

## 米住宅価格持ち直しの持続性を考える

米住宅投資は 5 四半期連続で増加した。住宅価格は複数の指標、過半の都市で前年比プラスに転じつつある。空家の世帯数に対する比率は、来年末にもバブル前の水準へ低下する可能性があり、そうした需給改善見通しが住宅価格の持ち直しに寄与している。但し、法的手続き等により一時的に市場性を失っている物件の動向次第では、再び需給が緩和され、住宅価格が下押しされるリスクがある。

### 4～6 月期の住宅投資は活況

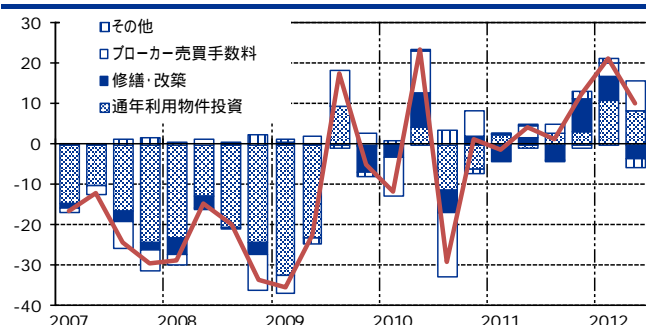
米国の住宅投資は 4～6 月期に前期比年率 9.8%（1～3 月期 20.6%）と 5 四半期連続で増加した。伸び率は 3 四半期ぶりに一桁台へ低下したが、関連統計に基づく、8 月末に公表される 2 次推計値では二桁への上方修正が濃厚である。また、GDP 統計の詳細を見ると、通年利用住宅（Permanent site<sup>1</sup>）に分類される通常の住宅建設が好調なことが分かる。4～6 月期の住宅投資減速は、1～3 月期に修繕・改築（Improvement）が好天を受けて大幅に増加した反動減の影響が大きい。また、4～6 月期は住宅ブローカーの売買手数料（Brokers' commissions on sale of structures）も大幅に増加しており、中古住宅取引の活発化も確認できる<sup>2</sup>。

### 住宅価格も多くの指標で上昇

住宅市場の回復は、これまで下落の続いてきた住宅価格にも及びつつある。住宅物件は個別性が強く、住宅市場全体の価格動向を把握するのは容易ではない。そのため、一つの住宅価格データに依存するのは危険だが、足元では代表的な 4 種類の住宅価格データのいずれもが持ち直しの動きを示している。FHFA（米連邦住宅金融局）の住宅価格指数は前年比 3.8%（5 月）とプラス、民間調査会社の調査でも Corelogic が 2.0%（5 月）、Zillow は 0.2%（6 月）と水面上に浮上した。最も改善の遅れている S&P/ケース・シラー住宅価格 20 都市指数も 5 月に市場予想を上回って大幅に改善、前年比のマイナス幅は 0.7%（2012 年 4 月 1.8%、2011 年 12 月 4.1%）まで一気に縮小した。また、指数を構成する 20 都市を見ると、5 月時点で既に 12 都市で前年比がプラスへ転じている。6 月以降を前月比横ばいと仮定した単純試算では、S&P/ケース・シラー住宅価格 20 都市指数は、9 月にも前年比プラスへ転じる。

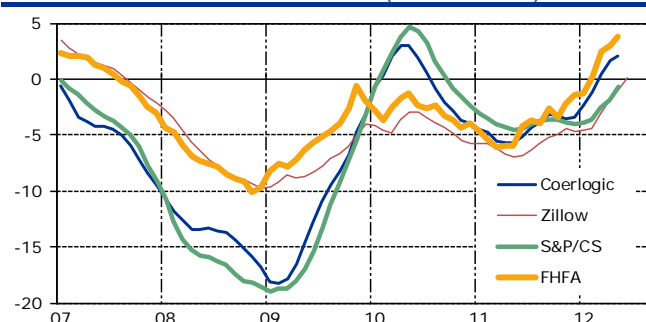
振り返れば、2010 年には S&P ケース・シラーと

住宅投資の推移（前期比年率、%）



（出所）U.S. Department of Commerce

各種の住宅価格指数（前年比、%）



（出所）FHFA, S&P, Corelogic, Zillow

<sup>1</sup> 通常の住宅建設は、通年利用と分類される。通年利用でないのは寮や寄宿舍、プレハブ住宅など。

<sup>2</sup> グラフ上の「その他」には、寮・寄宿舍やプレハブ住宅などが含まれる。

Corelogic が水面上へ浮上したものの、FHFA と Zillow は大幅なマイナスにとどまり、結果的に住宅価格の反転は幻と消えた。一方、今回 2012 年は 4 指標全てがプラスへ転じ、住宅価格が下げ止まりから持ち直しへ至る可能性は高いように見える。

