

～海外情報～

2012年3月21日 全8頁

# アメリカの住宅市場にはボトルネックが3つ

ニューヨークリサーチセンター  
笠原 滝平

## 住宅市場の改善を見込むも、本格改善にはボトルネックの解消が必要

### [要約]

- アメリカ経済の行方は70%を占める消費の動向が重要だと考えている。特に、消費の約2/3を占めるサービス消費は、前回の景気拡大期の前年比平均が+2.3%なのに対し、今回の景気拡大期の前年比平均は+0.7%、直近の1月も+1.2%と、依然として前回の景気拡大期の伸びより低い。これは、最もシェアの大きい住宅関連サービスが軟調であることが原因の一つだ。また、消費に影響を与える住宅価格も低迷が続いている。直近のデータでは住宅市場に改善の兆しがみられるが、住宅市場はこのまま改善の傾向が続くのであろうか。
- 需要側（住宅購入者）の状況は足下で幾分改善している。今後も所得の改善に伴って状況はより良くなる見込みである。また、住宅ローンの需要も悪化に歯止めがかかりつつある。
- 供給側の状況を確認すると、銀行などの資金供給者の貸出態度は厳格化に歯止めがかかっている。また、建設業者のマインドも改善傾向にあり、足下の状況は僅かながら良好と言えるだろう。しかし、①商業銀行の貸出残高は微増しているものの全体の住宅ローン貸出残高は減少が続いている。また、②主要商業銀行の貸出態度は厳格化に歯止めがかかっているだけで大幅に軟化しているわけではない。更に、③新規住宅差し押さえ人数は依然として高水準にある。これら3つのボトルネックの解消が、今後の住宅市場改善には欠かせないだろう。
- 新規住宅差し押さえ人数の減少のため、アメリカ政府はHARP（Home Affordable Refinance Program）やHAMP（Home Affordable Modification Program）などの政策を打ち出してきたが、想定ほど利用者が増えていない。そのため、対象者の拡大や期間の延長などの政策の拡充が図られている。
- 今後の住宅市場は緩やかながら改善すると見込んでいる。ただし、供給側には3つのボトルネックが挙げられる。ボトルネックの解消に向けてHARPやHAMPなどの政策による複合的な底上げ効果に期待したい。

## 消費（アメリカ経済）と住宅の関係

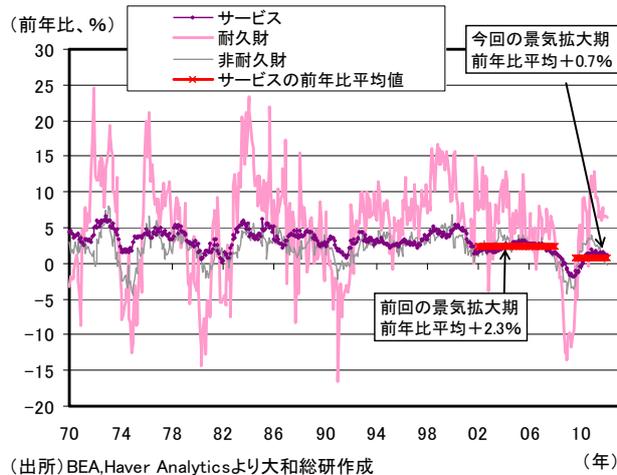
### 消費低迷の要因は住宅関連サービス

以前に書いたレポート（2012年1月18日「2012年アメリカの消費は労働市場・住宅市場がカギ」）で示したように、アメリカ経済の行方は70%を占める消費の動向が重要だと考えている。特に、消費の約2/3を占めるサービス消費（実質）は、前回の景気拡大期の前年比平均が+2.3%なのに対し、今回の景気拡大期（2009年7月から）の前年比平均は+0.7%、直近の1月も+1.2%と、依然としてサブプライム問題前の伸びより低い（図表1）。これは、最もシェアの大きい住宅関連サービスが軟調であることが原因の一つだ。

