



# 堅実な成長が見込まれる米国の住宅市場

ファニー・メイ債券への投資家やその他の市場関係者の間では、住宅モーゲージ債権の残高の伸びをもっと長期的な展望で分析してほしいという声が高まっています。これは、既存のモーゲージ(抵当貸付)の総額を指し、このような貸付の資金は調達する必要があります。この発行済みモーゲージ債権市場は、1953年に記録し始めて以来、年々着実に成長してきました。

今月のファンディングノーツでは、住宅不動産投資とその資金源であるモーゲージ債権が21世紀の最初の10年間にどの程度増大するかを、ファニー・メイの経済部担当の副社長兼チーフ・エコノミスト、デビッド・バーソンとシニア・エコノミストのオラウィン・ヴェルズ氏の両氏が予想し、さらに、その牽引力ともいえる人口構成面、経済面の主要要因を分析します。以下の分析では、発行済みモーゲージ債権がこの10年間に年間8~10%伸び、最終的にその規模が2000年の5.2兆ドルから2010年には11~14兆ドルへと倍増するという予想の根拠を概説しています。

住宅市場は90年代に飛躍的に発展しました。住宅の売上総額は史上最高を記録し、住宅所有率も同年代末までに空前の水準に達しました。こうした目覚ましい発展のあとに、2001年の不況、その後の緩慢な回復が続いたため、住宅セクターがついに失速し、それまでの活況の時代に終止符が打たれたのでは

ないかという疑問が投げかけられました。しかし、私どもの見方では、この10年間に90年代の成長をしのご勢いで伸びる余地があると考えています。この中には、所有者居住住宅(持家住宅)への投資増大や、単一世帯用住宅のモーゲージ債権残高(MDO)の伸びが含まれます。さらに、MDOの成長率が2001年に10%を超え、2002年もそれに匹敵する水準に達しているのを踏まえると、この10年間のMDOの平均成長率は、ファニー・メイの推定値である8~10%と一致するものと考えられます。

持家住宅への投資は、昨年末に12.6兆ドルに達しました。この金額は持家住宅の価値に基づいて算出されたものです。この投資を誘発する一連の要因を分析すると、持家住宅への投資は2010年におよそ22~26兆ドルに増大すると予想されます。同様に、2001年末における単一世帯用住宅のモーゲージ債権残高(住宅の購入資金を得るために住宅所有者が利用する単一世帯用住宅抵当貸付の合計水準)も5.7兆ドルに上り、2010年にはおよそ11~14兆ドルに達するものと予想されます。

持家住宅の価値、すなわち持家住宅への投資額は、住宅所有者が自己の住宅購入にどれほどの資金を出すかで決まり、住宅の購入に必要なモーゲージ資金の需要を左右します。そのため、持家住宅の価値は、住宅産業の発展に重大な意味をもっています。今月号では、住宅投資の測定方法とこの投資を左右する要因について説明し、この10年間の展望について検討します。さらに、住宅投資に関するファニー・メイの予想に基づいて、住宅投資資金の供給源であるMDOの伸びについても検討します。

## 持家住宅ストックの価値

過去の歴史を見ると、持家住宅ストックの価値は時間の経過とともに増大してきました。既存の住宅ストック(総戸数)は、住宅の新築、滅失、あるいは改築などによって常に変化しています。たとえば、倉庫を改装してロフト式のマンションにすると、住宅ストックが増大する一方、荒廃したアパートを新店舗に改造するとストック数が減少します。

連邦準備制度理事会は、家計部門の貸借対照表の中で、同制度による「資金フローの放出項目」として持家住宅資産の総額を挙げ、1~4世帯用持家住宅の価値を掲載しています。図1は、90年代の住宅ストックの価値を示したものです。これによると、その価値は1990年の6.6兆ドルから2000年には11.0兆ドルに増大し、年間平均5.7%の成長率を示しています。同様に、MDOも同期間中に2.6兆ドルから5.2兆ドルに増え、年間平均成長率は7.1%となっています。さらに2001年には、住宅ストックの価値とMDOの両方が急速に伸び、それぞれ9.4%と10.2%の成長率を示しました。

