

書評

Atif Mian and Amir Sufi 著 [2014]

House of Debt

(The University of Chicago Press)

渡部 亮

最近の米英で話題となった経済書は、なにかひとつのテーマに的を絞って徹底的に深掘する点に特徴がある。本書も住宅投資とその金融（住宅抵当ローン）を徹底的に究明しており、いわば「住宅本位制」ないしは「住宅金融本位制」が本書のテーマである。また過度な負債金融による住宅投資の危険性を説くという意味で「負債性悪説」の書でもある。

1. 本書の周辺

景気循環、資産バブル、所得格差といったほとんどすべての経済現象の根幹にあるのは、家計の不動産投資とその金融である。不動産投資のなかでも住宅投資、それも家計が過度の負債性資金（住宅抵当ローン）を調達して住宅を購入した場合、住宅価格の上昇とその後の下落は、それぞれプラス（バブル形成）とマイナス（バブル崩壊）の両方向に景気変動を激化させる。

景気循環論に関しては、従来から2～3年周期の在庫循環、10年周期の設備投資循環、20年周期の建設循環、5～60年周期のコンドラチェフ循環などの諸説があった。ただし、これらの諸説は、いずれも実物的要因を景気循環の動因

としており、金融規制緩和によって金融業が台頭する以前の時代の論考であった。

本書は建設循環論の部類に属すともいえるが、そこに負債金融（住宅抵当ローン）の建設循環増幅効果を絡めている点が特徴である。負債金融による資産投資が大型バブルを発生させ、その後のバブル崩壊が長期間の大不況を引き起こすといった所論は、過去においても、チャールズ・キンドルバーガーやハイマン・ミンスキーなどによって提唱されてきた。バブルが形成されるときには、必ずといってよいほど異常な資金（信用）供給者が現れて、投資家や投機家の資金調達ニーズを満たす。ちなみにキンドルバーガー著『大不況下の世界』は、1929年のニューヨーク株式市場におけるバブル形成とクラッシュのメカニズムを次のように説明した。「株式市場が引き起こした危険性は、株価や出来高の高水準自体に起因するものではなく、そうした高水準を支援する不安定で気まぐれな信用メカニズム（precarious credit mechanism）と、そうした信用メカニズムが米国内外に与えた圧力に起因する。」（岩波書店2009年刊の改訂増補版104ページ）

日本でも篠原三代平が、大型バブルの崩壊とその後の長期デフレが交替的に発生する仕組み

を90年代から指摘していた。(たとえば篠原三代平「90年代の長期不況」『エコノミスト』誌1999年9月28日号)。篠原教授の場合には、大戦争中の国債大量発行と過剰流動性が大型バブル発生の根源だとする点で、本書の「住宅本位制」とはやや異なるが、投資超過が大々的な信用創出によって埋め合わされ、ついには貨幣や信用の魔性的役割によってバブルとその崩壊を導くという点では共通していた。

また本書は、供給ショックよりも需要ショックを強調する点で、ネオケインジアン系の系譜に属すといえる。しかし、住宅不況からの脱出のためには、伝統的なケインズ政策(マクロ的な財政金融政策)だけでは不十分であり、家計の負債減免ないしリスケジュール(再編成)などきめ細かな負債管理政策が肝要であるとしている。

なお、日本語では債務(liability)と負債(debt)が混同して使用されるが、本書ではliability(債務)はasset(総資産)に等しく、それはdebtとequityの合計を意味する。debtは負債(他人資本)であるのに対して、equityは自己資本ないし純資産(=総資産-負債)である。本評でもそうした用語法を踏襲するが、「負債不履行」や「負債超過」とすべきところは、慣例に従って「債務不履行」や「債務超過」とする。

2. 大景気後退 (Great Recession) の実相

2007年以降始まった米国の大景気後退(Great Recession)に関して、通説は「政府当局がリーマンブラザーズの破綻を放置したことが原因であった」とするが、著者たちは、大景

気後退の原因はリーマンショックではなく、住宅価格の下落に伴う家計純資産(net worth)の激減にあったとする。

著者たちによれば、すでにリーマンブラザーズが破綻する1年以上も前から、住宅価格低下や住宅投資減少が先行するかたちで、大景気後退が始まっていた。米国の景気循環認定機関である全米経済研究所(NBER)も、大景気後退は2007年の第4四半期に始まっていたとしている。住宅投資だけでなく、家計の耐久消費財(自動車や家具など)購入額(消費支出)も、リーマンショックが起きるまでの8か月間(2008年1~8月)に、前年同期比10%弱の落ち込みを記録していた。こうした消費支出の減少も住宅価格下落に起因する。

