

## 最近の米国住宅市場動向について ～政策効果剥落による二番底の可能性～

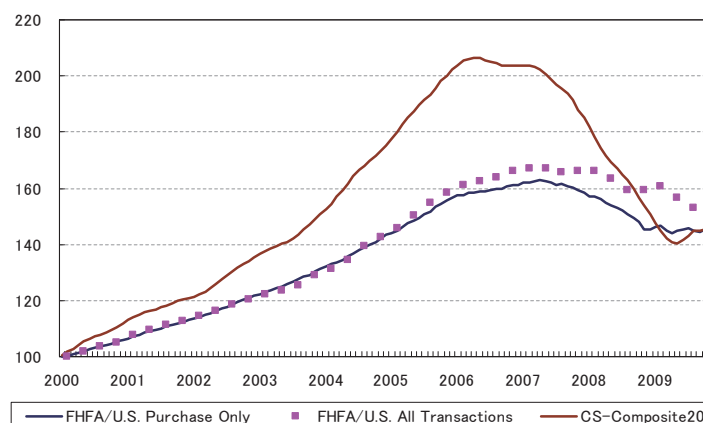
### はじめに

米国住宅市場の動向は、金融システムの観点からは不良債権処理、実体経済の観点からは個人消費のいずれに対しても大きな影響力を持つ。従って、住宅市場は既に最悪期を脱したのか、あるいは、これから二番底へ向かうのかについての判断は、今後の世界経済の方向性を考える上で重要である。現在、米国住宅市場については、住宅価格の底入れ、住宅販売の持ち直し、在庫水準の改善等を根拠として、楽観的見通しも多くみられる。しかしながら、これらは主に政策効果によって支えられていることに加え、住宅市場についてネガティブな指標も散見される。本稿では、米国の住宅市場の動向について、その政策効果を考慮した上、需要・供給の両側面の動向、及び、それに基づく住宅価格の解釈という観点から検討する<sup>1</sup>。

### 住宅価格の動向

まず、住宅価格の動向を主要な住宅価格指数を通じて確認する。図1からわかるように、米国における代表的な住宅価格指数である「S&P ケース・シラー指数（以下、CS 指数）」と「FHFA<sup>2</sup>住宅指数（Purchase Only：購入取引のみ）（以下、FHFA 指数（購入）」）は下げ止まりを示し、足下では僅かながらも前月比で上昇を続けている。確かに、対象とする地域や取引がある意味で補完的である両指数がともに下げ止まりをみせていることは有力な情報であり、これらが住宅価格底入れの判断根拠の一つになっている。しかしながら、もう一つの主要住宅価格指標である「FHFA 住宅指数（All Transactions：全取引）（以下、FHFA 指数（全）」）は、むしろ最近になって横ばいから下落基調に転じており、上記の二指標とは異なった動きを示している。

図1 住宅価格指数（季調値）の推移（2000年=100）



[出典] FHFA 及び S&P より作成

<sup>1</sup> 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、「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、また、主要住宅価格指標の比較を通じた米国住宅価格の方向性については、「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－」『日経研月報』2009年8月号において、それぞれ分析を行っている。

<sup>2</sup> Federal Housing Finance Agency（米連邦住宅金融局）

これらの住宅価格指数の動きを総合的に説明するためには、指数の特性の分析に加え、住宅市場の需給両面についての政策効果の影響を考慮する必要がある。従って、まず1節では、需要・供給両側面から住宅市場の特徴を整理し、2節では政策効果の影響を考える。続く3節で、これらの政策効果が代表的指標にどのように現れているかを確認し、これらに基づき、4節では住宅価格動向を考察する。5節は結論である。

