

米国経済ウォッチ (No.11-73)

2011年12月30日  
 広告審査番号 MFB155-111230  
 MSRC 審査番号 06-B-111230-01

改善みせる最近の住宅市場

米国住宅市場の動向 (2011年12月)

投資調査部 猿渡 英明  
 03-5203-6501

ポイント

- 住宅市場に改善の動きがみられる。販売件数は増加傾向にあり、建設業者の景況感には大幅な改善がみられる。但し、需給バランスは依然として悪く、住宅価格の明確な反転までは期待しづらい。特に過剰在庫は今後さらに積み上がる可能性があり要注意であろう。
- ここにきて政策当局は再び住宅市場対策に力を注いでおり、中でも HARP2.0 は住宅ローンの借換え条件を大幅に緩和することで救済対象者の拡大を目指している。一方で、GSE 保証料の引上げなど、住宅ローン金利を押し上げる可能性がある政策も予想され影響が懸念される。
- 住宅市場の調整は景気回復によって進むのであって、必ずしも住宅市場の回復を景気回復の起点と想定する必要はなかろう。内外ショックにより景気回復の動きが途切れない限り、新たに生み出された所得が住宅市場の調整を進めることとなろう。

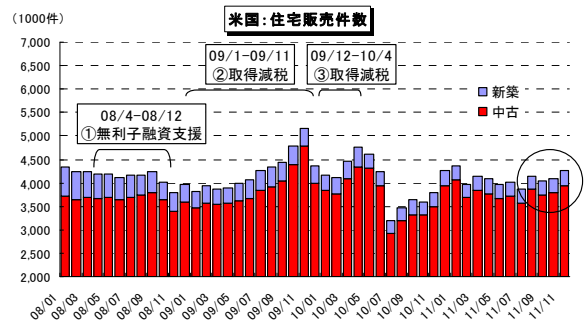
緩やかながらも改善する住宅市場

住宅市場に緩やかながらも回復の動きがみられる。こうした動きが一時的なもの（例えば、夏場の天候悪化の反動）であるのか、もしくは底入れの動きであるのか現時点では判定しづらいものの、足元にこれまでと異なる動きが出始めているのは確かであり、今後の推移が注目される。

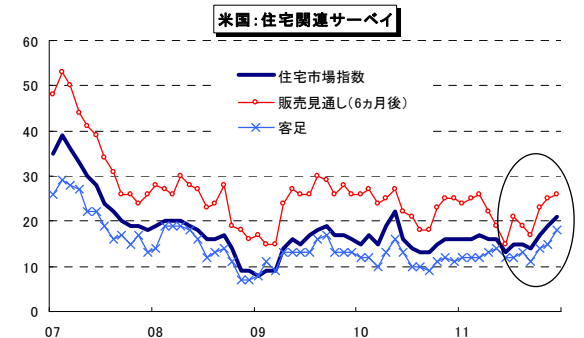
仮に住宅市場が改善に向かっているとすれば、その理由として考えられるのは、①雇用・所得環境の改善、②住宅価格の底入れ期待（もしくは、賃貸料上昇による相対的な割安感）によるペントアップ需要や潜在需要一などであろう。この結果、住宅価格が上昇に転じてくれば、家計や金融機関の損失が下げ止まり、バランスシート調整はより進展することが期待されよう。

もっとも、現時点での需給バランスを踏まえれば、住宅価格が早々に反転し、明確に上昇していくとは考えづらい。需要回復→在庫減少→住宅価格の上昇→信用供与（住宅ローン）の増加といった好循環は、現実には様々な連関のなかで少しずつ進展していくものであり、バブル崩壊の後遺症は一気に払拭されるわけではない。今言えることは、これまでの負の循環がようやく好転し始めた可能性があるということぐらいであろうか。

住宅市場の現状としては、まず住宅販売については、新築・中古ともに小幅な増加傾向が継続、住宅需要は緩やかながらも改善に向かっている。また、建設業者の景況感には明確な改善の動きがみられ、水準的には住宅取得支援策が行なわれた時期に劣らない。6ヵ月先の販売期待指数にも改善の動きがみられ、かつ中古住宅販売の先行指標とされる保留件数が10月、11月と大幅な伸びを



