最近の米国住宅価格動向について
～CS 指数と FHFA 指数との比較を中心に～

はじめに

金融危機に端を発する世界的景気後退の底入れが確認されつつある現在においても、米国の住宅価格は依然として最重要論点の一つである。すなわち、経済の本格回復には、金融システムの観点からは銀行の不良債権処理の進展、実体経済の観点からは個人消費の回復が必要であるが、いずれについても住宅価格動向が鍵となる[1]。このような状況下で、最近、幾つかの住宅関連指標に改善がみられ、住宅価格の底入れの兆候が一部では指摘され始めている。本稿では、CS 指数と FHFA 指数の分析を通じて[2]、現時点（2009年７月）の米国の住宅価格について事実の整理と解釈を行う。

１．米国の住宅価格指数

最初に、米国の代表的な住宅価格指数について概観する。

１－１　代表的指数とその特徴

現在、最も信頼度の高い米国の住宅価格指数は、S&P 社による「S&P ケース・シラー指数（以下、CS 指数）」と米連邦住宅金融局（FHFA）による「全取引住宅指数（以下、FHFA 指数）[3]」である。両指数は類似の考え方に基づき算出されるが、算出対象とするデータに以下のような相違がある。

- CS 指数が対象とする取引にはローンの種類による制限は存在しないが、FHFA 指数は、信用度の高い“conforming loan[4]”に係る取引だけを対象とする。従って、サブプライムローン等は原則として CS 指数にのみ反映される。
- CS 指数は住宅購入取引だけを対象とするが、FHFA 指数は、住宅購入取引に加え、現金化（cash-out）または金利変更を目的とする“refinance”に係る取引を対象に含む。
- CS 指数は主要な20大都市における取引だけを対象とするが、FHFA 指数は全米にわたる取引を対象とする。

これらに基づく両指数の評価は以下のとおりである。FHFA 指数は、米国において主流である conforming loan にフォーカスし、また refinance 査定価格を取り入れることにより十分なサンプル数を有しており、更に地理的範囲としても全米全体をカバーしていることから、従来は最も信頼性の高い住宅指数と考えられていた。しかしながら、今回の金融危機を通じて、住宅価格におけるサブプライムローン等の non-conforming loan が重要性を増したことにより、むしろ CS 指数が適切な住宅価格を反映しているとして注目を集めることとなった。

１－２　指数の推移[5]

両指数は、上でみた対象データの相違により、住

---

[1] 米国における住宅価格全般の考え方、及び、住宅価格と個人消費との関連性については、小田圭一郎，飛岡寛子「米国住宅価格の下落について－個人消費へ与える影響を中心に－」『日経研月報』2008年８月号にて分析を行った。本稿はそこでの議論に基づき、現在の米国住宅市場動向を考察するものである。

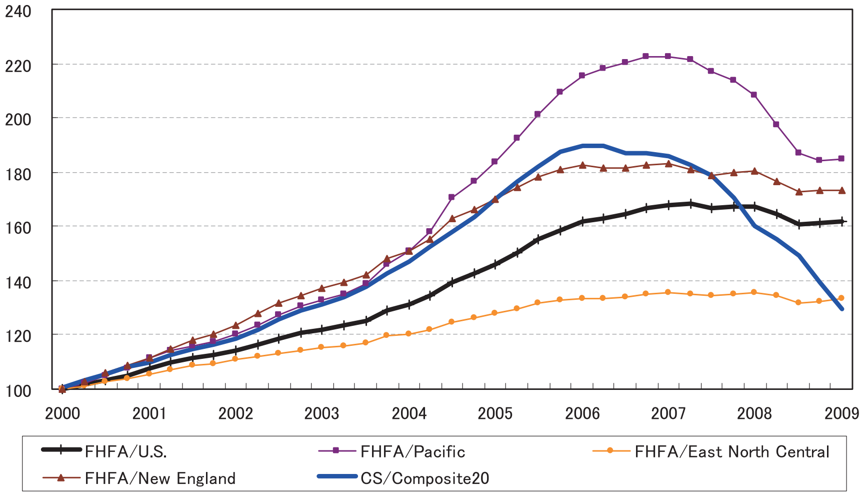
[2] GS 指数と FHFA 指数についての本稿の考え方も前掲論文（脚注１）に基づいている。

[3] 旧 OFHEO 指数と同一。米連邦住宅公社監査局（OFHEO）は米連邦住宅金融局へと組織改変した。

[4] 信用度の高い借り手に対する、一定の規模以下の住宅を対象としたローンで、「プライムローン」にほぼ一致する（すなわち、信用度の低い借り手に対するサブプライムローン、高額なジャンボローンは含まれない）。GSE（ファニーメイやフレディマック）の保証を受ける。現在でも全住宅ローンの約３分の２を占める。

[5] 両指数とも2000年を指数100としている。

図表1　FHFA 指数及び CS 指数の推移



［出典］FHFA 及び S&P

宅バブル生成・崩壊の過程において異なる動きを見せている。図表1に示されているように、CS 指数、FHFA 指数共に、1990年代後半より増加基調にあったが、特に CS 指数は2004年ごろから急増した。また、2006年から2007年にピークに達した後、CS 指数は急激な減少（ピーク時からの下落率▲31.6%）を示す一方、FHFA 指数は依然として横ばい（或いは極めて緩やかな減少）基調（同▲4.3%）を維持している。

2．CS 指数動向

2－1　足下の動き

4月の CS 指数については、ほぼ全ての対象都市で改善がみられ、減少率は、それ以前数ヶ月の年率▲20%台から▲10.2%へと低下した。この事実は、住宅販売・着工にみられる下げ止まり感と相俟って、一部では住宅価格下げ止まりの兆候とみなされるに到っている。しかしながら、特にここ数ヶ月については、差押え物件の売却は政策的な調整によって変動が大きくなっており[6]、単月の動きからの住宅価格の判断は困難な状況になっている。

2－2　指数上昇度・価格帯による分類

1節での議論より、CS 指数は大都市における non-conforming loan をも対象とするため、サブプライムローン等を通じて住宅バブルの影響をより受けやすい住宅指数であると考えられる。よって、バブルの影響度を区別するため、CS 指数を以下の二つの側面から分析することとする。第一は、全対象都市を、指数上昇度に応じて大きく二つのグループに分ける。すなわち、

A：住宅バブルの影響を強く受け、指数が最大で200を超えた9都市[7]

B：住宅バブルの影響が相対的に小さく、指数が最大でも200未満であった11都市[8]

第二は、各都市について、高価格帯、中価格帯、低価格帯の三層の価格帯[9]に分けて考える。このように分けることにより、サブプライムローン（主に

[6] 2009年1－4月の差押え物件売却数推移は以下のとおり：3,428 → 29,253 → 9,279 → 14,241（件）。

[7] Phoenix, Los Angeles, San Diego, San Francisco, Washington D.C., Miami, Tampa, Las Vegas, New York Commuter

[8] Denver, Atlanta, Chicago, Boston, Detroit, Minneapolis, Charlotte, Cleveland, Portland, Dallas, Seattle.

低価格帯)、Alt-A（主に中価格帯)、ジャンボローン（主に高価格帯）等の non-conforming loan について、大雑把ではあるが大体の傾向を掴むことが可能となる。

2－3　バブル崩壊後の価格動向

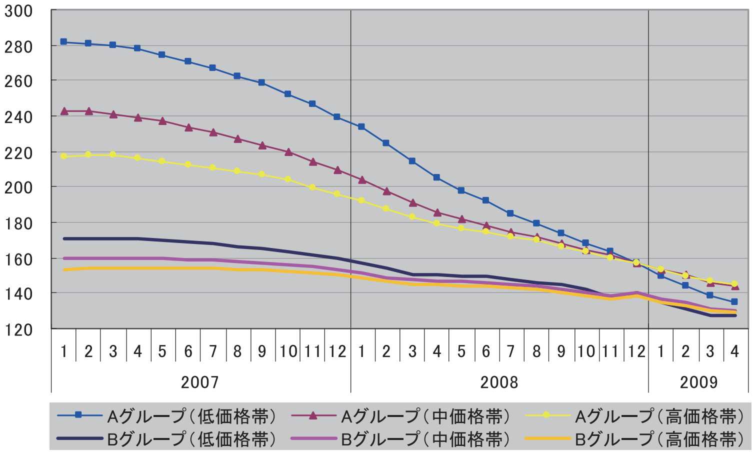
図表２は、Ａグループ、Ｂグループのそれぞれについて、価格帯別の平均の推移を示したものである。これから以下のことが推察される。

第一に、前述のとおり CS 指数は30%以上の下落を示しているが、⑴これは専らＡグループによる下落に起因し、かつ、⑵同一グループでは低価格帯の寄与が最も大きいことがわかる。すなわち、CS 指数の劇的な低下は、Ａグループ都市の低価格帯という限定的な地域の価格動向を最も強く反映しており、対象20都市に限っても、その全体の価格動向を必ずしも適切に示しているわけではない。

第二に、Ａグループを中心として、住宅価格は依然として高水準にある可能性がある。CS 指数の適正水準を示すことは困難ではあるが、ここでは厳密な議論ではないが以下の点を指摘したい。すなわち、幾つかの都市においては既に低価格帯指数が100の水準を割り込んでおり、2000年時点よりも低い価格となっている。具体的には、Phoenix, San Francisco, Las Vegas（Ａグループ)、Atlanta, Minneapolis（Ｂグループ）の諸都市であり、両グループにわたることが注目される。このことから、Ａグループ、Ｂグループを問わず、低価格帯指数は、バブルの影響の剥落後、2000年当時の水準まで下落する可能性があることが推測される。加えて、それぞれの都市において各価格帯の指数は接近する傾向が認められることから、中高価格帯についても相応の水準まで下落することが推測される。

最後に、しかしながら、両グループとも、低価格帯の指数が中高価格帯の指数と交差した2008年12月ごろから下落率の鈍化が観察される。各指数の交差付近において、低価格帯において最もバブル的であったサブプライムローンの影響度が弱まってきたと解釈することが可能である。図表３は各グループの価格帯別の前月比平均[10]を示しているが、2008年12月

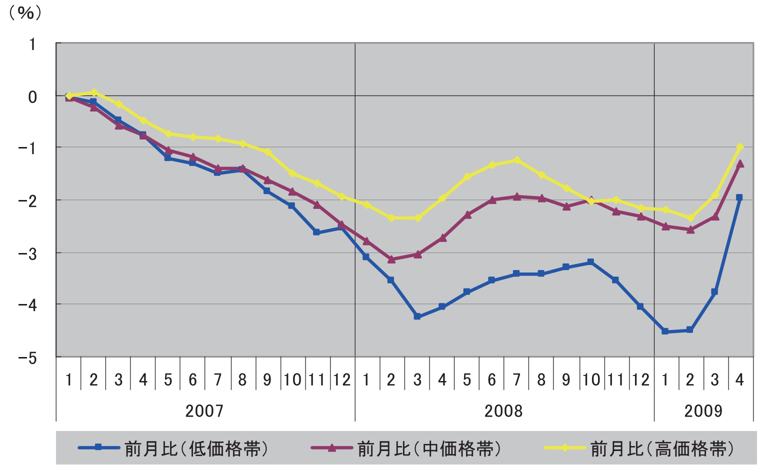
図表２　ＡグループとＢグループの価格帯別 CS 指数の推移



［出典］S&P

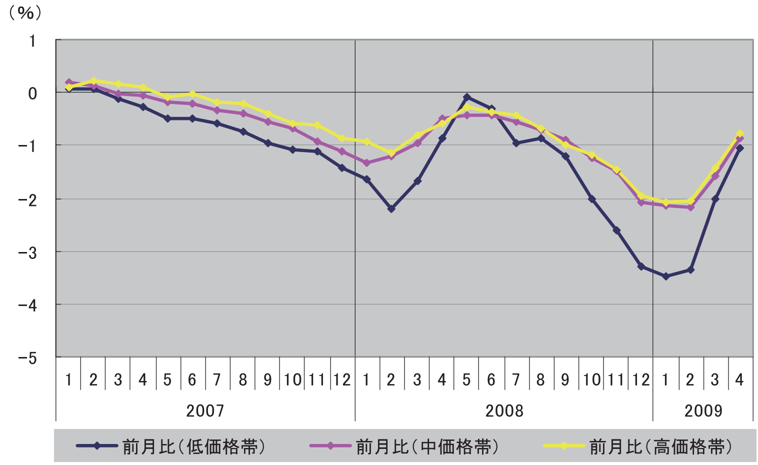
[9] CS 指数は、Charlotte, Cleveland, Dallas, Detroit（いずれもＢグループ）を除く全対象都市に対して、高・中・低の各価格帯についての指数を公表している。
[10] ２－１で言及した単月の振れを緩和するために便法的に３ヶ月移動平均を取っている。

図表３－１　Ａグループにおける価格帯別のCS指数（季調値）の前月比平均の推移



［出典］S&P

図表３－２　Ｂグループにおける価格帯別のCS指数（季調値）の前月比平均の推移



［出典］S&P

ごろを境に、各指数ともに減少率鈍化が進展していることが観察される。

３．FHFA指数の動向

FHFA指数の最大の特徴は、前述の通り、conforming loanだけを対象としていること、及び、refinance取引を対象に加え、その査定価格を指数に反映させていることにある。refinanceについては、⑴サンプル数が劇的に増加（FHFA指数の構成取引数の８割程度はrefinance取引）するに加え、資金制約が存在する場合に人々の期待がより顕在化し易いという利点が考えられる一方、⑵査定の恣意性が排除できないという欠点を有すると考えられる。FHFAは⑵を無視できない欠点と考え、2007年第４四半期より、refinance取引を含まない「購入のみ住宅指数」[11]も公表している。しかしながら、本

[11] “Purchase Only”指数。この指数が2007年第４四半期に公表されたのは、CS指数に比べて伝統的な全取引FHFA指数に下落がみられないことが大きな理由であったと思われる。しかしながら、特に最近期においては住宅購入取引が著しく減少していることに加え、本稿のように、両指数の差異はむしろconforming loanとnon-conforming loanとの相違に基づくという立場を取れば、全取引FHFA指数を用いる方が望ましいと考えることができる。

稿では、サンプル数上の優位性を重視し、伝統的なFHFA 指数に注目して以下の議論を進める。

3－1　足下の動き

2009年第１四半期（直近期）の FHFA 指数は前期比で0.4%上昇した。しかしながら、１節で述べたように当指数のピーク時からの下落率は▲4.3%に過ぎないため、下げ止まりというよりも横ばい基調の維持という解釈が適切であると考えられる。図表１からもわかるように、FHFA 指数では Pacific 地域が突出して変動が激しく、もし Pacific 地域を除いて考えれば、FHFA 指数の横ばい基調は一層強まる。

3－2　conforming loan の動向

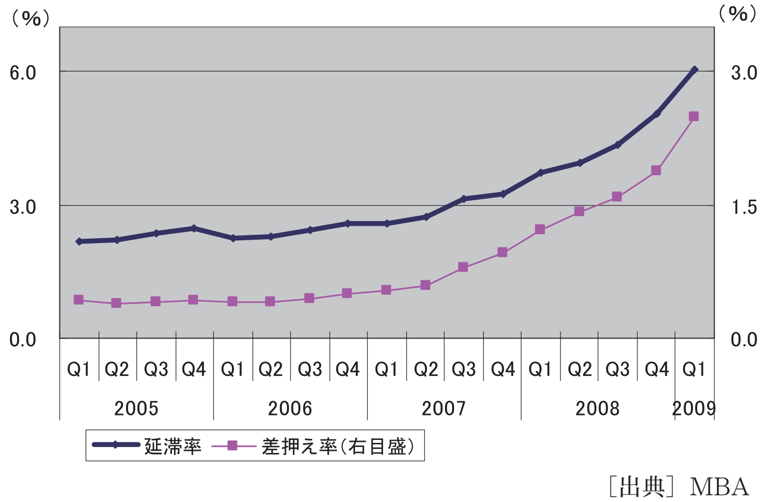
FHFA 指数が依然（殆ど）横ばい基調にあるのは、決して住宅価格が上昇しなかったからではない。実際、図表１から明らかなように、Pacific や New England 等の地域では CS 指数に匹敵する価格上昇を記録している。すなわち、横ばい基調の要因は、Pacific 地域を除き、conforming loan に係る住宅価格の本格的な下落が起こっていないことにあると考えられる。従って、FHFA 指数を考える上では、これからの conforming loan の動向が最も重要である。

なお、この観点から CS 指数を再考すれば、中高価格帯は、ジャンボローン等の高額な non-conforming loan については下落したが、conforming loan については横ばいを続けており、中高価格帯は、全体としては緩やかな下落基調となっていると解釈することができる。

4．今後の展開

以上より、住宅指数は、住宅ローンの動向に強い影響を受けることがわかる。従って、今後の住宅価格を考える第一次的接近として、種々のローンの延滞率と差押え率を検討することにする[12]。まず、FHFA 指数の動向を考えるために、プライムローン[13]の延滞率と差押え率をみてみる（図表４）。プライムローンの延滞率・差押え率は、2007年第３四半期あたりより上昇基調に転じ、足下は急上昇して

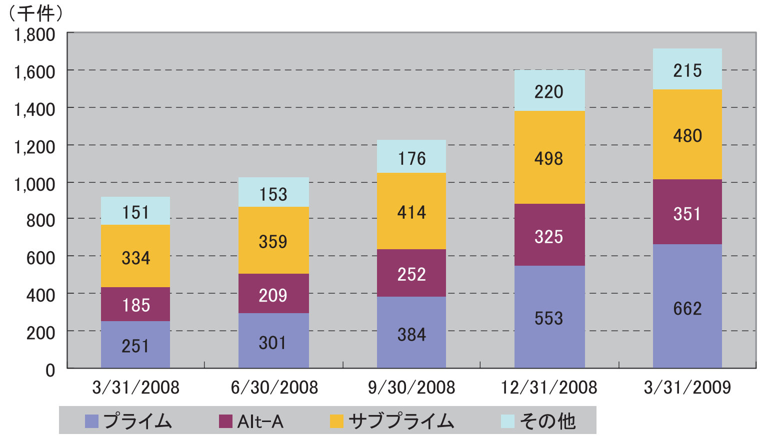
図表４　プライムローン延滞率及び差押え率の推移



［出典］MBA

[12] もちろん、バブルが関係する市場の価格決定には期待や情報の問題を避けることができないため、単純な住宅の需給量を考えるだけでは不十分である。しかしここでは一つの必要条件として差押えを通じた需給について検討する。

図表５　「深刻な」延滞件数の推移



［出典］OCC／OTS

いる。従って、今後は、FHFA 指数についても下落が進展すると考えられる。

次に、CS 指数と FHFA 指数双方の動向を考えるために、ローン種類別の「深刻な」[14]延滞案件数の推移をみてみる（図表５）。このグラフより、深刻な延滞案件は、⑴2008年９月末まではサブプライムローンが最多であったが、2008年12月以降プライムローンが最多を占めるに到り、⑵直近の2009年３月末では、サブプライムローンの件数はむしろ減少していることがわかる。すなわち、まさに足下において、主たる問題案件としてサブプライムローンからプライムローンへの転換が生じていると考えられる[15]。従って、今後は、サブプライムローンの影響は徐々に低下し、conforming loan に係る住宅価格下落が本格化することが予想される。これに伴い、CS 指数の下落は鈍化する一方、FHFA 指数は下落率を強めていくと考えられる。

５．結　論

・米国の住宅価格は、地域や住宅ローンの性質に依存して、かなり異なる動きを示しており、これらを考慮した分析が必要である。

・CS 指数については、急激な低下の後、足下では下落率鈍化が観察される。しかしこれは、サブプライムローンに係る住宅の要因を強く反映しており、全体としては更なる下落余地の可能性がある。

・FHFA 指数については、依然として横ばい基調を維持している。これは conforming loan に係る住宅価格について、一部地域を除き指数の本格的下落はまだ起こっていないことに起因する。

・今後の動向については、現在、延滞率・差押え率の両観点から、サブプライムローンからプライムローンへの問題債権のシフトがみられることから、CS 指数の下落鈍化、及び、FHFA 指数の下落本格化が生じると考えられる。

（株式会社日本政策投資銀行　設備投資研究所
主任研究員　小田圭一郎
株式会社日本経済研究所　調査第一局医療福祉部
副主任研究員　飛岡　寛子）

[13] プライムローンと conforming loan はかなりの程度で一致することが知られているため、ここでは、プライムローンの動向を通じて conforming loan のそれを考えることとする。
[14] seriously delinquent：60日以上の延滞、または、倒産した借り手が保有する30日以上の延滞。
[15] 図表４のデータの出所である Mortgage Bankers Association の Brinkmann チーフエコノミストもサブプライムローンからプライムローンへの「問題のシフト」に言及している（Press Release 5/28/2009）。