## 1. 住宅市場の需給面の特徴

住宅市場も需要と供給によって価格が決定されるという点では通常の財と同様であるが、以下でみるような幾つかの特徴がある。

### 1-1 需要面

住宅は、長期間にわたり「住居サービス」を供給するという点では耐久消費財的側面を持つ一方、住宅サービス対価としての賃料をキャッシュフローとしてもたやす資産としての側面を持つ。特に、住宅資産の売買は完備した中古市場を通じて容易であることに加え、米国においては、“Home Equity Withdrawal”<sup>3</sup>を通じて住宅におけるキャピタルゲインを容易に現金化可能であることから、投資目的の需要も大きい。従って、住宅需要においては、直接的な住居サービスだけではなく、将来の住宅資産価格についての期待形成が重要性を持つ。

現在の共通認識に従えば、金融危機を境にして米国住宅市場のバブルがはじけたため、現時点での住宅価格上昇期待は極めて小さい。従って、投資目的

の住宅需要はほぼ完全に消失し、需要曲線は下方に大きくシフトしたと考えられる<sup>4</sup>。

### 1-2 供給面

住宅の供給は、①新規住宅の建設、②中古市場を通じた既存住宅の売却、③中古市場を通じた差押え物件の売却から成る。通常財と同様に即応的に供給可能なのは②の中古住宅だけである<sup>5</sup>。①の新規住宅供給は建設に時間を要する。従って、現時点においては、実現までタイムラグのある住宅着工件数から情報を得る必要がある。③の差押え物件の売却は現在のように延滞率が高水準で推移する状況においては無視できない。また、少なくとも短期的には、経済主体の合理的意思決定とは独立に外生的に発生するため、在庫水準を判断する上でノイズ要因となる。

## 2. 政策効果

現在、主に社会的観点から、住宅に係る多くの政策が実施されており、需給両面を通じて、住宅市場へ影響を及ぼしていると考えられる。但し、これらの政策効果自体は、基本的には政策の終了とともに剥落する一時的性質のものである。従って、これらが契機となり住宅市場全体が回復に向かうかどうかは、慎重に判断すべきである。

### 2-1 政策効果による需要増加

需要面においては、特に次の二つの政策が需要を喚起していると考えられる。第一に、住宅購入に対する減税である。これは、初回住宅購入者に対し

<sup>3</sup> 住宅資産価値上昇分を、売却、Home Equity Loanの利用、refinance等を通じて現金化すること。

<sup>4</sup> すなわち、従来のようにキャピタルゲインを期待できなくなったため、任意の価格に対して、住宅需要量は減少している。これは自明な論点ではあるが、住宅価格の下落がそれだけでは必ずしも需要増加をもたらさないという点で重要である。これに対して、需要曲線のシフトが生ぜず、同一の需要曲線上について議論をする場合は、価格の下落は必ず需要量の増加をもたらす。

<sup>5</sup> もちろん、この場合においても、通常財と比べれば「取引コスト」は大きいと考えられる。

て、8000ドルを上限に住宅購入金額の10%を支給するものであり、特に低価格住宅を中心として需要曲線を上方シフトさせる効果をもつと考えられる。

第二に、米連邦準備理事会（Fed）による「住宅ローン担保証券（MBS）買取政策 agency-backed MBS purchase program」である。2010年3月末までに、全MBS残高の約2割に相当する1.25兆ドルの買取りを実施する計画であり、2009年末時点で約9割が完了している。住宅ローン金利を押し下げ、住宅需要を下支えしていると考えられる。

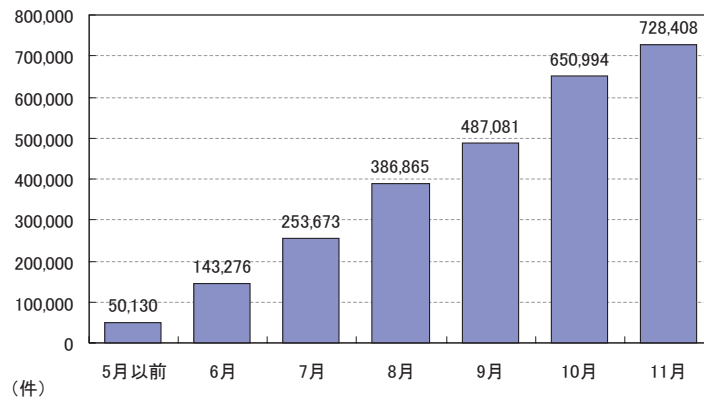
## 2-2 政策効果による供給減少

供給面においては、住宅ローンの条件変更（金利減免や返済期限の延長等）を通じて住宅の差押えを

回避する、「HAMP（Home Affordable Modification Program）」と呼ばれる政策が実施されている。実際、図2のように対象案件数は増加しており、差押え物件の中古市場への供給に抑制効果が働いていると考えられる。

