

2013年4月18日 全6頁

米住宅市場に変調か

供給サイドのボトルネックと今後への期待と不安

ニューヨークリサーチセンター
シニアエコノミスト 土屋 貴裕
エコノミスト 笠原 滝平

[要約]

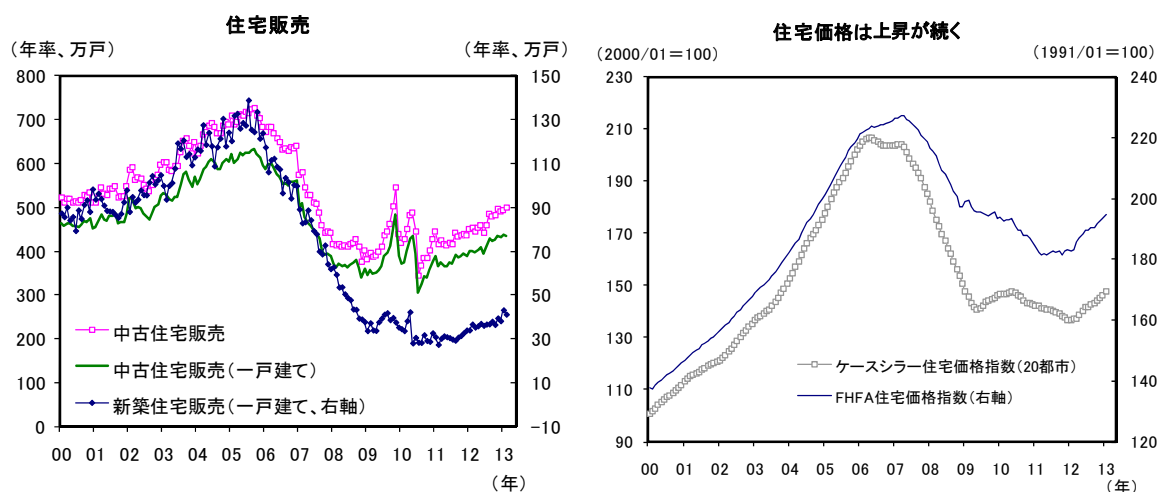
- これまで改善してきた住宅市場関連統計は、2012年の年末あたりからやや軟調に推移。一本調子の改善ではなく、販売が軟調にもかかわらず価格が上昇した。
- 住宅価格の上昇は、ファンドからの資金流入が伝えられている住宅需要拡大や、供給側のボトルネックとしての在庫不足と、業者向けの住宅関連与信の不足などが挙げられる。
- 世帯数の増加ペースが加速し、住宅の新規需要が高まっていると考えられる。もっとも、住宅投資による直接的なGDP押し上げ効果は限られる。間接的な波及効果は、幅広い資産効果による消費拡大や、住宅取得時の関連消費などが挙げられる。
- 不安要因は、金融引き締め時など、ファンディング環境が厳しくなる場合だろう。住宅関連の与信が前向きになりにくくなる。住宅価格の上昇がバブル的だとみなされれば、住宅市場の改善が住宅市場の先行き不安要因になるかもしれない。

住宅市場関連統計の動向

最近の住宅市場における販売戸数は、季節調整済みの年率換算で、中古住宅全体で 500 万戸程度に対し新築住宅（一戸建て）は 40 万戸程度で、住宅販売の中心は中古住宅である。うち中古住宅販売（一戸建て）は、2012 年 12 月に前月比 0.7% 減となり、2013 年 1 月は同 0.9% 増と増加に転じたものの、2 月は再び同 0.2% 減となった。新築住宅販売（一戸建て）は、12 月に 3.3% 減の後、1 月は 13.1% 増と大幅に増加、2 月は同 4.6% 減とマイナスに転じた。一本調子の回復ではなく、時折軟調さがみられる。

財政問題に伴う先行き不透明感や、家計の可処分所得減少によって「財布のヒモ」が閉まった可能性もある。ただし、1 月も住宅価格は上昇しており、販売の軟調さとは相いれない。以下で述べる住宅の需給バランスからは、住宅の需要増に対応した供給が不足し、売り手優位の市場へと変化しつつある可能性が指摘できる。

図表 1 住宅販売と住宅価格



(出所) NAR, Census, S&P, FHFA, Haver Analytics より大和総研作成

資金流入とボトルネック

労働市場は緩やかながらも改善傾向にあり、史上最低水準にある低金利によって、価格の先高感が高まる住宅の取得機会としては好環境と言えよう。これまでの住宅販売の復調は、こうした環境に支えられた動きと考えられる。住宅購入のボトルネックの一つである住宅ローンの審査基準は、なかなか緩和されないが、2012 年 9 月に決まった FRB の MBS（住宅ローン担保証券）買入れは支援材料と言える。銀行などは融資した住宅ローンを譲渡して証券化することで、新たな融資を行うことができるが、証券化した MBS の安定的な買い手として FRB が登場したのである。家計の債務は金融危機後にバランスシート調整による圧縮が続き、債務残高は可処分所得対比で減少してきた。だが、家計の債務が増加に転じたことは、低金利のローンへの借り

