

最近の米国住宅市場の動向

吉田 二郎

ペンシルベニア州立大学助教授

はじめに

今回は、シリーズにしている「証券化の経済的な意義」を一旦休んで、最近の米国住宅市場の動向について、紹介したい。ポイントは、日本で報道されている米国の住宅市場の状況に比べると、実際の米国の住宅市場はより多様で、深刻さが少ないということである。日本で繰り返し報道されているのは、米国の住宅市場の中でも最も状況の厳しい市場セグメントの数値だからである。

なぜ米国の住宅市場を理解する必要があるのか

米国の不動産市場の状況は、太平洋の向こうのローカルな話ではあるが、日本経済にとっても重要な意味を持つ。日本経済はとりわけ米国における消費や投資に依存している割合が高いが、米国の消費や投資は不動産市場の動向に大きく依存しているためである。

マクロ経済における消費や投資を理解するためには不動産は少なくとも二つの意味で欠かせない。一つは、消費の資産効果と呼ばれるものであり、もう一つは投資の資金制約と呼ばれるものである。

消費の資産効果

消費の資産効果を理解するには、恒常所得仮説と呼ばれる理論を理解すると良い。ボーナスなどでその時々所得が一時的に変動しても消費水準はそれにいちいち反応するわけではなく、恒常的な所得が変動するときこそ消費が反応するという理論である。恒常的な所得は労働所得、不動産所得、投資所

得の現在価値と対応しているので、消費は資産価値の変動に対応する。

実際には一時的な所得も資産価値も両方が消費水準に影響している。したがって、あとはどの程度資産価値に反応するかが問題であるが、米国における最新の研究によると、株価への反応度に比べて不動産価格への反応度の方が二倍高い。

さらに、米国の家計資産においても不動産は重要である。次の表は、保有資産が10万ドル以上の家計の資産構成である（データは Cocco（2004）による）。最大の資産クラスは将来の労働所得の推定現在価値である人的資本であり（61%）、次の資産クラスが不動産である（22%）。その他の資産は、株式、債権、投資信託、事業用資産を含めても17%にすぎない。保有資産が少ない家計では不動産の比重はより増す。従って、規模の面からも反応度の面からも不動産は消費にとって重要な意味を持つ。したがって、アメリカの不動産価格が下落フェーズから脱することは米国の消費にとって大変重要なのである。

米国家計の資産保有
(保有資産10万ドル以上)

