



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

March 25, 2013

< FOCUS >

歴史的低金利が奏功する住宅市場

- 住宅市場は着実な回復を続けている。住宅販売戸数は年率 480 万戸レベルを回復、これは住宅バブル期前（2000 年～2003 年平均）の水準 590 万戸の約 8 割にあたる。住宅市場の回復は、景気拡大やそれに伴う雇用環境・マインド改善、金利・住宅価格の低下などが相乗することで支えられている。阻害要因と指摘されることが多い銀行の貸出姿勢もさほど大きな抑制要因にはなっていないと言える。
- 一方、景気や雇用環境の回復が緩やかなことを背景に、低金利による住宅市場の押し上げ効果は過去の回復局面と比べ相対的に大きくなっている。ここ 1 年程度の住宅投資は、実質金利が 0% へ近づくなか伸びを高めてきたが、実質金利低下は住宅投資デフレータの上昇が小幅にとどまるなか、名目金利低下によるところが大きいのが特徴である。
- 当面は、低水準の実質金利が継続することで住宅市場回復を後押しすることが見込まれる。このところ新築住宅価格は所得対比でみると若干割高感も生じてきていることも踏まえると、住宅投資デフレータの上昇は緩やかとなり実質金利が住宅バブル期のようにマイナス幅を拡大させる公算は小さい。ただ、逆に名目金利の上昇も限られ、低位の実質金利が住宅市場をじわりと支える構図が続くと考えられる。
- 他方、やや長い目で見ると、住宅市場の回復が続いてきたことで個人消費の底堅さは増してきている。住宅販売は個人消費に 1 年程度先行して動いており、消費全般への波及効果は大きい。足元、個人消費が増税等の下押し要因にもかかわらず底堅さを維持しているのは、こうした住宅市場回復による消費押し上げ効果が影響している可能性もありそうだ。
- 当面は、財政政策が景気抑制要因として作用することや、欧州情勢を巡る不透明感残存から、低金利が住宅市場の回復を支える構図が続くとみられる。ただ、その後、今年終盤にかけ、財政面からの景気下押し効果が逡減し、欧州情勢・経済も安定感を取り戻してくれば、これまで歴史的な低金利を支えてきた環境も徐々にだが変わってくる。金利上昇ペースが住宅市場の焦点となる展開も視野に入れておく必要はあるだろう。

< FOCUS > 歴史的低金利が奏功する住宅市場

住宅市場はバブル前の8割を回復

住宅市場は着実な回復を続けている。中古と新築を合わせた住宅販売戸数は足元、年率 480 万戸レベルを回復してきた（第 1 図、1 世帯住宅ベース）。これは、2004 年～2006 年頃の住宅バブル期と比べると流石に低いものの、住宅バブル期前の水準 590 万戸（2000 年～2003 年平均）の約 8 割にあたる。住宅販売は 2010 年半ばに同 6 割弱の水準まで落ち込んだが、その後は総じて順調な回復軌道を辿っている。

米銀貸出姿勢も緩和

住宅市場の回復は、景気拡大やそれに伴う雇用所得環境・マインド改善、金利・住宅価格の低下、米銀貸出姿勢の緩和などが相乗することで支えられている。

銀行の貸出姿勢については、住宅市場回復の阻害要因として指摘されることが多いが、足元の住宅販売は住宅ローン申請件数と概ね平行に動く姿に戻りつつある（前掲第 1 図）。住宅バブルの生成・崩壊を経て、信用供与が住宅市場の加速要因になり難いことも踏まえると、住宅市場の大きな抑制要因にはなっていないとみていいだろう。

