



## 米国住宅不況の底入れ時期を探る

経済調査部長・チーフエコノミスト 竹中 正治

サブプライム危機による金融機関の損失拡大報道が続き、第4四半期も追加損失の計上が報告される。こうした損失計上には流動性の乏しい複雑な証券化商品の価値評価をどのように行うべきかを巡るかなり技術的な問題を孕んでいる。しかし、米国住宅不況に底打ちの動きが見えない限り、今後とも損失拡大のリスクが高いと考えておくべきであろう。本稿では住宅投資減少が横ばいに転じる時期を来年の半ばと予想する。しかし住宅価格の調整にはより長い時間がかかる可能性が高い。

### 住宅建設は2008年半ばに底打ちか

住宅投資は2006年第2四半期に前期比年率で二桁パーセントの減少に転じ、以来今年の第3四半期まで二桁パーセントの減少が続いている。住宅着工件数(年換算季節調整後)で見ると、今年10月までの過去12ヶ月の対前年同月比での平均減少率は24%に及ぶ。

仮に同マイナス20%で今後も減少を続けると仮定すると、2008年9月には年率換算1百万戸を割れ込むことになるが、これは1991年の不動産不況時の水準である(図表1)。当時に比した人口の増加も勘案すれば、そこまで落ち込めば調整は十分済んだと見なせよう。すなわち、住宅投資が現在のペースでの減少・調整を続ければ、2008年の半ばには減少が一服、少なくとも横ばいに転じる可能性が高いと予想する。

### より時間のかかりそうな住宅価格の調整

しかし、より調整に時間がかかると思われるのは住宅価格である。図表2はS&P/ケース・シラー住宅価格指標(2007年9月時点)である。総合指標は前年比4.9%程度下落を示しているが、下落はまだ始まったばかりである可能性が高い。

その理由のひとつは家賃に対する住宅価格倍率が大幅に割高な水準に高止まっていることである。図表3は連邦議会経済合同委員会(“The Subprime lending Crisis” 2007年10月)に掲載された家賃に対する住宅価格の倍率推移指標である。言うまでも無く、この倍率が高いほど価格が割高であることを示す。

住宅価格がファイナンス金利の低下などでバブル的な高騰をしても、家賃の支払い可能水準は、かなりの程度において家計の所得に依存するため、家賃の変動率は低い。従って、住宅価格の割高・割安を判定する上で家賃倍率を使用することに理がある。

この家賃に対する住宅価格倍率は 2000 年代の住宅価格高騰で急上昇し、過去のトレンド上限から 20~30%割高な水準にある。同指標が過去の上限近くまで下がるには、家賃が不変として、住宅価格は現状水準から 20%以上も下落しなくてはならない。住宅価格の調整がまだ始まったばかりであると言えよう。

### 住宅債務不履行、債務者破綻のピークは来年後半か

また、住宅ローンの債務不履行、それに続く差し押さえ・抵当物件処分が増加も未だピークは見えていない。図表 4 は住宅ローンの支払い遅延・不履行率の推移である。サブプライム・ローンのうち、金利見直し条件付ローン(ARM : Adjustable Rate Mortgage)の不履行率が急騰している。また図表 5 はサブプライム・ローン実行年次毎の不履行率の推移である。2005 年実行分のローンについてはピークアウトの兆しが見えるが、2006 年、2007 年実行分の不履行率はまだ上昇を続けている。ARM の平均的な当初期間(金利のみの支払いなど債務者の支払い金額を低く設定した期間)は 2 年程度と言われており、2008 年を通じて「当初期間終了→不履行」となる案件が多数出ると予想される。

