

大震災後の住宅金融市場等について

小島 俊郎

■ 要 約 ■

1. 回復傾向にあった住宅市場だが、東日本大震災によりその先行きが不透明になっている。本稿は、これまでの住宅着工の動向をいくつかの要因に分けて分析する。その後、東日本大震災の影響を分析し、最後に MBS に与える影響について分析する。
2. 長期的な住宅着工の動向は、1980 年代後半から減少トレンドにあると考えられる。2000 年度以降は投資的需要によるマンションや貸家等によって着工が支えられていたが、リーマンショックにより剥落した。
3. 2010 年度の着工を見ると、実需による一戸建て系は堅調だが、マンションや貸家等の投資的需要は低迷している。
4. 建設金額が少なく回収期間の短い一戸建て系は資金調達が容易なのに対し、建設金額が多く回収期間の長いマンションや貸家は資金調達が難しい。東日本大震災の影響を考慮しない場合、2011 年度の住宅着工は貸家等の回復が見込めないことから 80 万戸台後半にとどまるのではないか。
5. 東日本大震災は、人的被害は甚大であるが、住宅の被害は阪神淡路大震災に比べて小さい。震災により一時的に落ち込むことはあっても、金融面の後押しなどで年度後半には復興需要が本格化し、着工は 90 万戸程度となると見込まれる。
6. 震災による消費マインドの低下、液状化現象、計画停電等いくつかネガティブな要因があるが、いずれも短期的な影響にとどまるだろう。
7. 機構 MBS に対しては、債権プールの地域分散効果が被災地の影響を限定的にしている。延滞等による信用リスクについても MBS 及び発行体共に大きな影響は無いと考える。

I はじめに

日本の住宅着工戸数は 1967 年度に始めて 100 万戸を超え、その後は概ね 120 万～180 万戸で推移してきた。しかし、リーマンショックの影響を受け、2009 年度は 100 万戸を下回り、45 年前（1964 年度）とほぼ同水準の 78.8 万戸にまで急減した。2010 年度は戸建

系を中心に回復に転じたが、まだ 80 万戸台前半の水準にとどまっている。この先 100 万戸台への回復は可能なのか、今後の動向をいくつかの要因に分けて分析する。その後、東日本大震災を分析した上で住宅着工への影響について分析を行う。最後に、それらが MBS に与える影響について分析を行いたい¹。

