



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

August 10, 2012

<FOCUS>

住宅市場回復には長期金利抑制が重要

- 銀行貸出を始めとする米国の金融環境は徐々にだが改善してきている。FRB 融資担当者調査における企業向け貸出基準は、欧州危機を背景に今年初にかけ一旦厳格化したものの、今週公表された7月調査では前回調査に続いて緩和した。中小企業向け貸出基準の改善テンポは大企業向けと比べ緩やかである点等は割り引く必要があるが、米国は欧州と異なり信用収縮リスクが小さいことは評価できるだろう。
- 商工業貸出以外でも、商業用不動産ローンのほか、個人向けのクレジットカードなどでも、貸出基準は緩和されてきているが、住宅ローンについては、貸出基準の緩和が相対的に遅れている。今回調査では貸出基準の「レベル」についても調査されているが、住宅ローンについては、貸出基準が過去より厳しいとの回答割合が依然多い。
- 足元における実際の貸出も同様の動きとなっている。FRB の資金循環統計でみると、企業部門の銀行借入等の負債は既に増加傾向に転じているが、家計の住宅負債は依然減少が続いている。住宅負債の減少継続はバブル期に抱えた過剰負債の調整が背景だが、住宅市場の停滞は米国の経済成長に対する一定の抑制要因にはなっている。
- このため、成長ペースを加速させ、バブル崩壊後拡大した需給ギャップを早期に縮小させるには、景気への影響が大きい住宅市場の挺入れは不可欠となるが、この先、金利低下による住宅需要の押し上げ効果は限られる。10年債利回りは既に異例の低水準にあるほか、住宅ローン金利の低下幅も限界的なものに留まる公算が大きい。実質金利の点からもこれ以上の金利低下には住宅市場の過熱が前提となる。
- 足元でみられる企業向け貸出の増加などは、徐々にではあるが米国経済が正常化に向かっていることの傍証であろう。ファンダメンタルズからやや乖離したとも言える長期金利の水準も踏まえると、今後、住宅市場の回復を持続させるためには金利上昇の抑制が重要な課題となってくるように思われる。当面、欧州債務危機を背景とした不透明感が強い状況は続くと思われるが、少し長い目で見れば、金利上昇への政策対応が視野に入ってくる可能性もあるだろう。

<FOCUS> 住宅市場回復には長期金利抑制が重要

米銀の貸出姿勢は改善傾向

銀行貸出を始めとする米国の金融環境は徐々にだが改善してきている。

FRBの融資担当者調査(シニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ)における商工業貸出(大・中堅企業向け)の貸出基準は、欧州債務危機を背景に今年初めにかけて一旦厳格化したものの、今週公表された7月調査では、3カ月前と比べて貸出基準を「厳格化した」銀行の割合から、「緩和した」銀行の割合を引いたネットの比率は▲9.5%の「緩和超」となり、前回4月調査(▲6.9%)から、超過幅が小幅拡大した(第1図)。

中小企業向け貸出基準の改善テンポは大企業向けと比べて緩やかであることや、海外金融機関の貸出姿勢が若干厳格化していることなどは割り引く必要があるが、米国においては、貸出姿勢の厳格化が目立つ欧州とは異なり、信用収縮リスクが小さいことは評価できるだろう(同図)。

住宅ローンだけは改善に遅れ

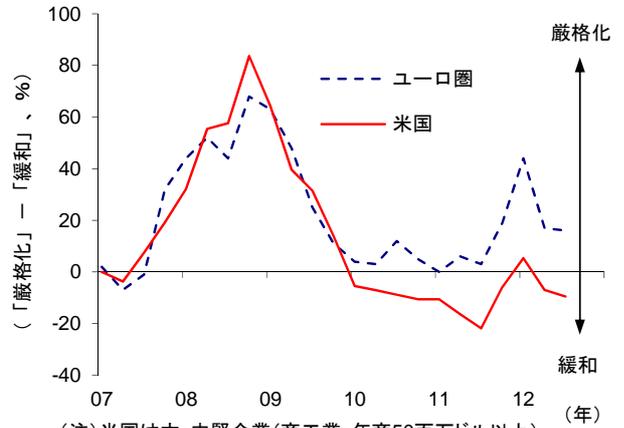
商工業貸出以外では、商業用不動産ローンのほか、個人向けのクレジットカードなどでも、貸出基準を緩和したとの回答割合が厳格化した割合を上回っているが(第2図)、一方、住宅ローンについては、緩和と厳格化の回答割合が概ね拮抗しており、貸出基準の緩和が相対的に遅れる形となっている。

