

米国の住宅政策について
- 住宅金融および制度面を中心に -

中川 忍¹
1998年11月

(e-mail : shinobu.nakagawa@boj.or.jp)

¹ 日本銀行調査統計局経済調査課所属。本稿は、筆者が米国における実地調査等を基に作成した個人論文であり、日本銀行調査統計局の公式見解を示すものではない。また、当然ながら、本稿中のあり得べき誤謬は、全て筆者に帰するものである。なお、先般（10/6日）公表した論文「最近の住宅投資動向について」の中で、米国の住宅金融および制度について簡単に言及しているが、本稿は、そのバックグラウンドとなるペーパーである。

(要旨)

- 1 . 米国では、わが国や欧州諸国とは異なり、戦禍による深刻な住宅不足という問題に直面しなかったこともあり、公的部門が住宅建設を積極的に主導することはなかった。換言すれば、公的部門は、低所得者に対する限定的な住宅供給を担っていたに過ぎず、むしろ、一般的に米国において住宅政策と位置付けられるのは、とくに持家取得促進を目的とした、住宅金融市場の整備・コントロールおよび税制面での各種優遇措置のことである。
- 2 . 米国の住宅金融についての公的関与は、時代毎に大別すると、住宅ローンに対する公的保険・保証の供与、および住宅ローン債権の買い取りのみが行われた段階(70年代前半以前)、これに加え、住宅ローン債権を担保とする証券(いわゆる、モーゲージ担保証券)が導入され、そして発達していった段階(70年代前半以降)、という2段階に分かれる。
- 3 . 住宅税制については、持家取得促進を目的とした、住宅ローンの支払利子の所得控除等の優遇措置が講じられている。米国の住宅優遇税制のレベルは、色々と制度、文化等が異なるため単純に国際比較は困難であるが、わが国と比べてはるかに手厚いほか、世界的にみても、相当高水準にあるとみられる。
- 4 . 借家政策としては、民間賃貸住宅に居住する低所得者層に対する家賃補助制度(サーティフィケート制度、バウチャー制度)等がある。

1. 住宅金融

(1) 住宅ローン - 住宅金融の第1次市場 -

- 米国では、主に、商業銀行、S&L（貯蓄貸付組合）、モーゲージ・カンパニー²といった民間金融機関が住宅ローンを実施しており、住宅金融の第1次市場（primary market）を形成している。これらの民間金融機関は、住宅ローン資金の原資の大半を個人預金（あるいは、住宅ローン債権の流動化による調達）に依存している。

米国における住宅ローンの形態は、モーゲージと呼ばれる抵当証書を裏付けとした融資である。なお、このモーゲージは、他の金融資産と同様に容易に譲渡ができるため、モーゲージの売買を行う第2次市場（secondary market）が整備されている。

- 住宅ローンに係る公的関与については、民間住宅金融の円滑化および広汎化（とくに、低所得者層への住宅普及）を企図して、FHA（Federal Housing Administration：連邦住宅庁）、VA（Veterans Administration：退役軍人庁³）等による、住宅ローンの利子支払および元本に対する保険・保証が供与されている。これらは、民間金融機関が行う住宅ローン融資に対して、政府が提供する保証であり、住宅ローンの借り手サイドの貸し倒れリスク等に対し、100%の政府保証が具されている。

FHA 保険（34年実施）は、30年代の世界恐慌時に、米国の不動産市場が大きく冷え込み、これに伴い、民間金融機関の住宅ローン融資姿勢が大きく後退していた中、連邦政府が、民間資金が円滑に住宅金融市場に回り、そして不動産市場全体が活性化することを狙いとして導入した公的な融資保険のことである。一方、VA 保証（44年実施）とは、一定の要件に該当する退役軍人およびその配偶者に対する、FHA 保険と同様の公的な保証のことをいう。

FHA 保険、VA 保証の利用者には、信用力、頭金（downpayment）、償還能力等について一定の条件が設定されているほか、物件についての基準等も定められている。

- さらに、米国においては、単にこうした住宅ローンの貸借だけに止まらず、

² 住宅金融の専門機関であるモーゲージ・カンパニーは、一般的には他の金融機関の子会社であることが多い。モーゲージ・カンパニーでは、預金業務は行われておらず、その資金調達は、主に商業銀行等からの短期借入で賄っている。

³ 退役軍人庁は、89年に退役軍人省（Department of Veterans Affairs）に格上げされた。

FNMA (Federal National Mortgage Association: 連邦抵当金庫)、FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation: 連邦住宅貸付抵当協会) といった機関⁴ (agency) による、モーゲージの購入、すなわち、住宅ローン債権の流動化のシステムも充実している。

最近の FNMA や FHLMC によるモーゲージ購入額は、それぞれ約 700 億ドル (97 年)、約 1200 億ドル (同) に上っている。米国の住宅ローンの新規貸出額が、90 年代入り後の年平均で約 8,000 億ドル程度であることを考えると、こうした機関 (agency) 等による住宅ローン債権の流動化が、米国の住宅金融市場における安定的な資金供給源となっている様子が窺える⁵。

なお、FHLMC は、設立当初は S&L のモーゲージ購入を主たる業務としていたが、現在は FNMA とその業務内容について、大差がない⁶。

- この間、米国における住宅ローン残高の推移をみると (図表 1)、第 1 次オイルショック期や 80 年代初の不況期には一時的に伸びが低下しているものの、達観してみれば、70 年代前半から 80 年代後半にかけて高い伸びを記録した。この時期、このように住宅金融市場が活性化した背景としては、主に、いわゆる「ベビーブーマー世代 (45~64 年生)」が、持家需要の高まる 25 歳という年齢に差し掛かったこと⁷、87 年住宅コミュニティ開発法の成立 (88/2 月)、86 年の税制改革 (Tax Reform Act) の影響、といった 3 点が指摘されている。

は、レーガン大統領が、80 年代初の住宅不況を打開するために、81 年に大統領諮問委員会を設置し、連邦政府の住宅政策の新しい枠組みについて諮問、これを受け、82/4 月に提出された同委員会報告が制度化されたものである。同報告の主な内容は、(a)低所得者に対する支援の拡充

⁴ FNMA、FHLMC とも、定義上、ニューヨーク株式市場に上場されている民間機関である。ただし、両機関とも、HUD (Department of Housing and Urban Development: 住宅都市開発省) 等の監督下にあるため、一般的には「準政府機関」として位置付けられている。なお、FNMA、FHLMC の業務内容等については、次節でやや詳しく紹介する。

⁵ ここでは、FNMA、FHLMC の計数のみを示しているが、これら以外の民間金融機関等でも、モーゲージの購入が盛んに行われている。

⁶ もっとも、FHLMC が購入するモーゲージのうち 3 割は、低所得者向けのものとするように義務付けられている。

⁷ 米国では、一般的に持家需要が高まるのが、子供が親元から独立する 20 歳代半ばからといわれている (Mankiw and Weil (1989))。一方、わが国においては、住宅価格が高く、住宅購入のためにある程度の頭金が必要であるといった理由から、こうした需要が高まるのは 30 歳以降である (日本銀行 (1998))。

