

米住宅を起点とする金融危機の再来はあるか

経済調査室 品田 裕太、岳 梁

要旨

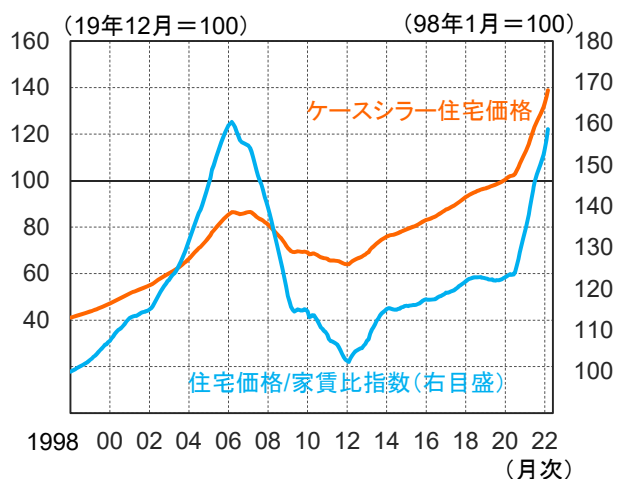
- 米国の住宅価格は急騰しており、住宅価格/家賃比は2006年の住宅バブル期に並び、過熱を示している。他方、住宅販売と着工は、コロナ禍で大きく増加したが、建材などの供給制約もあり、住宅投資は過熱していない。
- 住宅ローンの組成は、信用度の高い層が中心となっており、延滞率も低下するなど、家計債務が懸念される状況にはない。金融商品は、政府支援企業が保証する債券の発行が多く、住宅の資産価値を担保とする借入残高の増加も限定的であり、住宅市場の調整による影響は限られる。
- FRBの利上げによる需要減少が見込まれるが、需給面や住宅ローン、家計債務の状況がリーマン危機時とは異なるため、住宅価格の急落リスクは小さく、経済への影響も限定的とみられている。

2000年代半ば、米国の住宅市場は過熱し、信用の低いサブプライム層向けローンの不良債権化をきっかけにバブルが崩壊し、世界的な金融危機(リーマン危機)に至った。足元の米国経済は消費が堅調な一方、インフレを受けてFRBが利上げを急ぐ中、住宅市場では調整の動きがみられる。本稿では、米国の住宅市場、家計債務や金融関連商品の状況を確認したうえで、リーマン危機との差異を分析し、住宅を起点とする危機再来の可能性を検証した。

1. 住宅価格に過熱感、サンベルト、ロッキー山脈地域は上昇が著しい

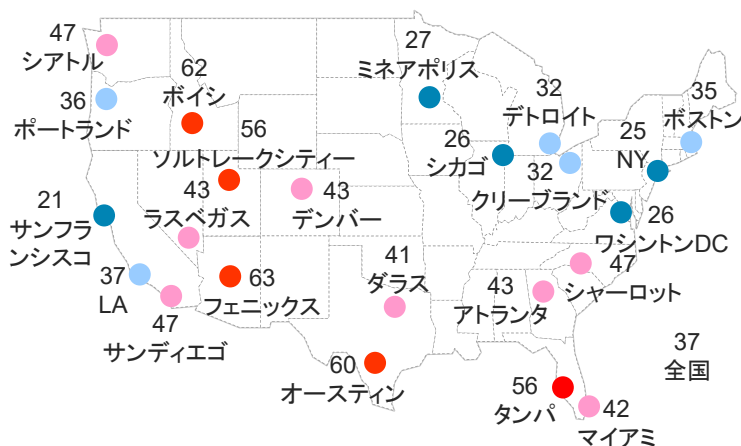
米国の住宅価格は、リーマン危機後に2割超下落したが、10年かけて危機前の水準を回復した。さらに、20年以降のコロナ禍では、大規模金融緩和で住宅ローン金利が大きく低下したことや、在宅勤務の広がりによる郊外需要などを受け、住宅価格上昇が加速した。住宅価格の上昇につれて家賃も上昇したが、住宅価格/家賃比は06年の住宅バブル期に並ぶまで上昇し、過熱を示している(図表1-1)。

