

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

米住宅価格の行方を考える

マクロ的な住宅市場の需給バランスは未だ改善していないが、物件の一時的な非市場化により、需給バランスがタイト化し、住宅価格にポジティブな影響を及ぼしている模様。差し押さえ物件の最終処理が加速しなければ、住宅価格は早期に下げ止まるも、需給再悪化のリスクも残る。

持ち家率が急低下

米国において、持ち家率が急落している。米国家計の持ち家率¹は2012年3月末に65.4%と2011年10～12月期から0.6%Ptも下落し、1997年以来の低水準を記録した。持ち家率の低下は、賃貸志向の強まりと同意であるが、そうした賃貸シフトが空家率²の動きにも反映されている。2012年1～3月期の空家率は、持ち家用が2.2%と2011年10～12月期の2.3%から僅かな低下にとどまる一方、賃貸用は10～12月期の9.4%が1～3月期は8.8%Ptと0.6%Ptも低下した。賃貸用物件における空家率の低下が顕著である。

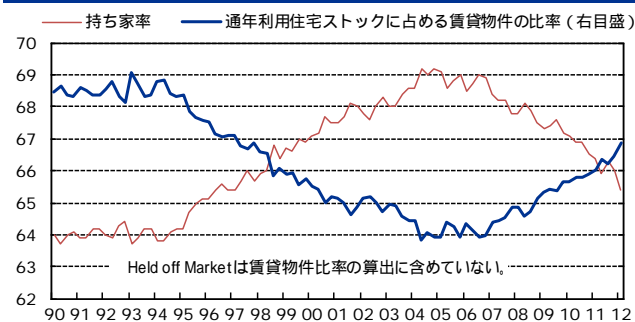
賃貸物件の供給が追いつかず

住宅需要側である家計の賃貸シフトを受けて、住宅供給側も持ち家用物件を賃貸用に改装するなど、賃貸物件の供給を増やしている。通年利用住宅ストック³に占める賃貸物件の比率は33.9%と、1997年以来の水準まで上昇した。しかし、物件の制約もあってか、需要側の変化には完全に追いつけてはおらず、賃貸用の空家率が急低下しているのだと言える。

賃貸シフトの理由

家計の賃貸シフトは、住宅バブルとその崩壊に伴い、持ち家購入が賃貸に比べ割高となり、かつ資産価値の毀損リスクも高まったことが背景にある。まず、賃料に対する住宅価格の比率を見ると、主要な住宅価格指数のいずれで見ても住宅バブル終盤の2006～2007年に大きく上昇したことが確認できる。しかし、足元で、同比率は、2000年代初めの水準まで低下し、住宅取

持ち家率と賃貸物件比率 (%)



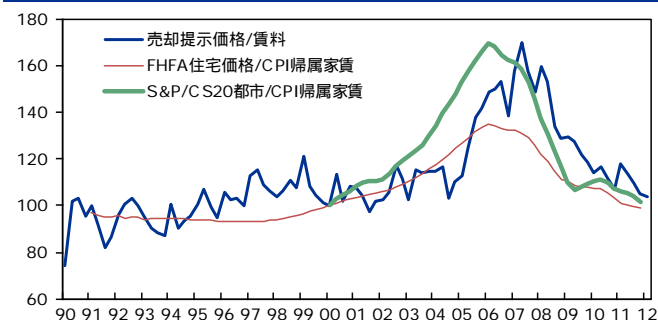
(出所)CEIC

空家率の推移 (%)



(出所)CEIC

住宅価格と賃料の関係 (2000年1～3月期 = 100)



(出所)CEIC

¹ 以下の分析は、米センサス局の「Housing Vacancies and Homeownership」に基づく。

² センサス局の定義は、持ち家用が「売却用空家 / (居住中持ち家 + 売却済だが未居住の持ち家 + 売却用空家)」、賃貸用は「賃貸用空家 / (居住中の賃貸用物件 + 売却済だが未居住の賃貸用物件 + 賃貸用空家)」である。

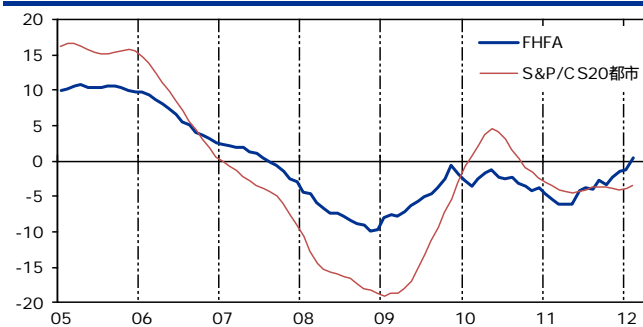
³ 住宅ストックには季節利用住宅も存在するが、本稿の分析では除外している。

得の割高感は概ね解消したと言える。それにも関わらず、賃貸シフトの動きに陰りが見られないのは、住宅バブル崩壊後の住宅価格下落を受けて、住宅価格に対する上昇期待が失われ、将来の資産価値毀損リスクを、家計が強く意識しているためと考えられる。従って、今後、持ち家率が下げ止まるか否かは、住宅価格の動向に大きく左右される可能性が高い。

