



Washington D.C. Political and Economic Report

Tomoyuki Oku 奥 智之

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, toku@us.mufg.jp

ワシントン情報 (2007 / No.007)

2007年2月20日

米国住宅低迷は底打ちか？

昨年第4四半期の米国経済は年率3.5%の力強い実質成長を見せ、住宅市場諸指標も相次いで改善の兆しを見せた。2007年の米国経済は住宅市場低迷と共に潜在成長を下回る減速局面を迎えるという見通しを上向きに修正するエコノミストもいるようだが、まだまだ予断は許さない。今年1月の住宅着工件数は前期比14.3%減少し、過去10年来の最低水準に低落。金融市場ではサブ・プライム住宅融資に対する懸念が高まりを見せている。

【最近の住宅市場指標】

昨年12月の住宅市場指標は、足元の住宅市況改善を感じさせる内容だった。住宅着工件数は先行指標の着工許可件数と共に、それぞれ前期比4.5%（季節調整済み年率164万2千件：前年同期比では18.0%減）および5.5%（同159万6千件：前年同期比では24.3%減）増加。中古住宅販売件数は前期比0.8%減（季節調整済み年率622万件：前年同期比では7.9%減）とわずかながらに再び下げ戻したが、新築住宅販売件数（単世帯）は同4.8%増となる年率112万件に達した（前年同期比11.0%減）。在庫率についても、住宅在庫供給月数は新築（単世帯）で前期比3.3%減の5.9ヶ月（前年同期比22.9%増）、中古では同6.8%減の6.8ヶ月（前年同期比33.3%増）と、それぞれ2006年7月および10月のピークから減少を継続。住宅価格中央値は、新築（単世帯）が前期比1.2%増の23万5千ドル（前年同期比1.5%減）、中古が同2.3%増の22万2千ドル（前年同期より変化無し）と、価格低下を示した前月の水準から共に反発している。

市場関係者の間には、こうした住宅統計指標の動向から市況低迷は底を打ったと判断する向きもある。住宅建設業者の市況感を示す全米住宅業協会（NAHB）住宅市場指数は2006年9月の30を底に反発し、今年1月には35、2月に至っては40と改善を続けた。しかし一方においては、過去数ヶ月間の市況改善は住宅ローン金利低下や例年になく暖冬という特別な要因を反映した一時的な小康状態に過ぎないとみなす意見もある。2月16日の商務省発表によると、今年1月の住宅着工件数は前期比14.3%減の季節調整済み年率140万8千件（前年同期比37.8%減）に再び急落し、過去10年来の最低水準を記録した。着工許可件数も前期比2.8%（前年同期比28.6%減）の反落を示すなど、住宅市場統計は依然として斑模様の様相を呈している。

【住宅市況とその経済的影響の見通し】

連邦住宅抵当公庫（Fannie Mae）は1月17日、米国住宅市況および経済全般に関する概観報



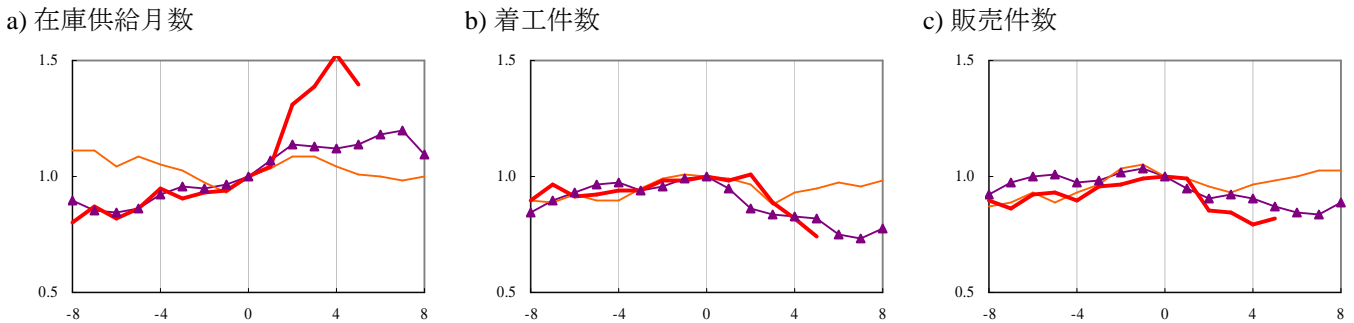
告書を発表¹。2006 年を通じて顕著に悪化した米国市況は、2007 年も低迷を続けるとの見通しを示した。同報告によると、住宅販売件数は引き続き下落基調を辿り、2007 年を通じてそれぞれ新築で 7.1%（2006 年の推定 106 万件から 99 万件）、中古で 8.1%（同推定 651 万件から 598 万件）下落。単世帯住宅の着工件数は今年 1 年を通じて 15%減少すると予測される。住宅価格についても同報告の予測は悲観的で、価格中央値は新築（単世帯）で前年比 2.8%、中古で同 2.2%低下する見通し。OFHEO 住宅価格指標²については 1975 年の統計開始以来始めて前年比で減少すると見込まれている（通年で 0.8%減少の見通し）。