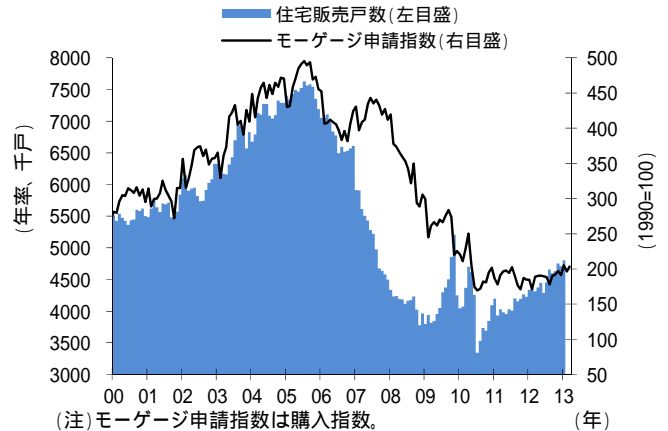
顕現化する歴史的な低金利の好影響

一方、景気や雇用環境の回復が緩やかなことを背景に、低金利による住宅市場の押し上げ効果は過去の回復局面と比べ、相対的に大きくなっている。実際、ここ 1 年程度の住宅投資は、実質金利（10 年債利回り - 住宅投資デフレータで試算）が 0% へ近づくなか、伸びを高めてきたことがみてとれる（第 2 図）。実質金利低下の要因としては、過去と異なり住宅投資デフレータの上昇が小幅にとどまる一方、名目金利低下によるところが大きいのが現局面の特徴と言える（同図）。

当面は低金利が住宅回復をサポート

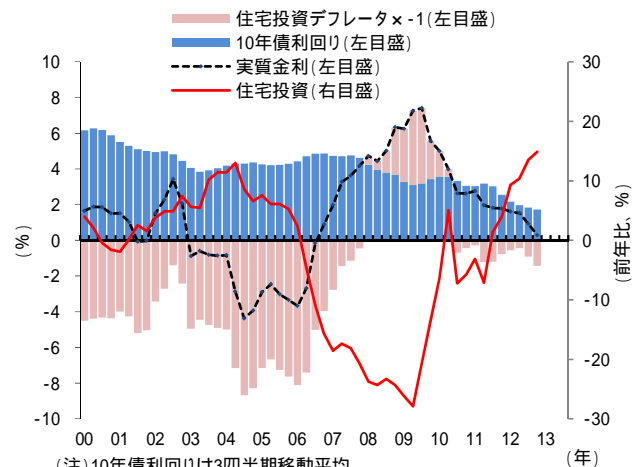
当面は、低水準の実質金利が継続することで住宅市場の回復を後押しすることが見込まれる。このところ新築住宅価格は所得対比で見ると若干割高感も生じてきている（次頁第 3 図）。これは、家計の所得回復ペースが住宅価格上昇に比べ緩やかであることを一部反映しており、目先は新築住宅を中心とした住宅価格や、住宅投資デフレータの上昇ペースは抑制気味となる公算が大きい。このため、低下傾向を辿ってきた実質金利がマイナスに転じたとしても、住宅バ

第1図: 住宅販売とモーゲージ申請指数
(1世帯住宅・新築中古合計)



(注) モーゲージ申請指数は購入指数。
(資料) 米国商務省・全米不動産業協会・MBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 実質金利と住宅投資



(注) 10年債利回りは3四半期移動平均。
(資料) FRB、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ブル期のように一本調子にマイナス幅を拡大させることは無さそうである。逆に、こうしたなかで名目金利の上昇も限られ、低位の実質金利が住宅市場をじわりと支える構図が続くと考えられる。

住宅回復が個人消費を下支え

一方、やや長い目で見ると、住宅市場の回復持続に伴って、米国個人消費の底堅さは増してきているとみられる。住宅販売は個人消費に1年程度先行して動いており、住宅市場の回復は、住宅関連の財・サービス消費に繋がるだけでなく、その他の消費全般への波及効果も大きいとみられるためである(第4図)。

足元、個人消費が増税等の下押し要因にもかかわらず底堅さを維持しているのは、こうした住宅市場回復による消費押し上げ効果が影響している可能性もありそうだ。もちろん、過去と比べ、住宅販売の伸びに対して個人消費の増加率が低い点は、雇用所得や家計マインドがまだ回復途上にあることを反映しているが、今後、景気回復持続とともに個人消費の回復力も徐々に高まることが期待される。