(家賃補助制度の拡充⁸)、(b)高金利対策として、ARM (Adjustable Rate Mortgage：変動金利型モーゲージ)の導入⁹等、金融機関に対する規制緩和措置、(c)住宅に関する諸規制(ゾーニング規制、建築基準、等)の可能な限りの撤廃、等である。

また、⁷についての主要なポイントは、従前は、通常の消費者ローンについても、住宅ローンと同様に、支払利子の所得控除が認められていたが、この税制改正でこれが撤廃されたことに伴い(住宅ローンについては、継続)、住宅を担保とするローン(Home Equity Lending：HEL)への需要が一段と高まった点である。すなわち、80年代半ば以降の景気拡大期において、住宅価値の上昇が起り、さらに、上記(b)のARMの存在も手伝って¹⁰、支払利子が依然所得控除の対象であることを逆手にとったこのHELの資金が、家計による耐久消費財等の購入に向けられるなど、⁷の制度変更は、当時の米国の家計消費インセンティブの向上、および住宅金融市場の拡大に大きく貢献したと言われている(Maki(1997))。

なお、80年代の米国のマクロ経済環境について、図表2に主要指標を掲載しているが、上述したような、住宅市場の活性化、逆イールド状態(80年代初)順イールドの形成(80年代半ば～後半)、消費支出の盛り上がり¹¹といった点が確認できる。

- このように、米国の家計行動における金利感応度は、住宅投資を中心に、かなり高いと言われている。これには、上記のARMの利用可能度が高まったという点が大きいとの指摘がある。すなわち、ARMの利用者については、例えば、金利低下局面においては、利払い金額が順次低下していくため、その余資を他の耐久消費財等の購入に振り分けることができる一方、金利上昇局面においては、逆に利払いが高んでいくため、消費支出を抑制する必要性

⁸ もっとも、こうした家賃補助制度については、70年代半ばから、いわゆる「試験プログラム」として実験的に認められていた(家賃補助制度の詳細については、後述の2-(2)を参照)。

⁹ 80年代初の高金利に起因する住宅金融危機(とくに、金融機関の住宅ローン業務に関するバランス・シートは、典型的なショート・ロング・ポジションとなっていたため、足許の短期金利が上昇する局面では、調達利回りのみが上昇する状況)を打開するために、ARMの導入等の規制緩和措置が講じられた。このARMの登場が、80年代前半の住宅金融市場の拡大に貢献した部分は大きいとされている。

¹⁰ この時期、景気拡大に伴う順イールドの形成により、短期借入のメリットが相対的に増大した。

¹¹ もっとも、80年代初の消費支出の急速な盛り上がりは、レーガノミックスの柱のひとつであった大幅減税に起因する部分大きい。

が高まるなど、一般的に金利感応度が高くなると考えられる。また、これに加え、住宅ローンについては、その期限前償還（prepayment）に係るペナルティが小さく、しかもその手続きが極めて簡単であることも、米国の家計の金利感応度が高い理由のひとつとして指摘されている¹²。

このため、こうした HEL の動向についての重要性は、FED 等でも十分認識されており、その Bulletin 等で定期的に分析がなされている（直近では、FED（1998））ほか、Michigan Survey 等の主要な家計調査においても、HEL については、実に細かい調査結果が報告されている。

（２）住宅ローンの証券化 - 住宅金融の第２次市場 -

（住宅ローンの証券化の仕組み）

- 住宅ローンの証券化とは、住宅ローンの借り手と金融機関との間で個々に金銭貸借契約が結ばれた後、金融機関がその債権をまとめてプールし、証券という形で市場に売却することを言う。その際、発行される証券を MBS（Mortgage Backed Securities：モーゲージ担保証券）と呼び、これはいわゆる ABS（Asset Backed Securities：資産担保証券）の一形態である。MBS の特徴は、通常の ABS と同様、当該金融機関の経営体としての信用力ではなく、プールされた住宅ローン債権が生み出すキャッシュ・フローが信用力の源泉となっている点である（MBS の基本的な仕組みは、図表 3 を参照）¹³。
- ただし、住宅ローン債権にはデフォルト（個人破産等による債務不履行）等のリスク¹⁴が付きものであり、投資家に対して幅広く証券を発行・販売するためには、ある程度リスクを吸収するバッファが必要となる。この点、

¹² こうした期限前償還に係るペナルティの金額は、当然、債務残高等により異なるが、概ね数百ドル程度で済むほか、手続きについても、電話、FAX、インターネット等で即日可能である。また、民間金融機関サイドも、こうした期限前償還をビジネス拡大のチャンスと捉え、新聞広告等で積極的な勧誘を行っている。

¹³ なお、今回の調査では、米国の MBS の基本的な概念を中心に、専らヒアリングを行ったため、最近主流となりつつある“Multiclass Securities”と呼ばれる REMICs（Real Estate Mortgage Investment Conduits）については、本稿で詳しくは論じない。因みに、REMICs とは、86 年の税制改革法により新設された概念であり、簡単にいえば、様々なイールド、マチュリティ、キャッシュ・フローを持つ個々の MBS（例えば、FNMA の MBS）をプールし、REMIC と呼ばれるトラストを組成、そこにさらに FNMA が保証を与え、投資家に販売するという手法のこと（その基本的な仕組みは、図表 4 を参照）。

¹⁴ 住宅ローンに関しては、こうしたデフォルト・リスク以外にも、金利状況等に起因する期限前償還リスクもある。

米国の MBS については、政府機関である GNMA (Government National Mortgage Assosiation : 政府抵当金庫)、準政府機関である FNMA、FHLMC といった機関 (agency) が、住宅ローン金利の支払い保証、デフォルト時の損失補填等の保証を行っている¹⁵。

- ここで、MBS を発行する際の GNMA、FNMA、FHLMC の役割の違いを簡単に整理しておく、証券の発行体であるか否か、対象債権の違い、の 2 点に集約できる。

については、MBS の発行に際し、GNMA は、そのキャッシュ・フローの支払保証業務を行うだけで、証券そのものは発行しない一方、FNMA、FHLMC は支払保証を行うと同時に、証券も発行している。すなわち、FNMA 債や FHLMC・PC 債は、金融機関から購入したモーゲージを、自己資産として所有し、証券化を図っていることになる (= 発行された MBS は、FNMA や FHLMC の負債となる) が、GNMA 債というのは、GNMA 自体がモーゲージを購入しないため、実質的には「名前を貸している」だけのようなもの。

については、MBS を発行する際、GNMA は、FHA、VA 等の保証付きの住宅ローンのみをその対象としている一方、FNMA は、FHA、VA 等の保証付きローンも取り扱うが、主な対象は民間機関保証の住宅ローン (conventional loan : 通称 C ローン) であり、FHLMC は、この C ローンのみを取り扱っている。このため、FNMA や FHLMC は、C ローン等を買取る際には、その中身を独自に審査し、その信用力に応じて MBS のプライシングを行っている。すなわち、要約すれば、GNMA は、MBS 発行に係る信用リスクは全く負っていない¹⁶ (= FHA、VA 等が負ってい

