

米国の住宅投資を取り巻く環境と今後の展望

住宅投資の低迷に繋がった昨年終盤以降の中古住宅販売の減少は、①金利上昇による下押しと②投資家による購入一巡が主因。投資家による購入減少に伴い、中古住宅販売に昨年までのような増勢は見込めず。一方、金利上昇による下押しはあったものの、雇用環境の改善などを背景に、家計による住宅購入及び住宅建設は増加基調を維持しており、今後も増加を続ける見込み。但し、住宅ローンに関する厳しい融資基準などが重石になり、2014年の増勢は緩やかなものととまると予想。

住宅ストックの過剰感低下と人口増加の継続を踏まえれば、中期的な観点において、住宅投資には増加余地が存在。米国経済が正常化へ向かうにつれ、住宅投資の拡大ペースは加速する見込み。

住宅投資が2013年10～12月期、2014年1～3月期と2四半期連続で減少した。一方、雇用所得環境の持ち直しを背景として、個人消費は増勢を強めている。こうした家計部門における個人消費と住宅投資の相反する動きをどう考えれば良いのか。本稿では、住宅投資の現状及び取り巻く環境を分析した上で、今後の住宅投資の見通しを示す。

1.1～3月期の住宅投資動向

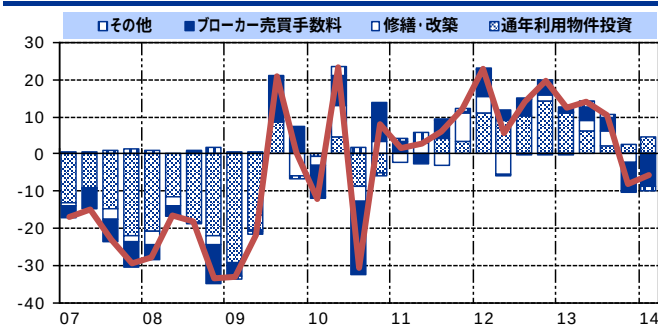
住宅投資は2四半期連続の減少

米国の2014年1～3月期成長率は前期比年率0.1%とほぼゼロにとどまった。主因は、寒波に伴う耐久財消費や設備投資、輸出の低迷、そして2013年後半に積み上がった在庫の調整である。ただ、2013年7～9月期まで5四半期連続の二桁増加を確保してきた住宅投資が10～12月期に▲7.9%、2014年1～3月期も▲5.8%と2四半期連続で大幅に減少した影響も小さくはない。住宅投資はGDP成長率を10～12月期に0.26%Pt、1～3月期も0.18%Pt押し下げた。

販売低迷に伴う手数料減少が響く

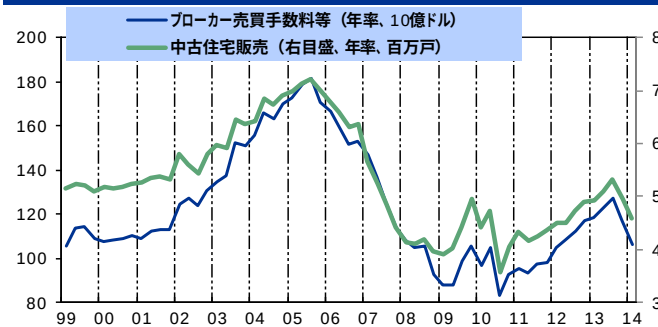
住宅投資の内訳を見ると、大きく落ち込んでいるのは、中古住宅販売と連動するブローカー売買手数料等（住宅投資のシェア22%）であり、10～12月期に前期比年率▲28.4%、1～3月期も▲32.7%と2四半期連続で減少した。中古住宅販売の減少に、寒波が無関係とはしないが、寒波の影響が小さいと考えられる地域でも落ち込んでおり、主たる要因とは判断されない。また、修繕・改築（シェア33%）は大幅な落ち込みこそ見られないが、寒波に伴う悪影響もあり、勢いを欠いた状