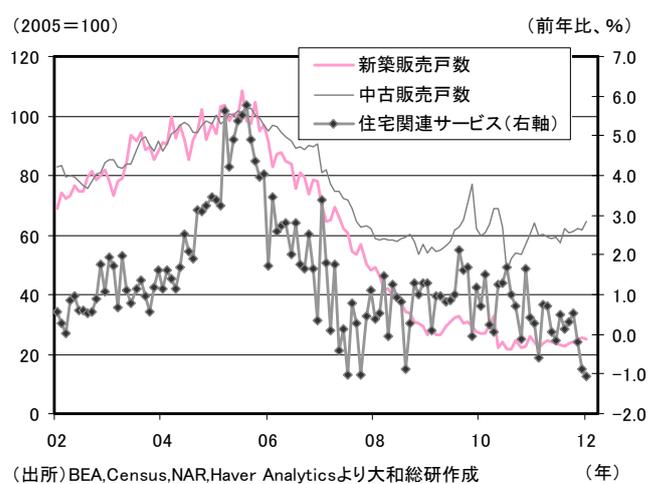
### 住宅市場は改善の傾向が続くのか

住宅関連サービスは家賃や水道・光熱費などが含まれており、住宅需要によって変動する（図表2）。住宅販売は2006年をピークにサブプライム問題が表面化した2007年頃から急速に減少し、減少が一服した2009年以降も非常に低い水準で横ばいの動きをしており、改善の兆しすらみられなかった。しかしここきて、1月の中古住宅販売戸数は年率換算で457万戸、前月比+4.3%と急増しており、一部、住宅市場に改善の兆しがみられる。果たして住宅市場はこのまま改善の傾向が続くのであろうか。

図表1 サービス消費の伸びは低迷が続いている



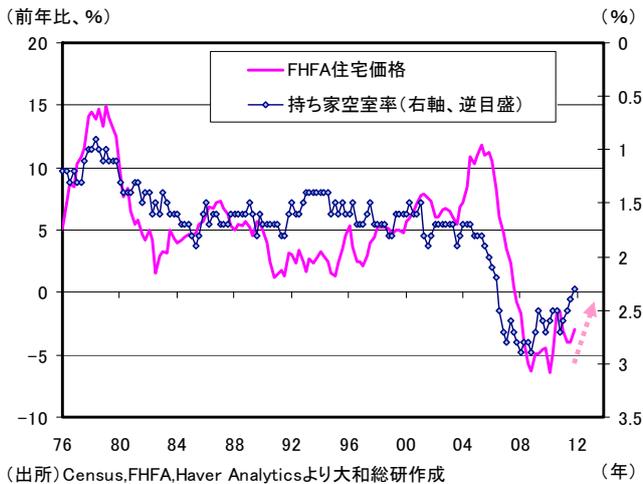
図表2 住宅関連サービスと住宅販売



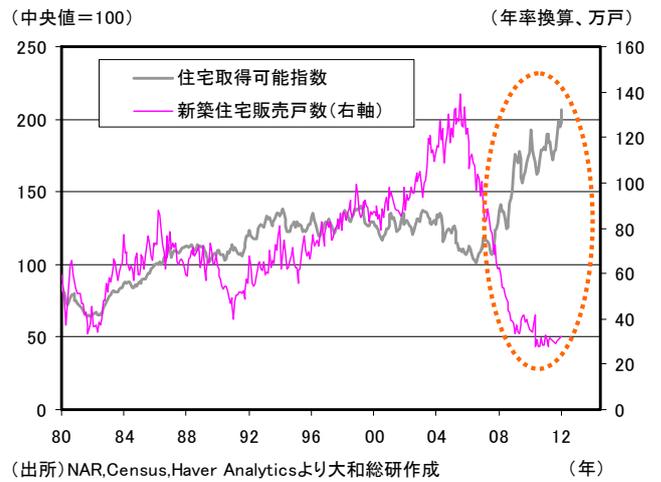
### 住宅市場を需要側と供給側に分ける

また、消費への影響として住宅価格の推移も重要なポイントとなるだろう。住宅価格が上昇すると資産効果により消費も押し上げられると考えられる。価格は需要と供給のバランスから決まるため、図表3にあるように、住宅の需給バランスを示す空室率と住宅価格は逆相関の関係にあり、住宅価格が一年程度遅行している。ただし、足下で空室率は低下傾向にあるため住宅価格の上昇が期待できると考えるには早計であろう。空室率は需要側である住宅購入者、供給側である住宅ローンの貸し手（銀行など）や建設業者、それぞれの動向によって決まるものであり、価格の見通しを考える上では足下の特殊要因やボトルネックなどをフォローする必要がある。そこで、今回は需要側、供給側に分けて住宅市場の動向をまとめ、先行きを考える。