¹⁵ こうした「政府保証」が付けられていることにより、米国の MBS (GNMA 債、FNMA 債、FHLMC・PC 債 < Participation Certificate >) は、ほとんどの場合トリプル A の格付を得ており、投資家の裾野を広げるのに寄与してきた。また、これらの機関 (agency) 以外に、民間機関 (non-agency) もこうした保証業務を行っている。民間の保証業務は、agency の保証の対象から漏れるような債権に対してが主である。具体的には、住宅価格に対する住宅ローンの借入比率 (Loan to Value Ratio) について、通常の保証対象は 75 ~ 80% であるが、100% をはるかに超えるような住宅ローン債権などは、agency の保証の対象外となる。当然、これらの債券は、トリプル A 以外のものがあるが、リスクが高い分利回りも高く、様々な投資家のニーズに応える結果となっている。

¹⁶ この点をやや詳しくみると、GNMA (および、実際には FNMA の一部) は、FHA、VA 等による保証があれば、通常時においては、自動的に元利金の遅滞ない支払を保証していることになる。また、もし万が一、債務者にデフォルトがあっても、FHA、VA 等に対して求償権を行使して元本を投資家に支払うほか、期限前償還が起

る)一方、FNMA や FHLMC は自らがこうした信用リスクを負っていることになる。

(MBS 市場の現状)

- 米国では、80 年代前半以降、金融機関の資産売却意欲の高まり、上記の「政府保証」による MBS の信用力の高さ、MBS への投資に係るリスク (=主に期限前償還リスク)を軽減する金融技術革新、等を背景に、MBS 市場が急拡大した。最近の MBS の発行残高をみると(図表 5)、旺盛な住宅需要をも反映し、一段と増加してきており、96 年末現在で約 2 兆ドルにも達している¹⁷。これは、債券市場としては、社債を上回り、財務省証券に次ぐ 2 番目の規模である(図表 6)。

については、80 年代初頭、高金利により経営難に喘いでいた S&L 救済を企図して、政府が S&L に対し、資産運用対象の拡大を認めたことと深く関連している。この措置により、S&L は積極的に手持ちの住宅ローン債権を証券化し、資金調達を行い、この資金を他の高利運用へと回していった。もっとも、このことは、逆に新たな S&L の経営破綻の増加に繋がった。

については、とくに、CMO (Collateralized Mortgage Obligation: モーゲージ担保債務証券)の開発により、投資リスク (=主に期限前償還リスク)が軽減された効果が大きいと言われている(CMO の詳細については、下記 BOX を参照)。

一方、に関しては、こうした期限前償還リスクについて、これを逆に商品とする仕組みもある。ストリップ債がその典型例である。ストリップ債とは、モーゲージのキャッシュ・フローを組み替え、金利のキャッシュ・フローのみ (IO: Interest Only) を取り出した商品や、元本のキャッシュ・フローのみ (PO: Principal Only) を取り出した商品のことである。例えば、金利が低下して期限前返済が増加すれば、IO の価値は減る一方、元本の流入時期が繰り上がるため、PO の価値は上昇する。このため、投資家の中には、こうしたストリップ債をヘッジ手段、さらには投機手段として利用する者もあり、その数は漸増傾向にある。

こった場合にも、元本は遅滞なく投資家に支払っている。このことは、GNMA (および、FNMA の一部)にとって、一時的な立替払いに伴う流動性リスクはあっても、信用リスクという点については、最終的には FHA、VA 等が負っていることを意味する。

¹⁷ 図表 5 からわかる通り、MBS の発行残高のうち大半は、GNMA、FNMA、FHLMC といった機関 (agency) によるものであるが、純粋な民間機関 (non-agency) が発行する MBS も存在する。

【BOX】CMO（モーゲージ担保債務証券）について

CMO とは、期限前償還リスクを嫌う投資家のニーズに対応するため、83 年に FHLMC によって開発された商品である。

CMO の内容を概観するために、具体的な作成手順をみると、まず、複数の償還期間等の異なるパススルー証券¹⁸（Pass Through Securities）をまとめて、例えば平均償還期間 20 年というトラスト形式のプールを作成する。次に、このプールに入ってくるキャッシュ・フローについて、仮に、最初に入ってくるキャッシュ・フローのうち 25% を tranche A、次の 25% を tranche B といった具合に分割し、最終的に A、B、C、Z という 4 つの tranche を形成する¹⁹。この間、tranche B のキャッシュ・フローは、tranche A の 25% のキャッシュ・フローの流入が完結するまで入ってこないことになっており、全体としては、A B C Z の順にキャッシュ・フロー流入の順位が劣後する仕組みとなっている。

この仕組みの中では、tranche A については、投資家にとっての期限前償還リスク（＝期待されたキャッシュ・フローが得られないというリスク）がかなり小さくなり、B C Z の順にこうした期限前償還リスクが大きくなる（＝逆に、その分期待利回りが高く設定されている）。因みに、こうしたキャッシュ・フローのいわゆる「縦割り」分割という方法をとることにより、それぞれ tranche A は期間 1～3 年の債券、tranche B は 3～7 年の債券、tranche C は 5～10 年の債券、tranche Z は 10～20 年の債券とよく似た価格パフォーマンスを示すと言われている。

このように、CMO は、あたかも別個の証券を作ったのと同じことになる。このため、投資家サイドに立てば、従前のパススルー証券と違い、証券の償還期間について（ある程度ではあるが）確実に把握することができ、期限前償還リスクを小さくできるようになった結果、80 年代の前半以降、MBS への投資家層の裾野が一段と拡大していった。

¹⁸ パススルー証券とは、MBS の保有者が住宅ローン債権の保有者となり、各証券は資産の持分を表象する証券のこと。すなわち、MBS の基本的な仕組み（前掲図表 3）からもわかるように、MBS の基本型は、住宅ローンの債務者が支払う元利金の中から、サービスの手数料と機関（agency）等の保証料を差し引いた残りが、そのまま投資家に向かう仕組みになっているが、このこと（＝通過）を表現して、MBS の基本型をパススルー証券と呼ぶ。パススルー証券の場合、住宅ローンの期限前償還が起こると、そのリスクもそのまま投資家にパススルーされることになる。

¹⁹ このように、基本的には、4 つの tranche を作る場合が多いが、5 つ以上のケース（tranche Z が複数存在するケース）もみられる。

因みに、こうした CMO の仕組み自体は、脚注 13 で述べた REMICs とほぼ同じである。86 年税制改革における REMICs の導入以降は、CMO の大半は、REMICs 形式で発行されている。

- この間、MBS への投資家層をみると、非常に多岐にわたっており、そのシェアで見ると（図表 7）、96/3 月時点で、商業銀行（シェア 21%）、生保（同 17%）、貯蓄銀行および信用組合（同 15%）、年金（同 13%）の順となっている。

なお、ユニークな点としては、FNMA 等の機関（agency）も、住宅金融の第 2 次市場（secondary market）の育成を目的として、MBS への積極的な投資家にもなっており、そのシェアは 7%となっている。

