

## 新型コロナウイルス感染症拡大下の米国住宅市場

## —改善の背景と先行きを巡る論点—

国際局 中原香織、海道裕太郎、小田剛正

Bank of Japan Review

2021年2月

米国の住宅販売や住宅投資は、新型コロナウイルス感染症の拡大を受けていったん大幅に落ち込んだが、昨年の夏場以降、急速に盛り返している。その背景には、住宅ローン金利が大幅に低下するなど金融環境が緩和されるもとの、①2008年の金融危機後に抑制されてきた潜在的な住宅需要の残りが喚起されていることや、②感染症の拡大を受けて「都市部の借家」から「郊外の持家」への需要シフトが生じていることが挙げられる。当面は、緩和的な金融環境などを背景に、住宅市場の改善基調は持続する可能性が高い。ただし、住宅市場の一部に過熱感が窺われる点や、感染症の拡大により厳しい経済情勢が続くもとの、住宅ローンの支払い猶予制度の利用者数が高水準にある点などには留意が必要である。

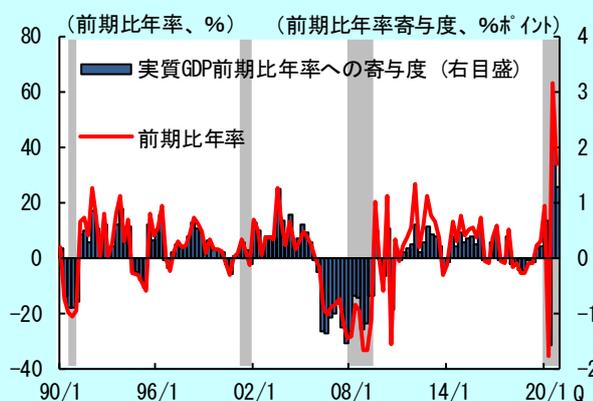
## はじめに

米国において、住宅投資は、平均的にはGDPの4%程度を占めるにすぎない。しかし、住宅投資は、振幅が激しいほか、個人消費（自動車や家具・家電などの耐久財消費）への波及も大きいという特性を持つ。また、米国の住宅投資は、歴史的に金利を中心とした住宅取得条件の変化に鋭敏に反応する傾向を示しており、金融緩和が景気回復をもたらす主要な波及経路の一つとしても着目されてきた経緯がある（図表1）。実際、例えば、パウエルFRB議長は、1月のFOMC後の記者会見

において、「住宅や耐久財・自動車などの金利に感応的な部門では、金融緩和の効果が適切に発現している」ことに言及した。

これらの点を念頭においたうえで、最近の米国の住宅販売動向をみると、新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて、昨年第2四半期に大幅に落ち込んだ後、昨年の夏場以降、急速に盛り返してきた点が目立つ（図表2）。住宅販売の好調は、新規の住宅建設にも波及しており、住宅建設業者の業況感は、昨年11月には、1985年の統計開始以来のピークを大きく更新している（図表3）。

【図表1】実質住宅投資



(注) 直近は4Q。シャドウ部分は景気後退局面。  
(出所) BEA、NBER

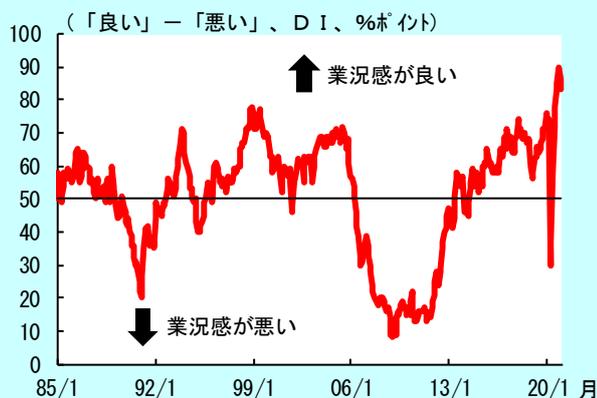
【図表2】住宅販売件数



(注) 直近は12月。新築住宅と中古住宅の合計販売件数。  
(出所) Census Bureau、NAR、Haver

こうした住宅市場の急速な改善は、非常事態宣言のもとで経済活動が大幅に縮小した昨年春先からの反動という側面もある。もっとも、好調な住宅販売や住宅投資は、昨年秋口以降も続いており、こうした要因だけで住宅市場の状況を説明することは難しい。本稿では、米国で利用可能な高頻度・高粒度のデータを含む様々な住宅関連指標を点検しながら、いち早く感染症拡大前の水準を回復した米国住宅市場の動向について、改善の背景や先行きを巡る論点を整理する。

