

No. 5 0

調査レポート No. 1 6 - 3

2004 年 8 月

好調に推移する米国住宅投資に関する考察

中小企業金融公庫
総合研究所

(要旨)

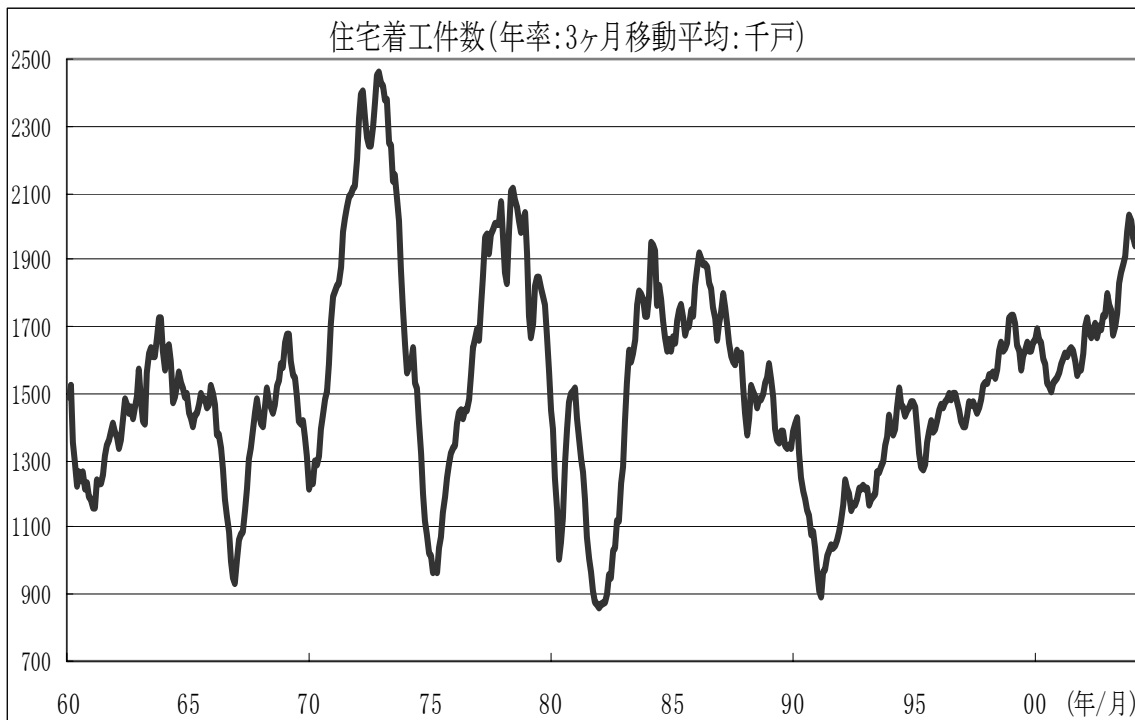
米国では、1992年以降異例ともいえる長期間にわたり活発な住宅投資が続いている。特に、2001年以降は、雇用・所得環境が必ずしも良好とはいえない中でも活発な投資が続いているが、背景には、モーゲージ金利の低下や資産価格の上昇等の要因に加えて、人口動態や持家比率の上昇といった構造的な要因があるものと考えられる。

一方で、個人消費に関しても、2001年以降は、雇用・所得環境の大幅な悪化にもかかわらず好調が続いているが、低金利や住宅価格の上昇を背景とした、住宅関連借り入れの増額借り換えや借り増しが、消費を支える要因の一つになっているものと考えられる。

現状の高水準の住宅投資が恒常的に続くことは難しく、今後一定の調整は避けられないものと考えられるが、人口動態等の構造的な要因については、当面大きな変化はないことから、長期的にみれば、住宅投資は底堅く推移するものと考えられる。ただし、現状の家計の債務負担比率の水準を考えれば、今後雇用・所得環境の大幅な悪化や金利の急上昇、あるいは資産価格の急落等、住宅投資を取り巻く環境に大きな変化があれば、家計の債務負担感が急激に高まり、一時的に大幅な調整が行われる可能性もないとはいえない。その際には、個人消費にも少なからず悪影響を与えることとなろう。