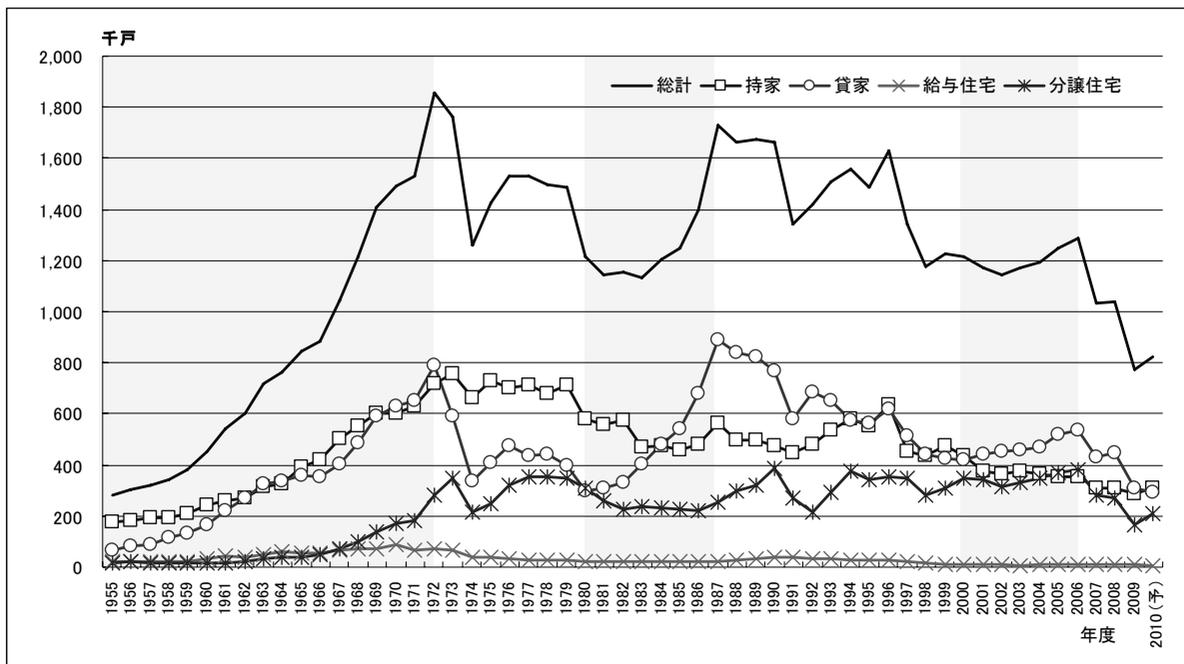
Ⅱ 住宅着工の動向

1. 長期的動向からのアプローチ

時期を区分するとその背景から着工の動きが理解できる。

最初は、戦後の絶対的住宅不足を解消するために着工が大幅に伸びた 1967 年度までで、持家と貸家の 2 つが着工の大きな原動力となった時期である。この時期は第一次ベビーブーマーが社会人となる時期に重なり始めたため旺盛な住宅需要が生じた時期である。

図表 1 新設住宅着工戸数の推移



- (注) 1. 2010年度の戸数は2010年4月～2011年2月までの実績に2010年3月の戸数を加えたもの。
 2. 各用語の定義は以下のとおり。
 持家：建築主が自分で居住する目的で建築するもの。
 貸家：建築主が賃貸する目的で建築するもの。
 給与住宅：会社、官公署、学校等がその社員、職員、教員等を居住させる目的で建築するもの。
 分譲住宅：建て売り又は分譲の目的で建築するもの。

(出所) 国土交通省「住宅着工統計」より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿では福島第一原発の影響は考慮していない。

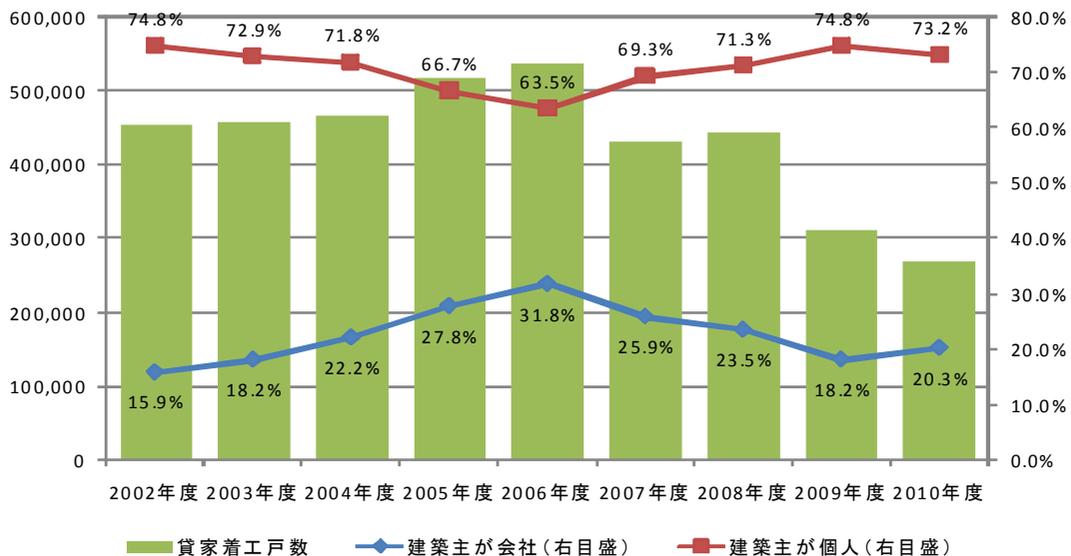
次は、住宅数が世帯数を上回ったこと²などから、貸家の需要が落ち込んだ 1968 年度から 1980 年度までの時期である。持家についてもこの時期から非常に緩やかな減少トレンドに入ったが、まだ水準としては年間 60 万戸以上の水準を維持していた。

3 番目はバブルによって地価が上昇し、相続税対策のために貸家が急増した 1981 年度から 1987 年度までである。この時期は地価の高騰により持家及び分譲住宅は減少し、持家と貸家の割合が大きく逆転し、貸家の趨勢が住宅着工水準の決定に重要な役割を占めていくことになった。

1988 年度以降は、人口や世帯数の伸びの鈍化から貸家も持家も減少トレンドに入った。証券化市場が脚光を浴び始めた 2000 年度頃から証券化の対象となる貸家や分譲マンションが緩やかではあるが上昇に転じたため、120 万戸台を再び確保することもあったが、2005 年 11 月に発覚した耐震偽装事件をきっかけに着工戸数は 100 万戸ぎりぎりの水準にまで落ちた。追い討ちをかけたのがリーマンショックである。前述のとおり 78.8 万戸にまで急減したが、その主因は貸家と分譲住宅（マンション）の落ち込みである。持家は 2009 年度もそれほど大きく落ち込んでおらず、これまでの減少トレンドを続けているだけのようにも見える。