各州および群別に住宅価格の下落率、家計消費の減少率、失業率を比較すると、三者の間には強い相関関係があり、住宅価格の下落率が大きかった州や郡ほど家計消費も落ち込みが大きく、さらには失業率も高かった。

著者たちは、家計消費の決定要因が家計の総資産(asset)から負債(debt)を差し引いた家計純資産(equity)であり、家計純資産の増減に対する消費の増減の比率を「限界消費性向」と定義している。特に低所得世帯ないし資産蓄積が乏しい家計の場合、資産の大半は不動産(持ち家)だから、住宅価格が低下すると純資産が大幅に落ち込む。純資産は、退職後の生活の備えでもあるので、住宅価格が低下すると、消費を減らすことによって純資産の修復を図ろうとする。つまり低所得世帯の限界消費性向は高い。

2000年代初めのネットバブル崩壊後の景気後退が比較的軽微に終わったのは、バブル崩壊の主戦場が、不動産市場ではなく金融市場(株式

市場) だったからである。つまりネットバブルの崩壊によって打撃を受けたのは、金融資産の保有比率が高い高所得層ないし富裕層であった。しかし、富裕層の負債依存比率(負債÷総資産)は低かったので、債務超過(マイナスの純資産)に陥るケースは少なかった。また富裕層の限界消費性向は低いので、家計消費の落ち込みも軽微に済んだ。

一方、住宅価格が大幅に下落した今回の大景気後退期には、巨額の負債を抱えていた低所得層(非富裕層)が債務超過に陥った。そして低所得層の場合には限界消費性向が高いので、家計消費の落ち込みも激しかった。

3. バブルとローンの因果関係

それではそもそもなぜ2000年代前半にかけて住宅ブームが起きたのか? この点を解明するために、著者たちはミシガン州デトロイト市の状況をケーススタディとしてあげている。

同市は、1990年代初頭の自動車不況で失業率が10%を超え、住宅抵当ローンの借り手の信用度を測るクレジットスコア(credit score)も低下した。特に同市の西部地区では、約3分の2の家計のクレジットスコアが、サブプライム水準とみなされる660を下回り、住宅抵当ローンの申請件数のうち45%が棄却された。

しかし、2000年代前半になると、住宅抵当ローンによる住宅購入件数が年率20%以上のペースで上昇し始め、融資の提供者もそれまでの公的金融機関(ファニメイやフレディマックなどの政府支援企業)から民間銀行に代わった。しかも、住宅抵当ローン申請の棄却率が、クレジットスコアが低い地域でも30%以下に低下した。住宅抵当ローンが急拡大して、家計の

負債も増加した。2000~07年の間に、全米の家計負債残高は2倍の水準(14兆ドル)に高まった。この時期には、住宅抵当ローンの証券化も流行した。

そこで問題は、住宅価格上昇と住宅抵当ローン増加との間の因果関係である。つまり住宅需要と住宅価格がなんらかの理由(例えば購入者の楽観的な将来展望)で先行的に上昇し、それにつれて住宅抵当ローンに対する需要が増加し、その後にローンの供給が需要に追隨して増加したのか? それとも逆に、住宅抵当ローンの供給が先行して増加し、その結果として住宅需要と住宅価格上昇が引き起こされたか? 両者の可能性のうち、どちらの因果関係が強かったか? その点を解明するために、著者たちは、平坦な土地が連綿として連なり、住宅供給が弾力的に行われた、例えばインディアナ州のような地域と、海や山に面しているため住宅供給が非弾力的な、例えばサンフランシスコ近郊地域とを比較した。

その結果は、当然ながら住宅供給が非弾力的な地域のほうが住宅価格上昇率も住宅抵当ローンの増加率も高かった。そしてこれらの非弾力的な地域の住宅価格は、弾力的地域の約2倍の上昇率であった。しかし、住宅供給が弾力的で、住宅価格があまり上昇しなかった地域でも、特にクレジットスコアの低い家計向けの住宅抵当ローンが増加した。弾力的地域のなかでもクレジットスコアが高い家計向けのローンはあまり増えなかった。

このことは、住宅価格上昇や住宅抵当ローン急増の原因が、家計の楽観的な将来展望や非合理的な借入れによるというよりも、銀行による住宅抵当ローン供給の行き過ぎや緩い審査基準にあったことを窺わせる。実際評者が米国在住