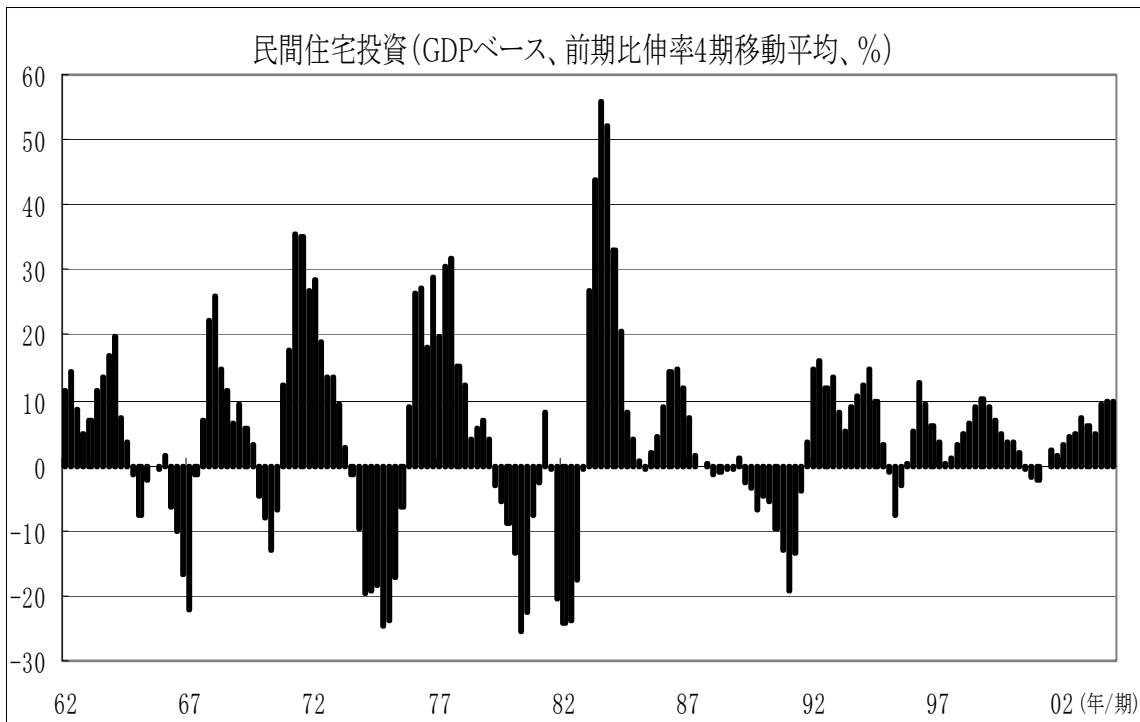
1. 住宅投資の現状

【図表1】



(資料) 米国商務省

【図表 2】



(資料) 米国商務省

【図表 1】は 1960 年以降の月次の住宅着工件数の推移をみたものである。現在は 80 年代半ばに続いて、60 年以降で 4 回目の住宅投資ブームともいえる状況にあることがわかる。

過去 43 年間の月次の平均着工件数が年率で約 153 万戸であるのに対して、直近の着工件数は年率で 200 万戸を超える月もあり、水準的にも非常に高い。

【図表 2】は 1962 年以降の、GDP ベースの民間住宅投資の前期比伸率の推移をみたものである。着工件数だけでなく、金額面からみても、92 年以降、調整らしい調整はほとんどなく、安定した好調ぶりがうかがえる。

今回の状況を、過去の好調時と比べると、以下のような差異、特徴がみられる。

- ・今回は、途中若干落ち込むことはあったものの、92 年以降、12 年以上という長期にわたって、殆ど調整らしい調整もなく増加基調が続いている。
- ・過去の好調時をみると、水準自体は今回より高い時期もあったが、いずれの場合もピークにいたるまでの期間が比較的短かく、かつその後は大幅な調整を経験している。今回は増加テンポが比較的緩やかな替わりに、調整も短期間かつ小幅で、すぐに回復に転じており、明確に調整といえるような時期がなく増加基調が続いている。

そうした状況が、現状の米国の住宅投資は加熱気味で、いずれ大きな調整が避けられないとの懸念の背景となっている。

本稿ではまず、雇用・所得環境、金利、資産価格等に焦点をあてて、好調な住宅投資の

背景を探ってみる。住宅投資は、一般的に支払いが長期にわたり、かつ大きな負債を抱えることになるため、雇用・所得環境や借入れ金利、あるいは家計の資産状況等が、投資判断や住宅ニーズに大きな影響を与えると考えられるためだ。

次に、そうした経済的な要因に加えて、それ以外の何らかの構造的な要因が、少なからず影響を与えている可能性もあるため、ここでは特に人口動態や持家比率に焦点を当てて、検討を行ってみる。

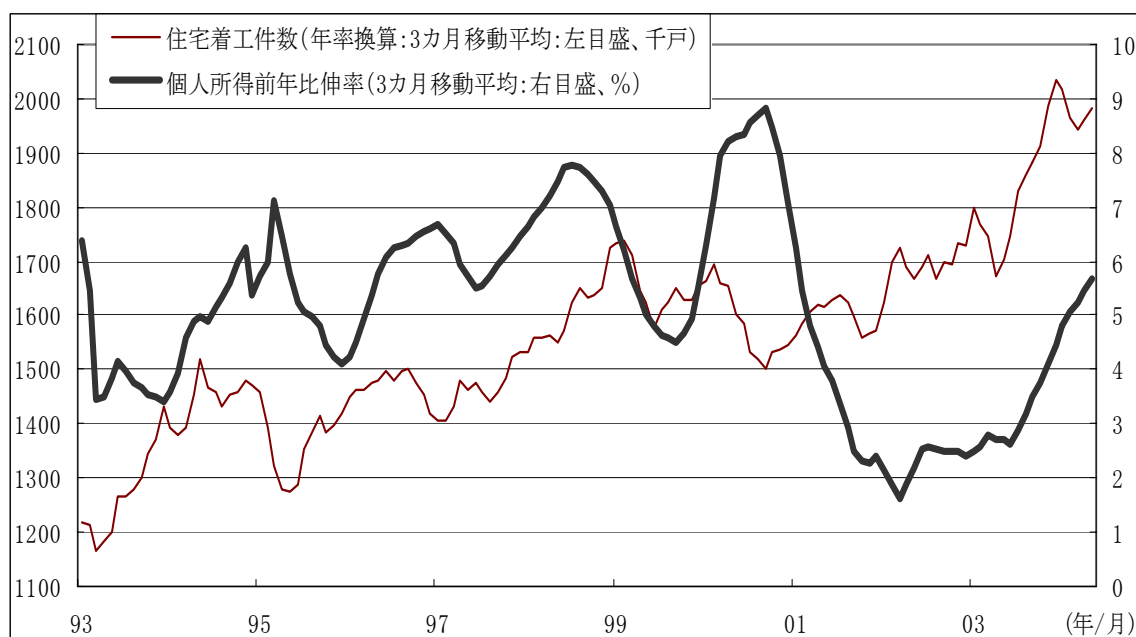
2. 雇用・所得要因

【図表3】



(資料) 米国商務省、米国労働省 (注) 失業率は上方にいくほど低い

【図表4】



(資料) 米国商務省

【図表 3】は、失業率の推移と住宅着工件数の関係をみたものである。失業率は長期にわたる低下基調が続いた後、IT不況の影響等から 2001 年を通して急上昇し、その後は景気の回復にもかかわらず高止まりの状態が続いている。

【図表 4】は個人所得の前年同期比伸率と住宅着工件数の関係をみたものである。個人所得は 90 年代は波はあるものの、水準的には高い伸びが続いたが、失業率の上昇に歩調を合わせようとして 2001 年を通して伸率が急激に低下した後、2003 年後半にかけては、低い伸びが続き、足元では再び伸びが高まっている。