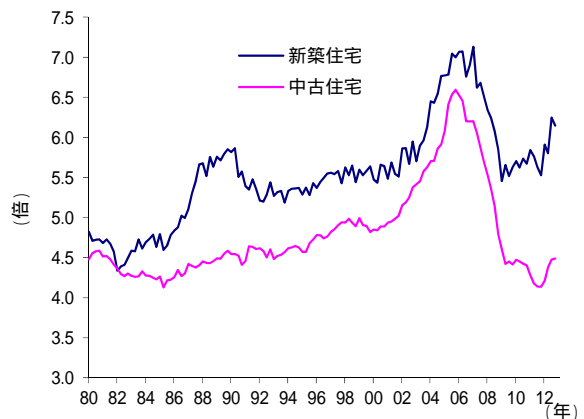
今年終盤にかけては低金利の行方が焦点に？

当面は、米国の財政政策が景気抑制要因として作用することや、欧州情勢を巡る不透明感残存から、金利は引き続き低位で推移し、住宅市場の回復を支える構図が続くとみられる。一方、その後、今年終盤にかけて、財政面からの景気下押し効果が逡減し、欧州情勢・経済も安定感を取り戻してくれば、これまで歴史的な低金利を支えてきた環境も徐々に変わってくる可能性がある。

ここ2年程度の長期金利は、内外の不透明要因や、FRBによる異例の金融緩和(資産買入を通じた金利抑制・時間軸効果強化策)により、従来のファンダメンタルズとの関係からは大きく乖離した状況が続いている(第5図)。長期金利の適正水準を計測することは困難だが、内外景気が年後半にかけて緩やかに成長ペースを高めるシナリオが実現する場合には、金利上昇が住宅市場の焦点となる局面も出てくるであろう。低金利による住宅需要喚起を続けるためには、景気腰折れに繋がらない程度の不透明要因が残存したほうがFRBの対応は容易かもしれない。

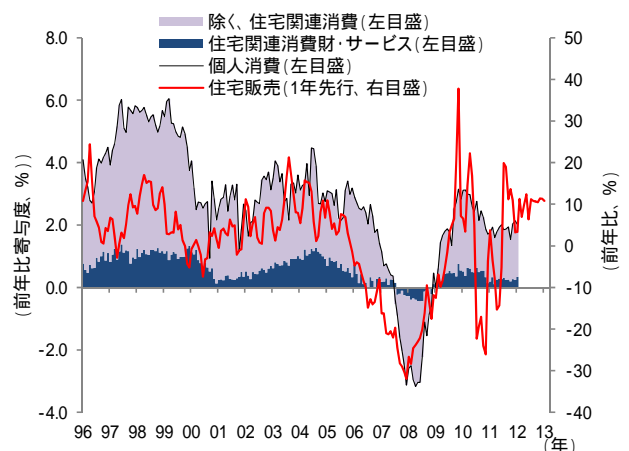
< FOCUS >

第3図:住宅価格対所得比の推移



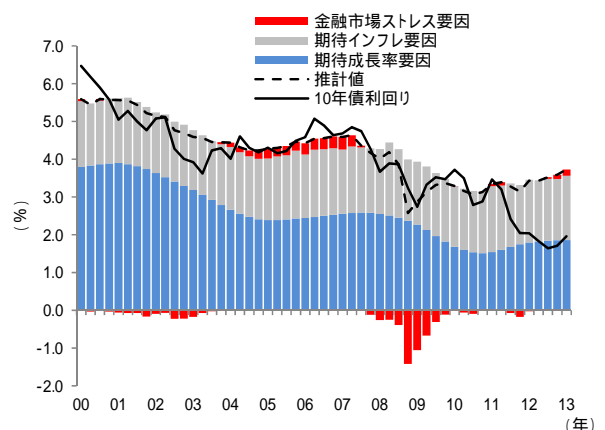
(注)住宅販売価格を年率換算した賃金で割って試算(共に中央値)。(資料)米国商務省・全米不動産協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図:住宅販売と個人消費



(注)住宅販売は一戸建、新築と中古の合計ベース。住宅関連消費は、住宅関連耐久財、住宅関連非耐久財、住宅費(帰属家賃含む)、音響・映像サービス、通信費、住宅補修サービスとした。(資料)NAR、商務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図:10年債利回りの要因分解



(注)10年債利回りを、期待成長率(潜在成長率で代替)・期待インフレ率(ミシガン大学消費者センチメントにおける今後5年の予想インフレ率)・質への逃避要因(セントルイス連銀・金融市場ストレス指数)でラフに推計したもの(推計期間:2000Q1~2011Q2、自由度修正済決定係数=0.97)。(資料)FRB、CBO、ミシガン大学より三菱東京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.