

アメリカ住宅バブルの崩壊と 経済再建過程

岡田 徹太郎

はじめに

21世紀アメリカの財政と金融は、市場に強い信頼を置く、共和党のジョージ・W・ブッシュ大統領と、アラン・グリーンスパンFRB議長という2人の指導者のもとで幕を開けた。この2人の市場に対する信頼に基づく政策が、住宅バブルを発生・崩壊させる遠因のひとつとなっていたともいえる。

グリーンスパンFRB議長は、ITバブル崩壊後における前例のない水準の金融緩和を実施し、住宅バブル発生後に周囲の警告を受けながらも緩和路線を維持した。

ブッシュ大統領は、「オーナーシップ社会」構想を掲げ、自助自律の社会を唱道した。ブッシュ大統領が提案した施策は極めて小規模なものに留まったが、その一方で、サブプライム・ローンとその証券化という民間住宅金融の発展による住宅の「オーナーシップ化」は確かに進行し、それは、住宅バブル発生の原動力となった。

それが、ひとたび「逆回転」を始めると、極めて厳しいバブル崩壊を惹起し、実体経済を巻き込みつつ、「100年に一度」といわれる2007～08年の金融・経済危機を引き起こしたのである。

2009年1月に就任した民主党のバラク・オバマ大統領は、翌2月には、戦後アメリカ史上最大の景気対策の根拠法となる2009年アメリカ再生・再投資法を成立させ、拡張的財政政策を遂行し、金融・財政危機が大恐慌に繋がることを防いだ。

ベン・バーナンキ議長率いるFRBは、住宅ローン担保証券＝モーゲージ担保証券（MBS）の大量購入プログラムを発動させて、住宅金融システムの正常化を図った。

本稿は、オバマ大統領による拡張的財政政策や、バーナンキFRB議長による金融緩和策が、危機対応としての緊急対策であったが、ひとまず、2010年末頃までに最悪の危機を回避し、経済再建過程への第一歩の道筋をつけたことを実証的に明らかにするものである。

1. ブッシュ政権の「オーナーシップ社会」構想と住宅バブル

ITバブルの崩壊とグリーンズパンFRB議長による超低金利政策

2000年代アメリカの住宅バブルをみる場合、いくつかの伏線を押さえておく必要がある。1990年代末に、インターネット関連企業を中心に投資が盛んになり、株価の高騰を伴ったブームが発生した。グリーンズパン議長率いる連邦準備制度理事会（FRB：Federal Reserve Board）は、政策金利の誘導目標を、1998年11月に4.75%まで引き下げていたが、1999年6月に5.00%と順次引き上げに入り、2000年6月には6.50%まで引き上げ、金融引き締めにかかった。⁽¹⁾ 株式市場は、00年始めまでに異常な高値圏に入っていたが、この金融引き締めにより、00年3月をピークとして反転、下落を始め、01年には本格的な景気後退に入った。この過程は、ITバブルの崩壊あるいはドットコム・バブル（dot-com bubble）の崩壊と呼ばれる。

FRBは、一転して急激な金融緩和に入る。政策金利の誘導目標を2001年1月に6.00%に引き下げたのを皮切りに、10度にわたって利下げを繰り返し、同年12月にはそれまで前例のない1.75%まで引き下げ、さらに02年11月には1.25%、03年6月に1.00%と引き下げることになる。この2%を下回る超低金利は、既に住宅価格が異常な高値圏に入っていた04年11月まで続けられ

(1) FRB (2013a).

(2) この超低金利の継続が、2000年代住宅バブルを支える原因の一つとなったと指摘されているのである。

金融サービスの発展によって進んだ「オーナーシップ社会」構想

2000年代の住宅バブルは、ブッシュ大統領の「オーナーシップ社会(ownership society)」構想とも無縁ではなかった。ブッシュ共和党政権は、住宅補助プログラムのうち、賃貸住宅を支えるプログラムの縮小をたびたび提案し、他方で、マイノリティや低所得者に対する住宅取得支援を強調した⁽³⁾。予算提案において、住宅所有を支援するとして、自助住宅所有機会プログラム(SHOP: Self-Help Homeownership Opportunities Program)、アメリカン・ドリーム頭金イニシアチブ(American Dream Downpayment Initiative)、住宅カウンセリング(Housing Counseling)などを用意した⁽⁴⁾。しかし、これらのプログラムは、予算規模としても政策効果としても小さなものであった。

その一方で、吉田(2008)は、アメリカ社会を覆う理念としての「オーナーシップ社会」構想の反映として、金融サービスの発展を背景とする所有化の進展があったとする⁽⁵⁾。すなわち、「(非力な政策の)他方で、住宅分野における実体としての「オーナーシップ化」自体は進行」し、現実として、マイノリティの持ち家率の上昇があったというのである⁽⁶⁾。

サブプライム・ローンとその証券化という原動力

こうした住宅所有促進の原動力の1つとなったのは、信用力の低い層向けの住宅融資、いわゆるサブプライム・ローン(subprime mortgage)であった。これに加えて、住宅モーゲッジの証券化、およびそれらの証券化商品を再証券化(2次証券化)するという手法を駆使した金融の発展が果たした役割は大きかった。

(2) FRB (2013 a); FRB (2013 b).