【図表 3】住宅建設業者の業況感



(注) 直近は1月。全米住宅建設業者協会 (NAHB) によるサーベイ。

(出所) NAHB

## 米国住宅市場の改善の背景

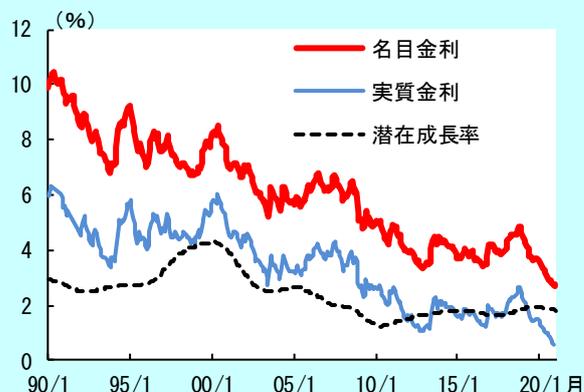
### (金融緩和と住宅ローン金利の低下)

住宅市場が急速に改善している要因の一つとして、昨年春以降の長期金利の低下が挙げられる<sup>1</sup>。米国の住宅ローン金利は、FRBによる金融緩和を受けて、昨年4月から既往最低水準を更新する形で低下しており、実質金利ベースでも、足もとでは潜在成長率を大きく下回る水準となっているとみられる(図表4)<sup>2</sup>。

前述のように、米国では、過去の多くの景気回復局面において、金利低下が住宅投資を刺激し、経済を後押ししてきた(前掲図表1)<sup>3</sup>。この点、「例外」であったのが、2008年の金融危機からの回復局面である。当時は、家計のバランスシート調整圧力と住宅在庫の増加、金融機関の融資スタンスの厳格化などを背景に、金利が大幅に引き下げられるもとでも、住宅投資はむしろ減少を続けた<sup>4</sup>。今次局面で、過去の多くの局面と同様に住宅

投資が増加していることは、金融システムの安定が維持されているもとで、伝統的な住宅市場を介した金融緩和の波及経路がしっかりと働いていることを示している。

【図表 4】住宅ローン金利



(注) 直近は、実質金利が12月、その他が1月。実質金利は、名目金利から10年先期待インフレ率(CPI)を引いたもの。潜在成長率(前年比)はCBO公表値を基に算出。

(出所) FHLMC、フィラデルフィア連銀、CBO、Haver

もっとも、最近の住宅販売・投資の拡大は、金融危機前の平均的な景気回復局面と比べても、かなり急である<sup>5</sup>。これには、感染症が拡大するもとで、緩和的な金融環境が、次に指摘する二つの側面で、住宅需要を喚起しているためと考えられる。

### (潜在需要の顕在化)

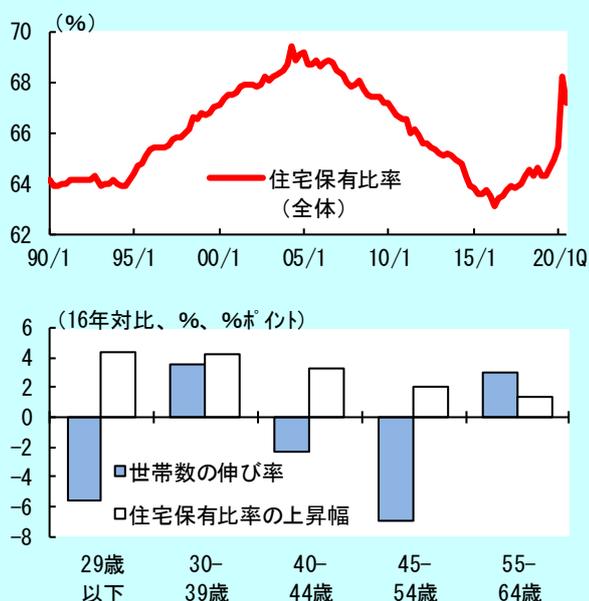
1点目は、金融危機後に抑えられてきた潜在的な住宅需要の顕在化である。住宅保有比率をみると、2010年代後半以降、住宅取得意欲には持ち直しの動きがみられてきたが、ここに来て、さらに回復している。中でも40~50歳代前半では、最近世帯数が減少しているにもかかわらず、住宅保有比率が上昇している(図表5)。