## 住宅デベロッパーの景況感も改善

住宅価格の上昇基調が強まれば、取得物件の値下がり懸念して住宅取得を見送ってきた購入予備軍も新たに市場へ参入し、住宅市場の回復傾向はより強まる。そうした動きを先読みしてか、住宅デベロッパーの景況感を示す NAHB 市場指数は 7 月に 2007 年 3 月以来の水準まで上昇した。

## 住宅市場の過剰感が薄れる

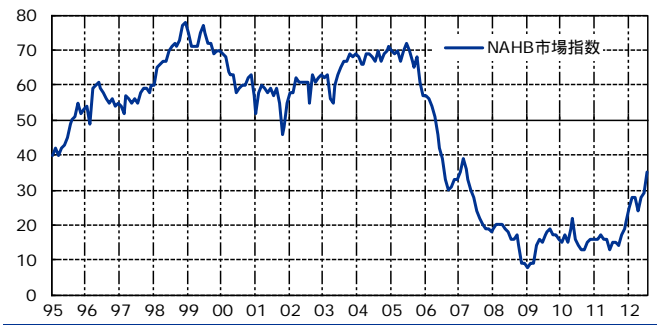
住宅価格指数が示す住宅価格持ち直しの動きに持続性があるか否かを推し量るためには、現在の住宅価格持ち直しをもたらしている住宅市場の需給を把握すると同時に、先行きを展望する必要がある。

住宅取引の活発化等を受けて、住宅バブル崩壊後の住宅市場を支配してきた住宅市場の過剰感は、薄れつつある。まず、米国民の賃貸志向の強まり（＝持ち家率の低下）から、賃貸物件の空家率は、既に住宅バブルが広がる前の 2001 年段階まで低下している。一方、持ち家の空家率も低下はしているが、6 月末時点で 2.1%と、1990 年台から 2000 年台前半までの 1.5～1.8%に比べれば、未だ高めである。但し、持ち家の需給は空家率が示す以上にタイトとなっている可能性がある。住宅価格の低下により、賃料対比での住宅価格の割高感が薄れており、米国民の賃貸志向が反転しつつあると考えられるためである。

## 住宅ローンに対する需要が高まる

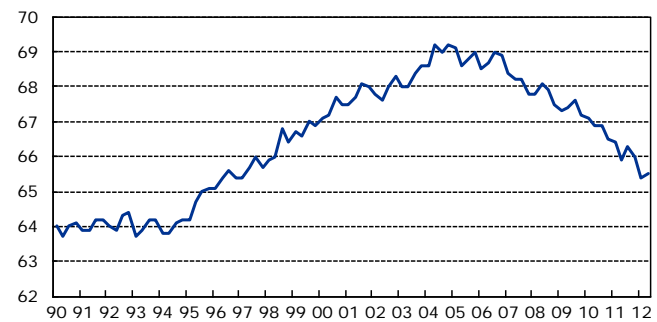
実際、FRB が四半期に一度実施している銀行上級貸出担当者調査(SLOOS: Senior Loan Officer Opinion Survey)を見ると、住宅ローンに対する需要が急速に高まっていることが分かる。2008 年に 60 まで低下していた住宅ローンの需要 DI は、最新 7 月調査では 50 を上回り、1998 年以来の水準まで上昇した。住宅価格の低下による値ごろ感と住宅ローン金利の低

NAHB市場指数



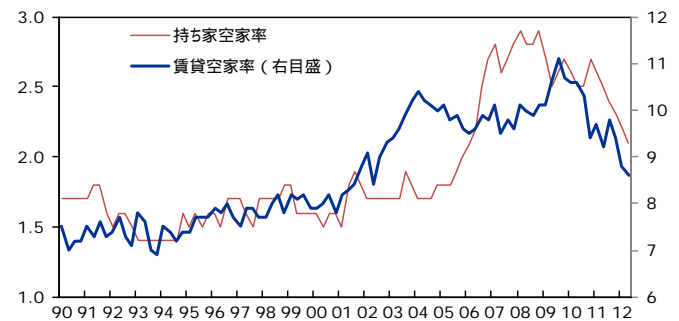
(出所) NAHB

持ち家率 (%)