その間の住宅着工件数をみると、90 年代は失業率や所得の伸率との間に緩やかな相関関係が認められるが、2001 年以降は、失業率の大幅な上昇、高止まりや所得の伸びの大幅な鈍化にもかかわらず、住宅着工件数は一貫して増加基調が続いている。2001 年以降は、雇用・所得環境が必ずしも良好とはいえない中で、住宅投資は好調を維持しており、雇用や所得以外の何らかの要因が、住宅投資を支えていることが考えられる。

3. 金利要因

【図表 5】



(資料) 米国商務省、FRB (注) 金利は上方にいくほど低い

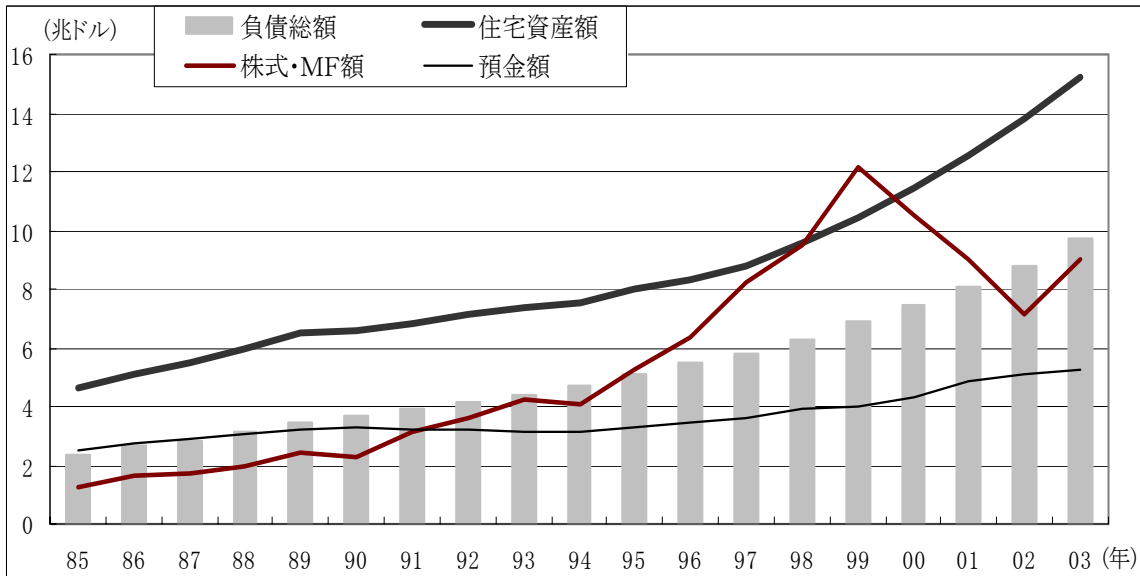
【図表 5】はモーゲージローン金利(期間 30 年、固定)の推移と住宅着工件数の関係をみたものである。モーゲージ金利は、2000 年半ばからは金融当局の積極的な金融緩和姿勢を受けて低下基調が続いており、足元反転の兆しはあるものの、水準的には低い状況が続いている。

その間の住宅着工件数の推移をみると、モーゲージ金利との強い相関が認められる。特に 2001 年以降は、モーゲージ金利の大幅な低下が、住宅投資を支える一つの重要な

要因となっているものと考えられる。

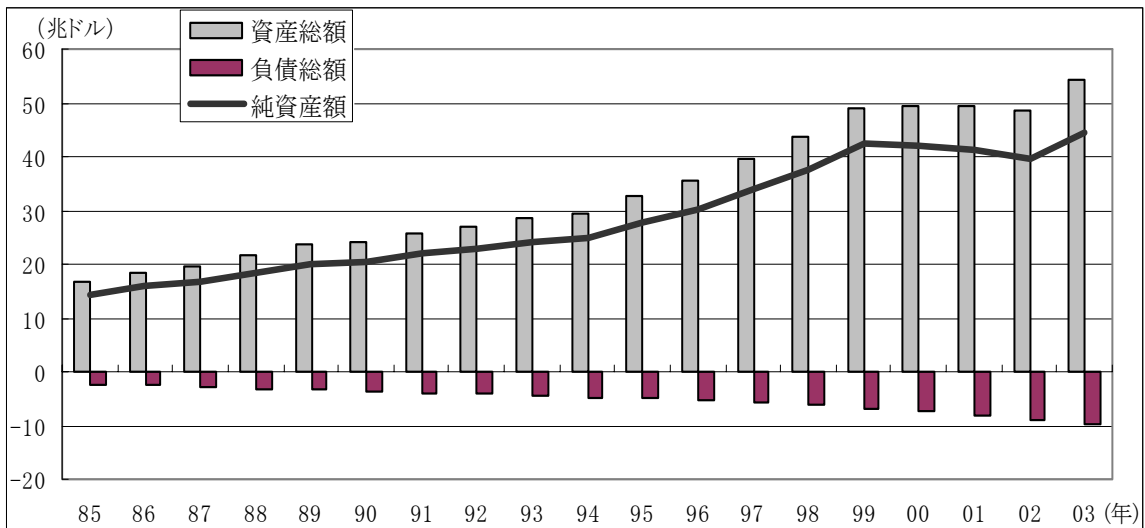
4．資産価格要因

【図表 6】



(資料) FRB

【図表 7】



(資料) FRB

【図表 6】は家計の住宅資産価額、株式・ミューチュアルファンド価額、預金額及び負債総額の推移をみたものである。負債総額の伸びが預金総額の伸びに比べて高く、直近では預金総額の 1.8 倍を超える水準となっている。

一方で住宅や株式等の価格上昇を背景に、資産額も大幅に増加している。特に住宅資産価額は一貫して上昇しており、97、8 年頃からは上昇ペースが拡大している。住宅資産価格の着実な上昇は、住宅購入に安心感を与え、新規住宅投資を促進するだけで

