



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, hikurihara@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

September 30, 2015

<FOCUS>

住宅市場は回復傾向も、割高な住宅価格や家賃が課題に

- 8月の住宅関連指標の結果は区々だった。住宅市場は足元で回復が幾分足踏みしている印象だが、今年を通してみれば販売件数を中心にまずまずの結果となっている。背景には、昨年来雇用者数増加ペースが堅調に推移していることや、金融危機以降伸び悩みが続いてきた世帯数増加ペースが持ち直していることが指摘できる。
- 住宅市場が本格的に回復するには「世帯数増加ペースの持ち直し」に加えて「低下傾向にある持家率の反転」も必要だが、持家率の低下には歯止めがかかっていない。直近 2015年4-6月期の持家率は63.5%となり、1-3月期から▲0.3%ポイント低下した。
- 持家率を低下させてきた要因は複合的且つ時間経過と共に変化しているとみられるが、現在の要因としては、①「所得対比割高な住宅価格」、②「初回住宅購入層として見込まれる若年層の貯蓄不足」、③「依然として厳格な住宅ローン貸出基準」、④「居住志向の変化」等が挙げられそうだ。①の「所得対比割高な住宅価格」は、足元で家賃の上昇ペース加速をもたらしており、②の「貯蓄不足」にも結び付いている。
- 住宅価格の上昇率が過去数年に亘って高めで推移してきたことは、家計のバランスシート修復を促進してきた一方、現在の住宅市場や経済全体の回復にとっては（持家率低下や家賃上昇による他の消費抑制を通じ）マイナスの側面も強まっている。
- 住宅価格の上昇率が（賃金等と比べ）高めで推移してきた背景には、FRBによる低金利政策で投資マネーが流入したことや、住宅バブルが一度崩壊したことで住宅の供給能力がなかなか元に戻らないこと等が指摘されている。今後、FRBが利上げを含めた金融政策の正常化を進めることは、住宅価格や家賃の上昇ペースを適度に抑えることにもなるだろう。
- 利上げ開始以降の住宅販売・着工件数については、①「人口動態等との比較では販売・着工件数に改善余地があること」、②「金利水準が低いこと」、③「FRBの利上げペースが緩やかに止まるとみられること」等から、仮に減速したとしても過去の利上げ局面に比べればその度合いは限定的となりそうだ。

<FOCUS>住宅市場は回復傾向も、割高な住宅価格や家賃が課題に

住宅市場は今年を通してみれば販売件数を中心にまずまず

8月の住宅関連指標は区々だった。住宅着工件数が前月比▲3.0%、中古住宅販売件数が同▲4.8%と減少した一方、新築住宅販売件数が同+5.7%、住宅着工許可件数が同+3.5%と増加した(第1表)。住宅市場は足元で回復が幾分足踏みしている印象だが、今年を通してみれば販売件数を中心にまずまずの結果となっている。

なお、住宅在庫については、直近8月時点の在庫期間が新築住宅で4.7ヵ月、中古住宅で4.8ヵ月となっており、引き続き抑制された水準にある。また、住宅価格については、直近7月に前年比+4.96%(S&Pケースシラー住宅価格、主要20都市ベース)となっている。