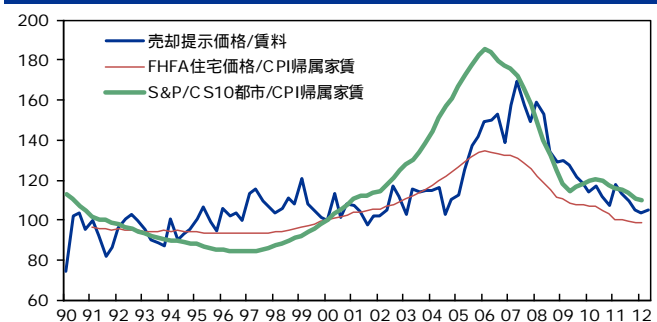
(出所) CEIC

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

下にとって、米国家計の住宅購入意欲が高まっていることが確認できる。

### 賃貸志向の反転？

すなわち、賃貸志向の反転により、持ち家物件に対する需給が短期的に引き締まり、それが前述した住宅価格の上昇へ繋がっている可能性がある。持ち家から賃貸へのシフトなど需要側の志向変化に影響を受ける空家率<sup>3</sup>ではなく、世帯数全体に対する「売却用（持ち家用）空家」の比率を見ると既に1.4%まで低下し、1990年代後半から2000年台前半のレンジである1.0～1.5%内に入ってきた。すなわち、世帯数対比で見た場合、持ち家用の空家は概ね適正水準まで減少していると判断できる。

但し、こうした米国民の志向変化による持ち家用物件市場のタイト化は、住宅供給側の行動にいずれ影響を及ぼす。すなわち、ここ数年は米国民の賃貸志向の高まりを受けて持ち家用物件を賃貸用へ切り替える動きが顕著だったが、そうした動きが反転へ向かうのである。志向変化がもたらした需要と供給のアンバランスに依拠する足元の住宅価格上昇は、そのみでは持続的ではなく、供給側のリバランスにより終わる可能性がある。住宅市場全体の過剰感が低下へ向かわなければ、再び幻と消える可能性が否定できない。

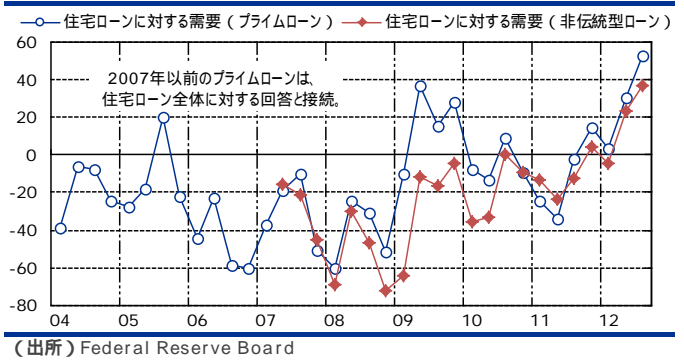
### 狭義の空家は世帯数対比で減少

従って、中期的には、持ち家と賃貸に分けてではなく、両者を合算して空家の動向を把握する必要がある。そこで、世帯数に対する空家（狭義の空家<sup>4</sup>、持ち家用空家と貸家用空家のみ）の比率を見ると、2012年6月時点では4.7%と2004～2005年頃の水準までの低下にとどまるが、足元1年の世帯数と空家の変動を延長したシミュレーションでは2013年末に1990年台の水準である4%程度まで低下、2014年には4%を大きく割り込むことになる。現状の住宅供給（住宅建設など）と住宅需要（世帯数動向）が継続する限りにおいて、空家の過剰感は解消へ向かうと考えられ、その過剰感解消を見込んでの、住宅価格の上昇には一定の持続性があると論じることが可能である。

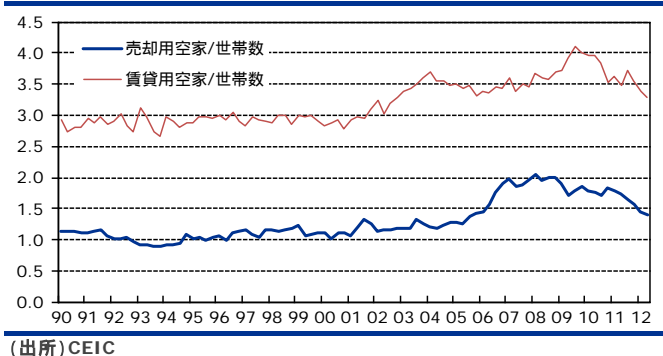
### 米住宅市場の抱える問題

もちろん、こうしたシミュレーションは、景気動向に大きく左右される。欧州債務問題など海外要因の悪影響は相対的に少ないが、購入資金や購入者のクレジットに影響する雇用所得環境の改善が途絶えれば、