(3) White House (2004).

(4) OMB (2003) Budget, pp. 164-165.

(5) 吉田(2008) p. 151. 加えて、荒巻(2011) pp. 163-164も参照されたい。

(6) 吉田(2008) p. 146.

サブプライム・ローンは、当初の2～3年を低利固定金利、残期間（28～27年）を割増金利（プレミアム）を乗せた変動金利とするハイブリッド・ローン（組合せ型ローン）が大半である。こうした住宅ローンは、当初の返済負担の抑制により、返済能力の低い者の借り入れ・住宅購入を可能としたが、固定金利あけの金利変更時に返済額が大幅に上昇するので、大きな貸し倒れリスクを内包していたといえる。

それでも、こうしたローンが成り立ったのは、当初の数年間の低利返済を続け、金利変更時に、住宅価格が上昇していれば、繰上償還手数料を差し引いても、より有利なローンへ借り換えることが可能となり、返済額大幅上昇のショックを回避できるとの期待があったため⁽⁷⁾という。

2. 住宅バブルの発生と崩壊

住宅ローンの証券化と住宅バブルの発生

このようにして組成されたサブプライム・ローンは、2006年には80%台の割合でモーゲッジ担保証券（住宅ローン担保証券）（MBS: Mortgage-Backed Securities）に証券化された。モーゲッジ担保証券は、借り手の元利返済金を元にした受益証券として、貸し手から投資家に転売される。さらに、これらは、消費者ローン、企業向けローン等を担保とする他の資産担保証券（ABS: Asset-Backed Securities）と組み合わせられて、債務担保証券（CDO: Collateralized Debt Obligations）として再証券化（2次証券化）された。プールされた資産の元本総額よりも新たに発行される証券の元本総額を小さくする余剰担保（overcollateralization）などの信用補完（credit enhancement）⁽⁸⁾の手法により、これらCDOの75～90%がAAAという高い格付けを得たという⁽⁹⁾。

なぜ、サブプライムのような（貸し倒れリスクの高い）ローンが提供されたかについて、荒巻(2011)は次のように説明する。ローン提供サイドをみると、

(7) 荒巻(2011) p. 151.

(8) 詳しくは、荒巻(2011) pp. 152-153を参照されたい。これ以外に、外部機関による信用保証なども信用補完（credit enhancement）の手段である。

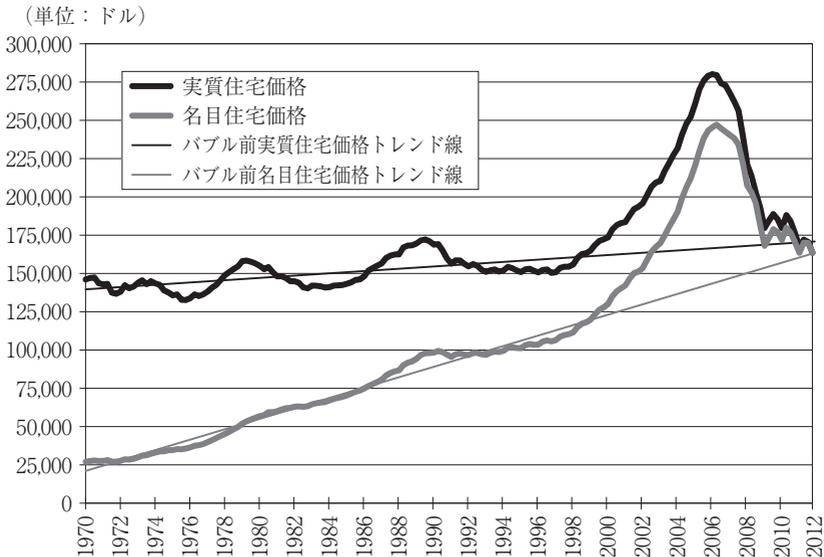
(9) 荒巻(2011) pp. 152-153.

ローン債権を保有し続けるわけではなく、売却され資金化され、売られたローンは証券化され投資家に販売される。したがって、ローン提供者にとっては、手数料・売却差益等のフローの収入の最大化が目的となり、ローンの質は二次的な問題となった可能性があるというのである。⁽¹⁰⁾

言い換えるならば、大元となる債権のリスクが正しく評価されず、さらに、それが証券化、再証券化（二次証券化）の過程を経て、さらに内在するリスクが曖昧になり、高い格付けと相俟って、リスク情報が証券市場に正確に伝わらなくなる仕組みが出来上がっていたといえる。これが、証券化商品の販売・資金調達を通じて、住宅市場に資金が流れ込む「住宅バブル」発生メカニズムを支えていたと考えられる。

図1にみられるように、1970年から2012年にわたる比較的長期のアメリカ住宅価格の推移をみると、住宅バブル以前の実質住宅価格の長期トレンドはほ

図1 アメリカ住宅価格の推移（1970～2012年）



(出所) JP's Real Estate Chart, <http://www.jparsons.net/housingbubble/>

(10) 荒巻 (2011) p. 165.

