

国内外経済の動向

調整局面にある米国住宅市場

【ポイント】

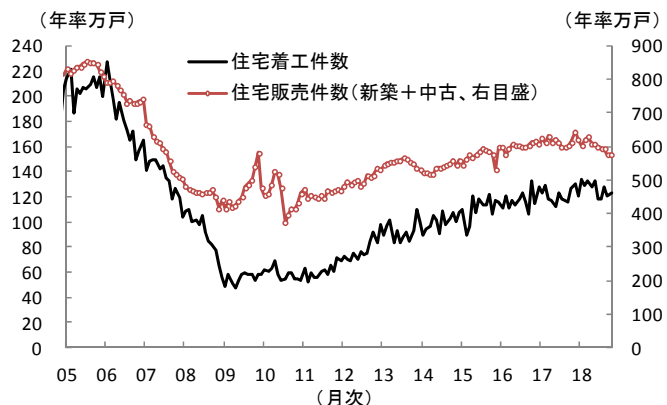
1. 米国住宅市場は、所得の伸びを上回るペースで上昇する住宅価格に加え、足元の住宅ローン金利上昇によって販売が弱含むなど調整局面にある。
2. 住宅ローン金利の急激な低下は見込み難いことから、住宅販売件数の持ち直しには住宅価格の調整が必要と考えられるが、労働力不足という供給面の制約などから調整には時間がかかり、住宅販売の低迷は当面続く可能性が高い。
3. 住宅購入の可能性が高い年齢層の増加という人口動態の観点から大幅に住宅需要が落ち込むことは考えにくいほか、住宅ローン金利の上昇が金融機関のバランスシートの悪化を通じて住宅市場の下押しとなるリスクも大きくないだろう。

米国経済は大型減税の効果もあり好調を維持しているものの、住宅市場に目を向けると弱さが目立つ。住宅市場の動向は、家具・家電など耐久財消費への波及、住宅保有に伴う資産効果を通じて個人消費へ大きな影響を及ぼすほか、10年前の金融危機の震源地となった点からも注目される。本稿では足元で弱さがみられる米国住宅市場について考察する。

1. 弱含む米国住宅市場

まず足元の米国住宅市場の動向を確認したい。米国のGDPベースの実質住宅投資は2018年1～3月期から3四半期連続で減少するなど弱い動きとなっている。米国の住宅販売件数をみると、これまで緩やかな増加が続いていたが、2017年11月に年率643万戸と直近のピークをつけて以降は減少傾向となっており、2018年10月時点では年率576万戸と2016年2月以来の水準まで落ち込んでいる（図表1）。米国の住宅販売件数の内訳としては、中古住宅が全体の約9割、新築住宅が約1割を占めるが、いずれも2018年入り後は弱い動きとなっている。また、住宅着工件数については、2018年1～10月平均の件数で見ると年率126万戸と2017年平均の121万戸を上回っているが、足元では頭打ち感がみられる。2018年秋はハリケーンの影響による一時的な下押しなども含まれるが、一戸建て住宅、集合住宅ともに足元では冴えない動きとなっている。

図表1. 住宅着工件数・住宅販売件数の推移



(資料)米商務省、NARより富国生命作成

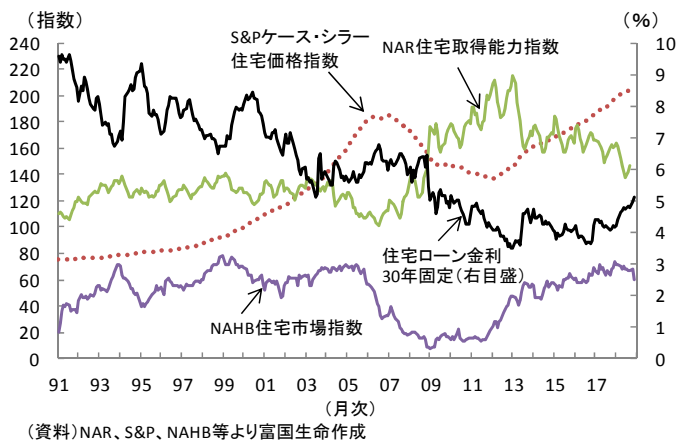
の住宅販売件数の内訳としては、中古住宅が全体の約9割、新築住宅が約1割を占めるが、いずれも2018年入り後は弱い動きとなっている。また、住宅着工件数については、2018年1～10月平均の件数で見ると年率126万戸と2017年平均の121万戸を上回っているが、足元では頭打ち感がみられる。2018年秋はハリケーンの影響による一時的な下押しなども含まれるが、一戸建て住宅、集合住宅ともに足元では冴えない動きとなっている。