また、わが国の様々な金融機関も、米国の MBS マーケットに参入している。

（MBS 市場育成のためのポイント）

- MBS 市場の発展のためには、投資家に対するリスク、とくに期限前償還リスクの正確なディスクロージャーが不可欠となる。

米国では、期限前償還リスクを測る指標として、CPR（Conditional Prepayment Rate：年間期限前返済率）をベースに、PSA（Public Securities Association：全米証券業協会）が作成する PSA 指標が主に利用されている²⁰。投資家は、こうした期限前償還リスクに関する情報を十分に考慮に入れた上で、MBS への資産運用を行っている。

²⁰ CPR は、元利均等払いによる償還のみが行われた場合の想定月末残存元本に対する月間の期限前償還率を年率換算したものである。一方、PSA 指標は、FHA の顧客データを分析することにより作られる指標であり、新規住宅ローンの CPR（期限前償還率）は小さいが、それが時間の経過とともに漸増していくという米国の経験則に基づいて作成されている。具体的には、図表 8 のように、新規の住宅ローン融資が実行された後、約 2 年半の間に CPR が 0% から約 6% に漸増していき、その後は満期まで 6% 程度で横ばいとなるというのを基本型（これが、PSA=100 の世界）とし、仮に、金利低下等が起こり、期限前償還が増加するような状況においては、CPR が 6% をはるかに超えることになるが、この場合は、例えば PSA=200 といったように、基本型を大きく上回る曲線として表わされる。米国では、過去のデータ等から、金利が 1% 低下した場合、2% 低下した場合、といった各々のケースについて、それぞれに対応する PSA 指標が計算され、またリバイスされてきており、最終的には、これらの PSA 指標の形状等が投資家サイドにディスクローズされている。

因みに、わが国において、住宅ローン関連の証券化商品として、既に住宅ローン債権信託、住宅抵当証書が存在するが、両者とも、純粋にオフバランス化できないという会計上の問題があるほか、前者については、そもそもオリジネーターとして住専を想定していたことや、買戻し約款が付いていて、デフォルト・リスクを委託者である金融機関が被ることになるケースが多い、等多くの問題が存在するため、未発達の域を脱していない。

2. 住宅制度

(1) 住宅ローン利子所得控除制度

- 米国では、米国民の持家取得促進を目的として、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。同制度の概要は、図表 9 に掲載しているが（図表 9 では、比較のため、わが国の住宅取得促進税制の概要も付記）、米国の種々ある住宅に係る税制面での優遇措置の中で、持家取得に対するインセンティブ効果が最も高い制度である²¹。

この住宅ローン利子所得控除制度も含めて、米国の住宅関連の減税予算規模をみると（図表 10）、94 年度時点で約 850 億ドル（国家予算全体に占める割合で 5.8%、名目 GDP に占める割合で 1.2%）にも達しており、これらがそれぞれ 3.1%、0.5%であるわが国（95 年度）の場合²²と比べて約 2 倍の規模となっているほか、英国（それぞれ、4.6%、2.0% < 94 年度 >）と比べてみても、米国では、住宅に関してかなり手厚い予算が組まれていることがわかる。

- なお、この住宅ローン利子所得控除制度については、米国の住宅市場の活性化に大きく貢献しているという意見がある一方で、前掲図表 9 の概要をみても明らかなように、控除対象限度（100 万ドル）が極めて高いほか、対象住宅の範囲（セカンド・ハウスまで可能）が広いため、とくに、高所得者による「過度」の（あるいは「税金対策的」な）住宅購入を招いているという批判が、かねてよりなされている²³。

²¹ これ以外にも、住宅取得に係る税制優遇措置として、不動産税の課税所得控除等もある。

²² もっとも、図表 10 は、あくまで中央政府の予算比較であり、厳密に比較するためには、わが国の場合、地方政府ベースの予算も含めて考える必要がある。

²³ また、住宅ローン利子の所得控除がなされる一方で、帰属家賃（＝自分自身に対し

(2) 家賃補助制度

- 賃貸住宅に居住している低所得者層に対しては、「過剰な住居費負担を招いている」という認識の下、家賃補助制度が確立している。家賃補助制度には、74年から実施されているサーティフィケート制度と、85年に発効したバウチャー制度(83年に連邦議会で承認)がある。

サーティフィケート制度とは、居住者の所得水準に応じて決められる基本家賃負担額(各種調整後所得の30%、総所得の10%、福祉家賃のうち金額の大きいもの)と実際の家賃(gross rent)との差額を政府が補助する制度である。ただし、同制度は、実際の家賃が、地域毎に定められている公正市場家賃(fair market rent)以下の借家に入居する場合のみ適用される。

(サーティフィケート制度)

基本家賃負担額(A) < 実際の家賃(B) 公正市場家賃

政府の補助金(サーティフィケート) = (B) - (A)。

一方、バウチャー制度とは、居住する借家の実際の家賃とは無関係に、居住者の収入に応じた基本家賃負担額(各種調整後所得の30%)と基準家賃²⁴(payment standard)との差額を政府が補助する制度である。同制度の場合、サーティフィケート制度と違い、実際の家賃には上限はなく、例えば、ある世帯が高い家賃の借家に居住を希望する場合には、基本家賃負担額に加え、基準家賃を上回る家賃分を自己負担すればよいことになっている²⁵。

(バウチャー制度)

基本家賃負担額(A) < 基準家賃(C) 公正市場家賃(< 実際の家賃)

支払われる家賃)が課税されないことや、名目利率を基にするため、インフレ率によって実質的な補助額に違いが生じることなどによって、同制度は資源配分を歪めているとの指摘が、米国の経済学者の間では多い(マンキュー(1996))。

²⁴ 基準家賃は、公正市場家賃以下と定められている。

²⁵ もっとも、このバウチャー制度の枠組みにおいては、実際の家賃が基準家賃を下回るような低質かつ安価な借家に住む場合(基本家賃負担額(A) < (実際の家賃) < 基準家賃(C) 公正市場家賃)には、もしこれが意図的に行われれば、居住者の実質負担額(= 実際の家賃 - 政府の補助金 <(C) - (A)>)が限りなく小さくなってしまおうおそれがある。これでは、所得水準に見合った良質な借家を供給するという政策意図が台無しになってしまうため、バウチャー制度には、居住者の実質負担額が当世帯の総所得の10%を下回ってはならないという限定(いわゆる、モラル・ハザードの抑制条項)も付されている。

政府の補助金（バウチャー）＝（C）－（A）。

（3）住宅売却に伴う売却益への課税措置の見直し

- 従来は、住宅売却に伴う売却益に対して 28%の課税²⁶が行われていたが、97年の The Taxpayer Relief Act の成立（97/8月）により、個人については 25 万ドルまで、夫婦では 50 万ドルまで、これを非課税扱いとすることとなった。この改革によって、簿価の低い住宅に住んでいる人は、売却益が 25 万ドル（夫婦の場合、50 万ドル）を超えないうちにその住宅を売却し、その売却額の範囲内の住宅（例：同地域の郊外、等）に移り住むことが想定される。そして、こうした家計では、その残りの収益金部分（もっとも、以前の住宅の売却額と同価格の住宅に移り住む場合は、残りの収益金はゼロ）について、流動性資金として一定量を貯蓄する、自動車、家電製品等の耐久消費財を購入する、あるいは、株式、債券といった市場性金融資産に投資する、等の行動が考えられる。