ばフラットである。しかし、2000年頃から、実質住宅価格は、この長期トレンドから乖離をみせ始め、04年頃までには大きく逸脱し高騰したのである。⁽¹¹⁾

金融引き締め策の遅れ

2004年には、01年の景気後退からの回復が明らかになっていたが、アメリカの中央銀行FRBは、5月まで金融緩和を継続した（政策金利1.00%）。グリーンズパンFRB議長が委員長を務める連邦公開市場委員会（FOMC: Federal Open Market Committee）は、インフレ率が低位に推移したことも相俟って、⁽¹²⁾政策金利を引き上げる決定をしなかった。ようやく6月に引き締め⁽¹³⁾に転じたものの、政策金利は、12月まで2%を下回る低水準で推移した。

世界金融・経済危機の一つのピークが過ぎ去った直後の2008年10月23日、金融危機と連邦規制の役割を問う連邦議会・下院監査政府改革委員会の公聴会が開かれ、グリーンズパンFRB議長は、ワックスマン議長（民主党）に、かつて「自由で競争的な市場こそが経済を調整する至高の道である」という信念に基づいて政策を遂行したことが誤りであったと指弾されたが、⁽¹⁴⁾まさに、当時は、この信念に基づいて、金融機関や金融取引に対する規制を行ってこなかった。加えて、サブプライム・ローンに関わる住宅信用の混乱に警告を発したグラムリッジ元FRB理事の警告を無視し続けたという。⁽¹⁵⁾

低金利と住宅価格の上昇に支えられ、サブプライム・ローンは、2004年以降に大きく増加し、05年に新規住宅ローンに占める割合は20%に達した。⁽¹⁶⁾しか

(11) JP's Real Estate Chart, <http://www.jparsons.net/housingbubble/>

(12) 消費者物価指数 (CPI) は2003年2.3%, 2004年2.7%. Department of Labor, "Consumer Price Index," <http://www.bls.gov/cpi/>

(13) FRB (2013 c).

(14) 2008年10月23日の連邦議会・下院監視政府改革委員会の公聴会の記録による。Committee on Oversight and Government Reform (2010) p. 46. ワックスマン議長に、金融政策が誤りであったかと問われ、グリーンズパン議長は、「部分的に。(Partially.)」と答え、デリバティブ取引に対する規制をしなかった責任について否定している。Ibid, p. 44.

(15) 佐々木 (2010) pp. 113-115, 130-133; Gramlich (2007) pp. 105-113.

(16) 荒巻 (2011) p. 149.

し、06年に入ると、このような仕組みは「逆回転」を始める。

サブプライム・ショック、リーマン・ショックと100年に一度の金融・経済危機

FRBは、2006年までに明らかに急激な金融引き締めへ転じ、6月には、政策金利を5.25%まで引き上げた。この高金利と住宅価格の頭打ち・ピークの到来により、サブプライム・ローンに延滞が多発することとなった。すなわち、06年夏から住宅価格が下落し、サブプライム・ローンの借り手は、返済額大幅上昇を回避するための借り換えが出来なくなっていたのである。

この頃から、サブプライム・ローンの延滞率は急上昇し、年末にはサブプライム関係の金融機関に破たんが始まり、2007年8月には、BNPパリバが、サブプライム・ローンを扱う傘下3ファンドの解約を凍結するという「パリバ・ショック」がおきた。サブプライム・ローンを含む複雑な証券化商品を運用していたファンドが資金調達難に陥り金融不安が拡大した。これが「サブプライム・ショック」と呼ばれるものである⁽¹⁷⁾。

証券化商品の損失に始まる金融市場の混乱は、2008年に入ると一層深まった。3月には投資銀行5位のベアー・スターンズが商業銀行JPモルガン・チェースに救済合併され、9月15日には、投資銀行最大手のリーマン・ブラザーズが破たんした。いわゆる「リーマン・ショック」の発生である。翌16日には、世界最大の保険会社AIGが破たんしたが、“大きすぎてつぶせない (too big to fail)”問題に直面することとなり、結局、公的救済 (bailout) を受けることになった。

以後、金融市場の混乱・麻痺が続き、貸し渋り・貸し付けの縮小が進んだ。金融市場の機能停止が実体経済を悪化させ、それがさらに金融危機を加速させるというスパイラルに陥った。金融制度そのものの全面的な崩落を生じさせかねない、100年に一度といわれる「大恐慌型」の金融・経済危機に発展したのである⁽¹⁸⁾。

(17) 荒巻 (2011) pp. 154-156; 河村 (2010) pp. 36-37.

(18) 河村 (2010) pp. 37-38.