2. 住宅取得コストの上昇が住宅販売件数を抑制

足元の住宅販売件数を抑制している要因としては、住宅価格と住宅ローン金利の上昇が挙げられる。金融危機後に大きく落ち込んだ住宅価格は上昇傾向が続き、金融危機前を大

大きく上回る水準まで上昇している（図表 2）。2017 年までの 5 年間でみると、S&P ケース・シラー住宅価格指数は年率+6.3%と家計可処分所得の伸び（年率+3.4%）を大きく上回るペースで上昇が続いてきたことで、一部の購入希望者にとっては手が届きにくくなってきている。こうした状況に住宅ローン金利の上昇が加わった。FRB（米連邦準備理事会）は 2015 年 12 月以降、段階的に利上げを実施しており、政策金利を 2018 年 9 月までに計 8 回 200bp 引き上げた。これに伴い住宅ローン金利(30年固定)も水準を切り上げ、2018 年 11 月には 8 年ぶりの水準となる 5% 台にまで達している。長期的にみれば依然として高い水準とはいえないものの、NAR（全米不動産協会）住宅取得能力指数の低下傾向が示すように住宅価格上昇と住宅ローン金利水準の高まりが住宅購入の重石となっている。また、住宅販売や住宅着工が弱含みで推移するなか、これまで高い水準を維持してきた住宅建設業者のマインドも急速に悪化している。11 月の NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数は前月比 8 ポイント低下の 60 と 2014 年 2 月以来の低下幅となるなど、住宅市場の先行きに弱気な見方が広がっている。