	構成比
人的資本	61%
持ち家	17%
投資不動産	5%
他の投資資産	17%
合計	100%

投資の資金制約

投資の資金制約は、日本においてはなじみがあるが、端的には金融機関の融資態度によって企業の投資が影響を受けるメカニズムである。米国の銀行で

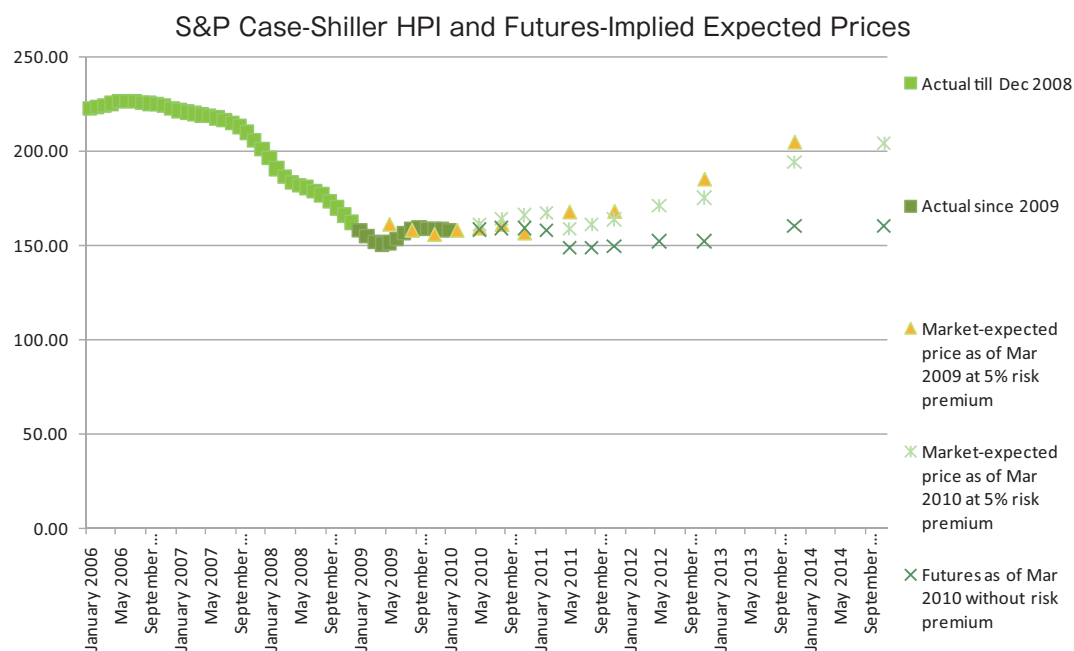
も商業用不動産融資の残高は多く、不動産の価格動向は、90年代の日本の銀行の状況と同様に、銀行経営に大きな意味を持つ。仮に不良債権の引き当てが済んでいたとしても、不動産の価格が関係なくなるわけではない。もし債務不履行が起きなければ、その分は銀行の収益を押し上げ貸し出し姿勢を緩和させる。したがって、金融面を通じて不動産が实体经济に影響するルートは米国においても重要である。

S & P ケース・シラー住宅価格指数で見る住宅市場の状況

ではここで、最近では日本でも良く報道される S & P ケース・シラー住宅価格指数で住宅市場の状況を見てみよう。下の図は、2006年1月から2010年1月までの月次の住宅価格指数（10都市総合指数）と、シカゴ・マーカントイル・エクスチェンジ（CME）に上場されているケース・シラー指数先物価格（2010年3月時点）をもとにした将来の指数期待値を示している。

指数の実績値は、2008年12月までが薄い黄緑の■、2009年1月から2010年1月までが少し濃い黄緑色の■で表されている。2006年6月に最高値226.29に達したあと約3年間下落し、2009年4月に約3分の2の水準の150.43まで低下した。その後は少し上昇し、底に比べて5%程度高い水準で推移している。

この指数の下落幅の大きさは日本でも繰り返し報道されており、また指数を構成する全国の10都市全において指数が下落しているのが、アメリカ全土できわめて深刻な状況が生じていると思われる。特に2006年までの数年間は必要な頭金の比率も5%以下と低く、場合によっては資産価値を上回るローンを組むケースも増えていた。価格が3分の2になれば所謂「アンダーウォーター」と呼ばれる、住宅ローン残高が住宅価格を上回る家計ばかりだと思われるかもしれない。しかし、後で見るようにこの認識は必ずしも正しくない。



シカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ の先物データからみる今後

今後については、現在悲観論と楽観論が交錯している。悲観論者は、住宅市場における差し押さえの水準がさらに高まって史上最高水準にあること、住宅着工が超低水準から抜け出せていないことから、住宅価格の二番底を予想する。楽観論者は、アメリカ経済全体の経済成長率や企業収益が高まってきていること、また雇用市場においても短期雇用の数が急速に回復していることに着目する。

様々な見方のなかで「平均的」な（あるいは限界的な投資家の）予想を教えてくれるのが、先物価格である。先の図において黄色の▲印で表されているのが、先物価格に基づいて5%のリスクプレミアムを想定して求めた2009年3月時点での将来予想価格指数である。予想価格と先物価格の差については、補論にまとめてあるが、この二つは異なることに留意が必要である。