実質住宅投資の寄与度分解（前期比年率、%、%Pt）



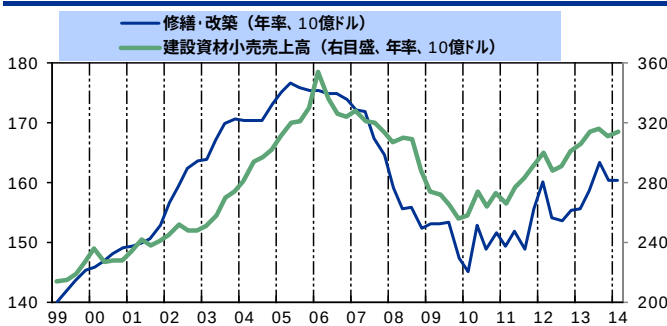
（出所）U.S. BEA

ブローカー売買手数料と中古住宅販売



（出所）U.S. BEA, NAR

修繕・改築投資と建設資材売上高



（出所）U.S. BEA

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

況にある。

新規住宅建設投資は1～3月期に寧ろ加速

売買手数料や修繕・改築とは対照的に、住宅投資の4割を占める新規住宅建設投資（通年利用物件投資）は堅調に推移した。初期ピックアップ局面であった2012年の勢いこそないものの、概ね増勢を維持し、10～12月期前期比年率6.6%、1～3月期11.0%と直近は二桁の伸びへ復帰している。

先行指標である住宅着工戸数及び建築許可戸数は、寒波に伴い1月に低調だったため、1～3月期平均の水準は高くない。ただ、寒波の影響が和らいだ3月の水準は、共に2013年平均を上回っており、増加基調は維持されている。これは、住宅建設と相関性の高い住宅関連の建設業雇用者数が4月に増勢を強めた点からも確認できる。

以上の分析を総合すると、1～3月期の住宅投資は2四半期連続で大幅に落ち込んだが、主因は中古住宅販売の低迷である。住宅投資の4割を占める新設住宅建設は底堅く推移し、1～3月期に寧ろ伸びを高めた。なお、寒波は修繕・改築の手控えや外出不能による住宅購入の抑制などを通じて、1～3月期の住宅投資を多少下押ししたと考えられるが、住宅投資が減少した主因には位置づけられない。

2. 住宅投資を取り巻く環境

次に住宅投資を取り巻く環境を確認する。

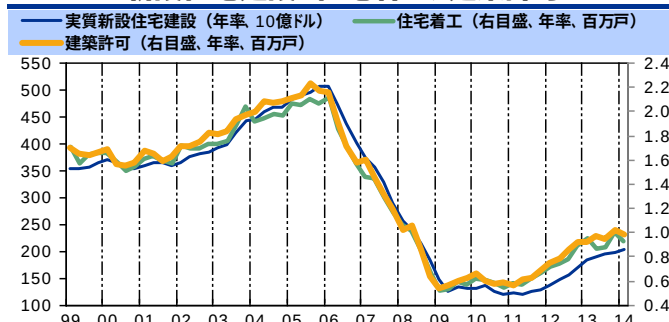
住宅価格は上昇

まず、住宅価格は前年比で見るとピークアウトし、上昇ペースの加速が一巡したが、上昇基調そのものには翳りは見られない。代表的な住宅価格指数の一つであるS&P/ケース・シラー指数で見ると、最新2014年2月データは、ボトムの2012年1月から既に23%も上昇している¹。

雇用環境は改善も、賃金の上昇は緩慢

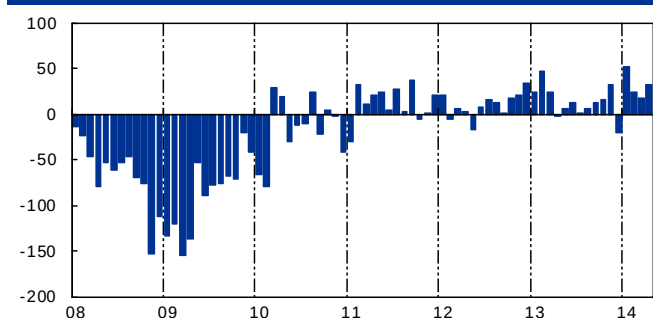
雇用環境は、ここで述べるまでもなく、明確に改善しており、非農業部門雇用者数は4月まで3ヶ月連続で20万人を超える大幅増加を記録した²。しかし、賃金の上昇ペースは未だ極めて鈍く、年率2%程度に過ぎない。単純に比較すべきものではないが、上述したように2012年1月から2014年2月に住宅価格