図表3 持ち家空室率は住宅価格に1年程度先行



図表4 住宅取得可能指数は歴史的な高水準



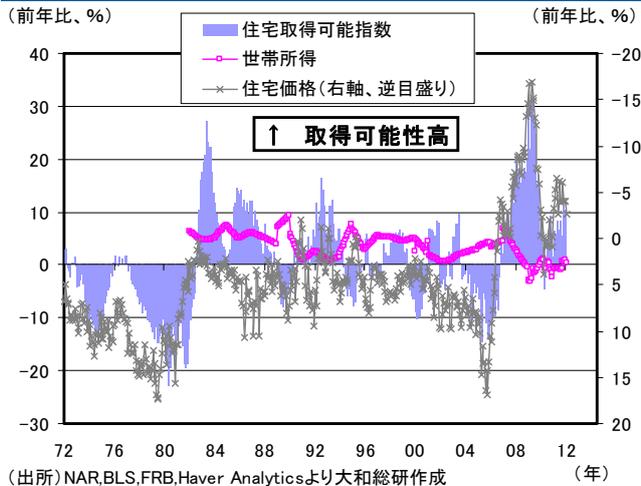
## 需要側（住宅購入者）の動向

### 住宅取得可能指数に みる需要側の状況

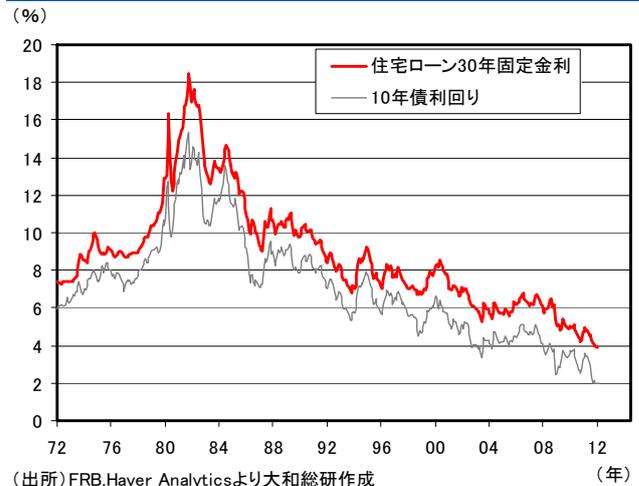
まずは需要側からみた住宅市場の状況を確認する。需要側とはつまり、住宅の購入者のことで、住宅の購入には所得の状況や住宅価格、金利動向などが深く関わってくる。全米不動産業者協会（National Association of Realtors）が公表している住宅取得可能指数が大まかに需要側の状況を説明しているだろう。住宅取得可能指数は上で挙げた所得、住宅価格、金利によって決まる指数で、一般的な住宅購入者が一般的な住宅を購入するために適正なローンを組める状況にあるかを表す指標である。上昇するほど住居を購入できる状況にあることを示す。

ただし、住宅購入者の状況をみるのに、住宅取得可能指数は必ずしも万能ではない点には留意が必要だ。実際、リーマン・ショック以降は景気悪化に伴う金融緩和などにより長期金利の水準が大きく下がっているため、住宅取得可能指数の上昇に寄与している（図表6）。当然、この期間は住宅取得可能指数の構成項目以外に先行き不安、急速なリストラなどによる消費者マインドの大幅悪化などが実際の住宅購入の強い下押し圧力となっていたものと考えられる。そのため、住宅取得可能指数はあくまで住宅購入者の状況の目安に留まるだろう。

図表5 住宅購入者の状況は改善傾向にある



図表6 金利は非常に低い水準



### 金利低下の恩恵は続かない

リーマン・ショック以降、景気悪化やそれに伴う金融緩和の影響で長期金利は低下が続いている。足下で住宅ローン金利（30年固定金利）は4%を下回っており、歴史的な低水準となっている。しかし、今後は緩やかな景気回復が想定されている中、一層の金利低下が見込みづらい。そのため、これまでは金利低下が住宅取得可能指数の上昇に寄与し続けていたが、今後は住宅取得可能指数の上昇寄与も小さくなっていくだろう。

住宅価格は前年比マイナス幅が縮小しているものの、依然として下落が続いており、住宅取得可能指数を押し上げている。ただし、住宅市場が改善して住宅価格が上昇に転じれば、逆に住宅取得可能指数の押し下げに寄与するだろう。