## 住宅ストックの価値を左右する3大要因

この10年間に住宅市場の規模がどのように変化するかを推定するには、住宅ストックの価値を決定する要因を把握し、それが同市場の発展にどのような影響を与えるかを知る必要があります。持家住宅の価値を左右する要因には、世帯数、住宅所有率(自分の家を所有する世帯の割合)、住宅価格の3つがあり、以下は各要因の動向を詳細に探ったものです。

## 世帯数の伸び

世帯数は元来、人口の伸びと、国民が世帯を形成する割合、という2つの要因に左右されてきました。国勢局は、2000年に実施した国勢調査の結果をもとに米国の人口と世帯数を発表しましたが、人口と世帯数のこの10年間の伸びに関する新規の予想はまだ発表しておりません。そのため、現在手許にある最新の予想(1990年に実施された国勢調査の結果をもとに1996年に発表されたデータ)では、米国の人口が、この10年間に年間0.9%の割合で増大するとしています。これはおよそ2,500万人の人口増加に相当します。

国勢局が予想した2000年の人口は、主に移民数の推定値が低すぎたために、実際の人口より少なく、よって90年代の人口増加率も実際より低めとなりました。そのため、この10年間の予想でも実際の成長率を下回っていると考えられます。そこで、国勢局が予想したこの10年間の人口増加率が、90年代の人口増加率と同じ比率で実際値を下回

Copyright © 2002 by Fannie Mae. 本書面の転写、複製、配布、公共の場での展示は、ファニー・メイの書面による許可がない限り、いかなる方法や手段であっても固く禁じられています。本書面はファニー・メイ証券を扱うディーラー(以下「ディーラー」と略称)と洗練された適格機関投資家を対象とした専門情報です。ファニー・メイは、本書面の内容をもとにして、ファニー・メイ証券に関わる行動を勧誘しようという意図はなく、またこのような行動を勧誘しておりません。さらに、本書面は、ここに掲載された証券や金融手段、あるいはそれらの派生商品の販売の申込みや購入の勧誘を目的としたものではなく、従って、いかなる場合においても、このような証券や金融手段の販売申込みや購入の勧誘として利用したり、考慮すべきではありません。ファニー・メイでは、ディーラー各社が、ここに掲載された証券と金融手段に伴うリスクを投資家が正しく考慮し理解するよう、万全の支援を行うものと期待しています。また、ここに掲載された証券や金融手段の中には、特定の地域や個人・団体を販売の対象外とするものがあり、またこれらの証券や金融手段がすべての投資家に適切であるとは限りません。ここに掲載された意見や推測は、ファニー・メイの現在の判断に基づいたもので、将来、予告なしに変更されることがあります。これらの意見や推測は、価格やパフォーマンス、結果の予想でもなければ、将来の見通しでもなく、また、法的、税務上、財務上、会計上のアドバイスと解釈されるべきものでもありません。(本書面の裏表紙参照。)

っていると仮定すると（すなわち、増加率が実際より年間およそ0.2パーセント・ポイント低いとすると）、ここ10年間に人口は年間1.1%の割合で増え、およそ3,100万人の人口増加が見込まれます。さらに、この10年間に深刻な労働不足が起り、当時の予想に組み込まれていた移民縮小政策が拡大に転ずることになれば、当時に予想したここ10年間の増加率は、実際より最高0.3%下回っている可能性があります。以上の仮定に基づくと、人口はここ10年間に年間1.2%のペースで増大する可能性があります、3,400万人の人口増加が予想されます。

人口をもとに世帯数を推定するには、平均してどれだけの国民が世帯を築くかを把握する必要があります。つまり、世帯数を算出するには、まず世帯主率（国民が世帯を形成する比率）を推計し、それを予想人口に当てはまる必要があります。ハーバード住宅共同調査センター（Harvard Joint Center for Housing Studies）が最近行った世帯主率の調査によると、世帯数は人口の年間増加率1.1~1.2%より0.2パーセント・ポイント高めに伸びる可能性があり、ここ10年間に1,400~1,550万世帯の増大が予想されます。それに伴い、住宅ストックの価値も年間1.3~1.4%の割合で増大すると考えられます（図2参照）。

住宅所有率

住宅所有率は、1990年の63.9%から2000年の67.4%へと、90年代に年間平均およそ0.5%のペースで増大してきました。この現象は、あらゆる年齢層と民族グループにわたっており、我々は、同様の傾向がここ10年間でも続く予想しています。その理由は主に3つあります。