新設住宅建設と住宅着工、建築許可



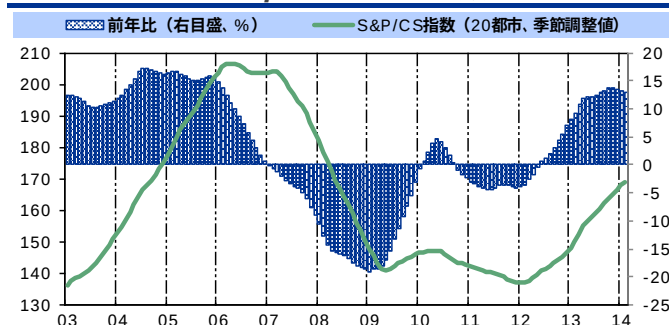
(出所) U.S. BEA, CENSUS

住宅関連建設業の雇用者数（前月差、千人）



(出所) Department of Labor

S&P/CS住宅価格指数



(出所) S&P

¹ ちなみに、他の代表的な住宅価格指数である FHFA 指数はボトムの2011年5月から16.3%上昇、2012年1月からは15.0%の上昇である。

² 雇用動向については5月7日付 Economic Monitor「米雇用情勢は回復継続も、質的改善は未だ遠い（4月雇用統計）」を参照。

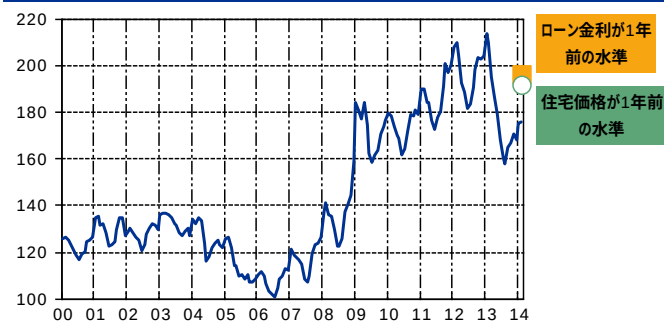
が2割超も上昇した一方で、同時期に賃金は4%強（2%×約2年）しか上昇していない。

住宅取得能力指数は住宅価格上昇と金利上昇により悪化

住宅価格上昇の影響を把握するために、家計の住宅購入能力を示す住宅取得能力指数³に関してシミュレーションを行った。仮に住宅価格が1年前と変わらない水準の場合、つまり1年間上昇しなかったケースでは、2014年2月の住宅取得能力指数は実績よりも9%程度高い水準になる。

2013年後半はFedによる資産買入縮小時期を巡る思惑から長期金利が急上昇した。そうした長期金利上昇を受けた住宅ローン金利の上昇も、言うまでもなく金利支払負担の拡大を通じて、住宅取得能力を下押しする効果を有する。住宅価格に関するシミュレーションと同様に、モーゲージ金利が1年前と変わらない水準の場合、住宅取得能力指数は11.6%程度高い水準になる。過去1年の住宅価格の上昇と住宅ローン金利の上昇は、概ね同程度の押し下げインパクトを、住宅取得能力指数に及ぼしたと評価できるだろう。

住宅取得能力指数



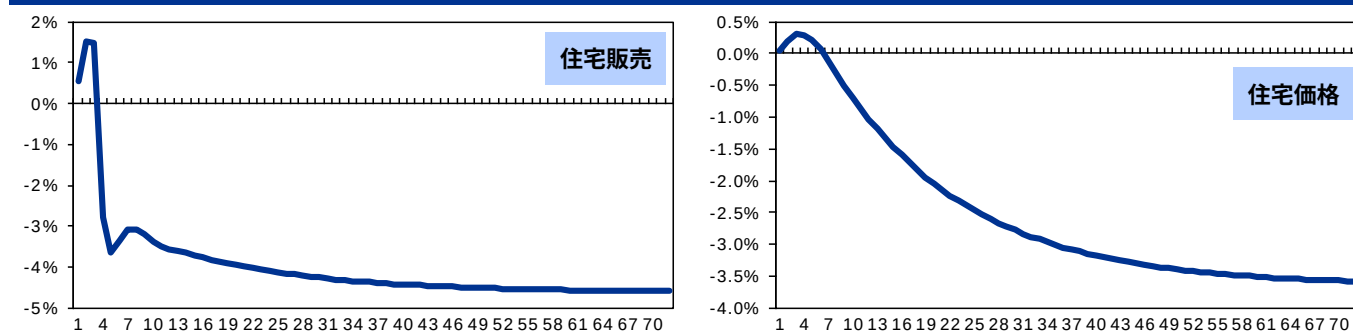
(出所)NAR

30年住宅ローン金利の推移(%)