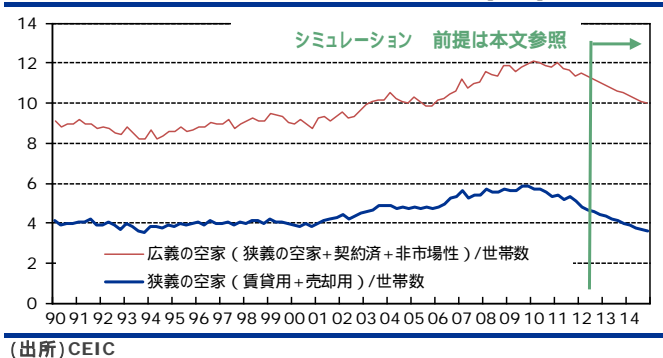
### 住宅ローンに対する需要（強い-弱い）



### 世帯数に対する空家の比率（%）



### 世帯数に対する空家の比率（%）



<sup>3</sup> 空家率は、その定義上、以下の式で計算されるため、持ち家志向や賃貸志向の影響を受ける。

持ち家用空家率 = 持ち家用空家 / (売却済居住物件 + 売却済非居住物件 + 持ち家用空家)

賃貸用空家率 = 賃貸用空家 / (賃貸済居住物件 + 賃貸済非居住物件 + 賃貸用空家)

<sup>4</sup> 後述する非市場性物件などを含めた空家ではなく、用途がはっきりした売却用と賃貸用の空家のみ。詳細は後述。



当然に住宅市場へ冷や水を浴びせることになる。例えば、前述のSLOOSによると、住宅ローン需要の回復が顕著な一方で、金融機関側の融資基準緩和は未だ限定的である<sup>5</sup>。これは金融機関が未だ住宅ローン申請者のクレジット状況などに対して強い懸念を有することを示している。

### 非市場性物件の存在

そして何よりも、住宅市場独自の問題として、現時点で住宅市場に投入されていない「Held off Market(以下、非市場性物件)」の存在がある。実は、米国の統計上、空家(広義の空家)は4区分から構成される。目的がはっきりしている 賃貸用空家と 売却用空家に加え、 賃貸契約及び売却契約が終了したが未居住の物件、そして 非市場性物件である。上述した世帯数に対する空家の比率の分析には非市場性物件は含めていない(そのため、狭義の空家として注記した)。は過渡的な空家であり、気にする必要はないが、その動向には注意が必要と言える。

広義の空家 = 狭義の空家 ( 売却用空家 + 賃貸用空家 ) + 契約済未居住物件 + 非市場性物件  
非市場性物件 = 一時利用 + URE + 修繕中 + 法的手続き中 + その他

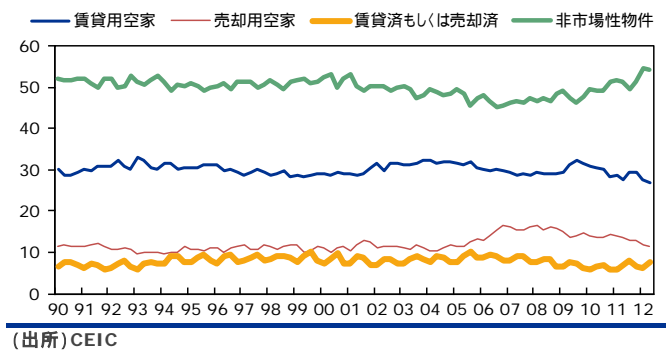
通年利用住宅の空家のうち、約 5 割を非市場性物件が占める。統計上、市場性がないと判断されるのは、

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 Elsewhere<sup>6</sup>)、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である<sup>7</sup>。4)を中心に、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は直近2012年には6%程度へ、広義の空家に占める比率は45%から55%程度へ上昇した<sup>8</sup>。