実際、米国では、97年の後半以降、こうした動きが見え始めており、全体としての影響はまだ未知数ながらも、昨年来の家計消費行動の盛り上がり、あるいは、金融資産市場の活性化に幾らかは寄与しているとの評価がなされている。

（4）その他の住宅に関する規制緩和

- その他の住宅に関する規制については、以前は、住宅のゾーニング規制、建築基準、開発基準等、数多くの規制があったが、「これらが住宅のコストを引き上げる要因となっている」との認識の下、87年住宅コミュニティ開発法の施行以降、可能な限りこうした規制を撤廃してきている。

以上

²⁶ 具体的には、以前住んでいた住宅を売却し、その前後 2 年以内に新たに住宅を購入した場合、以前の住宅に係る売却益が、新規購入住宅の取得原価と以前の住宅の取得原価との差額を上回った部分について、売却した年の所得として課税されていた。このため、以前は、現在住んでいる住宅よりも高い価格の住宅に移り住み、課税対象となる売却益を計上しないのが通例であった。

参考文献

Federal Reserve Board (1998) , “Recent Development in Home Equity Lending,”

Federal Reserve Bulletin, March.

Maki, M. D. (1997) , “Household Debt and the Tax Reform Act of 1986,” Staff Paper,

Federal Reserve Board.

Mankiw, N. G. and D. N. Weil (1989) , “The baby boom, the baby bust, and the

housing market,” Regional Science and Urban Economics 19.

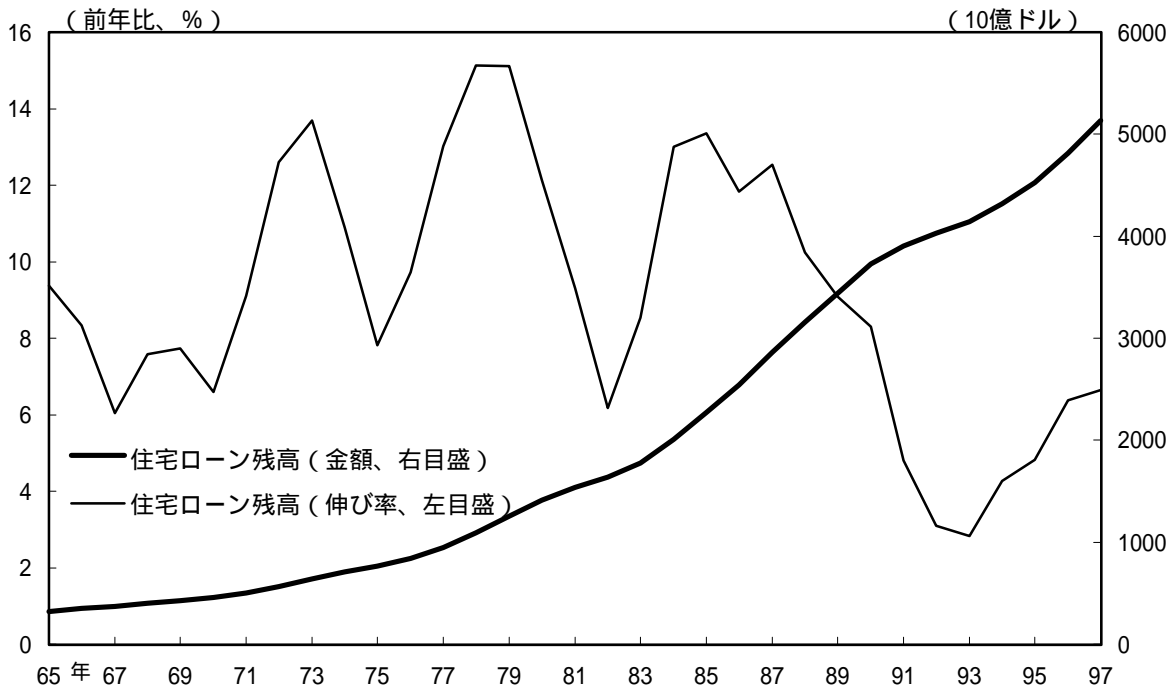
N・グレゴリー・マンキュー (1996) , 「マクロ経済学」, 足立英之, 地主敏樹
他訳, 東洋経済新報社。

日本銀行 (1998) , 「最近の住宅投資動向について」, 日本銀行調査月報 10 月
号。

翁百合 (1997) , 「住宅金融の証券化」, 岩田規久男, 八田達夫編 『住宅の経済
学』, 日本経済新聞社。

(図表 1)