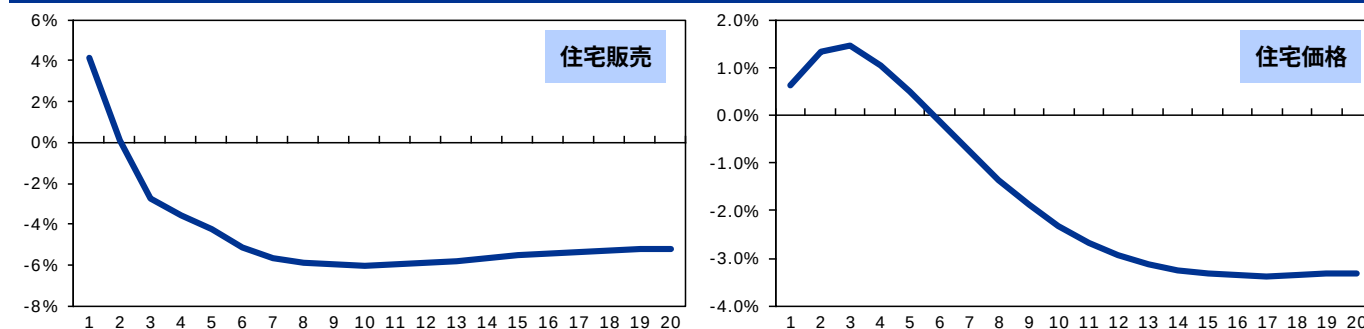
(出所)Bloomberg

金利の1%Pt上昇に対するインパルス応答（コレスキー分解、月次、水準への影響）



(出所)伊藤忠経済研究所

金利の1%Pt上昇に対するインパルス応答（コレスキー分解、四半期、水準への影響）



(出所)伊藤忠経済研究所

³ 住宅取得能力指数とは、モデルケースにおいて「住宅借入をするのに必要な最低収入額」で「実際の家計所得（中央値）」を割ったものである（家計所得／最低収入ライン）。モデルケースは30年固定金利、頭金20%、最低収入ラインは住宅ローン元利払金の4倍である。

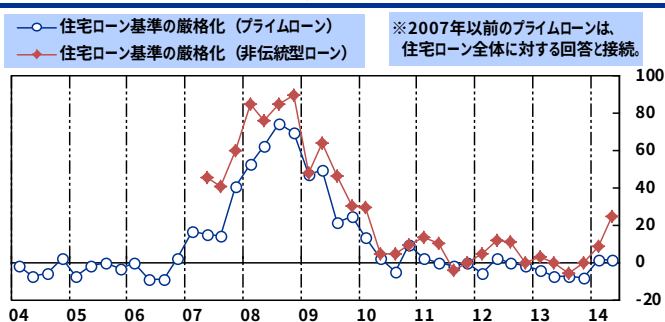
なお、当社の分析では、住宅ローン金利の上昇が住宅販売に及ぼす影響は、駆け込み需要を通じて直後に押し上げに寄与した後、その後 5 四半期程度 4 に渡って押し下げ方向に働き、金利の 1%Pt 上昇は住宅販売を合計で 4~6% 程度押し下げると試算される。従って、2013 年後半以降の金利上昇による下押しは、追加的なインパクトは小さくなりつつあるものの、2014 年を通じて継続すると考えられる。

金融機関の住宅ローン融資基準は厳格なまま

ピークの 2013 年初めに比べ大きく低下したとは言え、それでも足元の住宅取得能力指数は、住宅バブルが生じる以前の 2000 年代初めの水準を大きく上回る極めて高い水準にある。つまり、同指数から判断する限り、住宅購入のための環境は良好である。しかし、指数に反映されない金融機関の住宅ローン融資基準が当時と現在では大きく異なっており、住宅購入者を取り巻く実際の金融環境は良好とは言えない。とりわけ住宅価格の上昇が保有資産価値の上昇を通じた取得能力の拡大に繋がらない、初めての住宅購入者（FTHB: First time home buyer）が直面する環境は厳しい。