3. オバマ政権とバーナンキ FRB による緊急対策としての危機対応

オバマ民主党政権の金融・経済危機対応と拡張的財政政策

2009年1月、オバマ大統領が就任したが、待ち受けていたのは、「住宅バブル」の崩壊によって発生したリーマン・ショックとそれに続く深刻な金融・経済危機であった。オバマ民主党政権は、即座に金融・経済危機対応に着手し、2月17日、2009年アメリカ再生・再投資法（ARRA: American Recovery and Reinvestment Act of 2009）を成立させた。これにより、アメリカ史上最大の財政赤字をとまなう、11年間で7,872億ドル（当初）の経済刺激、雇用維持・創出プランを決定した⁽¹⁹⁾。

2009年アメリカ再生・再投資法は、大まかな分類として、減税およびその他租税優遇措置2,880億ドル、エンタイトルメント・プログラムの増額2,240億ドル、契約・補助金・ローン2,750億ドルで構成される。同法の主要な目的（primary objective, major purpose）は、雇用の創出と維持（creating and saving jobs）であり、そのために、すぐにでも開始できるプロジェクト（shovel-ready project）をサポートするとした⁽²⁰⁾。

2009年アメリカ再生・再投資法は、戦後最大規模の国債により調達した資金を元手に、財政赤字に苦しむ州・地方政府を補助金や州・地方債への利子補給によって補助し、衰退する事業を財・サービス購入・補助金・ローン・租税優遇措置によって支え、家計の遣り繰りに苦しむ個人を減税や所得保障によって援助する広範なプログラム・パッケージであった。

こうして、オバマ政権は、大規模で大胆な拡張的財政政策により、100年に一度といわれた金融・経済危機が大恐慌に繋がることを阻止したのである。

(19) CBO (2009) Table 1.

(20) Recovery.gov, <http://www.recovery.gov/>; CBO (2010). 本稿に掲載の数値はすべて成立当初ベースのものである。アメリカ再生・再投資法のその後の財政規模は、プログラムの執行状況を加味し、インフレや金利を調整した現在価値が、議会予算局（CBO）の各種リポートや Recovery.gov の Web サイトで最新値に更新される。

緊急対策としての住宅・コミュニティ開発にかかる租税支出の財政支出転換

2007～08年の金融・経済危機は、住宅・コミュニティ開発政策における租税支出（tax expenditure）プログラムも直撃した。金融機関が軒並み巨額の損失を抱えた金融・経済危機の下で、住宅コミュニティ開発プロジェクトへの有限責任パートナーとしての出資者がいなくなり、こうした仕組みが機能不全に陥ったのである。

あらゆる住宅・コミュニティ開発プロジェクトにとって、有限責任パートナーからの出資は、もはやなくてはならない存在である。しかしながら、有限責任パートナーからの出資を引き出すための低所得者用住宅税額控除（Low-Income Housing Tax Credit：以下、LIHTC）や運用損失の損金計上は、有限責任パートナーである機関投資家＝金融機関が十分な利益を出してこそ意味があるものである。実際、LIHTCと引き換えられる出資金の比率は著しく下落し、引き受け手も減少した⁽²¹⁾。

2009年5月4日の財務省、住宅都市開発省の合同記者発表によれば、06年比で、全米の住宅着工が80%減少、建設中の住宅が60%減少し、約100万人の雇用が失われたという⁽²²⁾。

民間に対するインセンティブの付与を目的とするLIHTCのような租税支出プログラムは、リーマン・ショックのような「100年に一度の」大恐慌型不況において完全に機能しなくなったのである。

これに対し、オバマ政権は、2009年アメリカ再生・再投資法の下、2つの、税額控除の補助金転換プログラムを始動させた。

1つ目は、住宅都市開発省の税額控除補助プログラム（TCAP：Tax Credit Assistance Program）である⁽²³⁾。予算措置額は、22億5千万ドル。2006年10月1日～09年9月30日（2007～09年度）にLIHTCの対象として選定された低所得者向け住宅プロジェクトを交付対象とし、州のLIHTC配分機関を通じて交

(21) 2010年9月10日、筆者によるCalifornia Housing Partnership Corporation（開発プランを作成・提供するサンフランシスコの非営利組織）へのインタビューによる。

(22) Treasury and HUD（2009）。

(23) HUD（2009 a）。

付するとした。目的は、停止した LIHTC プロジェクトに建設投資資金を提供し、約 3 万 5,000 戸の低所得者向け住宅の供給を実現し、経済危機によって喪失の危機にある雇用を維持ないし新たに創出することである。なお、支出期限を 2012 年 2 月 16 日（2009 年アメリカ再生・再投資法成立から 3 年）までとした。⁽²⁴⁾

2 つ目は、財務省による、未活用の LIHTC の補助金化プログラム（TCEP: Tax Credit Exchange Program）に着手した。具体的には、10 年にわたる税額控除の権利付与の代わりに、10 年分の税額控除相当額を補助金として州へ交付する措置である。これによって、投資家の減少によって空いたギャップを暫定的に埋めることを意図した。⁽²⁵⁾

2009 年アメリカ再生・再投資法は、“コミュニティの衰退を防ぐ”ことも目的の一つとしており、住宅都市開発省所管の TCAP や、財務省所管の TCEP が実施された。租税支出プログラムが機能不全に陥ったとき、オバマ政権は、予算を措置し、租税支出を補助金化し、財政支出を行ったのである。

FRB によるモーゲッジ担保証券（MBS）の大量購入プログラム

2007～08 年の金融・経済危機に対する対応には、オバマ政権による拡張的財政政策のみならず、バーナンキ議長が率いる連邦準備制度理事会（FRB）が主導した「政府関連企業体保証モーゲッジ担保証券（MBS）買い取りプログラム（Agency Mortgage-Backed Securities（MBS）Purchase Program）」がある。これは、08 年 11 月に公表されたものである。

(24) HUD (2009 b).