の友人から数年前に聞いた話では、銀行のウェブサイトに、借り手（評者の友人）が年収、家族構成、居住場所、メールアドレスなどの個人情報を入力すると、数分後には住宅抵当ローンの貸出可能金額や貸出条件を、友人のメールアドレスに返信してきたという。

もちろん2000~07年の間に倍増した住宅抵当ローンのすべてが新規住宅購入のためではなかった。米国ではすでに1990年代後半に持ち家比率が65%に達しており、持ち家需要は相当に満たされていた。したがって住宅抵当ローンのなかには、既存の住宅の評価益（値上がり分）を担保にした低金利での借換えや、住み替えのための追加借入れも含まれていた。この評価益は住宅純資産（ホームエクイティ）の増加分に相当する。この評価益を担保として調達した資金は、セカンドハウスの購入や乗用車、家具など耐久消費財の購入、場合によっては子供の教育費などにも充当された。いわば個人住宅をATM（現金自動預払い機）のように利用したと著者たちは論じている。

4. 「テコの乗数」

著者たちは、住宅価格上昇による資産効果は、株価上昇による資産効果とは異なるとする。というのは、住宅価格の上昇は生活費（居住に関わる費用）の増加を伴うので、ネットの資産効果には限度があるからである。このことは住宅価格が下落した場合に「逆テコの原理」が働いて、家計に大きなマイナス効果を及ぼすことを意味する。

負債残高は、住宅価格や給与所得の変動に関わらず、元金を返済しないかぎりは減少しない。したがって、持ち家購入を住宅抵当ローン

（負債）で賄い、その後住宅価格や給与所得が急落した場合、自己資金だけで住宅購入を賄った家計に比べると、負債を抱えた家計の場合には債務超過に陥りやすい。著者たちは、このことを説明するために、「テコの乗数（leverage multiplier）」という概念を使っている。たとえばある家計が、市場価格10万ドルの住宅を、自己資金2万ドル、住宅抵当ローン8万ドルで購入したとする。担保資産としての住宅の評価額に対するローンのLTV比率（loan-to-value比率）は0.8（80%）である。

LTV比率が高いと、住宅価格が低下した場合に、家計の住宅純資産（ホームエクイティ）が毀損するダメージが大きい。上記の設例で、住宅価格が20%下落した場合、その家計の住宅純資産は消滅する。つまり純資産の減少率は20%ではなく、その5倍の100%となる。このことは、「テコの乗数」を $1/(1-LTV)$ と定義することによって計算できる。この設例では、「テコの乗数」は5倍 $=1/(1-0.8)$ になる。かりに住宅価格の下落率が10%で済んでいれば、住宅純資産の減少率は、その5倍の50%にとどまる。逆に住宅価格が20%上昇すれば、純資産は2倍になる（100%の増価）。

5. 格差問題との関連

低所得者の「テコの乗数」は、高所得者のそれと比較して高い。これは両者の資産負債構成の相違に起因する。高所得者の場合は、資産の太宗が金融資産であり、しかもLTV比率が低い。低所得者の場合は、不動産（住宅）が資産の太宗であって、しかもLTV比率が高い。したがって、低所得者の「テコの乗数」は高所得者よりも大きく、住宅価格が低下した場合の

純資産毀損の度合いも大きくなる。このことを示すために、評者は著者たちの論理を図表1・2のように解説した。

図表1 低所得家計の貸借対照表

金融資産	負債 (住宅抵当ローン)
不動産	
値下がり ↑	
	債務超過
	純資産 (完全消滅)

図表2 高所得家計の貸借対照表

金融資産	負債
	純資産 (残存分)
不動産	
値下がり ↑	純資産 (減少分) ↑

高所得世帯ないし資産蓄積が厚い富裕層の場合には、資産の中身は住宅など不動産だけでなく金融資産が含まれ、むしろ金融資産のほうが大きな割合を占める。不動産価格が低下すると、高所得世帯の純資産も減少するが、金融資産（特に現預金や債券）の時価評価額は、不動産価格ほど減少しないので、債務超過に陥る可能性は小さい。

低所得世帯（非富裕層）が住宅抵当ローンの借入れによって債務者になっているのに対して、高所得世帯（富裕層）は、銀行預金の保有を通じて債権者の立場に立つ。もちろんミクロ的に一対一で一致しているわけではないが、マクロ的にみれば高所得世帯の債権は、銀行預金などを經由するかたちで、低所得世帯の債務に対応している。融資債権は優先請求権（senior claim）を持つから、余程のことがないかぎり