米国では、30歳代で最初に住宅を購入することが多いとされる<sup>6</sup>。金融危機後しばらくの間は、厳しい経済環境を背景に、当時の30歳代が持家取得を断念する傾向がみられた。2010年代後半以降は、金融危機の後遺症が薄れるにつれて、そうした層が徐々に住宅取得に動いてきたとみられるが、最近でも、そうした潜在需要の残りが発現している可能性が示唆される。加えて、最近では、現在の30歳代の層でも、世帯数の増加を伴いながら、住宅保有比率が上昇している点が目立つ。

このように持家取得の動きは、米国において、

単純に現在の 30 歳代の人口が多いことを反映している面もあるが、金融危機後も長らく親と同居してきた人たちの間でも、自己の住宅を取得し、親とは別世帯を形成する動きが強まっていることが影響しているとの指摘もある<sup>7</sup>。

【図表 5】年齢別にみた世帯数と住宅保有比率



（注）上段の図の直近は3Q。下段の図の世帯数の伸び率は、20年の16年対比伸び率、住宅保有比率は19/4Q-20/3Qの16年対比上昇幅。

（出所）Census Bureau、Haver

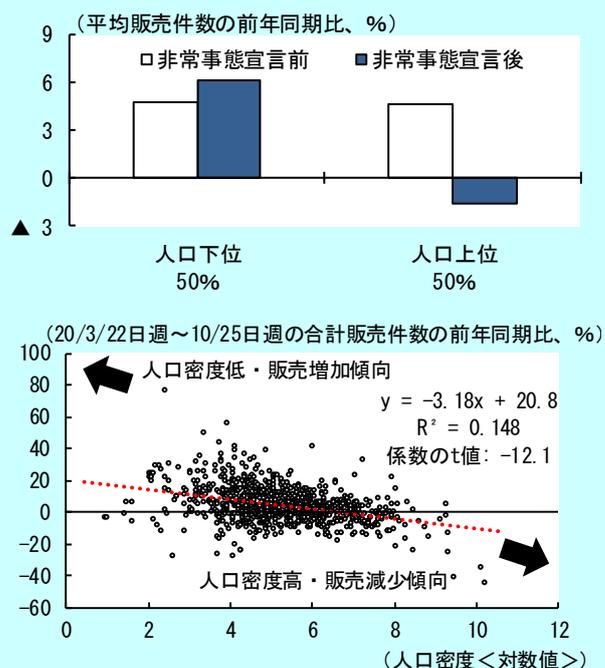
### （感染症拡大による需要構造の変化）

2 点目は、感染症の拡大下で、ソーシャルディスタンスの確保やリモートワークの普及といった生活様式の変容を受けて、住宅需要の構造が変化していることである。

米国の中古住宅販売の仲介会社である Redfin が提供している「週次かつ郡別」の中古住宅販売のデータをみると<sup>8</sup>、感染症が拡大するもとの、都市部よりも郊外で住宅を取得する動きが強まっていることが窺われる。郡別の中古住宅販売件数を、人口の多い都市部の地域（人口順でみて上位半分郡）と人口が少ない郊外の地域（同じく下位半分郡）に分けて比較すると、都市部では、販売件数の伸び率が非常事態宣言の発出後に大幅に縮小し、前年割れしているのに対し、郊外では、その伸び率が高まっている（図表 6）。中古住宅販売件数の前年比と人口密度の関係を郡別にみても、有意な相関関係が確認でき、人口密度が低い地域ほど住宅販売が増加傾向にある<sup>9</sup>。

