

金融政策正常化の米国住宅市場への影響

<要旨>

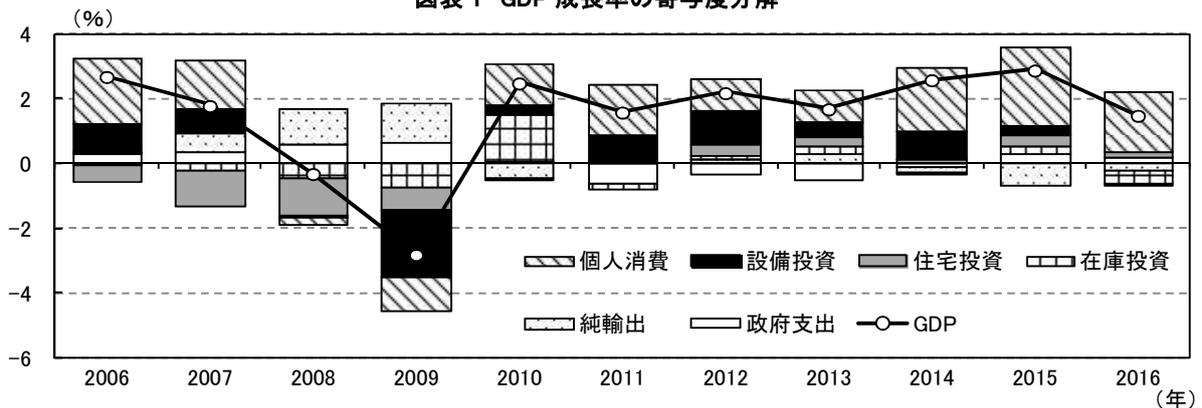
米国の住宅市場は、金融危機後の低迷から回復し、概ね堅調に推移している。米国は人口増加社会であること、特に、住宅の一次取得者層の人口が増加することが予測されることから、住宅投資がトレンドとして安定的に推移する素地があると考えられる。尤も、金融危機以降のこの10年間の経験は、そうしたトレンド要因よりもそれ以外の変動要因が大きく作用したことを示している。

今後、連邦準備制度理事会(FRB)の追加利上げが見通されるが、米国の住宅市場は、実需面では在庫率の低下、金融面においては、住宅ローンの借り手の信用状況の改善、延滞率の低下が進展している。同時に、好調な雇用環境や株高を背景に家計部門のバランス・シートは健全であり、トレンド要因以外の変動要因は金利上昇に対して相応の耐性を有していると考えられる。こうしたことから、天候等の特殊要因を除けば、米国の住宅市場は当面安定的に推移するものと考えられる。

1. 住宅投資の推移

金融危機の震源地になった米国の住宅市場は、その後、回復を続けている。住宅投資が米国のGDPに占める割合は、3～5%程度と然程大きくはないが、住宅価格が下落し始めた2006年から金融危機後の2010年までをみると、大きい時ではマイナス1%程度米国GDPの下押し要因となっていた(図表1)。住宅価格が落ち着きを取り戻した2012年以降では、平均して寄与度ベースで+0.3%程度で推移しており、安定的に米国の成長率を支える要因になっている。