1980 年度以降、着工戸数の水準を大きく左右してきたのは貸家であり、近時は分譲住宅が加わってきていた。したがって、貸家と分譲住宅が今後どう推移するかが、着工の水準を左右するといっても過言ではない。

図表 2 貸家の建築主別割合の推移



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」より野村資本市場研究所作成

² 1968 年の総務省「住宅統計調査」で初めて住宅数が世帯数を上回った。

2. 2010年度の動向と今後の見通し

1) 利用関係別の動き

2010年度の着工を都道府県別に利用関係別で見ると、持家は特殊要因のある山形県³を除いてすべての都道府県で増加に転じ、リーマンショック前の水準を確保している。

貸家については、持家とは逆に36都府県で減少を続けている。

分譲住宅のうちマンション⁴と分譲一戸建てを比べてみると、それぞれ違った動きを見せている。持家同様に分譲一戸建ては全国的に大幅な伸びを示しているところが多いのに対し、マンションは三大都市や政令指定都市を持つところでは増加しているものの、その他の地方では横ばい又は減少している⁵。

全体として、一戸建て系（持家と分譲一戸建て）は好調、共同住宅系（貸家とマンション）は不調というのが2010年度の着工の特徴である。

2) 需要面からのアプローチ

一戸建て系の住宅は実需が中心の市場であると考えられる。すなわちライフステージに応じた取得動機（結婚、子供の誕生、子供の進学など）が存在するため、金融環境等にも影響を受けるが、一定の構造的・非金融的な需要が市場を支えている。2010年度はそれらに加えて、住宅版エコポイント、贈与税の非課税枠拡大、フラット35Sの金利引き下げ等の政策効果が加わったことなどが好調の原因と考えられる。これらの政策は一部縮小されるものがあるが、引き続き2011年度も実施されることから一戸建て系の住宅の好調は持続すると考える。

一方、共同住宅系の市場は、実需と投資需要の二つの需要からなる市場であると考えられる。前述のように、2000年度以降は証券化商品の組成等の投資的需要が市場を支えてきた。足下の状況は、少なくとも投資的需要が増加するとは想定しがたく、実需で見た場合も、新規工場の誘致等による住宅需要増などの特殊要因があるところは増加するが、基本的には減少トレンドにあると見ている。

3) 資金調達面からのアプローチ

持家を対象とする住宅ローンは延滞率等が低く金融機関が最も力を入れている商品である。近時、全体として貸出が伸び悩む中で唯一増加が期待できる分野であり、そのため金融機関間の競争が激しく、貸出態度は最も緩い。業者の運転資金の側面から

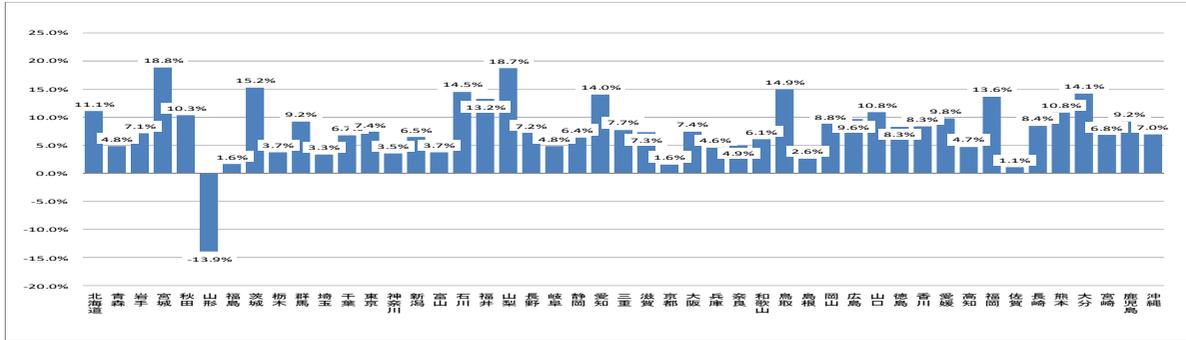
³ 選日（せんじつ）のひとつに三隣亡というものがあり、この日に建築事を行うと三軒隣まで滅ぼすという迷信のため、建築に関しては大凶日とされる。山形県荘内地方には、「寅年、午年、亥年は、一年中三隣亡」と信じられており、この年には建築を控える風習がある。