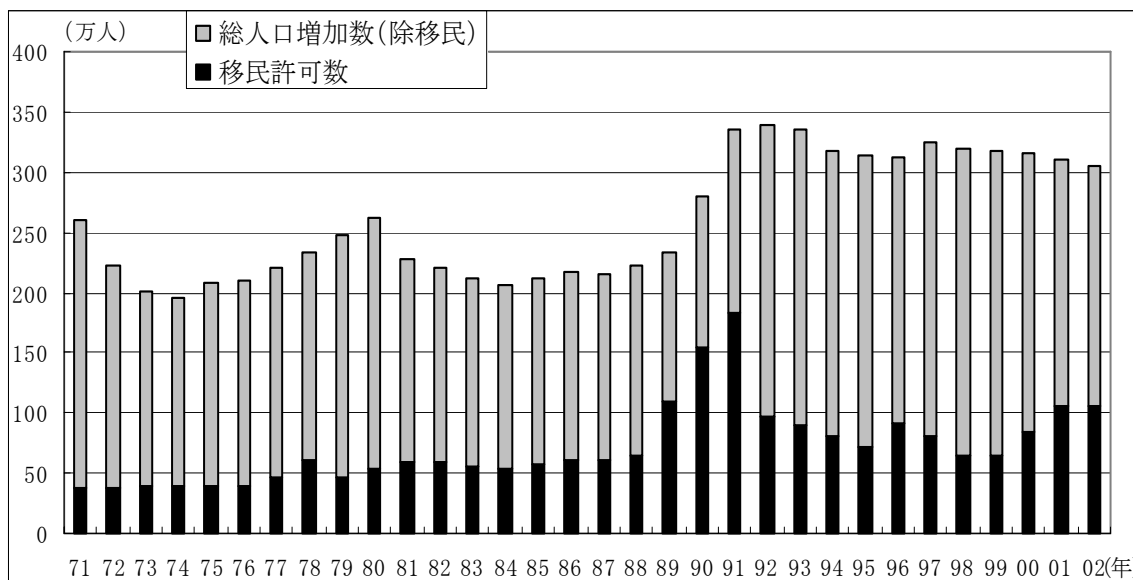
なく、住み替え等も容易となることから、既住宅取得者の住宅投資も誘発しているものと考えられる。

株式等の価格については、2000年から02年にかけて大幅に下落したことから、家計心理を悪化させ、消費意欲を減退させることが懸念されたが、結果的に住宅価格の上昇が下支えし、純資産総額の低下は緩やかなものに留まった。

【図表7】は、家計の純資産価額の推移をみたものである。1999年以降は概ね横ばい推移となっているものの、2003年末で約44.4兆ドルと高水準を維持している。

5. 人口動向と持家比率要因

【図表8】



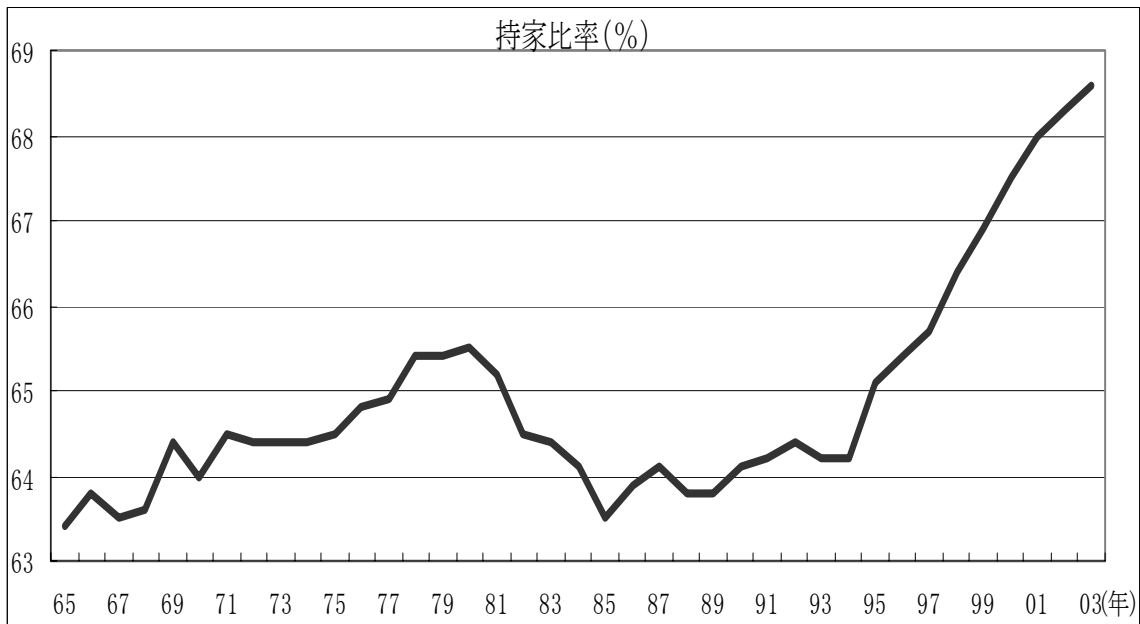
(資料) 米国商務省

【図表8】は1971年以降の人口増加数の推移を見たものである。32年間の平均で見ると、毎年約260万人強増加してきたことになるが、71年から90年の20年間の平均増加数が毎年約225万人であったのに対して、91年以降の12年間では平均で毎年約320万人増加しており、91年以降は明らかに人口増加の勢いが増している。

要因は幾つか考えられるが、同じ期間をとって移民の許可件数の推移を見てみると、前者が年平均約58.6万人であるのに対して、後者は約93.5万人と大幅に増加しており、移民の増加が、人口の増加テンポ拡大の一つの要因となっていると考えられる。移民を認められた人々にとっては、住居の確保は喫緊の課題であり、その大幅な増加は比較的短期間に住宅需要を押し上げることになる。

移民には相対的に中・低所得者が多いと考えられ、住宅取得資金の確保は必ずしも容易ではないが、米国では、移民に限らず中・低所得者等の住宅取得を容易にするため、法規制、民間金融機関に対する指導、連邦住宅抵当公庫等政府援助法人の活用等、様々な支援プログラムが用意されており、住宅取得をサポートしている。