まず第一に、住宅所有率がピークに達するのは65才以降ですが、大きな人口構成を占める戦後のベビーブーム世代は、2010年末でもピークの年齢に到達しません（2010年には、ベビーブーム世代の最年長者でも64才）。このように、ベビーブーム世代が高齢化し、住宅所有率が一段と高い年齢層に移行すると、所有率も全体的に増大します。

人口の高齢化は住宅所有率にプラスの影響を与えている反面、少数民族の人口と世帯数の比較的急速な増加がマイナスの効果をもたらしています。これは、少数民族グループの年齢が一般に低く、住宅所有率も低いからです。現在、全国的な住宅所有率は68%、非少数民族の場合は74%であるのに対し、

図1

単一世帯用住宅への投資価格とMDOの推移

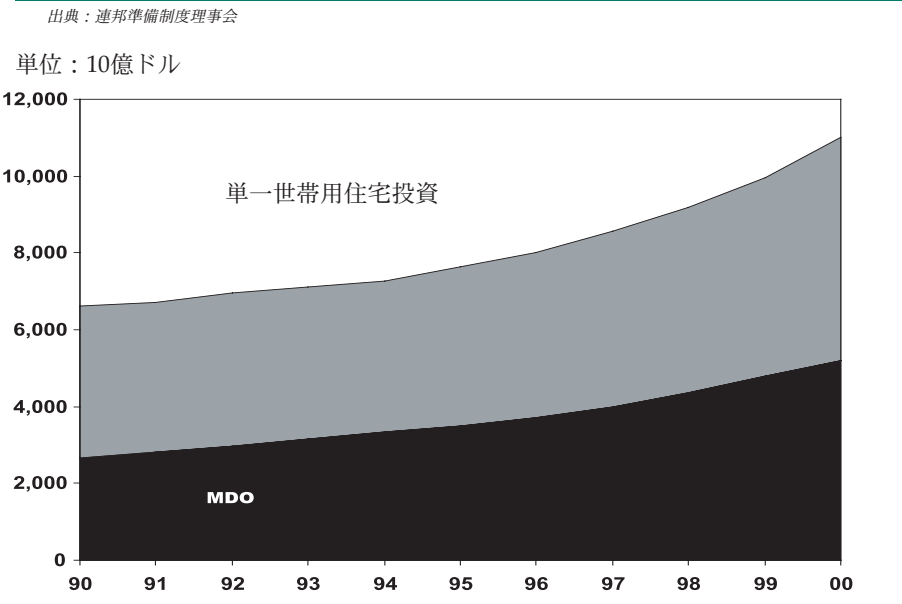
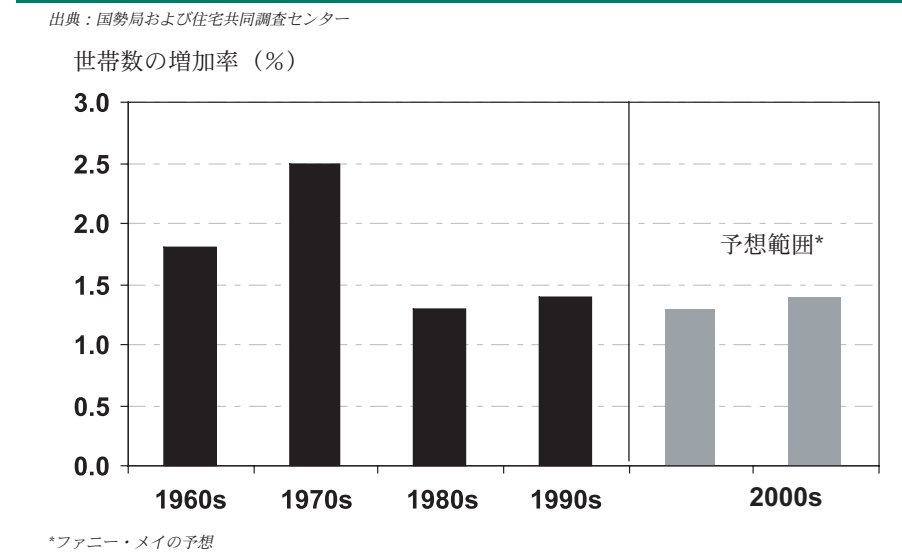


