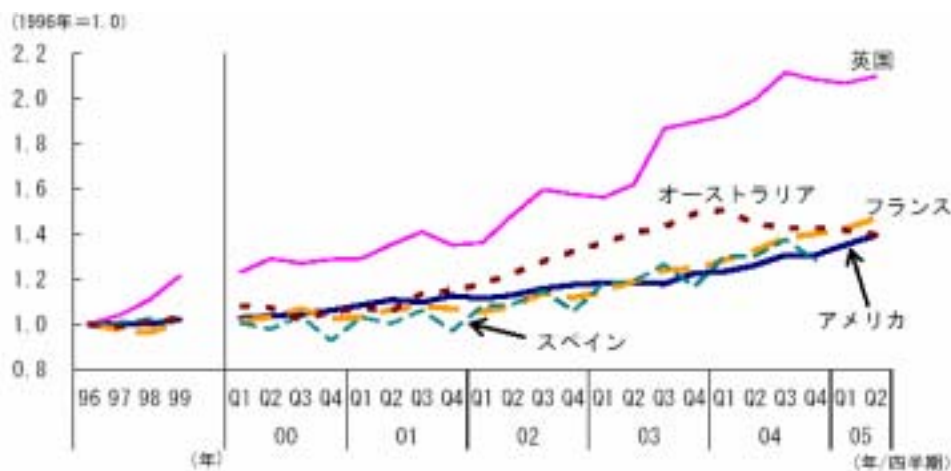


(出典) 米国：労働省、OFHEO、英国：英国統計局、ODPM、
オーストラリア：オーストラリア統計局、フランス：INSEE、
スペイン：スペイン住宅省、ユーロスタットより作成。

住宅価格/可処分所得比率による評価

住宅価格/可処分所得比率は最も単純な形でアフォーダビリティ(住宅取得能力)を示す指標であるといえる。この指標でも、英国が突出して高くなっているが、2004年以降、住宅価格の騰勢が一服したことを受け、横ばいから低下傾向となっている。オーストラリアは、住宅価格上昇率では英国に接近しているにもかかわらず、住宅価格/可処分所得比率でみると、英国を90年代後半以降、全期間を通じて大きく下回っている。また、2004年に入ってからでは低下に転じ、ほかの国々の水準に近づいているが、この背景として、オーストラリアの急速な所得増加を挙げることができる。米国は、5か国の中では2004年以降最も低い比率で推移している。

図表5 住宅価格/可処分所得比率



(出典) 米国：商務省、OFHEO、英国：英国統計局、ODPM、
オーストラリア：オーストラリア統計局、フランス：INSEE、
スペイン：スペイン住宅省、ユーロスタットより作成。

2つの指標いずれから見ても米国の住宅価格は上昇傾向にあるものの、他国と比べ比較的安定的な動きをしていることが分かる。また、大幅な住宅価格の上昇がみられた英国では、賃貸料の上昇も背景にあったと考えられること、また、オーストラリアでは可処分所得の増加も一因となっていることが示唆されている。

(3) 住宅価格高騰の背景³

このような世界的な住宅価格高騰の背景には、主として下記の要因があったと考えられる。
世界的低金利、低インフレ下の住宅価格高騰

今般の「住宅ブーム」と過去の住宅価格高騰局面の異なる特徴として、過去においてはいずれも「高インフレ・高金利」下でのブームであったが、今回は80年代後半の日本と同様、「低インフレ下での低金利」であるということがある。

図表6 過去の住宅価格ピーク時の住宅金利及びCPI上昇率

		(平均、%)			
		73～74年	78～79年	86～89年	00～05年
米国	住宅金利	8.9	10.3	10.2	6.7
	政策金利	8.8	11.5	7.5	2.6
	CPI	8.6	9.5	3.6	2.5
イギリス	住宅金利	11.0	13.4	12.5	6.2
	政策金利	12.5	14.8	11.9	4.5
	CPI	12.5	10.8	5.1	2.5
オーストラリア	住宅金利	8.4	9.3	15.2	6.9
	政策金利	6.3	8.3	14.8	5.1
	CPI	12.3	8.5	8.1	3.4
スペイン	住宅金利	-	-	13.7	3.4
	政策金利	6.0	15.4	13.2	3.1
	CPI	13.5	17.7	6.4	3.2
フランス	住宅金利	10.0	10.7	9.1	5.9
	政策金利	11.2	7.7	7.8	3.1
	CPI	10.5	9.9	3.0	1.9
日本	住宅金利	-	-	5.8	3.2
	政策金利	9.9	5.1	4.2	0.0
	CPI	17.4	4.0	0.9	-0.5

(出典) 米国：MBA(米国抵当銀行協会)、FRB、労働省、英国：イングランド銀行、統計局、オーストラリア：オーストラリア連邦準備銀行、統計局、スペイン：スペイン銀行、統計局、フランス：フランス銀行、INSEE、日本：住宅金融公庫、OECDより作成。

低金利であることで、家計は住宅ローンに容易にアクセスできるようになり、住宅投資を活発化させ、住宅価格を上昇させる効果を持つ。例えば、名目利子率15%、物価上昇率12%の状況と、名目利子率5%、物価上昇率2%の状況を比較する。実質利子率はいずれの場合も3%であるが、仮に年収の4倍を借り入れた場合、1年目の年収に対する利払いは、前者

³ 脚注2と同じ

の場合は 60%にも上りローンを組むのは無理であろうが、後者であれば 20%程度となることから、よりローンを組みやすい状況になるといえよう。

(米国の場合)

2001 年から 2004 年半ばにかけて FF レートの引下げ (6.5%から 1%) が行われ、超低金利政策が実施されたことにより、モーゲージ金利も大幅に低下した。金利引上げ局面に転じた 04 年半ば以降も、モーゲージ金利は世界的な長期金利の低下傾向を受けて大きく変化せず、05 年に入ってから依然として歴史的に低水準の 6%前半で推移している。

モーゲージ市場の整備及び住宅取得促進策

今般の「住宅ブーム」が起きた国の特徴として、フランスを除き、住宅持ち家比率が高いという特徴がある。これらの国で持家率が高い背景には、80 年代、90 年代を通じて住宅取得促進策が採られたことがある。高い持家率は、持ち家を担保とした借入をより多くの家計が行えるための土台となっている。

住宅取得促進政策は、住宅取得の促進を目的とする財政的な措置と、モーゲージ市場を育成し、家計がより住宅ローンを組みやすくする制度整備に大別できる。前者はローン利子所得控除等が中心となり、後者は 80 年代以降の金融市場の規制緩和が果たした役割が大きい。

(米国の場合)

米国で本格的なモーゲージの運用が開始されたのは、1975 年頃からである。HUD (住宅都市開発省) 等の監督の下、政府機関であるジニーメイ (連邦政府抵当金庫) や、ファニーメイ (連邦住宅抵当公庫)、フレディーマック (連邦住宅金融抵当金庫) といった GSEs (政府支援機関) が中心となり、従来からのモーゲージへの公的保証の付与や買取りに加え、80 年代に入り証券化業務も行うようになった。その後の 10 年間で MBS (Mortgage - Backed Securities) 発行額が飛躍的に増加し市場の整備が進み、90 年代に入って、モーゲージの証券化業務への民間機関の参入を促す下地が築かれた。

また、持家取得促進のため、住宅ローンを借り入れる際、住宅ローンの利子を連邦所得税の課税所得から控除する制度がある。控除額の上限は、100 万ドル (夫婦合算申告者の場合) と世界的にみても高いことに加え、適用範囲も広いことから、適用対象となる世帯はかなり多くなるため、特に高所得者の住宅購入を過度に招いているとの批判もされている。その他、住宅を担保とした他の債務については 10 万ドルの控除額の上限が設定されている。

さらに、1997 年納税者救済法 (the Taxpayer Relief Act 1997) により、売却前 5 年間のうち 2 年間住居として使用された住宅のキャピタルゲインについて、50 万ドル (夫婦合算申告者) まで非課税扱いとされている。

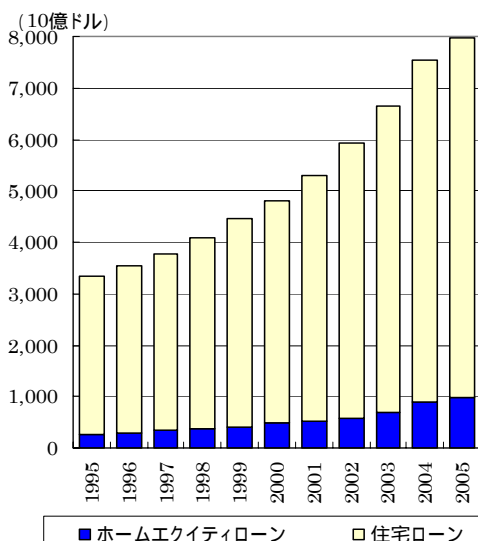
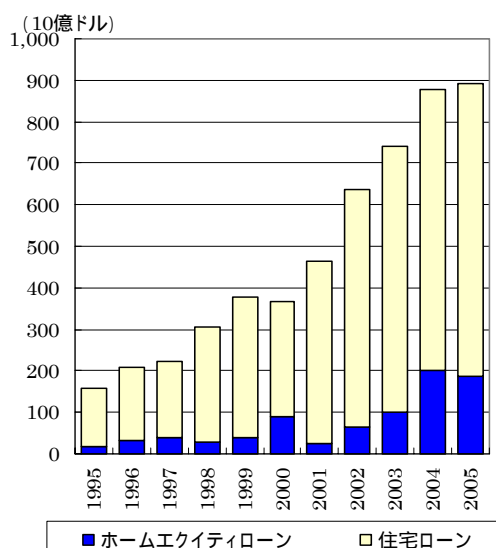
(4) 住宅ローン

FRB によれば、2005 年 6 月末の住宅担保ローン残高は 1 年間で 12.8% 増え、7 兆 9,615 億ドルと過去最高を更新した。同じく 6 月末の米家計の負債総額も前年同月比 10.8% 増の

11兆1,420億ドルと過去最高を更新。負債増額の7割強を住宅担保ローンが占める形となっている。

図表7 住宅ローン残高

		(単位:10億ドル)										
		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ネット	住宅ローン	157.2	210.1	223.3	304.2	376.6	366.5	464.5	635.5	741.0	878.6	892.4
	うちホームエクイティローン	17.5	31.4	41.1	29.3	40.4	90.3	26.0	65.5	101.7	201.3	188.3
	構成比	11.1%	14.9%	18.4%	9.6%	10.7%	24.6%	5.6%	10.3%	13.7%	22.9%	21.1%
残高	住宅ローン	3,338.8	3,548.9	3,772.3	4,076.5	4,450.7	4,817.3	5,281.8	5,917.3	6,658.3	7,551.7	7,961.5
	うちホームエクイティローン	259.5	290.9	332.0	361.4	401.8	492.1	518.1	583.6	685.3	886.6	967.0
	構成比	7.8%	8.2%	8.8%	8.9%	9.0%	10.2%	9.8%	9.9%	10.3%	11.7%	12.1%



(出典) FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」

住宅ローンのうち、ホームエクイティローン(住宅の評価額から住宅ローンの残高を差し引いた含み益分を担保にする商品)が占める割合は残高ベースで12.1%となっており、10年前の3.5倍以上である。調査会社のSNLフィナンシャルによると、2005年6月末の米国内銀行上位100行のホームエクイティローンの残高は3,154億ドルで、ここ数年は毎年2桁の勢いで残高が膨らんでいるとのことである。また、米証券会社ハイパー・ジェフリーによると、ホームエクイティローン融資枠の規模は上位100行平均で2004年末に自己資本の1.45倍に達した。2002年末の1.04倍から急拡大し、2倍に膨らんだ銀行も多いという⁴。融資枠の半分は実際に引き出されて家具や電化製品、住宅改修、別の住宅を購入するための頭金、ならびにカード債務の返済などに充てられている。

FRBのグリーンスパン議長(当時)と同エコノミストのジェームス・ケネディ氏が2005年9月に発表した調査報告「Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences」⁵によると、ホームエクイティローンを通じて

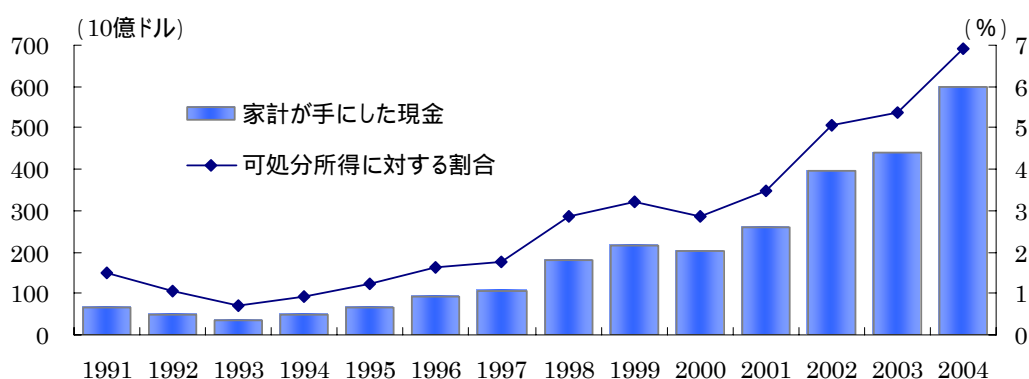
⁴ 2005年8月19日付日本経済新聞より

⁵ “Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences” Alan Greenspan and James Kennedy, Finance and Economics Discussion Series (2005-41), Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C.