2009年から1年経った時点での指数の水準は、概ね予想水準と一致していたことが確認できる。当時の市場における見方は、指数下落が続くのか底打ちするのかで割れていたが、先物価格からは、その頃的水準から大きくは低下せず数年間はその水準で推移するという予想が得られていた。現実には、その後少し低下が続いた後水準をもどし、予想価格と同水準にある。市場価格から得られる情報には一定の意味があることが確認できる。

2010年3月時点における先物価格は×印で、先物価格に基づいて5%のリスクプレミアムを想定して求めた予想価格指数は薄緑の×印で示されている。1年前の予想（黄色▲）と比べると、2011年前半までの価格については上方に、それ以降は下方に修正されていることが分かる。短期的にはある程度の回復を見込んでいるが、中長期的には厳しい状況が多

少長期化する、というのが限界的投資家の見方の方である。短期的には、政府の住宅取得税減税や住宅ローン支援策などの政策効果があるためにやや楽観的になっているが、中長期的には政策効果がはげ落ちた後の二番底の可能性などを織り込んでいると考えられる。

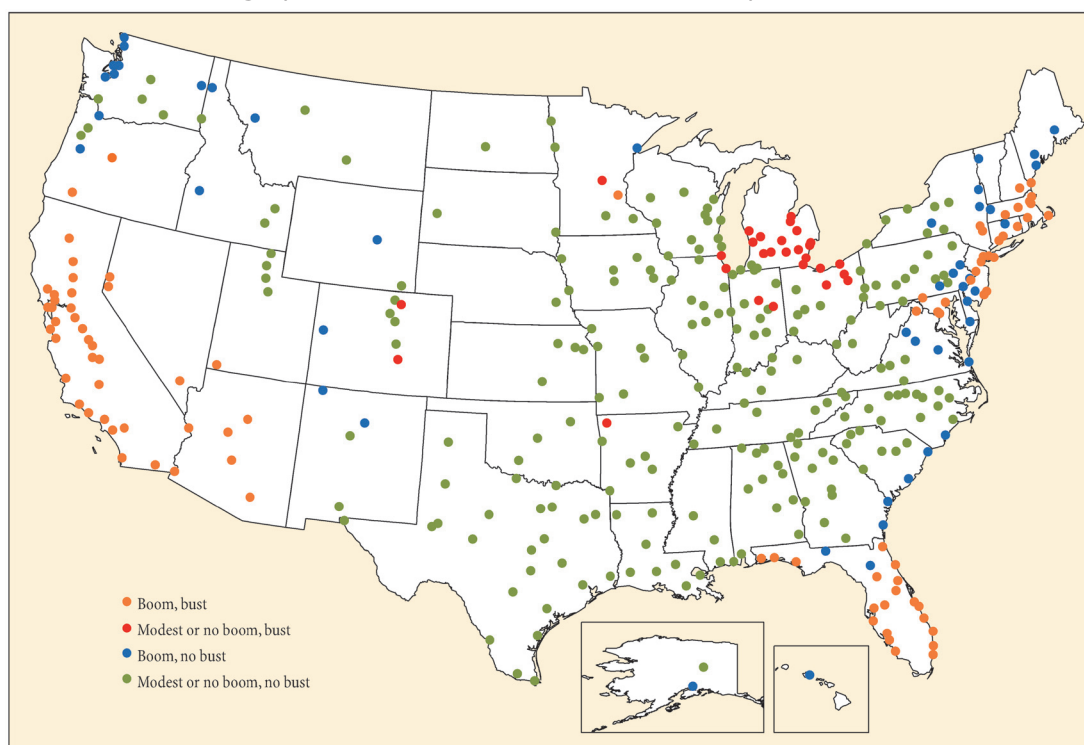
つまり、S & Pケース・シラー住宅価格指数でみると、全米の都市において住宅価格はすでに3割下落しており、今後も数年間は住宅価格の回復は見込めないうえに二番底のリスクもあり、中長期的にも緩やかな価格上昇しか見込めないだろう、というのが住宅市場の状況である。しかし、この指数によって見る住宅市場の状況は必ずしも全米をバランスよく眺めた姿ではない。そのことを別な指数によって見てみよう。

