海外経済金融

高騰が続く米国の住宅価格

永井　敏彦

要旨

- 原油価格高騰の影響等により、個人消費を中心に景気はやや足踏みの状態である。
- 住宅価格の高騰が続いている。最近の特徴は太平洋沿岸部を中心とした一部地域の上昇率が際立って高いことである。グリーンスパン議長は、住宅価格は全米的なバブルではなく、局地的なフロス（小さい泡）であるとみている。
- 仮に住宅価格が下落しても経済金融への影響は限定的という見方もある。但しそれが住宅投資減少に結びつくのであれば、景気の下振れ要因として念頭に置く必要がある。

原油価格高止まりの影響で景気拡大力はスローダウン

6月23日に原油価格（ＷＴＩ）は59.42ドル／バレルと、83年3月のＮＹＭＥＸ取引開始以来の過去最高値を更新した。原油価格の高止まりは、特に個人消費の足取りを重くしている。

6月15日に公表されたBeige Book（地区連銀経済報告）によれば、経済全般の情勢は「引き続き拡大しているが、一部地域の景況感は部門によってまだら模様」とされており、前回4月20日の報告のトーンとほぼ同じであった。しかし個人消費については「地域によってまちまちで、幾つかの地域では期待はずれの状態であった。気候が比較的寒冷であったことや、ガソリン価格の高止まりが原因としてあげられる」、と前回報告よりもやや拡大力の陰りが印象に残る表現であった。

地区による跛行性がみられる住宅価格上昇率

景気拡大力にやや陰りがみえている一方で、住宅価格上昇率は高水準を維持している。米国連邦住宅公社監督局（ＯＦＨＥＯ）が四半期毎に公表している住宅価格指数統計によれば、05年1-3月期の価格指数は12.5%上昇した（前年同期比、以下同じ）（図）。

住宅価格上昇率は、2000年以降概ね6～

図　住宅価格指数上昇率(四半期ベース前年同期比)

8%の範囲で推移したが、04 年 4-6 月期以降二桁の上昇率が続いている。ここで注目したいのは、この時期以降上昇率が加速したことだけではなく、地区毎の上昇率のバランスが変化したことである（表)。03 年までは北東部(New England と Middle Atlantic：ニューヨーク州等を含む)と太平洋沿岸部(Pacific:カリフォルニア州等を含む)の上昇率が高く、両地区の上昇率がほぼ拮抗していた。しかし 04 年以降、北東部も上昇率を高めているが、太平洋沿岸部の上昇率がそれを遥かに上回っている。また 04 年後半以降、大西洋沿岸南部(South Atlantic:フロリダ州を含む)の上昇率が高まり、最近では北東部を上回っている。

州別にみると、上昇率の上位ランキングは、ネバダ州(31.2%：同州内のラスベガスは 33.3%)、カリフォルニア州(25.4%)、ハワイ州(24.4%)、ワシントンＤＣ(22.2%)、フロリダ州(21.4%)であった。

住宅価格はバブルかどうか？

これまで、米国の住宅価格上昇率は人口の増加や底堅い経済成長率を反映したものである、という見方が根強かった。確かに米国の人口は毎年 1%程度のペースで増加しており、経済成長率もＩＴバブル崩壊の時期を除けば比較的堅調であった。しかし、これをもって現状の住宅価格高騰を十分説明できるかについては、議論の余地がある。

05 年 5 月 28 日の Economist によれば、住宅価格中央値が所得中央値の何倍にあたるかをみると、90 年代の終りには 2.75 倍であったが、現在は 3.4 倍へと高まっており、住宅価格は過去のトレンドから乖離した勢いで上昇を続けている。

6 月 9 日のグリーンスパン議長証言をみると、「少なくとも地方レベルでは、住宅価格にフロス（froth:バブルよりも小さい泡という意味）がみられ、現在の水準は持続可能ではない」、という表現がある。つまり議長は全米的な住宅価格バブルの存在には否定的だが、局地的には住宅価格上昇が過大である、との見解を示している。