注: 戸建て、季調値年率ベース(新築は契約ベース、中古は所有権移転ベース) (年/月)  
 出所: NAR、米商務省、DatastreamよりMSRC作成



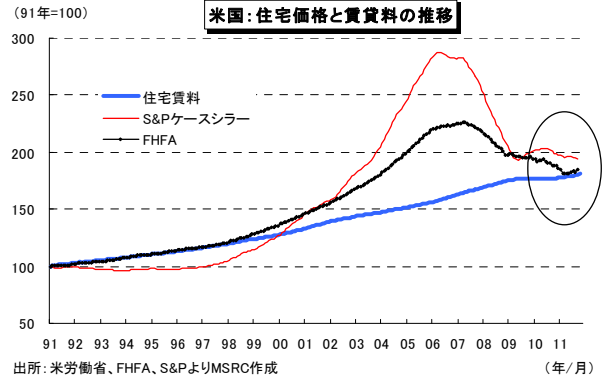
注: 住宅市場指数は、現状販売・販売見通し・客足を総合したものの (年/月)  
 出所: 全米ホームビルダー協会、DatastreamよりMSRC作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

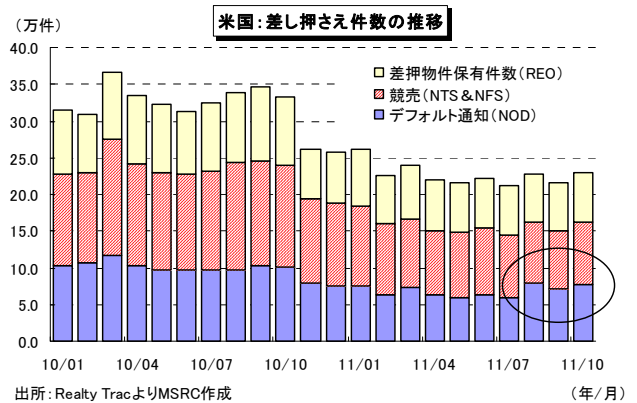
示していることなどからすれば、足元の住宅需要は反動による一時的なものではなく、実体経済の回復に裏づけられたものである可能性が指摘されよう。

引き続き重石となる過剰在庫

一方、住宅価格については、現状は「急速な下落に歯止めがかかり、ほぼ横ばい圏の動きに転じているものの、依然として軟調」と評価することができる。需要が持ち直し傾向にあることから、ここからの大幅な価格下落リスクは小さいと考えられるものの、早々に価格が上向くかと言えば、おそらくはそれも難しいであろう。今後の需給バランスを占う際に特に注目されるのが、「隠れ在庫 (shadow inventory)」の存在と差し押さえ手続きの再開である。



隠れ在庫とは中古住宅市場に放出されていない売却物件で、主に差し押さえ直前 (90 日以上) の深刻な延滞状態にある物件、もしくはすでに差し押さえによって金融機関 (債権者) に占有された状態にある物件などを指す。Core Logic (米不動産情報会社) によると、こうした隠れ在庫が 10 月時点で 160 万戸あり、中古住宅販売 (需要) の 5 ヶ月分に該当するとしている。市場に出回っている中古住宅の在庫率が 7 ヶ月であることを踏まえると、隠れ在庫の存在は決して無視しえるものではなからう。

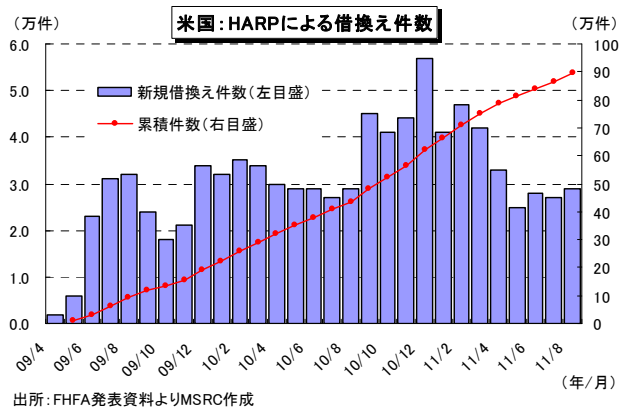


また、足元は「差し押さえ停止問題\*1」により延期されていた差し押さえ手続きが再開しており、これまで先送りされてきた差し押さえ物件が今後、新たに在庫に加わる可能性がある。実際、Realty Trac (米不動産仲介業社) によると、差し押さえ手続きの初期段階に当たる「デフォルト通知」がここ最近になって再び増加し始めている。