図表1-1 住宅価格指標



(備考) Refinitiv Datastream、米労働省により日本政策投資銀行作成

図表1-2 主要都市の住宅価格上昇率
(19年Q4→22年Q1、%)



(備考) 1. 米連邦住宅金融庁により日本政策投資銀行作成
2. ● >50% ● >40% ● >30% ● >20%

地域別には、気候が温暖で南米からの移民が多く、企業誘致にも注力するテキサス、アリゾナ、フロリダなどのサンベルトや、西海岸からの人口流入が多いアイダホ、ユタといったロッキー山脈地域など、南部・西部で住宅価格上昇が著しくなっている(図表1-2)。

2.供給制約もあり住宅投資は過熱せず、需給ひっ迫により住宅価格は上昇

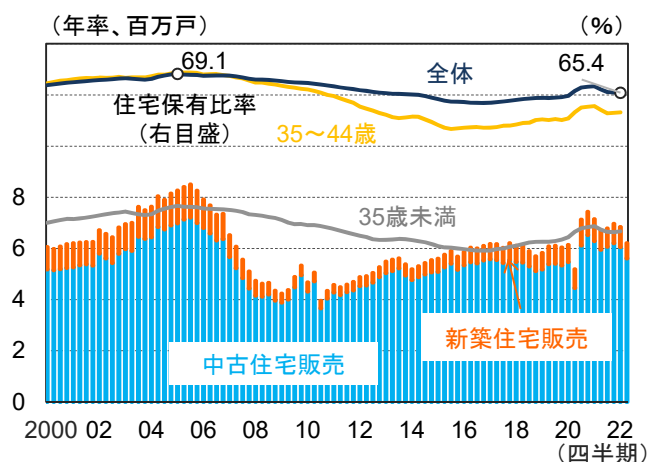
米国の住宅市場はリーマン危機直前の06年にかけてピークを付け、住宅保有率は過去最高の69%に上昇した。危機を経て住宅販売は半減し、ストック調整が長引いたことで回復には時間を要した。政策金利の引き上げなどにより18年頃に一時停滞し

たものの、再利下げにより販売は再び持ち直し、コロナ禍では低金利や郊外需要で急増した。この時期、リーマン危機の影響が大きかった若年層の購入が持ち直した。ただし、FRBが利上げ姿勢を強めたことで住宅ローン金利が上昇し、今年に入って増勢は一服している(図表2-1)。

在庫についてみると、リーマン危機後は過剰在庫の調整が続いたが、在庫月数は12年頃に適正とされる6ヵ月を下回った。このタイミングから住宅価格も上昇したが、在庫は減少が続いており、ストック面から過剰感はみられない(図表2-2)。

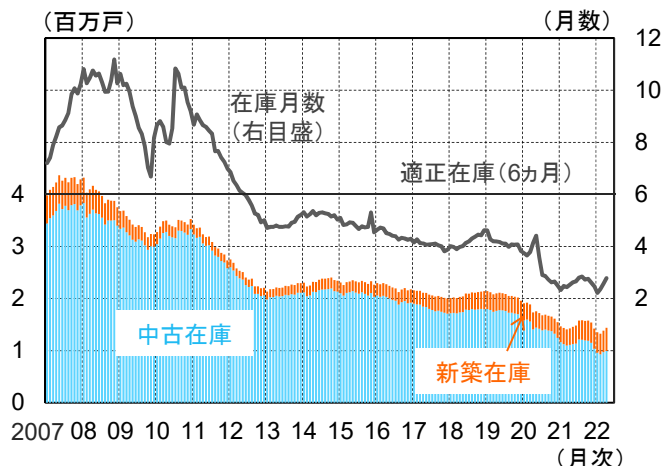
住宅投資については、先行指標である住宅着工はリーマン危機で四分の一に減少した後、時間をかけて回復した。住宅投資のGDP比率はリーマン