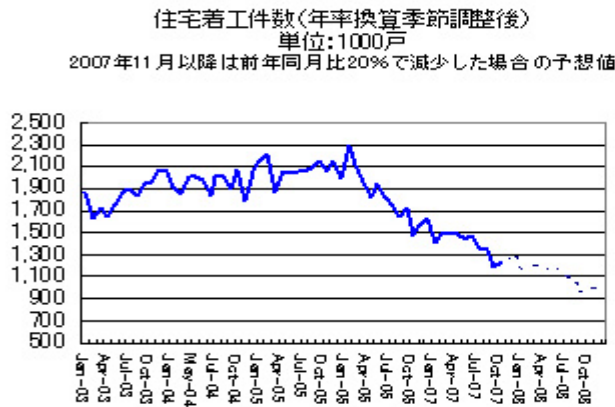
更に問題なのが、不履行発生に続く差し押さえ・抵当物件処分の影響である。図表 6 から差し押さえの増加が不履行の増加に多少の時差を伴って増加していることが判る。こうした差し押さえ・抵当物件処分の増加が、その地域の住宅価格を更に押し下げることがは不可避であろう。

悪材料の中で楽観的な要素を捜すならば、これまでの債務破綻の増加が ARM 形態のサブプライム・ローンにほとんど集中していることである。サブプライム・ローンの残高は 1.3 兆ドルと言われ、仮にその 20%が債務破綻し、貸手、あるいは投資家の回収率が 50%だと想定すると、損失は 1300 億ドル(14 兆円)ほどになる。これは 90 年代初頭から 2000 年代にかけて邦銀が処分した損失額約 100 兆円に比較すれば規模は小さいと言える。

また、12 月 6 日に米国政府は ARM の当初期間の金利を一定条件の債務者に対しては 5 年間凍結・延長することで住宅サービス会社、並びに投資家と合意したという救済策を発表した。しかし、この救済策の対象となる債務者、対象ローンの規模は現時点では定かではない。政府は財政資金での救済はしないと明言している。また、証券化商品として購入した世界の無数の投資家層が負担(損失)について合意できるとも思えず、真に効果的な規模の救済策になるか疑問である。

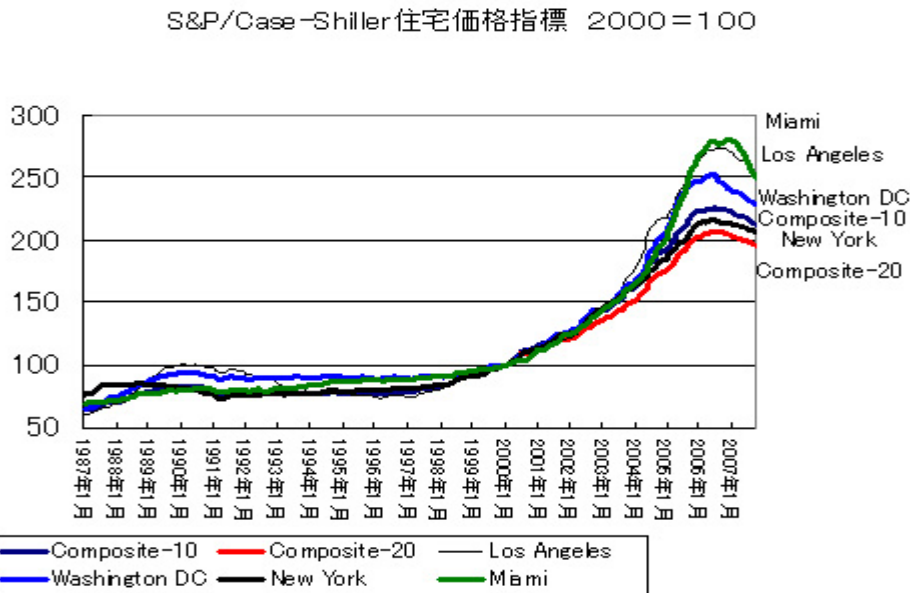
住宅価格が全米平均でピークから 20%も下落するような戦後未曾有のことが生じれば、価格の下落が ARM サブプライム以外の債務破綻も引き起こし、差し押さえ・抵当物件処分の増加が更に住宅価格の下落を招くという悪循環も可能性としてはゼロではなかろう。そうした最悪の事態に陥らない限り、住宅価格の下落は 2008 年後半から 2009 年かけて底打ちを見ることになるかもしれない。