債権が保全される。住宅価格が下落し、低所得世帯が債務超過に陥った場合には、そうした世帯は持ち家を売却してでも、負債弁済（元金返済）を迫られる。この過程で低所得者から高所得者への所得移転ないし資産移転が起きる。

6. 金融資産と不動産の復元力の違い

高所得者と低所得者の格差拡大は「テコの乗数」だけに止まらない。不動産と金融資産の復元力の違いも、高所得者と低所得者の間の格差拡大を引き起こす。中長期的にみると、金融資産の市場価格（たとえば株価）は元のレベルに復元するのが速い。ネットバブル崩壊直後、ピーク時に比較して70%以上も下落したナスダック総合指数が2015年には、そのピークに戻った。しかし不動産価格の復元力は弱い。

図表3は、評者が米国と日本の家計資産を金融資産と不動産に分けて、バブル崩壊の直前直後（日本は1994年末、米国は2007年末）と直近時点（日本は2013年末、米国は2014年末）とで比較したものである（時価ベース）。米国では堅調な株価にも助けられて、金融資産はすでに

図表3 バブル崩壊後の資産価格

各年末	日本 (兆円)		米国 (兆ドル)	
	1994	2013	2007	2014
金融資産	1,130	1,580	53.0	68.0
不動産	1,950	1,290	23.4	23.5

〔出所〕 日本の不動産は内閣府『国民経済計算確報』ストック編付表「国民資産・負債残高」の住宅と宅地の合計金額を示し、金融資産は日本銀行『資金循環勘定』ストック表の家計部門の金融資産合計を示す。米国の計数は Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Accounts of the United States* による。

バブル崩壊前の水準を上回っている。日本の場合にも、家計金融資産は増加したが、主として家計が保有する不動産（住宅と宅地の合計）はバブル崩壊前の水準を依然として下回っている。

7. 差し押え (foreclosure)

2011年現在、米国では抵当ローン付きの不動産 (property with a mortgage) を保有する家計のうち23%が債務超過に陥った。債務超過に陥りローンの元利金返済が滞ると、最悪の場合には銀行が担保物件である住宅を差し押える。2009年現在、抵当ローン付き不動産のうち5%が差し押えの対象になった。この比率は米国の歴史上でも前例のない高さであった。

銀行（債権者）は、差し押えた物件を競売に掛けて処分する。これは、売り手（銀行）が換金目的で売り急ぐ、いわば「火事場の叩き売り (fire sale)」だから、買い手は売り手の足元をみて買い叩く。問題は、そうした叩き売りの価格が、今度は市場実勢価格となるので、差し押えの対象ではない一般物件までも値下がりし、そうした健全物件の所有者の純資産も目減りする。著者たちは、これを「差し押えの外部不経済 (negative externality of foreclosure)」と表現する。住宅はある意味では単一商品だから、住宅価格の下落が広範な地域に伝播し、銀行経営全般を窮地に追い込む。銀行業の収益基盤は、大数の法則によって支えられている。それは、すべての借り手が一斉に債務不履行に陥ることはないし、すべての預金者が一斉に預金引き出しに走ることもないといった経験則である。しかし住宅価格下落の伝播は、この大数の法則を覆す傾向があり、無数の借り手が一斉に

債務不履行に陥る可能性を内包する。

外部不経済はそれだけにとどまらない。住宅価格下落によって家計消費が減少すると、そもそも住宅バブルが存在しなかった地域にまで景気後退が波及する。負債を負わず住宅投資も低調であった中部諸州の、たとえば自動車産業地域にまで悪影響が及んだのはそのためであった。つまり住宅バブルおよびその崩壊はシステムリスクを内包しているのである。

本論では言及されていないが、こうした住宅バブルのシステムリスクは、1980年代後半の貯蓄貸付組合 (S & L) の連鎖倒産のときにもみられた。80年代前半の金融規制緩和によって金融業の競争が激化し、S & Lを始めとする預金取扱金融機関は、市場性の負債を積極的に取り入れて、住宅抵当ローンを始めとする投融資を競い合った。「市場性の負債」のなかには、ジャンボCDと呼ばれた高金利の大口定期預金証書なども含まれた。海外からも積極的に負債性資金が取り入れられ、信用 (クレジット) の伸びが預金通貨 (マネー) の伸びを上回った。これは2000年代前半の状況と酷似するものであった。

