

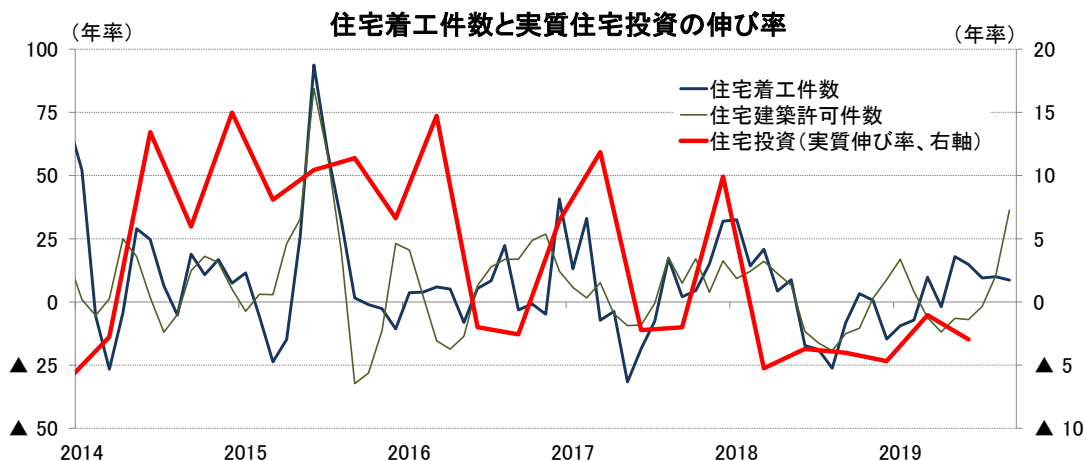
Weekly エコノミスト・ レター

低金利が住宅市場の追い風に —住宅ローン金利の低下が住宅需要を押し上げ。 ただし、住宅供給制約が回復の重石に

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩
(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. GDPにおける住宅投資は19年4-6月期が前期比年率▲3.0%と、18年1-3月期から6期連続のマイナス成長となっており、住宅市場の低迷が長期化している。もっとも、住宅着工・許可件数ともに足元で回復傾向を示しており、7-9月期の住宅投資は7期ぶりにプラス成長に転じる可能性が高い。
2. また、住宅販売は新築、中古住宅ともに19年に入ってから増加基調が持続しており、新築住宅は07年以来の水準まで回復したほか、足元で建設業者の販売見込みも大幅な改善がみられる。もっとも、新築、中古ともに在庫不足が続いており、住宅販売の回復に一定程度重石となっている。
3. 住宅価格は需給の逼迫を背景に中古住宅価格の上昇が持続している一方、新築住宅価格が頭打ちとなっていることもあって、住宅価格の伸びには鈍化がみられる。
4. 中古住宅価格の上昇が続いているものの、住宅ローン金利が大幅に低下した結果、中古住宅のローン返済額と所得を比較した住宅取得能力指数は足元改善に転じており、住宅ローン金利の低下が住宅市場に追い風となっている状況を示している。
5. 労働市場の回復持続によって雇用不安が後退する中、住宅ローン金利の低下を追い風に住宅購入意欲は高まっており、今後も住宅需要は堅調が見込まれる。しかしながら、建設業界では熟練労働力が不足する状況に歯止めが掛かっておらず、住宅供給の大幅な増加は見込めないため、引き続き住宅供給面の制約が住宅市場回復の重石となろう。

(図表1)



(注)住宅着工件数、住宅建築許可件数は3カ月移動平均後の3カ月前比年率

(資料)センサス局、BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(着工・建築許可:月次、住宅投資:四半期)

1. はじめに

米国経済は、09年6月以降景気拡大局面が持続しており、景気拡大期間は10年を超えて戦後最長を更新している。しかしながら、GDPにおける住宅投資は19年4-6月期が前期比年率▲3.0%と18年1-3月期から6期連続でマイナス成長となっており、堅調な米国経済にあつて住宅市場の回復はもたつている（前掲図表1）。