⁴ マンションとは、分譲住宅のうち、建て方が共同住宅、構造が鉄鋼鉄筋コンクリート造・鉄筋コンクリート造のものをいう。

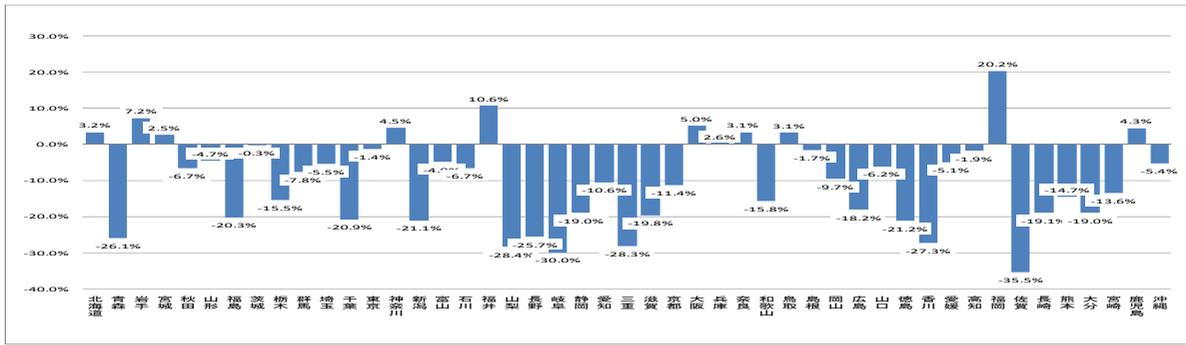
⁵ マンションは2009年度着工がゼロの県があるため、増減を前年差で分析している。

