

Economic Monitor

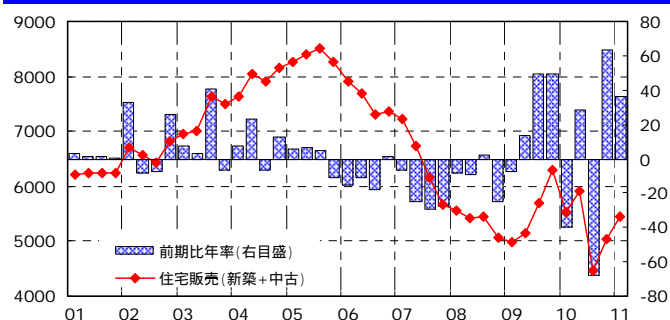
米住宅市場は低迷が続く

米国の住宅市場では、中古住宅販売戸数の増加など持ち直しに向けた動きが見られる。雇用所得環境の改善と低金利の継続を受けて住宅所得能力及び意欲が改善しつつあることが、その主因である。金融機関側の貸出態度の厳格化が止まったこともプラスに寄与している。しかし、住宅バブル崩壊がもたらした住宅市場の需給バランス悪化は未だ解消せず、住宅価格の下落に繋がっている。住宅価格下落は新規取得者の住宅取得を容易にする一方で、現保有者のバランスシートを毀損し、Underwater 状態（住宅価値が住宅ローンを下回る状態）の債務者を増加させてしまう。住宅価格上昇には住宅市場の需給改善が必要だが、住宅価格が下落する下では大幅な販売増加が見込めず需給改善も進まないというジレンマ状態に、現在の住宅市場はある。

米国の住宅販売は、中古住宅が現在 94%を占める。2001 年時点では 85%であり、この 10 年で 9%ポイントも中古住宅のシェアが拡大した。これは言うまでもなく住宅バブルの生成と崩壊に伴うものである。住宅バブル期に需要を超えて過剰供給された住宅ストックが中古物件となっている。その中古住宅販売は 1～3 月期に前期比年率 37.5%（10～12 月期 67.9%）と 2 四半期連続で大幅に増加した。極めて高い伸びは、住宅取得者に対する税額控除措置終了¹に伴い 7～9 月期に 68.6%と急減した反動によるところが大きい。しかし、1～3 月期の販売水準は年率 514 万戸と 2010 年の 491.8 万戸を超え、2009 年の 514.9 万戸にほぼ並んでいる。水準面でもボトムアウトと考えて問題ないだろう。新築住宅販売を含めた住宅販売全体で見ても 1～3 月期は前期比年率 36.1%（10～12 月期 63.7%）とボトムアウトは確認できる。

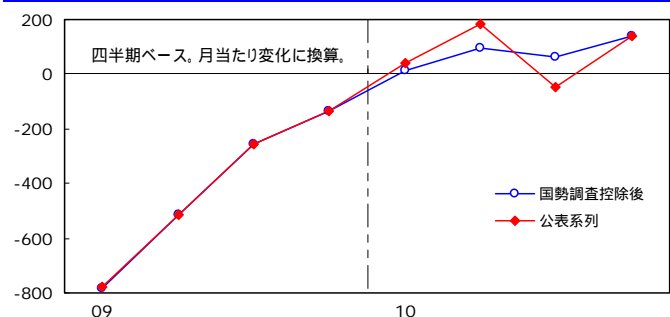
こうした中古住宅販売持ち直しの背景にあるのは、雇用所得環境の改善である。非農業部門雇用者数の増加幅は 2010 年 7～9 月期 6.5 万人/月 10～12 月期 14.1 万人/月 2011 年 1～3 月期 15.9 万人/月と拡大しており、4 月も 19～20 万人程度の増加が期待されている²。失業率が高止まりする下で、賃金は上昇ペースの加速にこそ至っていないものの、増加は続けており、雇用所得環境は明確に改善している。また、金融機関の貸出態度の厳格化が止まったことも住宅市場にとって多少の追い風と言える。2008～2009 年は住宅ローンに対する貸出基準を厳格化する金融機関が多数を占めていたが、2010 年半ばに厳格化の動きは止まった。但し、後述する住

住宅販売動向（年率換算、千戸、%）



(出所) Department of Commerce, NAR

非農業部門雇用者数の推移（月当たり変化、千人）



(出所) U.S. Department of Labor

¹ 税額控除措置を受けるための契約締結期限は 2010 年 4 月末であったため、4～6 月期の住宅販売は急増、7～9 月期のその反動で急減した。

² 国勢調査による一時的変動を控除したベースで記載。

宅価格の下落もあって、金融機関が貸出基準を緩和するまでには至っていない。

4～6月期以降も、雇用所得環境の改善を受けて、住宅販売の回復は継続すると見込まれる。しかし、その回復ペース加速までは期待し難い。住宅市場の需給バランスは未だ改善に至らず、そうした需給バランスを映じて住宅価格が再び下落しているためである。