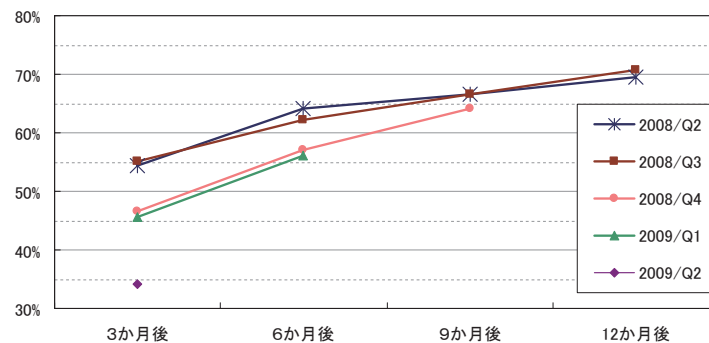
しかしながら、現在までのところ、効果は短期にとどまっている。図3にあるように、住宅ローン条件変更により当初の延滞率は減少するものの、6ヵ月後には約65%、12ヵ月後には約70%の案件が結局差押えに至っている。最近期においては、条件変更方法の工夫により当初の延滞率こそ低下しているが、長期的には、従来と同水準の延滞率に至る結果となっている。すなわち、住宅供給という観点からは、現時点において顕在化していない「隠れた」在

図2 HAMP 累積利用件数の推移



[出典] 米財務省資料より作成

図3 住宅ローン条件変更後の延滞率



[出典] OCC / OTS より作成

庫が多数存在することが示唆される。

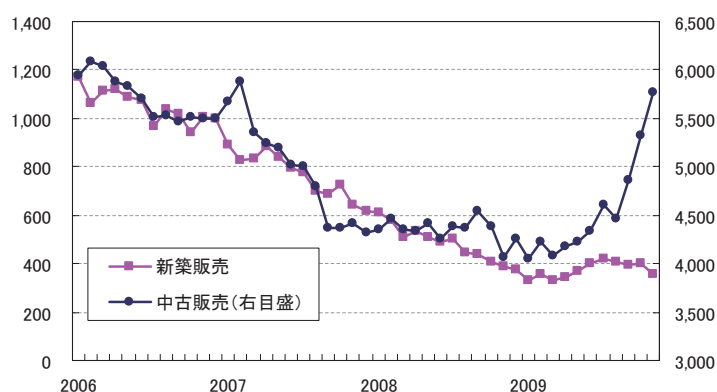
### 3. 需給動向

#### 3-1 需要面：住宅販売

図4にあるように、中古住宅による牽引により（8月から11月（最新月）に掛けて、前月比+8.7% → +9.5% → +8.5%）、住宅販売は過去1年に渡り増加基調を維持した。但し、新築住宅は、2009年7月を境に緩やかな減少基調にあり、中古住宅と対照的な動きを示している。これは、住宅取得減税が、低価格物件にバイアスが掛かっており、政策効果に