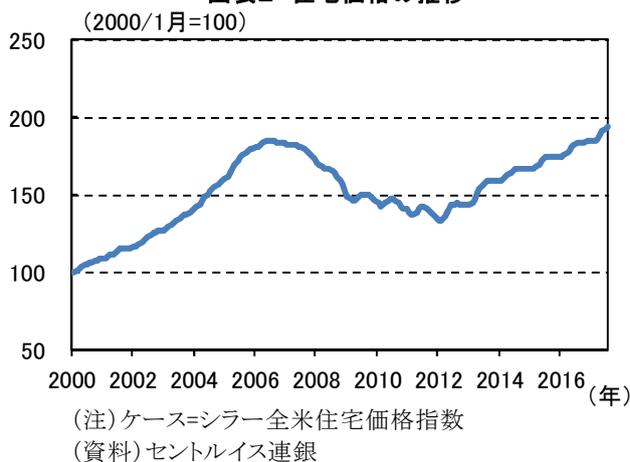
図表1 GDP成長率の寄与度分解



この間、住宅価格は、金融危機前のピーク時を上回る水準まで上昇しており、一部では過熱感を指摘する向きもある(次頁図表2)。連邦準備制度理事会(FRB)の追加利上げが見通される中、実際に利上げが実施された場合、住宅価格の大幅な下落もしくは住宅投資の大幅な減少というリスクも想起される。

そこで、本稿では、米国の住宅市場に対する、FRBの利上げの影響について検討する。

図表2 住宅価格の推移

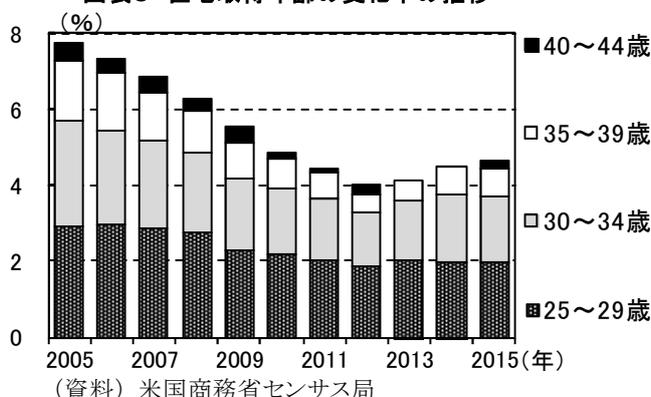


2. 人口動態と住宅需要

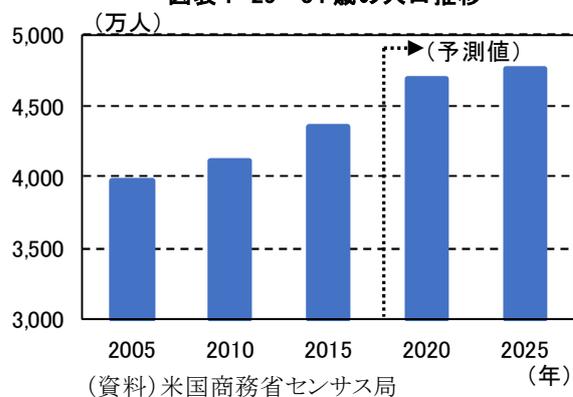
そもそも、長期的な観点に立てば、住宅投資には人口動態が重要である。日本とは対照的に、米国は人口増加社会であり、人口増加とともに、一定程度の住宅投資は維持されると考えるのが自然である。

特に、住宅を新たに取得する年齢層の人口が重要になることから、最初に、住宅の一次取得年齢を確認する。図表3は、2005年から2015年までの各時点において、25歳から44歳までの人達を対象に、5歳毎の4つの年齢区分に分け、ある時点のある年齢区分層に属する人達の持家率が、5年前の5歳若い年齢区分層に属していた人達の持家率と比較して、どの程度上昇したのかを示したものである¹。このグラフからは、25～34歳の年齢区分層に属する人の持家率の上昇幅が特に大きく、この年齢区分層が住宅の一次取得者の中心であることを表している。つまり、長期的な観点では、住宅需要は、この年齢区分層の人口の推移に依存していることになる。この年齢区分層は、2005年から2015年にかけて増加しており、更には、米国・商務省センサス局による人口見通しでも、増加を継続することが予測されている。この点からは、住宅投資にはトレンドとして増加し続ける要素があると考えられる(図表4)。