FHFA 住宅価格指数でみる住宅市場の状況

Federal Housing Finance Agency (FHFA) 住宅価格指数でみるとより視野を広げて米国の住宅市場を見ることができる。FHFA 指数は、以前はOFHEO 住宅価格指数と呼ばれていたもので、政府の一部門である OFHEO が FHFA に組織再編されて以降この名前になっている。データ源は、Freddie Mac などの「政府系」の住宅金融機構の住宅ローン審査である。従って、高級住宅はサンプルに含まれないなどの違いはあるが、中小都市を含めた全米の都市を網羅した価格データとなっている。また、指数構築の際にはケース・シラー指数と同様のリピートセールス法と呼ばれる方法で建物の品質調整が行われている。

次頁の図は、ニューヨーク連銀の Abel and Deitz (2010) がまとめた全米の住宅価格の上昇と下落の状況である¹。この図は、きわめて興味深い地域的なばらつきを示している。図で用いているデータは、2009年第二四半期時点での全米383都市の指数

Geographic Distribution of Boom/Bust Metropolitan Areas



Sources: Federal Housing Finance Agency, All Transactions index; Moody's Economy.com
 出典：Abel and Deitz (2010)

をもとにしており、実際の購入時の価格と借り換え時の評価の両方を含んでいる。

383都市の点は、次の四色に色分けされている。

	2000－2006	2006－2008
橙	ブーム	下落
赤	安定	下落
青	ブーム	安定
緑	安定	安定

色分けは、まず2000年から2006年にかけて価格上昇率が年率＋8％を超えているかどうか（超えているものをブーム、超えていないものを安定と呼ぶ）、次に2006年から2008年の年率の価格変化率がマイナスかどうか（マイナスのものを下落、プラスのものを安定と呼ぶ）で行われている。

まず、激しい住宅価格の上昇と下落があった橙色の都市はごく一部に集中していることがはっきりする。カリフォルニア、ネバダ、アリゾナ、オレゴンなど西部の州、メリーランドとニュージャージーなど東部、マサチューセッツ、ニューハンプシャー、コネチカットなどニューイングランド地方、そしてフロリダである。

ケース・シラーの10都市総合指数は、ボストン、シカゴ、デンバー、ラスベガス、ロサンゼルス、南フロリダ、ニューヨーク、サンディエゴ、サンフランシスコ、ワシントンで構成されているので、10都市のうち実に8都市がブームー下落の対象地域になっているのである。従って、ケース・シラー指数はここ数年については最も変化の激しかった地域に

¹ 彼らの論文における免責条項を再掲する。“The views expressed in this article are those of the authors and do not necessarily reflect the position of the Federal Reserve Bank of New York or the Federal Reserve System.”

偏ったデータとなっている。

図の赤の都市は、価格上昇がほとんどなかった上に、ここ数年は下落にさらされている地域で、五大湖周辺のミシガン、オハイオなどに集中している。これらの地域は、むしろ産業構造転換によって人口が減少しており、価格下落が長期的趨勢となっている地域である。デトロイトが最も典型的なイメージであろう。

圧倒的に数が多いのが緑色の都市で、大きな価格上昇もなかったがここ数年下落もしていない都市である。ほぼ全米に分布している。筆者が住むペンシルベニア州中央部もこのカテゴリーに入る。

更に驚くべきなのが青色の都市である。2006年まで年8%以上の価格上昇を経験しながら過去数年間下落が起きていない都市である。ワシントン、オレゴン、アイダホ、などの北西部、ワイオミング、コロラド、ニューメキシコなどの西部内陸部、そして長く北東部のメインから南部フロリダまでつながる東部の海岸線に沿った地域である。ハワイとアラスカにも分布している。典型的なイメージは、シアトル、ポートランドなどの成長管理政策をとる都市や、海岸大都市周辺の中規模都市である。これらの都市においては、供給がもともと制約されているため供給過剰が少ないうえに、変動の大きな投資目的の購入や別荘・別宅需要などが少なく、また大都市からの移住による需要も存在している。