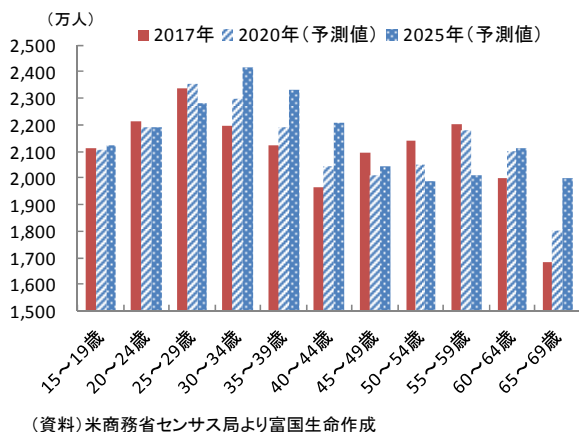
図表 2. 住宅価格指数、住宅ローン金利
住宅取得能力指数、住宅市場指数の推移



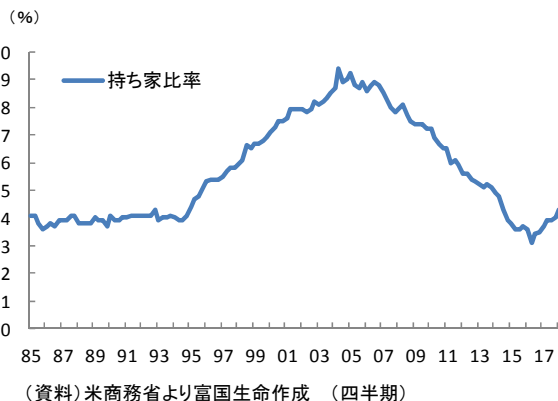
3. 人口動態は住宅需要に追い風

先行きの住宅需要を中長期的に左右する大きな要因の一つは人口動態である。その点では、米国は人口増加社会であり、人口増加とともに一定の住宅購入需要が生まれると考えられる。とりわけ世帯を形成し住宅を取得することが多い年齢層の人口動態が重要となるが、20 代後半から 30 代の人口は、米商務省センサス局による予測によれば、今後も堅調な増加が見込まれている（図表 3）。一方、住宅市場においては金融危機以降、所得・雇用環境の悪化などを背景に住宅購入から賃貸へと需要のシフトが生じ持ち家比率は低下傾向を辿ってきた。もっとも、足元では貸家世帯の増勢が一段落するなか、持家世帯が増加してきたことで、持ち家比率は下げ止まり、やや反発している（図表 4）。こうした中長期的な人口動態などの観点からみれば、一定の住宅購入需要が継続することが期待できよう。

図表 3. 年齢階層別人口



図表 4. 持ち家比率



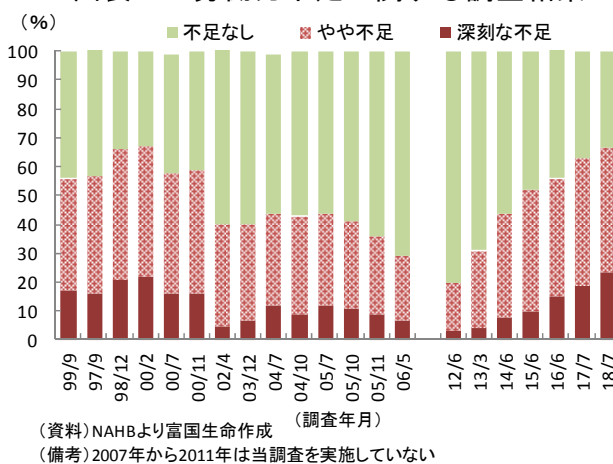
(資料)米商務省センサス局より富国生命作成

(資料)米商務省より富国生命作成 (四半期)

4. 供給面の制約から調整局面が長引く可能性

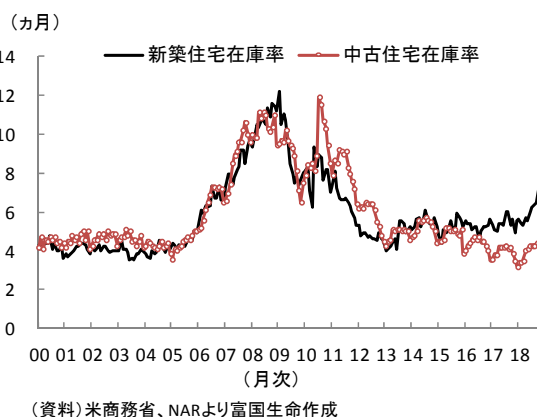
FRB が段階的に利上げを進めるなかでは住宅ローン金利の急激な低下は見込み難いことから、住宅販売件数の持ち直しには住宅価格の調整が必要と考えられる。しかし、米国の住宅市場は供給面から制約を受けており、それが住宅価格の上昇圧力となることで住宅価格は高止まりする可能性がある。建設業の労働者数は金融危機後の住宅市場の低迷を受けて 2006 年のピーク時から 2011 年には 7 割程度の水準まで減少した。その後、市場回復とともにピーク時の 85% 程度の水準まで回復したが、金融危機を経て建設業界から他の業界への転職が進んだ影響で熟練した労働力が不足しているとされる。また、失業率が 3% 台まで低下するなど米国全体として労働需給が引き締まるなかで、建設業界では十分な労働力を確保しにくくなっている。NAHB の労働力不足に関する調査によれば、2018 年 7 月時点で「深刻な不足」あるいは「やや不足」と回答した建設業者の割合は 66% と、金融危機前の 2000 年 2 月時点の 67% に匹敵する水準にまで達している（図表 5）。また、労働力不足が建設業者にどのような影響を与えたかという質問では、「より高い賃金の支払い」、「住宅価格の引上げ」、「期日内のプロジェクト完工の困難化」の 3 つが主な影響として挙げられ、その割合が年々高まっている。加えて、住宅用地の不足といった問題も抱えており、供給面の制約を背景として住宅在庫率が低位にとどまってきたことが、これまで住宅価格に上昇圧力をかけてきた。足元では、住宅販売の低迷を受けて、新築住宅は在庫率が上昇し、新築住宅販売価格の上昇ペースが鈍化しているものの、中古住宅については依然として在庫率は低位にとどまっており、販売価格の動向に大きな変化はみられない（図表 6、7）。特に中古住宅はこれまで供給が抑制されてきた影響もあるとみられ、住宅価格の高止まりが続く可能性がある。新築住宅についても、引き続き労働力不足という供給面からの制約による建設コストの上昇圧力に加え、貿易摩擦による建設資材への関税引上げも直接的に建設コストを押し上げる。このように米国の住宅市場においては、労働力不足という供給面からの制約による建設コストの上昇や外部的な価格上昇圧力も受けており、住宅価格が調整するには時間がかかる可能性がある。