【図表 9】

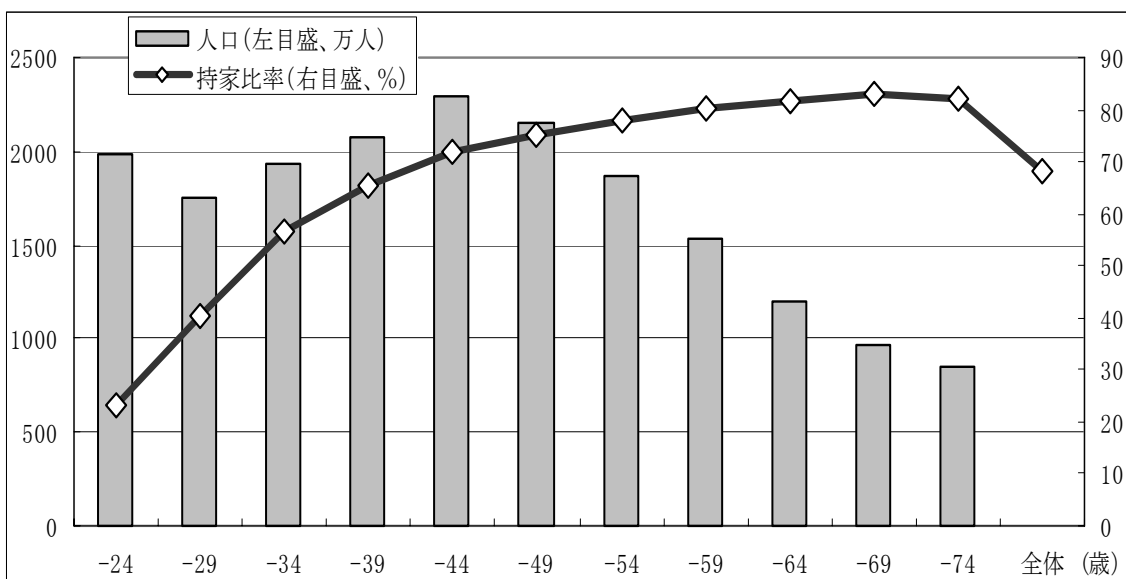


(資料) 米国商務省

【図表 9】は持家比率の推移をみたものである。持家比率は 1970 年代末に向けて長期的に緩やかな上昇基調を辿った後、80 年代半ばにかけては一旦低下し、その後 90 年代前半までは概ね横這い状態が続いたが、95 年以降は一貫して上昇が続いており、2003 年には 68% を超える水準となっている。

持家比率は僅かな上昇・下降でも住宅需要に与える影響は大きく、95 年以降の持家比率の上昇が、住宅投資の増加に大きく寄与をしているものと考えられる。

【図表 10】



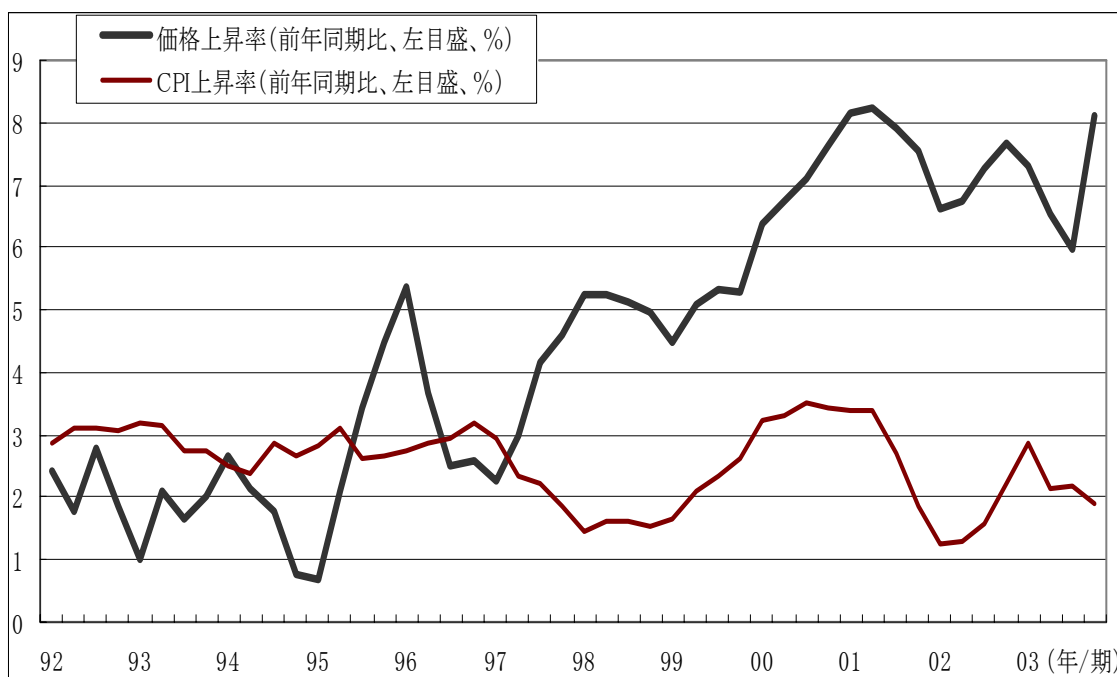
(資料) 米国商務省

(注) 24 歳以下の人口数については、0 歳から 24 歳までの人口総数を 5 で割ったもの

【図表 10】は年代層別の人口数とそれぞれの層における持家比率の状況をみたものである。持家比率については、40代前半に向けて大幅に上昇し、それ以降も緩やかな上昇が続いており、年齢層が高くなるほど持家比率が高いという状況がみてとれる。人口の分布状況をみると、20代後半に若干の窪みはあるものの、49歳以下の各層ともに平均的にかなりのボリュームがある。今後これらの各層が、より持家比率の高い年齢層へと順次シフトしていくことを考えると、人口構成及び持家比率の面からは、当分の間は着実に住宅需要が発生することが予想される。