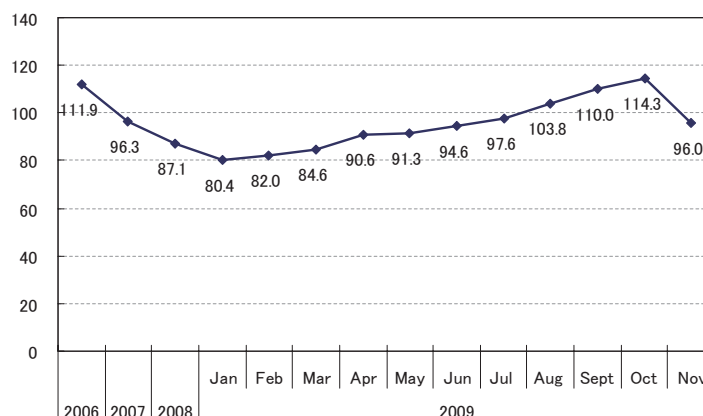
より中古住宅需要だけが押し上げられたためだと解釈できる。実際、当初は11月に政策終了が予定されていたため、中古住宅への駆け込み需要が発生したと考えられている<sup>6</sup>。これと整合的な動きは、中古住宅販売仮契約指数にも表れている。これは中古住宅販売の先行指標で、2009年1月以来増加を続けていたが、政策終了を見越して11月には前月比▲16%の急落をみせた（図5）。すなわち、当政策は対象となる案件については需要を強く喚起したが、必ずしも住宅市場全体に波及効果を及ぼしたとはいえない。よって、当政策自体は来年4月までの延長実施

図4 住宅販売件数（戸建て）の推移



[出典] 米商務省及びNARより作成

図5 中古住宅販売仮契約指数の推移



[出典] NARより作成

<sup>6</sup> 「全米不動産業協会（NAR）」は、11月の住宅販売の約50%が減税対象者だったと公表している。

が決定されたが、いずれ政策効果が剥落する可能性が高いと考えられる。

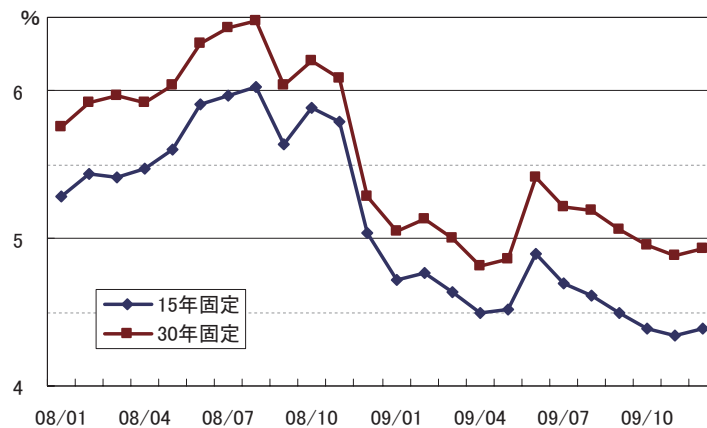
### 3-2 需要面②：住宅ローン金利

図6にみられるように、住宅ローン金利は低水準で推移しており、FedによるMBS買取政策が機能していると考えられる。当政策終了後の影響については種々の見解があるものの、2009年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）においても、複数の委員から金利上昇の懸念が表明されている。

### 3-3 供給面①：住宅着工

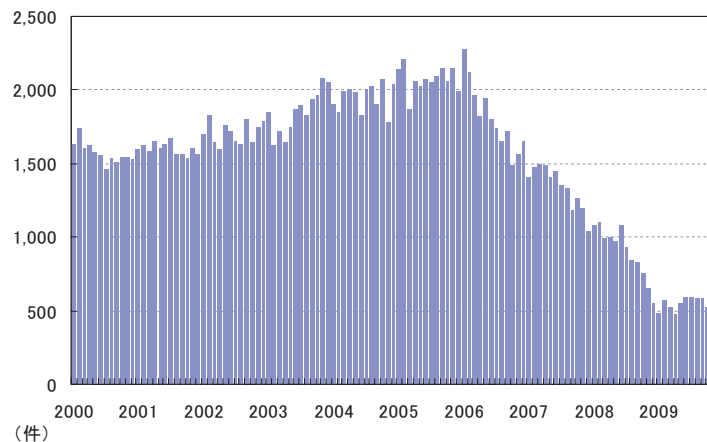
1-2節の議論から、供給サイドの経済主体の動向を分析するに際しては、伝統的な住宅着工が基本統計となる。図7からわかるように、住宅着工は足下では下げ止まっているものの、2006年ピーク時の4分の1程度という著しく低い水準にとどまっている。加えて、住宅販売数に政策効果が表れている時にすら、一進一退を繰り返し、増加基調に転じることはなかった。このことにより、住宅供給主体は、政策効果による需要増は一過性のものに過ぎないと判断していることが分かる。