図表3 住宅取得年齢の変化率の推移



図表4 25～34歳の人口推移



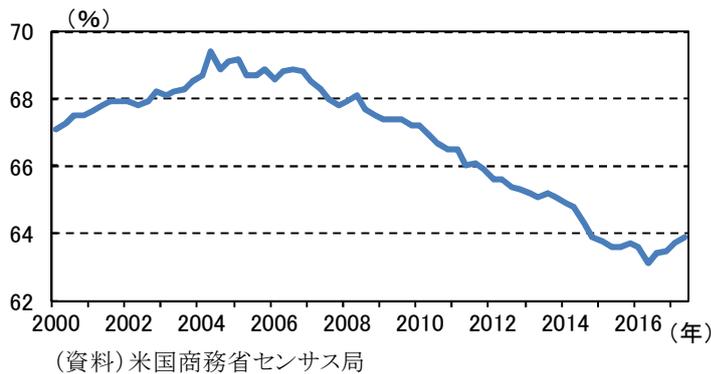
¹ 具体的には、2011年の「25～29歳」の2%という数字は、2011年に「25～29歳」に属していた人達の持家率が、2006年に「20～24歳」に属していた人達の持家率から2%増加したということを示している。つまり、概ね同一の年齢区分層に属する人達の持家率が、時間の経過によりどの程度変化するかを示したものの。

3. 住宅市場の変動要因

尤も、2000年代後半以降、我々が経験したことからも分かるように、住宅市場にはトレンド要因だけでなく、景気や金融環境等の変動要因も大きく作用する。先般の金融危機は、住宅投資が人口動態上は一貫して右肩上がりのトレンドに支えられていたにも関わらず、住宅バブルの生成と破裂の過程で、それ以外の変動要因がトレンド要因を大幅に上回って作用したことを示している。

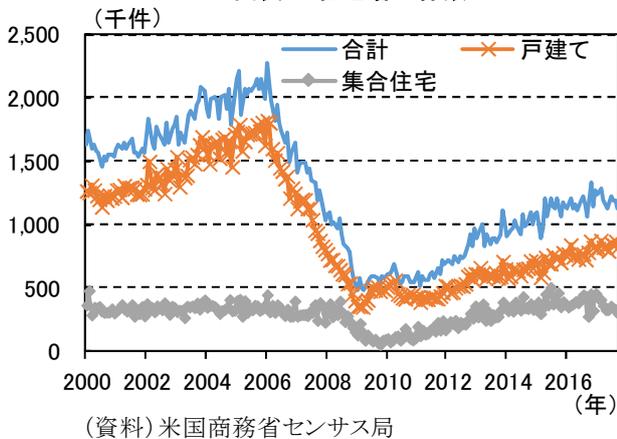
今後を占う上でポイントとなる要因として、金融危機後にみられた顕著な特徴の中から、ここでは持家率を採り上げたい。図表5から分かるように、2005年初をピークに、2016年後半に至るまで持家率は下落し続けてきた。