今回の調査では、2005年以降と比較した足元の貸出基準の「レベル」についても調査されているが、商工業貸出と住宅ローンについてみると(第3図)、ともに1年前と比べて改善している。しかし、住宅ローンについては、貸出基準が過去より厳しいとの回答割合が依然多く、慎重な貸出姿勢が維持されたままである。

企業の借入は回復傾向

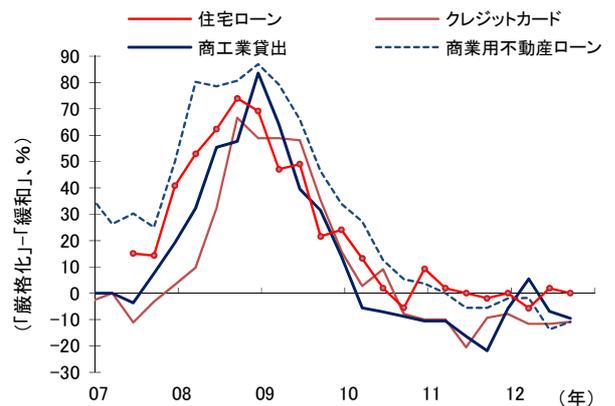
足元における実際の貸出も同様の動きとなっている。FRBの資金循環統計でみると、企業部門の銀行借入等の負債は足元既に増加傾向に転じているものの、家計の住宅負債は依然減少が続い

第1図：欧米銀の企業向け貸出基準



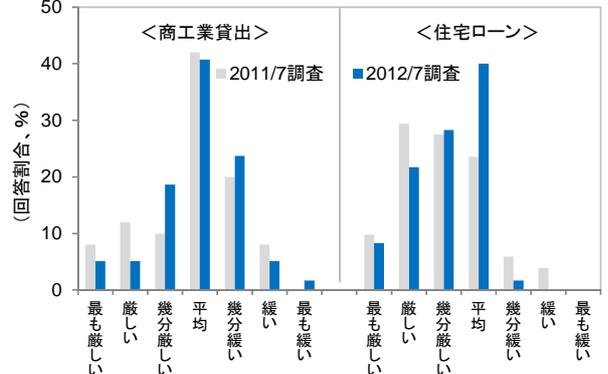
(注)米国は大・中堅企業(商工業・年商500万ドル以上)、ユーロ圏は大企業(同500万ユーロ以上)ベース。
(資料)FRB、ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：米銀・貸出基準の推移



(注)住宅ローンはプライム・ローン(データは2007年第2四半期以降)、商工業貸出は大・中堅企業向け。
(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：過去のレンジと比較した貸出基準のレベル



(注)商工業貸出は投資適格企業向けシ・ローン等、住宅ローンはプライム層向けコンフォーミング・ローン。
(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ている（第4図）。住宅負債の減少継続は、同図からも明らかな通り、バブル期における過剰債務の調整過程と捉えられるが、住宅市場の停滞は米国の経済成長に対する一定の抑制要因にはなっていない。

実質金利マイナス化は難しい

このため、成長ペースを加速させ、バブル崩壊後拡大した需給ギャップを早期に縮小させたい政策当局からすれば、景気への影響が大きい住宅市場の挺入れは不可欠ということになる。

ただ、金利低下による住宅需要の押し上げ効果は限られる。10年債利回りは既に異例の低水準にあるほか、住宅ローン金利と国債利回りのスプレッドも、長い目で見れば際立って大きいわけではない（第5図）。住宅ローン金利は下がるとしても、低下幅は限界的なものに留まる公算が大きい。

実質金利の観点からみても、金利低下による住宅投資の押し上げ効果は限定的であると考えられる。足元の実質金利は、名目金利の低下と住宅投資デフレーターの上昇により1%台半ばまで低下しており、今後、住宅投資に対し多少の押し上げ要因となることは期待できる（第6図）。しかし、実質金利のさらなる低下は難しい。2000年代半ばにおけるマイナス金利は、名目金利安定の下、住宅価格が急上昇したことによる行き過ぎた実質金利低下であり、住宅バブルが前提だ。