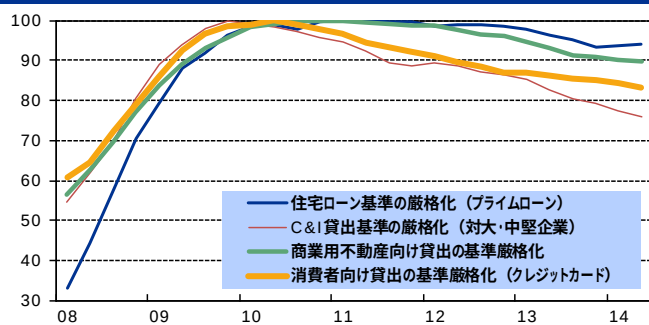
FRBのデータによると金融機関の融資基準は、2010 年以降に企業向け貸出（C&I 貸出）や消費者向けのクレジットカード貸出において緩和され、遅れて 2012 年には商業用不動産向け貸出でも緩和へ転じた。しかし、住宅ローンの融資基準が緩和へ転じたのは、更に遅れて 2013 年以降であり、しかも足元では再び厳格化へ向けた兆しさえ見られる⁵。こうした厳格な融資基準を反映し、2013 年の住宅ローン借入者のクレジ

住宅ローン基準の厳格化（引締・緩和）



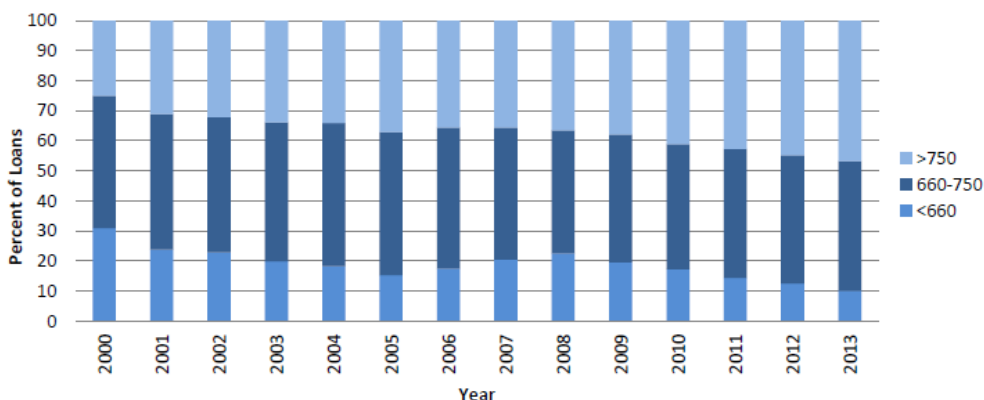
(出所) Federal Reserve Board

貸出基準厳格化DIの累積指数（最厳格化=100）



(出所) Federal Reserve Board

新規住宅ローンにおけるクレジット・スコアの推移



Source: CoreLogic Prime Servicing and Urban Institute calculations.

Note: Includes all purchase loans, not limited to first liens.

⁴ 金利上昇が住宅販売に及ぼす影響の分析の詳細については、2013 年 7 月 4 日付 Economic Monitor「米住宅市場におけるモーゲージ金利上昇の影響」を参照。

⁵ 厳格化 DI の累積指数は調査開始より DI を累積した指数を試算した上で、最厳格化時点つまり累積指数のピークを 100 として改めて指数化している。なお、商業用不動産ローンについては 2013 年 10 月調査から細分化され、連続データがない。そのため細分化された 3 つの指数（建設及び土地開発、非住宅建設、集合住宅）の平均を用いた。

ット・スコア（FICO Score⁶）は住宅バブル以前のみならず、崩壊直後と比べても、高い水準にある。なお、住宅ローン借入者のクレジット・スコアは、融資基準が緩和される場合であっても景気回復などにより家計の財務内容が改善すれば、高まりうる。2013 年のクレジット・スコア上昇にも、そうした景気回復を反映した部分は含まれるが、現在よりも好況だった 2000 年代半ばと比べても、クレジット・スコアの水準は明確に高いため、厳格な融資基準が及ぼす影響の方が大きいと判断される。