住宅市場の回復がもたつている要因としては、労働市場の回復に伴う雇用不安の後退を背景に住宅需要は強いものの、住宅価格の上昇に加え、昨年秋口までの住宅ローン金利の上昇に伴い、住宅ローン返済額の増加スピードが所得を上回る状況があつた。

もっとも、昨年秋口以降に新築住宅販売価格が頭打ちとなり住宅価格の伸びが鈍化したことや、住宅ローン金利が低下に転じたこともあつて住宅市場には追い風が吹いており、足元で漸く住宅市場に回復の兆しがみられている。実際に9月の住宅着工件数（季節調整済）の伸び（3ヵ月移動平均、3ヵ月前比）は9月が+8.6%と6月の+5.5%から伸びが加速しているほか、先行指標である住宅着工許可件数では同+36.4%と6月の▲7.0%から大幅に加速し、15年7月（同+58.4%）以来の高い伸びとなっており、7-9月期の住宅投資は7期ぶりにプラス成長に転じる可能性が高くなっている。

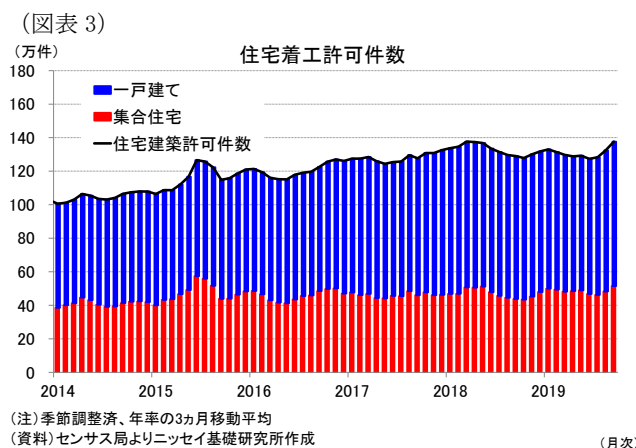
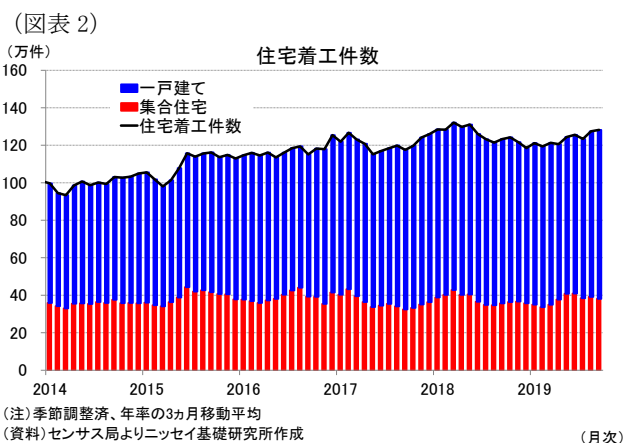
本稿では、住宅市場の現状を確認するとともに、今後の見通しについて論じている。結論から言えば、住宅ローン金利の低下を追い風に住宅市場は足元回復に転じているとみられるものの、引き続き住宅供給制約が回復の重石になる可能性が高いというものだ。

2. 米国住宅市場の動向

（住宅着工・許可件数）：着工件数は19年1月、許可件数は19年7月以降、増加基調が持続

住宅着工件数（季節調整済み年率、3ヵ月移動平均）は18年12月の118.5万件を底に増加基調に転じており、19年9月は128.2万件と12月から+8.2%の増加となった（図表2）。また、戸建て、集合住宅の寄与度をみると戸建てが+6.2%ポイント、集合住宅が+2.0%ポイントと、戸建ての回復が顕著となっていることが分かる。

一方、住宅着工許可件数（季節調整済み年率、3ヵ月移動平均）も19年6月の127.4万件を底に反発に転じ、9月は137.6万件と6月から+8.1%の増加となった（図表3）。戸建て、集合住宅の寄与度はそれぞれ+4.4%ポイント、+3.7%ポイントと、戸建て、集合住宅で同程度の寄与度となっている。このような許可件数の大幅な増加は、住宅着工件数の回復が持続することを示唆している。

