

AGRON NICAJ
US Economist
anicaj@us.mufg.jp

ウォルショー 瞳 (抄訳)
hwalshaw@us.mufg.jp

三菱 UFJ 銀行経済調査室
ニューヨーク駐在

CPI の住居費の動向とその背景

2024 年 6 月 7 日

(本稿は *A tale of two housing markets* by Agron Nicaj の抄訳)

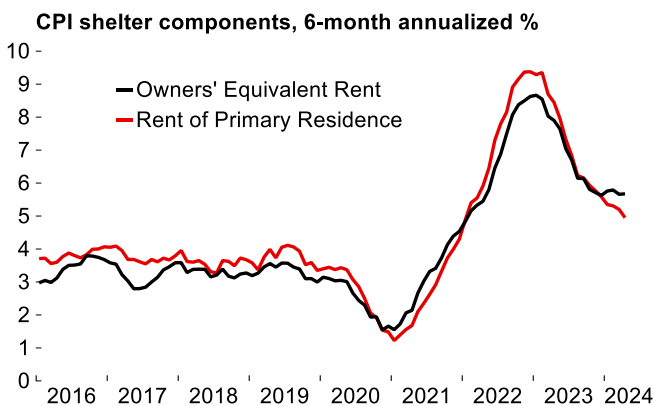
- CPI の住居費の構成項目のうち、「持家の帰属家賃」の伸びは横這いとなる一方、「家賃」の伸びは低下し、両者の乖離は更に拡大すると予想される。中古住宅市場における在庫が少ないことが住宅価格の上昇圧力となっており、先行きの「持家の帰属家賃」（住居費のうち最大のウェイト）の高止まりに反映されるであろう。
- 一方、集合住宅の供給過剰に伴う新規契約家賃の伸びの低下により、CPI の「家賃」は更に鈍化すると予想される。従来、新規契約家賃は住宅価格の動きに遅れて変動していたものの、今回はこの関係が当てはまらない可能性がある。新築集合住宅の市場吸収率の低さと延滞率の上昇は「家賃」に下押し圧力をもたらし、FRBにとって朗報となろう。

住居費のうち「持家の帰属家賃」と「家賃」の動きは年初から乖離

消費者物価指数（CPI）の中で大きなウェイトを占める住居費（Shelter）は、主に「持家の帰属家賃（Owners' Equivalent Rent: OER）」と「家賃（Rent of Primary Residence）」で構成される。このうち、「持家の帰属家賃」の伸びは足元では横這いとなる一方、「家賃」の伸びは低下が続いており、それぞれ異なる動きとなっている（第 1 図）。歴史的に、2 つのインフレ指標は密接に連動して動いてきたものの、今年初め頃から乖離が生じている。先行き、この乖離は更に拡大すると予想される。

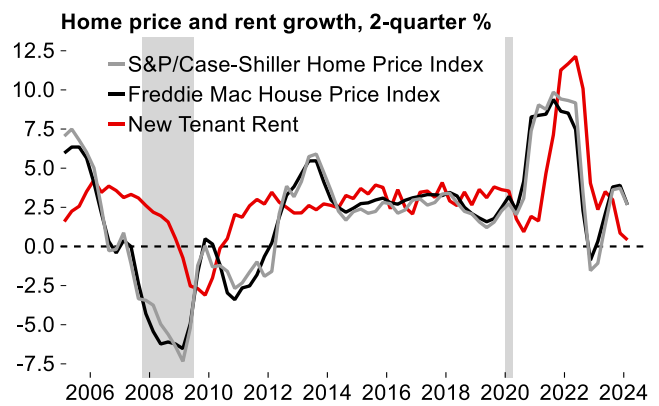
「持家の帰属家賃」は概ね一戸建て住宅市場を反映し、「家賃」は集合住宅市場を反映している。「持家の帰属家賃」は住宅価格の動きから 12~16 ヶ月遅れて変動する。これは、現在の住宅購入者だけではなく、全ての住宅所有者における住宅の「消費」面を捉えようとしているからである。

