

国内外経済の動向

米国の住宅市場からみたインフレ再燃のリスク

【ポイント】

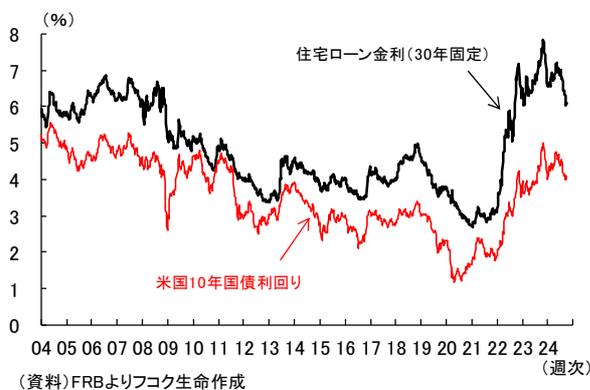
1. FRB の利下げによって、建設業者や土地開発業者向けローンの金利が低下することで建設コストが低下し、住宅の供給が増加することが期待される。
2. 他方、業者向けローン金利の低下だけでは供給を増やすことは難しい。規制緩和が重要な要素であるが、緩和を巡って米国内で分断もみられている。
3. 住宅に関する政策は大統領選挙の重要な争点の一つとなるだろう。選挙の結果次第では、今後住宅の供給に差が出る可能性もある。
4. 住宅の供給以上に需要が拡大し、住宅価格や家賃の再加速に繋がり、インフレが再燃するリスクに注意が必要だ。

FRB の利下げは景気を支える一方、インフレ再燃に繋がるリスクも抱えていると考えられる。本稿では、米国の住宅市場を中心に、インフレ再燃のリスクについて考察した。

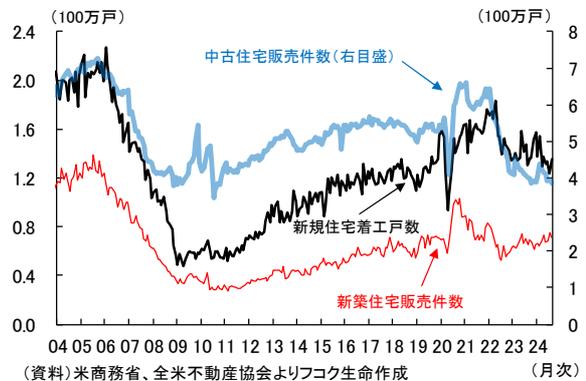
1. 2020 年以降の住宅市場－新規着工、販売、価格等の動向－

2020 年以降の新型コロナウイルス感染症拡大を受けて、住宅市場は大きく変動した。2020 年の 3 月に FRB（米連邦準備制度理事会）は緊急利下げを行い、政策金利の誘導目標を 1.50～1.75% から 0.00～0.25% まで引き下げた。国債等の買入れを行う量的緩和策も発表し、米国の 10 年国債利回りは急低下した。国債の利回りと連動性が高い住宅ローン金利は、2019 年 12 月に 3.8% 程度で推移していたが、2020 年 12 月末には 2.8% 程度まで低下した（図表 1）。住宅ローン金利の低下に加え、新型コロナウイルス感染症拡大を受けたリモートワークの拡大によって郊外の広い住宅の需要が高まったことを受けて、住宅販売は新築・中古ともに 2020 年から 2021 年にかけて急増した（図表 2）。

図表 1. 住宅ローン金利と米国債利回り



図表 2. 住宅の新規着工と販売



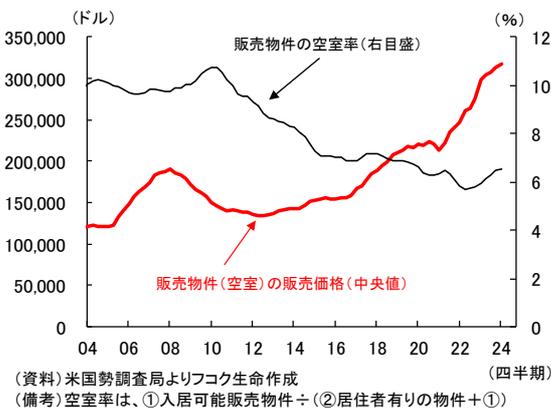
需要が急拡大する一方、在庫（供給）が少なかったことで需給がひっ迫して販売価格は上昇した（図表 3）。在庫が少ない理由は、低所得層向け融資（サブプライムローン）の不良債権化を発端とした 2008 年の金融危機（リーマンショック）以降、新規住宅着工が緩