図表2-1 住宅販売件数と保有比率



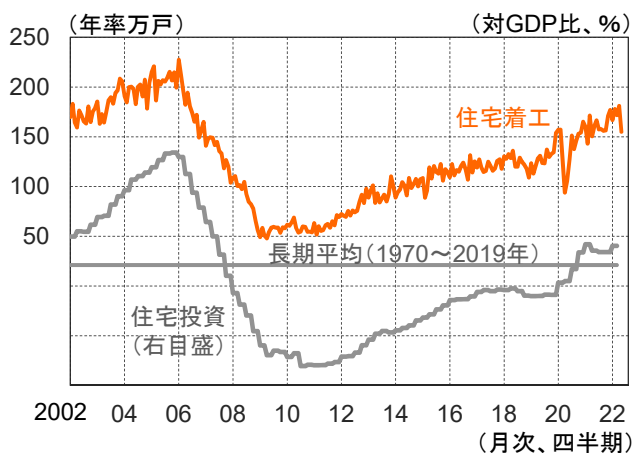
(備考) 1.米商務省 2.販売は22年4-6月期は4月までのデータ
3.住宅保有比率は4期移動平均

図表2-2 住宅在庫水準と在庫月数



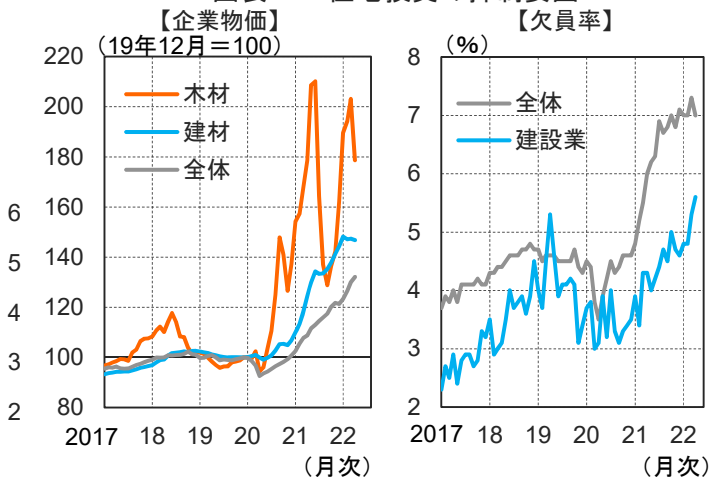
(備考) 1.米商務省 2.在庫月数=在庫戸数/月の販売戸数

図表2-3 住宅着工と住宅投資



(備考) 1.米商務省 2.住宅投資は四半期データ、名目値

図表2-4 住宅投資の抑制要因



(備考) 1.米労働省 2.欠員率=求人数/(求人数+雇用者数)

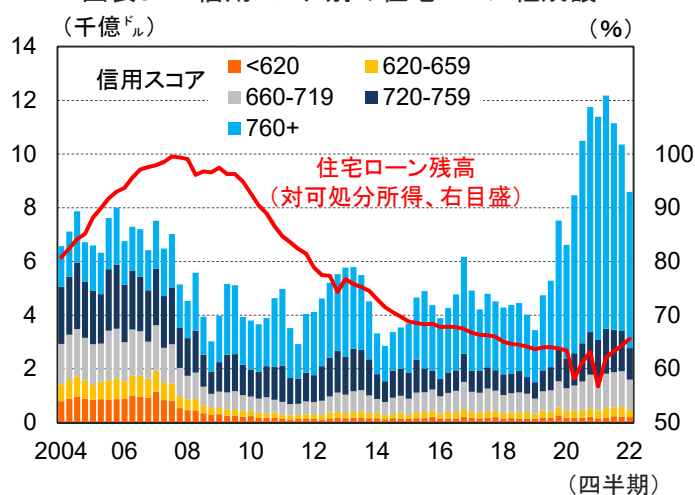
危機前には長期平均の1.5倍以上に高まったが、現在は長期平均をやや上回るにとどまる。利上げを受けて着工は調整の動きもみられており、投資には過熱感は見られていない(図表2-3)。