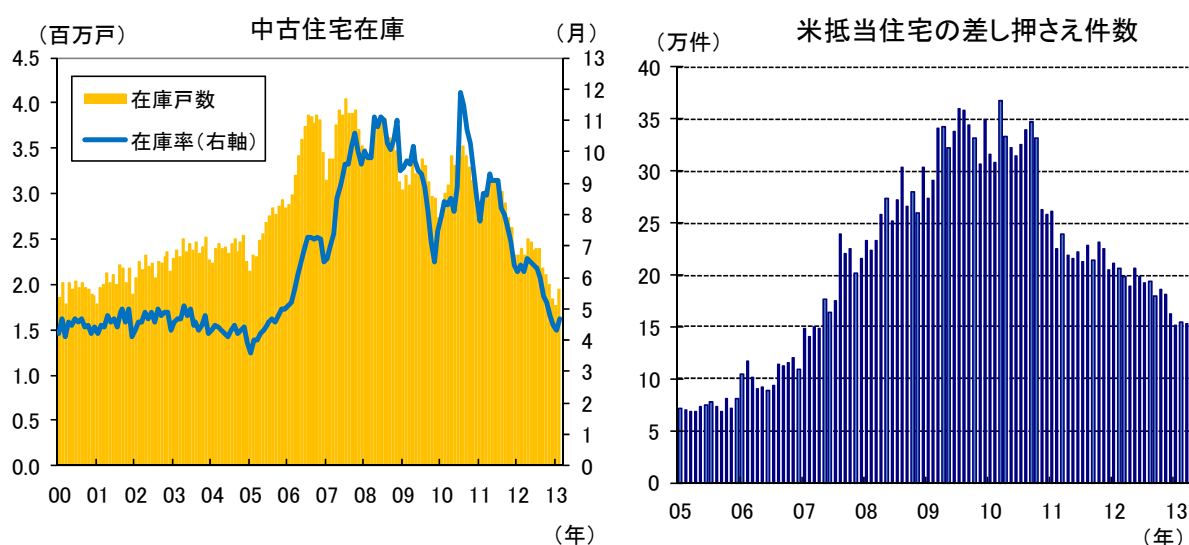
換えや、緩やかながら労働市場の改善と住宅価格の上昇によって、住宅需要（≒住宅ローン）を増やせる環境になってきたと言えよう。

さらに、プライベート・エクイティ・ファンドのブラックストーンなどが住宅購入を加速させるなど、住宅市場に各種ファンドからの資金流入が報道されている¹。このほか、商業用不動産ではあるが、ノルウェーの政府年金基金グローバルが、初めて米国不動産投資を行い、今後も投資機会を模索すると伝えられた²。米住宅市場の改善を見込んだファンドや年金からの資金流入は、住宅需要の増加要因と言えるだろう。

一方、供給面では住宅在庫が大きく減少している。中古住宅の在庫戸数は2000年代初め頃の水準であり、在庫率（在庫戸数÷毎月の販売戸数）は2005年以前と変わらないところまで低下した（図表2左）。在庫の減少は、景気回復やローンの借り換え、政策対応によって差し押さえが減少してきたことや、差し押さえに至る前段階での住宅保有者による任意売却が減少してきたことが背景だろう（図表2右）。結果として、安価な物件の供給ペースが鈍化してきたとみられる。

新築住宅の場合は、建設業者、販売業者によって住宅の供給ペースが決められるはずだが、中古住宅と同様に在庫率が2005年以前と変わらないところまで低下し、需要が供給を上回っているとみられる。これは、建設業者側の資金、用地、人材の調達に追いついていないことが要因とされる³。すなわち、住宅建設には資金が必要だが、住宅ローン同様、銀行側の貸し出し態度が十分に軟化していないこと、金融危機後に住宅市場は大きく低迷したため、住宅市場の改善に対して建設可能な用地の調達や熟練労働者の雇用が追い付いていないことが、住宅供給のボトルネックとなっている。この他に建設資材の価格上昇も指摘される。

図表2 中古住宅在庫と差し押さえの減少



(出所) NAR, Realty Trac, Haver Analytics, Bloomberg より大和総研作成

¹ <http://www.bloomberg.com/news/2013-01-09/blackstone-steps-up-home-buying-as-prices-jump-mortgages.html>