8. 負債金融による資産バブル

冒頭でも述べたように、本書のテーマは「住宅本位制」ないしは「住宅金融本位制」である。前述のキンドルバーガーの論考が示すように、ほとんどすべての大不況は、その前段階で、負債増による資産バブルが先行していた。そして過大な負債を負わなければ、バブルの熱狂やその後の崩壊も軽度で済んだはずだ。

このことを例証するために、本書の著者たちは、資産価格に関して楽観主義者と悲観主義者

の双方が存在する世界を例示している。悲観主義者は、資産が生み出す将来収益を控えめに予想するとともに、それを高めの資本コストで割り引くことによって、保守的な資産価格査定(価値評価)を行うが、楽観主義者はそれよりも高い価格を査定する。通常の市場では、楽観主義者の自己資金に限度があるため、すべての物件を強引に買い占めることはできず、悲観主義者の保守的な価値評価に近い水準に資産の市場取引価格が落ち着く。しかしそこに銀行が現れて借入資金(負債)を提供すると、楽観主義者の資金力が増加して、市場価格が楽観主義者の査定値(高値)に近づく。

ここでのポイントは、保守的な悲観主義者が、銀行預金といった間接的な形態も含めて、債権者の立場にあり、また楽観主義者が債務者の立場にあることである。債権には優先請求権があるので、かりに資産バブルが崩壊しても、債権者は担保物件を差し押えて、債権を保全することができる。だからこそ悲観主義者も債権者として、楽観主義者への資金提供に応じるわけである。

1997年のタイに始まるアジア金融危機も、これと似たような様相を呈した。タイでは1993～96年に不動産向けローンが3倍に増加し、建設ブームが起きた。そうしたローンの原資となったのは、地場の民間銀行によるドルなど外貨建て負債の取入れであり、その負債が不履行を起したのがアジア金融危機であった。

2010～12年のユーロ債務危機(特にスペインとアイルランド)もそうした様相を帯びていた。本書によると、スペイン債務危機は、米国のサブプライムローン危機を上塗りするようなものであった。というのも、スペインの法律では債務者の自己破産が認められないため、一生

かかって負債の弁済責任を負う。自己破産を認めない法的理由(大義名分)は、スペインの銀行の債権保全および銀行システムの保護である。しかし、現実には2012年7月に、ユーロ加盟国の負担でおよそ1,000億ユーロの公的資金がスペインの銀行に投入され、銀行およびその債権者(預金者)がペイルアウトされた。スペインの銀行は事実上破綻していたのである。

9. 銀行は特殊か?

そこで本書では、その第三部で「銀行は特殊か?」というあらたな問題が提起される。そもそも住宅バブルとその崩壊の原因は、貸し手側銀行の過剰な資金供給にあったのだから、なにも銀行を保護したり救済したりする大義名分は存在しないのではないか。また債権者である銀行やその株主が損失を被るのが当然ではないか。著者たちは、そういった問題を提起する。

米国ではリーマンショック直後の2008年10月2日に制定された緊急経済安定法によって不良資産救済計画(TARP)が実施された。同計画の当初の支出権限は7,000億ドルであり、その主たる目的は、不良資産化した住宅抵当証券(MBS)の買取りによる住宅抵当証券市場の修復であった。しかし、途中から民間金融機関や非金融企業への資本投入に拡大され、AIG, GM, クライスラーへの公的資本注入も行われた。同計画には、住宅の差し押え回避などローン債務者の支援も含まれていた。これは住宅債務保証計画と呼ばれ、高利の住宅抵当ローンに苦しむ家計のうち、一定条件を満たす(つまり悪質ではない)借り手が、低利で借換えられるように、借換えの債務保証を行うことを目的とした。しかし、住宅抵当ローンのプールが証券

化された結果、個別ローンのリスケジュールは煩雑になった。証券化商品を管理する金融業者（サービサー）も、元利金返済が滞った住宅物件を差し押えた場合には、その差し押え作業に掛かった諸費用を請求できたが、リスケジュールの場合の費用請求は、債務契約証書に銘記されていなかったという。