米国の家計が手に入れたお金の総額が 2004 年末で 5,995 億ドルに上ったと推計している。前年比で 36.4% の増加であり、2000 年末と比べると 3 倍に膨れ上がっている。また、可処分所得に占める割合は 6.92% と過去最高水準にあり、1993 年比で約 10 倍に拡大している。

この調査結果は、住宅の資産効果を詳しく分析したもので、異なる統計指標を組み合わせ、家計が資産効果でその程度の資金を手に入れているかを分析している。この拡大要因としては、住宅価格の上昇や新型住宅ローンの登場で住宅の含み益を現金化しやすくなったためとしている。

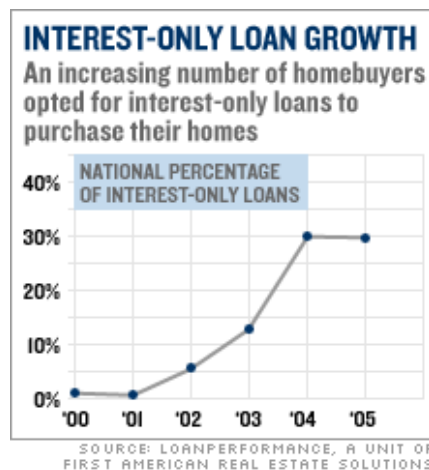
図表 8 ホームエクイティローンにより家計が手にした現金



(出典) FRB

さらにここ数年では、30 年固定金利型の伝統的な住宅ローンに加えて、「I/O ローン」(Interest Only Loan: 当初の 10 年もしくは 15 年間は利息だけを支払うタイプ) や「Negative Amortization ローン」(当初の返済額が金利コストより小さく、差額が元本に加算されていくタイプ) といった新型のローンが登場し、市場に占める割合が増加している。I/O ローンに関しては住宅ローン市場全体に占める割合が 2004 年には約 30% となり、住宅価格上昇が著しいカリフォルニア州ではこの比率が半分を超えている。

図表 9 I/O ローンのシェア



FRB が 2005 年 7 月に発表した融資実態調査 (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices) 結果⁶を見ると、主要銀行の過半数が当初の数期間は金利部分し

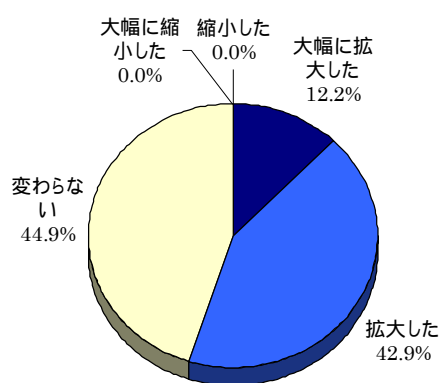
⁶ “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”
(<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/>)

か返済を求めない新型のローンを拡販していることが分かる。

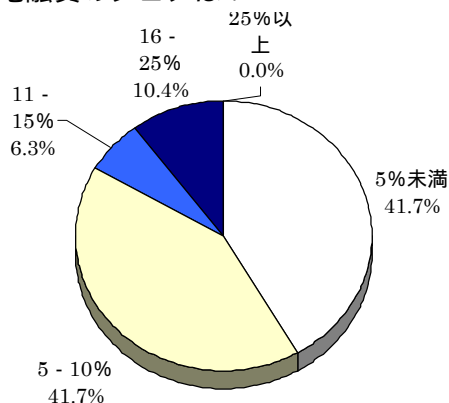
この調査は、主要銀行 54 行の融資責任者を対象に、原則として四半期ごとに実施しているもので、FRB が「非伝統的住宅ローン」と分類している金利オンリー型融資（I/O ローン）や借り手の所得水準を確認しない簡易審査型ローンなどについて回答を求めている。調査結果によると、過去 1 年間に同ローンを「大幅に拡大した」とする銀行が 12.2%、「拡大した」も 42.9%となり、両方を併せると過半数を占めている。また、セカンドハウスや投機目的による住宅融資のシェアは「11%以上」と回答した銀行が 16.7%となっているが、過去 1 年に限定すればその割合は 20.9%に上昇し、セカンドハウス、投機目的での住宅購入が拡大していることが窺える⁷。

FRB のバイス理事も 2005 年 10 月にカリフォルニア州で講演した際、住宅価格が高騰した一因として「投機の増加」を挙げ、民間銀行の貸し出し基準の緩さに懸念を示した⁸。同氏は「住宅の平均価格は 1997 年以降、80%以上も上昇した」と述べ、高騰の原因として投機、所得増、金利低下を列挙した上で、居住用ではなく利益追求のために住宅を購入する例が多いとの見方を示した。投機を支えているのは新型の住宅ローン商品で、融資時の信用調査が甘いという問題をあらためて提起した。さらに理事は金利上昇や住宅価格の下落が起きた場合、新商品は従来型のローンに比べてデフォルト（債務不履行）の恐れが大きいと述べ、銀行にリスク管理の強化を促した。

図表 10 過去 1 年間で新型融資を拡大したか？



図表 11 セカンドハウスや投機目的による住宅融資のシェアは？



（出典）FRB「Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices」 July 2005

米通貨監督庁（OCC）が 2005 年 7 月に発表した融資基準調査結果⁹によると、同年 3 月

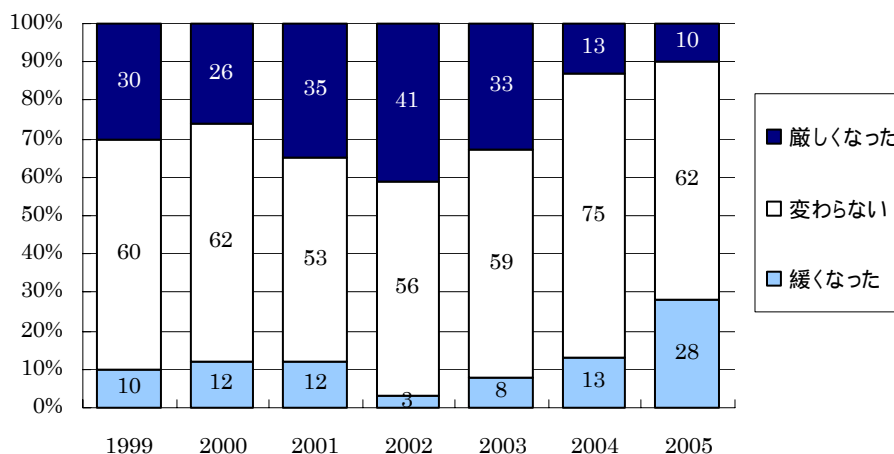
⁷ 全米不動産協会（NAR）によると、2004 年の住宅購入の 23%が投機目的、13%がセカンドハウス需要とのことである。

⁸ Remarks by Governor Susan Schmidt Bies, At the National Bankers Association Annual Convention, Beverly Hills, California, October 12, 2005

⁹ 2005 Survey of Credit Underwriting Practices, National Credit Committee

までの1年間に個人向け融資の審査基準を前の年より「緩めた」と答えた銀行は全体の28%に上り、「厳しくした」の10%を大幅に上回った。審査基準を「緩めた」が「厳しくした」を上回るのは過去11年にわたる調査の中で初めてのことである。

図表 12 過去1年間の融資審査基準は



(出典) OCC 「Survey of Credit Underwriting Practices」

OCCによると、個人向け融資で審査基準の緩和が集中しているのは「住宅を担保にした融資」だという。各金融機関は需要が旺盛な住宅ローンを収益源の柱に位置づけており、審査基準を緩めてでも融資額を拡大しようとしている。新型ローンはもちろんのこと、通常30年の借入期間を40年に設定したり、借り手の保有資産や雇用状況を確認しないまま融資を実行する銀行も増えているという。

I/Oローンなどの新型ローンは、元本返済を先延ばしにすることによって返済負担を軽減し、住宅価格上昇下では転売の際に非常に効果的であるものの、一方では「債務不履行リスクが覆い隠されている」(米通貨監督庁：OCC)状態であり、金利上昇や住宅価格の下落が進めば、返済負担が予想外に高まり、融資が焦げ付くリスクを大いに孕んでいる。

確かに、このような新型ローンの拡大によって、通常型ローンを利用できない所得者層の需要を刺激し住宅ブームに相当貢献しているのは事実であるが、FRBのグリーンズパン議長(当時)は2005年7月の議会証言で「本来なら手が出ないはずの住宅を購入する手段として使われている」と指摘したうえで「こうした融資は健全とはいえない」と懸念を表明し、OCCも2005年5月にホームエクイティローンの与信判断基準厳格化のガイドラインを発表したほか、リスクの高い住宅ローンに対する審査基準の厳格化を銀行に求める¹⁰など、住宅価格抑制への政策にシフトしている。

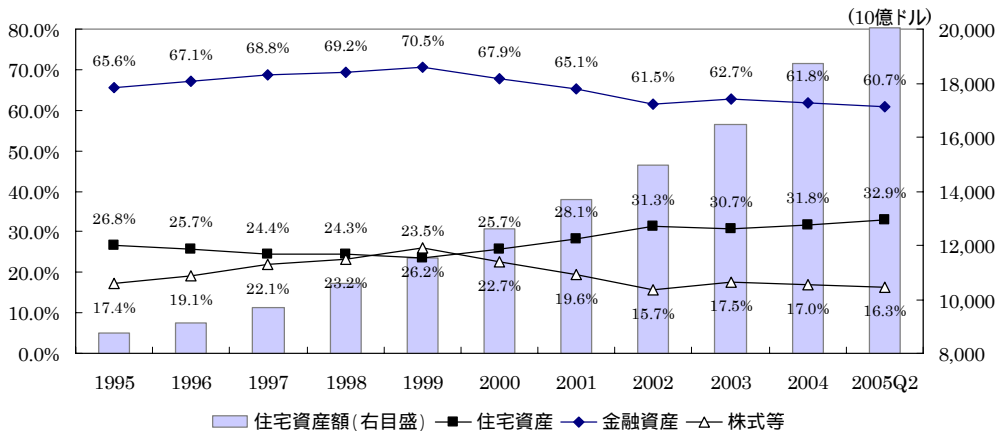
¹⁰ May 3, 2005 OCC 2005-18, Accounting and Reporting for Mortgage Loan Commitments: Interagency Advisory on Accounting and Reporting for Commitments to Originate and Sell Mortgage Loans

(5) 住宅市場への資金流入

高騰を続ける住宅価格、拡大する住宅ローンがもたらすものは、住宅市場への大量の資金流入である。

家計における住宅資産はこの10年間で8兆7,674億ドルから20兆331億ドルに増加し、全資産における割合も26.8%から32.9%へ上昇した。また、負債額も5兆ドルから11兆ドルに膨らむとともに、住宅ローン残高も3.3兆ドルから8兆ドルとなった。民間住宅建設投資（2005年は6,419億ドル）も含めると、大量の資金が住宅市場に投入されていることとなる。

図表 13 家計における各資産割合と住宅資産額

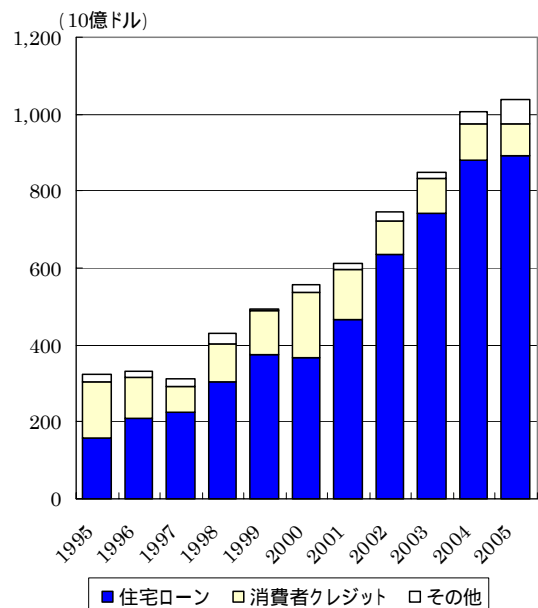
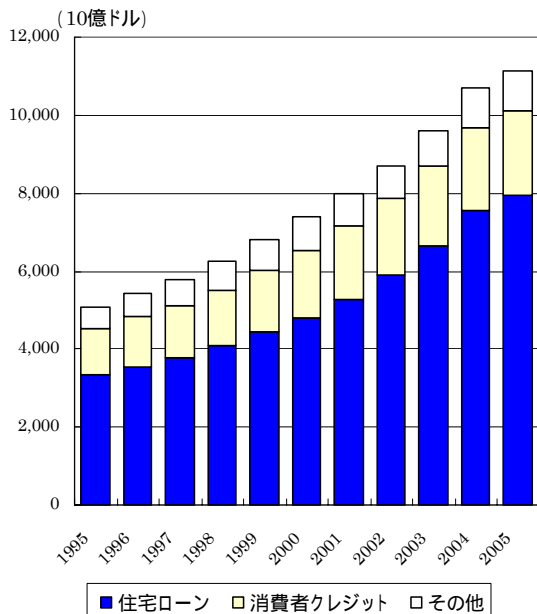


(出典：FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」)

図表 14 家計の負債額

(残高)

(フロー)



(出典：FRB「Flow of Funds Accounts of the United States」)