図6 住宅ローン金利の推移



[出典] 連邦住宅金融抵当公庫より作成

図7 住宅着工件数の推移



[出典] 米商務省より作成



### 3-4 供給面②：在庫水準

中古住宅を中心に改善がみられるものの、2-2節でみたように、将来の差押えを通じて供給される、多数の「隠れた」在庫が存在すると考えられる。従って、現在進んでいる中古住宅の在庫水準改善についてもかなりの程度割り引いて考える必要があると考えられる。

## 4. 住宅価格指数の解釈

### 4-1 住宅指数間の比較

代表的住宅指数であるCS指数とFHFA指数は、算出方法自体は類似性があるが、その算出対象が異なるため、指数としての特性も大きく異なる。住宅価格指数を解釈するため各指数の相違を確認する。

#### (1) CS指数とFHFA指数との相違

CS指数は、地域的には大都市に限定されるもののサブプライム等を含む全種類のローンを対象に算出される一方、FHFA指数は、地域的には全米をカバーするもののGSE（政府系住宅金融機関）の保証が受けられるノンコンフォーミングローン（ほぼプライムローンに相当）だけを対象に算出される。従って、両者はそれぞれ補完的な異なる特性を

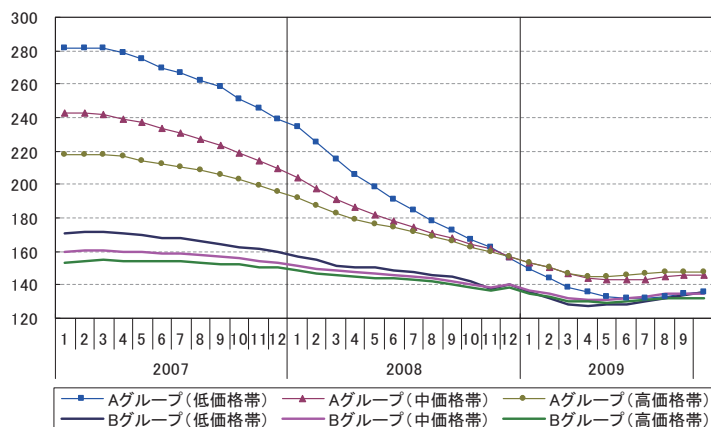
有しており、住宅価格を考える際には両者を総合的に勘案する必要がある。

#### (2) FHFA指数（購入）とFHFA指数（全）との相違

FHFA（購入）指数は、文字通り購入取引だけを対象に算出される一方、FHFA指数（全）は、金利変更や現金化（cash-out）を目的とする“refinance”を含む全取引を対象に算出される。米国では住宅ローンのrefinanceはごく一般的に実施されており、FHFA指数（全）対象取引についても80～90%を占める。従って、FHFA指数（全）は圧倒的にサンプル数が多いという利点を有する。しかし同時に、refinanceにおける価格設定は人為的「査定」によって決定されるため、FHFA指数（全）は恣意性が排除できないという欠点も指摘されている。価格決定の恣意性の排除（及び、月次計算が容易という利便性）により、最近ではFHFA指数（購入）が広く報道されるようになってきている<sup>7</sup>。

しかしながら、我々は、(1)前述のようにFHFA指数（全）のサンプル数が著しく多いこと、(2)金融危機後の住宅ローンの貸出の厳格化により、住宅購入については本来実施されるべき取引が見送られて