なお、こうした商業用不動産ローンと住宅ローンに対する金融機関の融資態度の相違が、①集合住宅の供給を促すと同時に、②家計の持ち家志向の低下にも繋がっていると考えられる。

3.住宅投資の現状評価と今後の見通し

以上の現状認識及び環境分析を踏まえつつ、今後の住宅投資の展望を考えたい。まず、昨年 10～12 月期以降の中古住宅販売の減少について、主たる要因は既に述べた①金利上昇による販売押し下げと②内外投資家による割安な処分物件（Distressed Properties）購入の一巡と考えられる。

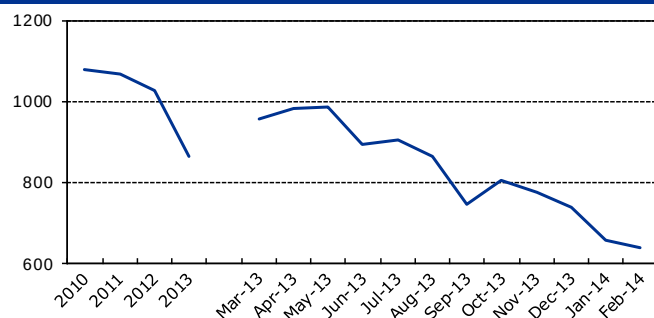
投資家による購入が一巡

潤沢な資金を有する投資家が、主として現金購入により割安な優良物件の取得を進めたため、中古住宅販売の水準は昨年の年央に大きく押し上げられた。しかし、そうした優良物件が希少となり、加えて Fed の資産買入縮小（Tapering）による金融環境の変化も影響し、内外投資家による購入は縮小してしまった。実際、住宅市場における処分物件売却（Distressed Sales）は減少傾向が鮮明になっている。法的手続き等に伴い金融機関らが抱えている物件はなお高い水準にあるものの、その多くはすぐに投資家の食指が動く物件ではないと推測される。また、延滞率や差し押さえ率は低下傾向にあり、新しく処分物件売却の対象になる住宅は減少傾向にある。

一般家計による購入は底堅いが力強さを欠く

一方、金利上昇による悪影響が残り、かつ金融機関の住宅ローンに対する姿勢が厳しい下で、一般の住宅購入者つまり家計による住宅購入に、投資家による購入の縮小を補うだけの力はなく、結果的に 2013 年 10～12 月期及び 2014 年 1～3 月期に中古住宅販売全体は減少した。

Distressed Salesの推移（年率、千戸）



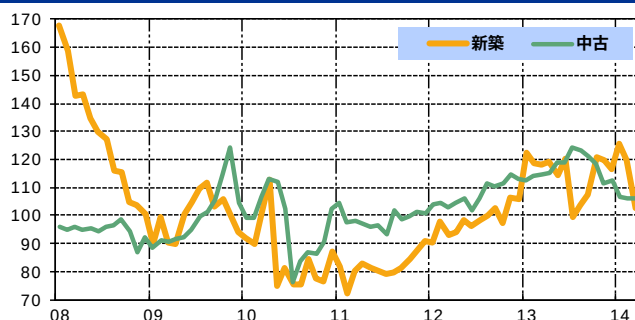
(出所) Corelogic

米住宅ローンの延滞率と差し押さえ率（%）



(出所) Bloomberg

住宅販売（2009=100）



(出所) Department of Commerce, NAR

⁶ 米国の信用情報機関が提供するクレジットスコアであり、広く利用されている。300～850 で推移し、高いほど信用力が高く、平均は 700 弱程度とされる。

ただ、中古住宅販売の動向を月次で見ると概ね下げ止まりつつあり、投資家による購入縮小の影響が出尽くし、家計による住宅購入という岩盤に達した可能性が高い。実際、家計による購入が主体と考えられる新築住宅販売はボラティルではあるものの、2013 年央以降の減少傾向が鮮明な中古住宅販売に比べれば、底堅い推移を見せている。