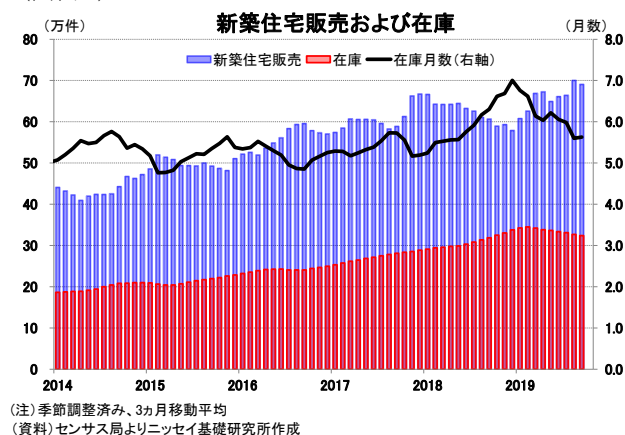


(住宅販売)：新築、中古ともに19年以降、増加基調が持続

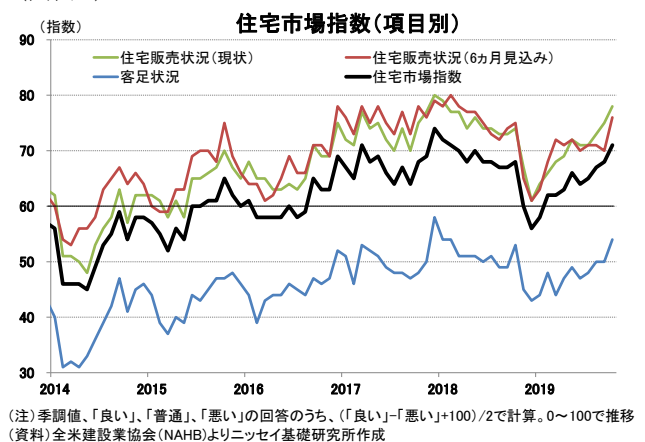
新築住宅販売（季節調整済み年率、3ヵ月移動平均）は、19年9月が69.1万件と前月の70.0万件からは低下したものの、18年12月の57.9万件を底に19年に入ってから増加基調が持続している（図表4）。9月の販売件数は07年10月（70.4万件）以来の水準である。住宅販売の回復に伴い、在庫月数は18年12月の7.0ヵ月から9月は5.6ヵ月と適正水準とされる6ヵ月を下回った。

一方、戸建て新築住宅販売に対する建設業者のセンチメントを示す住宅市場指数は、18年12月に56まで急落した後、19年9月は71と18年2月（71）以来の水準まで回復した（図表5）。同指数の内訳をみると、販売現況が78と18年1月（79）以来、今後6ヵ月の販売見込みが76と18年5月（77）以来、客足状況が54と18年2月（54）以来の水準となった。とくに、販売見込みは前月からの改善幅が+6ポイントと16年12月（+9ポイント）以来の水準となっており、足元で建設業者が販売見込みに自信を深めていることが分かる。

(図表4)



(図表5)



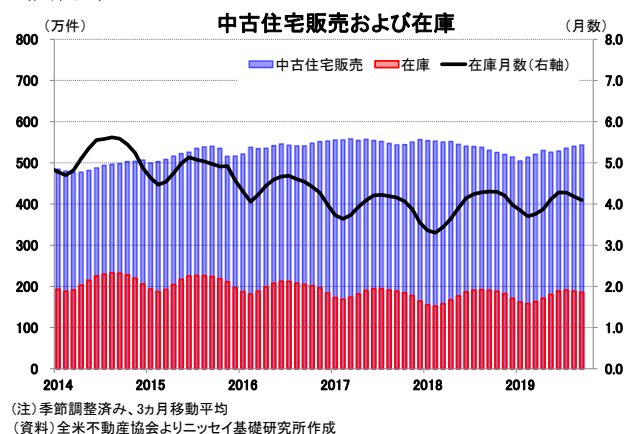
次に、中古住宅販売（季節調整済み年率、3ヵ月移動平均）は9月が543.3万件と、こちらも19年1月（同504.7万件）を底に増加基調が持続している（図表6）。一方、中古住宅でも販売在庫水準の低い状況が続いている。中古住宅の在庫月数は9月が4.1ヵ月と統計開始以来の最低水準となった18年2月（3.3ヵ月）は上回っているものの、19年7月（4.3ヵ月）から低下しており、適正水準と言われる6ヵ月を大幅に下回る状況が続いている。