\*1：債権者 (住宅ローンの貸し手) が差し押さえ手続きを進めるために裁判所に提出する書類 (affidavit) に不備があるために、多くの金融機関が差し押さえ手続きを中断した問題。GMAC 従業員が証明書への署名を機械的に行っていたと供述したことから問題が発覚した (ロボ・サイナー問題)。

新たな住宅対策を発表

こうした状況を踏まえ、オバマ政権は新たな差し押さえ抑制策を発表した。オバマ政権は発足から多くの住宅対策を発表、その中の一つに HARP (Home Affordable Refinance Program：住宅ローン借換プログラム) がある。これは、既存の住宅ローンをより低金利のものに借換える措置で、債務者の返済負担



を軽減することで新たな差し押さえを抑制することに狙いがある。しかし、このプログラムには様々な欠陥があり、実際に借換えを実施した債務者は、政府目標の 400~500 万人に対して 90 万人弱に留まっている。

まず、当プログラムの対象は GSE（政府系住宅金融機関）の保証がついた、いわゆるコンフォーミング・ローンに限定されており、最も返済が困難な状態にあるサブプライム・ローンなどの信用力の低いものは対象外となっている。また、住宅価格の大幅な調整により多くの住宅保有者がネガティブ・エクィティ状態（住宅ローン残高が住宅評価額を上回る状態）にあるが、HARP では LTV（住宅ローン残高/資産価格×100）125%が上限となっており、深刻な逆ザヤ状態にある債務者は対象外とされている。ちなみに、ネガティブ・エクィティ状態にある住宅ローンは、11 年 9 月末時点で全体の 22.1%（1,070 万戸）に達するとされている。さらに、住宅ローンに関わる債務関係が複雑であることも HARP の利用を妨げているとみられる。

オバマ政権はこうした状況を改善させるため、10/24 に新たな「HARP 2.0」を発表した。主な内容は、①LTV の上限を撤廃、②借換え手数料の免除・軽減、③表明証書（レプワラ\*2）の提出免除などとなっている。こうした措置により、深刻なアンダー・ウォーター状態にある債務者が救済対象になるほか、債権者は GSE からの買戻し請求や損害賠償請求を恐れることなくローン債権を売却できるようになる。

その他、オバマ政権は、外国人による住宅購入を促進する措置（Visit USA Act\*3）を実施、また新たに GSE が保有する差し押さえ物件を賃貸用に転換する措置なども計画している。

米国：追加住宅対策(11年10月)

<b>HARP2(新住宅ローン借換え促進策)</b>
<b>低金利の住宅ローンに借換える措置</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・GSE保証のついたコンフォーミング・ローンが対象</li> <li>・LTVが80%以上、上限を撤廃(従来は125%まで) →深刻なアンダー・ウォーター状態にある住宅ローンの借換えが可能に！ LTV=Loan to Value(住宅ローン負債比率)</li> <li>・過去6か月間のローン返済に延滞がない(1年間で1回以下)</li> <li>・09年6月以前にGSEに売却されたローンが対象</li> <li>・表明証書(レプワラ)の提出免除</li> <li>・借換え手数料の免除(もしくは軽減)</li> <li>・原則として2012年1月から開始(~13年末)</li> </ul>

出所: HUD発表資料よりMSRC作成

\*2: レプワラは Representations and Warranties の略（レップと呼ばれることが多い）で、金融機関などの債権者が GSE に住宅ローン債権を売却する際に提出する内容証明書のこと。この書類に不備があったことから、GSE は各金融機関に債権（MBS）の買戻しを請求している（いわゆる Put-Back 問題）。

\*3: 米国に存在する 50 万ドル以上の居住用住宅を取得した外国人には、3 年間（更新可）の特別居住用ビザが発行される（S1746）。

気になる住宅ローン金利への影響

オバマ政権による住宅市場への梃入れが続くなか、一方でそれに反する政策もみられる点がやや気になる。いずれも住宅ローン金利を押し上げる可能性があり、一つがドット・フランク法に関わるもの、そしてもう一つが給与税減税の延長に関わるものである。