新築住宅販売の 3 月急減に過剰な反応は禁物

なお、新築住宅販売が 3 月に前月比▲14.5%と急減した点を懸念する向きもある。ただ、3 月の減少については平均販売価格が前年比 11.3%（2 月 2.0%）と跳ね上がっており、そもそも春の住宅購入シーズン前で購入者が限られ、市場が薄いところに、高額物件の投入が集中し販売が落ち込んだ可能性を指摘できる。なお、1～3 月期の新築住宅販売は年率 43.4 万戸であり、10～12 月期の 44.6 万戸とそれほど変わらない水準を維持し、2013 年の 42.9 万戸を引き続き上回る水準にあり、顕著に落ち込んだ訳ではない。現時点で、3 月の新築住宅販売の減少については、一時的な動きと判断しておくべきだろう。

2014 年は新築住宅販売や住宅建設について緩やかな増勢を予想

住宅価格の上昇が続く一方で、住宅ローンに関する融資基準の大幅な緩和が現時点では見込めないため、金融環境からは住宅販売に対し引き続き逆風が吹いている。また、既に述べたように、昨年半ば以降の金利上昇の悪影響も 2014 年内は残存する。そのため大幅な増加は見込めないものの、雇用環境の改善等を追い風として、住宅販売（中古と新築の合計）は 4～6 月期以降に緩やかな増勢へ復すると考えられる。但し、2014 年合計で見ると、投資家による購入縮小に伴う中古住宅販売の低迷が響き、住宅販売全体の水準が前年を下回る可能性も否定はできないだろう（新築住宅販売は前年対比で増加を予想する）。

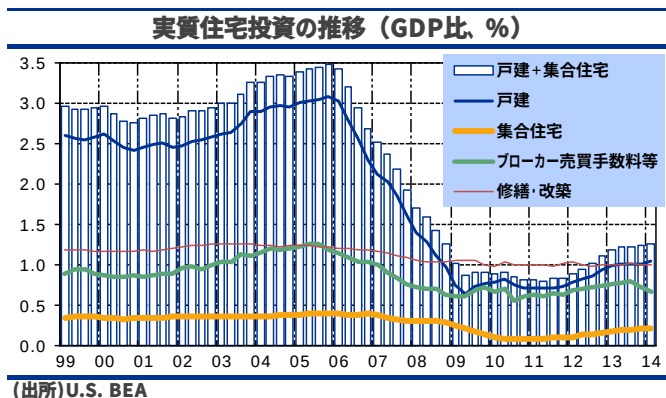
こうした新築住宅を中心とした販売増加の下では、新設住宅建設も緩やかな増勢を維持すると見込まれる。2013 年に住宅着工戸数は前年比 19%増加し 93 万戸程度に達した。増勢こそ鈍化するものの、2014 年も住宅着工戸数は拡大を続け 100 万戸の大台を回復すると予想される。こうした住宅着工の緩やかな拡大に沿うかたちで、住宅投資も 4～6 月期から増勢へ復帰するだろう。

住宅投資の対 GDP 比率は大幅に低下した状態

以上は短期的な展望だが、中期的に考えても、住宅投資の回復は当面継続する可能性が高い。

改めて言うまでもなく、住宅投資は住宅バブルの崩壊に伴い、大きく落ち込んだ。GDP に対する住宅投資の比率は、住宅バブル前 2000 年頃に 5%程度だったのが、住宅バブルのピークに 6.2%程度へ上昇、バブル崩壊を受けて 2.5%まで急低下した。その後、米国経済の回復に伴って緩やかに上昇したが、なお 3%程度までしか回復していない。

住宅投資の内訳を見ると、住宅販売と共に動くブローカー売買手数料等の対 GDP 比率は、2013 年 7～9 月期に 0.8%へ上昇、その後若干低下したが 2014 年 1～3 月期も 0.7%近傍にある。ブローカー売買手数料等の対 GDP 比率は住宅バブルのピークに 1.3%近くへ上昇したが、バブル前は 0.8～0.9%程度で推移しており、実は、ブローカー売買手数料等は既に住宅バブル前の水準に近いところまで回復していると言える。裏



を返せば、バブルの再発を別とすれば、大幅な上昇余地はない。また、修繕・改築はあまり大きな変動がなく、住宅バブル前が 1.2%弱、住宅バブル時が 1.3%弱、現在は 1%程度である。上昇余地は残っているが、それほど大きな変化が生じる性格のものではない。対して、新規住宅建設は住宅バブル前の GDP 比 2.9%前後が、住宅バブル時に 3.5%程度まで上昇した後、一時 1%割れまで急低下し、現在も 1.3%割れと極めて低い水準が続いている。