図2

世帯主率は今後も、80年代と90年代に匹敵するペースで増大



少数民族の住宅所有率は50%に過ぎません。それでも1994年から2000年にかけて（94年以前のデータは直接比較が不能）、少数民族の住宅所有率は5パーセント・ポイント増大したのに対し、非少数民族の伸びは4パーセント・ポイント未満に留まっています。

第二に、経済が健全で（景気回復が現在思わしくなくても）、住宅政策や普及策が着実に進められている中で、住宅所有率はここ10年間に人種と民族を超えて順調に伸び続けると考えられます。

第三に、移民世帯の住宅所有率は、米国での在住期間が増すにつれて急速に増大する傾向にあります。80年代には

大量の移民の波が押し寄せ、さらに90年代にはそれをしのぐ勢いで到来したため、移民による住宅購入活動はすでに始まっており、そのペースはここ10年間でさらに加速されようと考えられます。従って、住宅所有率の正味成長率は、あらゆる年齢層と民族グループで90年代と変わらない年間平均0.5%のペースで伸び、2010年には70.8%に達することが予想されます。さらに、ここ10年間の住宅所有率が、1990~91年の景気後退以降の年間0.6%に匹敵する勢いで伸びた場合は、2010年には71.5%に達する可能性があります（図3参照）。よって、住宅ストックの価値もさらに年間0.5~0.6%増大することが見込まれます。

住宅の価値

住宅価格がインフレ率をどれだけ上回って（または下回って）伸びるかは、概ね、人口構成に基づく需要と、その需要に供給が追いついてゆけるかどうかで決まります。住宅価格の増大幅を推定するには、インフレ率の全般的傾向と、住宅価格とインフレの差（すなわち住宅価格の実質上昇幅）の両方を推測する必要があります。90年代は、住宅価格の実質上昇幅が比較的小さかったといえます。90年代初期にカリフォルニア州とニューイングランド地方で起きた住宅市場の深刻な不況と、住宅価格のバブル崩壊のため、90年代前半の住宅価格の伸びはインフレ率を下回りました。一方、同年代の後半には、住宅価格の対インフレ上昇幅は正常に近い水準に戻りました（さらに、同年代の最後の3年間には、通常の水準を上回る伸びを示しています。）

ファニー・メイでは、主に次の3つの理由により、この傾向が今後も続くものと考えます。

- 第一に、住宅のサイズは今後も大型化し、快適な設備が増えてゆきます（これは、世帯人員が減少している反面、経済的に豊かになるという、長期的な傾向に由来します）。
- 第二に、世帯数と住宅所有率の増大傾向により、持家住宅に対する強い需要が今後も続きます。
- 第三に、成長抑制策、土地不足、住宅不足、環境規制やその他の政策などの要因によって供給が引き締められます。

