



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.057)

2006年9月5日

米国住宅市場の失速がバブル崩壊型に発展するリスク

米国住宅投資の失速が鮮明化している。2006年第2四半期のGDP内訳で実質住宅投資は前期比年率9.8%の減少となった。住宅着工、販売、住宅在庫に関する諸指標はいずれも住宅市場の顕著な失速を示している。住宅価格は目立った前年比減少を示してはいないが、これまでの年率二桁上昇率から減速。価格動向は建設、販売、在庫動向に対してかなり遅効的であるため、価格への波及はこれから起こるとも考えられる。こうした住宅投資の失速が住宅価格低下を引き起こすようなバブル崩壊型に発展するリスクはどの程度だろうか？サンフランシスコ連銀が今年6月に発表した報告書によると、最近の住宅指標動向にはより深刻な「景気後退併発型」の住宅不況パターンとの類似性が見られると言う。

【失速著しい住宅市場動向】

商務省が今年30日発表した2006年第2四半期のGDP統計改定では、在庫投資や設備投資の上方修正で実質GDP成長率は速報値の2.5%（前期比年率）から2.9%に上方修正された。しかし、実質住宅投資は前回発表の前期比年率6.3%減から9.8%減に大幅下方修正（前年同期比では4.7%減）。新規建築投資、住宅維持費、住宅装備品投資などからなる同統計は、昨年第3四半期から3期連続のマイナス成長を続けている。また、今年7月の住宅着工件数は前月比2.5%減と、今年6月に続いて減少。先行指標の住宅着工許可件数は前月比5.7%減となり、今年2月から6ヶ月連続のマイナス成長を示した。住宅建設業者の「信頼感 (confidence)」を示す全米住宅業協会 (NAHB) 住宅市場指数は先月、不動産不況期の1991年2月以来の低水準となる32.0にまで落ち込んだ。

2006年7月の住宅販売件数は、新築が前月比4.3%減（2ヶ月連続マイナス成長）、中古が同4.1%減（4ヶ月連続マイナス成長）と減少トレンドにある。7月の住宅在庫供給月数（在庫が月間供給額の何ヶ月分かを示す）は、新築・中古ともに買手市場であることを示す「6ヶ月以上」の水準に上昇している（新築6.5ヶ月、中古7.3ヶ月）。しかし、下記に詳述する通り、住宅価格は減速しつつも上昇を継続。金利の上昇も加わって、全米不動産協会（NAR）の住宅取得能力指標（HAI）は今年3月から再び4ヶ月連続で低下した（住宅の取得はより困難になった）¹。結果的に需給の不均衡はむしろ拡大し、価格面での調整がこれから本格化する可能性がある。

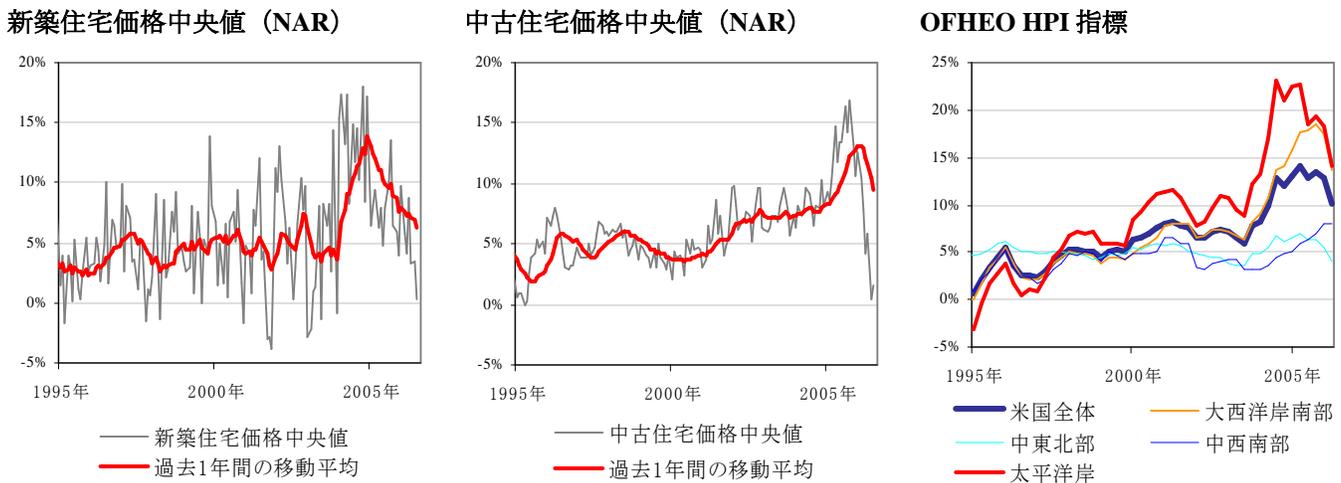
¹ NARのHAI指数は世帯所得中央値と価格中央値住宅に対するローン貸出限度の関係を示す。住宅購入前払いは住宅価格の20%、月間返済額は所得の25%と仮定した場合、HAI指数=100は中央世帯所得が価格中央値住宅の住宅ローン申請に丁度必要な水準に達していることを示す。HAI指数が100を超える場合、同世帯所得は適格所