図表 5. 労働力不足に関する調査結果

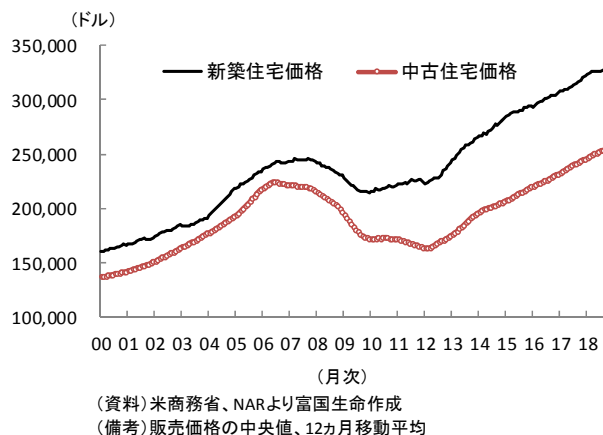


を与えたかという質問では、「より高い賃金の支払い」、「住宅価格の引上げ」、「期日内のプロジェクト完工の困難化」の 3 つが主な影響として挙げられ、その割合が年々高まっている。加えて、住宅用地の不足といった問題も抱えており、供給面の制約を背景として住宅在庫率が低位にとどまってきたことが、これまで住宅価格に上昇圧力をかけてきた。足元では、住宅販売の低迷を受けて、新築住宅は在庫率が上昇し、新築住宅販売価格の上昇ペースが鈍化しているものの、中古住宅については依然として在庫率は低位にとどまっており、販売価格の動向に大きな変化はみられない（図表 6、7）。特に中古住宅はこれまで供給が抑制されてきた影響もあるとみられ、住宅価格の高止まりが続く可能性がある。新築住宅についても、引き続き労働力不足という供給面からの制約による建設コストの上昇圧力に加え、貿易摩擦による建設資材への関税引上げも直接的に建設コストを押し上げる。このように米国の住宅市場においては、労働力不足という供給面からの制約による建設コストの上昇や外部的な価格上昇圧力も受けており、住宅価格が調整するには時間がかかる可能性がある。