やかな持ち直しにとどまり、住宅在庫が低水準だったためである。国勢調査局の統計で全米の住宅における販売物件と賃貸物件の動向をみると、販売物件の空室率は金融危機以降低下基調にあり、コロナ禍では一時 6%を割り込む低水準となった。販売物件同様に賃貸物件も供給が少ない状況のなか、賃貸物件の需要も高まり、募集家賃も大きく上昇した(図表 4)。こうした販売物件の価格上昇や賃貸物件の家賃上昇が、CPI (消費者物価指数) における帰属家賃など住居関連費用を押し上げ、その後の根強いインフレの一因となった。

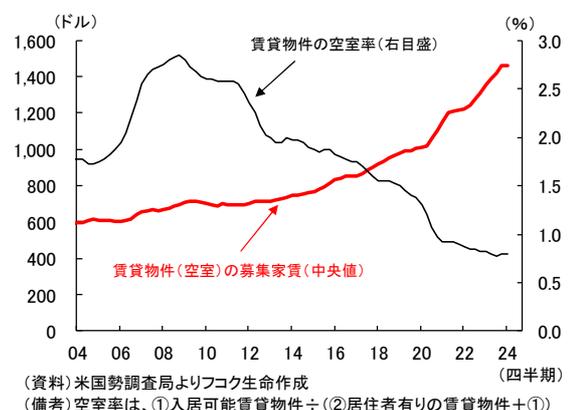
インフレを抑制するため、FRB は 2021 年 11 月以降国債買入れを減額し、2022 年 3 月には利上げを開始し、金融引締めに舵を切った。米国の 10 年国債利回りは上昇に転じ、住宅ローン金利も上昇した。利上げにより需要が抑制され、新規着工や新規住宅販売は 2020 年のピークから減少し、2019 年頃の水準に戻っている。中古住宅販売は金融危機時の 400 万戸程度まで大きく落ち込んでいるが、在庫が少ないことも大きい。利上げによって需要は幾分抑制されたとはいえ、販売物件と賃貸物件ともに空室率は依然低水準であり、住宅の需給はひっ迫した状態が続いているとみられる。

米国の持ち家比率は若い層を中心に低い。高い住宅価格と住宅ローン金利が落ち着けば、住宅需要は高まるだろう。問題はそのペースであり、需要を上回るペースで供給が増える必要がある。

図表 3. 販売物件の販売価格と空室率



図表 4. 賃貸物件の募集家賃と空室率



2. FRB は 0.5% の利下げを決定したが、利下げだけでは供給を増やすのは難しい

FRB は、2024 年 9 月 18 日の FOMC (連邦公開市場委員会) において、政策金利 (FF 金利) の誘導目標を 5.25~5.50% から 4.75~5.00% へ、0.5 ポイント引き下げた。足元で冷え込みがみられる雇用を支えるため、2022 年 3 月に開始した金融引締めを緩和方向に転換することを決定した。FRB は声明文で、米国経済は堅調に推移しているとしつつ、雇用環境が冷え込んでいることや、インフレ率は依然としてやや高い水準にあるものの、目標の 2% に向けての推移が続いている点を指摘した。同時に発表された FOMC 参加者による経済見通し (SEP) では、政策金利は 26 年末に 2.9% まで低下する見通しが示された。

FOMC 後の議長記者会見 (質疑応答) では、ある記者が、利下げによって住宅需要が増加し、住宅価格が更に上昇する可能性について質問した。パウエル議長は、低金利によるロックイン効果に触れ、高金利環境下では低金利で組んだ住宅ローンを持つ人々は借り換えにかなりの費用がかかるため家を手放さず、金利が下がればより多くの人々が動き始めるだろうと指摘した。そして売り手が増えると同時に、買い手が増えることを指摘しつつ、追加の需要がどれだけ生まれるかは不透明とも指摘した。問題は、住宅が十分に供給されていないことであり、人々は住みたい場所に家を見つけるのが難しく、そしてどこから住宅を供給するのだろうかと言及した。住宅の供給については FRB が解決出来る問題ではないとしつつも、利下げによって金利が下がって住宅市場が正常化することが