【前年同期比でマイナス地域が出始めた住宅価格動向】

米国の住宅価格を示す統計指標としては全米不動産協会（NAR）の価格平均／中央値統計と OFHEO（Office of Federal Housing Enterprise Oversight）の住宅価格指標²（HPI）が代表的である。図表 1 はこれら住宅指標の 1995 年以降の変化率（前年同期比）の推移をまとめたものである。OFHEO 住宅価格指標の上昇率は過去数年に比較して鈍化したものの、今年第 2 半期の時点で依然として前年同期比 10% 増加を記録。しかし、NAR の新築と中古の住宅価格中央値（今年第 2 四半期時点）はいずれも前年比でゼロ近傍まで低下している。

次項図表 2 は全米各都市の住宅価格上昇率を線状のヒストグラムにして示したものである。全米 379 都市を対象とした OFHEO 住宅指標の上昇率（前年同期比）分布は、2006 年第 1 四半期に比べて幾分低位に推移したものの、比較的高い水準を維持している。しかし、全米不動産業界の単世帯中古住宅価格上昇率で見ると、2006 年の価格上昇率（第 2 四半期の前年同期比）は過去数年の価格上昇率（年間値前年比）から大きく後退し、前年比でマイナスになる地域が出てきている。

図表 1：諸住宅価格指標の前年同期比変化率の推移



出典：全米不動産協会および OFHEO 統計に基づき当駐在作成

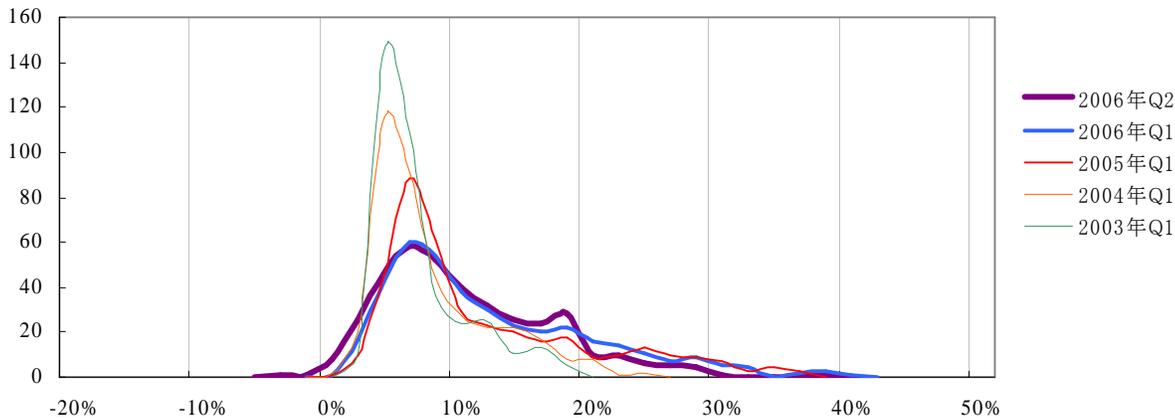
図表 1 の OFHEO 住宅指標を地域別に見ると、太平洋岸、並びに大西洋岸南部の価格上昇率が過去数年突出していることが鮮明である。末尾の付録図表 1 は住宅価格上昇率の上位都市と下位都市が所在する州を過去 3 年間にわたって示したものである。地域別に見ると、過去 3 年間に最も住宅価格上昇が著しいのは首都ワシントン DC とその近郊やフロリダ州を含む南部大西洋岸地域、カリフォルニア州やハワイ州を含む太平洋岸地域、およびアリゾナ州やネバダ州を含む山岳地域である。対照的に、住宅価格低迷が観測された地域の中では、製造業部門の集中する中西部、およびテキサス州を含む中南西部が目立つ。

