

Economic Monitor

膨らむ隠れ在庫が住宅価格を押し下げる

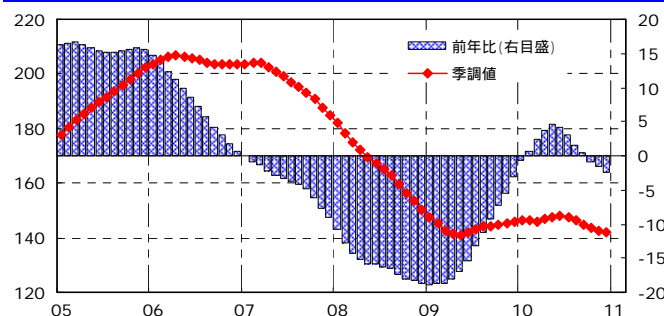
REO など隠れ在庫の積み上がりを受け、住宅価格が下落基調を強めている。また、NAR が公表している中古住宅販売が過大推計との指摘もあり、従来の認識以上に中古住宅市場の回復が遅々として進んでいない可能性も。住宅市場回復の遅れは、新規住宅建設の抑制に繋がる。

米国の住宅価格が再び下落基調を強めている。代表的な住宅価格指数である S&P ケースシラー住宅価格指数(20 都市ベース)は 12 月の前年比が▲2.4%と 2009 年 12 月以来の減少幅を記録、季調値の前月比は 5 ヶ月連続でマイナスとなっている。

住宅価格下落の背景にあるのは、潜在的な需給の悪さである。米住宅市場は 9 割が中古住宅により占められる。NAR (全米不動産業者協会) が集計・公表している中古住宅販売は 1 月まで 3 ヶ月連続で前月から増加、販売水準も年率 536 万戸と住宅購入者を対象とした税額控除措置で活況を呈していた昨年 5 月以来の高水準まで回復した。在庫率 (在庫/販売戸数) も 8.0 ヶ月¹と、販売戸数と同じく昨年 5 月の水準まで低下している。住宅市場の需給は改善方向にあるように見える。しかし、これは市場に流通している物件を対象とした判断に留まる。

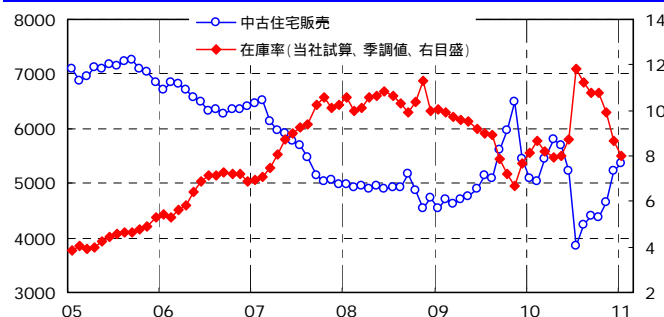
実際には、市場にある在庫 (Visible Inventory) 以外に、高水準の差し押さえ件数を背景に今後市場へ投入される在庫予備軍が存在する。隠れ在庫 (Shadow Inventory) は一般に①「深刻な延滞 (90 日以上) の延滞」にある住宅ローンの物件及び②差し押さえにより金融機関所有に移行した物件 (REO: Real estate owned by lenders) の合計として定義されることが多い²。隠れ在庫の合計を米 CoreLogic は昨年 8 月段階で 210 万戸と推計していた³。その後の動向についても、頭文字をとって F's と呼ばれる政府系金融機関 (Fannie Mae, Freddie Mac, FHA) の REO 残高から、

S&P ケースシラー住宅価格指数 20 都市 (2000 年 1 月 = 100)



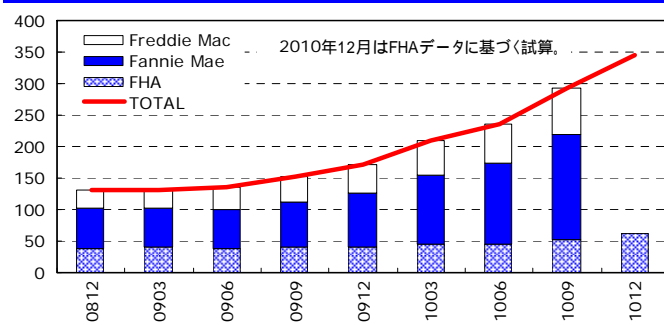
(出所) Bloomberg

中古住宅販売と在庫率: 合計 (年率換算、千戸)