住宅所有者にとっての最善策であり、供給問題は建設業者などの住宅市場の参加者と政府の双方が対処する必要があることを指摘した。今後も住宅の供給が十分でなければ、住宅価格の上昇が続く可能性を認識しているとみられる。

住宅市場の参加者の意見の一つとして、NAHB（全米住宅建設業者協会）はFRBが利下げを決めた9月19日にコラム¹を公開している。NAHBは、FRBの利下げは建設業者や土地開発業者の融資条件に現れ、今後数週間で建設・開発業者向けローンの金利は0.25～0.50%程度低下するだろうと指摘した。また、ここ数四半期の全体的なインフレ率は予想よりも高いままであるものの、長期的には住宅供給の増加によってのみインフレを抑えることができるとし、住宅供給を阻害する要因として、効率的なゾーニング（住宅区画認定）の欠如について指摘している。

米国ではSingle-family zoningといった、戸建て住宅の専用地域があり、当該地域では集合住宅の建設が認められず、広い区画に戸建てが建てられている。当該地域は容積率が低く、効率的に土地を使うことが出来ていないと言われている。前述の記者会見の質疑応答でパウエル議長は「どこから住宅を供給するのだろうか」と発言しているが、こうした規制によって住宅供給が難しくなっている面を指摘していると考えられる。なお、戸建て住宅の専用地域に戸建て以外の住居の建設を認めるといった規制緩和は、連邦政府ではなく、州政府または州政府の下部単位の地方政府（郡、市区町村）の権限で行われる。

規制緩和を巡っては米国内で分断がみられている。住宅に関する規制緩和に前向きでリベラルな民主党と、戸建てに住むことは一種のステータスと考える保守の共和党という対比である。民主党が強い（議会の多数派を占める）州や地方を中心に規制緩和の動きが増えていることが指摘されている²。11月には4年に一度の米国大統領選挙が行われる。民主党、共和党はそれぞれ住宅供給を増やす政策を打ち出しており、住宅は一つの重要な争点となるだろう。

3. 住宅を巡る各党の政策－11月の大統領選挙－

民主党のハリス候補は、8月16日の演説において、住宅価格を抑制するため、大統領任期中の4年間で300万戸の新たな住宅と賃貸住宅を建設し、住宅不足を解消すると発表した。民主党は8月18日に9章から成る政策綱領³を発表し、3章の「コストの低減」のなかで住宅に関する政策を示した。主な政策として、①低所得の退役軍人等を含む50万世帯に家賃補助を拡大（地主に今後2年間、家賃上昇を5%に制限するか連邦税控除を失うか選択肢を提供）、②住宅一次取得者に1万ドルの住宅ローン税額控除と2.5万ドルの頭金を援助、③毎年の家賃の値上げ額に上限を設ける等、不当に賃料を搾取する地主の取り締まり、④開発業者が安価の賃貸住宅を建設するための税額控除拡大、などを掲げている。

①～③は住宅購入者や、賃貸住宅居住者からすればコストの低減に繋がると考えられるが、住宅供給に繋がるかは不透明感もある。住宅供給が十分に行われない状況で②の援助が行われれば、住宅需要が供給を上回る可能性もある。加えて、①の家賃上昇に制限をかけることは、大家側が家賃収入が伸び悩むこと懸念して、賃貸住宅建設を減らす可能性もある。④の税額控除は、FRBの利下げと合わせて建設コストを減らし、住宅供給を増やすことに繋がるとみられる。

トランプ候補を擁する共和党は、7月8日に政策綱領⁴を発表した。速やかに達成する20の約束と10章の政策方針から成り、20の約束は①国境封鎖、移民の侵入阻止、②米国史

¹ NAHB September 18, 2024 「The Fed's Easing Cycle Finally Begins」

² 学芸出版社 まち座『変わりゆくアメリカからさぐる都市のかたち』第2回「戸建て住宅専用地区の存廃論争が示す制度疲労」

³ 民主党ホームページ (<https://democrats.org/where-we-stand/party-platform/>)

