

2015年7月24日 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

日時：2015年7月24日 15:00 - 17:00

講師：カリフォルニア大学 吉田二郎客員助教授

演題 1：Stock Prices, Regional Housing Prices, and Aggregate Technology Shocks  
(<http://ssrn.com/abstract=2654270>)

演題 2：Reputation and Exaggeration: Adverse Selection and Private Information in the Mortgage Market (<http://ssrn.com/abstract=2541073>)

演題 1 要旨

不動産（住宅）は、アメリカにおいても、家計が保有する資産の大きな割合を占めており、住宅価格と金融資産価格の相関関係を解明することは、依然として経済分析の重要な課題である。本研究では、住宅価格と株価の相関関係が国や都市によって大きく異なっている点に注目する。日本では住宅価格と株価は正の相関が非常に強いが、ドイツなどは逆に負の相関が非常に強い。アメリカは国全体としてはわずかな逆相関であるが、ロスアンジェルスは日本のような強い順相関を示し、ニューオーリンズは強い逆相関である。

このような地域間の相違が、マクロ経済に対する外生的なショックからどのように発生するのか、理論モデルと実証分析によって分析した。理論モデルから得られる示唆として、住宅供給の価格弾力性が高い（地代のわずかな変動に住宅供給が大きく反応する）地域ほど、住宅価格と株価の相関は小さく（さらには負に）なり、住宅と同時に株式を保有することで分散投資のメリットを享受しやすいことが分かった。アメリカの大都市圏データとOECD加盟国のデータを用いて行った実証分析の結果は、上記の理論的な予想を支持しており、住宅供給の価格弾力性が高い国ほど家計の株式保有も大きいことも確認された。

演題 2 要旨

本研究では、所得証明不要ローン（Low-Doc ローン）における自営業者と被雇用者の違いについて調べた。所得証明不要ローンでは自己申告の所得で融資の申し込みを行うため、所得証明が比較的困難な自営業者がそのローン使用者全体の約4割を占めていた。しかし、所得の水増しにより住宅ローンのリスクが高まり、結果的に住宅市場の崩壊を招いたと一般的に考えられているため、現在では規制の対象となっている。本論においては、所得証明が比較的容易だったにもかかわらず所得証明不要ローンを利用していただ被雇用者の逆選択（アドバースセレクション）という観点から分析を行った。本論の実証分析では1998～2005年の住宅ブームのさなかのデータを用い、大きく3つの実証をした。一つ目は、借り手の種類によってどの程度デフォルトリスクが違ってくるのかということである。プロビットモデルを用いて調べたところ、所得証明不要ローンを用いることによるデフォルトリスクは自営業者が7.5%であるのに対し、被雇用者は23.5%であった。二つ目の分析は、所得

の誇張が自営業者と被雇用者によってどの程度違うかを調べた。所得証明必要ローン（Full-Doc ローン）を使った場合とのかい離から所得の誤差を推計したところ、自営業者には所得の誇張がなく、被雇用者は所得の水増し申告を 11%していることが判明した。三つ目の分析では、貸し手側の金利設定の分析を行った。結果、貸し手は部分的に被雇用者の水増しを認識しており、彼らに対し金利を高く設置していると考えられる。

所得証明不要ローンの追加的なリスクの大半は、所得を証明できるがそれをしない被雇用者によるものであることがわかった。自営業者がレピュテーションを気にかけるのに比べて、それを気にする必要の無い被雇用者の所得申告が過大であり、貸し手もそれを認識していたことがわかった。