

回復が鮮明化する米住宅市場

米国では、住宅販売と住宅建設が共に拡大しており、住宅市場の回復が鮮明化している。市場の過剰感も薄れており、そうした需給改善を反映し住宅価格も上昇基調にある。住宅価格の上昇が家計の資産価値上昇に繋がりがつつあり、「財政の崖」問題さえ解消すれば、個人消費の拡大が期待できる。

中古住宅販売が増加し、市場の過剰感も低下

米国では、低調な設備投資や今一つ精彩を欠く個人消費を尻目に、住宅市場が回復基調を強めている。住宅販売の9割を占める中古住宅販売は7~9月期に前期比年率11.6%増加、10月も前月比2.1%と好調であり、2012年合計では前年比7~8%増加の年率460万戸が見込まれる。700万戸を上回っていた住宅バブル期とは比べようもないが、ボトムの2008年からは12%の増加である。販売回復を受けて、在庫は減少が続いており、在庫率¹⁾は5.4ヶ月と10ヶ月を超えていたピークの半分まで低下した。住宅バブル前1995~2005年の平均在庫率は5ヶ月程度であり、中古住宅市場における過剰感は概ね解消されたと言える。

住宅ストック面でも過剰感が低下

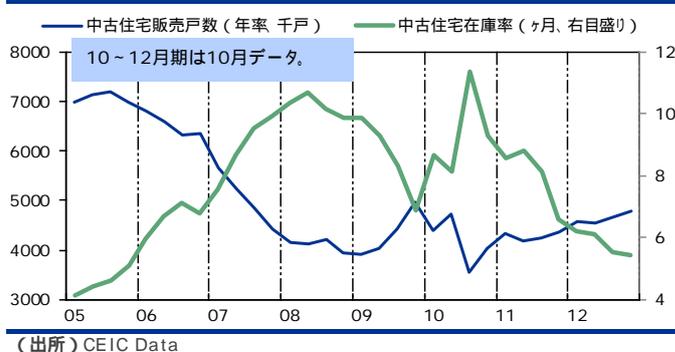
こうした過剰感の低下は、よりカバレッジの広い「世帯数に対する住宅ストックの比率」からも確認できる。

世帯数に対する通年利用住宅ストックの比率を見ると、従来は、差し押さえなどにより市場性を失った非市場性物件を除いたベースでのみ過剰感の低下が示され、将来的に非市場性物件が市場へ流入した場合に需給悪化に至る懸念があった。しかし、足元では、非市場性物件を含めたベースでも住宅ストックの世帯数に対する比率の低下傾向が鮮明となりつつある。非市場性物件の動向に対する警戒は緩めるべきではないが、差し押さえ率が低下していることも踏まえれば、過度の懸念は不要であろう。

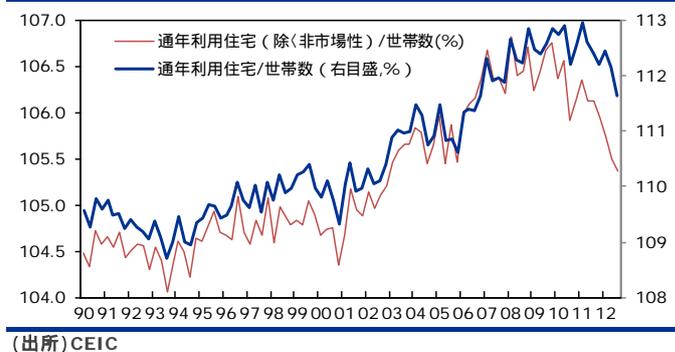
住宅価格は上昇基調が強まる

過剰感の解消は、住宅価格の動向からも確認できる。10月の中古住宅販売価格（中央値）は前年比11.1%と二桁上昇、水準で見ても10月としては2008年以來の高い水準である。つまり、2009~2011年の落ち込みを取り戻した。住宅価格の上昇は、より信頼性の