Fannie Mae 報告書は、今年に入っても引き続き住宅市場の低迷が見込まれる理由の一つとして、住宅在庫の積み上がりに言及している。同報告によると、販売のキャンセルされた新築住宅は統計上未売の住宅在庫に数えられないため、実際の住宅在庫残高は統計の報告値以上に高いと考えられる。新築（単世帯）住宅の在庫供給月数の水準は、下記の図表³に示す通り、過去の住宅市況の平均水準に比較してもずば抜けて高い。加えて、連邦準備制度による金融緩和の見通しが遠のいた現在、住宅ローン金利は再び上昇しつつある。

図表 1：新築住宅（単世帯）の諸指標推移と過去平均との比較

縦軸はピーク時を 1 とした諸指標の水準を、横軸は四半期単位の時間経過（「4」は 1 年間、「8」は 2 年間）を示す。赤線の示す直近の傾向は、2005 年第 3 四半期を住宅固定投資のピーク（基準点 0）とする。

- ▲ 景気後退を伴う住宅不況時
- 景気後退の無い住宅不況時
- 現在の推移



出典：Global Insight 社統計資料に基づき当駐在作成

2 月 12 日に発表された大統領経済報告によると、住宅建築開始から完工までの通常時差を考慮に入れた場合、住宅着工件数が現在の水準で横ばいに推移したとしても、2007 年の前半を

¹ David W. Berson, David Kogut, and Molly R. Boesel, “Economics and Mortgage Market Developments”
原文は以下のウェブサイト入手可：<http://www.fanniemae.com/media/pdf/berson/monthly/2007/011707.pdf>

² 政府支援住宅金融機関（GSE）の連邦監督局である Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)が Fannie Mae および Freddie Mac の買い取る住宅ローン情報を基に作成する住宅価格指標で、各四半期ごとに発表される。

³ 住宅市場不況を「実質住宅投資の 2 期連続マイナス成長」と定義し、1960 年以降の住宅不況を「景気後退併発型」と「景気後退非併発型」の 2 種類に分けて近年の住宅指標動向をその歴史的平均と比較したサンフランシスコ連銀の分析報告に基いて当駐在員事務所が作成。同連銀の報告書（Economic Letter 2006-15 (John Krainer, Federal Reserve Bank of San Francisco, “Residential Investment over the Real Estate Cycle”) は以下のウェブサイトにて入手可能：<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2006/el2006-15.pdf>。分析手法の詳細については、2006 年 9 月のワシントン情報 57 号を参照されたい。



通じて住宅投資の変化は GDP 成長率に負の影響を与えると考えられる⁴。

住宅市場の先行きに対する Fannie Mae 報告書の観測は総じて明るくないが、住宅市場低迷が米国経済の景気後退を引き起こすとは見ていない。同報告の予測する 2007 年実質 GDP 成長率は 2.7%。2008 年には再び 3% 台の実質経済成長を回復することが見込まれている（2006 年第 4 四半期 GDP 発表前の見通し）。前掲の大統領経済報告書は、住宅部門の低迷がこれまで米国経済全体に与えた影響を限定的と評価。個人消費の堅調な推移や経済全体の失業率低下と共に、住宅投資や住宅価格の低迷を相殺する形で商業用不動産建築投資や株価が上進を続け、住宅部門が経済全体に与える投資減退効果および負の資産効果を抑制したと分析した。確かに過去の住宅不況時の平均と比較した場合、現在までの経済指標の動向は明確な景気後退入りの兆候を示してはいない（巻末の図表群を参照）。