図表3 都道府県別着工戸数（2010.4～2011.2 累計）

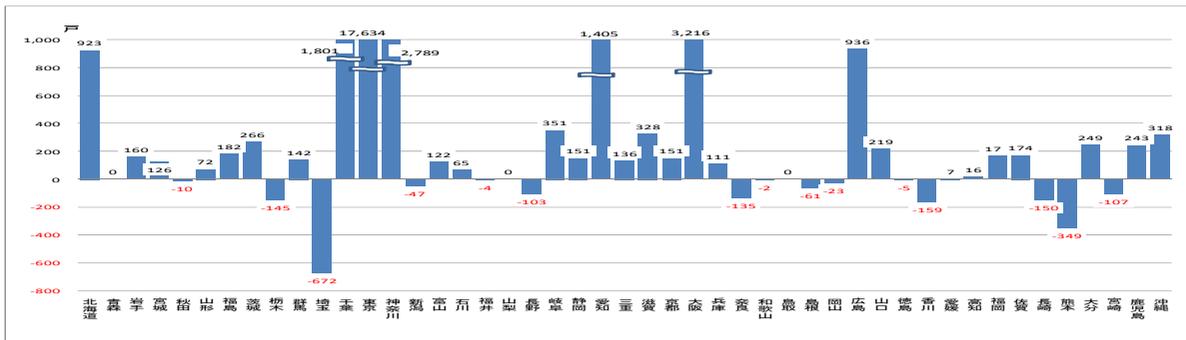
持家（前年同期比）



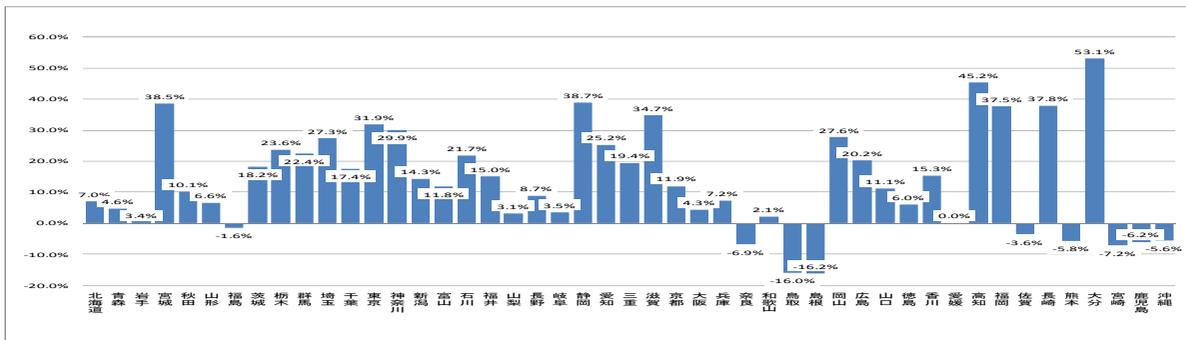
貸家（前年同期比）



マンション（前年差）

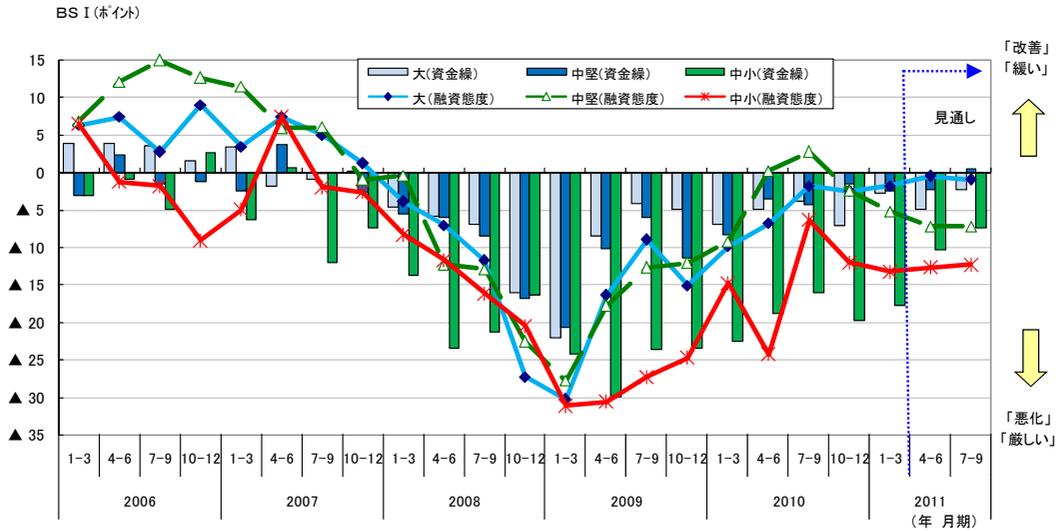


分譲一戸建て（前年同期比）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」より野村資本市場研究所作成

図表4 企業から見た「資金繰り」と「金融機関の融資態度」(不動産業)



(出所) 財務省「法人企業景気予測調査」より野村資本市場研究所作成

も、一戸建ては建設期間が長くても半年程度であるため、中小業者であっても資金調達は比較的容易で、資金調達が一戸建て系の着工の制約条件となることはあまり無いと考えられる。しかし、マンションでは建設期間が2年以上と長期であり、建設工事金額も多額になる。そのため信用力の高い大手業者では調達ができても中小の業者では資金調達が難しい。大手業者の主要マーケットである大都市部では着工が増加しているのに対して、地方は中小業者が主要プレイヤーであるマーケットのため、資金調達の難しさによる着工の減少が続いている。大手が得意とする東京、神奈川に比べて、埼玉、千葉ではいまひとつ回復が遅いのは、同様な構図が首都圏内でも見られていることによる。

一番資金制約を受けたのは貸家である。アパートローンは、ローンの返済のための原資が家賃であり、入居率の見通しが融資を行う際の大きなポイントになる。多くのアパートローンの返済期間は30年と長いため、当初は入居の需要が大いに見込めるケースであってもそれが長期間持続するかの判断は難しく、金融機関の審査も慎重にならざるを得ない。特に、人口が減少している地方では審査はより厳格化の傾向が強くなっているとみられ、地方での貸家着工は当面の間低迷するだろう。リーマンショック前までの着工のシェアは地方が高く、それが貸家着工の水準を高くしていた要因であったが、その地方圏の回復が見込めないとすると、貸家の不振は続く可能性が高い。

以上から、住宅着工は緩やかな回復を続けると考えられるが、貸家の回復が見込めないため、2011年度は80万戸台後半にとどまるのではないかと。

Ⅲ 東日本大震災の影響

1. 住宅の被害状況

以上の分析には3月11日に起きた東日本大震災の影響は織り込んでいない。同大震災が地震のみならず津波によって、東日本の太平洋沿岸に広範囲に亘って未曾有の被害をもたらしたことを考えると、2011年度の住宅市場の動向予測に、その影響の加味は不可欠である。まず、住宅の被害等を整理してみたいが、震災後一ヶ月以上を経過した時点でもまだ、その被害規模は確定していない点には留意を要する。

4月20日現在の状況は、消防庁の調べでは死者13,643人、行方不明13,377人と戦後最大の人的被害をもたらしている。2011年3月の月例経済報告で示された内閣府の試算では、被災地域全域のストックの毀損額は約16兆円～25兆円⁶と見込まれており、阪神淡路大震災の約10兆円を大きく上回っている。

一方、住宅の被害だが、同調査では全壊61,184棟、半壊25,284棟、一部損壊205,391棟計291,859棟となっている。宮城県は仙台市を含む多くの沿岸部地域の被災住家を調査中としており、今後この数字は大きく増加する可能性がある⁷。阪神淡路大震災では、全壊104,906棟、半壊144,274棟、一部損壊390,506棟計639,686棟であり、住宅の被害だけを見ると東日本大震災は総数では約半分、全壊・半壊で見ると約1/3にとどまっている。今回の震災では18の都、道及び県が被害を受けており、範囲は広いものの被害が甚大なのは沿岸地域なのに対して、阪神淡路大震災では人口密集度の高い兵庫県の住宅ストックの約9割を占める市部が被害の大半を占めていたことが、被害数の差になったと考えられる。