6. 住宅価格及び債務負担比率

【図表 11】

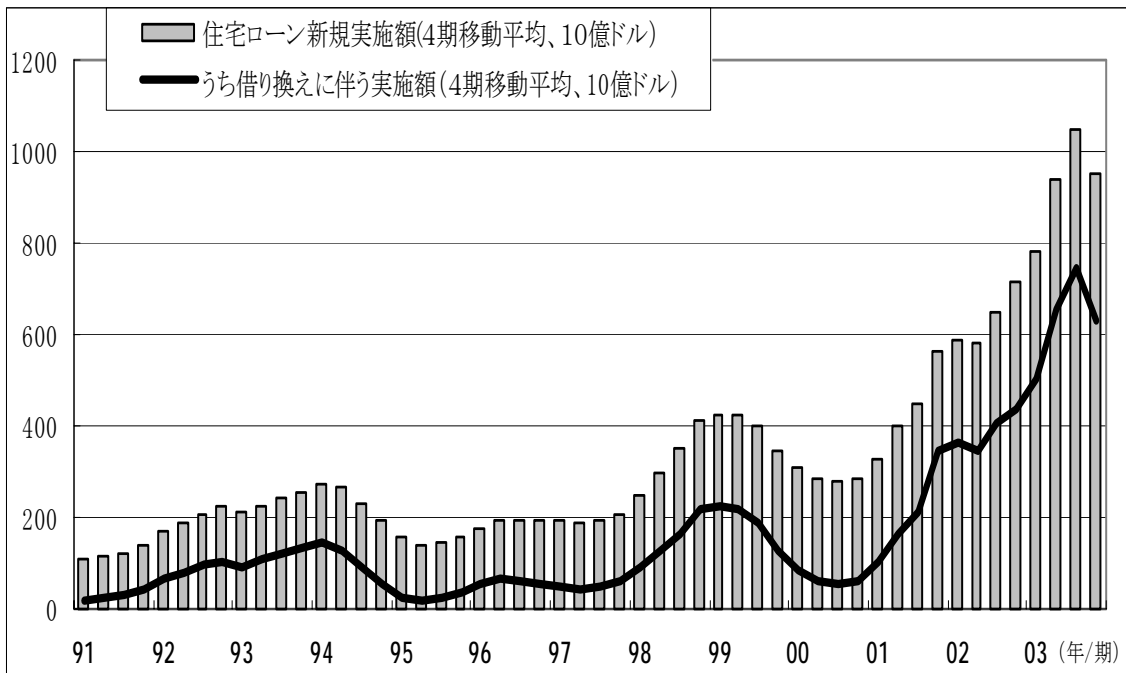


(資料) 米国労働省、OFHEO

【図表 11】は、住宅価格の上昇率の推移を消費者物価指数(CPI)の上昇率の推移と比較したものである。住宅価格の上昇率は、1997年の初め頃までは、概ねCPIの上昇率を若干下回る水準で推移していたが、97年以降は上昇率が大幅に高まり、2000年以降は6%を超えるような高い上昇率が続いている。

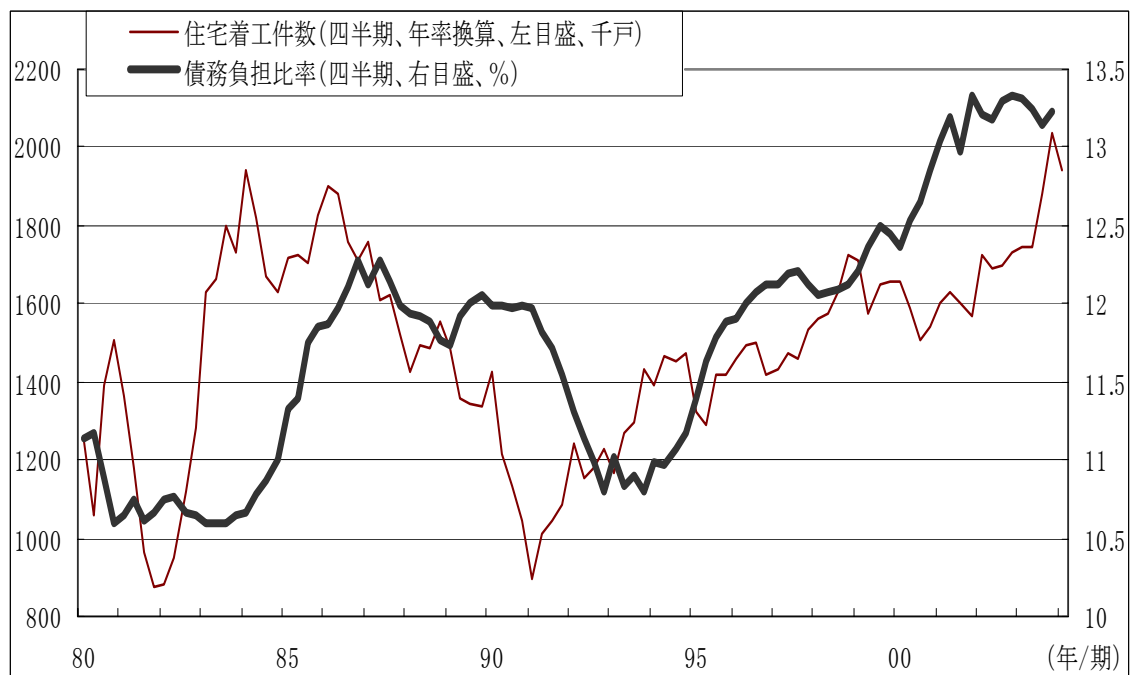
CPIの上昇率は、97年以降も2-3%の範囲内で落ち着いた動きとなっており、住宅価格の上昇率との乖離が非常に大きくなっている。従って、CPIの上昇率との比較という面では、97年以降の住宅価格の上昇率はやや高すぎるという見方もできる。