(25) Treasury Department (2009). 交付額は以下のように算定される：

以下の総額の 85% を上限として州からの申請に基づき補助金化して交付：

(1) 過去割当分の未活用部分の全額（2008 年～2009 年）

(a) 2008 暦年の未使用税額控除の全額（100%）の 10 倍相当額

(b) 2009 年度の税額控除割当のうち返却額の全額（100%）の 10 倍相当額
および

(2) 現在割当分の 40% 相当額

(c) 州人口 × \$ 2.30（2010 年度新規割当額）の 40% の 10 倍相当額

(d) 繰り越し税額控除の再割当額の 40% の 10 倍相当額

連邦公開市場委員会 (FOMC) は、政策金利である短期金利 (FF レート) を、0~0.25% に誘導すると同時に、より長期の証券を保有することで、長期金利を引き下げ、全般的な金融環境の緩和を狙った。その長期証券の中に、当時、価格が下落 (利回りは上昇) していた、3つの政府関連企業体、すなわち、連邦抵当金庫 (ファニ・メー)、連邦住宅貸付抵当公社 (フレディ・マック)、政府抵当金庫 (ジニ・メー) が保証するモーゲッジ担保証券 (MBS) が組み入れられた。アメリカの中央銀行である FRB (Federal Reserve Banks) が、国債だけでなく、公開市場操作に MBS を組み入れるという発表は、驚きをもって受け止められたのである。⁽²⁶⁾

なお、FRB として公式に実施したプログラムではあるが、公開市場操作の実務は、FOMC の定める方針に従い、ニューヨーク連邦準備銀行 (Federal Reserve Bank of New York) が担った。

この政府関連企業体保証 MBS 買い取りプログラムの当初計画は 2009 年 1 月から 6 月にかけて、上限を 5,000 億ドルとするものであったが、FOMC は、09 年の早い段階で拡張を決定し、結果として、10 年 3 月までに、1 兆 2,500 億ドル規模で買い取りが行われた。これによって崩れた債券価格の安定と、短期金利・長期金利の両面をにらんだ金融緩和が目指されたのである。⁽²⁷⁾

4. 緊急対策から経済再建過程へ

効果のあがった MBS 買い取りプログラム

財政面では租税支出の財政支出転換が行われ、金融面では政府関連企業体保証 MBS 買い取りプログラムがとられた。これらの政策の帰結について確認しておくべきだろう。

まずは、FRB による MBS 買い取りプログラムからみておきたい。FRB は、2011 年 1 月に、同プログラムが住宅ローン金利を下げたかどうかについて、調査統計部門のディレクターたちの手によって検証レポートを作成し発表した。

(26) Hancock and Passmore (2011) p. 1.

(27) FRB (2013 d).

単にモーゲッジ市場といっても、住宅購入者がローン契約を結びモーゲッジが組成される発行市場（primary market）と、モーゲッジ担保証券（MBS）が取引される流通市場（secondary market）がある。

検証リポートでは、発行市場における住宅ローン金利と、流通市場におけるMBS利回りの両方の動向をにらみつつも、MBS買い取りプログラムの「住宅を購入するためのローンについて、そのコストを下げ、かつ利用しやすくしえたか」という目標に照らして、同プログラムが「住宅ローン金利を下げえたか」という点に焦点を当てている⁽²⁸⁾。

総じて言えば、FRBのMBS買い取りプログラムによって、金融危機によって生じた大幅なリスク・プレミアムは除去され、MBS利回りは低下（価格は上昇）し、流通市場は堅牢になり、住宅ローン金利は、買い取りプログラム終了時には開始時よりも大きく低下し安定したという⁽²⁹⁾。

FRBは、実際に、2009年1月に買い取り介入に入ってからプログラムの終了予告を行った09年9月23日まで、実に、1日当たり40～60億ドル規模で買い取りを行った。さらに、終了予告から実際に終了した10年3月31日までの間も、1日当たり20～30億ドル規模で買い上げた。そして、最終的に、買い取り期間を通じて、発行済の政府関連企業体保証MBSの3分の1を取得したのである⁽³⁰⁾。

高かったアナウンスメント効果

検証のために、リポートは、MBS買い取りプログラムが影響を与えた期間を次の4つに区分している。第1に、FRBによるMBS買い取りが発表された2008年11月25日から買い取りが開始される09年1月第1週までを「アナウンスメント期間」とし、第2に、実際に大規模で積極的な介入が行われ、住宅ローン金利とMBS利回りの引き下げが意図された09年1月第1週（1月5

(28) Hancock and Passmore (2011) p. 1.

(29) Hancock and Passmore (2011) abstract and conclusion.

(30) Hancock and Passmore (2011) p. 12.