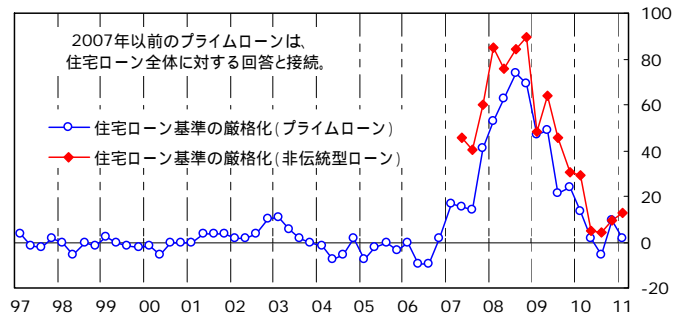
住宅市場の需給バランスを示す中古住宅市場の在庫率³は昨年7月に11.8ヶ月まで上昇した後、今年3月は8.6ヶ月まで低下した。しかし2000年代前半に5ヶ月程度で安定したことを踏まえれば、未だ極めて高い水準と言える。加えて、差し押さえを受けた居住用不動産が金融機関など債権者の保有に移行（REO：Real Estate Owned）した後、債権回収のために断続的に住宅市場へ放出されており、在庫には増加圧力がかけられている。

こうした住宅市場の需給バランスを反映し、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都市平均）は2月に前年比 3.3%と5ヶ月連続で低下した。季調指数の前月比は9ヶ月連続のマイナスであり、2月の指数水準（2000年1月=100）は141.6と、金融危機以降のボトムである2009年5月の141.0に接近している。もう一つの代表的な住宅価格指数であるFHFA住宅価格指数⁴に至っては、前年比 5.8%と2007年10月以降、下落が止まらない。

住宅価格の下落は住宅取得者の取得能力を改善させる面もある。家計の住宅取得能力指数は、住宅価格下落に加え、前述の雇用所得環境改善や金利低下も寄与し、大幅に向上した。しかし、同時に住宅価格下落は住宅保有者や住宅ローン（デフォルト後は住宅）を保有する金融機関のバランスシートを毀損する。また、新規住宅取得者も、現在の住宅取得が容易だとしても、近い将来に自らのバランスシート悪化が予想されるような資産の取得には二の足を踏んでしまう。経済全体を考えれば、マイナス面の方がはるかに大きい。

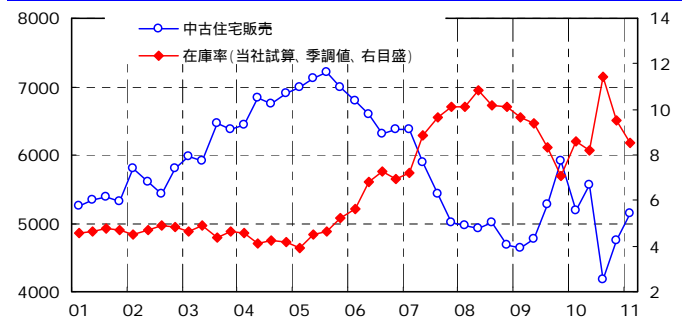
現在の中古住宅市場において、販売増加のためには住宅価格の上昇（少なくとも下げ止まり）が必要であ

住宅ローン基準の厳格化



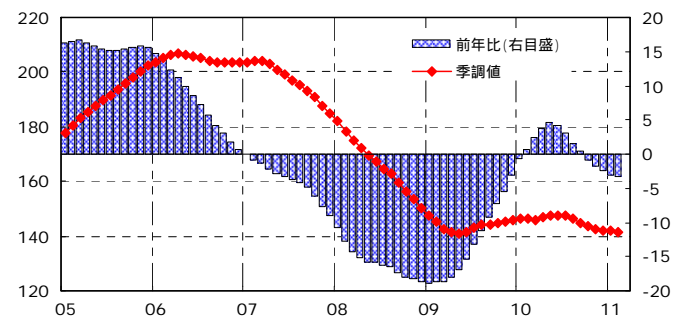
(出所)Federal Reserve Board

中古住宅販売と在庫率：合計（年率換算、千戸）



(出所)NAR

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

³ 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。

⁴ 住宅価格は個性が強いので、指数毎に特徴がある。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。

る。しかし、その住宅価格上昇には需給バランス改善をもたらす販売増加が必要というジレンマ状態にある。結局のところ、緩やかな販売増加により、差し押さえ物件の流入も含めた供給拡大を吸収し、住宅市場の需給を徐々に改善していく以外に解決策はない。

中古住宅市場の需給バランス悪化は、新築住宅市場の圧迫を通じて、住宅建設にも悪影響を及ぼしている。1～3月期の住宅着工は前期比年率23.2%と4四半期ぶりの増加に転じた。しかし、1～3月期の水準は2009年、2010年の水準を大きく下回ったままである。中古住宅市場の需給改善 新築住宅に対する需要拡大 住宅着工の増加という経路が強まり、住宅建設の増加が加速するのは当面先と考えられる。