中古住宅販売件数を集計している全米不動産協会（NAR）のチーフエコノミストは「在庫不足が住宅販売の伸びを阻害している」と述べており、販売在庫の不足が中古住宅販売回復の重石となっていることを示唆している。

(住宅価格)：住宅価格の伸びは鈍化。中古住宅価格が新築に比べて割高な状況が持続

住宅価格（前年同月比）は、米国連邦住宅金融局（FHFA）の住宅価格指数、ケース・シラー住宅価格指数ともに住宅価格の上昇は持続しているものの、上昇ペースが鈍化していることを示している（図表7）。FHFA指数は19年8月が+4.6%と18年1月の+7.5%から低下し、14年10月

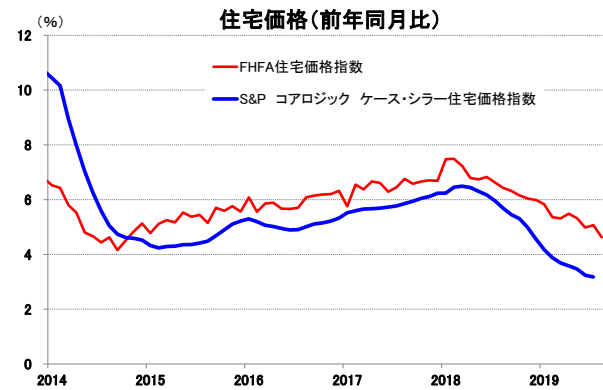
(図表6)



(同+4.5%) 以来の水準に低下したほか、ケース・シラー指数も 19 年 7 月が+3.2%と 18 年 3 月の +6.5%から低下し、こちらは 12 年 9 月 (同+3.0%) 以来の水準となった。

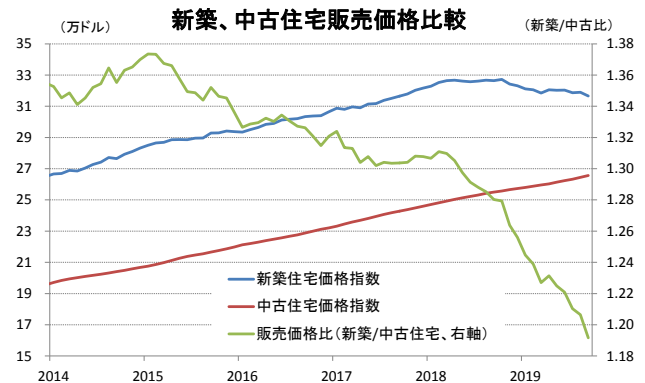
一方、新築および中古住宅の販売価格 (中央値) の比較では、需給逼迫を背景に中古住宅価格の上昇が続いている一方、新築住宅は 18 年 10 月の 32.7 万ドルをピークに頭打ちがみられる (図表 8)。この結果、販売価格比 (新築/中古住宅) は 15 年につけた 1.37 倍から足元では 1.19 倍へ大幅な低下がみられており、新築に比べて中古住宅価格の割高感が強まっていることが分かる (図表 8)。

(図表 7)



(注) FHFA、ケース・シラー住宅価格指数とも原数値の前年同月比
(資料) FHFA、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスよりニッセイ基礎研究所作成

(図表 8)