日) から 09 年 5 月 27 日までを「市場移行期間」とし、さらに、第 3 に、買い取り介入を続けながらも、金利や利回りの引き下げが意図されなくなった 09 年 5 月 27 日から、買い取り介入の終了した 10 年 3 月 31 日までを「標準市場価格決定期間」、そして、第 4 に、買い取り介入終了後の期間を「ポスト介入期間」として、それぞれの期間における MBS 買い取り介入の規模、発行済 MBS に対する保有割合、住宅ローン金利、MBS 利回り、リスク・プレミアム(米国債との金利差)、住宅価格など複数の指標の動向を分析し、結果を推定している。

期間の別によるいくつかの特徴を示そう。注目すべき点として、FRB が実際には介入に入っていないにも関わらず、最初の「アナウンスメント期間」において、市場の MBS 利回りは低下(価格は上昇)し、住宅ローン金利も低下したことが挙げられる。これは、買い取り介入に入ることの公表自体が、流通市場における市場参加者たちの不安を除去し、将来的な問題解決を約束したこと、流通市場の再建が、発行市場における住宅ローンの提供者の資金繰りを改善すると織り込まれたことによる。アナウンスメント効果が遺憾なく発揮されたのである。

そして、実際に介入に入った「市場移行期間」においては、MBS 利回りも住宅ローン金利も低位安定した。高止まりしていたリスク・プレミアムも大幅に引き下がった。市場の参加者は、FRB が住宅ローン金利の誘導目標を 4% 程度にしていると予想していたし、事実、この期間の住宅ローン金利は、概ね 4% で推移した。

2009 年 5 月 17 日以降は、金利目標を定めず、市場に MBS の価格決定を委ねる「標準市場価格決定期間」に入った。若干、MBS 利回りも住宅ローン金利も上昇したが、これは、市場金利の上昇によるもので、リスク・プレミアムは低位に安定した。この期間を経て、09 年 9 月 23 日、FRB は、10 年 3 月 31 日をもってプログラムを終了させることを予告したのである。⁽³¹⁾

(31) Hancock and Passmore (2011) pp. 11-19.

2010年3月31日をもって、政府関連企業体保証MBS買い取りプログラムが終了し、「ポスト介入期間」に入った。FRBは、買い取った発行済MBSを保有し続けることで、その後の金融市場が混乱することを防いだ。リスク・プレミアムの上昇が観察されたものの、最も重要視される住宅ローン金利の水準は、市場金利の低下からさらに低下したのである。⁽³²⁾

以上のように、FRBによる政府関連企業体保証MBS買い取りプログラムは、危機の直後において、価格が暴落（利回りが急騰）していたMBS流通市場を正常化し、流通市場の正常化を通じて、モーゲッジの発行市場も正常化し、住宅ローン金利を低下させることに成功したのである。

LIHTC 価格の安定化と市場の正常化

租税優遇措置、すなわち本来は租税支出であるLIHTCの、補助金化＝財政支出プログラムの結果はどうであったろうか。

LIHTCへの投資家の関心は、2006年のピークのあと、07年には減退を始めていた。08～09年には、主要な買い手である金融機関の財務が大きく傷ついていたことから、市場にはほとんど買い手がなくなっていた。07年には90億ドルあった有限責任パートナー出資は、09年には約半分の40億ドルから45億ドル水準まで落ち込んでいたという。⁽³³⁾

これに対し、オバマ政権が、2009年アメリカ再生・再投資法で、2つのプログラム、すなわち、住宅都市開発省を通じて、停止したLIHTCプロジェクトに建設投資資金を配分する税額控除補助プログラム（TCAP）を、さらに、財務省を通じて、未活用のLIHTCを補助金化して交付するプログラム（TCEP）を実施したことは前述した。

これらのプログラムによって、低所得者向け住宅開発プロジェクトの遂行者たちは、政府から直接に建設資金を得られるようになった。実際、両プログラムによって、2,373プロジェクト12万6,058戸のLIHTCプロジェクトが開発

(32) Hancock and Passmore (2011) pp. 36-37, Figure 2.

(33) Schwartz (2014) p. 153.

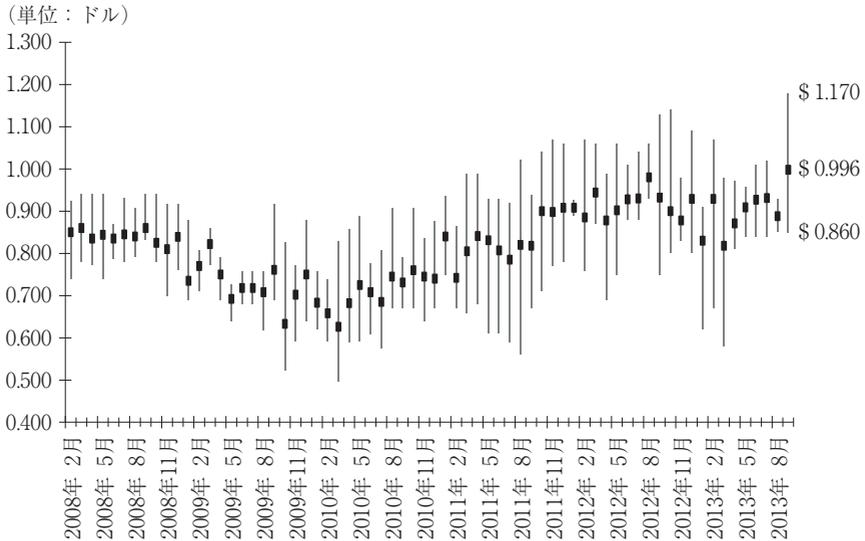
されたのである。⁽³⁴⁾

GAO (2012) は、これらのプログラムによる資金が、「低所得者向け住宅信用に対する減退した投資家需要とのギャップを暫定的に埋め、投資家不足により停止したプロジェクトの継続を可能にした」と評価している。⁽³⁵⁾しかし、これらの資金は、2012年までに使うことが定められた、あくまでも時限的なものであった。