住宅価格が上昇する中でも過大投資がみられず、長期にわたり在庫が減少した背景には、資材や人手の不足がある。特に20年以降、建材、とりわけ木材は輸送用コンテナ、トラックの不足、ウクライナ危機により供給が停滞し、価格が急騰した(ウッドショック)。一方、人手不足は建設分野にも及んだ。供給制約により投資過熱には至らない一方、需給のひっ迫が続く、住宅価格の押し上げ要因となった(図表2-4)。

3.家計債務は懸念される状況になく、市場調整が 金融市場や消費に及ぼす影響は限定的

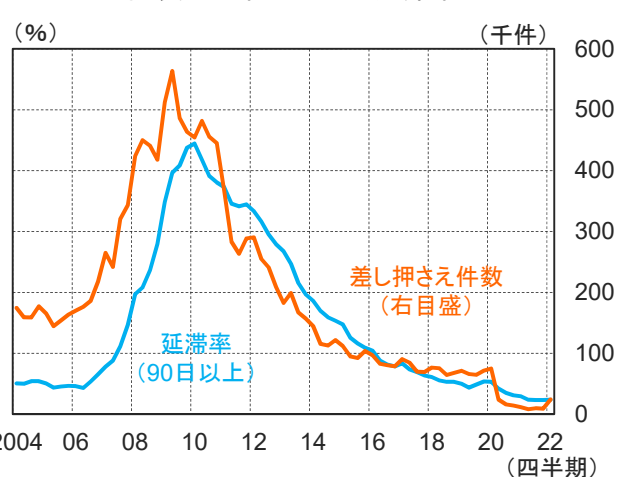
次に金融面をみると、住宅ローンの組成額はコロナ禍で急増したが、リーマン危機前と比べて信用度の高い層が中心となっている。リーマン危機後は頭金や返済猶予期間などの規制が強化されており、住宅ローン残高は可処分所得対比で幾分上昇したものの、依然低位にとどまる(図表3-1)。住宅ローンの延滞率は低下しており、延滞を経て差し押さえに至った件数も歴史的な低水準となっている。コロナ禍では消費抑制、給付金により家計の超過貯蓄が積み上がったほか、返済猶予も行われた。

図表3-1 信用スコア別の住宅ローン組成額



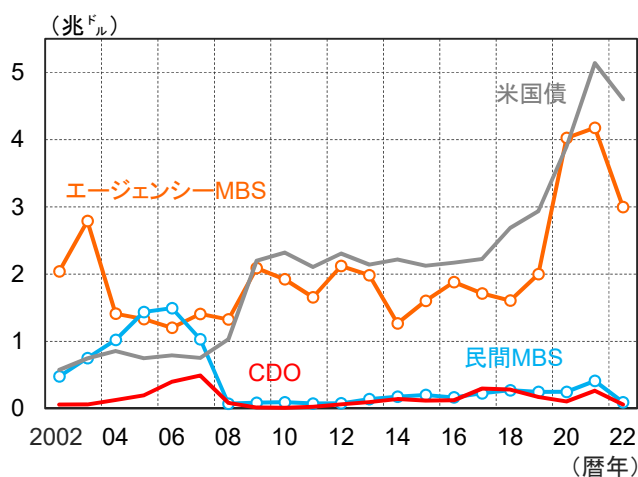
(備考)NY連銀

図表3-2 住宅ローン延滞率



(備考)NY連銀

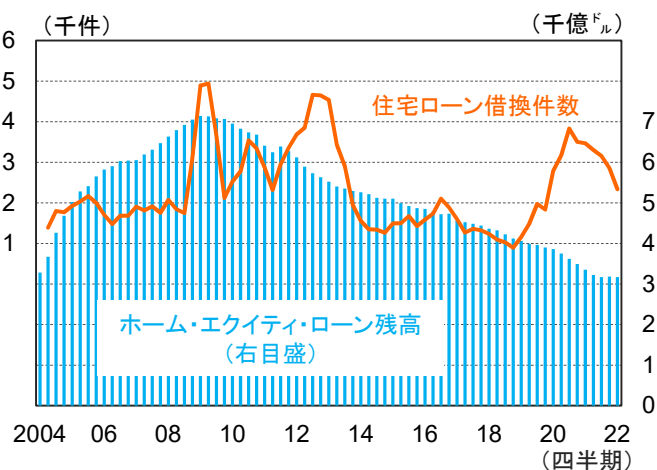
図表3-3 債券発行額



(備考)1.SIFMA(米国証券業・金融市場協会)