図表 1

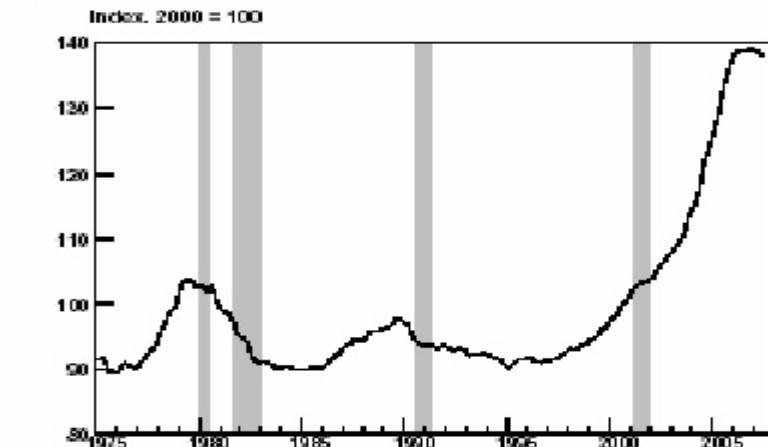


データ: 米国商務省

図表 2

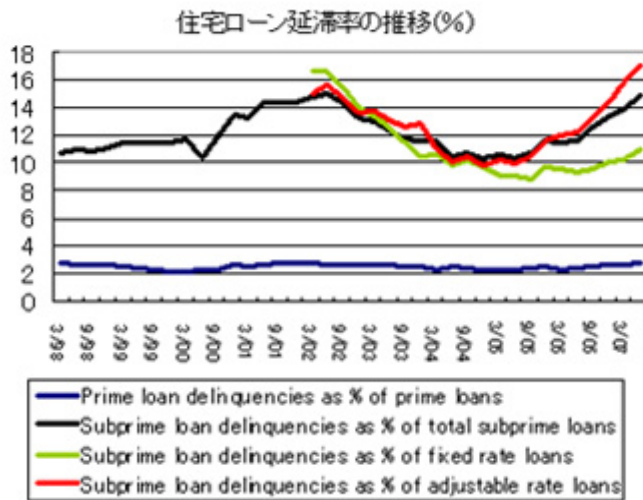


図表 3



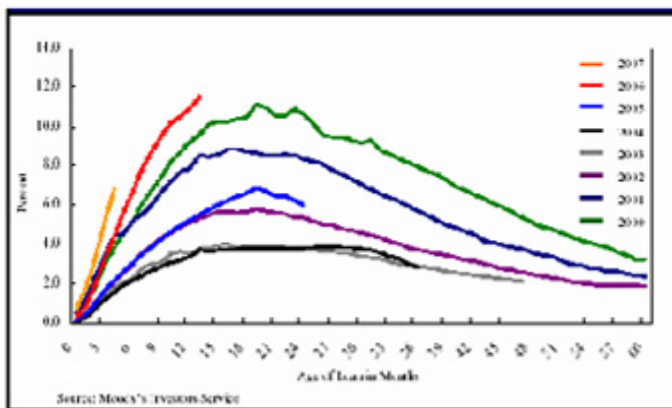
Sources: Congressional Budget Office; Office of Federal Housing Enterprise Oversight; Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.  
Note: Data are quarterly and are plotted through the second quarter of 2007.

図表 4



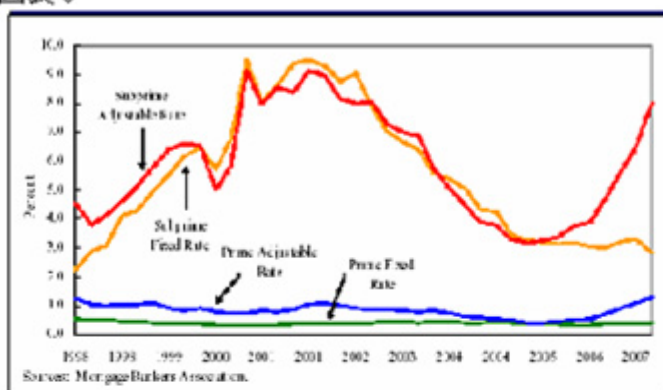
データ: Mortgage Bankers Association

図表 5



グラフ: 米国連邦議会経済合同委員会報告書 2007年10月 The Subprime Lending Crisis より

図表 6



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2007 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>