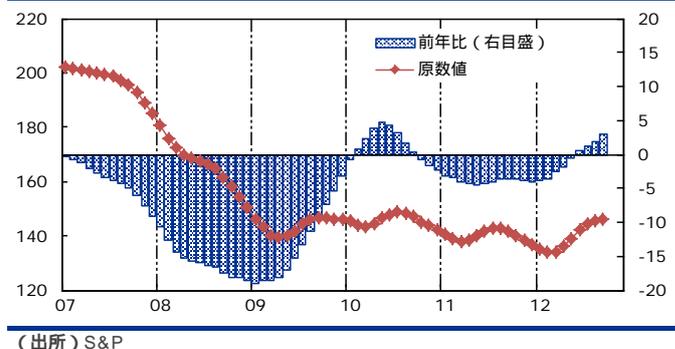
中古住宅市場の動向



世帯数に対する通年利用住宅ストックの比率



S&P/CS住宅価格指数20都市（2000年1月=100）



¹⁾ 当社試算の季節調整値。公表値の原系列とは異なる。

高い住宅価格指数の動向からも読み取れる。市場で参照されることの多いS&P ケースシラー住宅価格指数（原系列）は6ヶ月連続の前月比プラスを確保し、9月の前年比は3%まで高まった。他の住宅価格指数も軒並み上昇している。米国の住宅需要期は春から初夏までのため、夏場から住宅市場は不需要期に入り、通常であれば7月以降の住宅価格指数は前月比で下落しやすい。しかし、今年は7月・8月・9月も前月比でプラスを維持しており（7月1.6%、8月0.8%、9月0.3%）、住宅価格に対する上昇圧力が強まっていることが読み取れる。なお、季節的な価格下押し圧力は9～10月がピークとなるため、10月のS&P ケースシラー指数が前月比で下落する可能性は否定できないが、仮に前月比マイナスとなっても過大に評価すべきではないだろう。

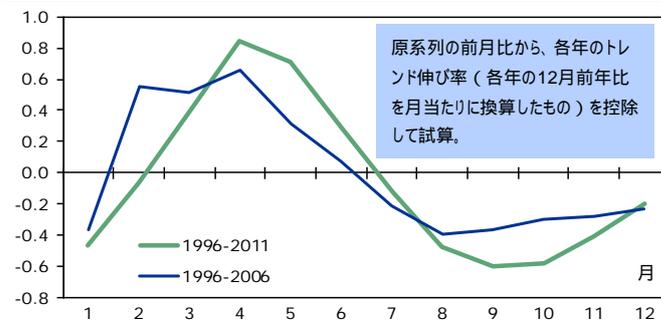
住宅建設も持ち直し

住宅市場における過剰感の後退や住宅価格の上昇は、住宅建設の拡大に繋がっている。住宅着工戸数は2012年7～9月期まで5四半期連続で前期比年率二桁の増加を記録、10月も前月比3.6%と拡大を続けた。10月の着工水準は7～9月期平均を14.6%も上回っており、11月以降が横ばいの場合、10～12月期は前期比年率72%を超える急増となる。住宅着工戸数は2012年平均でも前年比23～24%程度の大幅増加を記録、4年ぶりに70万戸台へのせる見込みである。なお、GDP統計の住宅投資としてカウントされる支出ベースを見ても、7～9月期まで6四半期連続で拡大、10月も7～9月期平均を大きく上回っており10～12月期の増加がほぼ確実な状況にある。こうした建設需要の拡大を受けて、ホームビルダーの景況感を示すNAHB住宅市場指数は11月に46と、一年前の19から急上昇し、中立水準の50まであと一步に迫った。

住宅の資産価値上昇でバランスシート改善

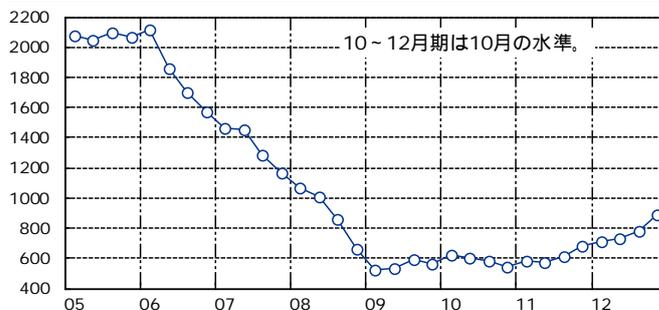
住宅価格の上昇は、家計のバランスシートを改善させている。7～9月期の資金循環勘定統計によると、住宅価格の上昇を受けて米国家計（含む非営利団体）の有形資産残高（主力は住宅などの不動産）は前期比年率6.9%（4～6月期7.2%）と3四半期連続で増加し、2008年10～12月期以来の水準を回復した。2009年から2011年まで底這いで推移していたが、2012年入ってから、増加基調が鮮明となりつつある。