得を上回り、HAI 指数が 100 を下回る場合には適格所得を下回る。

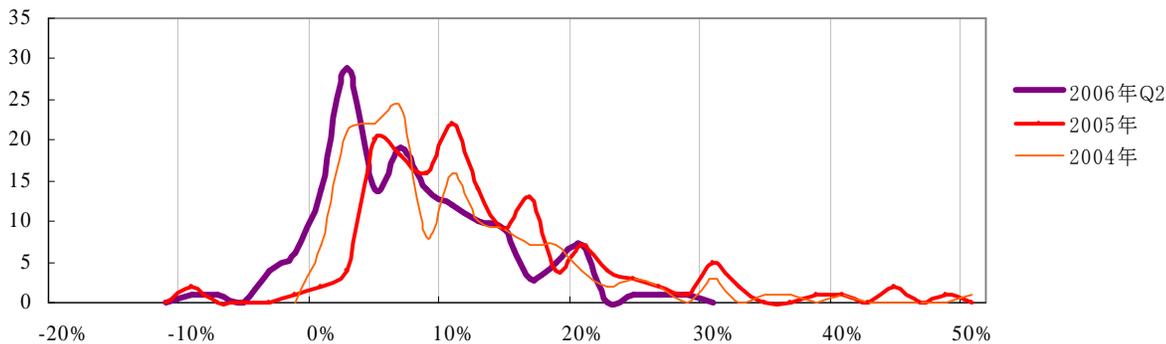
² Fannie Mae および Freddie Mac が購入、ないし証券化する単世帯住宅ローンの情報を元に作成される。HPI 指標作成の元になる住宅ローンは Fannie Mae/Freddie Mac の購買要件を満たす適格（Conforming）住宅ローンのみで、元本がその与信枠を超える非適格住宅ローンは含まれない。

図表 2 : 住宅価格上昇率の分布ヒストグラム

OFHEO 住宅価格指標 (HPI)



単世帯中古住宅価格中央値 (NAR)



出典：全米不動産協会および OFHEO 統計に基づき当駐在作成

【住宅市場の不況：景気後退併発型か非併発型か】

住宅市場不況が経済成長に与える影響としては、①住宅投資減少の直接効果、②住宅投資減速の波及効果、③住宅価格下落のマイナス資産効果に伴う個人消費減速を考えることができる。過去 25 年間を通じて住宅固定投資がグロスの民間投資に占める割合は約 30%で、GDP 全体に占める割合は約 5%と、その直接的な経済効果は限定的に止まると考えられる。問題は住宅価格下落のマイナス資産効果である。この点では、過去数年にわたるホーム・エクイティー・ローン残高の増加により、マイナスの資産効果が増幅される可能性がある。上記の通り、価格動向には過去数年に比較して明らかな下方圧力が加わりつつあるが、前年比で価格下落を示している地域はまだ一部に限定されている。(ただし、価格動向は着工、販売、在庫の動きに対して遅効的である点に注意が必要である。)