### 所得増加により需要側の状況は改善が続く見込み

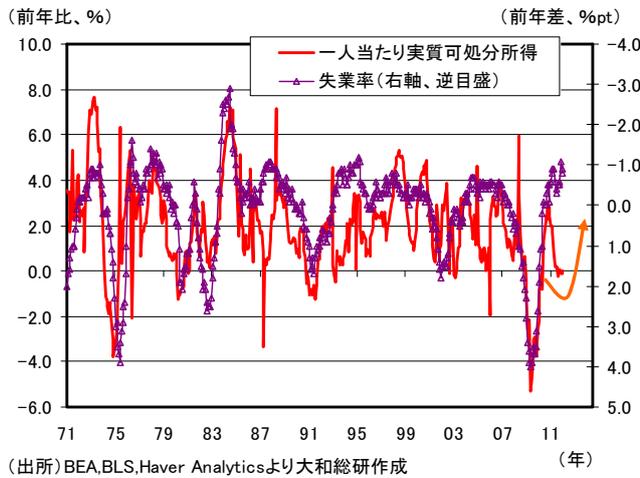
リーマン・ショック後に大きく悪化した世帯所得の伸びは、足下でも非常に緩慢な回復に留まっている。そのため、住宅取得可能指数への影響は軽微なものであったと考えられる。一方で、所得<sup>1</sup>は労働市場の需給によって大きな影響を受けるため、今後は雇用の改善に併せて改善のペースが速まる可能性がある。足下で失業率の改善と所得の改善には大きな乖離があり、多少の時間は要するものの所得には増加圧力がかかると見込まれる。

したがって、金利低下による需要増は想定しづらいものの、雇用・所得環境の改善により住宅取得可能指数は引き続き上昇すると考えられる。

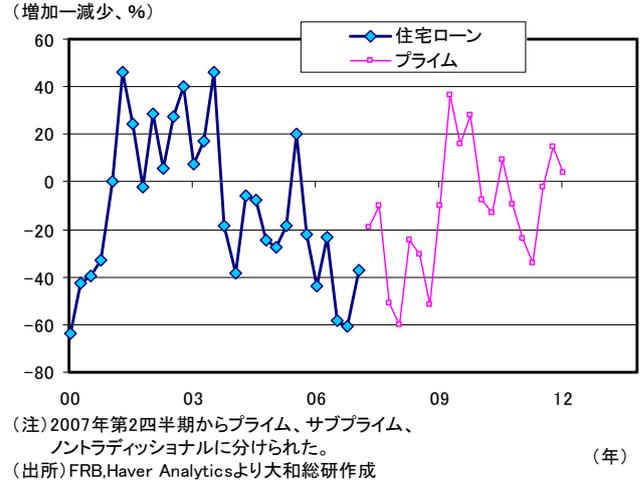
また、FRBによる住宅ローンの需要動向の調査では、2011年の中ごろにかけて悪化していたものの、足下では再び悪化幅が縮小している。住宅取得可能指数のように住宅購入者の状況を示すデータだけでなく、実際の動きを確認する統計でも緩やかながら住宅需要の改善を確認することができる。

<sup>1</sup> 所得と労働市場の需給の関係をみるために一人当たり実質可処分所得を使用する。

図表7 労働市場のタイト化から所得は増加見込み



図表8 住宅ローン需要は改善の動き



## 供給側（資金供給者、建設業者）の動向

需要側の状況は悪くないことから、足下でも住宅市場が軟調な原因は供給側にある可能性が高まったと言えよう。供給側を銀行などの資金供給者、建設業者などの住居供給者に分けて状況を確認していく。