まず前者では、今後ドッド・フランク法が施行されることによって、金融機関が住宅ローンの最低頭金（minimum required down-payment）を引き上げる動きが強まる可能性がある。また、同法では、頭金比率が 20%を下回る非適格ローンを証券化する場合に、金融機関に最低 5%のクレジット・リスクを保有することを義務付けている。この場合、金融機関はその証券化コストをローン金利に上乗せしたり、手数料を引き上げたりすることで補う可能性がある。

一方、給与税減税については先日、議会にて 2 ヶ月間の延長が決定されたが、その財源として想定されているのが GSE 保証料（G-fee）の引上げである。これは金融機関が GSE から保証を受け

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

る際に支払う手数料を指すが、この場合、金融機関はその分の負担を最終的に住宅ローンに転嫁する可能性がでてこよう。

なお、FRB では現在、理事メンバーを中心に MBS（住宅ローン担保証券）買入オペの実施を求める声が聞かれる。おそらくは「責務の達成（dual mandate）」にこだわった追加緩和措置の要求であろうが、もしかすると以上のような住宅ローン金利の上昇懸念に備えるという狙いもあるのかもしれない。景気回復期待が高まるなかで、あえて追加緩和措置を踏み込む場合には、政権サイドとの歩調合わせという意味合いも含まれてくるのではなかろうか。

米国：給与税減税の延長法

項目	内容
従業員減税	4.2%
雇用主減税	×
総額	210億ドル(2カ月)
財源	GSE保証率引上げ
その他	緊急失業保険は2カ月の延長
	XL Pipelineは60日以内に結論を出す
	100%償却の設備投資減税を2012年まで延長 Doc fixの延長

出所：米議会資料よりMSRC作成

### 住宅市場の回復は必要条件ではない

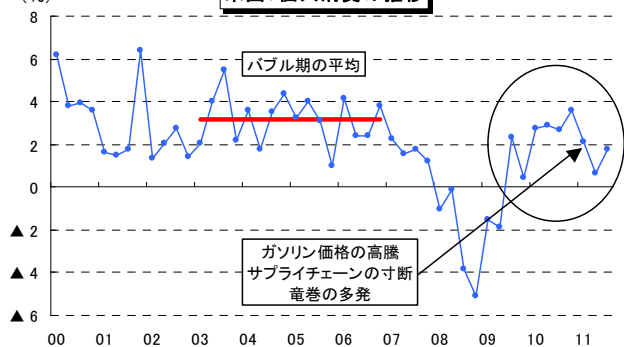
以上をまとめると、雇用・所得環境の改善や住宅価格の下げ止まり期待（割安感）などを背景に、住宅需要が持ち直している可能性が指摘されるが、一方で過剰在庫による需給バランスの悪化は当面は解消しがたく、結果として住宅価格が明確に上昇し始めるのはまだ先のことになりそうである。

しかし、政策当局がここに来て再び住宅対策を重視し始めたことも事実であり、実体経済の回復とともに住宅市場の調整は緩やかながらも前進していくこととなろう。また、リーマンショック後の景気動向を振り返ると、そもそも住宅部門の調整が景気回復の動きを大きく阻害しているとは考えづらく、バランスシート調整の影響が懸念されるなかでも、景気は回復の動きを続けていることが実績値として証明されている。

当方では、これまでの景気推移から判断して、住宅市場の回復は米国景気が高成長を実現するために必要な十分条件であっても、回復そのものに不可欠な必要条件ではないとみている。それ以上に問われることは、バブル崩壊の遺産（家計・金融機関のバランスシートの悪化）を処理するための所得が他の需要項目から生まれるか否か、もしくは景気回復の起点があるか否かではなかろうか。この点、米国の場合は個人消費がその中心であり、また今次景気回復局面では輸出の寄与度も従来よりも高くなっている。

こうした需要回復による所得形成が進むのであれば、いずれのペースであっても住宅市場の調整は進展していくことが期待されよう。つまり、住宅市場の調整は景気回復によって進むのであって、必ずしも住宅市場の回復を景気回復の起点と想定する必要はなかろう。すでに雇用と需要の相互連関が始まっている以上、内外からのリスク・イベントにより景気回復のパスが途切れない限り、景気回復の動きは住宅市場の調整を伴いながらも前進し続けることとなろう。◆

米国：個人消費の推移



注：バブル期の個人消費は03年～06年の平均  
出所：米商務省よりMSRC作成

(年/期)

### みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%〔税込み〕、最低2,625円〔税込み〕の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL: <http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。