住宅市場不況を「実質住宅投資の 2 期連続マイナス成長」と定義した場合、米国では住宅市場不況が 1960 年以降 13 回 (直近の住宅不況を除く) 起きている。その内の 7 回は経済全体の景気後退を伴っている。サンフランシスコ連銀が今年 6 月に発表したレポート³によると、今回

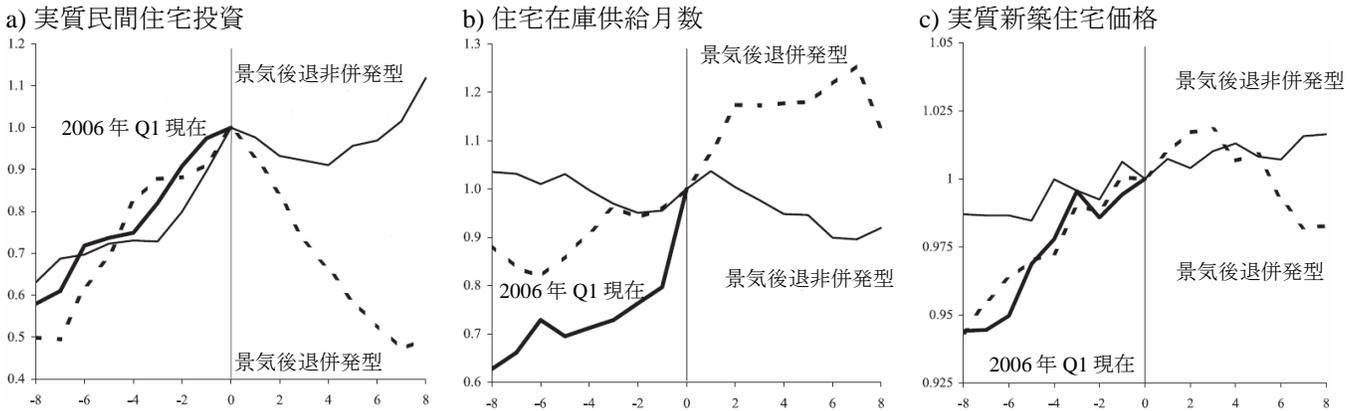
³ John Krainer, Federal Reserve Bank of San Francisco, "Residential Investment over the Real Estate Cycle"

原文は以下のウェブサイトにて入手可：<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2006/el2006-15.pdf>

の住宅市場不況に伴う住宅指標動向には景気後退を伴う住宅市場不況のパターンとの類似性が見られる。

図表 3 : サンフランシスコ連銀報告の結果一覧

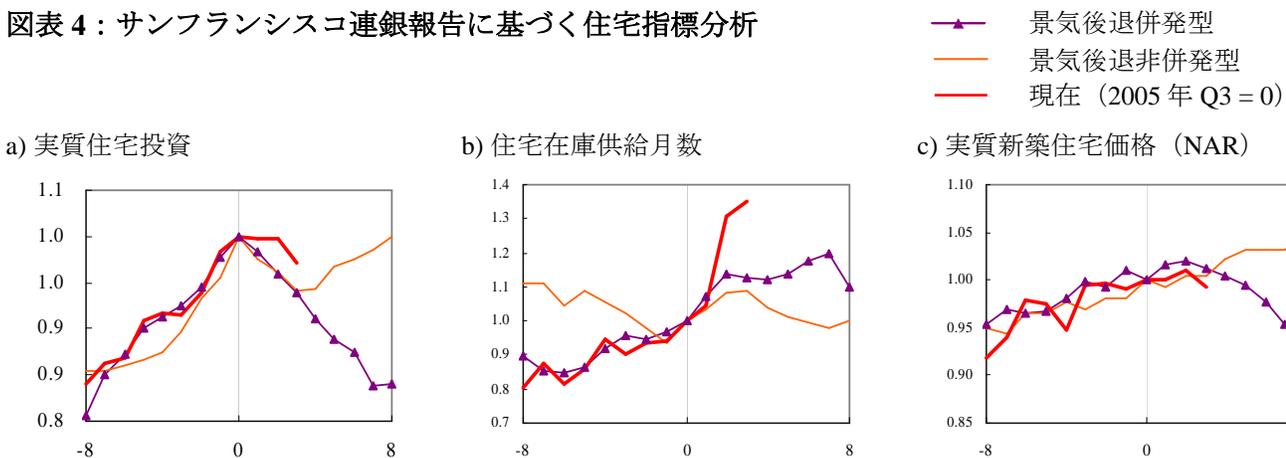
(垂直軸はピーク時を 1 とした諸指標の水準を、水平軸は四半期単位の時間経過を示す。)