### 住宅ローン貸出残高は減少が続いている

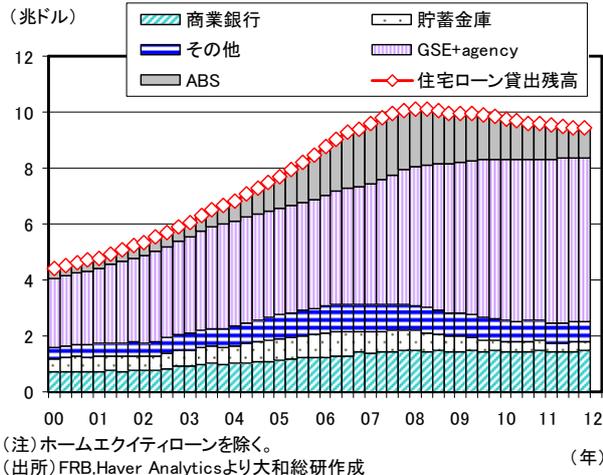
まず銀行などの資金供給者の動きについて確認すると、住宅購入者の住宅ローン需要は改善しつつあり、さらに主要商業銀行の融資担当者の貸出態度も厳格化の流れが止まっている。しかし、実際に住宅ローン貸出残高の動きを確認すると2008年第4四半期から13四半期連続で前年割れが続いている。

住宅ローン貸出残高の内訳を確認すると、商業銀行だけが足下で緩やかな増加傾向にあり、その他の項目は横ばい、若しくは減少が続いている（図表10）。主要商業銀行の融資担当者の貸出態度と商業銀行の住宅ローン貸出残高の動きはおおむね整合的なものの、商業銀行の動向だけでは住宅ローンにおける資金供給全体を把握することはできないのである。さらに、貸出態度の調査対象となる主要商業銀行は僅か80行程度であり、中小の銀行による貸出についても正確に把握できるものではない。住宅ローン貸出残高の本格改善には主要商業銀行だけでなく、貯蓄金庫やGSE (Government Sponsored Enterprise) 関連部門など幅広い項目の増加が欠かせないだろう。

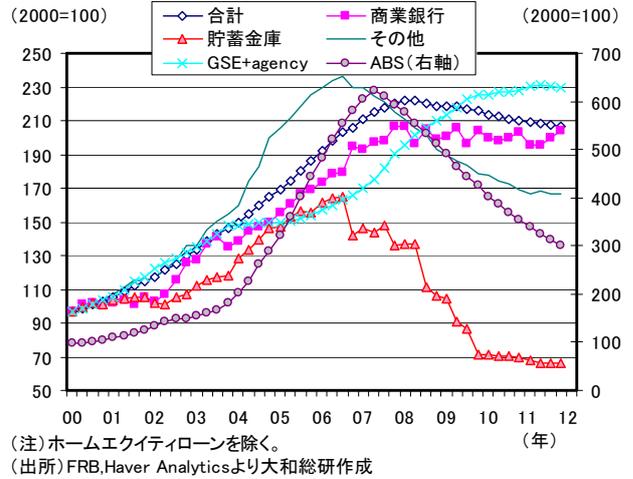
### 主要商業銀行の貸出態度も積極的ではなく、ローン残高の急増は見込めない

また、足下で住宅ローン貸出残高が増加している主要商業銀行の貸出態度に関しても、2007年から2010年まで厳格化が続いた後、足下で若干軟化しているに留まっている。決して積極的に貸し出す態度とは言えず、現状の貸出態度では住宅ローン貸出残高の急増は望めないだろう。

図表9 住宅ローン貸出残高は減少が続いている



図表10 商業銀行が増加しているだけ



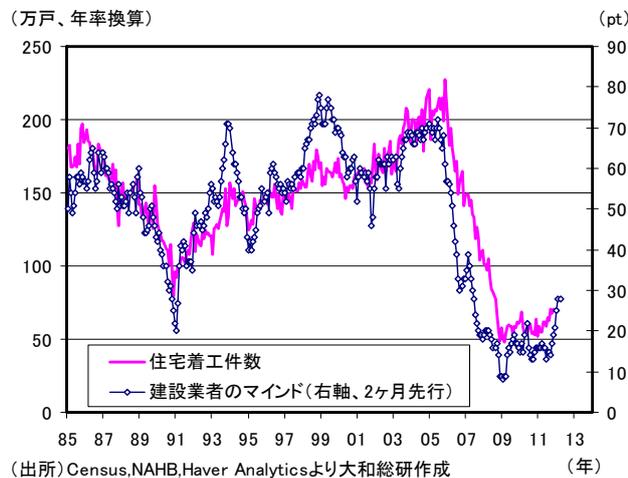
建設業者のマインド  
は改善傾向

これまでの、供給側として銀行など資金供給者の動向を確認したので、次に建設業者の動向を確認する。足下で、新築住宅販売は横ばい圏の推移が続いているものの、住宅着工件数は水準が低いながらも増加している。これは、建設業者のマインド (Housing Market Index) の改善を受けてのものと思われる。建設業者のマインドは足下の住宅市場や販売、販売予定数などによって測られ、住宅着工件数に先行することで知られている。建設業者のマインドは昨年の夏を境に急改善しており、住宅着工件数が増加する原動力となっている。

