



# 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](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

February 28, 2011

## <FOCUS>

### 弱含みが続く住宅価格～注目される住宅価格の進展

- 先週は、住宅関連の指標が多く発表されたが、目立ったのは住宅価格の弱含みである。昨年12月のS&P・ケースシラー住宅価格指数（20都市）は、前年比▲2.4%と2009年末以来の下落幅に拡大、2009年4月の直近底値に近づいた。昨年第4四半期のFHA住宅価格指数（全米）も、同▲4.0%と2009年第3四半期以来の下落幅を記録している。米国経済は全般的に堅調さを維持しているが、住宅価格は依然軟調な地合いが続いている。
- 一方で、住宅需要は回復基調にある。中古・新築住宅販売は、住宅市場の中心である中古住宅販売が年率5.4百万戸（同+2.7%）と増加、昨年の住宅インセンティブ終了後の反動減からの回復を示している。労働市場の緩やかな改善、低金利の継続が住宅需要の持ち直しに繋がっているとみられる。
- これまでにも指摘してきた通り、短期的な住宅価格は住宅市場の需給動向に半年程度遅行して推移するが、住宅販売の在庫期間（新築+中古）は、住宅販売の持ち直しを受けて昨年夏場以降は改善基調が続いている。短期的な需給面からみると、住宅価格は、目先はこれまでの需給の悪化を映じて下落基調が続くものの、その後、今年末から来年にかけては緩やかな持ち直しに転じることが期待できるように思われる。
- 需給動向に加え、注目されるのは、中長期的に見てもいわゆる住宅バブルの調整が住宅価格という点では最終局面にあるとみられることであろう。米国の家計が保有する住宅資産を名目GDPと比較すると、足元は中長期的なボトム圏内に入ってきた。日本のように、バブル後の住宅価格の調整が長期化し、下方にオーバーシュートする可能性はあるが、住宅価格の調整スピードの速さ、デフレ回避の可能性を踏まえれば、米国住宅価格の下落が中長期的に続くリスクは徐々に小さくなってきていると判断できるであろう。

### <トピック> 一時100ドルまで上昇したWTI：じわり顕現化する米国経済のリスク要因

WTIが一時100ドルを超えた。中近東情勢の緊迫化が背景だが、そもそもグローバルな景気回復と過剰流動性を背景に原油価格高騰が続くやすい局面にあることには注意が必要である。ガソリンを始めとしたエネルギー価格上昇により家計所得が徐々に圧迫されてきている。雇用増が加速する前に、仮に1バレル=120ドルを目指すような展開になれば個人消費の失速は不可避であろう。

<経済指標コメント> 非国防資本財出荷は前月比▲2.0%と減少（前月同+2.5%）、第4四半期GDP（改定値）は前期比年率+2.8%に小幅下方修正、他。

<FOCUS> 弱含みが続く住宅価格～注目される住宅価格の進展度合い

前年比下落幅が拡大

先週は、住宅関連の指標が多く発表されたが、目立ったのは住宅価格の弱含みである。

22日に公表された昨年12月のS&P・ケースシラー住宅価格指数(20都市)は、前年比▲2.4%と2009年末以来の下落幅に拡大、2009年4月の底値に近づいた(第1図)。Wall Street Journalによれば、同指数の考案者の一人であるR.シラー・イェール大教授は「住宅価格が更に15~20%下落するリスクが相当程度残っている」とコメントしている<sup>1</sup>。

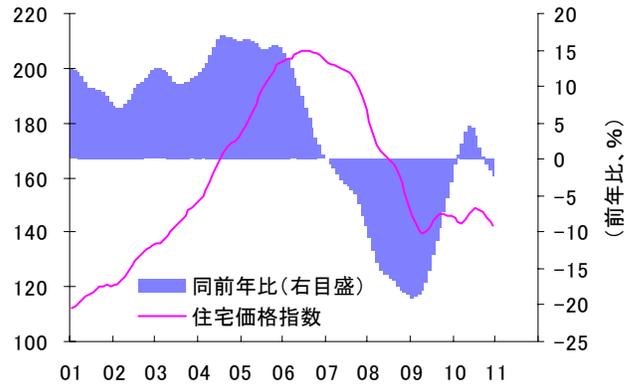
また、24日に公表された昨年第4四半期のFHA住宅価格指数(全米)も、同▲4.0%と2009年第3四半期以来の下落幅を記録した(第2図)。