住宅ストックの過剰感は薄れている

新規住宅建設の対 GDP 比が、住宅バブル崩壊前の水準に向けて再び高まるのか否かという観点については、①住宅ストックの過剰感と②住宅需要を規定する人口動態を考える必要がある。

まず、住宅ストックを考えるために、空家の世帯数に対する比率を見ると、賃貸用や売却用に供されている

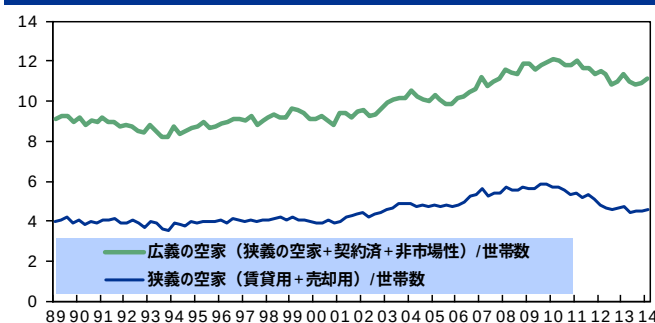
「狭義の空家」に関しては、既に住宅バブル前の水準に近いところまで低下しており、過剰感は既に消え、需給がタイトになりつつある。但し、差し押さえなどの法的手続きに伴い、現在は住宅市場に供されていない非市場性の物件、いわゆる「隠れ在庫」を加えた「広義の空家」で見ると、家計数に対する比率は低下しているものの、なお住宅バブル前に比べれば高い水準となっている。既に見たように住宅価格が上昇基調にある点を勘案すれば、隠れ在庫の存在は、現時点で住宅市場の需給に大きな影響を及ぼしていない。もちろん、長期的に考えれば、非市場性物件が住宅市場に放出される可能性はある。ただ、非市場化の状況が長期に及んだために住宅価値は低下し、再び市場へ投入するには相当の追加コストを要すると推測され、少なくとも「隠れ在庫」が短期間に集中して住宅市場へ投入される可能性は低い。「隠れ在庫」の存在は、住宅供給に対して多少の抑制材料として機能する程度と判断できる。

次に、米国では 2000 年代前半の 1%程度からは鈍化したものの、現在及び将来において 0.8%程度の人口増加が見込まれており、人口増加に伴う住宅需要の拡大が期待できる。

住宅ストックの過剰感低下と人口増加の継続により、住宅投資は中期的に増加を続ける

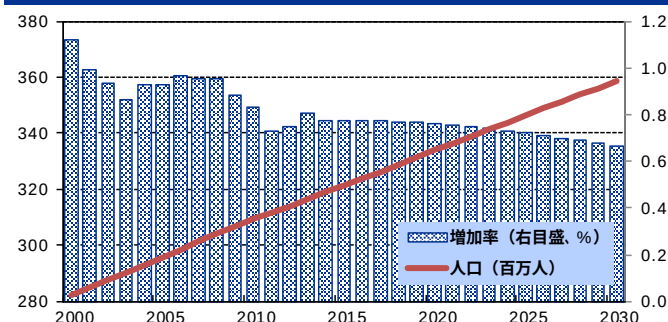
こうした①住宅ストックにおける過剰感の低下と②人口増加の継続を勘案すると、新規住宅建設の対 GDP 比は、徐々に住宅バブル前の水準へ向け、上昇していく可能性が高い。人口増加率が以前に比べ低下している点を勘案しても、住宅バブル前の 2.9%前後を多少下回るところまでの上昇は十分に期待でき、現在の 1.3%割れとの比較では大幅な上昇余地が存在する。既に見たように、住宅ローンに関する融資基準の問題や隠れ在庫の存在が悪影響を及ぼすため、住宅投資の回復が急速に進むわけではないが、それでも、失業率が FOMC の考える完全雇用に対応する 5%台半ばへ接近するにつれ、つまり、米国経済が正常化へ向かうにつれ、新規住宅建設の回復、ひいては住宅投資全体の回復も加速していくと考えられる。

世帯数に対する空家の比率 (%)



(出所) CEIC

総人口の推移と見通し



(出所) US Census Bureau