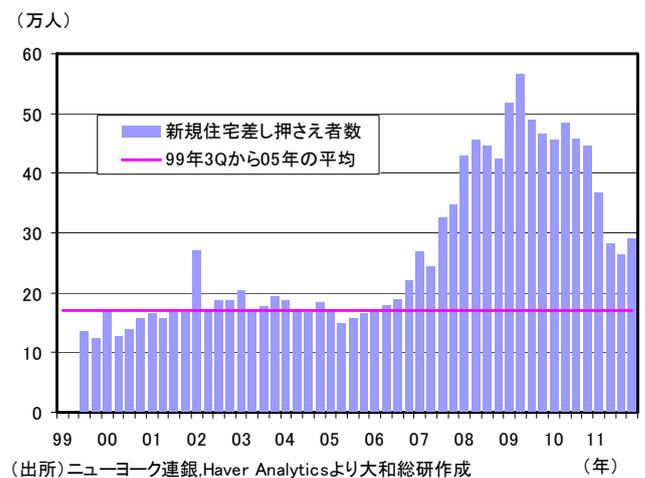
住宅の差し押さえが  
足を引っ張っている

ただし、建設業者のマインドが足下のペースで改善を続けるとは考えづらい。理由は差し押さえ物件にある。リーマン・ショック以降、失業者の増加などにより住宅ローンを滞納する人が増えたため、銀行による差し押さえ物件が増加した経緯がある。新規の差し押さえは減少傾向にあるものの、依然としてサブプライム問題前の水準には戻っていない。建設業者のマインドの本格的な改善には、まず新規の差し押さえ物件が17万人程度(1999年第3四半期から2005年第4四半期までの平均)の水準まで減少する必要があるだろう。

図表11 建設業者のマインドが住宅着工件数に先行



図表12 新規住宅差し押さえ者数は依然高水準



## 住宅関連の政策について（HARP、HAMP）

### 住宅差し押さえ者数減少のための政策

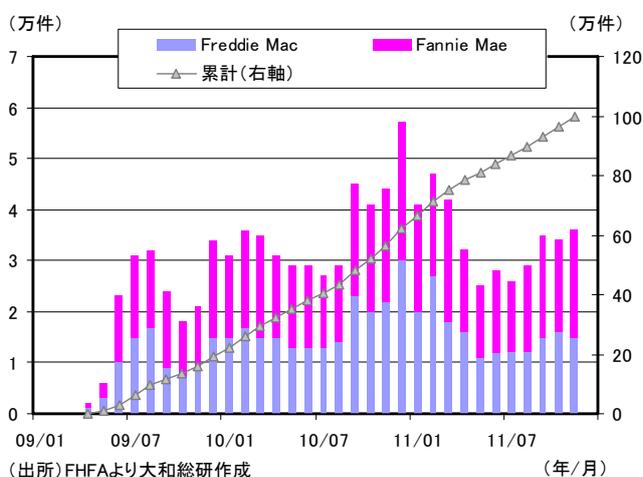
新規住宅差し押さえ者数を減少させるため、アメリカ政府は HARP（Home Affordable Refinance Program）や HAMP（Home Affordable Modification Program）などの政策を打ち出し、拡充している。

HARP は Freddie Mac と Fannie Mae が民間の金融機関から住宅ローンを買取り、足下の金利で住宅ローンを組み直す（リーマン・ショック以降、景気悪化やそれに伴う利下げなど金融緩和の影響もあり住宅ローン金利は下がっている）政策である。HAMP は住宅ローンの貸し手が金利の引き下げや融資期間の延長などを通じて借り手の月々のローン負担などを軽減するよう促す政策である。借り手の月給に対して住宅関連の支払いが 31%を下回るよう契約を設計しなおす。契約を設計しなおした後、借り手の返済が継続的に行われると、貸し手、借り手双方に奨励金を支払うことで契約の見直しを促進している。