² <http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPTJE91A01M20130211>

³ http://www.nahb.org/news_details.aspx?newsID=16244

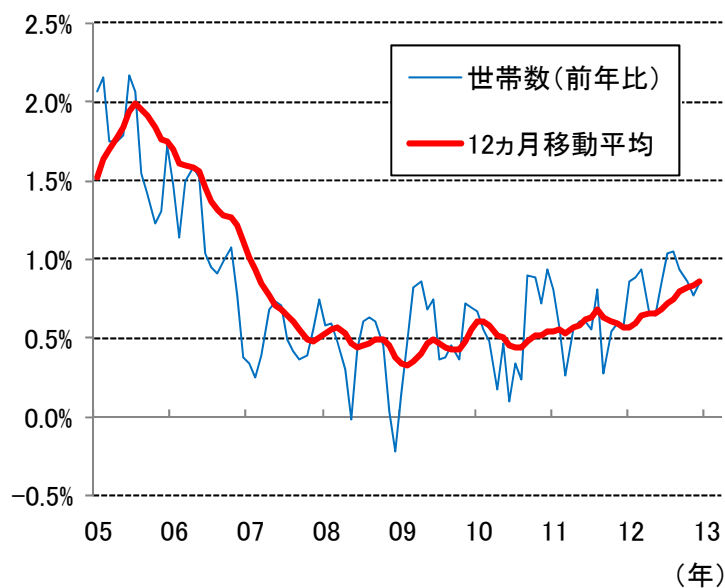
先行きへの期待と不安

住宅市場が改善してきたここ数年の間で、住宅需要が供給を上回るとは同じであっても、最近では需要の拡大ペースに供給が追いついていない市場の変化があると言えるだろう。

今後に向けた明るい話題は、米国の世帯数の増加ペースが加速していることであり(図表3)、年100万世帯の増加ペースに戻りつつある。これは中長期的な新規の住宅需要の増加と言えよう。また、直近の住宅販売は、新築住宅販売がピーク比の約30%、中古住宅販売が70%弱にとどまる。新築着工件数もピーク比の50%を下回る水準となっており、販売、着工ともに依然として低水準のままである。世帯数の増加ペースが加速していることを踏まえると、潜在需要を満たすためにはさらなる増加が求められるのではないかと。

需要の増加と供給体制のボトルネックを背景とし、住宅販売は価格の上昇を伴いながら拡大する余地があると考えられよう。住宅価格の上昇は、これから住宅を購入しようとする家計にとってはありがたい話ではないだろうが、さらなる価格上昇を見込むのであれば、安心して購入できるとも言える。

図表3 米世帯数の増減



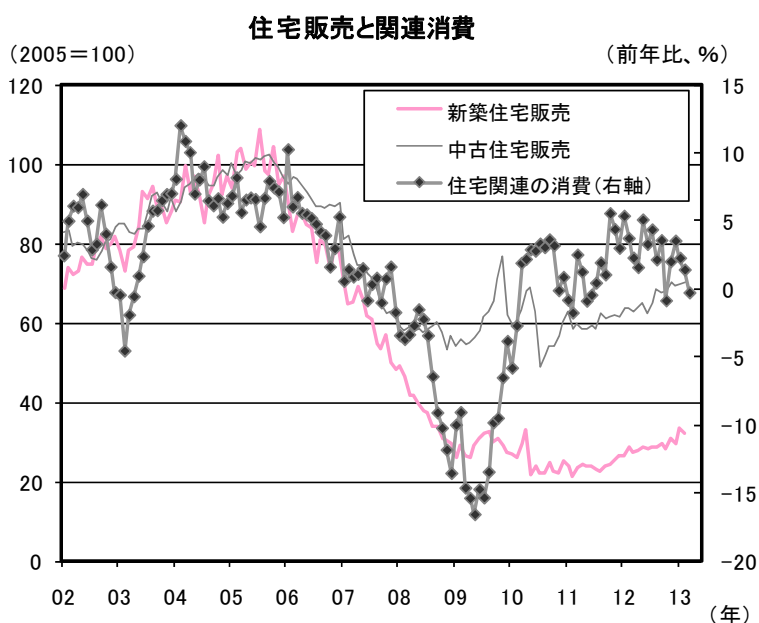
(出所) Census, Haver Analytics より大和総研作成

波及効果

こうした住宅市場の改善にもかかわらず、直接的な効果は限られる。2012年の実質GDPは2.2%成長だったが、このうち住宅投資の寄与は0.3%ポイントに留まる。住宅投資の直接的なGDP押し上げ効果は限られるが、住宅取得に伴う耐久財消費の拡大や、建設、物流などへの支出、そうした業種での雇用増加と、様々な間接的な波及効果が期待できよう。