第 1 図 CPI（住居費）の内訳（6 ヶ月前比年率、%）



Source: BLS, MUFG Bank Economic Research Office

第 2 図：住宅価格と家賃の伸び（2 四半期前比、%）



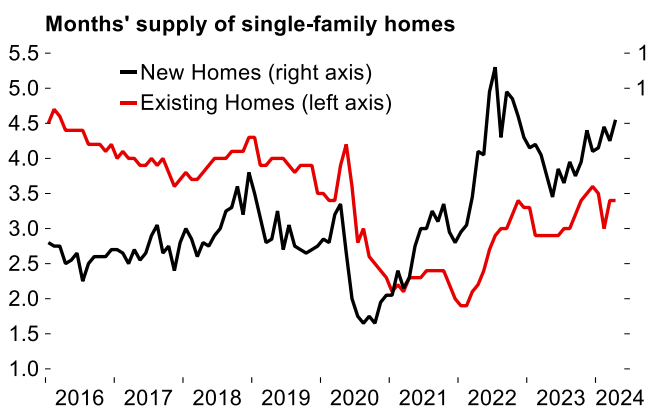
Source: S&P, Freddie Mac, CPI, MUFG Bank Economic Research Office

「持家の帰属家賃」という概念や計算方法に対して様々な批判があることはさておき、住宅価格の上昇率が 2023 年後半を通じて加速していたことを踏まえると、先行き 6 ヶ月の「持家の帰属家賃」の鈍化ペースは緩やかなものに止まると予想される（前頁第 2 図）。住宅価格の予測力は完全ではないものの、「持家の帰属家賃」の伸びの低下ペースが緩やかになると予想するには十分強い関係がある。

住宅価格が上昇している理由はシンプルで、需要が供給を依然として上回っているからである。住宅販売の大半を占める中古住宅の販売戸数はパンデミック前の水準を大きく下回って推移している。しかし、中古住宅の在庫は依然として非常に少なく、多くの住宅所有者は住宅ローンを金利が低い時に固定していることもあり、買い替えのために住宅を売りに出すことに消極的である。

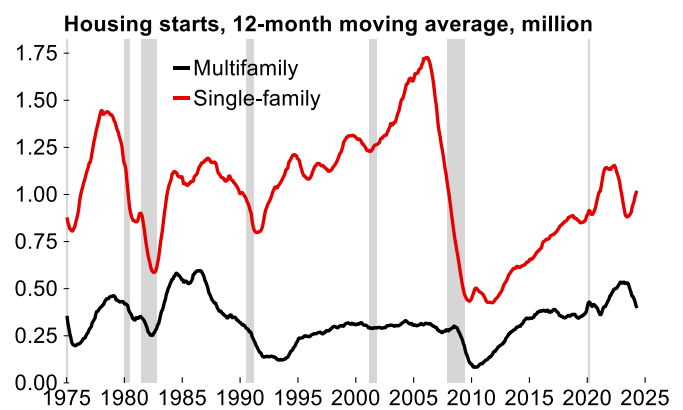
このため、中古住宅の在庫比率（在庫戸数／販売戸数の比率）は歴史的にみて低水準で推移しており、住宅価格に対する上昇圧力となっている（第 3 図）。新築住宅は逆に、在庫戸数が販売戸数よりも速いペースで増加している。しかし、新築住宅が住宅市場全体に占める割合は小さい。

第 3 図：住宅在庫比率（在庫戸数／販売戸数、月数）



Source: NAR, Census Bureau, MUFG Bank Economic Research Office

第 4 図：住宅着工戸数（12 ヶ月移動平均、百万戸）



Source: Census Bureau, MUFG Bank Economic Research Office

住居費のもう 1 つの主要な構成項目である「家賃」も、「持家の帰属家賃」と同様に、新規入居者だけでなく全ての入居者の家賃を対象としている。このため、CPI の「家賃」は新規契約家賃の動きから約 4 四半期遅れて変動する。CPI の新規契約家賃指数の伸びは足元では下降しており、マイナス圏に近づいている（前頁第 2 図）。これは、2024 年のほぼ全期間にわたって、CPI の「家賃」の伸びの鈍化が続くことを示唆している。

このように、住居費の主要項目の先行き 6 ヶ月の動きについて、住宅価格の上昇は「持家の帰属家賃」の高止まりを、新規契約家賃の伸びの低下は「家賃」の更なる鈍化を示している。では、2025 年はどうであろうか？

今後の住宅価格の伸びは、政策金利の動向が大きな影響を与えよう。すなわち、利下げによって、住宅の購入需要よりも売却意欲が上回り、住宅在庫が増加するか否かが重要である。中古住宅については需要と供給のどちらがより大きくなるかを予測するのは困難である一方、新築住宅については建設が続くことで、住宅価格全体にいくらか下押し圧力がもたらされるであろう。もっとも、住宅価格の上昇率は、2025 年前半にかけて 6 ヶ月前比年率で 2~4%の間で変動し、「持家の帰属家賃」の上昇率は 4%を下回る可能性は低いであろう。