米国経済は全般的に堅調さを維持しているが、住宅価格は依然軟調な地合いが続いている。

住宅需要は緩やかながらも持ち直し

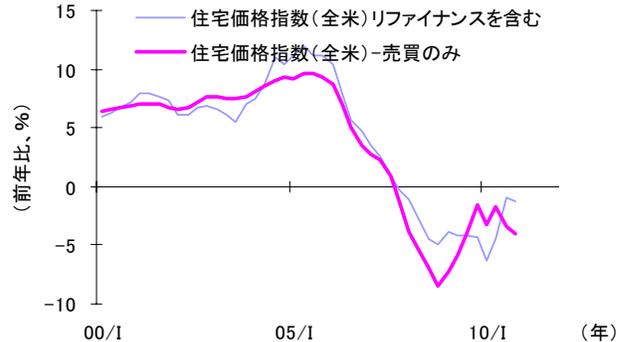
一方で、住宅需要は回復基調にある。23日と24日に公表された中古・新築住宅販売は、新築住宅販売が年率28.4万戸(前月比▲12.6%)と、12月の高い伸びからは反落したものの、住宅市場の中心である中古住宅販売が年率5.4百万戸(同+2.7%)と増加、昨年の住宅インセンティブ終了後の反動減からの回復を示している。労働市場の緩やかな改善、低金利の継続が住宅需要の持ち直しに繋がっているとみられる。

第1図: S&Pケースシラー住宅価格指数 20都市



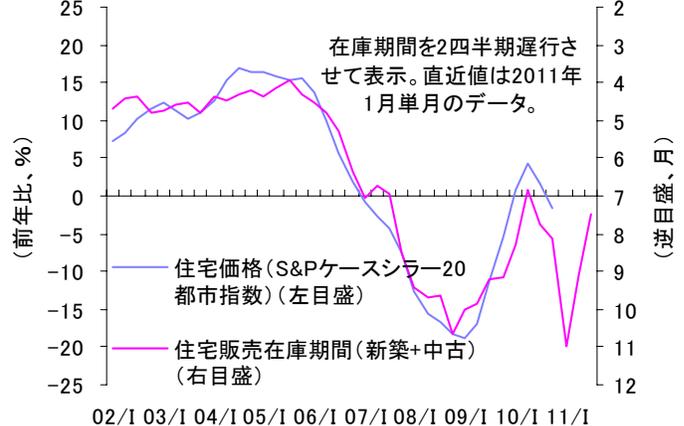
(資料) Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: FHA住宅価格指数



(資料) FHA統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 住宅価格と在庫期間



(資料) S&P、米国商務省、全米不動産業協会各統計、Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 2月23日付 Wall Street Journal。

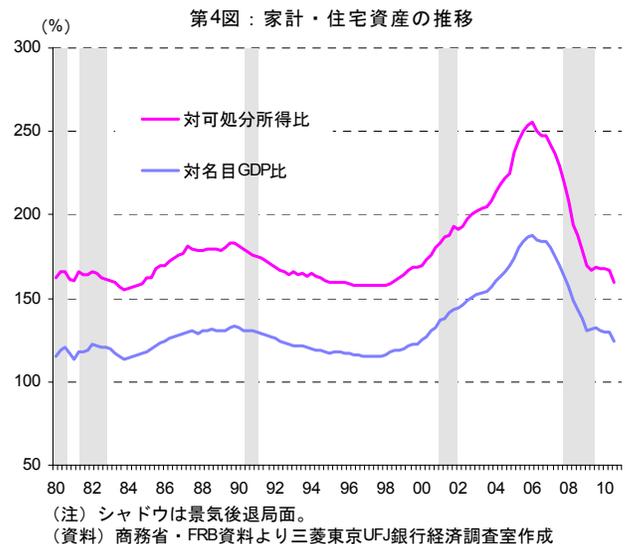
これまでも指摘してきた通り<sup>2</sup>、短期的な住宅価格は住宅市場の需給動向に半年程度遅行して推移する。需給動向を表すものとして住宅販売の在庫期間（新築+中古）をみると、住宅販売の持ち直しを受けて昨年夏場以降は改善基調が続いている。直近1月単月で見れば7.5ヶ月と、住宅価格の上昇・下落のブレイク・イーブンとも言える約7ヶ月に近づく形となっている（第3図）。

短期的な需給面からみると、住宅価格は、目先はこれまでの需給の悪化を映じて下落基調が続くものの、その後、今年末から来年にかけては緩やかな持ち直しに転じることが期待できるように思われる。