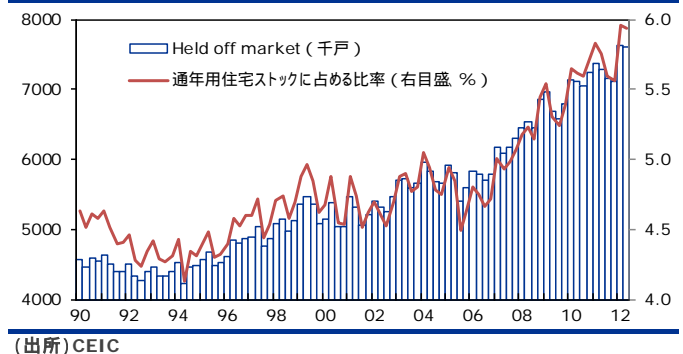
### 非市場性物件の復帰タイミング次第

既に見たように、非市場性物件を含めない「狭義の空家」の世帯数に対する比率は、2013年末に住宅バブル前の安定水準までの低下が展望できる。しかし、非市場性物件を含めると絵姿は大きく変わる。非市場性物件を含めた「広義の空家」の世帯数に対する比率は、2012年6月末段階で11.3%と高止まりが続いており、前掲の「狭義の空家」に関するシミュレーション(世帯数と狭義の空家について足元1年の変

空家の内訳比率(%)



Held off Market (千戸、%)



<sup>5</sup> 2012年7月SLOOSによると、プライム住宅ローンに対する基準厳格化DI(厳格化-緩和)はゼロ(4月調査1.9)。

<sup>6</sup> 週末のみ利用する住居など。

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</sup> 統計上の断層を調整した上で、示している。

動で延長)に非市場性物件は横ばいとの仮定を加えた場合、2014 年末段階でも 2003 年レベルまでの低下にとどまる。1990 年台の 9%程度には届かない。

非市場性物件のうち、法的手続きなどによって市場性を一時的に失っている物件の多くは、いずれかの段階で市場性を回復、すなわち「Off Market」から「On Market」となり、「狭義の空家」としてカウントされることになる。現在は、そうした「On market」への移行がほとんど進んでいないが故に住宅市場の需給がタイトとなり、住宅価格が持ち直しているのだと判断される。従って、住宅価格の持ち直しが、今後も継続するか否かは、非市場性物件が、どのようなテンポ及びタイミングで、再び市場性を獲得するかに大きく依存する。不動産や住宅ローンなどに関する法制は州毎に異なり、また制度変更が行われる可能性もあるため、そのテンポやタイミングを予測することは難しいが、二つ留意する点がある。一つは、現状の住宅価格見合いで既に引当処理を終えている金融機関等にとっては、あえて市場再投入を急いで、住宅価格を下押しする必要はないと考えられる点である。住宅市場や米国経済に対する見方次第では、処分を急ぐプレイヤーが生じる可能性は否定できないが、多くの金融機関は淡々と一定テンポで処分を進めると見込まれる。また、住宅バブル後に積み上がった非市場性物件の全てが、市場性を回復する訳ではない点も指摘できる。これまでにない長期間の空家状態により住宅が大きく痛み、滅失に至る物件も相当数生じると考えられるためである。その意味で、「広義の空家」の世帯数に対する比率のシミュレーションは幾分悲観的過ぎるとも言えるだろう。

## 【結 論】

住宅市場の需給は、本稿で述べた「狭義の空家」の世帯数に対する比率が示すように 2013 年末の正常化を展望できる状況まで改善しており、それに家計の賃貸志向の反転などが相俟って、住宅価格の持ち直しへ繋がっていると判断できる。しかし、住宅ローンのデフォルトなどに伴う法的手続きにより「広義の空家」に含まれる非市場性物件が急増しており、そうした非市場性物件の(全てではないが)一部はいずれ住宅市場へ復帰する。その住宅市場への復帰テンポやタイミング次第では、住宅市場の需給が再び緩和へ向かい、住宅価格へ下押し圧力が及ぶリスクがある。

米国経済の緩やかな回復継続を前提として、非市場性物件の多くを抱える金融機関の行動を考えれば、住宅価格を再び大きく押し下げるほどに非市場性物件の住宅市場の急速な復帰が進む可能性が高いとは判断されない。しかし、「広義の空家」の世帯数に対する比率が高水準にとどまり、また家計のクレジット改善が未だ限定的など、住宅市場が需給面の脆弱性を抱える 2012～2013 年に、非市場性物件が住宅市場へ大量に流入すれば、住宅価格が再び下落へ転じる可能性を否定はできない。米国の住宅市場は回復基調を辿ってはいるが、そうした脆さへの配慮が、未だ必要な状況にあることもまた確かである。