住宅価格の下落ペースは緩和？

その住宅価格は、下落ペースが緩和されつつあるように見える。代表的な住宅価格指数を見ると、まず公的機関による住宅ローン提供物件に対象が限られる FHFA 住宅価格指数は過去 12 か月中 8 ヶ月で前月比プラスとなり、2012 年 2 月の前年比は 0.4%と 2007 年 7 月以来のプラスに転じた。また、FHFA 指数が対象としない高額物件も含まれる S&P ケースシャー住宅価格 20 都市指数も、前月比が昨年 10 月の 0.7%をボトムに改善へ向かい、2012 年 2 月には 0.1%と僅かながらもプラスに転じた。前年比も昨年 12 月の 4.1%が今年 2 月には 3.5%まで下落率が縮小している。民間調査機関である CoreLogic や Zillow などのデータも、足元で住宅価格の下落ペースが緩和されつつあることを示すものが多い。

住宅価格指数の推移（前年比、%）



(出所) CEIC, Bloomberg

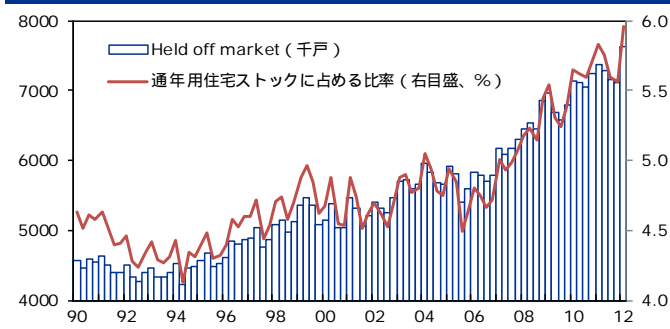
未だ確たる動きとは言えないが、住宅価格指数が示す下落ペースの緩和は、冒頭で指摘した空家率の低下と整合的でもある。空家率の低下が示すように住宅市場全体の需給バランスが改善し、住宅価格にポジティブな影響を及ぼしているとのロジックが成り立ちうる。

“Held Off Market”の存在

但し、住宅市場全体の需給バランスを考える上で、極めて重要な問題が一つある。現時点で住宅市場に投入されていないために、空家率の計算に統計上含まれていない物件、「Held off Market（以下、非市場性物件）」の存在である。通年利用住宅の空家のうち、約 5 割を非市場性物件が占める。

統計上、市場性がないと判断されるのは、1)共同住宅の管理人などに提供される場合（一時利用）2)他に主たる住居を有するものによる利用の場合（URE：Usual Residence Elsewhere⁴）3)再賃貸に向けて修繕中の場合に加え、4)差し押さえなどの法的手続きを理由に市場性を失っている場合も多いと考えられる⁵。実際、非市場性物件は住宅バブル崩壊後に急増し、2006 年に 4%台後半だった通年利用住宅ストックに占める比率が、直近 2012 年 1～3 月期には 6%まで上昇した⁶。冒頭で述べた賃貸物件の空家率の低下を踏まえれば、差し押さえなどにより居住者が退去した物件が「Held off Market」へ移行する一

Held off Market（千戸、%）



(出所) CEIC

⁴ 週末のみ利用する住居など。

⁵ 差し押さえ手続きなど法的手続きが進行している物件すべてが、「Held Off Market」の概念に含まれるわけではない。一部は販売市場や賃貸市場に投入されているほか、居住中である場合もある。

⁶ 統計上の断層を調整した上で、示している。

方、退去した居住者は別の住居を賃貸している可能性が高いだろう。

見せかけの需給バランス改善

通年利用住宅ストックの世帯数に対する比率を見ると、非市場性物件を除いたベースでは、住宅価格が未だ上昇を続けていた 2006 年の水準まで、既に低下している。(指摘済の空家率の低下を別の角度から見るだけだが)需給バランスの改善が住宅価格に好影響を及ぼしている可能性が示唆される。

しかし、非市場性物件を含めた住宅ストック全体については、世帯数に対する比率は高止まりが続いており、未だ過剰感が極めて強い。すなわち、現在の需給バランス改善は、法的手続きなど様々な理由によって物件が市場性を一時的に失ったことによってもたらされているに過ぎない。抜本的な需給バランスの改善には未だ至っていないのである。

なお、米国の民間住宅市場リサーチ会社などによると、景気回復に伴い、新規差し押さえの増加は止まっているが、その一方で差し押さえ物件の最終処理(売却)も進まず、非市場性物件の増加が続いている模様である。