2. 着工への影響

こうした被害に基づいて着工戸数への影響を考えた場合、全壊・半壊の住宅が新たに建替える必要があるとすると、約8.6万戸の需要が新規に発生することになる。東北3県

図表5 住宅総数（居住世帯あり）の比較

(単位:戸)

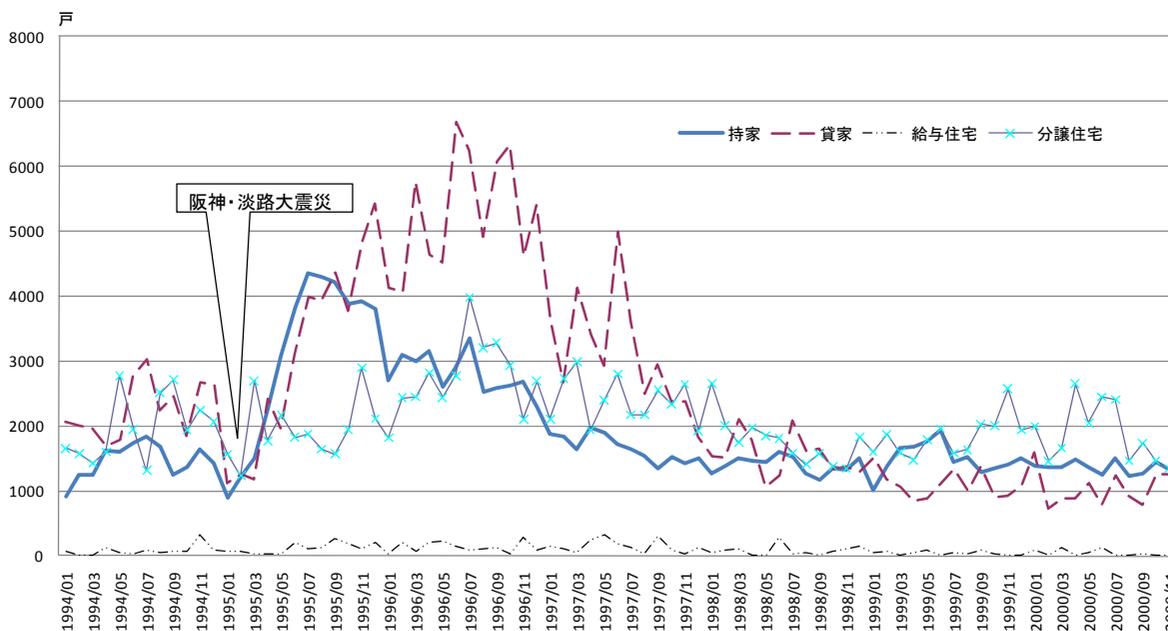
2008年調査			1993年調査		
岩手県	宮城県	福島県	兵庫県	うち市部	うち神戸市
470,700	869,700	699,700	1,780,700	1,556,200	542,000
2,040,100					

(出所)総務省「住宅・土地統計調査」より野村資本市場研究所作成

⁶ この試算額には福島第一原発及び計画停電等に伴う影響は考慮されていない。

⁷ 例えば、住宅金融支援機構では福島第一原発の半径20キロ以内の住宅をすべて被災住家とし、全壊と半壊の住家の総数を約15万戸と推計している。

図表 6 阪神淡路大震災後の兵庫県の着工戸数の推移



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」より野村資本市場研究所作成

(岩手、宮城、福島)の年平均着工は約3万戸程度であるため、2.8年分の需要が一時期に発生したことになり、この需要が被災地域の着工を押し上げる要因となる。

阪神淡路大震災では供給しやすい地域から建設が始まったと言われ、同様に考えると、仙台市のような市部から復興住宅の建設が始まる可能性が高く、市部では共同住宅のウェートが高いことから着工戸数は増加しやすい。