都市部の住宅は、相対的に、貸家の比率が高い集合住宅が多い。そのため、郊外の住宅への選好の強まりは、住宅保有比率の上昇や、戸建て住宅の販売・建設の増加を伴うものとなりやすとみられる。実際、すでにみたように、住宅保有比率が最近になって急上昇しているほか（前掲図表 5）、最近の住宅着工は戸建てを中心に増加している（図表 7）。こうした「都市部の借家」から「郊外

【図表 6】週次中古住宅販売



（注）上段の非常事態宣言後は、20年3月22日週～10月25日週までの32週間、宣言前は19年8月11日週～20年3月15日週までの32週間を指す。下段は、対象期間の合計販売件数の前年同期比及び人口密度を郡ごとに表示したもの。

（出所）Redfin (<https://www.redfin.com>)、Census Bureau

【図表 7】住宅着工件数（住居形態別）



（注）直近は12月。

（出所）Census Bureau

の持家」への急速な需要シフトは、このところの低水準の住宅在庫と相まって、住宅建設業者の景

況感に空前の好転をもたらしているとみられる。

していることが示唆される。

## 米国住宅市場の先行きを巡る論点

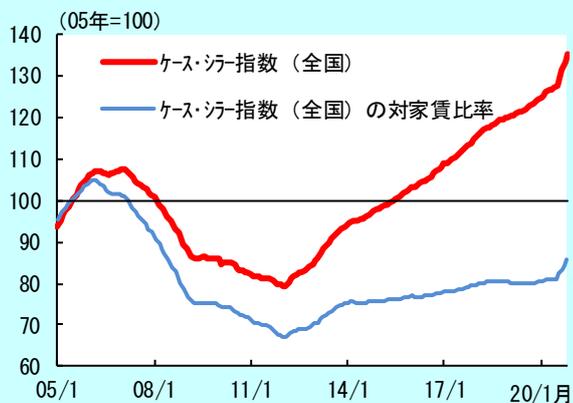
これまでに指摘した米国住宅市場の好調をもたらしている要因——緩和的な金融環境、潜在需要の顕在化、郊外への需要シフト——は、将来的には感染症の帰趨次第の面はあるが、当面は維持される可能性が高いと見込まれる。

もっとも、住宅需要の増加が急であったこともあり、市場の一部では過熱感も窺われる。また、感染症の影響が長引いたり、早期に当局による家計支援策が打ち切られたりすることがあれば、住宅市場に影響が及ぶことも考えられる。以下では、これらの点を確認する。

### （論点①）：住宅価格に対する評価

これまでにみてきた住宅市場の活況を映じて、住宅価格は、このところ伸び率を高めている（図表 8）。もっとも、現時点では、家賃や可処分所得との対比でみた割高感が全体として強まっているわけではない<sup>10</sup>。

【図表 8】住宅価格

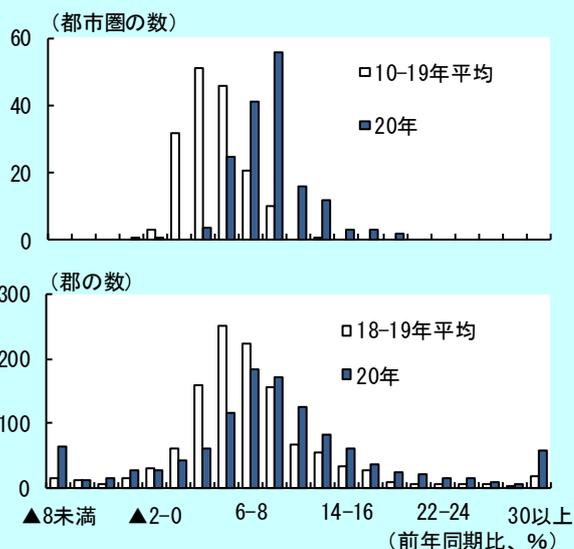


（注）直近は11月。

（出所）S&P、BLS、Haver

他方で、住宅価格を地域別にみると、一部の地域で上昇率が急拡大している点には注意が必要である。全米不動産業者協会（NAR）および前述の Redfin がそれぞれ提供している主要都市圏別および郡別の中古住宅価格のデータを基に、その上昇率の分布をみると、過去平均対比でかなり高い伸びを示している地域が散見される（図表 9）。特に、郡別には、上昇率が実に 30% を超える郡が散見されるなど、一部の地域で、住宅価格が高騰