(出所) NAR

F's の REO 残高 (千戸)



(出所) Freddie Mac, Fannie Mae, FHA データより当社作成

¹ 公表値は 7.6 ヶ月。但し、季節調整が施されていないため、当社で独自に季節調整を施した。

² CoreLogic の定義を参考にした。

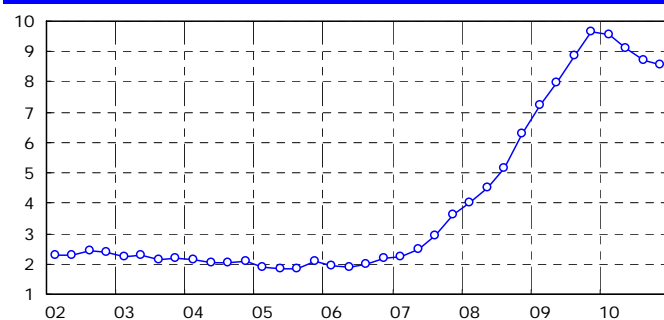
³ "Shadow Inventory Jumps More Than 10 Percent in One Year, Pushing Total Unsold Inventory to 6.3 Million Units" Nov 22, 2010.

ある程度の推測が可能である。3社の2010年9月末REO残高は、6月末対比14.8%増加の29.3万戸に達した。3社のうち、FHAは月次でREO残高を公表、既に12月分も明らかであり、12月末は9月末対比で18%も増加している。Fannie MaeとFreddie Macの12月末データは現段階で未公表だが、FHAと同じ伸びを単純に当てはめれば、F'sの12月末REO残高は34.6万戸と、2009年末17.2万戸の実に倍まで膨らむ。F's保有分と同様に民間金融機関が保有するREOも増加している可能性が高く、高水準が続く「深刻な延滞」の比率を踏まえれば上述の①状態にある物件も、減少は期待できない。そのため、隠れ在庫が8月時点のCoreLogic推計である210万戸より、更に膨らんでいる可能性は極めて高いと考えられる。

こうした隠れ在庫の積み上がりも加味すると、中古住宅の在庫率は高止まりが続き、需給悪化を通じて住宅価格に下落圧力を及ぼしていると判断できるのである。

なお、中古住宅市場にはもう一つ懸念材料がある。そもそも中古住宅販売戸数自体が過大推計ではないかという問題である。一般に中古住宅販売統計として用いられるのはNARデータだが、CoreLogicや他の不動産関連アナリストがNARデータの過大推計を指摘し、WSJなどでも取り上げられた。CoreLogicはNARの販売戸数が平均して15~20%近くも過大推計となっている可能性に言及している⁴。特に問題なのは、両者の差異が足元で拡大している点であり、特に在庫率について影響が大きい。実は、CoreLogic推計では、足元の在庫率はNAR推計の倍の16ヶ月にも達するのである。こうした過大推計の問題は、統計上の誤謬に過ぎず、中古住宅市場自体には何の影響も及ぼさないとすることもできる。しかし、仮に過大推計が判明すれば、住宅デベロッパーが住宅市場の真なる需給が更に悪いとして住宅供給を更に絞り込む、つまりは住宅建設を更に抑制する可能性は否定できない。米国の不動産アナリストも、住宅市場参加者の心理に及ぼす悪影響を懸念している模様である。

深刻な延滞が延滞全体に占める比率 (%)



(出所) Bloomberg, MBA

⁴過大推計の原因として指摘されているのは推計モデル等であるが、詳細については本稿では言及しない。なお、NARは指摘を受けて、暦年補正に際して詳細な検証を行うとしている。なお、2010年の販売戸数はNAR推計が490万戸、CoreLogic推計は330万戸である。