



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp

ワシントン情報 (2006 / No.039)

2006年6月21日

調整局面入りが鮮明化した米国住宅市場

心地良きほどの沈静化？

米国住宅市場のスローダウンは、最近発表された住宅統計指標の多くによって裏付けられている。Harvard 大学住宅研究共同センター (JCHS) は今月、米国住宅事情に関する年次報告書を発表。住宅市場の調整局面を予想すると同時に、需給要因に住宅価格の暴落を招くほど甚大なリスク要因は見られないと指摘した。

【減少顕著な住宅販売・着工統計／高止まりを維持する住宅価格統計】

単世帯住宅の販売件数は昨年4月をピークに減少傾向を辿り、今年4月には再び600万台を割る592万件に減少した。年初からの販売在庫増加に伴い、単世帯住宅在庫の供給月数 (months' supply) は昨年末の4.9ヶ月から5.9ヶ月に上昇。住宅着工件数は今年2月から3ヶ月連続で減少。住宅建設業者の信頼感を示す全米住宅業協会 (NAHB) 住宅市場指数は今月、1995年4月以来の低水準となる42%に低下した。

販売戸数や着工件数などの減少に比べると、住宅価格統計は依然として高止まりの様相を示している。全米不動産業協会 (NAR) 統計による今年4月の単世帯中古住宅価格 (中央値) は、前月比2.3%、前年同期比4.2%の22万3000ドルに増加。単世帯新築住宅価格も前月比2.8%、前年同期比0.9%と増加を示した。もっとも、これら統計指標が示す足元の変化は周期的な季節性動向を反映している公算が高い。連邦住宅貸付機関監督局 (OFHEO) が発表する住宅価格指標は依然として高水準の上昇率を示しているが、2006年第1四半期の価格指標成長率は前期比2%に低下するなど、昨年をピークに減速に向かう兆しも見られる。