「家賃」については、新規契約家賃は歴史的に住宅価格の動きから約 2~4 四半期遅れて変動しており（前頁第 2 図）、この関係が維持されれば、新規契約家賃の伸び

は今年後半に再加速し始め、2025年初めにはCPIの「家賃」の伸びが加速すると予想される。しかし、住宅価格は今後、新規契約家賃の先行指標としての関係性が弱くなると考える理由がある。

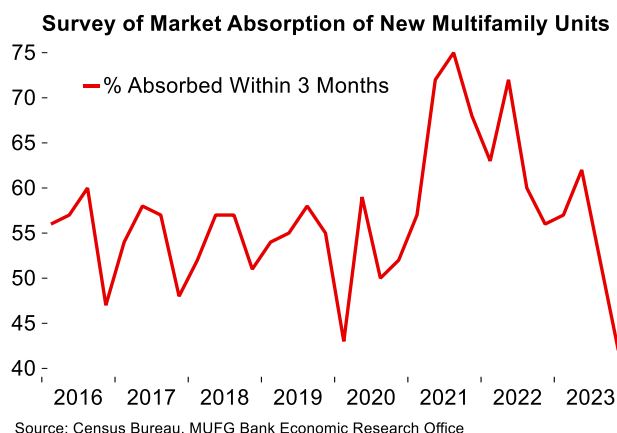
現在、一戸建て住宅と集合住宅の着工戸数の動きは、歴史的にみて最も明確にそれぞれ乖離している（前頁第4図）。インフレは通常、集合住宅の開発業者に有利であり、家賃にコストを転嫁しやすい。しかし、これまで主な成長市場であった地域における供給過剰により、特に南部で空室率が上昇している。新築集合住宅が短期間のうちにマーケットで吸収（賃貸または売却）される率は急速に低下しており、コストを家賃に転嫁しにくくなっている（第5図）。

アフォーダブル（中低所得者用）集合住宅向け融資の延滞率も急上昇している（第6図）。ファニーメイとフレディマックの賃貸用集合住宅向け融資の大半は、所得が地域平均（中央値）の120%以下の世帯が利用できる。フレディマックの融資の延滞率は2008年の景気後退期の水準に達し、ファニーメイの融資の延滞率も歴史的にみて高水準で推移しており、アフォーダブル集合住宅は大きな逆風に直面している。

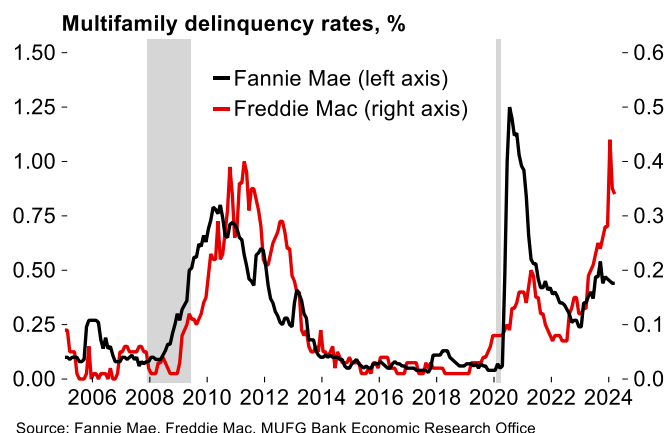
これらのローンの大部分は証券化されているため、商業用不動産セクター全体に対する影響は限定的と考えられる。しかし、コストを家賃に転嫁しにくいいため、住宅価格の上昇にもかかわらず、新規契約家賃は非常に低い伸びに抑えられる可能性がある。CPIの「家賃」は、住居費の下押しに寄与し続けるであろう。

これは、インフレと戦っているFRBにとって朗報である。CPIのうち「家賃」のウェイトは「持家の帰属家賃」より小さいものの（それぞれ約7%と約26%）、集合住宅セクターには価格下落圧力が存在し、FRBの仕事を楽にするであろう。

第5図：新築集合住宅の市場吸収率（3ヵ月以内、%）



第6図：集合住宅向け融資の延滞率（%）



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、すべてお客様自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行は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います。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。