出典：John Krainer, Federal Reserve Bank of San Francisco, “Residential Investment over the Real Estate Cycle” Figure 2, 3 and 4
 サンフランシスコ連銀「Economic Letter 2006-15」より転載。同論に示された意見はサンフランシスコ連銀および連邦準備制度理事会の見解を反映したものではありません。原典の図表資料出典は商務省経済分析局（BEA）および国勢調査局。

同レポートによると、景気後退を併発しない住宅不況の場合には、最高 10%前後の住宅投資減少が平均 2~3 四半期続くが、それ以降は再び回復を取り戻す。住宅在庫供給月数は住宅不況開始の 3ヶ月前に増加を示すが、住宅投資低下開始の半年後には減少傾向を示す。住宅価格には明確な影響が現れず、上昇トレンドは鈍化するのみで崩れない。対照的に、住宅不況が景気全般の後退を併発する場合、住宅投資低迷は景気後退によって平均 7 四半期にまで長引き、最大ピーク時から 50%前後の投資減少を伴う。住宅在庫供給月数は住宅不況開始の 1 年半前から増加し、住宅投資の減少開始以降も 1 年半に渡って増加を続ける。住宅投資低下前の住宅価格は急速なペースで上昇した後、住宅投資のピークアウトから 1 年後に下落基調に転じる。

図表 4 : サンフランシスコ連銀報告に基づく住宅指標分析



出典：全米不動産協会および OFHEO 統計に基づき当駐在作成



同レポートは、最近の住宅指標動向には景気後退併発型パターンとの類似性が見られると指摘している。図表 4 と付録図表 2 は直近の住宅指標データに基づいて当駐在が作成した連銀レポート指標分析の改訂版である。過去の平均的な「景気後退併発型」の住宅不況に比べても今回の局面は住宅在庫供給月数の上昇が著しい点が目を引く。住宅価格指標、住宅取得能力指数（HAI）、住宅販売件数についても過去の景気後退併発型パターンと今回の動向の類似性が見られる。

【軽視できない住宅市場の失速がバブル崩壊型に移行するリスク】

現実点で来年 2007 年に住宅不況に併発された景気後退の到来を予想するエコノミスト、調査機関はほとんどない。しかし、IT バブル崩壊後の 2001 年の景気後退についても、2000 年春をピークに株価が急落し始めた後、2000 年夏の時点で翌年の景気後退を予想できたエコノミスト／調査機関はほとんどなかったことを想起しよう。当時は誰もが景気の「スローダウン」しか予測していなかったのである。その一方で、2000 年夏には IT 製品業界がかつてない急速な販売の失速、在庫の積み上がりに直面していた。このように考えると、今回の住宅市場の失速が 2007 年に景気後退併発型に発展し、価格が目立った低下を伴う「住宅バブル崩壊」に転じるリスクは軽視できない。

(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。



付録図表 1：住宅価格上昇率の上位／下位都市所在州

a) 住宅価格が前年比／前年同期比 20%以上増加した都市の所在州

(括弧内は複数以上を数えた州の該当都市数を示す。)