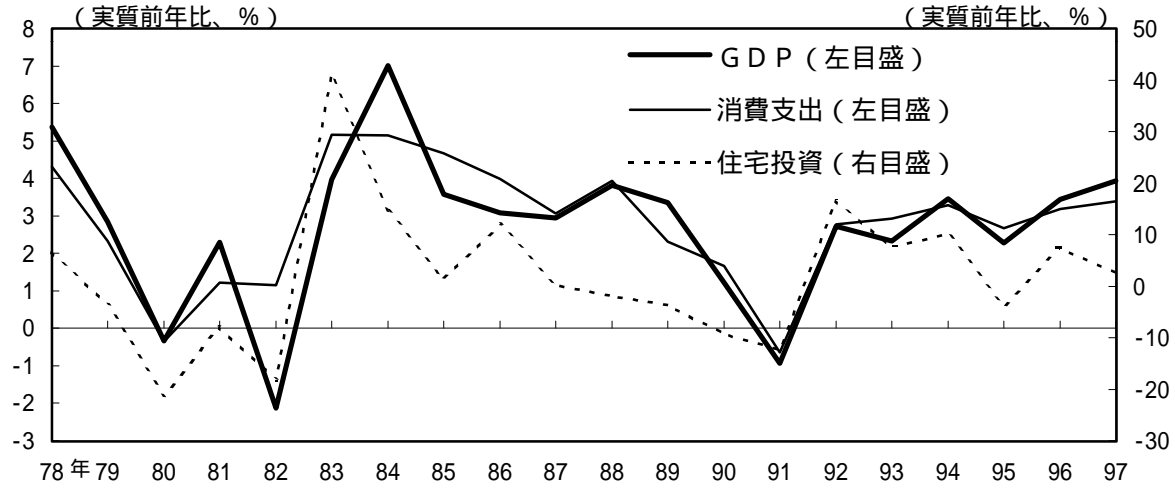
米国における住宅ローン残高の推移



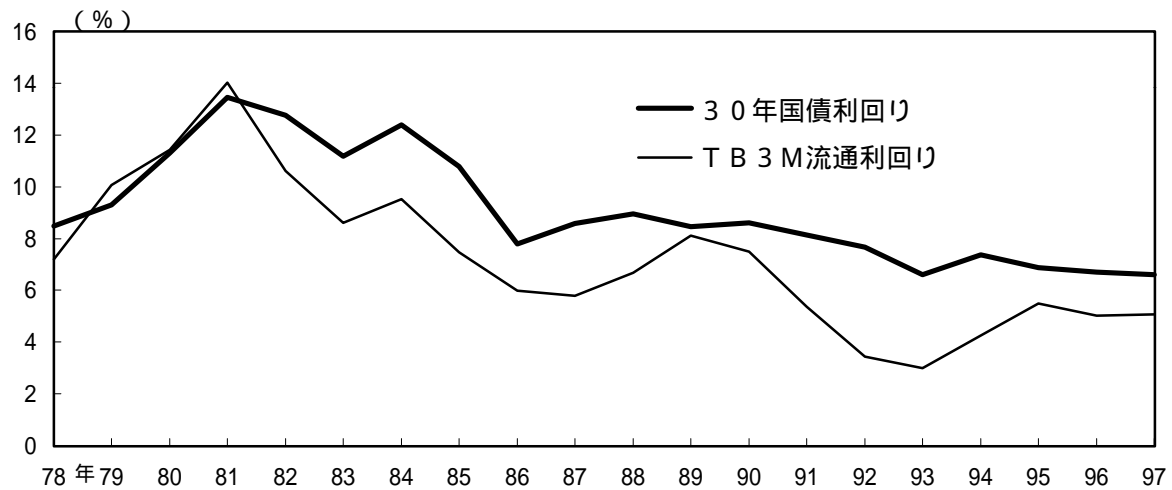
(図表 2)

米国マクロ指標の推移

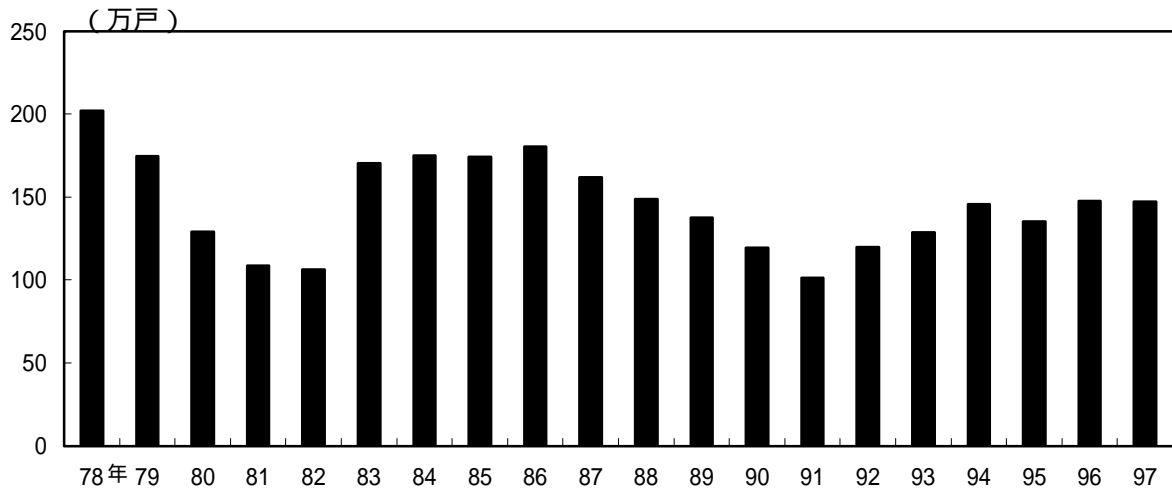
1. GDP、消費、住宅投資



2. 金利

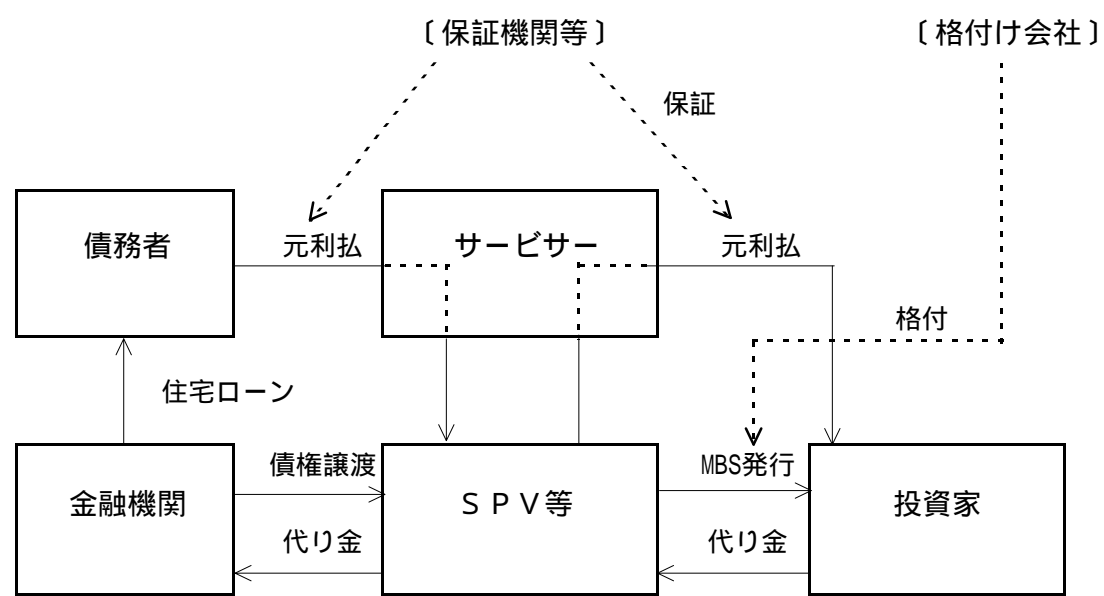


3. 新設住宅着工戸数



(図表 3)