【図表 12】



(資料) 米国抵当銀行協会

【図表 13】



(資料) 米国抵当銀行協会、OFHEO、FRB

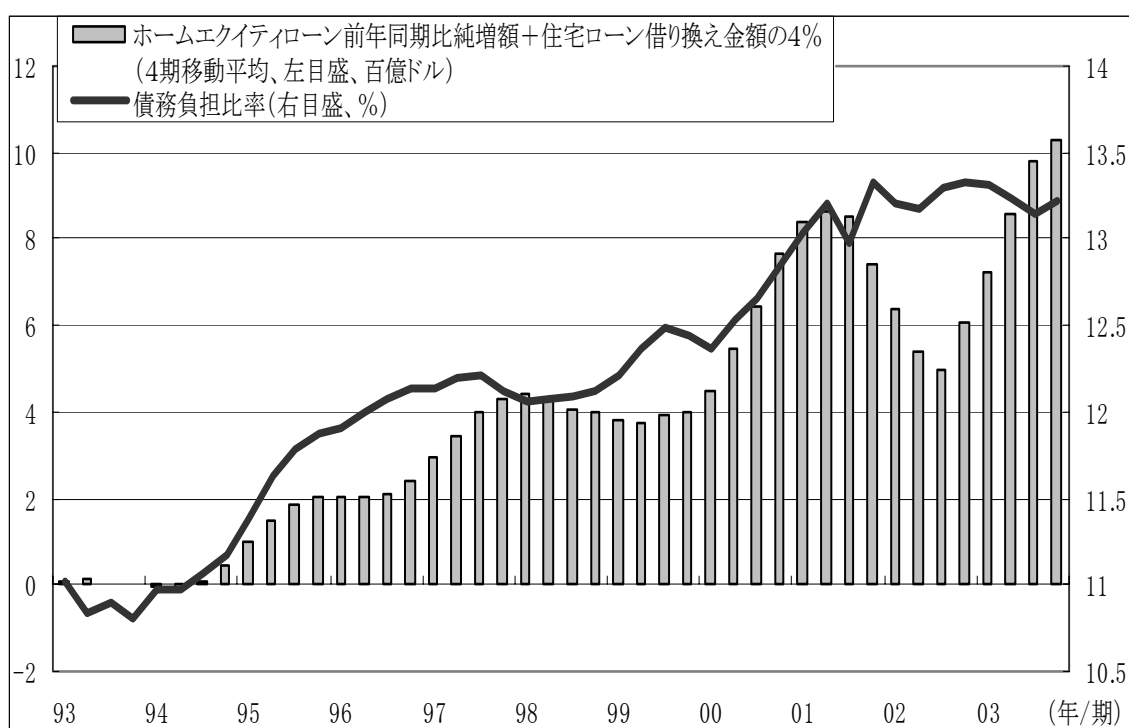
【図表 12】は住宅ローン新規実施額の推移をみたものである。2001 年以降実施額が大幅に増加しているが、増加分の相当部分を借り換えに伴う実施額が占めており、新規実施額は緩やかな増加にとどまっている。

【図表 13】は、住宅価格の上昇率と金利をマイナス 1 倍したものの和の推移を、住宅

ローンの借り換え実施額の4%（93年以降の住宅価格の前年比上昇率の平均値が約4.8%であることから、借り換えにかかる増額分を4%とした）と住宅ローンの借り増しの一つであるホーム・エクイティ・ローン（HEL）の前年比の純増額の合計額の推移と比較したものである。通常住宅ローンの借り換えは、金利低下局面で増加し、住宅ローンの借り増しは住宅価格上昇と金利低下が同時に起こった時に増加する可能性が高いと考えられるが、米国では、特に2000年以降、住宅価格の大幅な上昇と金利低下が同時に発生しており、住宅ローンの借り換え実施額及びHELの前年比純増額が急増している。

7. 住宅関連借り入れと消費

【図表 14】



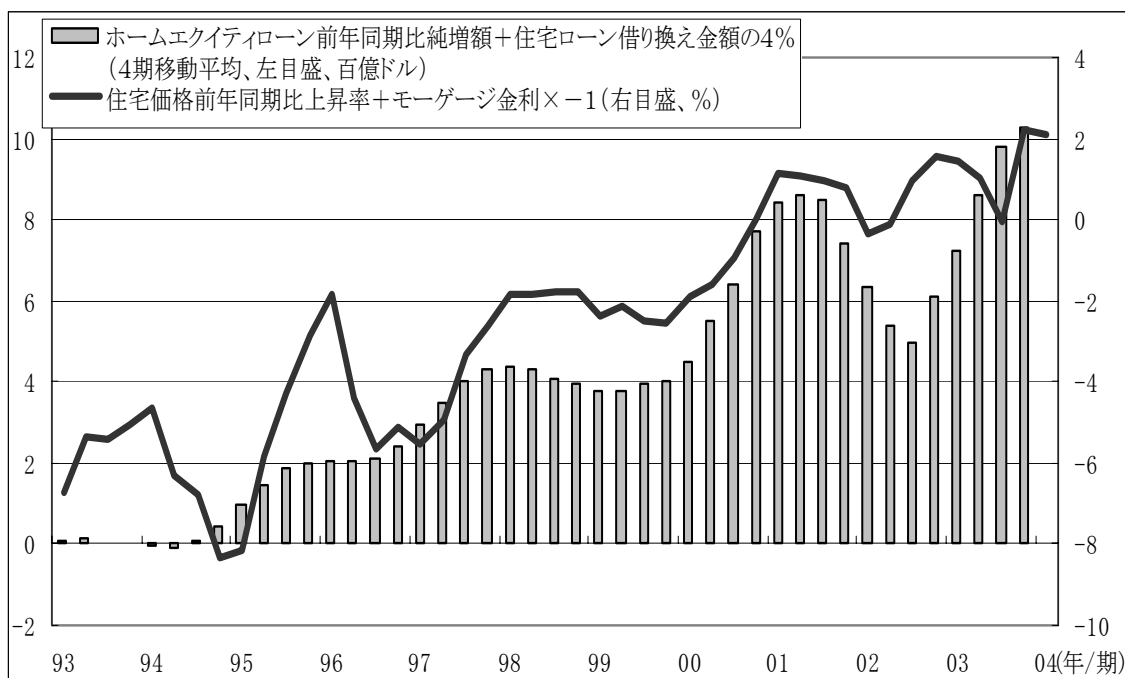
（資料）米国抵当銀行協会、商務省、FRB、

【図表 14】は、住宅ローンの借り替え実施額の4%とHELの前年比純増額の合計額の推移と給与所得及び個人消費の前年比伸率の推移をみたものである。米国においては、住宅ローンの借り換え手続きが比較的容易でかつコストも低く、支払い利息にかかる税務上の優遇措置も日本に比べて大きいことから、住宅価格の上昇、金利の低下にあわせて、住宅ローンの増額借り換えや借り増しを機動的に行い、消費に充てることが指摘されている。