	全米不動産協会統計 (全米 156 都市対象)	OFHEO 統計 (全米 379 都市対象)
2006 年 (第 1 四半期)	第 2 四半期前年同期比	第 1 四半期前年同期比
中部大西洋岸		ニュージャージー (2)
南部大西洋岸	フロリダ、バージニア、ノースカロライナ	フロリダ (19)、バージニア (3)、ウェストバージニア (3)、ノースカロライナ (2)、メリーランド (2)、ワシントン D.C.、サウスカロライナ
中南部	ルイジアナ (カトリナの被害を受けた Baton Rouge)	
山岳部		アリゾナ (5)、ユタ (2)、アイダホ (2)
太平洋岸		カリフォルニア (12)、ワシントン (5)、オレゴン (4)、ハワイ
2005 年	年間値前年比	第 1 四半期前年同期比
中部大西洋岸	ニュージャージー	ニュージャージー
南部大西洋岸	フロリダ (7)、メリーランド (4)、ウェストバージニア (3)、バージニア (2)、ワシントン D.C.、ノースカロライナ、デラウェア	フロリダ (17)、メリーランド (5)、バージニア (3)、ウェストバージニア (3)、ワシントン D.C.、ノースカロライナ
山岳部	アリゾナ (4)、ネバダ	アリゾナ (4)、ネバダ (3)、ユタ、アイダホ
太平洋岸	カリフォルニア、ハワイ、ワシントン	カリフォルニア (25)、オレゴン、ハワイ
2004 年	年間値前年比	第 1 四半期前年同期比
南部大西洋岸	フロリダ (4)、メリーランド (2)、ウェストバージニア、ワシントン D.C.、バージニア	
山岳部	ネバダ (2)	
太平洋岸	カリフォルニア (5)、ハワイ	カリフォルニア (4)

b) 住宅価格が前年比／前年同期比の下落 (ないしは 2%未満の増加率) を示した都市の所在州

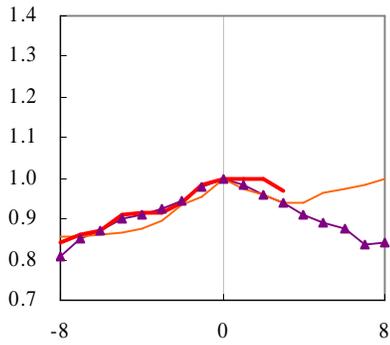
	全米不動産協会統計 (前期比マイナス成長の都市対象)	OFHEO 統計 (前期比増加率 2%未満の都市対象)
2006 年	第 2 四半期前年同期比	第 1 四半期前年同期比
ニューイングランド	マサチューセッツ (2)、メイン、ロードアイランド	
中部大西洋岸	ニューヨーク (3)、ニュージャージー、ペンシルバニア	ペンシルバニア
南部大西洋岸		サウスカロライナ (2)、ノースカロライナ
中東北部	イリノイ (5)、オハイオ (4)、インディアナ (4)、ミシガン (3)、ウィスコンシン (2)	ミシガン (5)、インディアナ (3)、オハイオ (2)
中西北部	アイオワ、ミネソタ	アイオワ (2)
中南部		テキサス
太平洋岸	ワシントン	
2005 年	年間値前年比	第 1 四半期前年同期比
中部大西洋岸	ニューヨーク、ペンシルバニア	ペンシルバニア
南部大西洋岸		ノースカロライナ (2)、ジョージア
中東北部	ミシガン (2)、オハイオ (2)	オハイオ、インディアナ
中西北部		アイオワ、サウスダコタ、ネブラスカ
中南部		ケンタッキー、ミシシッピー、テネシー
中南部		テキサス、アーカンソー
2004 年	年間値前年比	第 1 四半期前年同期比
南部大西洋岸	サウスカロライナ (2)	サウスカロライナ
中東北部	インディアナ	インディアナ (3)、オハイオ
中西北部		カンザス、
中南部	ケンタッキー	テネシー (3)、アラバマ (2)、ミシシッピー
中南部		テキサス (5)、アーカンソー
山岳部		ユタ (2)、コロラド、モンタナ
太平洋岸	テキサス (4)	ワシントン (2)