【注目を集めるサブ・プライム融資】

近年の米国金融部門は堅調に業績を伸ばしていると言われるが、最近のメディア報道では信用履歴の悪い顧客に対する「サブ・プライム」モーゲッジ融資の貸し倒れリスクに注目が集まっている。2 月 13 日付 Financial Times 紙によると、モーゲッジ貸出業者 ResMAE 社の経営破綻、HSBC や New Century といった貸出業者の収益見直し修正などを受け、サブ・プライム住宅ローン抵当証券に対するクレジット・デフォルト・スワップの ABX 指標は急落⁵。15 日付 Wall Street Journal 紙によると、Merrill Lynch、J.P. Morgan Chase、HSBC Holdings といった金融機関は、一次市場の不動産ローン貸出業者にサブ・プライム・モーゲッジの買戻しを求めていると言う⁶。

Mortgage Banker Association によると、米国の変動金利モーゲッジ全体の半分以上は、金融知識に乏しく信頼性の低いサブ・プライム債務者に対して貸し出されている。全米有色人種地位向上協会（NAACP）の Hilary Shelton 会長によると、サブ・プライム融資の貸出先は大半が少数派人種の債務者で、貸出後 2~3 年の期間を経て支払い金利の定期的調整が適用される変動金利モーゲッジ（ARM）がサブ・プライム住宅ローン全体の 80% 以上を占める。シカゴ連銀監督規制部の John Taylor 氏によると、金融機関はこうしたサブ・プライム債務者に対して、Option ARM、Interest-only mortgage、Hybrid ARM といった複雑な非伝統的モーゲッジ商品を積極的に販売してきた。同氏は集積するサブ・プライム住宅ローンを「秒読みを続ける時限爆弾」と呼び、近い将来に住宅ローン抵当物件の差し押さえが壊滅的な勢いで多発しかねないと警告した。

Susan Bies FRB 理事は 2 月 20 日、モーゲッジ市場のリスク管理について講演を行う予定。連

⁴ Council of Economic Advisers, “Economic Report of the President” 第 1 章。原文は以下のウェブサイトにて入手可：
<http://www.whitehouse.gov/cea/ch1-erp07.pdf>

⁵ ABX Index の市場データについては <http://www.markit.com/information/affiliations/abx> を参照。

⁶ 米国のモーゲッジ売買契約には、不動産鑑定に不備のある場合や貸し倒れが早期に発生した場合、当該モーゲッジの買戻しを貸出業者に義務付ける条項を盛り込む慣行がある。今回 ResMAE 社の経営破綻は Merrill Lynch がこうした契約条項を行使したことによるもので、昨年 12 月に ResMAE 社から買い取ったサブ・プライム・モーゲッジ 35 億ドルのうち 3 億 800 万ドルの買戻しを同社に求めたことがきっかけになっている。



邦当局はこれまでも度々住宅ローンの貸出し規制やガイダンスを発表してきたが、シカゴ連銀の Taylor 氏が指摘する通り、こうした介入措置も遅きに失したようだ。現時点では上記のような住宅ローン貸倒れが他の信用市場に影響した形跡は無いが、米国住宅市場が今後も低迷を続ける可能性は高い。米国の住宅不況が経済全体や金融システムに与える影響については、引き続き注視を続けていく必要があるだろう。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。



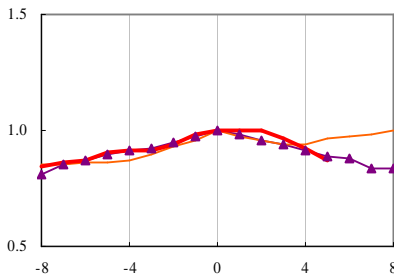
付録図表 1 : 住宅／経済指標の過去平均との比較

縦軸はピーク時を 1 とした諸指標の水準を、横軸は四半期単位の時間経過（「4」は 1 年間、「8」は 2 年間）を示す。赤線の示す直近の傾向は、2005 年第 3 四半期を住宅固定投資のピーク（基準点 0）とする。

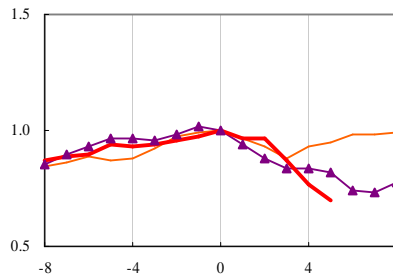
- ▲ 景気後退を伴う住宅不況時
- 景気後退の無い住宅不況時
- 現在の推移

a) 住宅市場指標

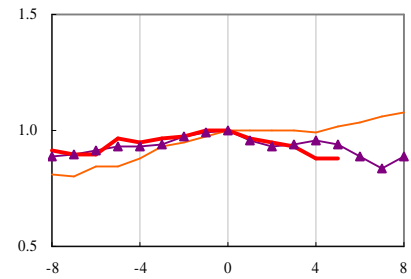
実質住宅固定投資



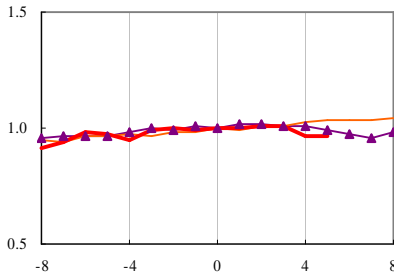
着工許可件数



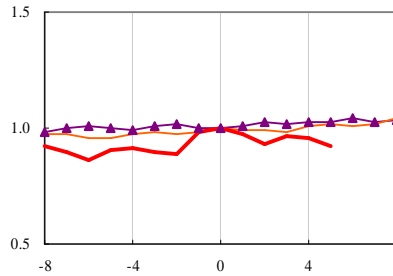
中古住宅販売件数



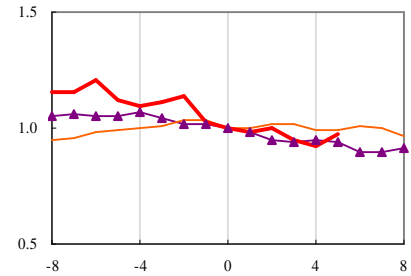
実質新築住宅価格（商務省）



実質中古住宅価格（NAR）

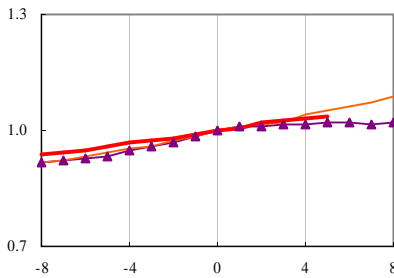


住宅取得能力指数（HAI）

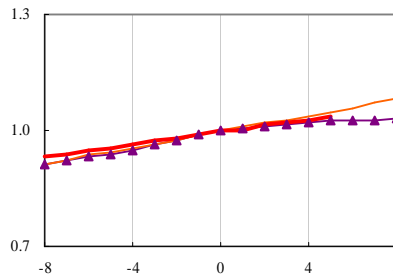


b) 経済指標

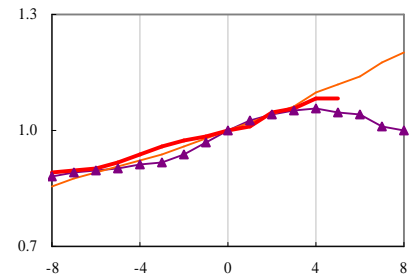
実質 GDP



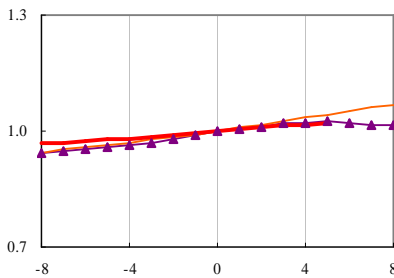
実質個人消費



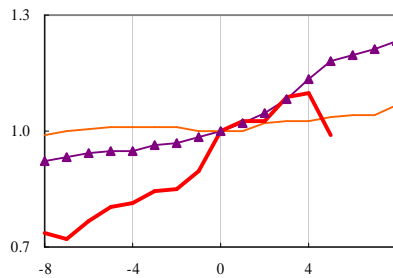
実質非住宅固定投資（企業投資）



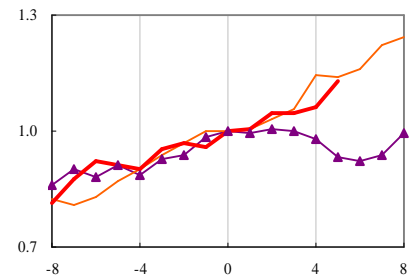
非農業部門雇用



エネルギー価格



S&P 500



出典：Global Insight 社統計資料に基づき当駐在作成