第1表：住宅関連指標の推移

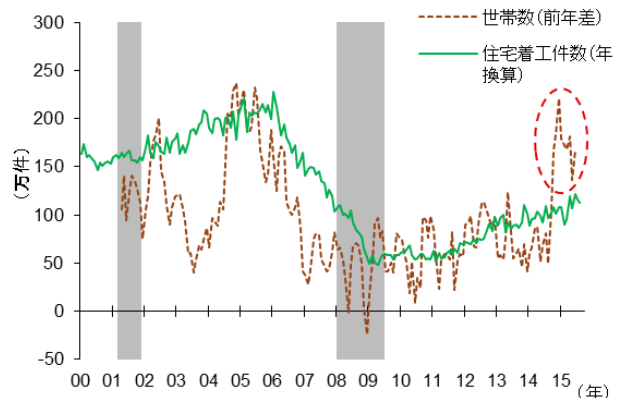
	年					月									
	前年比、%	2010年	2011年	2012年	2013年	2015年									
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月						
住宅着工件数	前年比、%	5.9	3.7	28.2	18.5	8.7	前月比、%	0.0	-16.7	6.0	24.7	-9.9	13.0	-4.1	-3.0
一戸建て	前年比、%	5.9	-8.6	24.3	15.4	4.9	前月比、%	-2.5	-15.0	3.8	18.0	-5.2	-1.4	10.9	-3.0
集合住宅	前年比、%	6.2	54.0	37.7	25.3	16.4	前月比、%	9.5	-20.7	6.5	40.2	-16.1	39.3	-23.5	-2.3
住宅着工許可件数	前年比、%	3.7	3.2	32.9	19.4	4.8	前月比、%	-1.7	3.7	-5.5	9.8	9.6	7.0	-15.5	3.5
一戸建て	前年比、%	1.4	-6.4	23.9	19.7	1.5	前月比、%	-4.1	-4.7	2.6	3.7	2.3	1.6	-1.7	2.8
集合住宅	前年比、%	10.9	30.7	51.3	19.0	10.3	前月比、%	1.9	18.4	-16.7	19.5	21.0	14.2	-30.9	4.3
新築住宅販売件数	前年比、%	-13.9	-5.3	20.3	16.6	1.4	前月比、%	5.3	4.6	-11.0	4.7	1.0	-9.2	12.0	5.7
在庫期間	ヵ月(年平均)	8.0	6.6	4.8	4.7	5.5	ヵ月	4.8	4.5	5.1	4.9	4.9	5.5	4.9	4.7
価格(中央値)	前年比、%(年平均)	3.2	1.6	8.2	9.6	6.6	前年比、%	8.2	9.5	3.9	6.6	0.6	-4.3	3.8	0.3
中古住宅販売件数	前年比、%	-3.5	1.7	9.4	9.2	-3.1	前月比、%	-4.9	1.5	6.5	-2.3	4.5	3.0	1.8	-4.8
在庫期間	ヵ月(年平均)	9.4	8.3	5.9	4.9	5.2	ヵ月	4.6	4.7	4.6	5.2	5.1	4.9	4.8	4.8
価格(中央値)	前年比、%(年平均)	-0.2	-4.6	6.6	11.5	5.8	前年比、%	5.2	7.2	7.1	8.5	8.0	6.4	4.6	4.7
中古住宅販売成約指数	前年比、%(年平均)	-4.5	2.3	11.6	4.4	-3.3	前月比、%	1.2	3.6	1.2	2.7	0.6	-1.7	0.5	-1.4
S&Pケースシラー住宅価格	前年比、%(年平均)	1.3	-3.9	0.9	11.9	8.1	前年比、%	4.4	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
NAHB住宅市場指数	年平均	16	16	34	51	52	指数	57	55	52	56	54	60	60	61
実質住宅投資	前年比、%	-2.5	0.5	13.5	11.9	1.6									

- (注) 1. 『新築住宅販売件数』は、一戸建てのみ。『中古住宅販売件数』は、一戸建てに加えて集合住宅も含む。
 2. 『住宅着工件数』の『集合住宅』は、年次は2世帯以上の数値。月次は5世帯以上の数値。2-4世帯の月次の数値は未公表のため。
 『住宅着工許可件数』は、年次、月次ともに2世帯以上の数値。
 3. 『S&Pケースシラー住宅価格』は主要20都市。
 (資料) 米国商務省、全米不動産協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

世帯数増加ペースは持ち直し

短期的な住宅販売の変動要因としては、雇用所得環境、住宅ローン金利、住宅価格の動向等が挙げられるが、今年に入って販売件数がまずまず良好に推移している背景には、昨年来雇用者数増加ペースが堅調に推移していることや、金融危機以降伸び悩みが続いていた世帯数増加ペースが持ち直していることが指摘できる(第1図)。過去を振り返ると、新築住宅着工・販売の中長期トレンドは、世帯数の増加幅が規定してきた。

第1図：世帯数と住宅着工件数の推移



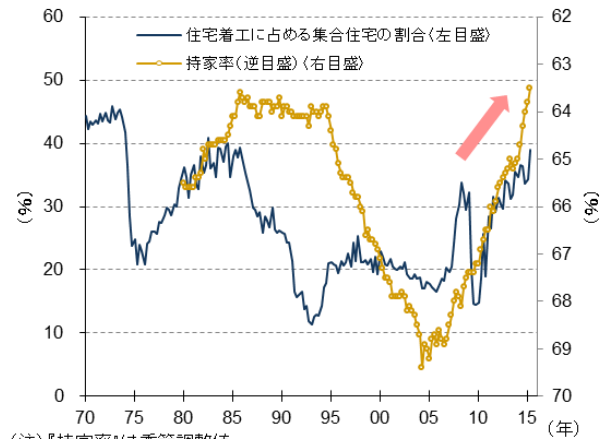
- (注) 1. シェドウトは景気後退期。
 2. 『世帯数』は、CPS/HVSデータを使用、2015年6月まで。
 (資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