前記のように、銀行がサブプライムローン危機の主犯だったとすれば、7,000億ドルもの資金を銀行などに投入したりせず、国民に還元したらどうかといった批判が当然出た。実際、ヒラリー・クリントン上院議員（当時）は、2008年9月26日付けのウォールストリートジャーナル紙へ寄稿し、「総額で3兆ドルの住宅担保ローンを抱え、債務超過の状況にある200万世帯が、債務不履行と差し押えの危機に瀕しており、かれらの負債のリスケジュールや差し押えの執行停止、変動利付きローンの金利凍結が急務である。借り手側の窮状を打開しないかぎり、貸し手側の問題も解決しない」と論評した。

借り手よりも貸し手が救済されたのは、ユーロ債務危機でも同様であったが、その論拠は、銀行の特殊性と借り手のモラルハザード排除という論理である。通常の企業であれば、経営破綻に陥ると会社更生法が適用され、管財下で債権の整理や債務減免などの再建措置が講じられる。しかし、銀行の場合、債権者の大半は預金者であり、要求払い預金は現金と同等の通貨（預金通貨）である。したがって銀行の資産が劣化したり収益が悪化したりすると、預金の引き出しや取付けが起き、最悪の場合、健全銀行にまで取付けが波及する。

著者たちによれば、預金者保護（預金保険）は合理的で意味があるし、連邦預金保険公社

（FDIC）の活動もそうした観点からは是認されてきた。信用仲介と並ぶ銀行の機能は決済手段の提供だから、決済機能を保全するための預金保険制度は正当化できる。しかし、リーマンショック後の銀行への資金注入は、銀行の劣後債権者や一部の株主の救済にまで及び、その本分を逸脱した。

TARPに始まる資金供給計画は、その後多岐にわたる金融機関向けの資金供給計画に拡充され、いわば向こう見ずな銀行経営者や強欲な株主までもが救済されたのである。

10. 資金フロー維持説

著者たちによれば、銀行救済措置が講じられたのは、銀行経由の資金フローを維持する必要性という論理からであり、そうした論理の旗頭が、ほかならぬバーナンキ前FRB議長であった。バーナンキは、1930年代の大不況（Great Depression）研究の権威であり、同氏の研究によれば、銀行倒産によって資金フローが遮断されたことが、1930年代の大不況を引き起こしたとされる。

しかし、著者たちは、今回の場合、そもそも過剰な資金供給がサブプライムローン危機およびその後の大景気後退（Great Recession）の原因だったのだから、なにも屋上屋を重ねて資金供給を手当てする必要はなかったと主張する。今回の大景気後退の解決策は、銀行救済ではなく、家計純資産の修復であった。実際、大企業は巨額の手元資金を抱えているし、中小企業の業況調査によると、中小企業も資金調達難ではなく、家計消費などの需要不足を経営上の足枷としてあげていた。また雇用削減を実施したのは、中小企業よりも、潤沢な資金を保有し

ていた大企業のほうであった。

なぜ資金フロー維持説が強く支持されたかに関して、著者たちは銀行の政治力と経済学の誤謬の双方をあげている。前者は、連邦議会議員に対する銀行のロビー活動である。銀行救済関連法案に賛成票を投じた議員のなかには、次期選挙で再選を目指す議員が多く存在し、逆に任期満了後に引退を表明していた議員は、救済法案の熱心な支持者ではなかった。そうした分析が、本書の中でも引用されている。

11. 負債減免の必要性

一方、経済学者の誤謬とは、前述のように銀行経由の資金フローの必要性和その維持を強調し過ぎたことである。それに対して著者たちは、家計負債の減免ないし部分的破棄 (debt forgiveness) を行うべきであったと主張する。特に金利水準がゼロパーセント近傍に低下した状況では、資産家や富裕者は現金保蔵に走り、消費や投資には向かわない。現金通貨は、政府ないし政府機関 (中央銀行) の債務だが、同時にリスクフリーの金融資産でもある。リスクフリーの金融資産である現金通貨を保蔵しても、それに対して懲罰的なマイナス金利を課すことはむずかしい。ましてゼロ金利の状況では、国債などの債券に投資すると、将来金利が上昇した場合にキャピタルロスが発生する。したがって富裕層の余剰資金は、国債投資にも回らない。こうした状況を脱却するには、負債減免が必要であり、実際米国における不況脱出の歴史は、負債減免の歴史でもあった。