問題は、これらの時限的なプログラムの後に、従前の「税額控除を受け取り、それを移転することによって投資家から建設資金を得る」という LIHTC 本来の仕組みが回復するかどうかである。

図2は、危機の渦中の2008年2月から、危機後の2013年9月までのLIHTC価格の推移を月次データでみたものである。税額控除1ドルに対し、投資家か

図2 LIHTC 価格の推移 (2008年2月～2013年9月)



(出所) Schwartz (2014) p. 155.

(34) GAO (2012) p. 25.

(35) GAO (2012) p. 29.

らどれだけの建設資金が拠出されたか、その下限と上限そして中央値をみたものである。この図は、投資家がどのぐらいの価格で LIHTC を需要しているかを示している。

この図をみると、2008 年から 09 年にかけて危機が深まるに従い、LIHTC の価格も下落していくが、10 年の終わり頃には需要が回復してきていること⁽³⁶⁾。そして、12 年から 13 年にかけて価格が上昇していることが分かる。Schwartz (2014) によれば、特に、東海岸や西海岸の大都市部においては、多様な投資家が戻り、危機以前の水準にまで回復したという⁽³⁷⁾。その他の地域についても、筆者による 14 年 9 月の、中西部であるミズーリ州大カンザス・シティ圏における実地調査を例とすれば、市職員や、13 年に LIHTC を実際にプロジェクトに利用したコミュニティ開発法人へのインタビューによると、中西部においても回復しているという⁽³⁸⁾。

2009～10 年の LIHTC 1 ドル当たり 0.60 ドル近い低水準は異常であるが、後にメカニズムを検証しながらみるように、13 年 9 月の水準は、LIHTC 1 ドル当たり下限が 0.860 ドル、上限が 1.170 ドル、中央値が 0.996 ドルにあり、正常といえる範囲に回復したといってよい。

竣工戸数の減少をどう解釈するか

表 1 は、住宅都市開発省の LIHTC データベース 2014 にみられる LIHTC 住宅竣工戸数を上段に記し、下段にデータベース 2013 との差を付け加えたものである⁽³⁹⁾。表 1 上段の竣工戸数の数値をみると、2007～08 年の金融・経済危機が影響し、徐々に竣工戸数が減少して回復に至っていないように見える。しかし、このデータは次の 2 点を踏まえて読み取らなければならない。

(36) GAO (2012) p. 28 によっても、2010 年の回復傾向を確認できる。

(37) Schwartz (2014) p. 155. Schwartz (2014) は、中西部を含むその他の地域では回復が遅れていると述べている。この部分は、2013 年以前に執筆されたと思われる。

(38) 2014 年 9 月 8 日、カンザスシティのコミュニティ開発法人、Builders Development Corporation (BDC) 代表および大カンザスシティ圏内のミズーリ州インディペンデンス市職員へのインタビューによる。

(39) HUD (2014).

表1 LIHTC データベース 2014 による竣工戸数とデータベース 2013 との差

供用開始年	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
竣工戸数	136,632	137,067	131,845	124,756	101,373	84,714	76,998	76,225
2013 DB との差	57	3,100	5,516	5,882	5,571	7,399	8,730	23,177

(出所) HUD (2013) ; HUD (2014).

第1に、LIHTC の認可から竣工まで、早くても1年、通常2～4年の時間を要する。したがって、LIHTC 市場が機能しなかった2008～10年のプロジェクトは、竣工戸数ベースで見ると2010～14年まで影響が残ることになる。一方、10年末からLIHTC 市場が回復を始め11年以降に顕著になっているが、回復後の竣工戸数への影響は、13年から徐々に始まる。しかし、13年分の最初のデータ公表は16年になる。

第2に、データベースの作成方法による影響である。住宅都市開発省のLIHTC データベースは、個々のプロジェクトにデータ収集フォームへの入力を求め、回答のあったデータがデータベースに反映される。したがって、未だ回答の無いプロジェクトのデータは掲載されないまま公表されている。その影響を表したのが、表1下段の「2013 DB との差」の欄である。データベース2013による2011年竣工戸数と、データベース2014による2011年竣工戸数には、2万3,177戸もの開きがある。2005年竣工戸数でさえ3,100戸の差があり、竣工の報告がほぼ収束するまでに10年程度必要になると考えられる。したがって、10万戸を下回っている09年～11年の竣工戸数もいま少し上積みされるものと思われる。

2007～08年の金融・経済危機が、LIHTC のメカニズムに大きな打撃を与えたことは疑いないが、その後のLIHTC 市場の価格動向に見られる回復や、竣工戸数のデータ特性をみれば、連邦政府による時限的なLIHTC 支援プログラムは、緊急時の低所得者向け住宅の建設を救済し、経済再建過程まで、LIHTC のメカニズムを守ったといつてよいであろう。