図表5 持家比率

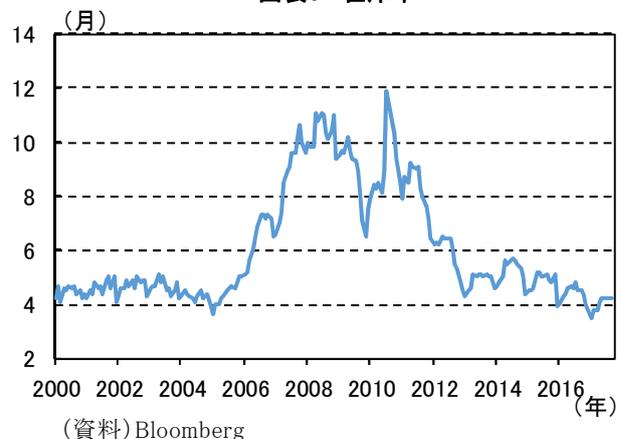


住宅着工件数を見ると、金融危機後に大幅かつ急速な減少を見せ、2010年頃を底に、回復に転じている(図表6)。2000年央から後半にかけての時期は、戸建ての減少幅が集合住宅の減少幅と比較して圧倒的に大きい。こうした現象からは、持家率の低下は住宅の購入から賃貸へのシフトを反映したもの、と解釈することが可能である。また、回復したとはいえ、足元の水準は金融危機前のピークと比較するとかなり低位に留まっており、当時よりも供給は絞られている。これを反映して、6か月分が適正水準とされる在庫率は足元で約4か月分と歴史的にも極めて低い水準にあり、むしろ不足感が示唆される状況にある(図表7)。こうした需給の引き締めは、金利上昇圧力に対して、ある程度住宅市場が底堅く推移する状況であることを示すものと考えられる。

図表6 住宅着工件数



図表7 在庫率



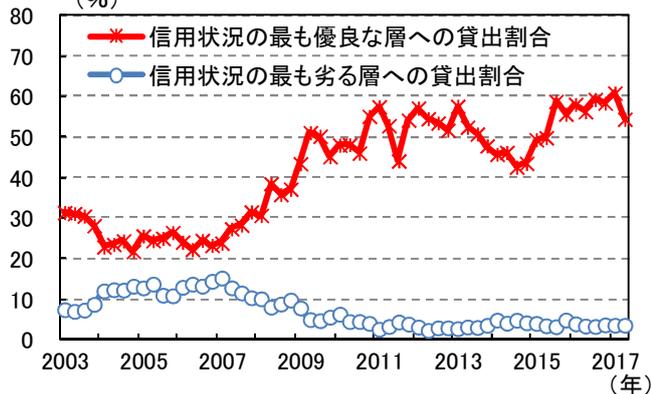
4. 家計部門を巡る金融環境について

住宅市場は先般の金融危機の震源地であったが、その際、特に問題視されたのは、必ずしも十分な収入があるとは言えない信用力の劣る人達に対する貸付の広がり(いわゆる、サブプライム・ローン問題)、そこから派生した家計部門の債務拡大であった。次に、これらの点について、足元の状況を確認する。

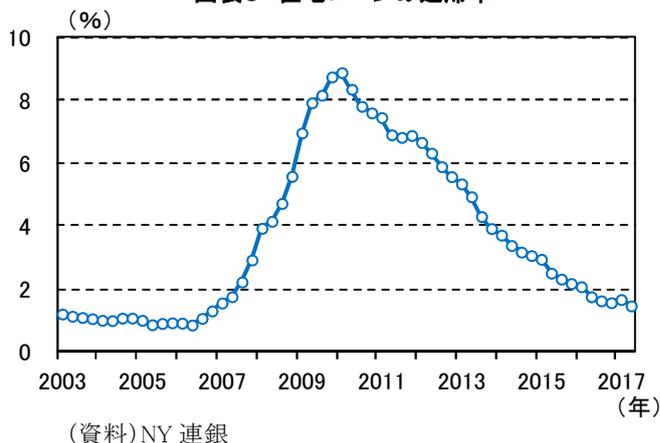
(1) 住宅ローンの信用状況

住宅ローンについては、金融危機発生前に、信用状況の最も劣る層への貸出が全体の10%を越える水準にまで増加したが、その後は、金融規制強化の流れもあって貸出割合は低下した。逆に、最も優良な層への貸出割合は金融危機以降上昇し、足元では60%近い水準に達している(図表8)。既に見たように住宅販売戸数が金融危機前からの水準からかなり低位に留まっているのは、信用状況の劣る層への販売が差し控えられているためと解釈できる。この結果、延滞率は金融危機以降一貫して低下傾向にあり、2000年代前半の水準に近付いている(図表9)。

図表8 住宅ローンの新規貸出と借り手の信用状況 (%)