これらの要因を加味すると、住宅価格は今後もインフレ率を年間少なくとも2%上回って伸び続けると考えられま

図3

住宅所有率は今後も、90年代に匹敵するペースで増大

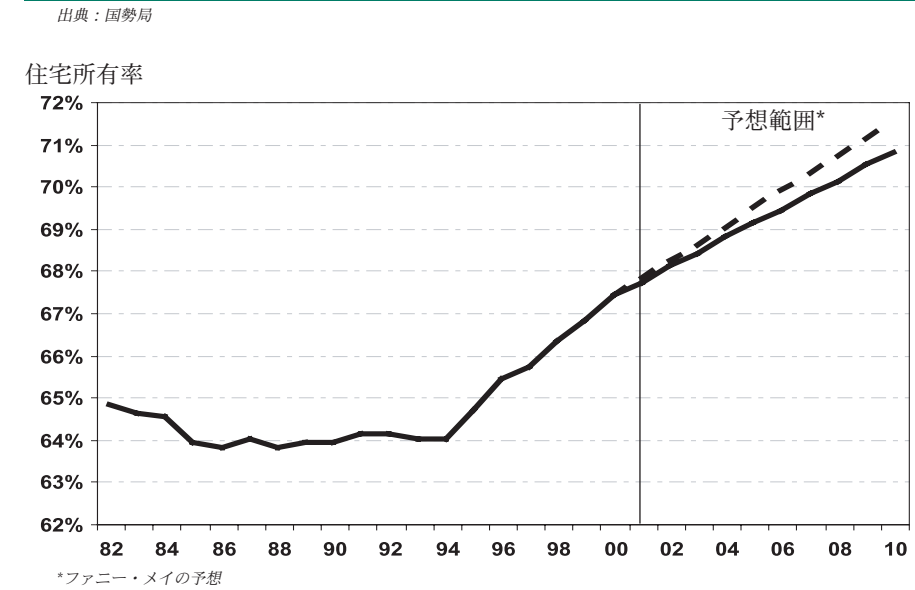
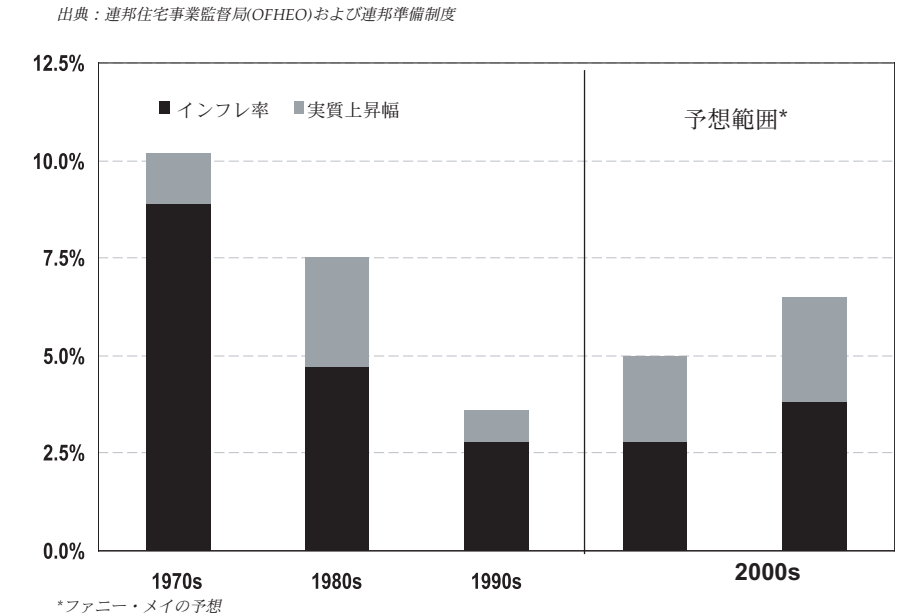


図4

強い需要と供給面での制約により、住宅価格は5~6.5%の割合で増大



す。さらに90年代と同様、インフレ率が年間平均2.8%上昇してゆくとすると、この10年間に住宅価格全般の上昇幅は年間およそ5%に達すると見込まれます。これは、可処分所得がここ10年間

に年間5.0~5.5%の割合で伸びるという推定と一致しています。

さらに、インフレ率が過去20年の平均値3.8%に近い伸びを示した場合、あるいは、供給側の環境がさらに引き締められた場合、あるいはこの両方が重な

った場合には、(90年代の最後の5年間にインフレ率を2.8%上回ったように)、住宅価格の上昇率がインフレ率をおよそ3%上回る可能性が出てきます。その結果、住宅価格の年間上昇率は最高6.5%に達することも考えられます(図4参照)。

**住宅ストック価値の伸び**

持家住宅ストックの価値がこの10年間にどれだけ伸びるかは、持家住宅の成長を左右する3つの要因の年間成長率、すなわち世帯数の伸び1.3~1.4%、住宅所有率の伸び0.5~0.6%、住宅価格の上昇幅5.0~6.5%を加算して推定することもできます。これらの3つの要因が今後ともこれまでの傾向に沿って伸びると仮定すると、住宅ストックの価値は年間6.8~8.5%の範囲で増大し、2000年の11兆ドルから2010年には22~26兆ドルになると考えられます。

住宅ストック投資におけるこの6.8~8.5%という年間成長率は(90年代の5.2%よりかなり早いペースで成長)、住宅産業全般で成長の可能性があるとい

うファニー・メイの予想を如実に物語っています。

**ここ10年間のMDOの成長率**

住宅投資の成長率からモーゲージ債権発行残高の成長率を導き出すには、借入の利用率、すなわち借入/価値比率の伸びを測定する必要があります。過去50年にわたり借入/価値比率は着実に増大してきました。90年代初期の平均借入/価値比率はわずか20%でしたが、1990年には40%に増大し、現在では平均48%に近づいています。