### 中長期的にみた住宅価格の調整は最終局面に

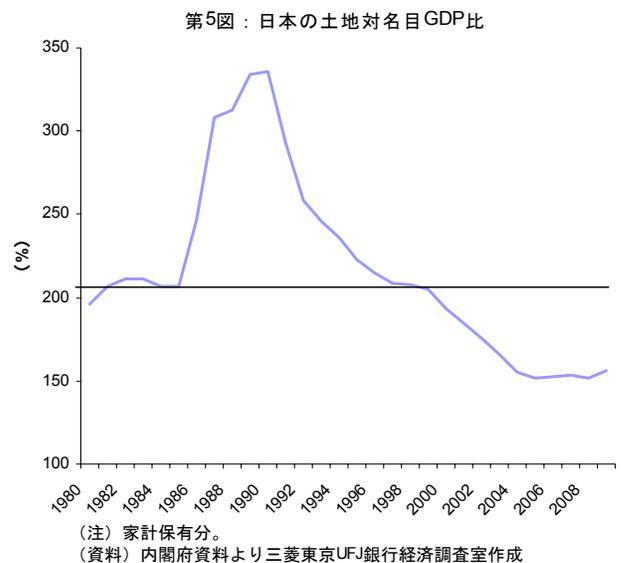
こうした需給動向に加え、注目されるのは、中長期的に見てもいわゆる住宅バブルの調整が住宅価格という点では最終局面にあるとみられることであろう。

住宅価格の過熱とその後の調整度合いは、経済規模を表す名目GDPと比較するのが適当と考えられる。第4図は米国の家計が保有する住宅資産を名目GDP及び可処分所得と比較したもののだが、対名目GDP比率で見ると、2002年ぐらいから急上昇し、2006年のピーク時には188%まで達したが、バブル崩壊に伴い急落、足元は120%台まで低下している。可処分所得対比で見ても、中長期的なボトム圏内に入ってきた。このように経済規模あるいは所得との対比で見れば、米国の住宅資産は、概ね適正值に近づいてきている。



### 日本との違い

もちろん、バブル後の住宅価格の調整が長期化し、下方にオーバーシュートする可能性はある。日本の不動産バブルは1990年代初頭に崩壊したが、土地対名目GDP比率で見ると、1990年代後半にはバブル以前の200%強の水準まで低下、概ね地価の調整は最終局面にあった。しかし、その後の2度の景気後退を含めた景気停滞長期化を受け地価は一段の低下を余儀なくされた（第5図）。



<sup>2</sup> 12月31日付 Weekly ご参照。

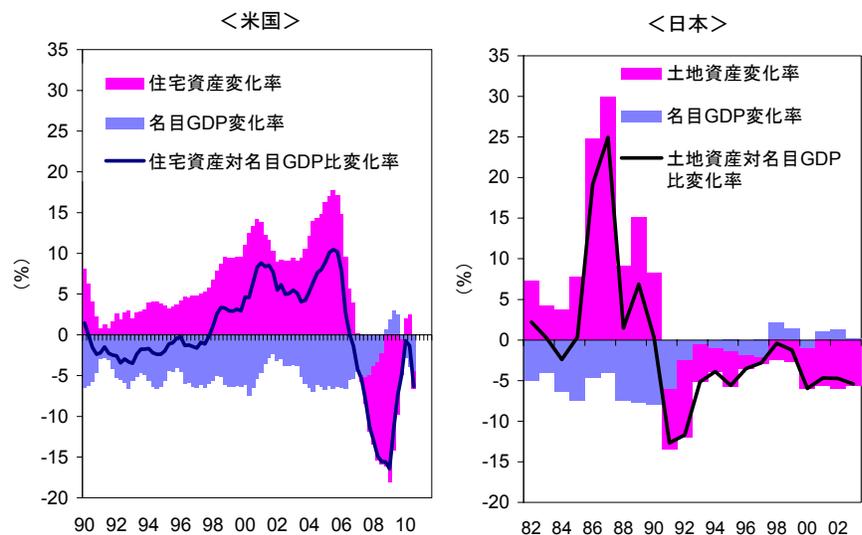
その意味では、米国についても手放しで楽観はできないが、日本と違うのは、バブル後の価格の調整スピードがより速い点であろう。日本については、土地資産対名目GDP比率でみてバブルのピーク時から元の水準に戻るまで約8年程度かかったが、米国の場合は今年中に調整が終了すると考えれば概ね5年程度ということになる。実際、バブルのピーク近辺における住宅価格の上昇ペースは日本の方が速かったが、その後の下落ペースはむしろ米国の方が速い。

下落ペースが速いこと自体が、その後の回復が速いことを意味するわけではないが、住宅価格の調整が早期に終了した方が、資産デフレが経済主体全体に浸透してしまうリスクを小さくすることにはなるだろう。