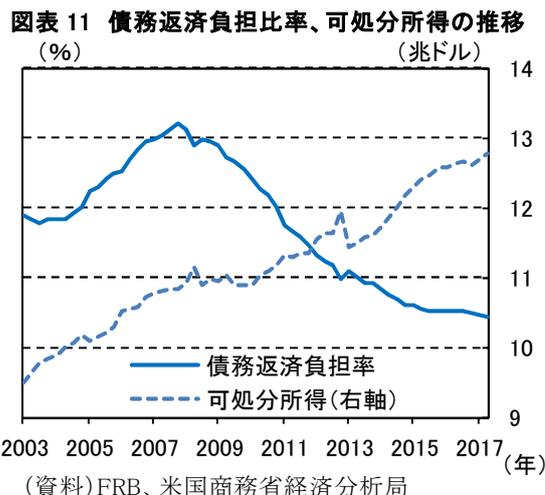
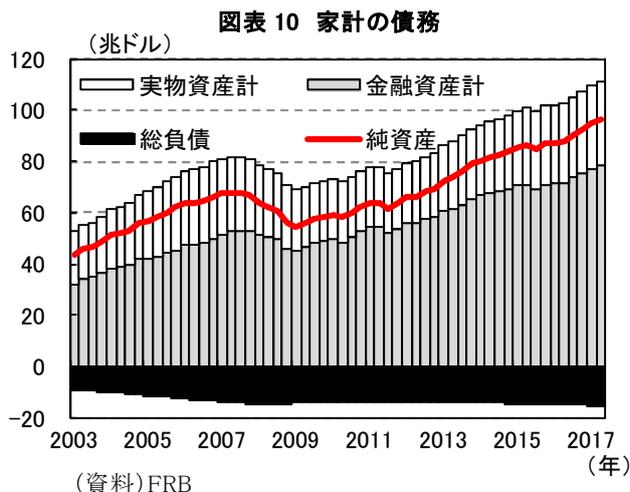


図表9 住宅ローンの延滞率 (%)



(2) 家計部門のバランス・シート、債務返済負担

堅調な雇用増や資産価格の好調さを背景に、家計部門の純資産は、足元では約92兆ドル程度にまで増加している(次頁図表10)。また、家計の住宅ローンに関する債務返済負担率(=元利払い/可処分所得)を見ても、可処分所得が順調に伸びていることもあって他の指標同様に、金融危機以降、低下している(次頁図表11)。



(3) 利上げに対する家計部門の耐性

前述のように、足元の住宅価格は金融危機前のピークの水準を越えているが、これは、信用力の劣る層が住宅ローンの借入れから締め出されたことにより、安価な住宅の供給が減少し、結果として住宅価格の押上げに寄与したことや、在庫率から示される住宅市場の需給の引き締め、あるいは、家計部門の資産の拡大を反映したものと考えられる(前掲図表2)。

米国では、今年末から来年にかけてFRBによる複数回の追加利上げが見通されており、実際に政策金利が引上げられれば、それに伴い住宅ローン金利も上昇するだろう。ただし、金利の急上昇は、2013年の「テーパー・タントラム」での経験からも分かるように、米国内のみならず、グローバルな資金フローに大きな影響を及ぼしかねない。このため、FRBは、金融市場が過剰反応を起こさないよう丁寧なコミュニケーションを行い、また、利上げのペース自体も緩やかなものにすると考えられる。従って、住宅ローンの借り手の信用状況が優良である事や家計部門のバランス・シートが改善している事、債務返済負担率の低さに鑑みれば、今後の金利上昇に対しても相応の耐性は保持されており、住宅購入意欲が削がれる可能性は低いと考えられる。

5. まとめ

住宅投資は、8月末から9月初にかけて複数の大型ハリケーンが米国南部を襲ったことから、短期的には減少を余儀なくされると思われる。ただし、今年末から来年にかけて見通されるFRBの追加利上げに対しては、人口動態上のトレンド要因に加え、住宅市場における需給バランス、住宅ローンの借り手の信用状況、家計部門のバランス・シートといった複数の変動要因については相応の耐性が備わっていると考えられることから、当面は、持続的な成長が見込まれると判断される。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。