出典：全米不動産協会および OFHEO 統計に基づき当駐在作成

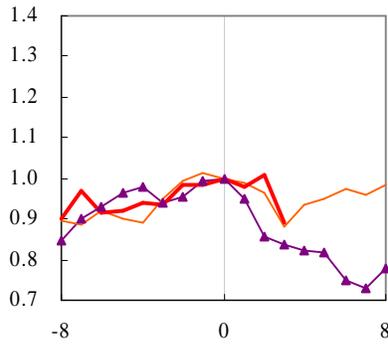
付録図表 2：サンフランシスコ連銀報告に基づく住宅指標分析

▲ 景気後退併発型
— 景気後退非併発型
— 現在

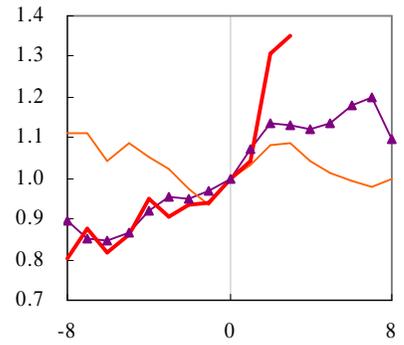
実質住宅固定投資



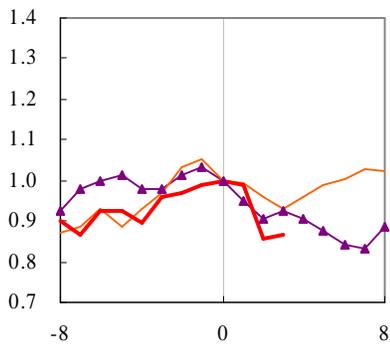
着工件数



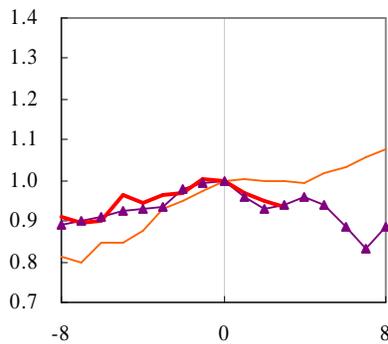
住宅在庫供給月数



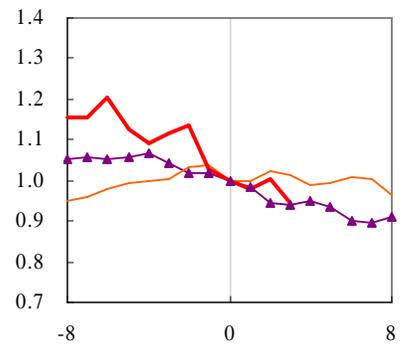
新築住宅販売件数



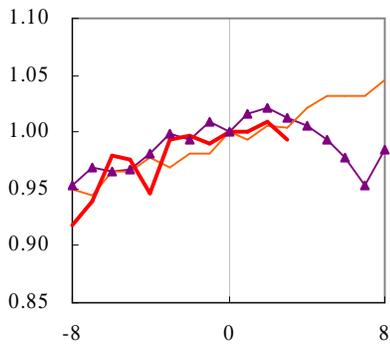
中古住宅販売件数



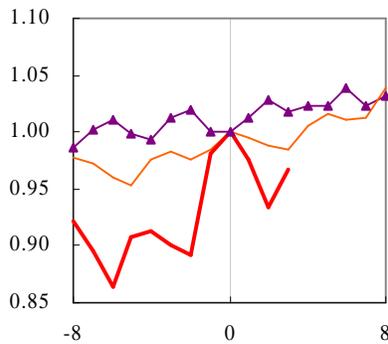
住宅取得能力指数 (HAI)



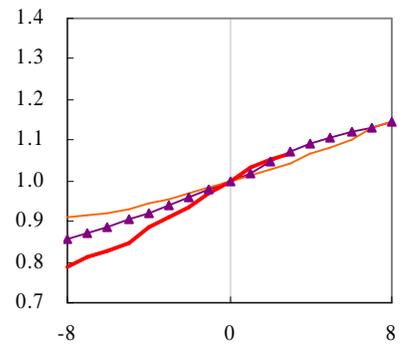
新築住宅価格 (NAR)



中古住宅価格 (NAR)



OFHEO 住宅価格指標



出典：全米不動産協会および OFHEO 統計に基づき当駐在作成