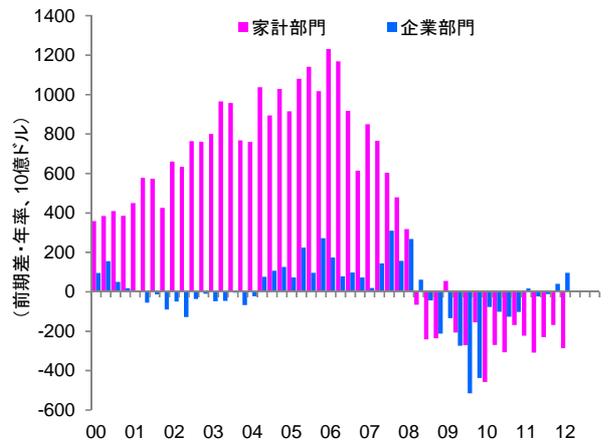
住宅市場回復には長期金利抑制が重要

上述した企業向け貸出の増加などは、徐々にではあるが米国経済が正常化に向かっていることの傍証であろう。ファンダメンタルズからやや乖離したとも言える長期金利の水準も踏まえると、今後、住宅市場の回復を持続させるためには、金利上昇を抑制することの方が重要な政策課題となってくるように思われる。

当面、欧州債務危機を背景とした不透明感が強い状況は続くともみられ、足元における長期金利の上昇がこのまま一本調子で続くとは考え難いが、少し長い目で見れば、金利上昇への政策対応が視野に入ってくる可能性はあるだろう。

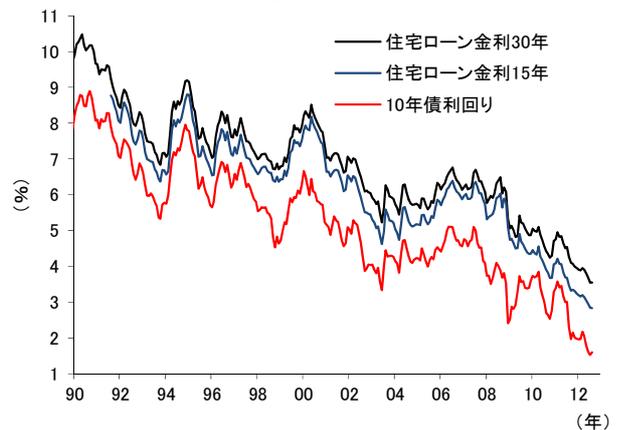
<FOCUS>

第4図：家計部門・企業部門の負債



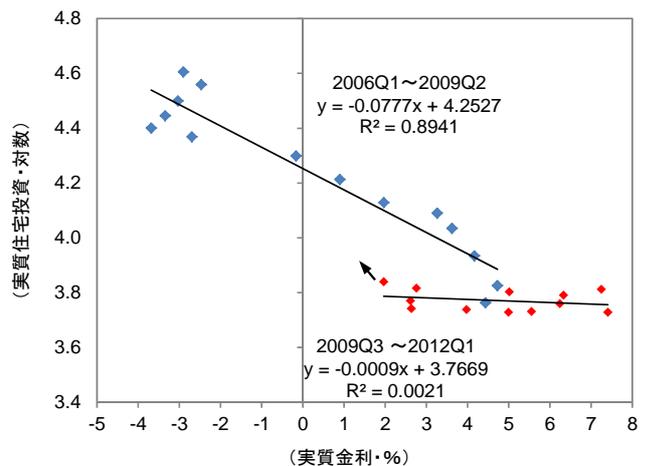
(注)フロー・データ。家計部門は住宅モーゲージ、企業部門は預金取扱機関借入・モーゲージの合計とした。
(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：10年債利回りと住宅ローン金利



(資料)FRB、フレディマックより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：金利と住宅投資の相関関係



(注)実質金利は10年債利回りを住宅投資デフレーターで実質化。実質金利を4四半期先行。
(資料)商務省・FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



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、金融商品の売買や投資など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、宜しくお願い申し上げます。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、当室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。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.