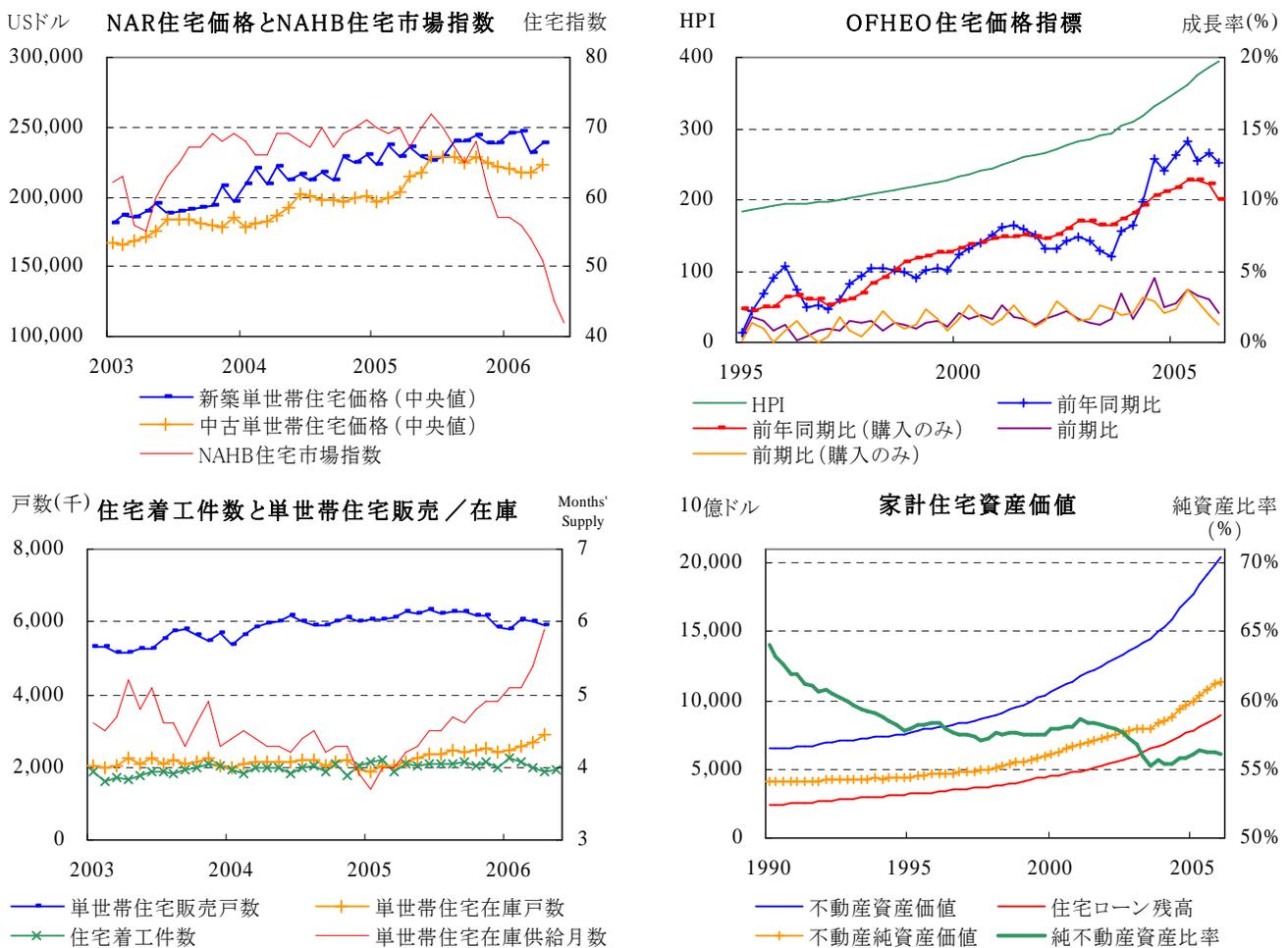
【OFHEO 住宅価格指標には上振れバイアス？】

OFHEO の住宅価格指標 (HPI) は最も信頼性の高い住宅価格統計であると言われている。ただし、同局は今月1日、HPI 指標は近年のリファイナンス傾向によって必要以上に上増しされた可能性があるとして指摘した。HPI 指標は Fannie Mae および Freddie Mac が購入、ないし証券化する単世帯住宅ローンの情報を元に作成されるもので¹、指標作成に用いられる住宅ローンは①purchase mortgage (住宅購入)、②rate-term refinance (現金引出しのない借換え)、③cash-out refinance (現金引出しのある借換え) の3種類に大別される。

¹ HPI 指標作成の元になる住宅ローンは Fannie Mae / Freddie Mac の購買要件を満たす適格 (Conforming) 住宅ローンのみで、元本がその与信枠を超える非適格住宅ローンは含まれない。また、HPI 指標の対象は単世帯住宅のみで、マンションや複数世帯住宅は指標対象に含まれない。

図表 1 が示す通り、住宅購買に充てられる「purchase mortgage」を基にした HPI の前年同期比上昇率（赤線）は 2004 年後半以降、総合指標（青線）増加率を 1.5～2.7% 下回っている。OFHEO によると「cash-out refinance」の比重は 43.3% から 50% に上昇しており、総合指標と「cash-out refinance」に基づく価格指標の相関関係を考慮した場合、上述の指標動向の乖離は「cash-out refinance」の比重増加に起因する公算が高い。住宅購買ローンが示す住宅価格は実際の購買価格に基づく。一方、住宅ローン借り換えの際に用いられる住宅価格は鑑定士の住宅資産鑑定に基づく。仮に鑑定結果に住宅価値を実際以上に評価するバイアスが働いている場合、HPI 指標は実際の住宅価格以上に上増しされたことになる。

図表 1：米国住宅市場の諸統計指標



出典：FRB、OFHEO、全米住宅業協会（NAHB）、全米不動産業協会（NAR）統計に基づき当駐在作成

【Harvard 大学報告書：調整局面入りは鮮明化した、暴落リスクは低い】

Harvard 大学住宅研究共同センター（JCHS）は今月、米国住宅事情に関する年次報告書「The State of the Nation's Housing」を発表²。米国住宅市場はブーム終息後の調整局面に入った指摘、

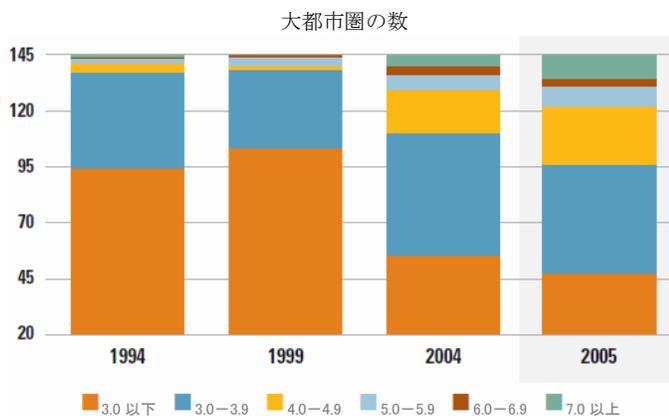
² Joint Center for Housing Studies of Harvard University, "The State of the Nation's Housing 2006"
 原文は以下のウェブサイト入手可：<http://www.jchs.harvard.edu/publications/markets/son2006/son2006.pdf>