例えば、建設業での雇用者数は住宅着工の増加とともに増加してきた。建設業の雇用者数は雇用全体に占める割合が小さいため雇用者の総数を目立って押し上げる程ではないが、雇用・所得環境改善の一部には違いない。この他に、住宅価格の上昇や住宅販売の増加で、個人消費の押し上げも見込まれる。それは資産効果による消費拡大や、住宅購入に際して家具や家電製品などの新規需要になると考えられる（図表4）。加えて、住宅市場の改善だけが理由とは言えないとしても、自動車販売の増加要因にもなり得るだろう。

図表4 消費拡大への期待



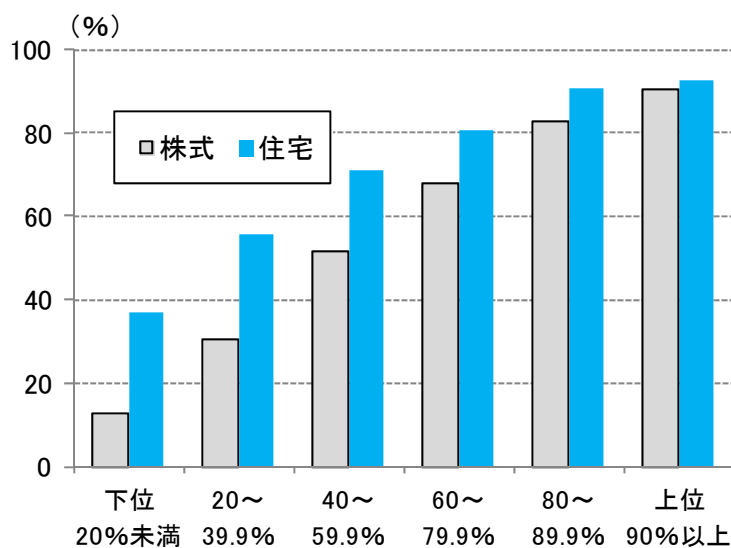
(注1) 住宅関連の消費は家具・家庭用品店の売上高。

(注2) 新築住宅販売と中古住宅販売は、2005年の戸数を100とした指数にした。

(出所) Census, NAR, Haver Analytics より大和総研作成

住宅価格の上昇による資産効果は、幅広く及ぶことが期待される。FRBの“Survey of Consumer Finance”によれば、2010年時点で、株式は49.9%の家計が保有し、住宅は67.3%が保有していた。2007年時点との比較では、株式保有比率は3.3%ポイントの低下に対し、住宅保有率は1.3%ポイントの低下にとどまった。多くの家計において、住宅の方が売買の機会が少なく、相対的に高価格で取得した資産だと考えられる。また、2010年時点では、所得を5分位に階層分けした場合、下位20%の層では株式の保有比率12.5%に対し、住宅は37.2%が保有していた（図表5）。株価上昇に比べ、住宅価格上昇の資産効果は、所得がより低い層においても薄く広くもたらされるのではないか。住宅価格上昇によって経済の好循環が生じ、さらなる住宅市場の改善が期待されよう。

図表5 所得階層別株式・住宅保有の世帯割合（2010年）



（出所）FRB より大和総研作成

不安要因

一方で、不安要因は、金融引き締めなどファンディングが厳しくなる場合だろう。主に金融政策の変更、または変更の見通しの影響を受けて生じると考えられる。住宅ローンの融資拡大に寄与しているとみられる FRB の MBS 買入れは、今後縮小する可能性がある。他の買い手が現れなければ、MBS の発行環境は悪くなるだろう。さらに、金利上昇時は、一般に金融機関の貸出金利などに比べて調達金利の方が早く上昇し、貸出利ざやが圧縮されると考えられる。金融引締めへの政策転換がより現実味を増せば、住宅ローンや住宅関連を含めた企業向け与信は、必ずしも前向きにはなりにくいだろう。

住宅価格の上昇が急激なペースになり、実需に基づかない需要増が主要因だと考えられる場合、それはバブル的な価格上昇とみなされる可能性がある。バブル的とみなされる資産価格の上昇は、金融政策を引き締め方向へ転換させる要因となりうる。住宅市場の改善そのものが、住宅市場の先行き不安要因になるかもしれない。

また、各種ファンド資金の住宅市場への流入は、短期の資金によってファイナンスされているのであれば、金融引き締めなどが、資金繰りを悪化させ、投融資資金が住宅市場から引き揚げられる可能性もある。住宅市場にファンドなどの資金が流入したことは、需要の拡大をもたらすと同時に将来のリスクファクターにもなったと言えるだろう。