問題は負債減免のための資金をどうやって捻出するかである。これを納税者負担、特に給与所得者への所得税増税によって賄うのは間違い

であり、富裕者への資産課税によって賄うべきだというのが著者たちの主張である。この点は、トマ・ピケティが『21世紀の資本』のなかで提唱した政策処方箋と一致する。

なお、評者はここまで便宜上、高所得者＝富裕層 (資産蓄積が厚い層)、低所得者＝非富裕層 (資産蓄積が乏しい層) としてきた。しかし、現実には、この等号は厳密には成立しない。富裕な退職世帯が典型例だが、富裕者が給与所得者ではない場合も多いからである。著者たちは、高所得者 (給与所得者) に対する所得税増税は、働く意欲を阻害するので適切な方策ではないとする。それに代わって多額の金融資産を保有する富裕層に債権放棄を迫るべきだとしている。いわば銀行による安易な貸出を支援した債権者 (預金者) にも責任を取らせるべきだということである。

12. SRM (shared responsibility mortgage)

しかし、債権者責任が立証されたとしても、政治の力でこの問題を解決するのは不可能に近い。特に米国では、政治勢力が左右両極に分断され、政策発動が阻害されている。不況になると利害対立が激化するから、不況の真ただ中で合意形成はできない。2010年代前半、再三にわたって直面した「財政の崖 (fiscal cliff)」がそのことを象徴している。

住宅購入やそれに伴うローン (負債) は、人間活動に本質的なものである。しかし、負債はきわめて柔軟性が乏しく硬直的であり、一度負ったら自動的には消滅しない。本論の冒頭で「負債性悪説」と述べたゆえんでもある。本書には記述がないが、古代の文字や文書は、債権

債務関係を記録したものが多く、もともと貨幣も債務として発生した。古代の宗教は25年、50年、100年といった周期で徳政令を施したが、キリスト教の世界では jubilee がそれにあたる。「自由 (freedom)」は負債からの解放を意味した。

しかし、近代国家では、利子の損金算入といったかたちで、負債が税制上も優遇されてきた。債権者と債務者の間で信用仲介を行う銀行も、政府ないし中央銀行が提供するセイフティーネットによって制度上保護されてきた。そうした負債金融が行き過ぎて破綻すると、今度は銀行救済の負担が納税者に及んだ。著者たちは、こうした制度は改めなければならないと主張する。

銀行の政治力を回避する方策として、著者たちは裁量的な政策発動を必要としない自動安定化装置の導入を提案する。特に住宅抵当ローンや学生ローンなど人間が生活するうえで必要不可欠な負債の場合、借り手（債務者）にとって統御不可能なマクロ的リスクを借り手だけに負わすべきではない。ちなみに学生ローン残高は2000年代に倍増し、2012年には残高が1兆ドルを突破した。米国の学士課程卒業生の3分の2が、政府ないし民間銀行から融資を受けているという。そうした学生が卒業時に運悪く不況に直面すると、みずからの責任でもないのに元利金の返済が滞るといった事態に追い込まれる。先に、借り手のモラルハザード排除という論理が存在したと述べたが、著者たちは、借り手にとって統御不可能なマクロ的リスクをモラルハザードと混同すべきではないとしている。

著者たちは、人間生活の基本的な活動に付随して発生する資金需要は、リスクとリターンとの間でバランスがとれたエクイティでファイナ

ンスすべきだと論じる。著者たちの具体的提案は SRM (shared responsibility mortgage) である。SRM は、エクイティに近い性格を持つ住宅抵当ローンであり、住宅抵当ローン残高を住宅価格指数にスライドさせる。例えば10万ドルの住宅を、2万ドルの自己資本と8万ドルのローンで購入した場合、その後住宅価格が20%下落すると、通常であれば住宅純資産（自己資本）はゼロになる。しかし、SRM の場合には、住宅抵当ローン残高も同率で低下し、6.4万ドル（8万ドル×0.8）となる。したがって、借り手には1.6万ドルの純資産が残る。つまり住宅価格（時価）に対する純資産の比率およびLTV が不変に維持される。住宅価格が下落しても、すぐには債務超過に陥らないので、差し押えや見切り売りなどによる外部不経済性も発生しないで済む。逆に、住宅価格が上昇し、借り手が新条件で借り換えたり売却したりした場合には、貸し手（債権者）が譲渡益の5%分を手に入れる。これによって貸し手は住宅価格下落に伴う債権価値の下落リスクを償うことができる。SRM は、債権者と債務者が、上方ポテンシャル（リターン）と下方リスク（ロス）の双方をシェアする仕組みである。