(注) 新築、中古住宅ともに中央値 (未季調) の 12 ヶ月移動平均
(資料) センサス局、NARよりニッセイ基礎研究所作成

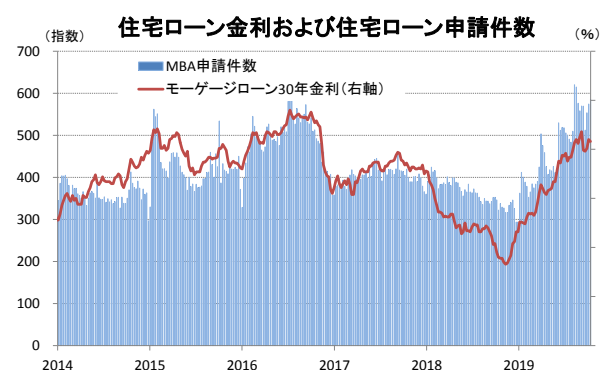
(住宅ローン) : 住宅ローン金利の低下に伴い、住宅ローン需要が増加

住宅ローン金利 (30 年) は、昨年秋口に 5% 台前半まで上昇した後、足元では 4% を割れる水準まで低下している (図表 9)。また、米抵当銀行協会 (MBA) が公表している借換えも含めた住宅ローン申請件数 (90 年 3 月を 100 とする指数) は、昨年 12 月の 300 割れから一時 600 台前半をつけた後、足元は 590 弱まで増加している。これは住宅ローン金利が 3% 台後半であった 16 年 7 月以来の水準であり、住宅ローン金利の低下が住宅ローンの需要を押し上げていると判断できる。

次に、家計部門の住宅ローン残高の推移をみると、残高の増加基調が持続しており 19 年 6 月末時点で 9.4 兆ドルと史上最高となった (図表 10)。もっとも、家計部門の負債残高合計 (13.9 兆ドル) に占める住宅ローンのシェアは 67.8% と、08 年 3 月末の 73.7% に比べて低くなっているため、負債全体の伸びに比べて住宅ローンの伸びは抑制されていると言える。

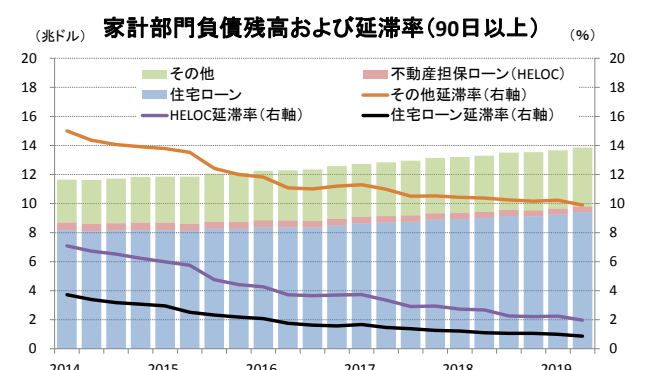
一方、住宅ローンの長期延滞率 (90 日以上) は 19 年 6 月末が 0.9% となるなど、09 年 12 月末の 8.8% から改善基調が持続しており、住宅ローンのクレジットにも悪化はみられない。

(図表 9)



(注) MBA 申請件数は住宅購入、借換えを含む住宅ローンの申請件数を指数化 (90 年 3 月 16 日=100) したものの、季節調整済み
(資料) MBA (Mortgage Bankers Association) よりニッセイ基礎研究所作成

(図表 10)



(注) 不動産担保ローン (Home Equity Line of Credit, HELOC) は、不動産担保価値を上限とする信用枠内であれば何度でも借入れが可能なローン。延滞率はローン残高に対する延滞額の割合。
(資料) NY 連銀よりニッセイ基礎研究所作成

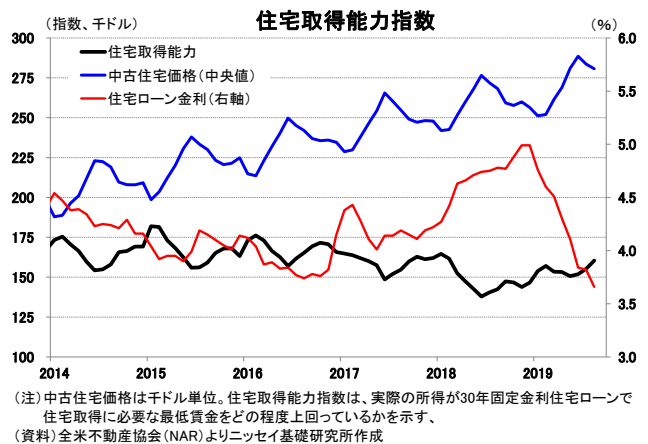
(住宅取得能力)：住宅ローン金利低下が追い風

中古住宅を取得する際の住宅ローン返済額と所得を比べた住宅取得能力指数は、19年8月が160.4と、所得水準が住宅ローン返済額を6割程度上回っているほか、18年6月の137.9からは大幅な改善がみられる(図表11)。