S&P/CSの季節性（%Pt）



(出所)S&P

住宅着工（年率換算、千戸）



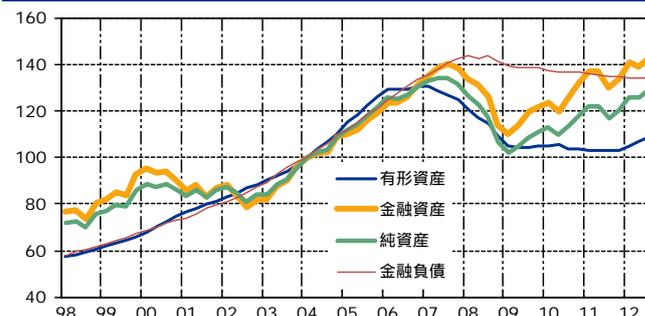
(出所) Department of Commerce

住宅デベロッパーの景況感（NAHB市場指数、中立=50）



(出所) NAHB

家計の純資産などの推移（2004Q1=100）



(出所) CEIC Data

4～6月期に減少した金融資産も、株価上昇を受けて前期比年率10.3%（4～6月期 4.2%）と反転、残高は53.6兆ドルに達している。これは金融危機前のピーク2007年7～9月期の52.6兆ドルを上回っており、金融資産残高は金融危機による落ち込みから一足早く脱したことになる。

有形資産と金融資産が共に増加したことから、家計の総資産は7～9月期に前期比年率9.2%と増加、総資産から住宅ローンなどの金融負債を控除した純資産も11.4%と明確に増加した。いずれも2007年末以来の高い水準である。

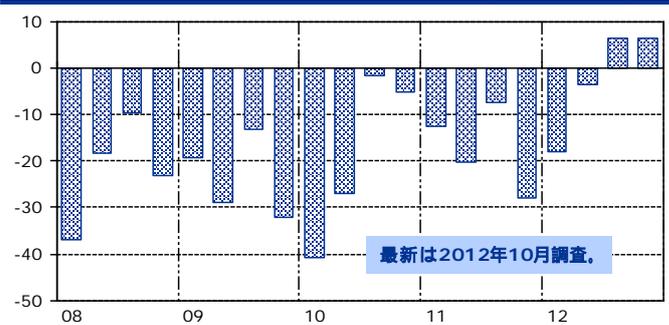
「財政の崖」問題が解消すれば、個人消費は拡大へ

米国経済の7割は、個人消費が占める。その個人消費の拡大を阻害する要因として、家計の資産及び債務状況、雇用所得環境の改善の遅れ、「財政の崖」問題、が指摘されてきた。しかし、本稿で見えたように、住宅市場は明確な回復に転じており、寧ろ足元では、家具などの住宅関連消費の拡大や資産効果を通じて、個人消費の拡大を促す方向に寄与している。実際、住宅価格の上昇を受けて、住宅資産価値の上昇を金融的に取り出すことに相当するホーム・エクイティ・ローンに対する需要が足元で回復しつつもある。金融機関の貸し出し担当者を対象としたアンケート調査ではホーム・エクイティ・ローンに対する需要DIが7月調査からプラスに転じた。従って、家計の資産及び債務状況は、消費拡大の阻害要因ではなく、寧ろ支援要因となりつつある。

また、11月の雇用統計が示したように、雇用情勢は回復基調を強めている。未だ、回復テンポは緩やかで賃金上昇に繋がるほどではないため、消費拡大に及ぼす影響は限定的なものにとどまる。しかし、雇用所得環境の改善の遅れが、消費拡大を阻害する度合いは明らかに減退している。

以上を踏まえれば、雇用所得環境やバランスシートといったファンダメンタルズ面における消費阻害要因は後退しており、残るのは、政治リスクである「財政の崖」問題となる。「財政の崖」問題の解決は、一定の負担増及び給付減を伴う可能性が高く、その点において個人消費にとってはネガティブに働く。しかし、財政赤字削減のために負担増が必要なことは、米国民に広く認識されており、寧ろ「財政の崖」問題が政治的なコンセンサスをもって解決され、「崖(Cliff)」から「坂(slope)」に変化するという不透明感の解消こそが重要となるだろう。「財政の崖」問題が解決に向かえば、個人消費が拡大基調を強める環境がようやく整うことになる。

ホームエクイティローンに対する需要DI（強い-弱い）



(出所) Federal Reserve Board