そして議長は、フロスが局地的であることと、非居住用住宅を対象とした投機的な売買の増加を関連づけて、次のように説明している。

「米国の住宅市場は地区により分断されているため、住宅価格は地区によって異な

表　地区別住宅価格指数上昇率（四半期ベース前年同期比）　（単位：%）

	03/4-6	03/7-9	03/10-12	04/1-3	04/4-6	04/7-9	04/10-12	05/1-3
全米	6.5	6.0	8.1	8.4	10.0	13.4	11.9	12.5
New England	8.8	7.9	10.3	10.2	11.4	15.3	12.1	12.7
Middle Atlantic	8.5	8.0	11.0	10.7	12.1	16.1	13.1	13.8
East South Central	5.6	3.4	3.7	3.9	4.1	5.2	5.4	5.4
West South Central	4.3	3.3	3.4	3.5	3.9	4.9	5.0	4.8
South Atlantic	6.9	6.3	8.4	9.4	11.1	14.5	14.0	15.0
West North Central	3.6	3.6	5.0	4.9	5.7	7.3	6.2	6.7
East North Central	4.8	4.8	6.4	6.2	7.3	8.7	7.0	7.3
Mountain	4.2	3.6	5.2	6.0	8.2	11.8	11.6	13.0
Pacific	9.4	8.9	12.5	13.4	17.2	23.7	20.7	21.3

資料：Office of Federal Housing Enterprise Oversight

（注）　　は、全米平均よりも2.0ポイント以上上昇。

　　は、全米平均よりも5.0ポイント以上上昇。

る。自己居住用の住宅では、投機的な動きは限定的だ。キャピタルゲインを得るために転居しなければならないし、住宅売却額の10%近くに及ぶ手数料を払う必要があるからだ。

しかしここ数年の間、住宅売買の回転が加速した。その原因は居住用以外の住宅の売買増加である。これには、投資目的と休暇用別荘の両方がある。もちろん、居住用以外の住宅の売買は、転居を要するといった制約がない。従って投機的な売買が、以前よりも住宅価格上昇に大きく影響している。」

住宅価格高騰持続の原因

01～03 年にかけての長期金利低下が住宅価格高騰の引き金になったことに、疑いの余地はない。しかし04年以降の上昇率加速は、金利要因では説明できない。その原因に関連して、グリーンスパン議長は以下のとおり説明していた。

「住宅市場のフロスは、住宅ローン市場にも波及している。借入してからしばらくの期間利払いだけで元金を支払わないローン(Interest Only)や、変則的な変動金利ローンの大幅な増加は、大変懸念すべきことである。通常のローンを借りることができない家計が、こうした特異なローンを活用することで住宅を購入しているとしたら、今後住宅市場に負の圧力が加わるであろう」。これに若干の補足説明を加えると、2004年では全米の住宅ローンに占める Interest Only の割合は17%であり、カリフォルニア州ではこの割合が半分を超えた（05年5月28日の Economist)。

また議長は住宅価格高騰の原因について、次のとおり金融以外の観点からも説明している。

「住宅建設は個別性が強いため、最近の技術進歩にもかかわらず、住宅産業が生産性を大幅に向上させることは困難である。そのため住宅建設の生産性向上は、常に全産業平均よりも遅れた。このことが、住宅価格上昇率が他の物価よりも高い原因の一つである。」

生産性が向上しにくくても販売が好調であるのは、需要が強いからである。製造業の分野では一般的に、投入コスト上昇分を販売価格値上げという形で転嫁できるかは、業種によってまちまちである。しかし、堅調な需要に恵まれている住宅産業は、価格転嫁が進んでいる業界の一つである。ＧＤＰ統計によれば、2004年の住宅投資デフレータ上昇率は＋5.7%と、他項目デフレータと比較して際立って高かった。

仮に住宅価格が下落した場合の経済への影響

グリーンスパン議長は、「仮に住宅価格が下落した場合でも、マクロ経済に重大な影響を及ぼさない」、という見解を示した。その理由は、以下のとおりである。

「住宅ローンをポートフォリオに組み込んでいる銀行は全国的に散在しており、また住宅ローン証券化の進展によりリスクが多数の投資家に分散しているため、以前局地的に発生した住宅価格調整の際にみられた金融危機は起こりそうもない。さらに、よほど大量の破産でも発生しない限り、大幅な住宅価格下落が全国的に拡がるとは考えにくい。何故なら、大多数の住宅所有者は住宅価格上昇に伴う含み資産(equity)を

積み上げており、一部がホームエクイティローン借入で引き出されたとしても、かなりの部分が残っているからである」。

但し、注意しておきたいことがある。活発な住宅投資は、建設業界はもとより建築資材・家具メーカー、不動産業者、金融機関等幅広い業界に業容拡大の波及効果をもたらし、米国経済を相当牽引してきた。例えば過去 6 ヶ月の非農業雇用者累計増加数をみると、建設業は全体の 16%を占めている。これはビジネスサービスの 21%に次いで高い水準である。

住宅価格の先行きについて見通すことは難しいが、仮に住宅価格が下落して住宅投資が落ち込むとしたら、経済全体への影響は無視できない。景気を下振れさせるリスクシナリオとして、住宅投資減少の影響を念頭に置くべきであろう。