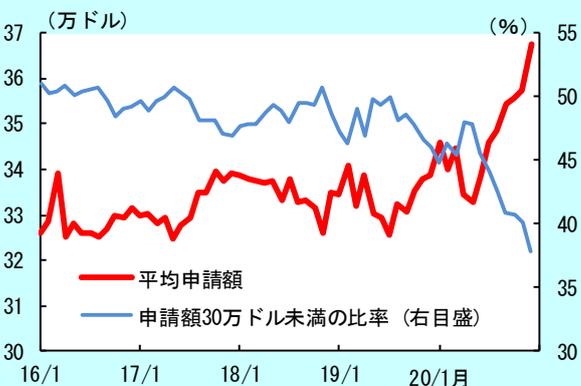
【図表 9】中古住宅価格（上昇率）の分布



（注）該当年の 2Q-3Q における中古住宅販売価格（中央値）の平均を用いた。

（出所）上段は NAR、Haver、下段は Redfin  
(<https://www.redfin.com>)

【図表 10】住宅ローンの新規申請額



（注）直近は12月。

（出所）MBA、Haver

米国抵当銀行協会（MBA）が建設業者を対象に実施している調査によると、この間、新規住宅ローンの平均的な申請額がやや急速に高まっていると同時に、申請額が 30 万ドル未満の比較的少額な住宅ローン申請の比率が低下している（図表 10）。従来は、比較的低価格で取得可能であった郊外の住宅価格が高まることで——全米平均でみた住宅の取得しやすさには大きな変化がないにしても——、比較的所得が低い層の住宅取得が困難化したり、住宅ローンの支払い負担が高まった

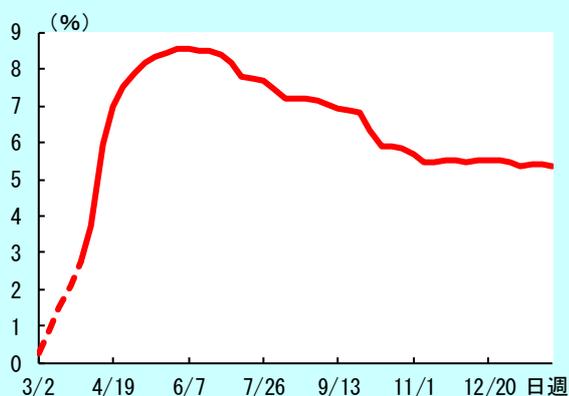
りするリスクもある。

## （論点②：家計の所得環境と金融環境）

最後に、所得環境や金融環境の点から住宅市場の改善に対する留保を付言する。米国経済は、感染症の拡大により大きく落ち込んだ昨年第2四半期をボトムに持ち直しているが、先行きを巡る不確実性は大きい。感染症の状況や、現在の米国経済を支えている大規模なマクロ経済政策——とりわけ住宅市場の観点では、家計支援策——の動向に注視する必要がある。

米国では、昨年に制定された CARES 法に基づき、家計等に対する住宅ローン等の支払い猶予制度が設けられている<sup>1)</sup>。前述の MBA が住宅ローンを提供している金融機関等を対象に週次で実施している調査によると、同制度の利用率は、昨年4～6月にかけて上昇したあと、雇用回復に伴い、緩やかに減少しているものの、なお高水準にある（図表11）。

【図表11】住宅ローン支払い猶予制度利用率



（注）直近は1/31日週。点線部は、3/2日週及び3/29日週のデータを基に線形補間。

（出所）MBA

また、米国センサス局のアンケート調査によ

<sup>1)</sup> 例えば、Zhao (2020) は、ZIP コードレベルの高粒度データを用いて、住宅需要の高まり（を代理するオンラインでの物件閲覧数の増加や物件価格の上昇）が、昨年3月以降の金融緩和を受けた住宅ローン金利の低下によってもたらされたことを、パネル分析で実証的に確認している。

Zhao, Yunhui, “US Housing Market during COVID-19: Aggregate and Distributional Evidence,” IMF Working Paper, WP/20/212, 2020.