この間の住宅価格と住宅ローン金利の推移をみると、住宅価格の上昇基調が持続している一方、住宅ローン金利には昨年末以降に大幅な低下がみられる。このため、住宅価格は引き続き住宅ローン返済額を増加させているとみられるものの、住宅ローン金利の低下が住宅ローン返済額を減少させることで、住宅取得能力指数を押し上げていることが考えられる。

中古住宅価格は需給逼迫を反映して今後も上昇基調が持続する可能性が高い一方、住宅ローン金利が上昇に転じる場合には、住宅ローン返済額の増加を通じて再び住宅取得能力指数の増加が住宅市場の回復に水を差す可能性があるため、今後の住宅ローン金利の動向が注目される。

(図表 11)



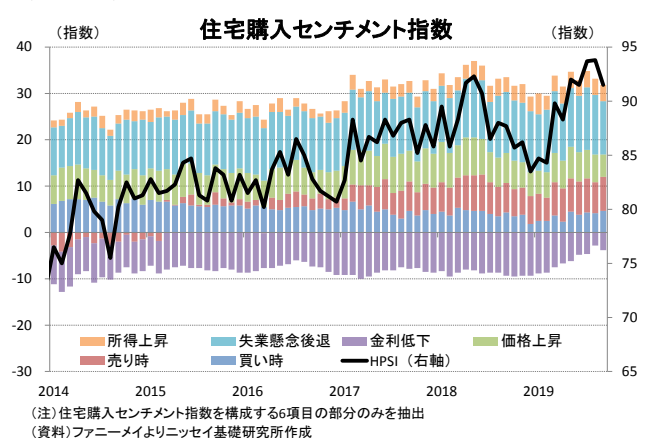
3. 住宅市場見通し

(住宅需要)：住宅ローン金利の低下を背景に住宅需要は旺盛

連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)が公表している住宅購入センチメント指数は、18年12月の83.5を底に上昇に転じ、19年9月は91.5と11年の統計開始以来最高となった8月(93.8)からは低下したものの、依然として史上最高に近い水準を維持している(図表12)。

これを、同指数を構成する6項目の寄与度でみると、12月から9月まで+8.0ポイント上昇したうち、「金利低下」が+5.5ポイント上昇しており、もっとも大きくなっている。このため、住宅ローン金利の低下が19年以降の住宅需要の改善に貢献しているとみられる。また、他の項目では「買い時」が+2.8ポイントと「金利低下」に次いでいるほか、「価格上昇」が▲0.3ポイントとなっていることから、住宅価格の伸びが鈍化していることも購買意欲を高めているとみられる。一方、「失業懸念の後退」は、水準としては6項目のうちで最も高くなっているものの、12月からの寄与度では▲1.7ポイント押し下げとなった。これは19年に入って雇用の伸びが鈍化していることが影響している可能性がある。

(図表 12)



これは19年に入って雇用の伸びが鈍化していることが影響している可能性がある。

(住宅供給)：建材価格上昇に伴う建設コスト上昇は一服も、労働力不足が住宅供給のネックに

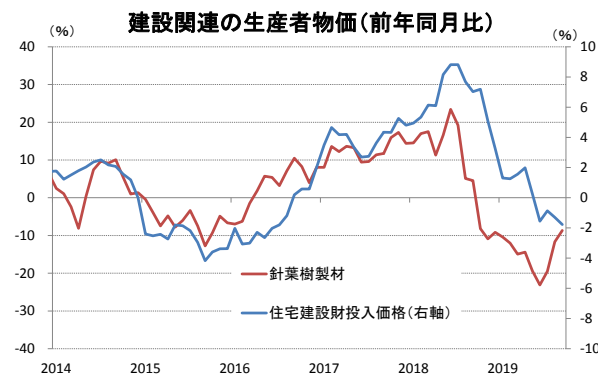
生産者物価のうち、住宅建設で用いられる木材の価格は18年6月が前年同月比+23.4%となるなど、17年以降は概ね2桁の上昇となっていた(図表13)。また、住宅建設の投入価格(財)も18年8月に同+8.8%となるなど、昨年夏場までは建設資材価格の上昇に伴う建設コストの増加が顕著となっていた。

しかしながら、18年夏場以降は建設資材価格の上昇が頭打ちとなり、木材価格は18年10月から、住宅建設の投入価格も19年6月以降はマイナスに転じており、建設資材価格の上昇は一服している。建設業界では、17年から18年にかけて建設資材の価格上昇に伴う建設コストの上昇が住宅供給に影響すると指摘されてきたが、足元で建設資材価格の上昇による住宅供給制約は改善していることが見込まれる。

一方、建設資材価格の上昇と同様に住宅供給への影響が懸念されてきた建設業界での熟練労働力の不足問題は足元でさらに深刻化している。全米住宅建設業協会(NAHB)が19年7月に公表した建設業者対象の労働力不足に関する特別調査では、熟練労働力が不足しているとの回答割合が69%となった(図表14)。これは12年以降で最も高い水準である。

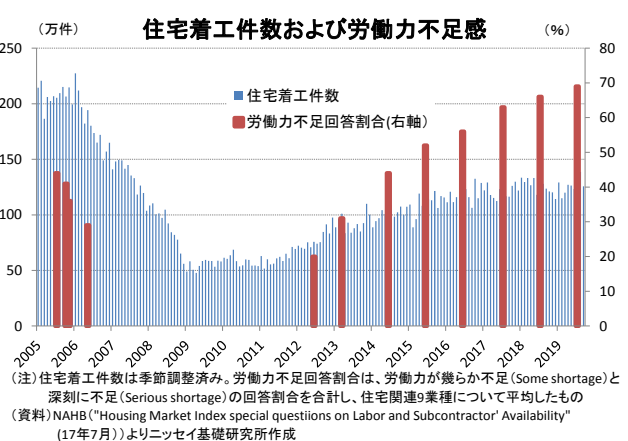
住宅着工件数は、足元で年率130万件弱のペースと、過去のピークであった06年の230万件弱からは4割近い減少となっているが、当時でさえ労働不足の回答割合は4割台前半に過ぎず、住宅着工件数との対比で足元の労働力不足が如何に深刻か分かる。

(図表13)



(注) 未季調指数の前年同月比。針葉樹製材はSoftwood
(資料) BLSよりニッセイ基礎研究所作成

(図表14)



(注) 住宅着工件数は季節調整済み。労働力不足回答割合は、労働力が幾らか不足(Some shortage)と深刻に不足(Serious shortage)の回答割合を合計し、住宅関連9業種について平均したものである
(資料) NAHB("Housing Market Index special questions on Labor and Subcontractor Availability" (17年7月))よりニッセイ基礎研究所作成

(まとめ)：住宅市場は目先回復も、住宅供給制約が回復の重石に

これまでみたように、住宅市場は足元で回復の兆しがみられており、GDPにおける住宅投資も19年7-9月期に漸く7期ぶりにプラス成長に転じる可能性が高くなっている。住宅市場の回復には、昨年後半以降に住宅ローン金利が低下していることが大きく影響している。

住宅ローン金利の低下に加え、住宅価格の伸び鈍化、雇用不安の後退、と引き続き住宅需要は堅調が見込まれる一方、住宅在庫の不足が中古住宅を中心に住宅販売回復の重石となっている。また、建設業界における熟練労働力の不足により、住宅供給は制約されているため、住宅在庫水準の大幅な改善は見込み辛い状況となっている。このため、旺盛な住宅需要の改善を背景に住宅市場の回復が見込まれるものの、住宅供給制約は回復の重石となることが見込まれる。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保證するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。