⁴ 共和党ホームページ (<https://www.2024gopplatform.com/>)

上最大の強制送還作戦実行、といったやや過激な内容から始まる。政策方針の4章「アメリカンドリームを取り戻す」のなかで、住宅購入者を支援するため、インフレ抑制を通じて住宅ローン金利を引き下げ、連邦政府所有地の一部を開放して新規住宅建設を可能にすること、税制優遇措置や初回購入者への支援、住宅コストを上昇させる不必要な規制の削減などを掲げている。インフレ抑制に関しては、1章のインフレ対策において、主にエネルギー生産に関する規制を解除してエネルギー生産を増やし、エネルギーを中心にインフレを抑制する方針を掲げている。

政府所有地の一部開放は、新たな住宅建設地が供給されることになるため、住宅供給に繋がるとみられる。他方、住宅を供給するためには労働者が必要であるが、共和党の掲げる移民の阻止や強制送還といった公約は住宅建設の制約になる可能性がある。2020年の労働省の分析⁵では、建設労働者に占める NonNative（米国生まれでない人）の割合は26%と、労働者全体に占める18%に比べても高く、建設業における移民の重要性の高さが窺える。建設労働者における移民にどれだけ不法移民が含まれるかは定かではないものの、共和党は移民に対して、民主党よりも厳しい方針を取っており、相対的には移民の減少に繋がり、建設労働者が不足し、住宅供給が滞る可能性もある。

4. まとめ

FRBの利下げによって、住み替えを控えていた人々が動き出すことや、建設業者向けの金利が低下することで住宅の供給が増え、住宅価格が落ち着くことが期待される。他方、ゾーニングの問題もあり、住宅供給を大きく増やすのは現時点では難しそう。規制緩和を巡っては分断もみられ、大統領選挙の結果に影響を与える可能性もある。大統領選挙でどちらの候補が勝つかによって住宅供給に差が生まれる可能性もあるが、各候補の政策の実現は現時点では不確実性も高い。

なお、需要に関して、FRBへの利下げ期待による米国長期金利の低下を受け、住宅ローン金利は既に低下に転じている。住宅ローン金利（30年固定）は、ピーク時の2023年10月の7.79%から、足元9月末時点では6.08%に低下している（図表1）。MBA住宅ローン申請指数をみると、購入のための借入が増加しているわけではなく、まずは足元で借り換えの増加が目立っている。コロナ禍前に比べると住宅ローン金利の水準はまだ高いことが影響していると考えられるが、今後も住宅ローン金利の低下が続けば住宅購入のための借入も増えるだろう。供給を上回る需要拡大によって住宅価格や家賃が再び高騰し、インフレが再燃するリスクには注意が必要だろう。また、個人消費が増加してインフレ再燃に繋がる可能性もある。住宅ローンの借り換えによる毎月の支払額減少に加え、資産効果による消費の下支え効果も見逃せない。住宅価格の上昇継続に加え、FRBの9月の利下げを好感して、米国の株価は9月30日に最高値（NYダウ：42,330ドル）を更新している。

最後に、住宅を巡る問題はインフレだけではない点も指摘しておきたい。住宅価格と家賃の高騰により、住宅購入どころか賃貸住宅にさえ住むことが出来ず、ホームレスを経験する層も増えている。住宅都市開発省（HUD）の報告⁶によれば、全米でホームレスを経験した人の数は2019年の56.8万人から、2023年には65.3万人へ増加している。2007年の64.7万人から緩やかな減少が続いていたが、コロナ禍の数年間で増加に転じている。ホームレス増加は治安悪化の一因とも指摘されており、住宅価格と家賃の高騰の解決は喫緊の政治課題と言える。家を持てる者と持てない者との間の分断が広がり、政治不安に繋がるリスクもあり、米国の住宅を巡る動向には引き続き注視が必要である。

（財務企画部 藤巻 淳）

⁵ BLS April 2022 「The Construction Industry: Characteristics of the Employed, 2003–20」

⁶ HUD 「The 2023 Annual Homelessness Assessment Report (AHAR) to Congress」