図表 6. 住宅在庫率の推移



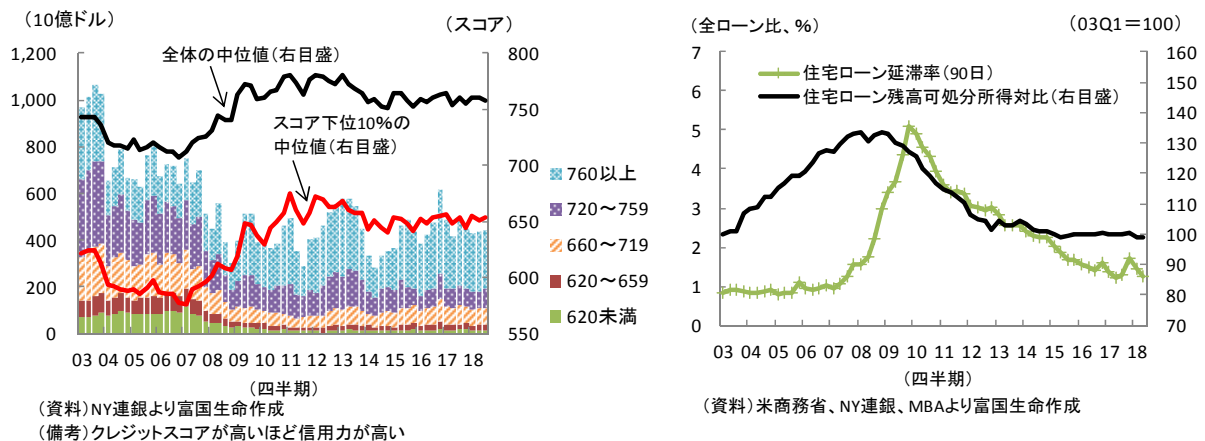
図表 7. 住宅販売価格の推移



5. 金融機関のバランスシート悪化を通じた住宅市場の下押しは限定的か

住宅ローン金利が上昇すると、借り手の返済負担が増し、住宅ローンの延滞や貸し倒れにつながりやすい。これにより金融機関のバランスシートが悪化すればローンの貸出基準の厳格化などを通じた信用収縮につながり、住宅市場を下押しする要因となる。ただ、現時点においては、こうした経路の悪影響は考えにくい。米国住宅市場は金融危機の震源地であったが、その中心となったのがサブプライム・ローンであった。この危機を経て米国の住宅市場は所得証明書の作成・登録など依然よりも厳格な基準を求められるようになったこともあり、借り手の信用力は以前と比べると大きく改善している。ニューヨーク連銀が公表するクレジットスコア別住宅ローン残高を金融危機前後で比較すると、相対的に高いクレジットスコアの借り手が増加しており、信用力が最も低いスコア 620 未満の層の借り手は決して多くない（図表 8）。また、その中位値をみても、金融危機前から大きく改善しているのが確認できる。住宅ローン延滞率の上昇もみられておらず、家計が保有する住宅ローン残高を可処分所得との対比でも、金融危機前のような大幅な積み上がりは確認できず安定した推移となっている（図表 9）。こうした現状を見る限り、住宅ローン金利の上昇が金融機関のバランスシートの悪化を通じて住宅投資の下押しとなるリスクは小さくなくさそうである。

図表 8. クレジットスコア別住宅ローン残高、 図表 9. 住宅ローン残高可処分所得対比、
クレジットスコアの中位値の推移 住宅ローン延滞率の推移



6. まとめ

所得の伸びを上回るペースで上昇する住宅価格に加え、足元の住宅ローン金利の上昇によって 2018 年入り後の米国住宅市場は調整局面にあるといえるが、住宅販売の低迷は当面続く可能性が高い。FRB が段階的に利上げを進めるなかでは住宅ローン金利の急激な低下は見込み難く、今後も高止まりすることが想定される。そのため、住宅販売件数の持ち直しのためには住宅価格の調整が必要と考えられるが、労働力不足という供給面からの制約に伴う建設コストの増加などにより価格調整には時間がかかる可能性がある。

もっとも、人口動態の観点からは住宅購入の可能性が高い年齢層の増加が見込まれることに加え、良好な雇用・所得環境を踏まえれば、大幅に住宅需要が落ち込むことは考えにくい。また、住宅ローン金利の上昇が金融機関のバランスシートの悪化を通じて住宅市場の下押しとなるリスクは大きくはないとみられることから、住宅市場の悪化に歯止めがかからず景気全体に悪影響が波及するような事態は避けられるであろう。

(財務企画部 大野 俊明)