13. 住宅バブルの再燃？

本書の内容に関する叙述は以上で終わり、以下では、主に評者の感想を述べる。

日本の不動産市況は、1990年代初頭のバブル崩壊後、20年以上にわたって低迷を続けた。前掲の図表3に示したように、2013年末の日本家計の不動産総額（宅地と住宅の合計）は1,290兆円であり、1994年末の1,950兆円をいまだに下回っている。しかし米国の不動産市況はすで

に回復の兆しをみせている。単にニューヨークやロサンゼルスといった両岸部の大都市だけでなく、シカゴ、デトロイト、ミネアポリスといった中部の主要都市でも、住宅価格の上昇がみられる。年収に対する住宅価格の倍率は、過去30年間の平均を上回り、住宅価格に対する家賃収入の比率（投資利回り）も、過去30年間の平均を下回っている。（2015年6月11日付けフィナンシャルタイムズ紙）。2015年5月の新築住宅販売戸数は7年ぶりの高水準に達した。これはいうまでもなく、量的金融緩和政策の効果によるものだが、ドル相場下落の心配がなくなったことによって、新興国の富裕層など外国人投資家の対米不動産投資も高まっているという。イエレン議長以下の連邦準備制度理事会（FRB）および連邦公開市場委員会（FOMC）がこうした状況をうまく管理できるかどうか、大いに注目される。

振り返ってみれば、米国の金融政策や金融行政にとって、住宅金融はいわば鬼門であった。もともと米国における預金金利自由化は、1966年と69年のクレジットクラッシュ（金融逼迫）で住宅抵当貸付が減少したことへの対応策であった。その当時、預金金利規制下にあった住宅金融機関から大量の預金が流出すると同時に、住宅抵当貸付は長期固定金利だったため、折からのインフレで実質金利がマイナスになった。住宅金融機関の収支悪化による住宅抵当貸付の減少で住宅投資が減少したが、このことは「低所得者の持ち家推進」という米国政府の国策からすれば由々しい問題であった。

米国では資本主義の利点を国民に訴える目的で、1930年代に「持ち家民主主義（property ownership democracy）」といった政治スローガンが提唱された。これは間接的な社会保障政

策でもあった。米国人にとって「生活の質（quality of life）」とは「より良い家に住むこと」に等しく、それがアメリカンドリームでもあった。ドイツのような欧州諸国では政府が財政資金を工面して直接低所得者向け住宅を提供したが、米国では低所得家計がみずから資金を工面し、それを政府が金融面から間接的に支援した。

間接的な支援策としては、住宅抵当借入れに関わる支払利子の所得控除（損金扱い）に加えて、連邦住宅局（FHA）などによる住宅抵当貸付の保証制度が実施された。またファニメイ（連邦住宅抵当金庫）およびフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）といった政府系住宅金融機関が設立され、地域間の資金偏在解消と抵当証券の流動化が促進された。両社とも特別の連邦法に準拠して設立された政府支援企業（government-sponsored enterprises：GSE）であり、各州の会社法を設立根拠法とする一般の株式会社とは異なる。両社の株主は民間投資家であったが、政府支援企業のため、両社が発行する債券は実質的に政府保証付きとみなされ、その負債比率は50倍を超えた。これは2007～08年のサブプライム金融危機に至るおなじみの物語である。

そこで「今回は異なるのか？」あらためてFRBの真価が問われるが、2015年6月のFOMCでの錯綜した議論をみると、過去とまた同じ間違いを犯す可能性も否定できない。

2010年代に入ってから技術革新の群発にかかわらず、経済成長率は低迷している。1987年にノーベル経済学賞を受賞したロバート・ソローMIT教授は「IT（情報技術）をあらゆる所で目にするが、生産性向上を示す統計は目にしない」と言った。これはひとつには、技術革

新による生活の質向上が、生産統計に反映されないためであろう。例えば航空便予約から代金支払い、座席指定、搭乗券発券まで、航空会社のウェブサイトアクセスすれば、自分で簡単にできるが、一連の行為は生産や雇用の増加には直結しない。むしろインターネットの利用が進んだ分、旅行会社の業務が縮小した。また株価チャートも、検索エンジンの金融関連サイトなどで入手できるため、出版社の販売業務も縮

小した。

旧来の金融政策や総需要管理政策によってこうした状況を打開するのは無理であろう。日米欧の量的緩和政策や低金利政策の限界でもある。雇用や生産の低迷を理由に大規模な金融緩和政策を継続すると、再び資産バブルを引き起こす可能性がある。

(法政大学経済学部教授・
当研究所客員研究員)