この分析から分かることは、100年に一度といわれる経済危機においても、なお住宅市場には地域的なばらつきが大きいということである。S & Pケース・シラー指数の大幅な価格低下を全米に当てはめるのは正しくない。大部分の地域では住宅価格は十分に安定していて、一部の地域では住宅価格は高止まりしているのである。日本では、所謂土地神話の崩壊によって住宅市場が構造的に変質し、全国で不動産価格が下落した。それに対して、米国の住宅価

格は今でも地域ごとのローカルな需給によって左右されており、市場の構造的な変化は今のところ見られない。

もちろん、このデータにも限界や問題はある。第一に、現在の住宅市場では取引が極めて細っていることである。取引が少ないのは、売り手と買い手で留保価格に開きがある、つまり流動性が低いことの表れである。そういった市場環境で住宅を売買しているのは、どうしても売る必要のある売り手や、どうしても買う必要のある買い手である。売り手と買い手のどちらの価格弾力性が低いかによって、取引価格は大きく振れる。従って、観察される価格の代表性に疑問が生じる。

第二の問題は、データには借り換え時の評価額が含まれていることである。売買ではないため、鑑定士や銀行が前回の売買価格に引っ張られ、市場実勢をタイムリーに捉えられない可能性がある。また借り換えが同一銀行内であれば、不良債権化を避けたいという銀行の意向から価格に上方バイアスがかかる可能性もある。しかし違う銀行からの借り換えであれば、新しい銀行は融資の健全性を確保するために適正な価格評価を行う。更に価格下落局面では銀行の保守性は増すため、価格への下方バイアスも同時に生じている。

差し押さえ物件とそれ以外の物件の市場

売り手がどうしても売らなければならない状況が住宅ローンの延滞に伴う任意売却または差し押さえ物件である。この場合には、売り手の交渉力の低さから売買価格は低いものとなる。実際、地域によっては売り出し中の物件の半分以上が差し押さえ物件であるなど、深刻な地域もあることは日本のニュースでも報道されている通りである。

差し押さえ物件による低い売買価格が多いと、周囲の健全な物件の価格にも悪影響が及ぶ。その効果

があること自体は学術研究上も確かめられている。しかし問題はその程度である。

差し押さえ物件の価格が低い場合に、その周囲の一般物件の価格もすべてその低い水準に引き下げられるかというところではない。現実には、差し押さえ物件や任意売却の物件はリスクが大きいことが一般的に理解されており、よほど経験豊富で自信のある買い手でないと、差し押さえなどの特殊な物件には手を出さないのが普通である。売主は経済的に困窮するなかで維持管理を十分に行っていない場合が多いこと、売主が開示する建物の状況が本当でない可能性が高いこと、仮に瑕疵があって事後的に損害を請求しようとしても売主に支払能力がない可能性が高いこと、などが問題となる。したがって、差し押さえなどの特殊物件と一般の物件は完全には代替的ではなく、市場はある程度分かれている。したがって、差し押さえ物件の低い価格はそのまま100%一般物件に影響するわけではない。

持ち家と賃貸の代替

さらに、米国の住宅市場といったときに持ち家の一軒家の状況だけを見るのは部分的な見方である。米国の持ち家比率は、サブプライム・ローンなどの「効果」もあり1990年第後半から急上昇して2004年に69%に達したが、経済危機によって比率は下がり、現在は66%程度である。つまり、34%の家計は賃借しているのであり、膨大な量の賃借物件も含めて捉えないと、住宅市場を正しく把握していることにならない。

持ち家比率が低下しているということは、大量の家計が賃借にシフトしているということであり、持ち家の需要は減少しているが、そのぶん賃借の需要は押し上げている。持ち家と賃借の間には強い代替関係があるので、持ち家の状況を賃借にもそのままあてはめるわけにはいかない。持ち家市場だけをみ