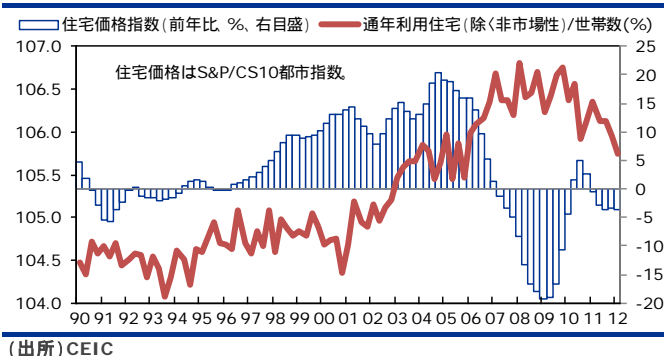
マクロ的な需給バランスの改善は 2014 年まで待つ必要

従って、住宅価格の下落ペース緩和が、今後も継続するか否かは、差し押さえなどにより一時的に市場性を失っている物件が、どのようなタイミングで、再び市場性を獲得するかに依存する。すなわち、非市場性物件が、短期にかつ大量に、住宅市場へ再投入されれば、「Off Market」ではなく「On Market」になれば、住宅市場の需給は急速に悪化し、住宅価格に対する下落圧力が再び強まる。

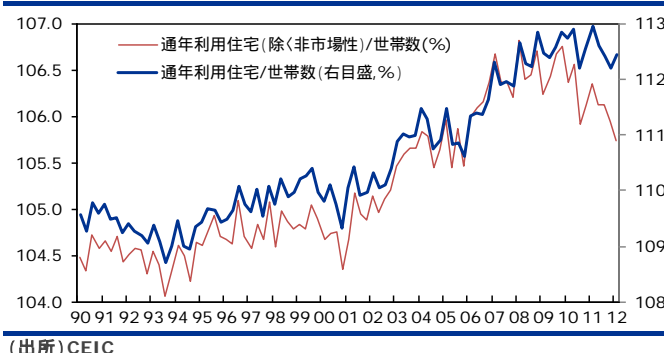
ちなみに、過去 1 年の住宅ストックと家計数の伸びを延長すると、2014 年末には非市場性物件を含めた通年利用住宅ストック全体でも、世帯数に対する比率が 2006 年水準まで低下する。従って、2014 年までの間に、需給バランスの大幅悪化に繋がらないペースで非市場性物件が再投入されるか否かが重要となる。

米国では、最終処理の進捗などが、住宅価格を大きく押し下げる可能性は低いとの見解が強まりつつある模様である。そうした見解の多くは、差し押さえなどの最終処理が緩やかにしか進まない状況が、今後も継続するとの前提に基づいている。その前提が正しければ、S&P ケースシラー 20 都市価格指数は 2012 年末から 2013 年末頃に前年比がプラスに転化する可能性があるだろう。

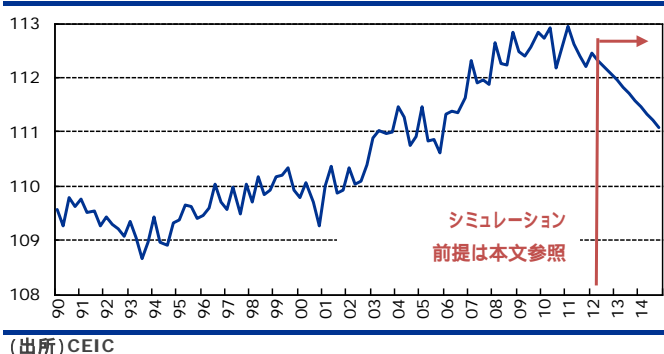
住宅価格と住宅ストックの過剰感(除くHeld off Market)



世帯数に対する通年利用住宅ストックの比率



世帯数に対する通年利用住宅ストックの比率(%)



現状の最終処理ペースなら、住宅価格は下げ止まりだが...

州毎に法制が異なり、また制度変更が行われる可能性もあるため、最終処理のスピードを予測することは、極めて難しい。そのため、現状程度のペースでの最終処理が続くと想定することが、確かに最も合理的なのかも知れない。しかし、既に見たように、マクロ的な需給バランスが抜本的に改善するには、未だ時間を要するのも確かである。そのため、多少の状況の変化により、需給バランスが再悪化し、住宅価格に再び下落圧力が及ぶ可能性もある。なお、Fed が 1 月のホワイト・ペーパーで推奨したように、持ち家用物件が一括して売却されるなどして賃貸物件として転用されれば、賃貸市場の需給が緩む一方で、持ち家用物件の需給が引き締まり、住宅価格は上昇する。しかし、長い目で見れば、賃貸市場の需給緩和がもたらす賃料下落により、住宅価格には再び下落圧力が及ぶことになる。非市場性物件の再市場化は、いずれの方法で行われるにしろ、住宅市場全体の需給を緩和し、住宅価格に対しては下落圧力となるのである。

住宅価格の下落ペース緩和が今後も継続する可能性は否定しない。しかし、それが抜本的な需給バランスの改善によるものではなく、極めて不安定な要素に依存していることは少なくとも認識しておくべきであろう。