

Economic Monitor

低迷が続く米住宅市場

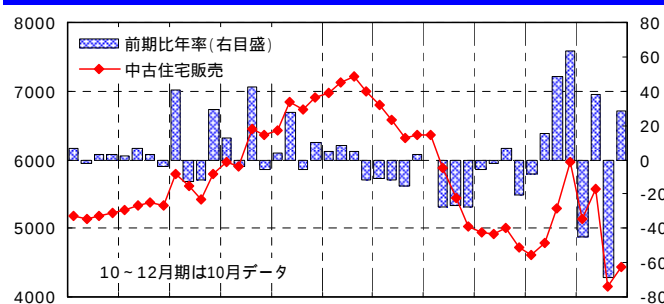
住宅販売は 10～12 月期に入っても回復の動きが鈍い。販売低迷に加え、デフォルト物件が中古住宅市場へ流入、需給を悪化させているため、住宅価格は再下落している。雇用所得環境の持ち直し加速により 2011 年の住宅市場は方向としては回復へ向かうものの、本格回復は家計の過剰債務問題に目処が付いた後の 2012 年まで遅れることになるだろう。

米国で住宅市場の低迷が長期化している。4 月末が期限であった新規取得者向けの税額控除措置の適用を狙った駆け込み需要により、4～6 月期の住宅販売は大幅に増加し、7～9 月期はその反動で急減した。ここまでは大方の予想通りだが、10～12 月期も住宅市場における回復の動きは極めて鈍い。

米国の住宅市場では中古住宅がほとんどを占める。中古住宅が住宅販売に占める比率は 2006 年まで 85% 程度で推移していたが、住宅バブル崩壊後は新築の減少もあって 9 割超が中古住宅である。その中古住宅販売は税額控除措置に伴う駆け込み需要で 4～6 月期に前期比年率 37.9% も増加したが、その反動で 7～9 月期は▲68.8% と急減し、金融危機後のボトムを更新した。その後、販売戸数は若干持ち直し、10 月の販売戸数は 7～9 月平均を 6% 程度上回っているものの、未だ金融危機直後の 2009 年 1～3 月期を 4% も下回る。住宅市場は二番底に陥ってしまった。

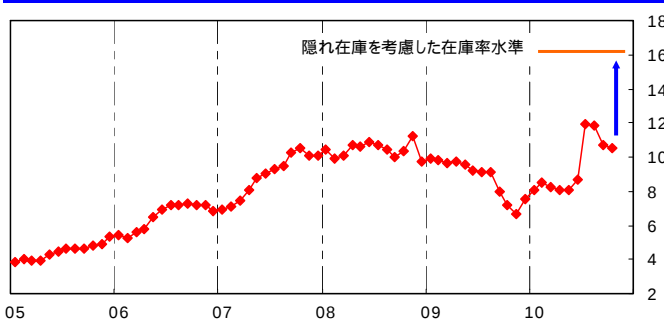
一方、中古住宅在庫は積み上がりが鮮明である。中古住宅在庫は 2008 年 4～6 月期をピークに 2009 年末まで減少傾向にあったが、2010 年は一転して増加に転じた¹。在庫の再増加には販売低迷に加え、住宅ローンのデフォルトに伴う差し押さえの増加が影響している。差し押さえを受けた居住用不動産は金融機関など債権者の保有に移行し (REO: Real Estate Owned) その後、債権回収のために住宅市場へ放出される。そうしたデフォルト物件の放出が、中古住宅市場において在庫として積み上がっている。10 月時点の在庫率は 10.5 ヶ月 (当社試算の季節調整値、公表されている原数値は 10.8 ヶ月) と高止まりしている。7 月につけたピークの 12 ヶ月からは幾分低下したものの、金融危機直後に並ぶ高水準であることに変わりはない。つまり、市場には月間販売戸数の 10.5 倍もの在庫が存在している。加えて、隠れ在庫 (Shadow Inventory)² を考慮すると、在庫率は更に上昇する。差し押さえ手続き中

中古住宅販売 (年率換算、千戸、%)



(出所)NAR

中古住宅在庫率 (ヶ月)



(出所)NAR, CoreLogic

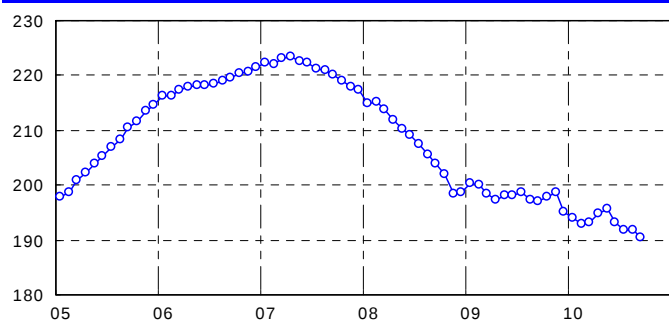
¹ 中古住宅在庫については季節調整値が公表されていない。そのため本稿では独自に季節調整を施した上で分析している。

² 隠れ在庫について明確な定義はなく、論者によって異なる。

の物件は未だ中古住宅市場には放出されていないものの、いずれ放出される在庫予備軍である。米 CoreLogic の試算によると³、こうした隠れ在庫は 8 月時点で 210 万戸にも達し、更に増加傾向にある。公表されている中古住宅在庫 (Visible Inventory) は 10 月時点で 386 万戸 (原数値、8 月は 412 万戸) だが、両者を合計すれば在庫は 600 万戸近くに達し、在庫率は 16.2 ヶ月 (当社試算の季節調整値) と 1 年を大きく上回ることになる。

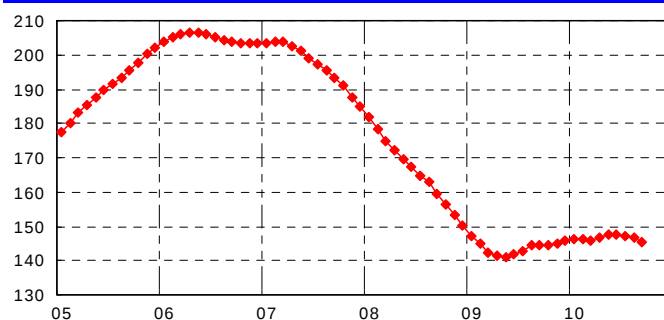
こうした高水準の在庫は、住宅市場の需給の緩和を通じて、住宅価格に対する押し下げ圧力になっている。FHFA (米連邦住宅金融庁) が試算している住宅価格指数⁴は季調値が 4 ヶ月連続で低下し、原系列の前年比も 9 月は ▲3.4% までマイナス幅が拡大した。もう一つの代表的な住宅価格指数である S&P ケース・シラー価格指数も、2010 年前半までは税額控除措置による販売増加が寄与したこともあり幾分上昇していたが、足元では 8 月前月比 ▲0.2% → 9 月 ▲0.7% と再び下落に転じている⁵。前述した隠れ在庫が今後市場に流入することを踏まえると、住宅価格は更なる下落が避けられないだろう。

FHFA 住宅価格指数 (1991 年 1 月 = 100)



(出所) FHFA

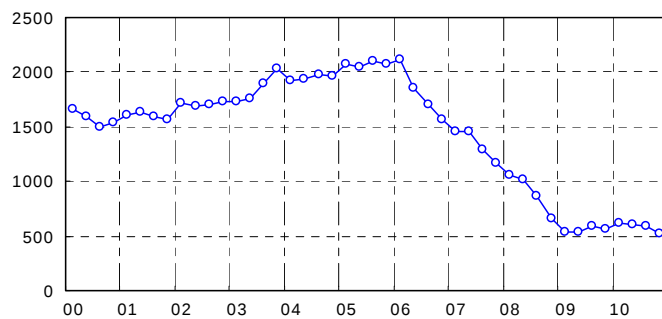
S&P CASE-SHILLER 住宅価格指数 20 都市 (2000 年 1 月 = 100)



(出所) Bloomberg

中古住宅市場の需給悪化は、新築住宅市場への圧迫を通じて、住宅建設にも悪影響を及ぼしている。新築住宅販売は 7～9 月期に前期比年率 ▲45.1% と 4 四半期連続で縮小した。10 月の販売水準は 7～9 月平均を 2% 程度下回っており、10～12 月期も横ばい程度に留まると考えられる。税額控除措置の適用を狙った販売増加で 3・4 月こそ幾分持ち直したものの、値ごろ感のある中古住宅に侵食されて、新築住宅市場は縮小が続いている。新築住宅販売の低迷を受けて、住宅建設投資も振るわない。住宅建設の先行指標である住宅着工は 1～3 月期こそ税額控除適用を狙った建設増により前期比年率 42.6% と増加したものの、その後は 4～6 月期 ▲9.4% → 7～9 月期 ▲11.4% と 2 四半期連続で減少した。10 月も前月比 ▲11.7% と大きく落ち込んでおり、10～12 月期も減少が継続すると見込まれる。

住宅着工 (年率換算、千戸)



(出所) Department of Commerce

2011 年には雇用所得環境の持ち直しが徐々に加速

³ [“Shadow Inventory Jumps More Than 10 Percent in One Year, Pushing Total Unsold Inventory to 6.3 Million Units” Nov 22, 2010.](#)

⁴ FHFA 指数はファニーメイやフレディマックが証券化した相対的に信用力の高い物件のデータである。一方、S&P ケース・シラー価格指数には高額物件なども含まれる。

⁵ 20 都市ベースの季節調整値。

するため、住宅市場は方向としては回復へ向かうと考えられる。しかし、前述したように当面は住宅価格の上昇が見込めず、住宅資産を購入すれば含み損を抱えざるを得ないため、住宅購入意欲の高まりは期待できない。従って、2011 年の住宅市場の回復ペースは緩慢なものに留まるだろう。住宅市場が本格回復に至るには、家計が抱える過剰債務問題に目処がつき、需給面からの価格押し下げ圧力が緩和される必要がある。当社では、家計の過剰債務問題に目処がつく時期を 2011 年終り頃、住宅市場の再活性化が始まる時期を 2012 年と予想している。