2.CDO発行額にはCLOを含む 3.22年は1-3月期の年率換算

図表3-4 ローン借換件数とホーム・エクイティ・ローン残高



(備考)1.NY連銀、Refinitiv Datastream

2.ローン借換件数は3期移動平均

急速に利上げが進む現在でも、総じて家計債務が懸念される状況にはない(図表3-2)。

住宅ローン担保証券(MBS)の発行額は、2000年代半ばに米国債を一時上回った。しかし、リーマン危機後は、サブプライムなどの低格付向けを中心とする民間MBSやこれを組み込んだCDOの市場は激減し、コロナ禍でも政府支援企業(GSE)が保証するエージェンシーMBSが中心となっている。住宅市場の調整が証券化商品の格下げ、価格低下などへと伝播する恐れは大きくない(図表3-3)。

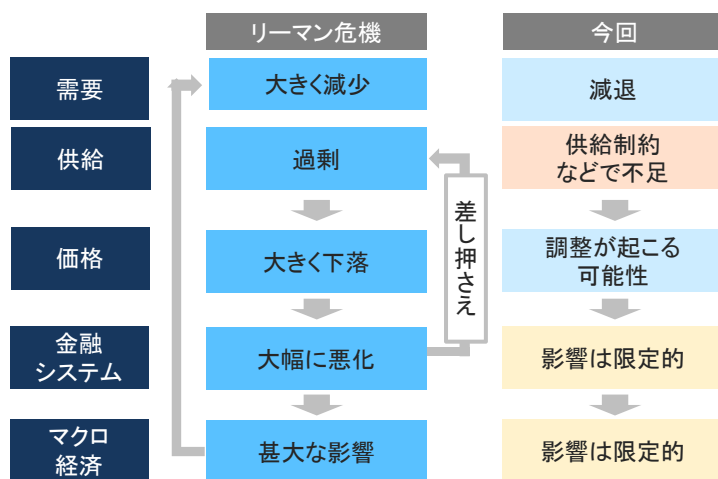
また、住宅を担保とする消費者向け貸し出しであるホーム・エクイティ・ローン(HEL)はリーマン危機前後に大きく拡大し、過剰消費の一因とされたが、その後は現在に至るまで減少傾向が続く。コロナ禍での住宅価格上昇により借り換えは増加し、一部はHELに回ったが、信用スコアの高い層を中心に利用されており、残高の増加も限定的である。住宅価格の下落でHELに依存した消費が落ち込む可能性も限られる(図表3-4)。

4. 住宅価格急落のリスクは小さく、市場調整の影響も限られる

米国の住宅市場は、リーマン危機から長期間かけて回復し、コロナ禍では、低金利で需要が拡大する一方、供給制約が生じたことで価格が上昇した。ただし、供給制約によって投資、ストックともに過剰感は見られない。足元ではFRBの利上げにより販売、着工が減少するなど、需要減少が見込まれるが、在庫が引き続き低位であることから、価格急落は見込みづらい。また、家計債務の規模、質ともに懸念は小さく、金融システムへの悪影響は限られるとの見方が多い。

識者の間では、景気悪化などの要因が重なることで住宅価格が暴落する可能性を指摘する声もあるが、住宅をめぐる需給や金融の状況はリーマン危機時とは大きく異なっており、住宅市場の調整余地は比較的小さく、経済・金融への影響も限定的とみられている(図表4)。

図表4 リーマン危機と今回の調整局面における比較



(備考) 日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2022

本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、取引などを勧誘するものではありません。
本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要です。当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp