

持続力が試される米国住宅投資

米国住宅着工件数の変動については、モーゲージ金利の動きから影響を受けるところが大きい。90年代後半においては、家計の持家比率上昇と金融機関の融資範囲拡大が、住宅着工を押し上げる要因となった。

しかし、最近の景気底打ちにもかかわらず雇用情勢が依然厳しいこと、過剰債務を抱える家計が増えたことにより、一部個人の信用リスクが高まっている。金融機関にとって住宅ローンは貴重な収益源であるが、今後個別貸出案件の選別に注力し、信用リスクが高い個人への貸出については抑制的に対応するであろう。このような資金供給面での一部制約が生じるなか、住宅投資がこれまでのような持続力を保てるかが試されている。

減少に転じた住宅着工件数

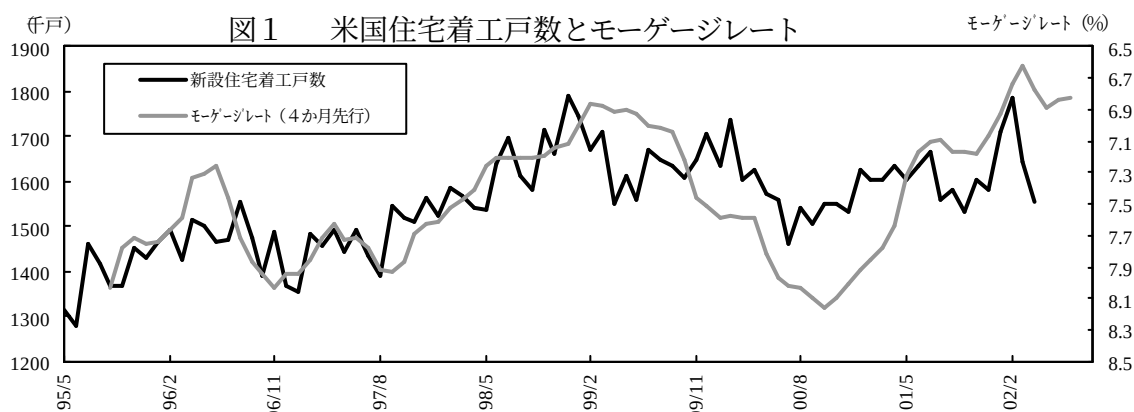
米国景気は回復に転じたものの、その回復力は依然不透明である。現状では、設備投資の回復力が弱く、これの回復が明瞭になるまでに現在比較的底堅い個人消費と住宅投資が勢いを保てるか否かが、景気回復力の鍵をにぎっている。特に住宅投資はGDPに占めるウェイトが小さいが、家具・家電購入等個人消費への波及効果をもたすため、その動きは重要である。

図1によれば、昨年来景気の下支え役の一つであった住宅投資の強さに陰りがみられるようになった。住宅着工件数は、2002年2月の1,788件（季節調整済年率換算値）をピークに、3月が1,644件（前月比▲8.1%）、4月が1,555件（同▲5.4%）と2ヶ月連続で比較的大きな減少を示した。住宅着

工件数の動きは基本的に金利（モーゲージレート）に対して数ヶ月遅れて逆連動する傾向にあるが、足下での減少の背景としては、冬場の好天が住宅着工を促進したことに対する反動があげられる。こうした短期的事情による影響も大きい。今後の動向を見渡すにあたり重要なことは、住宅投資に影響を及ぼした構造要因と、最近の家計を取り巻く環境の厳しさを関連付けてみることである。

90年代後半における持家比率上昇

表1は米国住宅市場に関する過去30年ほどの各種指標をまとめたものである。この期間中、世帯数の伸び率はほぼ一貫して鈍化した。住宅着工件数もこれに合わせて1990年代前半までは減少傾向であったが、90年代後半からは逆に増加した。このよう



資料 米国商務省、FRB (注) モーゲージレートは、4か月先行させている。右軸は目盛りを逆転させて表示。

表1 米国住宅関連指標

	70-74	75-79	80-85	86-89	90-94	95-99	00-01
住宅着工件数 千件)	1,845	1,690	1,378	1,606	1,230	1,513	1,586
うち一戸建て	1,059	1,226	874	1,096	1,018	1,189	1,252
うち集合住宅	787	464	504	510	213	324	334
住宅ストック伸び率 (%)	2.1	2.1	2.1	2.1	1.0	1.4	1.0
世帯数伸び率 (%)	2.1	2.1	2.0	1.6	1.1	1.2	1.0
うち自家保有	2.2	2.2	1.8	1.4	1.1	2.1	1.8
うち借家住まい	1.8	1.7	2.5	1.9	1.1	▲ 0.4	▲ 0.6
持家比率 (%)	64.4	64.9	65.0	63.9	64.0	65.8	67.6
空室率 持ち家 (%)	1.1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.6	1.7
借家 (%)	5.7	5.4	5.5	7.3	7.3	7.9	8.2

資料 みずほUSリサーチ 02/04/24 原資料は米国商務省センサス局、FRB 'Flow of Funds Accounts')

にトレンドを軌道修正させたのは、持家比率の上昇である（90-94年：64.0%→95-99年：65.8%→、00-01年：67.6%）。またこれの裏返しであるが、90年代後半以降借家の空室率が上昇した。

持家比率上昇の背景として第一に、92年に成立した法律に基づき、低所得者層の持家取得促進策がとられたことがあげられる。ファニーメイ(FNMA)やフレディマック(FHLMC)（注）というGSE（連邦政府支援機関）に対して、監督官庁である住宅都市開発省（HUD）がAffordable Housing Goals、即ち低・中所得者、より所得の低い層、マイノリティが多く居住する地域向けモーゲージ（融資対象案件を担保とした住宅ローン）の買取についてそれぞれ目標を設定し、両社にその結果を毎年公表することを義務付けた。表2によれば、この制度が低所得者の持家比率向上に効果的であったことがわかる。

表2 持家比率の変化

単位 %)	95年 ①	2000年 ②	②-①
持家比率全体	64.8	67.4	2.6
所得階層 最低20%層	44.0	48.1	4.1
20~40層	56.0	58.0	2.0
40~60層	64.3	67.6	3.3
60~80層	76.5	77.9	1.4
上位20%層	86.1	87.0	0.9

資料 みずほUSリサーチ 02/04/24

原資料は米国商務省センサス局)

背景の二番目は、90年代後半に金融機関が自らの融資範囲を拡大させたことである。例えば、各種金融機関はリスクが高いサブプライム・モーゲージ貸付（信用度が低い主体への住宅貸付）市場に参入し、またFNMAやFHLMCはこれら貸付を積極的に購入するようになった。これが可能となったのは、住宅貸出資産全体のデフォルトによる損害額を統計的に算出する信用リスク管理手法が発達したためである。サブプライム・モーゲージ分野の貸付市場は、94年には約400億ドルの規模であったが、99年には1,600億ドルと急拡大した。またFNMAやFHLMCは、LTV(Loan to Value)比率、即ち担保となる住宅の価格に対する借入金の割合について、一戸建てモーゲージ貸付のLTV比率平均を98年の74%から2000年の78%へと若干増加させている。これは、LTV比率90%以上のモーゲージ貸付の割合が10%強から18%弱まで拡大したためである。これら金融機関のスタンス変化により、従来は信用履歴に問題があるため、または自己資金が乏しいために融資を受けられなかった人が、通常より金利を高くすることにより融資を受けることが可能となった。

個人を取り巻く環境の厳しさと住宅金融

一方最近、個人部門の一部での信用力悪化が問題になってきている。2002年3月までの1年間に米連邦裁判所に申し立てがあった個人の自己破産が前年同期比15.2%増加の146万件と過去最高を記録した。このことは、90年代後半に積極的に実行された住宅ローンや自動車ローンが、一定期間を経過したことで一部不良債権化したことと関連している。

こうした事態を受けて金融機関がモーゲージ取組みに対して慎重姿勢をとるようになったかどうかは、現状入手可能な統計からは必ずしも明らかではない。モーゲージは担保が充実しており返済順位が高いローンであるため、LTV比率が適正であれば（通常80%以下）、不動産価格の大幅な下落がない限り実損が発生する可能性は小さい。従って企業向け貸出が減少している現在、金融機関にとってモーゲージは貴重な収益源であり、この分野に経営資源をシフトさせている金融機関は依然として多い。

ここで最近の経済情勢を振り返ると、個人を巡る環境は依然として厳しい。2002年4月の雇用統計によれば、失業率は6.0%と引き続き上昇し、賃金上昇率の鈍化も明瞭になっている。企業は収益力回復のために、今後も暫く雇用削減を続けるであろう。また特に昨年以降、住宅価格上昇に伴う担保余力を利用した新規借入により調達した資金を消費等に向ける、いわゆるキャッシュアウトが非常に活発となり、個人の債務負担が一段と高まった。

失業率が上昇してから個人向け貸出の焦げ付きが増加するまでには、6ヶ月から1年の時期的ずれがあると言われており、今後暫く個人のデフォルトが増える可能性は高い。従って多くの金融機関は、モーゲー

ジに対して業務としての力点は置きつつ、個別貸出案件の選別に注力し、信用度が低い、あるいは過剰債務を抱えた個人への住宅貸付につき抑制的に対応するであろう。実際、最近一部大手銀行が、サブプライム・モーゲージ分野から撤退した。またFNMAやFHLMCはLTV比率が高い案件の買取にあたっては債務者の民間融資保険加入を義務付けるため、リスクが高い案件の場合、債務者が高い保険料支払いを余儀なくされるか、場合によっては住宅金融の対象からはずされることもあるだろう。

なお両社によれば、貸倒損失率は、必ずしも所得水準との相関が高いわけではなく、むしろLTV比率や返済負担率との相関が高いということであり、低所得者イコール信用リスクが高いということにはならない。低所得者層の持家比率の水準自体が上昇したとはいえまだ高所得者のレベルに遠く及ばないこと、GSEの低所得者層モーゲージに対する買取目標設定という制度面での後押しがあることから、低所得者を中心としたこれまでの持家比率の上昇は今後も持続し、住宅投資を潜在的に増加させる要因となるとみてよいであろう。

しかし、90年代後半に拡がりすぎたモーゲージの裾野が、個人部門の一部における信用リスクの高まりによって当面やや縮小することが見込まれ、信用力が低い主体におけるモーゲージ借入の潜在需要が実現できないこともありうる。このような資金供給面での制約が従来との比較で生じるなかで、住宅投資が現状の勢いをどの程度維持できるのかが、今後試されることとなる。

（注）ファニーメイとフレディマックはGSE（政府支援機関）と呼ばれる。完全な民間会社であるが、経営上のリスクに対して政府の暗黙の支援が

海外経済金融・米国

あると一般的に見なされている。両社は、金融機関が保有する住宅ローンのうち、政府の保証が付かないコンベンショナルローンを買取り、これらを証券化して投資化に販売する一方、自ら保有することもある。また両社は、証券化された住宅ローンにつき、投資家に対して元利金支払いの保証を行う。

(永井 敏彦)