持家率の低下傾向には歯止めがかからず

住宅市場が本格的に回復するには「世帯数増加ペースの持ち直し」に加えて「低下傾向にある持家率の反転」も必要だが¹、持家率の低下には歯止めがかかっていない。直近 2015 年 4-6 月期の持家率は 63.5% となり、1-3 月期から▲0.3%ポイント低下した（第 2 図）。

なお、賃貸物件の空室率は 4-6 月期に 6.8% と前年から 0.7%ポイント低下し、1985 年以來の低水準となっている。このため、住宅着工の内訳をみても、集合住宅（2 世帯以上）の上昇率が一戸建てを上回る状態が続いており（前掲第 1 表）、住宅着工に占める集合住宅の割合は 4-6 月期に 39% と上昇。1985 年以來の高水準となっている（第 2 図）。

第2図: 住宅着工に占める集合住宅の割合と持家率の四半期推移



(注)『持家率』は季節調整値。
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

上昇してきた住宅価格は、現在の住宅市場や経済全体の回復にとってはマイナスの側面も強まっている

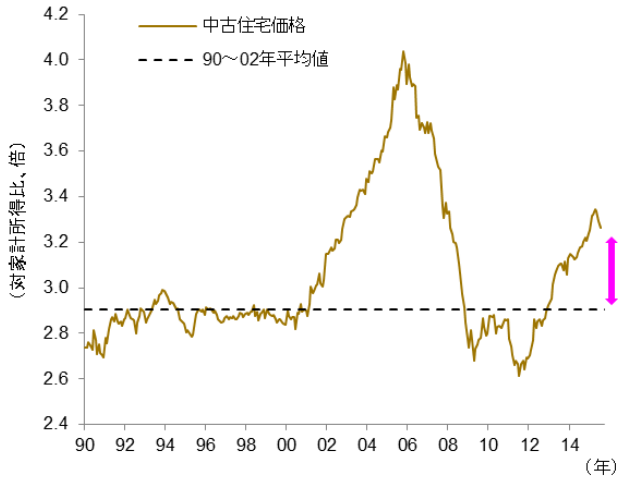
持家率が低下してきた背景は、複合的且つ時間経過と共に変化しているとみられる²。現在の背景としては、①「所得対比割高な住宅価格」、②「初回住宅購入層として見込まれる若年層の貯蓄不足³」、③「依然として厳格な住宅ローン貸出基準」、④「居住志向の変化」等が挙げられそうだ。

①について、中古住宅販売価格の対家計所得比は（住宅バブル期以前の）過去平均を大きく上回っている（第 3 図）。また、「所得対比割高な住宅価格」は、足元で家賃の上昇ペース加速をもたらしており、②の「貯蓄不足」にも結び付いている。家賃（消費者物価統計ベース）の上昇率は直近 8 月に前年比+3.6%と賃金の上昇率（同+2%程度）との乖離が拡大している（第 4 図）⁴。

住宅価格の上昇率が過去数年に亘って高めで推移してきたことは、家計のバランスシート修復を促進してきた一方、現在の住宅市場や経済全体の回復にとっては（持家率低下や家賃上昇による他の消費抑制を通じ）マイナスの側面も強まっている。

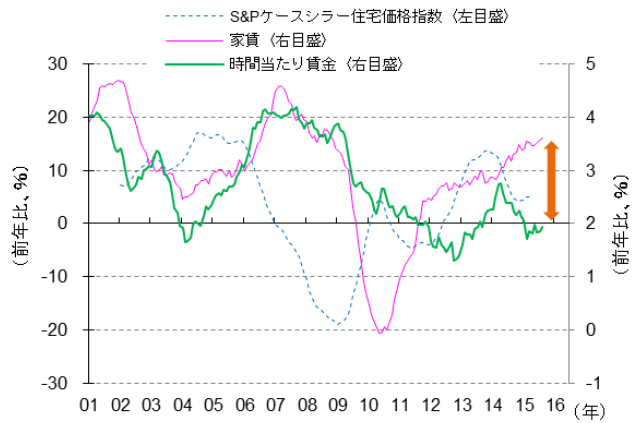
¹ 米国において持家率低下の経済的影響は、「賃貸住宅は所有住宅に比べて面積が小さく建築コストも低い」、「自動車をはじめとした消費への波及効果が弱い」等からマイナスと考えられる。
² 当初の背景は、住宅バブル崩壊・金融危機の影響が大きかったであろう。即ち、1) 「過剰借入による住宅ローン返済の行き詰まり」、2) 「投資家による差し押さえ物件の積極的な購入・賃貸転用」、3) 「金融機関の貸出態度厳格化に伴う新規住宅ローンの取得難」、4) 「住宅価格の下落リスクを懸念した購入手控え」等とみられる。
³ 持家率について、直近のピークをつけた 2004 年から足元までの変化を世代別にみると、特に若年層（35 歳未満や 35-44 歳）で大きく低下している。
⁴ 家賃に所得の半分以上を支払っている世帯は約 12 万世帯、賃貸世帯の 4 分の 1 以上にのぼるとの推計もある。