また、持家率が兵庫県より10%程度東北の方が高いため、復興住宅が持家から始まるとすれば、さらに加速要因となる。

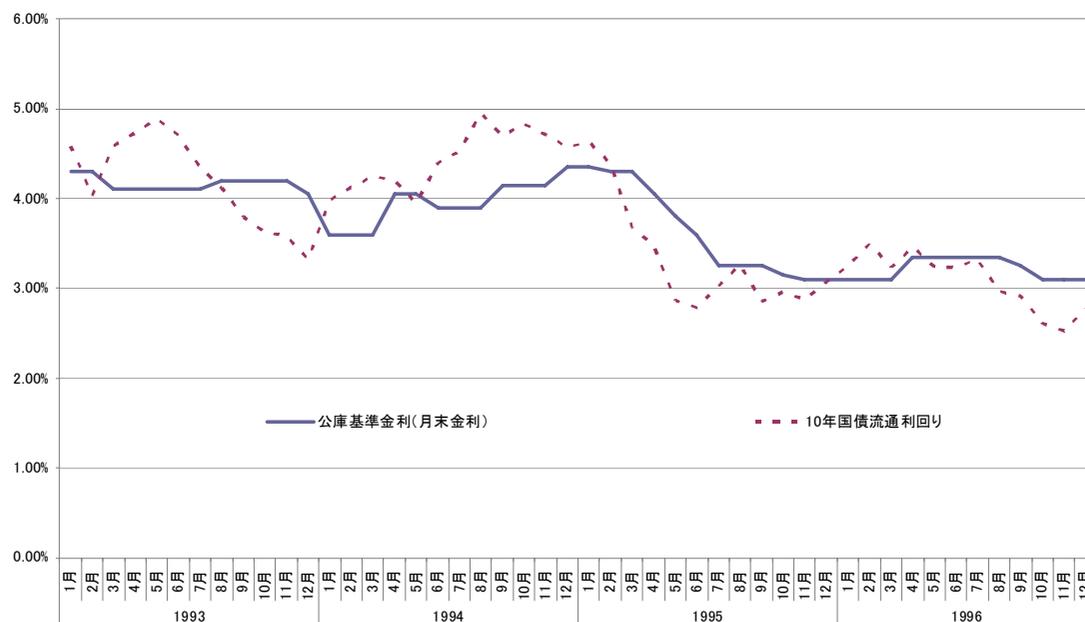
金融面で見ると、金融庁は3月11日に「平成23年(2011年)東北地方太平洋沖地震にかかる災害に対する金融上の措置について」において「災害の状況、応急資金の需要等を勘案して融資相談所の開設、審査手続きの簡素化、貸出の迅速化、貸出金の返済猶予等災害被災者の便宜を考慮した適時適切な措置を講ずること」を金融機関に要請しており、特に地銀、第二地銀を中心とする金融機関は特別金利や返済条件等を優遇した住宅ローンをすでに発表し対応している。したがって、住宅ローンがネックとなることは無いはずだが、被災した住宅に住宅ローンの残債がある場合や高齢者等で融資が受けられない人々も多数存在すると考えられ、そうした人たちが利用しやすい対策も必要である⁸。

なお、第一次補正予算案で、住宅金融支援機構が融資する災害復興住宅の融資金利を当初5年間0%にすることが閣議決定されており、この政策により復興建設が促進されることが期待されている。

阪神淡路大震災の1995年度の着工の動向は、兵庫県で約50%も増加したが、日本全体

⁸ 公的主体が、土地を買い取り、定期借地で使用させる方法やリバースモーゲージなどが考えられる。

図表 7 住宅金融公庫基準金利等の推移



(出所) 住宅金融公庫資料及びBloombergより野村資本市場研究所作成

で見ると 1994 年後半からの金利上昇の影響により約 6%の減少となった。1996 度は①復興需要の本格化、②住宅ローン金利の低下、③平成 9 年 4 月の消費税改正前の駆け込み需要の増加、などにより、兵庫県で 32.4%、全国でも 11.8%の大幅な増加を示した。今回は、フラット 35S の金利引き下げの延長による効果により、1995 年度のような全体の落ち込みは無いと見られるが、上述のように住宅の毀損による影響は、阪神淡路大震災より小さく、仮に東北地方で着工が 50%増となっても 1.5 万戸程度の増加のため、2011 年度の着工戸数は 90 万戸前後にとどまらざるを得ない。2012 年度も増加が期待されるが被災戸数から見て 100 万戸の水準に達するのは難しいであろう⁹。

3. 消費マインド等からの影響

1) 消費マインドの低下

消費マインドの低下が起きている。4 月に発表された震災後初の景気ウォッチャー調査では住宅関連の現状及び先行きの判断 DI は大幅な低下を示した。また、3 月の首都圏の新築マンションの発売月契約率は 79.7%と前月に比べて 5.1 ポイントダウンした。しかし、発売月契約率 70%以上かどうかがマンション市場の好不調の判断水準といわれていることから見ると、この水準自体は決して悪いものではない。逆に 3 月の近畿圏では発売月契約率は前月比 3.6 ポイント上昇し 74.9%となっており、消費