(40) データ収集フォームの雛形は、HUD (2009c) Appendix B にみることができる。

このように、市場に多大な信頼をおいているようにみえるアメリカにおいても、2007～08年に発生したような「大恐慌型」の金融・経済危機に対しては、緊急対策による政府や中央銀行による介入プログラムで対応したし、それは、事実として、アメリカ経済を再建へ向かわせるための手助けとなったといえるのである。

おわりに

本稿では、2000年代の住宅バブルの発生と崩壊という危機に対する緊急対策と経済再建への道筋を探った。

2007～08年の金融・経済危機は、「100年に一度」とも表現されるほど深刻な「大恐慌型」不況であった。それに対し、オバマ政権は、2009年アメリカ再生・再投資法に基づく景気対策や租税支出の財政支出転換という緊急対策を成立させた。加えて、バーナンキ議長率いるFRBも、モーゲッジ担保証券(MBS)の大量購入プログラムという緊急対策に取り組んだ。

本稿は、それぞれの財政金融政策が一定の効果を発揮し、2010年末頃までに、アメリカが経済再建過程への道筋を付けたことを明らかにしたものである。

参 考 文 献

- ・ CBO (Congressional Budget Office) (2009) *Cost Estimate for the Conference Agreement for H. R. 1, the American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, Washington, D. C.
- ・ CBO (2010) *The Budget and Economic Outlook : Fiscal Year 2010 to 2020*, Washington, D. C.
- ・ Committee on Oversight and Government Reform (2010) *Hearing, The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators*, House of Representatives, 110th Congress, 2nd Session, October 23, 2008, Government Printing Office, Washington D. C.
- ・ FRB (Federal Reserve Board) (2013 a) "Open Market Operations Archive," http://federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket_archive.htm
- ・ FRB (2013 b) "Open Market Operations," <http://federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>
- ・ FRB (2013 c) "Selected Interest Rates," <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

- ・ FRB (2013 d) “Agency Mortgage-Backed Securities (MBS) Purchase Program,”
http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_mbs.htm
- ・ GAO (Government Accountability Office) (2012) *Recovery Act, Housing Programs Met Spending Milestones, but Asset Management Information Needs Evaluation*, Washington, D. C.
- ・ Gramlich, Edward M. (2007) “Booms and Busts : The Case of Subprime Mortgages,” *Economic Review*, Fourth Quarter 2007, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- ・ Hancock, Diana and Wayne Passmore (2011) “Did the Federal Reserve’s MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates ?” *Finance and Economics Discussion Series*, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D. C.
- ・ HUD (2009 a) *Implementation of the Tax Credit Assistance Program (TCAP)*, Notice : CPD-09-03-REV, Issued May 4, 2009, Revised July 27, 2009.
- ・ HUD (2009 b) “Tax Credit Assistance Program (TCAP),”
http://portal.hud.gov/hudportal/documents/huddoc?id=TAXCREDITASSISTPRG (TCAP) .pdf
- ・ HUD (2009 c) “Updating the Low-Income Housing Tax Credit (LIHTC) database : Projects Placed in Service through 2006,” *http://www.huduser.org/portal/datasets/lihtc.html*
- ・ HUD (2013) “Characteristics of LIHTC Projects, 1995-2011,” September 2013,
http://www.huduser.org/Datasets/lihtc/tables9511 .pdf
- ・ HUD (2014) “HUD National Low Income Housing Tax credit (LIHTC) database, 1984-2012,” Final Version (April 2014), *http://www.huduser.org/datasets/lihtc/lihtcpub2012.zipx*
- ・ OMB (Office of the Management and Budget) (2003), *Fiscal Year 2004 Budget of the U. S. Government*, United States Government Printing Office, Washington, D. C.
- ・ Schwartz, Alex F. (2014) *Housing Policy in the United States*, Third Edition, Routledge, New York.
- ・ Treasury and HUD (2009) *Treasury, HUD Announce Housing Grants Funded Through Recovery Act Grants Will Increase Jobs, Provide Boost to Local Housing Economies*, May 4, 2009, Press Release.
- ・ Treasury Department (2009) *Application and Terms and Conditions : Grants to States for Low-Income Housing Projects in Lieu of Low-Income Housing Credits for 2009 under the American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, May 2009.
- ・ White House (2004) *Fact Sheet : America’s Ownership Society : Expanding Opportunities*, Washington, D. C.
- ・ 荒巻健二 (2011) 「グローバル・インバランスと世界金融危機」渋谷博史編『アメリカ・モデルの企業と金融』昭和堂.
- ・ 河村哲二 (2010) 「グローバル資本主義の現局面」SGCIME 編『現代経済の解説』御茶ノ水書房.
- ・ 佐々木隆雄 (2010) 「大バブルの長期的反復の危険性」法政大学経済学部学会『経済志林』77 (3).

- ・吉田健三（2008）「社会政策——オーナーシップの理念と現実——」河音琢郎・藤木剛康編『G・W・ブッシュ政権の経済政策』ミネルヴァ書房.