第3図: 住宅価格の対家計所得比



(注) 一戸建てベース。住宅価格・家計所得ともに中央値。
 (資料) 全米不動産協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 住宅価格・家賃・賃金の推移



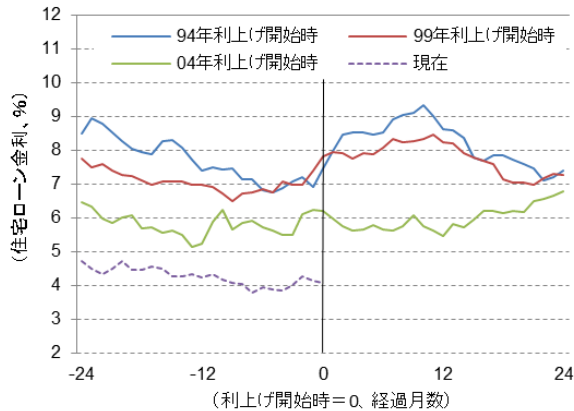
(注) 1. 『家賃』は、消費者物価統計の数値。
 2. 『時間当たり賃金』は、生産従業者、非管理労働者ベース、3ヵ月平均。
 3. 『S&Pケースシラー住宅価格指数』は、主要20都市の数値。
 (資料) 米労働省、S&P統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

FRB が利上げを含めた金融政策の正常化を進めることは、住宅価格や家賃の上昇ペースを適度に抑えることに

住宅価格の上昇率が（賃金等と比べ）高めで推移してきた背景には、FRB による低金利政策で投資マネーが流入したことや⁵、住宅バブルが一度崩壊したことで住宅の供給能力がなかなか元に戻らないこと等が指摘されている。今後、FRB が利上げを含めた金融政策の正常化を進めることは、住宅価格や家賃の上昇ペースを適度に抑えることにもなる。

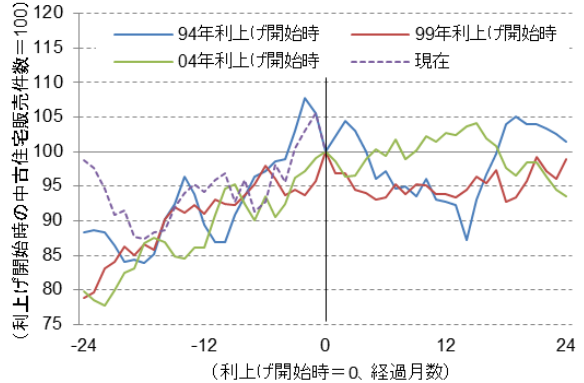
利上げ開始以降の住宅販売・着工件数については、①「人口動態等との比較では販売・着工件数に改善余地があること」、②「金利水準が低いこと（第 5 図）」、③「FRB の利上げペースが緩やかに止まるとみられること」等から、仮に減速したとしても過去の利上げ局面に比べればその度合いは限定的となりそうだ（第 6 図）。

第5図: 利上げ開始前後の住宅ローン金利(30年固定)



(注) 『現在』は、現在を利上げ開始時『0』と仮定して表示。
 (資料) 全米モーゲージ銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 利上げ開始前後の中古住宅販売件数



(注) 1. 1戸建てベース。
 2. 『現在』は、現在を利上げ開始時『0』と仮定し、直近8月の中古住宅販売件数を100として表示。
 (資料) 全米不動産協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

⁵ 「投資マネー流入増」を示す事象として、住宅購入に占める初回購入者の割合が低い点と現金購入割合が高い点が挙げられる。



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。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明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.