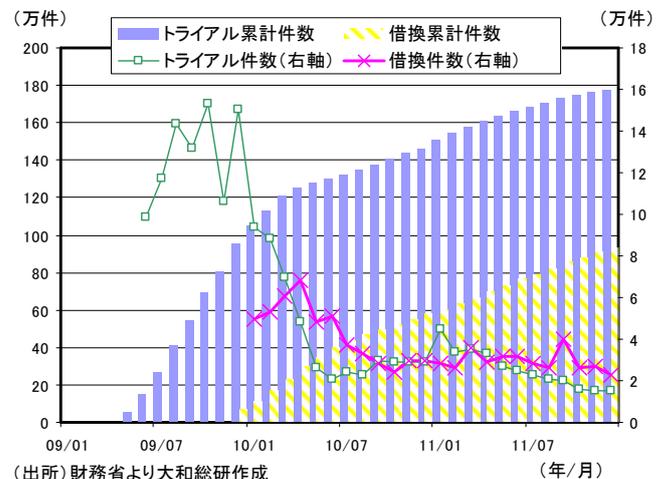
### 政策拡充による効果は発現するのか

これら二つの政策は共に差し押さえ人数の減少を目的としていると考えられるため、政策の方向としては妥当だろう。しかし、こうした支援策にもかかわらず、当初の想定ほど利用者が増えないため（HARP の当初予定は 400 万件程度だったが実際には 100 万件を割る程度しか実施されていない）、下支えの効果も小さい。これらの政策導入当初は住宅購入者にとって逆に費用が高くなったり、また貸出業者にとっても住宅ローンの厳格な精査が求められたり、デフォルトした場合に買い戻しの義務が発生するなど、利用するハードルが高かったことや、対象となる住宅ローンの範囲が狭かったりすることが利用者が拡大しない原因として挙げられる。そのような状況下で、2011 年 10 月にオバマ大統領が HARP の制度を拡充した。具体的には、これまで設定されていた LTV（資産負債比率）の上限 125%を撤廃することなどで、適用範囲を拡大させる。また、HAMP も拡充案が発表された。内容は、HAMP の期限を 2013 年末まで延長することや、より対象者を増やすために資産の評価方法を変更すること、貸し手へのインセンティブをこれまでの約 3 倍にすること（いわゆるアンダーウォーター状態<sup>2</sup>にある住宅ローンを見直すことへの報奨金を増加させる）などである。

図表13 HARPの利用者数



図表14 HAMPの利用者数



<sup>2</sup> アンダーウォーター状態とは、住宅ローンの残高が住宅価値を上回っていること。

## 今後の見通し

### 3つのボトルネック

住宅市場を需要側、供給側に分けて現状を確認してきたところ、需要側は足下で改善傾向にある。また、供給側も資金供給は依然として減少しているものの、建設業者などの住居供給は改善傾向にある。また、一部に明るい材料が揃っているため、今後も住宅市場は緩やかに改善を続けて、消費にもプラスの影響を与えると考えている。ただし、先行きの本格改善に強い期待を持ってないのが現状だ。理由は、①住宅ローン貸出残高は GSE 関連や貯蓄金庫など幅広い業種で減少が続いていること、②商業銀行の住宅ローン貸出残高は増加しているものの主要商業銀行の貸出態度は厳格化が止まっただけで大幅な緩和はされていないこと、③新規住宅差し押さえ人数が依然として高水準であること、の 3 つのボトルネックが挙げられる。いずれも供給側に問題がある。

### 政策効果に期待

資金供給に関わる 2 つのボトルネックは、住宅価格が軟調な現状では簡単には解消しないだろう。なぜなら、住宅価格が下がり続けている環境で住宅ローンを貸し出しても、家計の含み損が膨らみ続けるリスクがあるためだ。一方で、ボトルネックの 1 つである新規住宅差し押さえ人数に対して、政府による HARP や HAMP といった支援の拡充の効果が期待できる。雇用や所得は緩やかに改善しているため、足下の歴史的な低金利の恩恵などを受ければ新規住宅差し押さえ人数は減少していくものとみられる。センサス局の調査によると 2009 年時点での住宅ローン金利は 6.0% と非常に高い水準にあり、単純に足下の 30 年固定金利に借り換えるだけで 2% 近くの金利支払いを免れることができる。また、住宅差し押さえ問題が収まれば建設業者のマインド改善、銀行など資金供給者の貸出態度の軟化、住宅価格上昇を通じた家計のアンダーウォーター状態の解消、などの波及効果によって住宅市場は本格的に改善していくだろう。