ると、今の環境下では市場を悪く見すぎるところがある。

例えるなら、小売販売の動向を見ようとする時に、小売の代表ということで百貨店の売上だけをみて全体を把握しようとしても間違えることがあるのと似ている。百貨店の売上は、消費全体の動向だけでなく、ディスカウントストアやネット通販などに需要がシフトすることにも影響される。百貨店だけをみると必要以上に悪く状況を捉えることがある。

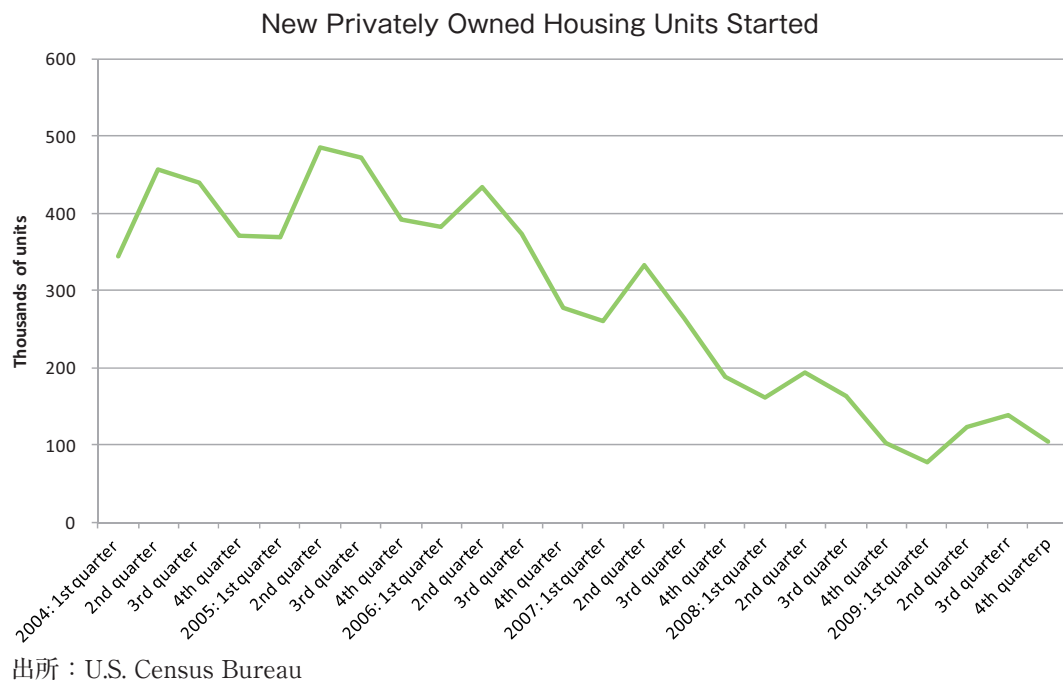
新規着工激減の意味

住宅市場の深刻さを示す指標として、住宅着工数が示されることもある。次の図は、2004年以降の民間保有住宅の着工数である。2005年までは四半期あたり40万から50万戸の着工があったのが、現在では10万戸程度になっているので、着工数は80%も減少している。これも深刻さを示すデータとしてよく紹介される。

確かに住宅着工は、実際に新規所有者が契約をして、あるいはディベロッパーが順調に（十分に高い価格で）販売できると見込んで初めて実施される。その意味では、住宅価格の期待を反映した指標である。

しかし、住宅着工は同時に住宅価格に影響を与える要素でもある。住宅着工、つまり住宅の供給量が極めて低水準に抑えられることで、現在の価格は下支えされ、将来の価格上昇にもつながるのである。つまり、住宅着工は、期待価格に影響されると同時に期待価格に影響を与える。その両方の効果を考えに入れた分析を一般均衡分析と呼ぶ。

次の頁の模式図は、Geltner et al. (2006) の教科書における不動産市場の構造である。空間の利用に関する市場（Space Market）において賃料と入居率（Rents and Occupancy）がきまる。将来にわたる期待賃料は資産市場（Asset Market）において