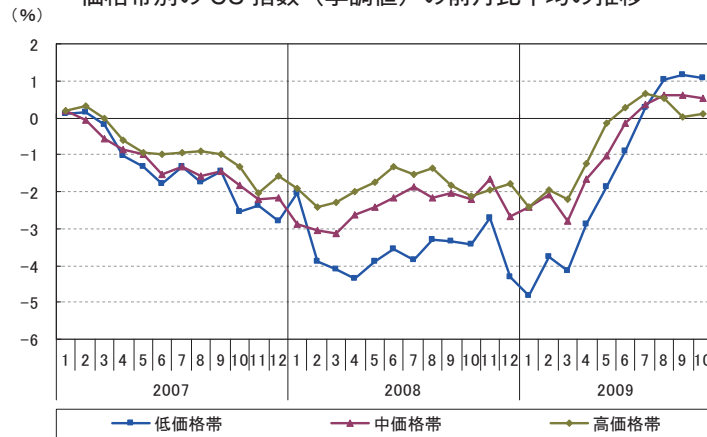
図8 AグループとBグループの価格帯別CS指数の推移



[出典] S&P より作成

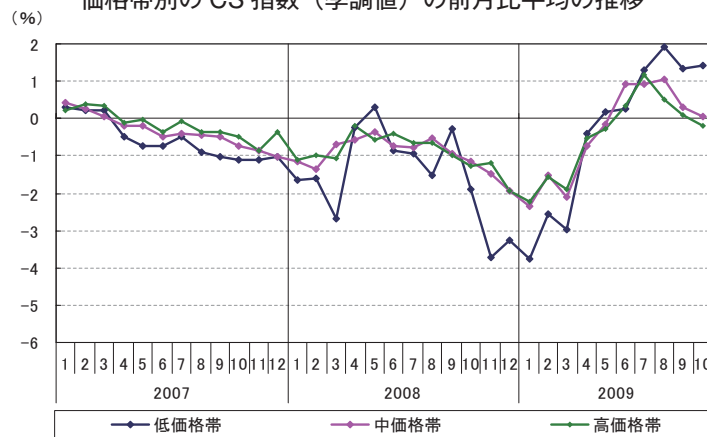
<sup>7</sup> なお、FHFA（購入）の公表が始まったのは、2007年第4四半期である。

図9-1 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 より作成

図9-2 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 より作成

※ Cleveland については、2008年11月までのデータを反映

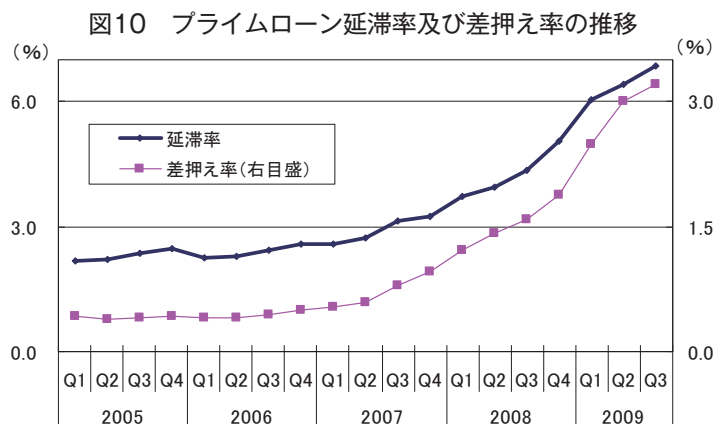
いる可能性が高いこと（refinance にはその問題が生じない）、(3)減税政策によって、低価格住宅購入に対してバイアスがより掛かりやすいことから、少なくとも金融危機後においては、FHFA 指数（全）の方が住宅価格をより適切に示していると考えられる。

#### 4-2 指数動向とその解釈

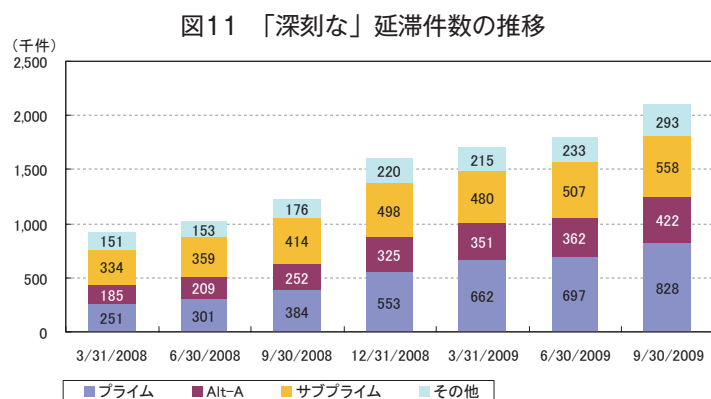
##### (1) CS 指数の動向

本稿の冒頭でみたように、金融危機発生前後に於いてCS 指数は急激な下落を記録した（図1）。この下落は、図8にみられるように、バブル期に価格上昇幅が大きかった地域（Aグループ）<sup>8</sup>における、サブプライムを中心とした低価格帯物件の価格下落

<sup>8</sup> Aグループ：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（Phoenix, Los Angeles, San Diego, San Francisco, Washington D.C., Miami, Tampa, Las Vegas, New York Commuter）；Bグループ：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（Denver, Atlanta, Chicago, Boston, Detroit, Minneapolis, Charlotte, Cleveland, Portland, Dallas, Seattle）。詳細については、脚注1に記した文献を参照。



[出典] MBA より作成



[出典] OCC / OTS より作成

によって牽引されたと考えられる。その後、2008年12月ごろに価格帯別指数は同水準になっており、この時点でサブプライム関連特有の価格調整はほぼ終了したと考えられる。実際、この時期以降、CS指数の前月比下落が鈍化している(図9-1及び9-2)。これに加え、同時期に始まった住宅購入に係る減税政策がCS指数の改善を後押ししたと考えられる。この結果、2009年7月にはCS指数は前月比でプラスに転じた。しかし、その後、直近3ヵ月においては、前月比上昇率は減速しており(7月から10月(最新月)にかけて、前月比+1.2% → +0.2% → +0.4%)、特に、中高価格帯については上昇率の鈍化が顕著である。これは、現在、減税効果は低価

格物件を中心に現れており、中高価格帯については既に政策効果の剥落が始まっているためであると解釈できる。

## (2) FHFA 指数(全)の動向

2009年以降、横ばいから下落基調に転じている(2009年第1四半期から第3四半期(最新期)にかけては、2四半期連続で前期比▲2.4%で下落している)。これらの動きは、FHFA指数が基本的にプライムローンに基づいており、かつ、プライムローンの延滞率、差押え率(図10)や、別統計による「深刻な」<sup>9</sup>延滞(図11)ともに上昇していることと整合的であり、今後この住宅価格の下落圧力は一層

<sup>9</sup> 60日以上の延滞、または、倒産した借手が保有する30日以上の延滞



---

強まると推測される。一方、前述のように、政策効果の影響は相対的に小さいと考えられ、指数上に明示的に現れてはいない。

以上から、CS、FHFA 両指数について、政策効果の影響は、対象となる物件に限定され、住宅市場全体に波及するには至っていないことが示唆され、政策終了後は、これらの効果は剥落していくと考えられる。従って、プライムローン案件の延滞率上昇を通じて一層の価格下落が生じ、二番底の可能性が高まると考えられる。

## 5. 結 論

- ・ 米国住宅市場動向における改善の多くは需要・供給両面に係る政策効果に依存する。特に需要面では住宅取得減税、供給面では差押え回避政策の影響が大きい。
- ・ 多くの政策効果は中長期的には剥落する可能性が

高い。具体的には、減税政策の終了により住宅需要曲線は下方シフトするに加え、条件変更により一時的に延滞を免れた物件もいずれ延滞に至る可能性が高い。実際、それらの兆候は多くの指標を通じて確認される。

- ・ 住宅価格については、CS 指数は指標特性と政策との相乗効果により上ぶれが生じていたが、政策終了後はその効果は剥落すると推測される。FHFA 指数（全）は政策効果を殆ど受けておらず、既に下落基調が認められる。従って、今後プライムローンの延滞率上昇を通じて、一層の価格下落が生じ、二番底の可能性が高まると考えられる。

(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)