MBSの基本的な仕組み

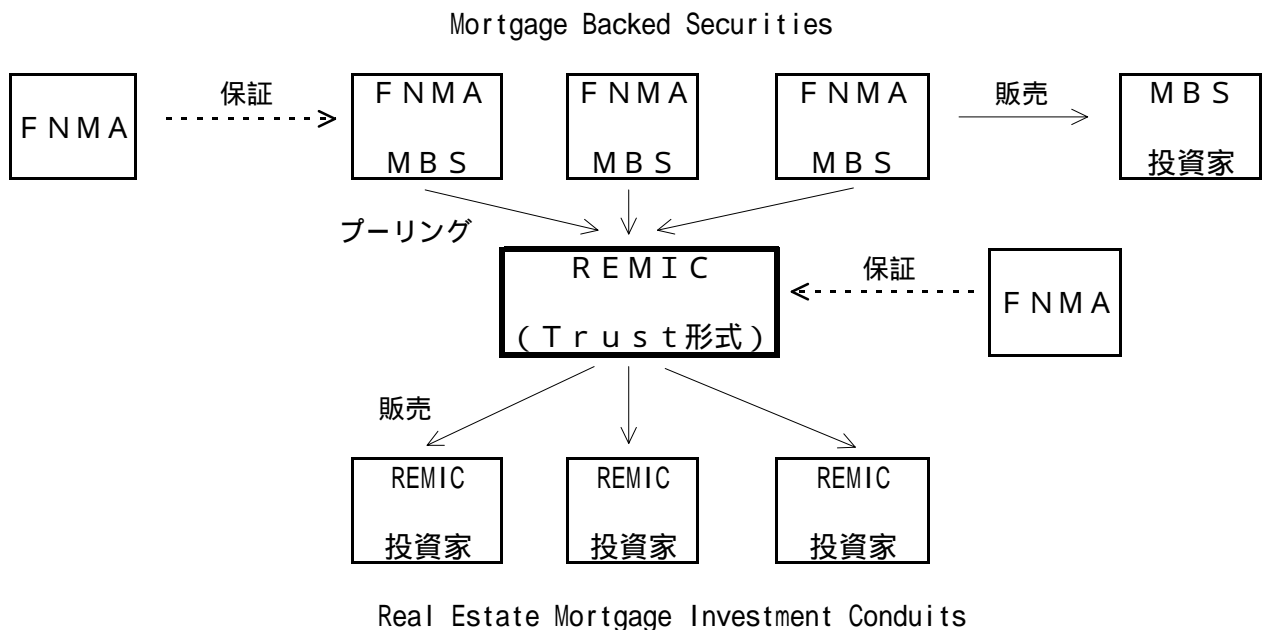


(手順)

- : 金融機関が、住宅ローン債権を保有。
- : 金融機関が、この住宅ローン債権を何本かまとめてSPV（特別目的会社）に譲渡。
- : SPV（実質的には、サービス）が、住宅ローン債権のキャッシュフローをバックに、MBSを発行し、投資家に販売。
- : 投資家がMBSを購入し、その購入代金が金融機関に入る。
- : 投資家は、MBSの金利収入を得る（住宅ローン金利 - サービス料および保証料）。

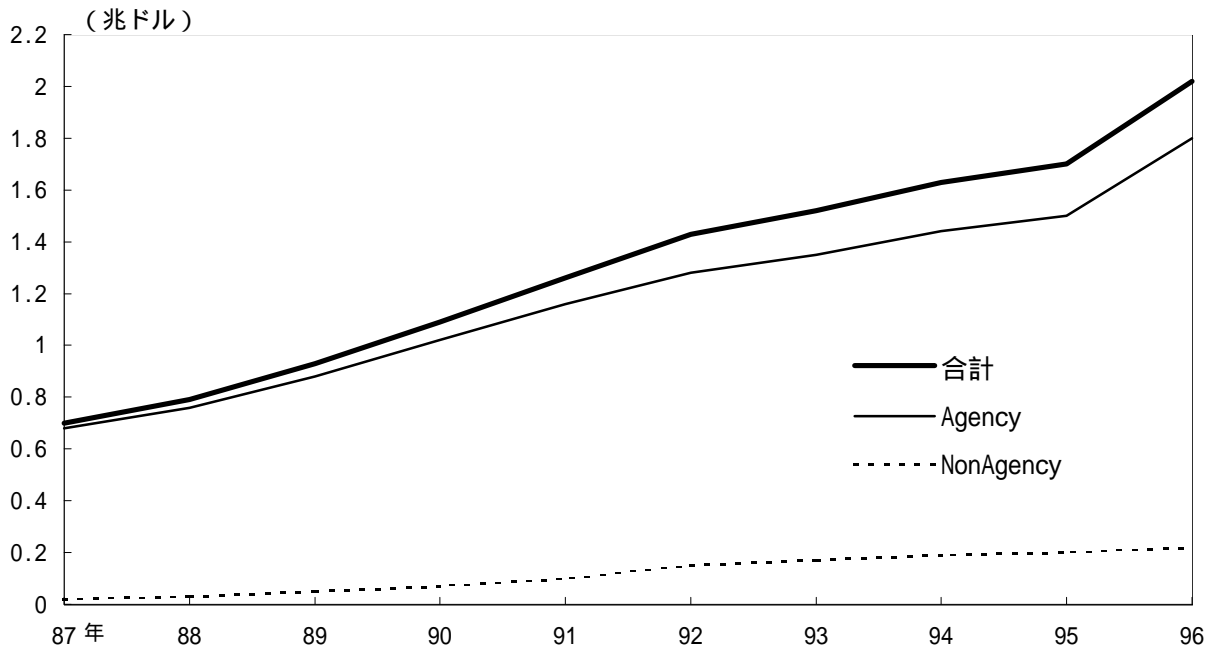
(図表 4)

REMICsの基本的な仕組み



(図表 5)

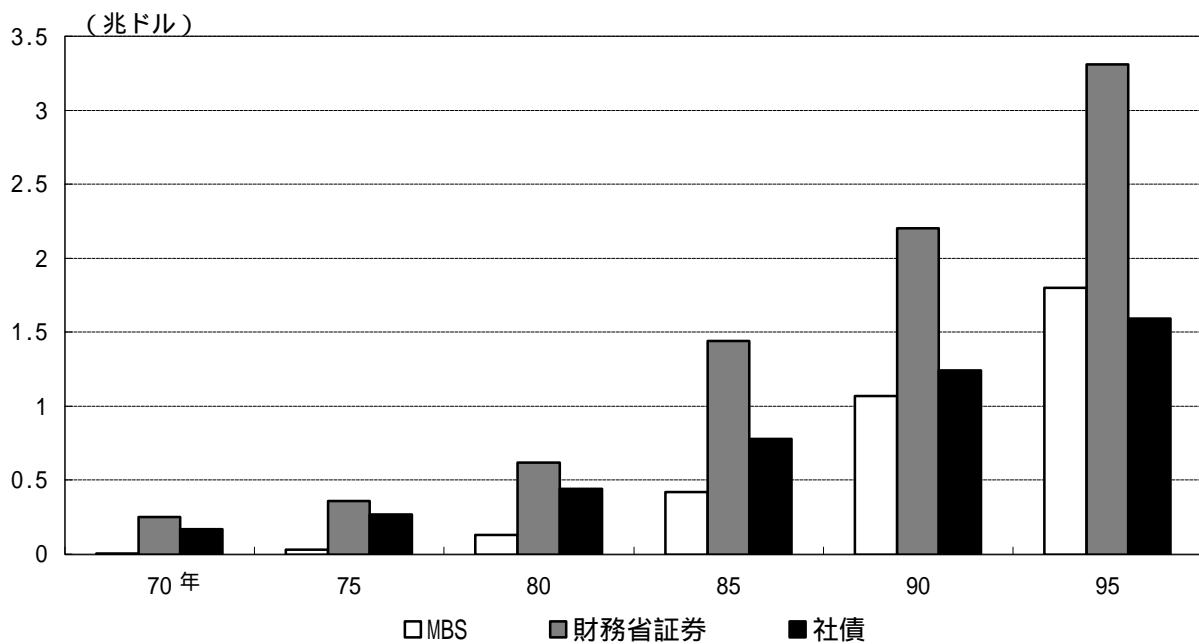
米国のMBS発行残高の推移



(資料) Ernst&Young LLP作成資料

(図表 6)