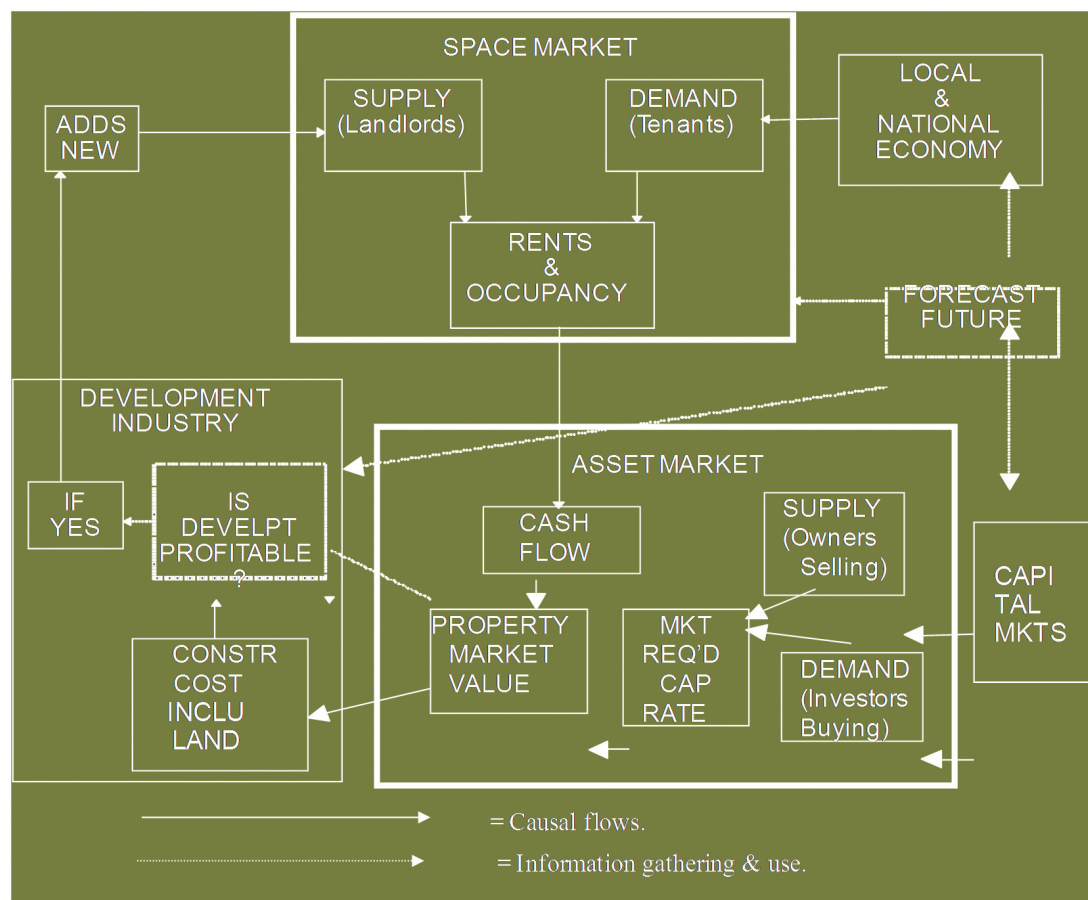
現在価値として評価され資産価格が決まる。資産価格はディベロッパー（Development Industry）による建設量を規定するが、開発は空間の新規供給として空間市場に影響を与える。

今回の経済危機では、図の右下の資本市場（Capital Markets）における負のショックが資産市場に影響し、資産価格が下がった。同時に、資本市場のショックは国や地域の経済活動（Local and National Economy）にマイナス影響を及ぼし空間需要も減少した。しかしまた同時に、下落した資産価格を受けて建設着工量は急低下したため、空間市場の供給は抑えられ、現在および将来の賃料は下支えされているのである。言い方を変えれば、建設量が急低下していることこそが、不動産市場が健全に機能していることの表れであり、将来の賃料と価格の回復のもとになると考えられる。建設が減少していなかったら、将来にわたって不動産価格はもっと壊滅的な打撃を受けていたことだろう。