同時に、住宅市場の暴落を招くほどの経済的要因は見当たらないと述べた。

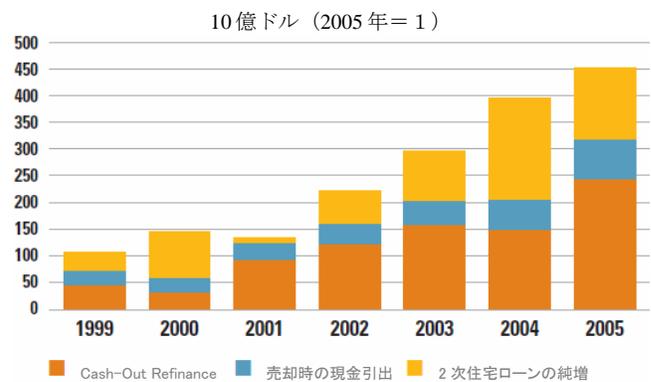
JCHS 報告書によると、2000 年以降の米国住宅価格は家計所得中央値や一般物価上昇率を凌ぐペースで上昇。2000 年から 2005 年の 5 年間における住宅価格上昇率は、所得成長率の 6 倍以上に達したと言う。2005 年の単世帯住宅中古販売価格は名目ベースで 1978 年以来の高水準となる成長率を記録。実質ベースでは前年比 9.4%と、過去 40 年以上に渡る統計記録に例を見ない水準に達した。結果的に、家計所得（中央値）に対する住宅価格（中央値）の比率は著しく上昇し、2005 年の時点で家計の年間所得に対する住宅価格の倍率が 6 倍を超える大都市圏は全米 145 地域の内 14 地域、所得／住宅価格比率が 4 倍を超える大都市圏は 49 地域に拡大した。

図表 2：家計所得と住宅価格の比率

a. 住宅価格と世帯所得の比率（中央値）



b. 住宅リファイナンスの推移



出典：Joint Center for Housing Studies of Harvard University, “The State of the Nation’s Housing 2006”

住宅価格の高騰を背景に、借換え資金を住宅以外に充てる「cash-out refinance」の金額は増大。リファイナンスを通じた住宅資産の現金化は住宅ローン金利が趨勢的に上昇した 2005 年になっても増加し、前年比 66%増の 2,430 億ドル（28 兆円）に達した。JCHS 報告書によると、2005 年の実質消費支出成長率の約 3 分の 1、実質経済成長率 3.5%のうち約 0.5%が住宅価格高騰の資産効果に起因する。新規建築や改築などを含めた住宅固定投資は 825 億ドル増の 7,563 億ドルに達し、全国で 20 万以上の新規建築雇用を創出。住宅建設投資に住宅ローン／ブローカー手数料や家具、庭手入れ、賃貸、公共料金などを加えた住宅部門全体の支出は 2005 年 GDP12.5 兆ドルの 23%に達する。

【ほどほどに沈静化】

JCHS 報告書は、米国経済成長全体に対する住宅部門の寄与は既に低下しつつあると指摘。住宅市場沈静化の兆しは住宅販売件数の推移に現れており、中古住宅販売件数は 2005 年の時点で前年比減に転じた。住宅販売戸数が減少する一方、住宅建築の減少が遅延しているため、住宅在庫戸数は増加している。今年 3 月の住宅在庫供給月数（months’ supply）は新築・中古とも買手市場の閾値である 6 ヶ月を下回ったが、マンション在庫供給月数は既に 6.9 ヶ月に達した。（なお、現時点で分かる 2006 年 4 月の在庫供給月数は、新築 5.8 ヶ月、中古 6 ヶ月、およびマンション 7 ヶ月。）



住宅在庫の増加に加えて、金利上昇、住宅購入難度の上昇といった要因が価格上昇にブレーキをかけるリスクは残る。JCHS 報告書はこうしたリスク要因を認める一方、住宅価格が近い将来に暴落する可能性は極めて低いと結論。同報告によると、歴史的に見て住宅価格の調整には1年から2年かかるのが通例であるが、住宅価格が10%下落するケースは稀であると言う。確かに過去30年間を通じて大都市圏75地域の半数以上が5%以上の住宅価格下落を経験しているが、こうしたケースには大規模な失業ないしこれに先立つ過剰建築が伴うのが通例である。歴史的に、住宅価格の著しい下落を経験した都市圏では、価格下落に先立つ3年間を通じて過去20年間の中央値を74%上回る住宅開発が行われている。これに対して、2001年から2004年の統計を見た場合、各都市圏の住宅開発は通常水準を10%上回っているに過ぎない。失業率についても、2001年の失業増加規模は過去の景気後退局面に比べて極めて小さい。JCHS 報告書は、住宅価格の著しい下落を引き起こすこれらの要因が不在である現在、住宅価格は大勢の都市圏において今後も増加を続け、住宅市場調整は軽度に止まるとの見通しを示している。

報告書は、移民の継続的流入に支えられた人口増加や所得増加傾向を勘案すると、住宅需要の趨勢は堅固であると指摘。米国住宅市場の長期的展望は「良好」であると結論した。報告書はまた所得格差の拡大にも言及し、富裕世帯向けの高級住宅市場が今後も拡大を続ける一方、中／低所得世帯にとっては価格高騰により住宅購入難が問題となるとの見通しを示した。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去20件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。