⁹ 福島第一原発の影響が長期にわたる可能性を考えると、着工水準は下振れするリスクを含んでいる。

マインドの変化には地域的な差が出ている。したがって消費マインドの低下の影響は一部の地域に短期的なマイナスの影響を与えるが、年度内には復興需要によって全体として改善される可能性が高い。

2) 液状化・計画停電の影響

2 番目は液状化や計画停電の影響による超高層マンション等の需要減である。地盤工学会の第一次調査によると東京湾岸の液状化の面積は山手線内の半分以上の 40 平方キロを越えるようだ¹⁰。超高層マンションは、これまで値崩れの起き難さが人気を呼んでおり、2011 年以降に全国で 8 万戸以上の供給が計画されているという¹¹。しかし、大規模な物件になることから販売が長期化するため、リーマンショック後は多くの業者で供給計画を縮小させている模様だ。マンションは工期が長期になることからすでに販売・着工等が実施されたものについては計画変更が困難であり、販売面での苦戦が想定されるが、今後計画されるものについては足下の販売状況等を見て判断されていくだろう。なお、3 月の 20 階建て以上の超高層マンションの首都圏での発売月契約率は 77.1%と前年同月比 3.5 ポイント上昇しており、足下では影響は見られていない¹²。

3) 建材不足の影響

内閣府の「月例経済報告」4 月の資料によると、今回の津波で全国 3 割のシェアを持つ合板工場が大きな被害にあったようだ。しかし、これも被害の無い地域の工場での増産で対処が可能と見込まれている。大手ハウスメーカーやそれ以外の建材メーカーは一部の工場で被害を受けたものの大半は操業を再開している模様である。一部工事の進捗が遅くなるのは避けられないが、このことが住宅需要を減退させるものであるとは考えにくい。

4) その他

東日本への集中リスクの顕在化や首都圏の電力不足の問題が企業の地域分散化を加速させる動きがあり、この動きが特に西日本以西での賃貸住宅需要を増加させる可能性がある。また、これまで各電力会社が推進していた「オール電化住宅」は東日本地区での需要が大きく減少することが想定される。

¹⁰ 2011 年 4 月 12 日朝日新聞朝刊

¹¹ (株)不動産経済研究所「新規マンション・データ・ニュース」2010.4.7

¹² (株)不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」2001 年 3 月度、「近畿圏のマンション市場動向」2001 年 3 月度

IV MBS への影響

住宅金融支援機構の新発への影響だが、①2010 年度後半に増加した買取申請の住宅ローンが今後 MBS として発行されること、②昨年度以上の着工が見込めること、から 2011 年度の発行量は月次債だけで 2 兆円以上の発行が期待される。また、災害復興に伴う財政支出増加の財源不足の問題が、例えばフラット 35S の金利引き下げの財源を縮減させるのでは無いかと言う声も一部の投資家に聞かれたが、今のところ政府内にそのような動きは確認されてはいない。なお、民間金融機関自らがオリジネートする MBS はバーゼルⅡによって発行が難しくなっているが、今後は地域リスクが注目されることから、地域分散を図った担保プールを組成することが難しい地域金融機関にとって MBS の発行は更に難しくなるだろう。既発機構 MBS については、被災地域での延滞債権の増加に伴う担保プールの悪化が懸念される。機構 MBS は延滞債権の買取（差し替え）を行うことから担保プール自体の悪化は無い。むしろ、被災地での督促が自粛されることから、短期的に延滞債権が増加する可能性があり、延滞債権の買取（差し替え）の増加に伴い MBS の平均残存年限の短期化が考えられる。しかし、被災地のシェアが 2%~3%程度¹³と低いため、大きな変化につながる可能性は低い。

信用補完を行っている住宅金融支援機構自体の信用リスクについては、ポートフォリオ全体で見ると被災地域の債権シェアは 4%以内と見られ、被災地域での延滞債権の増加に伴う影響は限定的と考える。なお、前述のとおり同機構の災害復興住宅融資金利を当初 5 年間 0%で融資すること等が第一次補正予算案に盛り込まれている。この融資は MBS の担保とはならず、同機構のバランスシートで管理されることとなる。貸出金利が 0%のため逆ザヤとなる融資が数兆円規模で実行されることが想定¹⁴されるが、政府によりこの逆ザヤを補填するため 560 億円が一般会計から予算措置されたため、同機構の財務悪化に伴う信用リスクの悪化は無いだろう。

¹³ 機構 48 回債（2011 年 4 月下旬条件決定予定）の岩手県、宮城県、福島県の合計のシェアは 2.1%。

¹⁴ 阪神淡路大震災の時は 7 万件、約 1 兆 5 千億円の融資を実行している。