<sup>2)</sup> 長期の予想インフレ率として、フィラデルフィア連銀が公表している SPF (Survey of Professional Forecasters) における10年先の予想CPI前年比を、潜在成長率として、米国議会予算局 (CBO) の試算値を使用している。

ると、住宅ローン滞納者の割合が高まっている可能性も窺われる。今後、景気回復が遅れる場合に、こうした住宅ローン等の支払い猶予制度などが打ち切られたり、雇用所得環境がさらに悪化したりすることがあれば、住宅の差し押さえから住宅在庫が急増して住宅需給が悪化したり、金融機関の住宅ローンへの貸出スタンスが厳格化したりするリスクもある。

## おわりに

本稿では、米国で利用可能な高頻度・高粒度のデータを含め様々な指標を点検し、最近の米国住宅市場の動向について、改善の背景や先行きを巡る論点を整理した。

最近の米国住宅市場の改善の背景として、金融環境が緩和されることで、金融危機後に抑制されていた潜在需要の顕在化や、感染症の拡大を受けた「都市部の借家」から「郊外の持家」への需要シフトが挙げられる。これらの要因に支えられた住宅需要は、当面、堅調さを維持すると見込まれる。ただし、住宅市場の一部では過熱感が窺われる点や、住宅ローンの支払い猶予制度の利用者数がなお高水準にある点などには留意が必要である。

<sup>3)</sup> 例えば、2013年に行った講演のなかで、イエレン FRB 副議長（当時）は、金融危機以前の景気回復局面では、住宅投資が実質GDP成長率の押し上げにかなり寄与したことを指摘している。

Yellen, Janet L., “A Painfully Slow Recovery for America’s Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve’s Response,” at the “A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity” conference sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung, and the IMK Macroeconomic Policy Institute, February 11, 2013.

<sup>4)</sup> この点については、例えば、東・片桐・稲村・肥後（2012）「米国家計のバランスシート問題の動向」日銀レビュー、2012-J-12を参照。

<sup>5</sup> FRB のマクロ経済予測モデル FRB/US を用いた試算結果と比べても、昨年第 3 四半期の実質住宅投資の増加幅は極端に大きい。

<sup>6</sup> 全米不動産業者協会 (NAR) によると、2019 年において、住宅を初めて購入した者の年齢の中央値が 33 歳、住み替え等で 2 度目以上の購入であった者の年齢の中央値は 55 歳となっている。

<sup>7</sup> 例えば、FRB のボウマン理事は、新型コロナウイルス感染症が流行する前の 2020 年 1 月に行った講演のなかで、世帯数の増加とその住宅市場への影響を指摘している。

Bowman, Michelle W., “The Outlook for Housing,” at the 2020 Economic Forecast Breakfast Home Builders Association of Greater Kansas City, January 16, 2020.

<sup>8</sup> 全米不動産業者協会 (NAR) が公表している中古住宅販売件数は、2019 年の 1 年間で約 530 万件であったのに対し、Redfin が提供している中古住宅販売のデータベースでは、同年間約 350 万件の取引件数 (約 7 割弱) がカバーされている。

<sup>9</sup> 散布図の作成に当たっては、Redfin が提供している郡別の住宅販売件数と、米国センサス局が公表している郡別の人口および面積のデータを、郡名でマッチングさせている。なお、Liu and Su (2020) は、同様に Redfin のデータを用いて、感染症拡大下の住宅需要の変化を分析している。

Liu, Sitian and Yichen Su, “The Impact of the COVID-19 Pandemic on the Demand for Density: Evidence from the U.S. Housing Market,”

<sup>10</sup> FRB は、2020 年 11 月に公表した『Financial Stability Report』において、家計債務の動向などの情報も点検したうえで、住宅市場の現状について、同様の見解を示している。

<sup>11</sup> 昨年 3 月下旬に成立した「CARES (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security) 法」によって、最大 360 日間 (当初 180 日間、その後さらに 180 日間の期間延長が可能)、住宅ローンの支払い猶予が受けられることとなった (なお、初回申請の締切日は、昨年 12 月末日)。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心をもつ幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行国際局国際調査課 (代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。