個人消費の動向は所得の動向に強く影響を受けると考えられるが、2001年前半までは、個人給与所得の伸率と個人消費の伸率には概ね相関関係が認められる。しかしながら、2001年後半以降は、給与所得の伸びが極めて低い水準にとどまっているにもかかわらず、消費は比較的底堅く推移しており、住宅ローンの増額借り換え分やHELの実行に

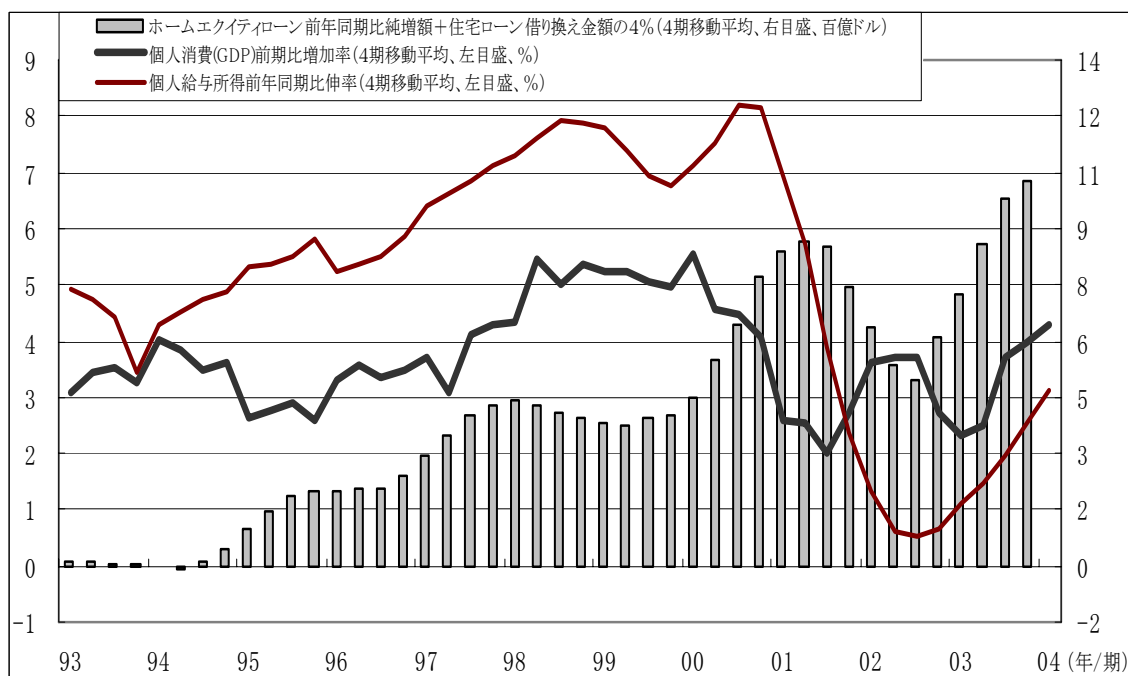
伴う取得資金が、消費を下支えしているものと考えられる。

【図表 15】



(資料) 米国商務省、FRB

【図表 16】



(資料) 米国抵当銀行協会、OFHEO、FRB

金利低下、住宅価格上昇下での住宅ローンの借り増しや借り換えにおいては、借入残高自体は増加しがちだが、一方で利払い負担は低下することや、取得資金を既往の高

金利借り入れの返済資金に充当するケースもあるため、一概に利息の支払いや元本返済負担が増加するとは言いがたい。しかしながら、所得の伸びが鈍化する中で、低金利や資産価格の上昇を背景に家計は積極的に借り入れを行っており、トータルでみた所得に対する債務負担比率の状況には注意が必要である。

【図表 15】は住宅着工件数と家計の債務負担比率の推移をみたものである。家計の債務負担比率は、住宅着工件数の動きに概ね沿う形となっている。1980年代半ばに大幅に上昇したあと90年代初めにかけて高い水準が続き、その後は一旦大幅に低下したものの、95年以降再び上昇基調となっている。2001年以降はようやく上昇に歯止めがかかり、概ね横ばいでの推移となっているものの、水準自体は歴史的にみても高いといえる。

【図表 16】は、住宅ローンの借り替え実施額の4%とHELの前年比純増額の合計額と家計の債務負担比率の推移を見たものである。2000年以降、住宅ローンの増額借り換えや借り増しも、債務負担比率の増加に少なからず影響を与えていることが考えられる。

雇用・所得環境が比較的厳しく、所得の伸びが鈍化する中であっても、家計が住宅関連借り入れ等を活用しながら、活発な消費を行っていることが、債務負担比率の大幅な上昇の一因となっていると考えられる。

8. 住宅投資の今後の見通しと留意点

モーゲージ金利は足元上昇基調にはあるものの、水準自体は依然として低く、住宅資産価格も高い伸びが続く等、これまで好調な住宅投資を支えてきた要因には、今のところ大きな変化はない。またここにきて雇用・所得環境にも改善の兆しが見える等、好材料はあるものの、現状の水準での投資が恒常的に続くことは考えにくく、今後一定の調整は避けられないものと考えられる。

しかしながら、人口動態面等の構造的な要因は、引き続き住宅投資を下支えするものと考えられ、長期的にみれば住宅投資は、比較的高い水準で推移していくものと考えられる。

懸念材料としては、米国では既に超低金利政策の解除に向けた動きが始まっていることがある。FRBは景気の状態を慎重に見極めながら、きめ細かい調節を行っていく姿勢を変えていないが、現状の債務負担比率の水準等を考えれば、仮に金利の急上昇、あるいは資産価格の急激な下落や家計所得の大幅な減少というような事態が発生すれば、家計の資金繰りが急速に悪化し、借り入れの返済や利払いに支障をきたすという事態が発生する可能性がないとはいえない。その場合には、住宅投資のみならず、住宅価格の上昇に伴う住宅関連ファイナンスにも支えられた個人消費の動向にも、少なからず悪影響を与えることは避けられないであろう。

(田中文男)