借入/価値比率は過去10年間にあらゆる年齢と民族グループで増大し、年間平均で1.7%伸びてきました。この期間中、住宅所有率が最も伸びたのは、借入/価値比率が平均以上だった少数民族だと考えられます。借入/価値比率の増大を相殺する要因としては、ベビーブーム世代の高齢化が考えられます。この世代が過去の世代と同じように行動するのであれば、定年に近づくにつれ借入を返済するためです。しかし、

ベビーブーム世代は90年代に借入を大いに利用したこともあり、この世代の行動が変化するかどうかははっきりしません。最終的に、ここ10年間の借入/価値比率は、90年代より緩やかなペースで伸び、年間およそ1.3~1.7%になると考えられます。借入/価値比率の伸びを住宅投資額の伸びに加えると、モーゲージ債権発行残高は、ここ10年間に年間8~10%増大するはずでは

デビッド・バーソン副社長兼チーフ・エコノミストおよびオラウイン・ヴェルズ・シニア・エコノミスト共著

**脚注**

1. Masonic, George S., and Zhu Xiao Di, "Updating and Extending the Joint Center Household Projections using New Census Bureau Population Projection 「国勢局の新しい人口予想値に基づいた、共同調査センターの世帯に関する予想値の更新と内容の拡充」," Joint Center for Housing Studies, June 2000.



Treasurer's Office  
3900 Wisconsin Avenue, NW  
Washington, DC 20016-2892

**ファンディングノーツ(FUNDINGNOTES<sup>SM</sup>)**

ファニー・メイの投資家とディーラー向け月刊誌

ファンディングノーツは、ファニー・メイの債券マーケティング・グループが発行する月刊誌です。

**編集:**

Michael Kenney (マイケル・ケニー) (202) 752-2859  
Hasan Latif (ハッサン・ラティフ) (202) 752-5659  
ヘルプライン (米国内フリーダイヤル) (888) 266-3457  
ホームページ: <http://www.fanniemae.com>  
電子メール: [debt\\_marketing@fanniemae.com](mailto:debt_marketing@fanniemae.com)

First Class  
U.S. Postage  
PAID  
Washington, DC  
Permit No. 8560

本書面は、信頼のおける妥当な情報や前提(例:財務データ、統計値、過去のデータ、これらデータに基づいた算出値など)に基づいて作成されたものですが、これらの情報や前提、データや算出方法が正確かどうか、または一貫性と適合性をもっているか、あるいは投資の決断などの際に利用価値があるかどうかを保証するものではなく、従って、こうした情報に依存すべきではありません。また、本書面に掲載された情報やデータ、算出方法を更新したり、この中に含まれる意見や推測に変更が生じた場合でもそれをお知らせすることはありません。さらにまた、本書面に記述された戦略、パフォーマンス、結果がすべて実現可能で、繰り返し実行できると保証するわけでもありません。ここで言及、考慮、予測されていない要因も含め、本書中で仮定されていない要因が、単独で、あるいは、他の要因とからみあって、パフォーマンスや結果を大幅に変更することもあります。ファニー・メイは、本書面に掲載された特定の証券の発行体ですが、同社とその社員がこれら証券に関連した他の取引の中で当事者としてロングポジションをとったり、空売ったり、売買活動に従事することがあります。ファニー・メイの証券は該当する目論見書や募集要綱、補足書に詳細に記述されています(このような目論見書や募集要項、補足書を以下、「募集書類」と略称)。こうした募集書類には、特定の投資リスクをはじめ、各証券の詳しい内容が説明されています。本書面に含まれる内容はすべてこれら募集書類を参照しています。債券の募集はこうした募集書類の配付を通じてのみ行われます。ファニー・メイの証券を購入しようとする投資家におかれましては、該当する証券の情報、同証券への投資から生ずるリスクといった当該投資にかかる配慮、適切な投資分析ツール、各自の環境における投資の適合性などについて、各々の財務および法務アドバイザーとご相談なさるようお勧めします。なお、債券とその利息の支払いは、米国政府によって保証されているわけではなく、また、米国政府、あるいはファニー・メイ以外の政府機関、あるいはその傘下に置かれた機関の債務や負債とみなされるわけでもありません。