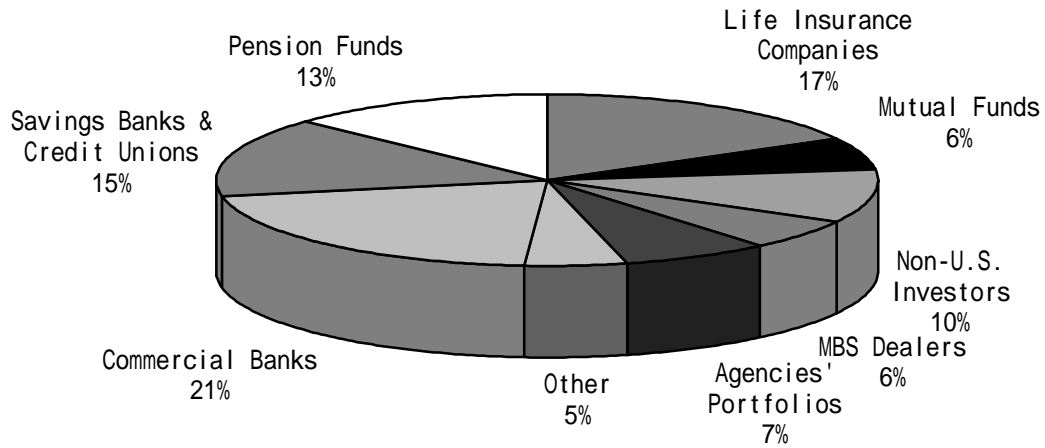
米国の債券発行残高の比較



(資料) Financing America's Housing (FHLMC資料)

(図表 7)

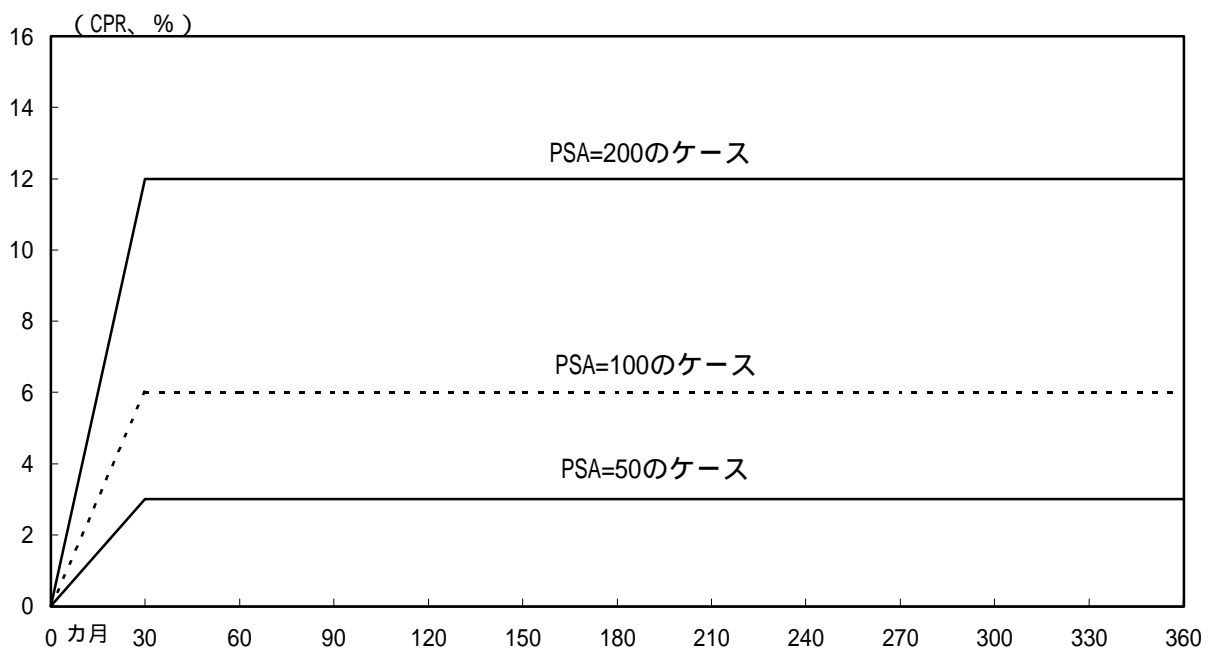
米国におけるMBSへの投資家



(資料) Ernst&Young LLP作成資料

(図表 8)

PSA指標 (理論ケース)



(注) ・横軸は、住宅ローンを借りた後、何ヶ月経過しているかを表わしている。

住宅に係る減税方式の日米比較

(制度概要)

	日 本 【住宅取得促進税制】	米 国 【住宅ローン利子所得控除制度】
控 除 対 象	住宅	住宅および土地 (セカンド・ハウスまで含む)
控除対象限度	住宅ローンの借入残高 3,000 万円まで	債務限度額 100 万ドルまで
控 除 方 式 (控 除 率)	借入残高に応じて一定額を税額控除 (平成 10 年の場合) ・ 1,000 万円以下 2.0%(当初 3 年間に ついてのみ、4 年目以降 1.0%) ・ 1,000 万円超 2,000 万円以下 1.0% ・ 2,000 万円超 3,000 万円以下 0.5% < 税額控除限度額 > ・ 当初 3 年間 35 万円、4 年目以降年間 25 万円	支払利子全額を課税所得より控除
控 除 期 間	6 年	全返済期間
所 得 制 限	3,000 万円以下	なし

(資料) 建設省「住宅経済データ集」等

各国の住宅関係減免税額の内訳

国 名	項 目	減 収 額
日 本 (95 年度)	1 . 住宅取得促進税制減収額 2 . 親子間等の住宅取得資金に係る贈与税の特例 3 . 住宅用家屋等の登録免許税の軽減 4 . 優良住宅地造成事業等に係る分譲予定地等の地価税の特例 5 . 公営住宅に対する補助 6 . 住宅金融公庫への補助 7 . 再開発・住宅関連公共施設整備への補助 8 . 住宅・都市整備公団への補助 9 . 民間賃貸住宅建設への補助 (住宅金融公庫以外) 計 < 国家予算全体に占める割合、% > < 名目 GDP に占める割合、% >	(億円) 5,660 230 360 90 7,908 4,197 3,439 2,149 102 24,135 < 3.1% > < 0.5% >
米 国 (94 年度)	1 . 持家の住宅ローン利子の所得控除 2 . 持家の不動産税の所得控除 3 . 賃貸住宅にかかる加速償却 4 . 低所得者用賃貸住宅の投資税額控除 5 . その他の住宅対策費計 計 < 国家予算全体に占める割合、% > < 名目 GDP に占める割合、% >	(百万ドル) 45,145 13,100 1,310 1,370 24,400 85,325 < 5.8% > < 1.2% >
英 国 (94 年度)	1 . 持家の住宅ローン利子減額制度 (M I R A S) 2 . 売買契約にかかる印紙税の非課税 3 . その他の住宅対策費計 計 < 国家予算全体に占める割合、% > < 名目 GDP に占める割合、% >	(百万ポンド) 5,200 280 7,871 13,351 < 4.6% > < 2.0% >

(注) ・ その他の住宅対策費計の金額は、米国は 92 年度、英国は 93 年度の計数。

(資料) 建設省「住宅経済データ集」、日本住宅協会「住宅・建築ハンドブック」等