まとめ

日本において米国の住宅市場が報道されるとき、よく目にする情報が、S & Pケース・シラー住宅価格指数の低下、差し押さえ物件の増加、住宅着工件数の減少などである。どの指標を見てもひどい状態なので、経済危機の震源地である米国では全国に悲惨な状況が広がっていて、日本のバブル後遺症から類推すると今後もより悲惨な状況が待っている、と一般的に考えられているようである。

しかし、実際の米国の住宅市場の状況は5つの点でそれよりはましである。第一に、ケース・シラー指数の先物情報から将来期待価格を求めると、たしかに急激な価格回復は見込まれていないが、価格が継続的に下落すると期待されている状況はすでに脱している。第二に、ケース・シラー指数の対象都市は、住宅価格の下落がとりわけ激しい地域に偏っており、他の都市まで視野を広げると、価格が上昇した後で下落せずに維持されている都市も多い。第三に、差し押さえ物件の増加は確かにマイナス要因だ



出所：Geltner et al. (2006)

が、一般の物件とは違う市場セグメントでもあり、一般物件に直接の悪影響を及ぼすわけではない。第四に、持ち家比率の低下に表れているとおり持ち家需要は減退しているものの、それは賃借物件に需要がシフトしていることでもあり、住宅市場全体としては持ち家と賃貸の両方を見る必要がある。第五に、住宅着工の激減は、単に将来の住宅価格の弱さを反映しているだけのものではなく、逆に将来の住宅価格を押し上げる要因でもある。

いずれにしろ、日本経済の今後を見通すためにも、米国の住宅市場の状況を正しく理解しておく必要がある。

補論：先物価格と現物期待価格の関係

先物取引において将来用いられる価格水準（先物

価格）は、現時点では資金のやり取りが不要な水準に設定される。現時点で支払なしで先物を一単位買うと、期日に現物を一単位手に入れることができる。単純化のために、現物資産からは現金配当などの価値流出もなく、現物の保有コストもかからず、マージンの支払いやマーク・トゥー・マーケットの資金移動がないとすると、期限 T の先物の価格 F_T は、

F_T の現在価値 = 現物の現在の価格

となるはずである。そうでなければ現物と先物のあいだで裁定取引により儲けることができる。期日の期待価格を $E[S_T]$ 、現物のリスクプレミアムを正しく反映した T 期間の期待収益率を R_T 、 T 期間の安全利子率を r_T と書くと、

$$\frac{F_T}{1 + r_T} = \frac{E[S_T]}{1 + R_T}$$

と表される。この式は、先物価格と期日における現物の期待価格の関係を表している。期待価格について書き直すと、

$$E[S_T] = F_T \left(\frac{1 + R_T}{1 + r_T} \right) \approx F_T (1 + R_T - r_T)$$

となる。つまり、市場で観察される先物価格を T 期間の現物のリスクプレミアム、 $R_T - r_T$ 、で調整してやると、現物の期待価格の情報が得られる。ただし、指数先物においては、指数の値は現実の資産価格ではないので、市場で取引することのできる資産をうまく組み合わせていくことによって、指数と全く同じ値動きをするポートフォリオを作ることが

できるという仮定が追加的に必要となる。

参考文献

- Abel, J. and R. Deitz. 2010. Bypassing the Bust: The Stability of Upstate New York's Housing Markets during the Recession. *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 16, No. 3, March 2010. Federal Reserve Bank of New York.
- Cocco, J. 2004. Portfolio Choice in the Presence of Housing, *Review of Financial Studies*. 18(2), pp.535-567.
- Geltner D.M., N.G. Miller, J. Clayton, and Piet Eichholtz. 2006. *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, 2nd ed., South-Western Educational Pub.