2 住宅市場への資金流入背景

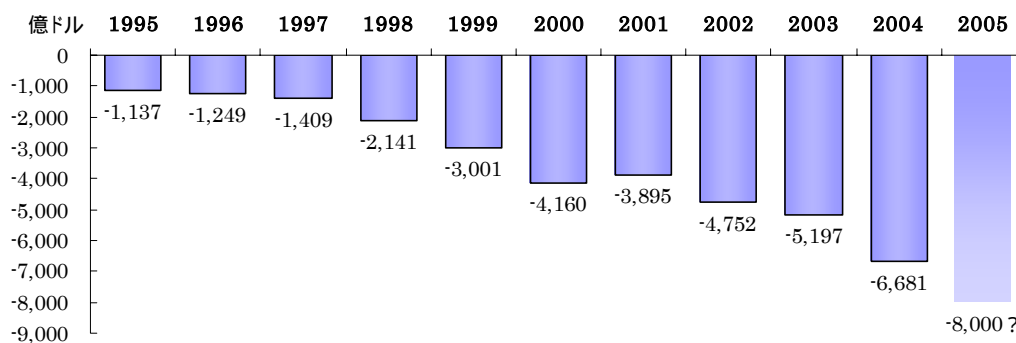
これまで、住宅価格、ローン、建設投資の動きから、どの程度の資金が住宅市場に流れているかを述べた。次にテーマとなるのはこれらの資金がどこから来るのか、なぜ住宅市場に向かうのかである。

前者については結論的には、住宅市場に大量に流れてくる資金の主な源泉は「海外マネー」であるが、これを説明するために、米国の経常収支状況を起点に論を進めたい。後者については住宅以外の各部門（個人所得・消費、企業部門動向）の動きと比較しながら分析をしたい。

(1) 経常収支

2004年の米国の経常収支赤字は6,681億ドルに達した。そのほとんどを占めるのが財・サービス収支の赤字で6,176億ドルとなっている。また2005年第3四半期（7～9月期）の経常赤字は1,958億ドルとなっており、年率換算では過去最高の8,000億ドルに達する勢いである。世界中から財やサービスを輸入し、米国内でそれらを消費することによって膨張の一途を辿っていることを意味する。

図表 15 米国の経常収支



(単位: 億ドル)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
財・サービス収支	-964	-1,041	-1,083	-1,650	-2,634	-3,783	-3,627	-4,212	-4,948	-6,176
財収支	-1,742	-1,910	-1,981	-2,467	-3,460	-4,524	-4,272	-4,823	-5,473	-6,654
サービス収支	778	869	898	817	826	741	645	611	525	478
所得収支	209	223	126	43	139	211	252	100	463	304
移転収支	-382	-431	-452	-533	-506	-588	-519	-640	-712	-809
経常収支	-1,137	-1,249	-1,409	-2,141	-3,001	-4,160	-3,895	-4,752	-5,197	-6,681

(出典) 商務省「Balance of Payments (International Transactions)」

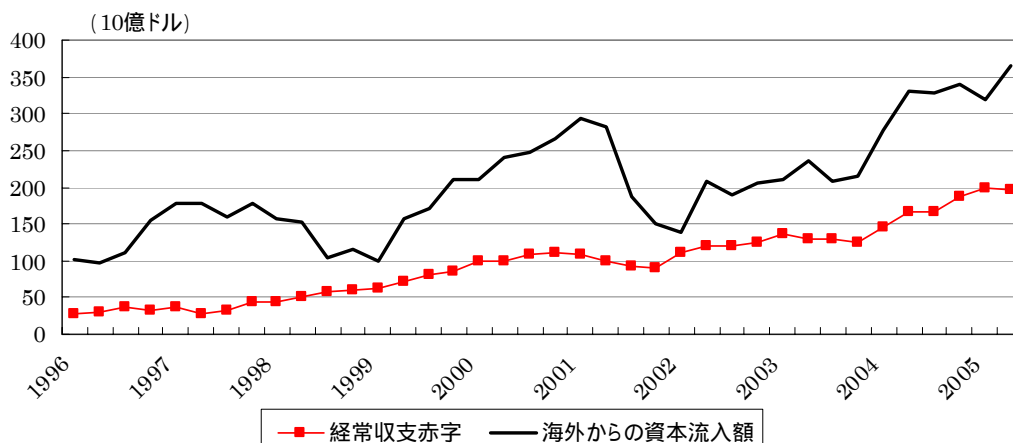
経常赤字をファイナンスする海外資本について、商務省の国際収支統計¹¹から見てみると、

¹¹ 商務省「International Transaction Account Data」

(http://www.bea.gov/bea/international/bp_web/simple.cfm?anon=71&table_id=1&area_id=3)

2005年第2四半期は3,931億ドルもの資本が海外から流入している¹²。これは同期の経常赤字の(1,957億ドル)の約2倍の水準である。現状としては経常赤字の拡大以上のペースで海外からの資本が流入している。

図表 16 海外からの資本流入額と経常赤字



(注) 海外からの資本流入額は四半期の移動平均

(出典) 商務省

(2) 貯蓄と投資のアンバランス

商務省国民経済計算 (National Economic Account) の貯蓄・投資に関する統計¹³を見ると、米国では国内投資 (Gross Domestic Investment) が2兆4,535億ドル (2005年第2四半期、年率換算) であるのに対して、国内貯蓄 (Gross Saving) は1兆6,691億ドルとなっている。差額の7,844億ドル¹⁴は海外からの資本流入で賄う形となり、国内投資に対する海外資本のシェアは32%に達する。国内の貯蓄投資のアンバランスさ、ならびに国内投資がいかに海外資本に依存しているかが分かる。

次に、FRBの「Flows of Funds Accounts of the United States」から、米国内における貯蓄と投資の差額を家計・政府・企業の各部門別に見た場合、企業部門が2002年以降貯蓄超過で推移しているのに対して、政府部門と家計部門は投資超過(貯蓄不足)となっている。

家計部門では、低金利や住宅価格の上昇によって旺盛な消費が続き、住宅融資が増大した結果、大幅な貯蓄不足に陥っている。

また、政府部門では、減税の実施やイラク戦争による国防支出、社会保障費の拡大によって財政赤字が膨らみ、2004年度の連邦財政赤字は過去最高の4,123億ドルを計上、2005年度は収増により赤字額は3,186億ドルに減少したものの、今後のハリケーン復興費などを考慮すれば財政赤字=貯蓄不足の早期改善は見込めそうにない。

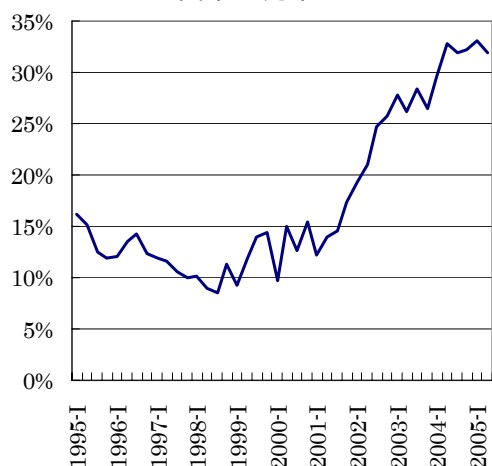
¹² 国際収支の定義上、経常収支額は、資本の純流入(米国への資本流入-米国からの資本流出)と誤差脱漏の合計と一致する。2005年4-6月期は、経常収支が1,957億ドルに対して、海外からの資本流入額3,931億ドル、米国からの資本流出額2,508億ドル、誤差脱漏536億ドルとなっている。

¹³ <http://www.bea.gov/bea/dn/nipaweb/TableView.asp#Mid>

¹⁴ 統計上の誤差脱漏を含む。

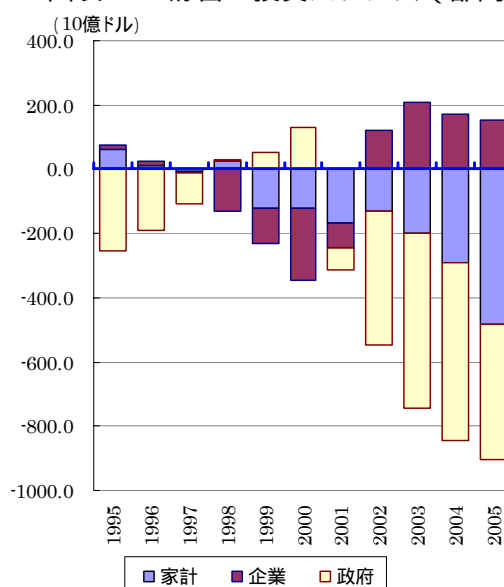
唯一、企業部門は設備投資の慎重姿勢が影響し「貯蓄超過」となっているが、家計部門と政府部門の貯蓄不足を補うには程遠く、結果として海外からの資本流入によってファイナンスされている、というのが現状である。また、米国に流入した海外マネーを利用する主体が企業から政府、または家計へとシフトする兆しも見られる。

図表 17 米国の国内投資に対する海外資本の比率



(出典) 商務省国民経済計算 (National Economic Account)

図表 18 貯蓄・投資バランス (部門別)



(出典) FRB「Flows of Funds Accounts of the United States」

(3) バーンナンキ FRB 議長の「世界的貯蓄過剰」説

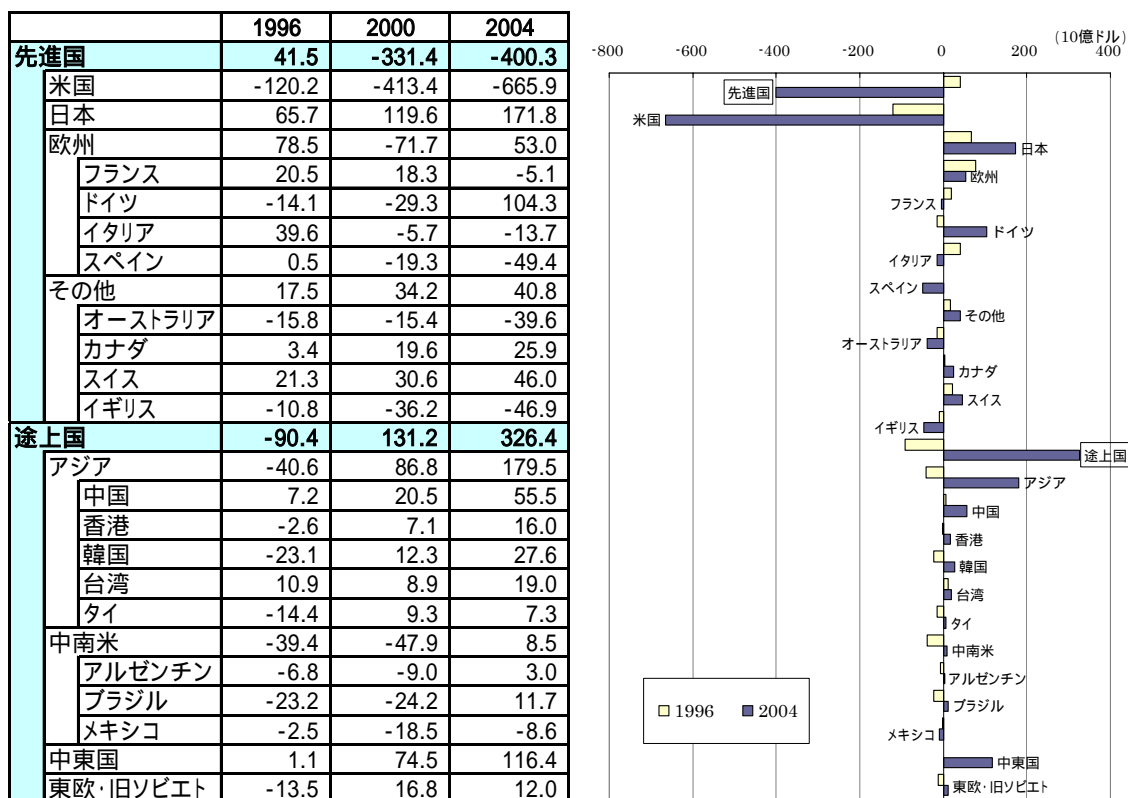
2006年2月にFRB議長に就任したベン・バーナンキ氏がFRB理事当時の2005年3月に行った講演、「世界的な貯蓄過剰と米国の経常赤字」¹⁵は、米国の経常赤字と長期金利低下を、グローバルな貯蓄過剰という概念から説明したものである。

以下は、講演内容の要約である。

- ・ 1996年から2004年にかけて、米国の経常赤字増加は5,457億ドルであった。先進工業国全体では4,418億ドルの赤字増加であり、米国の赤字増加が他の先進工業国の黒字により相殺されたのは約1,000億ドルとなる。
- ・ これに対して途上国の黒字への変化額は4,168億ドルに達している。この途上国の黒字化への変化をもたらしたのは通貨危機の経験である。通貨危機時には巨額の資本流出後の通貨暴落により経済混乱が生じたが、この危機の教訓から新興市場国は資本輸入国から資本輸出国となるよう転換を図り、外貨準備高の積み増しに努めた。

¹⁵ “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks by Governor Ben S. Bernanke, At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005 (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>)
谷村真 (JETRO)「米国の経常赤字を巡る議論」(2005年8月)も併せて参照。

図表 19 主要国の経常収支



(出典) IMF

- ・ また、原油価格の高騰により、中東諸国やロシア、ナイジェリア、ベネズエラなどでは原油輸出が増加しており、貿易黒字が拡大した。
- ・ 1996年から2004年までの米国の経常赤字を1996～2000年と2000年以降の2局面に分けて説明すると、まず前半期の1996～2000年にかけては米国の株式市場に資金が流入し、株価の上昇が見られた。当時の米国は、従来からの低い政治リスクや知的財産権の保護に加え、新技術の開発・導入、生産性の上昇により、投資家にとって非常に魅力的な投資先となった。その結果、米国への資本流入が株価上昇とドルの価値上昇をもたらした。また株価上昇による資産効果が米国消費者の購買力を高め、またドル高が輸入にとって価格競争力の点でプラス、輸出にとってマイナスとなることで、貿易赤字は一層拡大した。
- ・ これは、貯蓄投資バランスの面では、企業部門にとっては期待収益率の上昇によって設備投資が増え、また家計にとっては、資産効果や将来所得の上昇期待から、貯蓄の必要性を感じなくなり、投資超過となって経常赤字が拡大したのである。
- ・ 後半期では、2000年3月から(下落した)株価に代わり長期金利低下と海外からの債券投資が、米国の貯蓄減少に寄与することになった。グローバルな過剰貯蓄の影響は米国住宅市場で生じており、現在、米国の住宅金利は低く、住宅建設ラッシュと巨額の住宅売買益をもたらしている。住宅価格上昇によるホームエクイティローンを通じた資産効果などで消費が活発化し、また2003年からの株価回復も重なって家計の

貯蓄率低下に貢献した。さらに、政府の財政赤字も拡大したことから、全体の貯蓄投資バランスは悪化し、結果的に米国の経常赤字は拡大した。

貯蓄と投資のバランスが経常収支の決定要因であるという点からアプローチしている限りはオーソドックスな内容であるが、米国内の貯蓄投資バランスの悪化は、国内的要因のみでなく、国外のマクロ経済動向（途上国を主体とする世界的な貯蓄過剰）からも大きな影響を受けている、というのがバーナンキ議長の主張である。

また、バーナンキ氏の「世界的貯蓄過剰」説の他にも、米国の経常赤字が拡大した主要因として、次の見方¹⁶がある。

第 1 の見方は、米国の貯蓄不足を赤字の主要因に挙げる。米国の総貯蓄率は 1983-2000 年平均の約 17% から 2004 年の 13.4% まで低下し、他国の半分程度の水準となった。従来方式で測定した家計の貯蓄はゼロ以下となり、公的部門の貯蓄も 2001 年にはプラスだったが、現在はマイナスである。米国の総貯蓄率がどうにかプラスを保っているのは、ひとえに企業部門の高い貯蓄率のおかげである。個人消費が鈍化し、政府の財政再建が本格化しなければ経常赤字は今後も続くだろう。

第 2 の見方は、対米投資に魅力があるからこそ経常収支は赤字なのだと解釈する見方である。確かにこの見方は米国の生産性の伸びを示す統計データと一致するし、米企業の利益率が高水準にある事実とも一致する。投資家は企業の高収益を予想し、資産市場が上昇すると見込んでいた。だが米国の投資比率が上昇の兆しを見せず、むしろ 90 年代のバブル期の水準から GDP 比で 2% 低下している。しかも 2001 年以降、外国人投資家が購入したのは米国株ではなく米国債だった。非農業部門の生産性の急速な伸びを好感した外国人投資家が、米国債に殺到すると想像するのは難しい。

第 3 の見方として、米国以外の国での国内投資の低迷を主要因とする見方である。GDP 比で見た投資は、1990 年代前半と比較すると日本では 9 ポイント、欧州では 3 ポイント下がった。アジア通貨危機前と比べると、アジア NIES の投資は GDP 比 5 ポイント減少し、ASEAN 主要 4 カ国では 10 ポイント減となっている。こうした投資の減少によって、米国証券に投じられる資金は増え、経常赤字が拡大した。

バーナンキ氏の世界的過剰貯蓄説を含め、この 4 つの見方はいずれも現実の一面を指摘していると考えられる。結果としてこれ他の要因が重なって経常赤字が拡大したのは事実であり、貯蓄投資バランスの不均衡や過剰流動性を縮小するためにはあらゆる角度からのアプローチが必要となってくるであろう。

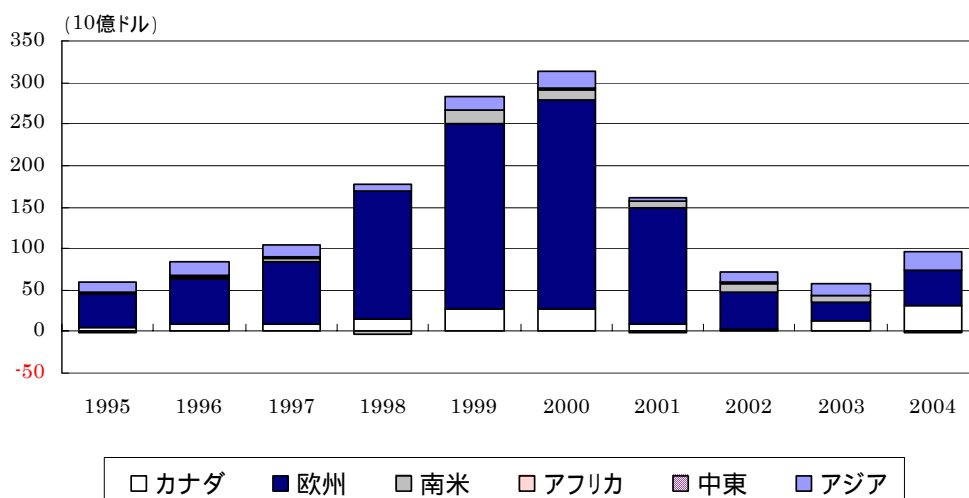
¹⁶ Barry Eichengreen, University of California, Berkeley 「資金循環と世界」(2006 年 1 月 19 日付日本経済新聞「経済教室」) より

(4) 海外からの投資の実態

直接投資

海外からの対米直接投資については下図に示すとおりであるが、隣国カナダや欧州からの投資が中心となっている。2004 年はアジア諸国からの投資も上向いている。後述する対米証券投資の方が規模も大きく、直接投資は米国の貯蓄不足をファイナンスするほどの貢献度は有していないのが実状である。

図表 20 米国への直接投資額



(出典) 商務省「Foreign direct investment in the U.S.」

間接投資

1) 2004 年の対米債券投資¹⁷

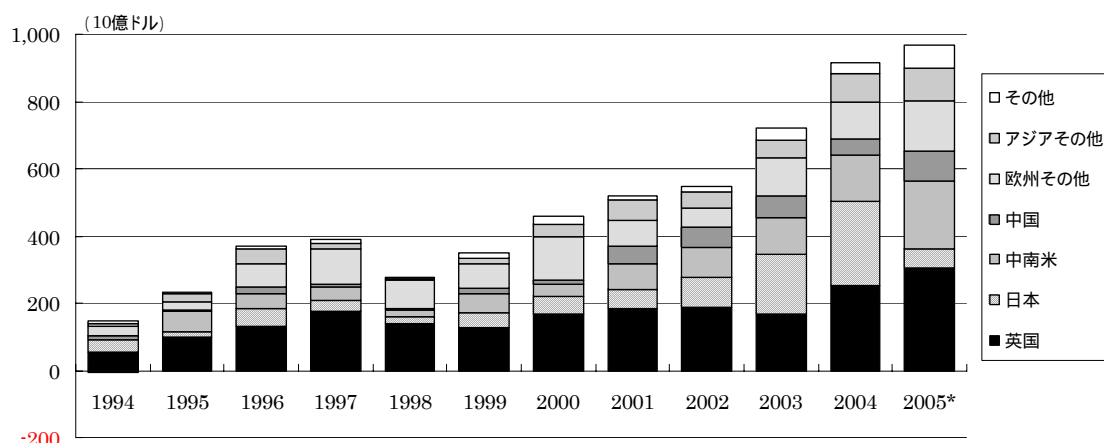
海外マネーによる対米債券投資は 2004 年に 9,158 億ドルに達した。海外マネーの純流入額は 2002 年に一旦伸びが鈍化したものの、2003 年以降 2 年連続で増加し、2004 年は経常収支の赤字額 6,681 億ドルを大幅に上回った。

国別では、日本や中国をはじめとするアジア諸国や英国からの資金流入が多くなっている（英国については、産油国マネー等も含まれると推定¹⁸）。2004 年は英国が 2,468 億ドル、日本が 2,441 億ドルと、両国で全体の半分強を占めている。

¹⁷ 対米債券投資は、海外公的・民間部門（個人含む）による毎月の米国債、政府機関債、社債ならびに株式の購入額と売却額の差額を年間累計したもの。データは米財務省ホームページより（<http://www.treas.gov/tic/index.html>）。また UFJ 総合研究所「大幅に拡大した米国向け証券投資」（2005 年 3 月）を参照。

¹⁸ その理由としては、英国の金融機関と中東諸国とは歴史的につながりが深いといわれていること、原油高により OPEC の石油収入が増大しているにもかかわらず米国債残高に変化がないこと、英国の対米債券投資額と OPEC の石油収入の動きに相関が見られること、英国はチャネル諸島・マン島を含んでいるが（米財務省ホームページより）両島は Tax Haven 地域（全く税金が存在しないか、または極めて税率が低い国・地域）であることから、オイルマネーをシフトしている可能性が高いこと、が挙げられる。

図表 21 対米債券投資の地域別動向



(注) 2005年は1～8月実績を年率換算したもの
(出典) 財務省

債券種類別で見ると、まず、国債への投資額は3,568億ドルと4年連続で増加した。国別では日本が1,664億ドル(シェア47%)と最大で、英国が805億ドル(同23%)となっている。政府機関債¹⁹への投資額は2,325億ドルと増加に転じた。英国が533億ドル(シェア23%)とトップだが、日本が444億ドル(同19%)、中国が164億ドル(同7%)、その他アジアが357億ドル(同15%)とアジア諸国からの投資は全体の4割程度を占めている。

社債への投資額は3,008億ドルと2年連続で増加した。英国やカリブ・バンキングセンター²⁰を含む中南米からの投資が多い。一方、株式への投資額は258億ドルと4年連続で減少し、2000年ピークの15%の水準に低下している。

投資主体別(民間部門と公的部門)に分けてみると、国債は2003年以降、公的部門(海外通貨当局)による投資が大幅に拡大している。2004年は公的部門が2,031億ドルと、民間部門の1,529億ドルを上回った。一方、政府機関債は公的部門203億ドルに対して、民間部門による投資が2,113億ドルと多く、社債と株式については、大半が民間部門となっている。

2) 米国債の保有残高動向

海外諸国が保有する米国債の残高は、2005年7月現在で2兆348億ドルとなった。地域別にみると、近年、3年連続で2桁の伸びを記録している日本は米国債投資残高が6,833億ドルに達し、海外保有分に占めるシェアが2000年の31.3%から33.6%へ高まっている。

¹⁹ 米政府の監督下で経営管理されている民間の政府系機関によって発行される債券。政府の救済保証が付されているとされ、米国債に次ぐ高い信用力を持っている。ファニーメイ、ジニーメイ、フレディマックといったGSE(政府支援機関)が発行する債券が大半。

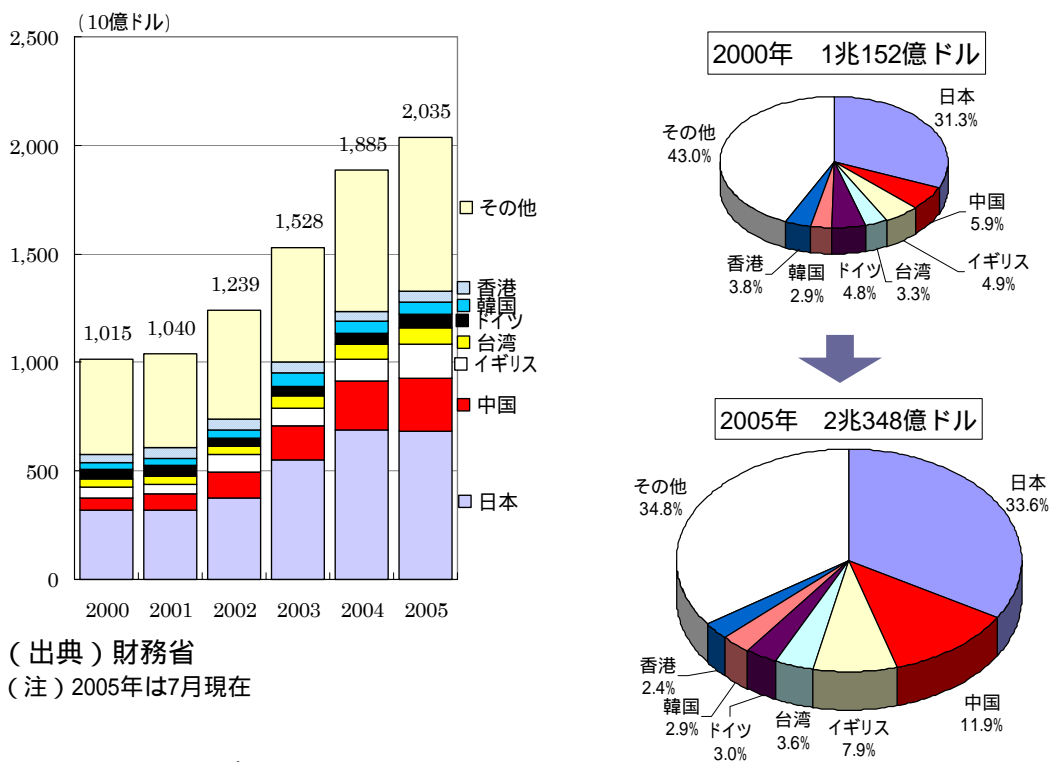
²⁰ カリブ・バンキングセンターはバミューダ島、バハマ諸島、ケイマン諸島、蘭領アンティル諸島、ならびにパナマを含む。これらはヘッジファンドの拠点とされるオフショア市場(非居住者が資金調達・運用などの資金取引を自由に行える市場)であり、Tax Havenであることが多い。

<国際関係 Knowledge-base (<http://hunter.main.jp/IPE/OffshoreFinanceCenter.shtm>) 及び米財務省ホームページより参照 >

日本に次いで多いのが中国で 2,421 億ドル、3 番目が英国で 1,600 億ドルとなっている。

特に注目すべきは英国で、2004 年 7 月の米国債保有残高は 633 億ドルであったのが、この 1 年で 2.5 倍以上の伸びを示している。中東諸国と歴史的につながりの深い英シティを経由して米国債投資に向かっているのが国際金融界の一致した見方である。

図表 22 米国債の保有残高（国別）



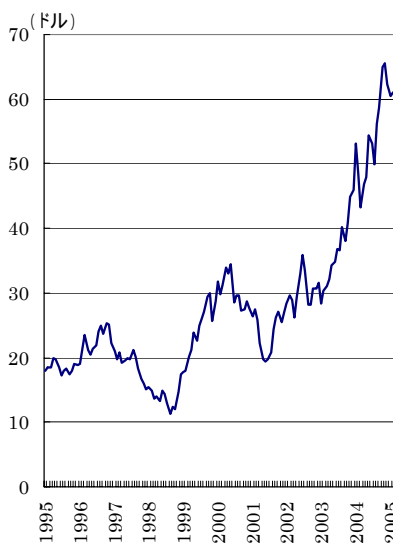
(出典) 財務省
(注) 2005年は7月現在

オイルマネーの膨張

バーナンキ氏も指摘したように、原油価格の高騰により、中東諸国やロシア、ナイジェリア、ベネズエラなどでは原油輸出が増加、貿易黒字が拡大している。

2年前は約 30 ドルだった原油価格は、2005 年 12 月現在で 1 バレル = 61.0 ドルとなっている。価格高騰の恩恵を受けたのが中東をはじめとする産油国で、IMF によると 2005 年の中東産油国の石油収入は 4,000 億ドル弱に達する見込みである。また、図表 15 の経常収支を見ても分かるように、中東諸国の 1996 年における経常収支は僅か 11 億ドルであったのが 2004 年には 1,164 億ドルへと拡大し、今や日本に次ぐ経常黒字国グループとなっている。産油国に蓄積した潤沢な資金は、

図表 23 原油価格の推移



(出典) NYMEX

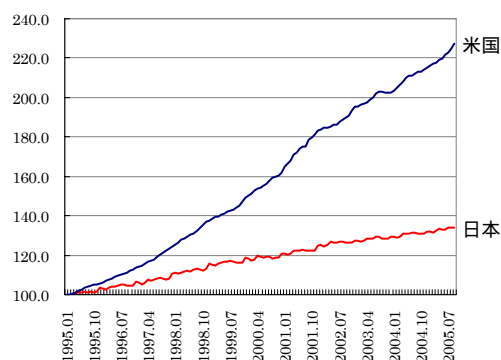
運用先を求めて世界中に溢れ出し、そのターゲットの1つが米国債投資となっている。

英国を經由して米国債に向かったオイルマネーは、米国の経常赤字を賄うだけでなく、長期金利の低位安定にも寄与している。原油価格高騰は家計の可処分所得を圧迫し個人消費の減速要因ともなるが、長期金利の低位安定は住宅購入を刺激し資産効果をもたらすため、結果として住宅資産効果が原油高を相殺し、米国の景気減速が押しとどめられているのが現況であるといえる。

対米債券投資の拡大と過剰流動性の発生

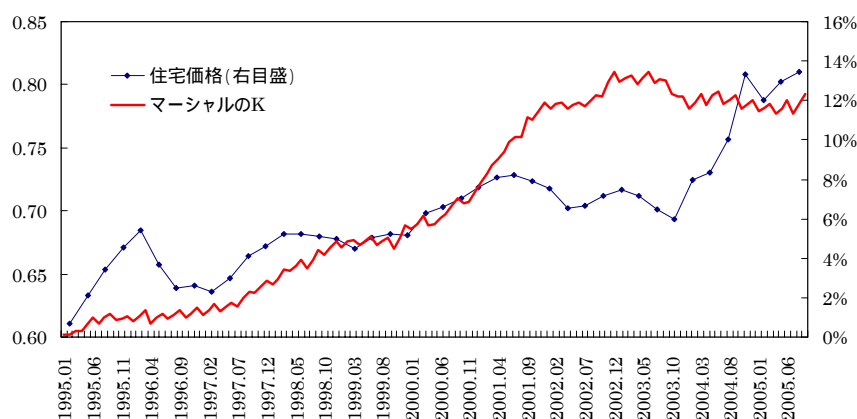
以上を見てきたように、対米債券投資の拡大に伴って、流動性（金余り）も増加している。その関連をより詳細に概観すると、まずマネーサプライの動きについては、1995年を100とした場合で、2005年9月時点で日本が133.8なのに対し米国は227.1となっている。次に米国のマネーサプライをGDPで除した値（マーシャルのK。一般に流動性を示す指標として用いられる）で見ると、2000年以降に急速な上昇を示し、最近では0.8前後で推移している。マーシャルのKの上昇にみられる流動性の増加は、対米債券投資の動きとリンクしており、また住宅価格の上昇につながっているものと思われる。

図表 24 日米のマネーサプライ
(1995年 = 100)



(出典) 日本銀行、FRB

図表 25 マーシャルのKと住宅価格



(出典) 商務省、FRB、OFHEO

対米債券投資による効果

海外からの対米債券投資は米国の経常赤字をファイナンスするとともに、以下のような住宅市場に対する大きな寄与を見た。

- a. 海外公的部門の積極的な米国債購入が長期金利低下の一因となった。この結果、住宅市場の活況が予想外に長期化し、家計の住宅資産価値は大きく高まった。住宅資産価値の高まりは家計の購買力の拡大に貢献した。
- b. 海外からの政府機関債投資は、ファニーメイ（米連邦住宅抵当金庫）やフレディマック（米連邦住宅貸付抵当公社）など住宅ローン債権買い取り機関の資金調達を容易化し、住宅市場の活発化に寄与した。
- c. 海外の公的部門（通貨当局）による米国債購入が拡大したことで、ブッシュ政権下での大型減税や歳出拡大に寄与した。また、大型減税の実施に伴って米国の家計の購買力や金融資産は拡大した。

長期金利の低位安定に関して、FRB が 2005 年 9 月に発表した調査結果によると、海外マネーによる対米債券投資によって米国債の利回りがかなり低く抑えられており、異例な長期金利の低位安定の一因になっている。「International Capital Flows and U.S. Interest Rates」²¹と題する調査結果は、元 FRB 上席研究員でバージニア大学の Francis E. Warnock、Veronica Warnock 両教授がまとめたもので、1984 年 1 月から 2005 年 5 月までの 21 年間の 10 年物国債利回りと海外からの対米債券投資額の詳細に調査したものである。その結果、2004 年 4 月から 2005 年 5 月の 1 年間の海外からの対米債券投資がゼロだったと仮定した場合、10 年物国債の利回りは現状より 1.5%押し上げられたと推測している。また、「この期間の対米債券投資が、全体平均の GDP 比 2%の水準と仮定しても、現在よりも 0.95%上昇しただろう」とも推計している。

3 余剰資金の今後の行方に関する考察

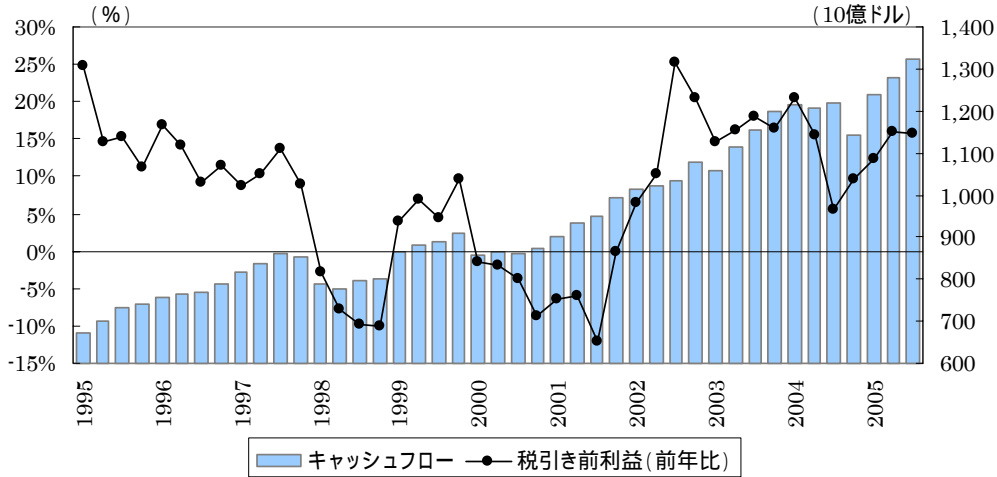
(1) 企業部門

企業収益・株価

企業収益は、個人消費の好調などを背景として 2002 年以降プラス成長を維持、伸び率もこの 1 年上昇を続けている。また、企業のキャッシュフローも 2005 年第 3 四半期は 1 兆 3,000 億ドル超を計上、高水準にある。IT バブル崩壊後の設備投資意欲の減退や、生産効率化により内部留保が積み増しされた格好であるが、今後については、設備投資意欲の回復とともに、原油価格の高止まりや雇用環境の改善を背景とした賃金コストの上昇、FRB の金融引き締め政策による資金調達コストの上昇、などの要因が少なからず企業収益を圧迫する可能性もある。

²¹ Francis E. Warnock, Veronica Cacdac Warnock “International Capital Flows and U.S. Interest Rates”, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Number 840, September 2005 (<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/840/ifdp840.pdf>)

図表 26 企業収益とキャッシュフローの推移



(出典) 商務省

次に株価の動向を見てみると、2000年のITバブル崩壊ならびに2001年の同時多発テロ、エンロンの不正会計疑惑等が重なり、2003年初頭までニューヨーク・ダウ平均株価は下落を続けたものの、それ以降は上昇に転じ、2006年1月現在10,900ドル前後で推移している。

最近では原油価格の高騰やハリケーン被害といったマイナス要因が続いたものの、株価は概ね底堅く推移しており、今後の設備投資拡大や企業収益安定が絡めば、株価上昇に期待感が持てるものと思われる。

図表 27 ニューヨーク・ダウ平均株価の推移

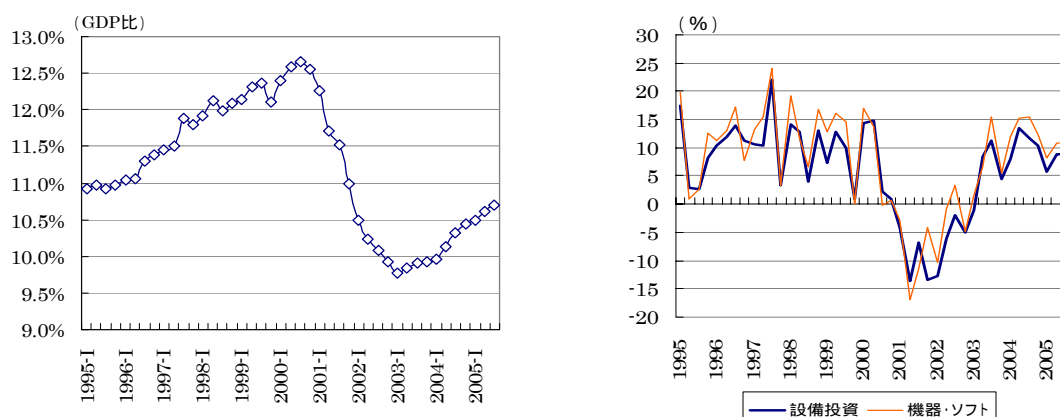


(出典) ダウ・ジョーンズ社

設備投資

設備投資は緩やかな拡大傾向にある。GDPの設備投資部門を見ると、2004年第4四半期まで3期連続で2桁台の増加が続いた後、2005年第1四半期は投資減税が2004年末で終了したことによる反動減により同5.7%と鈍化したものの、その後は2期連続8%台で推移している。設備投資のうち、構造物投資に関しては、海外への事務処理部門のアウトソーシングを主因としたオフィスビルの空き室率上昇が主な伸び悩みの背景にあるが、機器・ソフト関連投資は2桁成長を維持しており構造物投資の低迷をカバーしている。

図表 28 GDP 設備投資部門の推移
(対 GDP 比) (前期比伸び率)



(出典) 商務省

商務省が発表している「耐久財受注統計」を見てみると、2005年11月の全体受注額は2,230億ドルで前月比4.4%増、前年同月比11.9%増となった。うち非国防関連資材受注は859億ドルで前月比19.6%増、前年同月比22.8%増と、プラス成長を維持している。設備稼働率も80%台に拡大している。

次に、景気先行指標とされる「ISM 指数²²」を見た場合、拡大・縮小の分岐点とされる50%を超過している。うち製造業のISM指数は2005年5月までに51.4%まで落ち込んだもののその後は回復、非製造業もハリケーンの影響を受けた05年9月以外は60%前後で推移しており、企業の設備投資に対する景況感は堅調であるといえる。

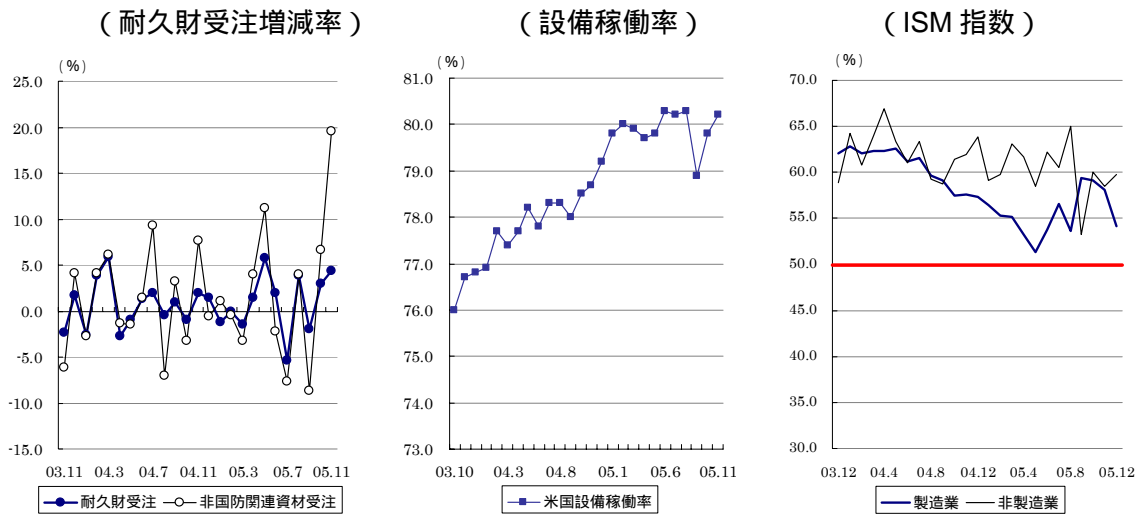
企業部門の資金調達の動きも活発化しつつある。FRBによると、企業部門（金融と農業を除く）の05年9月末の有利子負債残高は5兆4,744億ドルで、昨年末比5.4%増と5年ぶりの高水準の伸びを示している²³。また、証券大手ゴールドマン・サックスの四半期調査を見ても、大手企業1000社の負債比率は2003年末から低下が続いていたが、05年7-9月期は30%と上昇に転じ、中堅・中小企業2000社の負債比率も38%と1989年以来の高水準となっており、総資産に占める負債の比率が高まっている。2002年以降、企業部門では財務の健全化・引き締めを優先してきたが、最近では設備投資の拡大に向けた外部調達に動き始めていることが分かる。

今後についても、高水準な企業収益や潤沢なキャッシュフローを背景として、企業も投資抑制傾向から脱却しつつあることや、後述するハリケーン復興需要の後押しなどにより、企業の投資需要は緩やかながらも拡大傾向を持続するものと思われる。

²² ISM (Institute of Supply Management) 全米供給管理協会が発表する指数。この指数には製造業指数と非製造業指数がある。企業の購買部に対して、受注残や生産状況、在庫などについての状況が前月と比較して変化したか、どう変化したかをアンケートした結果を指数化したものである。ISM 指数は、パーセンテージで表し、50%を生産活動の拡大・縮小の分岐点としている。50%を上回れば、拡大していると判断することができる。

²³ FRB “Flow of Funds Accounts of the United States”より

図表 29 設備投資関連指標



(出典) 商務省、FRB、全米供給管理協会

ハリケーン復興需要

2005年9月に米国を襲ったハリケーン「カトリーナ」「リタ」による被害は過去の災害の中でも最大のものとなった。米議会予算局(CBO)が10月に発表した報告によると、被害総額は700~1,300億ドルと推定している。エネルギー関連施設の被害が180~310億ドルと大きく、次いで住宅関連(170~330億ドル)、その他民間セクター(160~320億ドル)、政府部門(130~250億ドル)となっている。

ハリケーン被害による景気への影響も懸念されたが、耐久消費財(自動車)支出が好調だったことにより2005年7-9月期のGDPは前期比3.8%増と、予想(3.4~3.5%)を上回る結果となった。今後は、ハリケーン復興が本格化し需要の増大が期待される。

CBOの試算によると、ハリケーン被害によるGDPへの影響度については、2005年下半期は0.5%程度のマイナスとなるが、2006年上半期は0.2~0.5%、同年下半期は0.4~0.6%程度のプラス効果を予測している。

図表 30 ハリケーン被害額と実質 GDP への影響

(単位:億ドル)

	被害額	2005年				
		2005年 下半期	2006年		2007年	
			上半期	下半期	上半期	下半期
住宅	170~330	180~280	80~100	50~70	50~70	50~70
耐久消費財	50~90	10~20	20~40	10~30	0~20	0~20
エネルギー部門	180~310	10~20	0	0	0	0
その他民間(企業)部門	160~320	60~120	160~340	160~350	160~350	120~250
政府部門	130~250	60~100	120~180	140~200	100~160	70~110
合計	700~1,300	60~100	50~70	20~50	10~30	0~20
		80~120	20~40	10~30	10~30	0~20
		220~320	110~270	210~370	190~360	140~230
		0.4~0.6%	0.2~0.5%	0.4~0.6%	0.3~0.6%	0.2~0.4%

(出典) CBO「Macroeconomic and Budgetary Effects of Hurricanes Katrina and Rita」

以上をまとめると、数年来の好景気により潤沢となったキャッシュフロー、企業収益が設備投資へと向かい、またハリケーンの復興需要も加わって、企業部門においてこれまで以上の資金需要拡大が見込まれるものと思われる。

(2) 政府部門

2004年度までは財政赤字が拡大を続けてきたが、2005年度の財政赤字は縮小した。

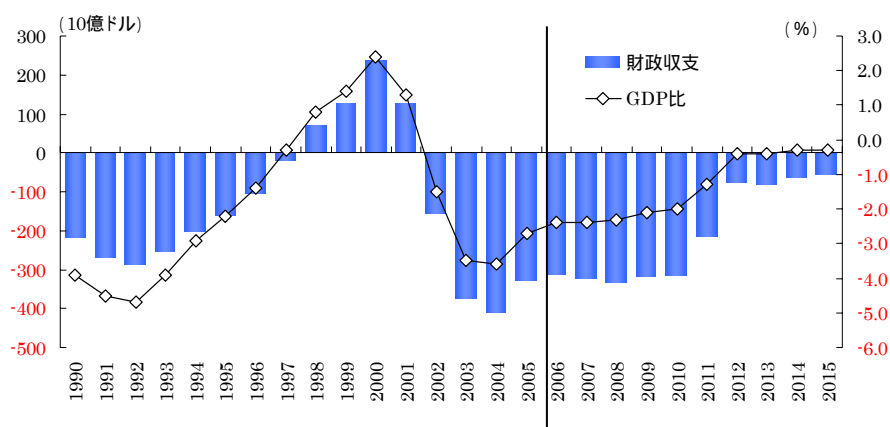
しかしながら、2005年8月の新道路6ヵ年法(SAFETEA-LU)の成立によりそれまで2年間凍結されていた新プロジェクトが動き出し、その財政規模は前計画(TEA-21)比で31.4%増となっている²⁴。

また、1946年～1964年生まれのベビーブーム世代が退職年齢に達し始め、高齢化の進展による公的年金や医療保険関連といった歳出の増加が見込まれていることや、イラク戦争に伴う国防費が加わること等が、政府資金需要の拡大要因の一つとなる。

さらに、2005年9月に米南部を襲ったハリケーンの復興費用として2005年11月現在までに総額623億ドルの緊急補正予算が組まれており、今後さらに追加される可能性もある。ブッシュ大統領はまた、623億ドルの補正予算のうち170億ドルを緊急対策以外のハリケーン関連事業(軍事基地の再建・装備の更新に64億6,300万ドル、高速道路の補修・再建に23億2,500万ドル、堤防・水路の整備に16億ドルなど)へ再配分するよう議会で提案しており、ハリケーンによって崩壊した道路や堤防だけでなく、住宅や水道、情報通信網などのインフラ整備や防災対策にも多額の資金が投入されることとなる。

以上からすると、政府部門においては新道路6ヵ年法成立による公共投資需要、社会保障、国防費の増大、ハリケーン復興需要を主体とした、今後1～3年間の資金需要増大が確実視される。

図表 31 財政収支の推移・見通し



²⁴ 本レポート 4.3「道路6ヵ年法(SAFETEA-LU)の成立とその背景」を参照

(単位:10億ドル)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
歳入	1,880	2,142	2,280	2,396	2,526	2,675	2,817
所得税収入	809	927	1,013	1,093	1,172	1,264	1,357
法人税収入	189	269	258	245	245	253	257
社会保障税収	733	794	841	884	925	969	1,014
その他歳入	148	153	169	174	183	190	189
歳出	2,292	2,473	2,595	2,721	2,860	2,997	3,134
裁量的経費	-894	-962	-991	-1008	-1032	-1052	-1075
義務的経費	-1237	-1329	-1396	-1476	-1557	-1650	-1743
その他歳出	-160	-182	-208	-237	-271	-295	-316
財政赤字額	-412	-331	-314	-324	-335	-321	-317

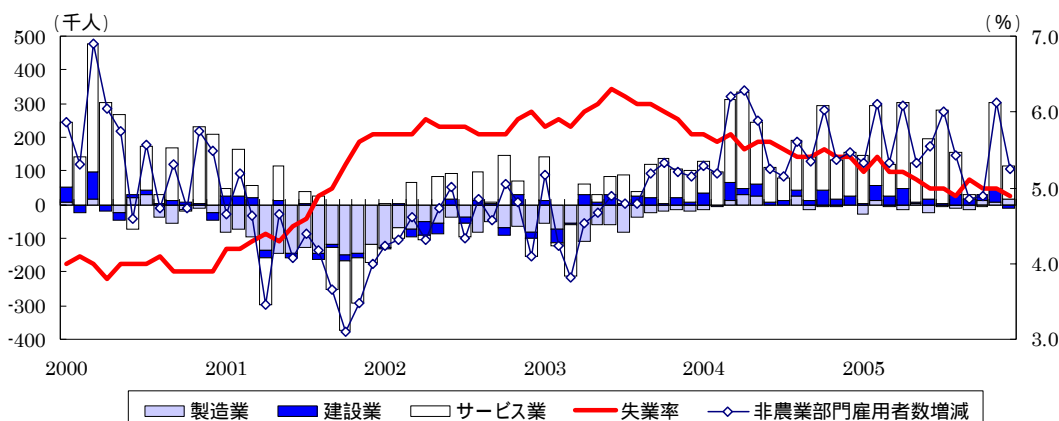
(注) 2006年以降は予測値 (出典) CBO (議会予算局)

(3) 家計部門

雇用情勢

雇用情勢は2004年から緩やかな拡大傾向が持続している。米労働省発表の非農業部門雇用者増減をみると、自動車を中心とする製造業の雇用は微減微増を繰り返しているものの、建設業ならびにサービス産業での雇用者増に下支えられ、2005年平均でもみて16.8万人増と、雇用の堅調さを維持している。失業率も2005年5月以降は4.9~5.1%で推移、9月のハリケーンで一時的に雇用が悪化したものの、その後の回復度合いは早いといえる。

図表 32 雇用者数増減と失業率



(出典) 労働省

所得・個人消費

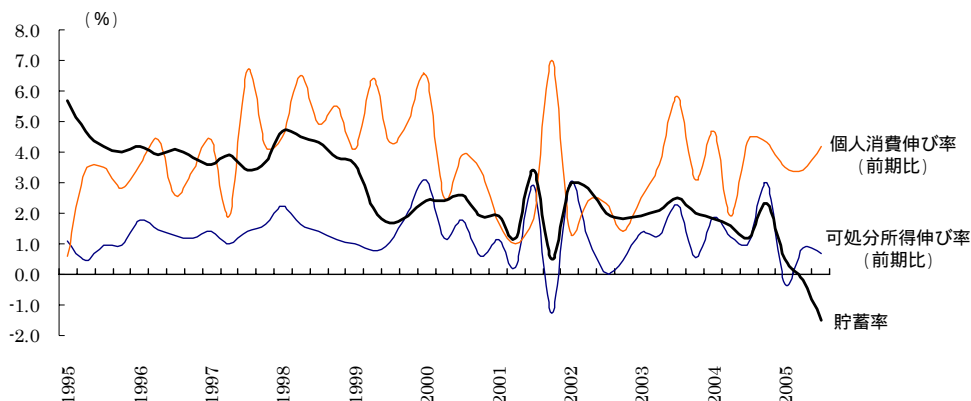
GDPの約7割を占める個人消費は、2005年第3四半期において前期比年率で4.1%増となった。6~7月における自動車販売(ビッグスリーによる従業員割引の一般顧客適用など強力な販売促進による)が牽引役となった他、堅調な住宅販売を背景とする家具等の耐久財支出や医療関連サービスによる寄与が大きかったためである。

しかしながら、第4四半期には自動車販売の反動減により個人消費は勢いを失うと見られ、その後もエネルギー価格高騰に伴う実質所得の低下や、金利の上昇によって基本的に消費の伸びは失速するものと思われる。

所得と消費の関係を見た場合、まず2005年第3四半期における個人所得合計は年率換算

で 10 兆 2,597 億ドル、可処分所得は 9 兆 428 億ドルとなっている。その一方で個人支出額は 9 兆 1,757 億ドルで、可処分所得から個人支出を引いた貯蓄額はマイナス 1,329 億ドル（貯蓄率はマイナス 1.5%）となっている²⁵。貯蓄率がマイナスになるのは 2 期連続で、所得を上回る消費を続けていることになる。また、所得と消費の伸び率をみても、可処分所得の伸びが消費の伸びを下回る状態が続いている。

図表 33 可処分所得伸び率、個人消費伸び率及び貯蓄率の推移



(出典) 商務省

このような所得と消費のアンバランスを支えてきたのは、住宅価格の上昇による資産効果、つまり価格上昇により資産価値が増し、ホームエクイティローン等によって現金化されこれらが消費に回されたためであるが、これまで好調だった個人消費を支えてきた住宅市場にも最近は変化の兆しが見られる。2005 年夏以降の新築住宅販売価格（商務省）、中古住宅価格（全米不動産協会）の伸びに陰りが見えていること²⁶や、新得・中古住宅ともに在庫の比率が高まっていること、また住宅金利が上昇する気配があることなどから、今後も住宅ブームが個人消費を強力に後押しし続けるとは考えにくく、住宅の資産効果剥落も個人消費減退の大きな要因になると予想される。

その結果、家計部門においては、緩やかな雇用拡大によって一定の所得は確保されつつも住宅ブームに大きく依存していた個人消費が、住宅価格のピークアウトによって今後減速するものと見込まれ、家計部門全体の資金需要は鈍化していくだろう。

(4) 余剰資金の今後の行方

世界的な貯蓄過剰、長期金利の低位安定、原油価格高騰などを背景として米国へ流れている大量のマネーは、家計の消費を膨らませ、住宅市場にバブルをもたらした。しかしながら企業・政府・家計各部門の今後の資金需要を予測してみると、今までのように住宅市場ばかりが過剰流動性をもたらすとは限らないようである。

²⁵ 商務省「Personal Income and Its Disposition」より

²⁶ 本報告書第 1 章「2. 米国建設経済レポート」参照

2006年以降は、ハリケーンの復興需要、設備投資の緩やかな拡大、道路6ヵ年法を主体とする公共インフラの拡充ならびに社会保障政策によって企業部門及び政府部門の需要拡大が見込まれる一方で、家計部門においては住宅ブームの終焉、個人消費の失速によって資金需要の伸びは緩やかになり、これまで住宅に向かってきた余剰資金が他部門へと徐々にシフトしていくものと見込まれる。

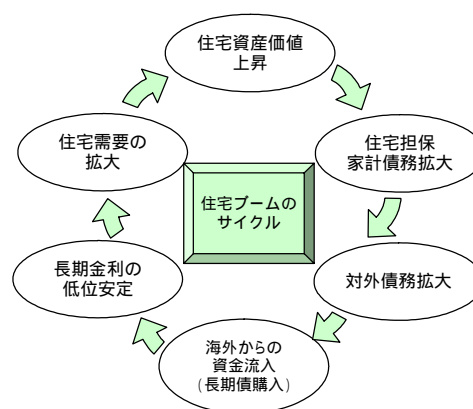
まとめ

90年代後半から続く住宅ブーム、特に2003年以降の住宅バブルは、価格の高騰や拡大する住宅ローンを通じて大量の資金が住宅市場に流れ込んだ。米国が慢性的な経常赤字を抱える中で住宅市場の過剰流動性の背景にあるのは、海外マネーによる対米投資であり、日本や中国をはじめとするアジア諸国や、最近では原油価格の高騰で経常黒字が拡大する中東産油国が対米投資に大きく貢献している。

もちろん、海外マネーは米国債購入等を通じて経常赤字をカバーし、企業の生産活動や個人消費をファイナンスしているのであるが、企業や家計に関する各統計指標を概観する限りでは、住宅部門への資金流入と比較してその度合いは小さいといえた。

結果として住宅部門が金余りの最大の恩恵を受けていたと考えられるが、今後を占うにあたってそのカギを握るのは「長期金利の動向」である。現在の住宅ブームは図表34に示すとおり、住宅資産価値（価格）上昇 家計債務拡大 対外債務拡大 海外からの資金流入 長期金利の低位安定 住宅需要の拡大、というサイクルがプラスに作用しているためであると推察され、さらに個人消費を支える大きな要因となってきた。

図表 34 住宅ブームのサイクル



このサイクルのうちどれか一つの要素が狂えばマイナスに回転する恐れがある。インフレ圧力の高まりに応じてFRBは現在も短期金利の引き上げを継続しているが、グリーンズパン議長が「謎」と表した長期金利の低位安定が終わり、金利上昇加速を強めこのサイクルが逆回転を始めた場合、住宅バブル崩壊の被害がどの程度で治まるのかが注目される。

金利の低下によって住宅の資産価値が下がれば、それまで資産効果を背景として好調を持続してきた個人消費が失速することになると思われる。

また、住宅そのものに関していえば、将来的な人口増加や移民の流入²⁷、若年層の購入意

²⁷ 建設経済レポート44号「5.2 米国における人口増加と建設投資」参照

欲の高まり、ベビーブーマー世代の大量リタイアに伴う老後の住宅需要など、「実需」が支えることによって急激な落ち込みは起きないと思われるが、今までのように無制限に住宅市場に資金が流れるということは考えにくい。

長期金利が上昇すれば国債等の債券価格が下落するため、海外マネーによる米国債投資が失速する恐れもあるが、バーナンキ氏も指摘したように、世界中の過剰貯蓄が逆に長期金利の低位安定を支えている面もあり、海外マネーが(依然魅力ある)米国に向かうという大きな流れは変わらないだろう。そうした中で、政府部門はハリケーン「カトリーナ」の復興事業及び SAFETEA-LU 法成立により新規大型プロジェクトの進行等による資金需要が発生し、また企業部門においては原油高の高騰などによる後ろ向きの資金需要が見込まれることから従来以上に資金需要が逼迫することにより、これまでのような住宅ブームに象徴されるような金余り現象は続かないと見込まれる。

(担当：仁部祐二)

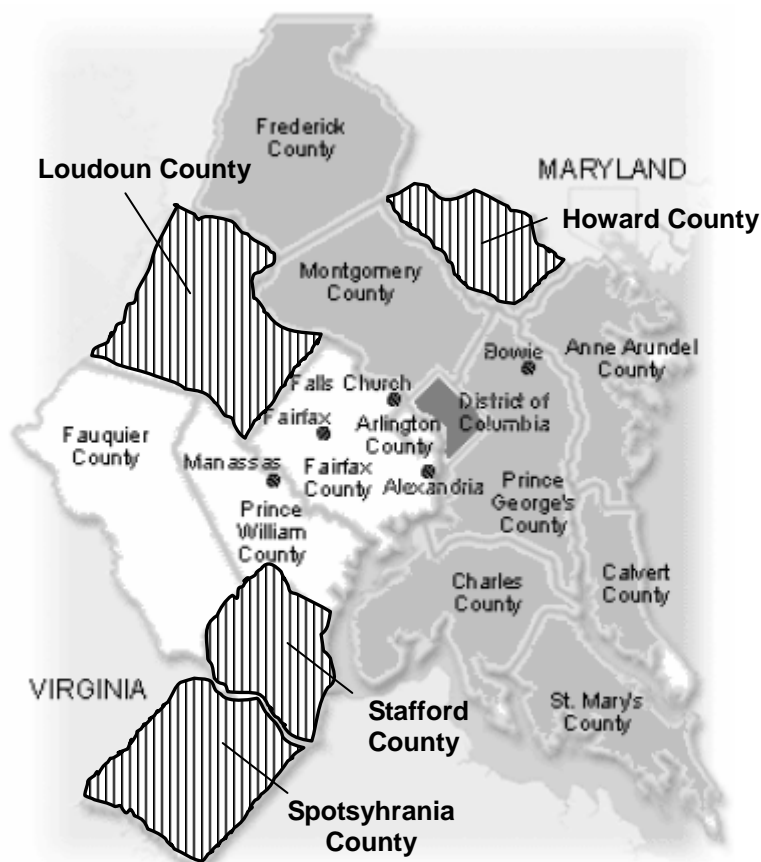
米国の住宅価格上昇の要因

米国の住宅価格は概ねどの地域も過去 5 年ほどの間に 2 倍に上昇している。価格上昇の要因は当地の ULI (Urban Land Institute) 等専門機関が分析しているが中でも需給ギャップのうち供給面では「政策的要因」が大きいとされている。言葉は婉曲的な表現であるが、はっきり言えば公共団体の開発抑制策である。都市計画いわゆるゾーニング及びそれと密接しているポリスパワー(規制権限)はすべて州政府それも下位機関であるカウンティーに属している。わが国であれば往時のように需給ギャップを埋めるための多摩ニュータウン等の公的機関による宅地の大量供給などが国により提唱されるところであるが米国では憲法によりこの行政分野には連邦政府は一切の関わりを持ってはいけない。ひたすら州政府、そのうちのカウンティーの専権に属するものである。

住宅地価格に影響のある人口動向を私の住んでいる大ワシントン圏でみると下記の図で中心地の色濃い小さな部分が人口 60 万人足らずのワシントン DC であるが MCI センターの開発や混合土地利用策等が功を奏し就労提供地としての開発はうまく行っておりオフィス空室率も全国で唯一 1 桁を維持している。加えて、図の DC の右半分メリーランド側においては国立医学予防研究所 (NIH)、国立医薬管理局 (FDA) 等の研究所を中心にバイオテクノロジーや IT、航空宇宙産業などが集積し、図の DC の半分バージニア側ではレストンの町を中心に AOL、MCI、Dominion Semiconductor 等テレコム、インターネット等の IT が集中しいわゆる人口 300 万人を越える大ワシントン圏を形成している。圏内の人口は急増しておりなかでも図表で縦線のある 4 カウンティーにおいて著しい(ここ 10 年余りで 70%以上の増加率)。このうち VA のラウドンカウンティー及びスタッフォードカウンティーは全国人口増加率の上位 10 位以内にランクされている。

受け入れる側のカウンティーも手を拱いてはいない。低所得者が容易に住宅を購入できないように意図的に規制を強化し販売価格を吊り上げる、いわゆる貧乏人お断り政策が採られている。米国の宅地開発規制は密度規制で 1 戸当たりに必要な土地の規模を規制する。例えばラウドンカウンティー西部では 03 年にそれまで 1 エーカー当たり 1 戸であった規制を 50 または 20 エーカーに大幅に強化をした。突然の規制強化に当然業者から訴訟が何百と提起されるが良好な環境維持という大義名分により訴訟においても当局は負けない。既存の住民も利害の一致により当局を支援する。こうした規制により、より遠隔の農地がどんどん侵食され高価な住宅地が出現しこれにつられてそれより内側の DC やその他カウンティーの住宅所有者は何も努力しないでパイパイゲームの恩恵に預かれるという状態がここ何年も続いている。

図表 35 大ワシントン圏



米国の住宅事情と税制

米国の住宅需要が旺盛な理由の一つとして、今まで本欄で述べてきた理由に加えて税制が後押しをしていることがあげられる。

米国人の住宅については一つのライフスタイルが確立されている。

新婚当時はまずはいわゆるアパートメントの1ベッドルームまたはスタジオタイプ(大きな一部屋)。この頃は賃貸が多い(最近はこの段階での購入者が非常に多くなっている)。それからいわゆる郊外のコンドミニウム(日本で言うマンション)。この頃は賃貸ではなく購入者も多い。またはタウンハウス、いわゆる5戸ぐらいが一つになった建物である。どこもバックヤードがあり、開発地全体の管理は行き届いている、それから子供が出来て小学生頃になるといよいよ米国人の憧れ、シングルハウスに引越すことになる。いわゆる庭付き一戸建て。この庭付き一戸建てについてもう少し述べると、米国最大の不動産会社の Coldwell Banker Real Estate が毎年全国の戸建て家屋の売り出し価格調査の結果を発表しているが(www.coldwellbanker.com)調査に当たった標準戸建て家屋の規模は 198 平方メートル、

4ベッドルーム、2+1/2バスルーム、ファミリールーム、車庫2台付きである。これをわが国と比較するには価格について述べないといけない。この標準家屋で、ここDCから10マイル離れた典型的な郊外の高級住宅地、VAのMcLeanで558,650ドル(5,865万円)、MDの高級住宅地Bethesda等で491,440ドル(5,160万円)、皆様よくご存知のカリフォルニア州ビバリーヒルズで1,313,750ドル、NYCの高級郊外住宅地NJのRidgewoodで753,000ドルとなっている。これが高いか安いかはそれぞれの感想をお持ちと思われるが、ただどこもこの5年で2倍くらいの値上がりがあったと思うと以前は規模、質の割にはわが国より安かったのは間違えないであろう。

またライフスタイルの話に戻るが、戸建ての場合、夏の芝刈り、秋の落ち葉掃除、冬の雪かきその他庭の維持に男性は相当の労力と経費を割かれる。そこで子供が独立して家を離れ夫婦のみになると泣く泣くこの思い入れの強かった戸建てを売却してまた手入れが楽で管理のしっかりしたタウンハウスまたはコンドミニアムに引っ越すことになる。

このように次々と買い換えられるのは譲渡税の控除があるからである。2年間の居住の要件を満たせば夫婦合算申告で50万ドルまでが免税となりさらに2年経過すれば一生何度でも控除が受けられる。

そして最近の買い替えブームを促進しているのもう一つの税制、ローンの利子控除制度である。しかも住宅2件分まで認められている。そしてこの控除には住宅の値上がりを含んで借り入れできるいわゆるエクイティローンの利子分までも含まれる(ローン上限額の制限はあるが)。

そしてこれら2大税制が米国の伝統的なライフスタイルになっている買い替えサイクルを支え若年層の賃貸から購入を促進し住宅価格の上昇を維持している。

図表 36 米国地域別住宅価格値上がり率 (2004年)



出典：米国商務省センサス局

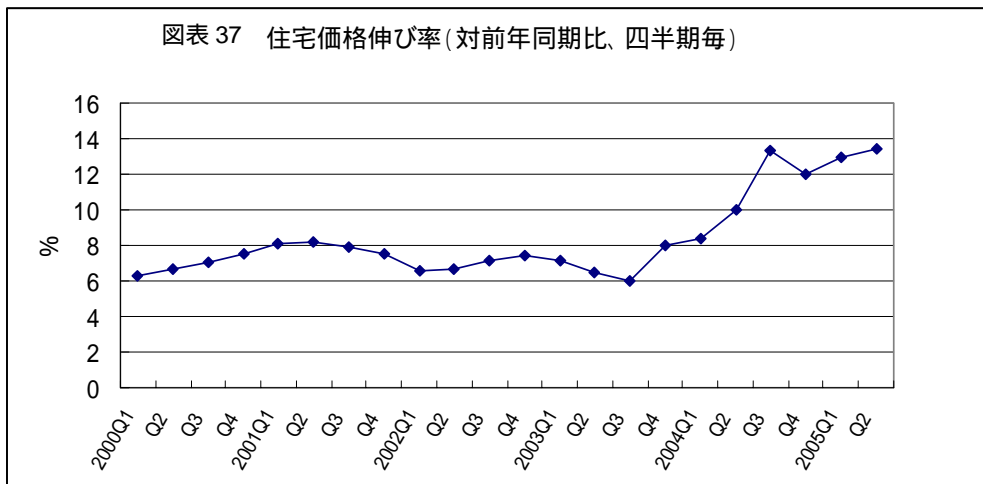
100万ドルの家が100万軒を超えた

2005年8月末発表の国勢調査（American Community Characteristics:2004）によると昨年中に所有者が自ら居住する資産価値が100万ドルを超える住宅がついに100万軒を超えた。住宅価格はここ数年で急騰しており、同調査によると全国で00年395,000軒、01年467,000軒、02年595,000軒、03年739,000軒と急増中であった。一部地域では100万ドル超の家は当たり前になっており、サンフランシスコで2万軒超、ニューヨークのマンハッタン地区ではハーレム及び北端部を除くアパートの平均売り出し価格は05年第2四半期で120万ドルを超えている（テラホールディングチーフエコノミスト）。こうした高額家屋は地域によってかなり偏っており、03年調査により上から多い州を順番にあげるとカリフォルニア、ニューヨーク、フロリダ、マサチューセッツ、ニュージャージーの5州となっておりこれら5州のみで国全体の65%を占め、またカリフォルニア州のみで38%をニューヨーク州で11%を占めている。この2州が全体の約半分を占めているということはいかに資産持ちが偏在しているかを示すことになる。ただしこの調査によると例えば桁外れの大資産家が多いバージニア州では見渡す限り全部のRanchを所有する大地主が多い割に所有者数が相対的に少ないため、上から10位にランクするに過ぎない等調査票の読み方には注意を要するが。

AP通信はつい最近マンハッタンのアッパーウエスト（セントラルパークの西側、一時はアッパーイーストが高級住宅地の代名詞であったが、90年代以降ウエストにも高級アパートが立ち始めヤッピー初め若者世代に人気が出て家賃などもうなぎ上りになっている）のアパートを100万ドルで購入した人の話を紹介している。42歳の銀行マンは2ベッドルーム1バスルームで広さ95平方メートルの購入物件についてシャンデリアも無いし伽藍型天井でもないしドアマンも玄関にはいない、このアパートは「マンション」とはいえないと語っている。

米国連邦住宅企業監督局（OFHEO）9月初めの調査によると住宅価格は相変わらず値上がりを続け05年2四半期の住宅価格指数は前年同期比で13.4%上昇している。これは1979年以来の高い伸び率となっている。

同局チーフエコノミストの話では価格が需要を超えているという証拠は無いが地域によっては価格高騰に勢いがある。またここ数年非住宅やサービスの価格を上回る影響を消費者物価指数に与えているという。他の物価指数は3.2%である。値上がりの原因としては低金利に加えて投機的な資金の流入をあげている。しかしながら今後はインフレ率や個人所得の伸びその他の要因を考慮するとこの傾向は長続きしないと見ている。



(出典：OFHEO)

住宅市場へのすさまじい資金流入の状況

前号で新 FRB 議長がまだ理事だった当時の 2005 年 3 月の論文を引用して世界的な貯蓄過剰による資金が米国に大量に流入し現在の住宅ブーム現象を作り出したことを説明したが、今回は住宅市場へのこれら資金の流入がいかにくすさまじいものかを見ることにする。

FRB 資料によると家計における住宅資産はこの 10 年間で 8 兆 7,674 億ドルから 20 兆 331 億ドルに増加し、全資産における割合も 26.8%から 32.9%へと増加した。住宅ローン残高も 3.3 兆ドルから 8 兆ドルにと大幅に増加している。05 年 9 月のグリーンズパン議長(当時)と FRB エコノミストのジェームス・ケネディー氏の調査(「Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences」)によるとホームエクイティーローン(以下 HEL という)を通じて米国の家計が手に入れたお金の総額が 2004 年末で 5,995 億ドル前年比 36.4%の増加、2000 年末と比較すると何と 3 倍も膨れ上がっている。可処分所得に占める割合は 6.92%と過去最高になっており 93 年比で 10 倍にもなっている(下表参照)。そして住宅価格の上昇と新型ローンの登場で住宅の含み益を現金化することが容易となりこのような住宅資産を拡大させる要因となっている。

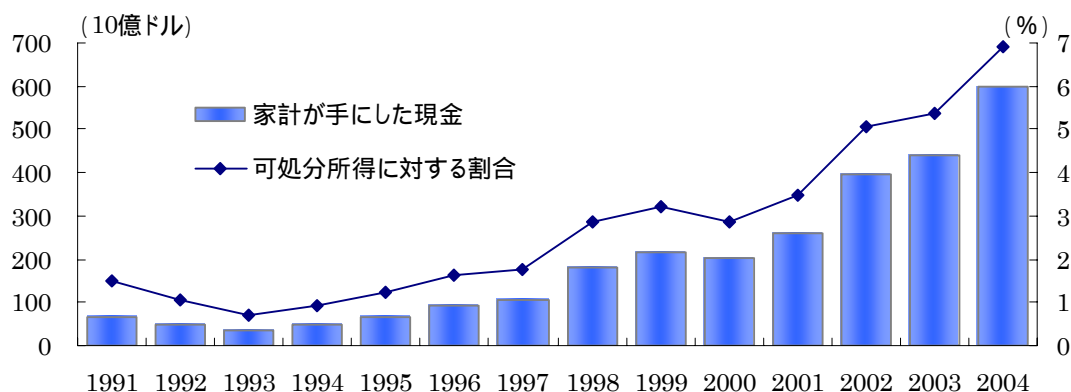
次に資金流入状況を住宅ローン残高で見ると同じく FRB によると 05 年 6 月末の住宅担保ローン残高は 1 年間で 12.8%増加し 7 兆 9,615 億ドルと過去最高を更新し 6 月末の家計の負債総額も前年同月比 10.8%増の 11 兆 1,420 億ドルと過去最高を更新し負債総額の 7 割強を住宅担保ローンが占めている。住宅ローンのうち HEL の占める割合は残高ベースで 12.1%となっており 10 年間で 3.5 倍以上となっている。SNL フィナンシャルによると 05 年 6 月末の全米銀行上位 100 行の HEL の残高は 3,154 億ドルでここ数年 2 桁の勢いで膨

らんでいる。また証券会社ハイパー・ジェフリーによると融資枠の規模は銀行上位 100 行の平均で 04 年末に自己資本の 1.45 倍に達し 02 年末の 1.04 倍から急増し、2 倍に増加した銀行も多いという。

更にここ数年で従来の 30 年固定金利型の伝統的な住宅ローンに加えて I/O ローン (Interest Only Loan:当初の 10 年もしくは 15 年間は利息だけを払うタイプ) や Negative Amortization ローン (当初の返済額が金利コストより小さく差額が元本に加算されていくタイプ) という新型のローンが現れその市場に占める割合が増加している。例えば I/O ローンはローン市場に占める割合は 3 割となり、特に住宅価格上昇の著しいカリフォルニア州では半分を超える人気となっている。

これら新型ローンについてはグリーンSPAN議長 (当時) も 05 年 7 月の議会証言で「こうした融資は健全ではない」と懸念を表明し OCC(通貨監督庁)も審査基準の厳格化等を銀行に求めている。

図表 38 ホームエクイティローンにより家計が手にした現金



出典：FRB

日米住宅リフォーム事情

最近わが国の新聞紙上でしばしば住宅リフォーム業者による悪質な詐欺まがいの事件を目にするが、米国においてはまずはそのような事件は発生しない。

なぜならリフォーム (米国では Remodeling、Improvement という。) は通常規模の場合家屋所有者が自ら行う場合がほとんどだから。土曜、日曜にゴルフに行く代わりに、バン、またはピックアップトラックを運転して郊外にある倉庫を馬鹿デカくした Home Depot のような店に自ら資材を買いに行き、それからおもむろに改造に入る。彼らは 1 週間または長いときには 1 月かけて、ガレージや地下室の用途を変えたりデッキ、ポーチを新增築したり、レンガの積み替え、コンクリートブロック工事までやる。私の住んでいる家の大家は世銀リ

タイアのエコノミストだが家の電気関係の不具合はすべて自分で脚立に乗って修理してしまう。わが国のようにいくらお年寄りとはいえ業者に任せるなんてことは考えられない。そのため、賃貸契約を大家と締結する場合修理に特に専門業者を呼ばなければならないと特記事項を挿入する必要もあるほどだ。NYのMediamark Research社2002年の調査によると例えばキッチン改造を行った10,523世帯中業者施工は2,885、バスルーム改造は14,776世帯中3,292に過ぎない。これは業者の費用が高いこと、業者を呼んでも時間および費用が事前の約束と異なる場合が多いこと等業者本位である事情にもよる。さすがに屋根工事、プール工事など専門性を要するもの家屋の基礎にかかわるもの等は業者施工が多いが。米国の住宅は適宜リフォームが施され、本格的な専門業者によって施工された家屋は耐用年数がわが国より遥かに長くなる結果ここDC周辺でも100年超の住宅が数多く市場に出回っている。4年前DC着任時に賃貸家屋を探したときにもかなりそのような住宅が候補の中に含まれていた。

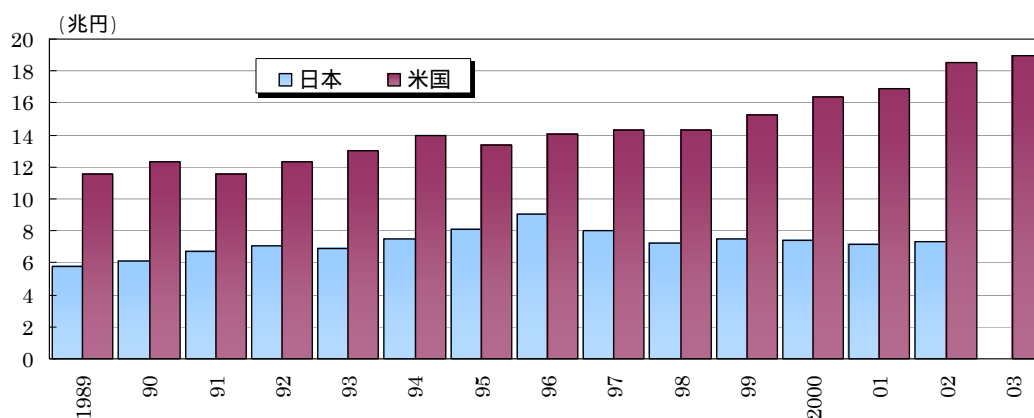
ネットによる家屋紹介物件にも築100年超は珍しくはない。

商務省調査によると2003年に行われた持家一戸建てのリフォーム総額は1,160億ドル(12兆7,600億円)でうち1960年以前に建築した家屋(築後43年経過)に対してのリフォーム総額は405億ドルで全体の35%にも達している。

投資額は世帯主年齢別では45~54歳の世代が最も多く、35~44歳、55~64歳と続いている。30歳未満は先々号で述べたごとく数年後の住み替えをにらんでいることからリフォームに対する意識は最も低くなっている。

こうしたリフォーム市場は1990年634億ドル、95年790億ドル2000年1,060億ドルと急激に伸びてきており全米ホームビルダー協会の予測でも2005年は「持家率の上昇やエクイティーローンの寄与、また住宅供給不足により住み替えが難しいためリフォームを選択する顧客が増えるため、市場規模は引き続き増加する」と予測している。

図表 39 リフォーム市場規模の日米比較



出典：(財)住宅リフォーム・紛争処理支援センター、U.S. Census Bureau
 (注) 米国分は、1ドル=107円(2004年10月現在)で換算