また、日本と違うのは、米国はこのまま順調に景気回復が続けばデフレを回避するであろうということである。当然のことだが、デフレに陥れば経済規模が縮小するため住宅価格の割高感の調整も長期化する。所得面からみても同様であり、賃金デフレに至れば、住宅価格は低下し続けざるを得ない。日本については、デフレに陥ったことで地価の調整が長期化してしまったことが見てとれる（第6図）。

住宅ローン延滞率の高止まりや、それを受けた差し押さえ件数の増加、住宅価格の下落を期待した消費者による買い控え等が住宅価格の調整を想定以上に長期化させるリスクにも十分注意が必要だが、少なくとも、こうした中長期的な観点から見れば、米国住宅価格の下落が継続するリスクは徐々に小さくなってきていると判断できるであろう。

第6図：住宅資産対名目GDP比率の日米比較



(注) 米国は四半期、日本は暦年ベース。  
 (資料) 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(＜FOCUS＞)

<トピック>

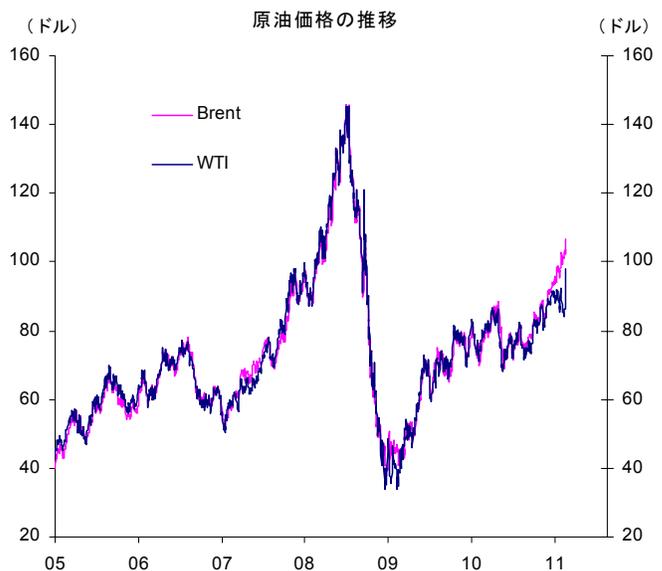
一時 100ドルまで上昇したWTI〜じわり顕現化する米国経済のリスク要因

2日間で12ドルの上昇を記録

WTIが急騰している。23日のNY取引では一時100ドルを示現、終値でも1バレル=98.1ドルと、先週末の終値から約12ドルの急上昇となっている。このところの原油価格高騰の背景は中近東情勢の不安定化だが、世界8位の原油埋蔵量を持つリビアの情勢緊迫を受けて、上昇ピッチが急加速している。米国のWTIは1月以降の中近東情勢の不安定化後も、相対的に落ち着いた動きを示してきたが、ここに来て上昇が一段と顕著となってきた。

1バレル=100ドルとなったこと自体に経済的な意味は無いが、一つの心理的な節目は超えてきたことになる。原油価格急騰を受けて、グローバルにリスク回避姿勢が強まり、NYダウは先週末比285ドル(-2.3%)の下落、米国債利回りは3.5%程度まで低下している。

原油価格の先行きは政治情勢次第であり予測し難いが、世界経済が回復局面にあるなかではそもそも需給逼迫の思惑が生じやすいことに加え、世界的な金融緩和継続を背景に過剰流動性の状況も続いている。地政学的リスクが重なれば、原油価格の急騰が続くやすい局面にあることには注意が必要である。

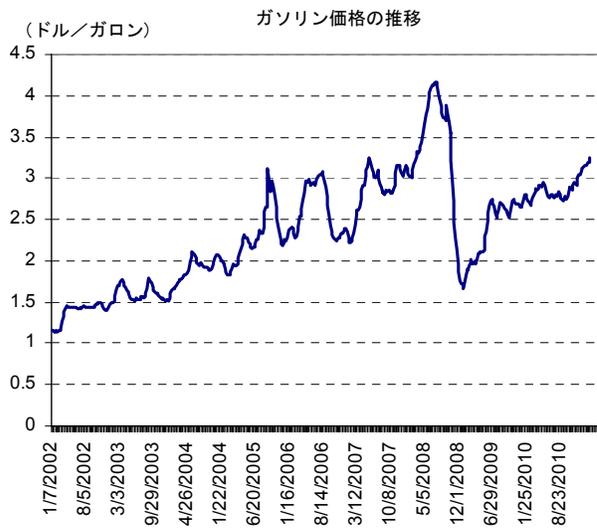


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調

懸念される個人消費への悪影響

米国経済については個人消費への悪影響が懸念されるが、特にガソリン価格の上昇は交通手段を自動車に依存する米国にとって所得・マインドの両面において影響が大きい。

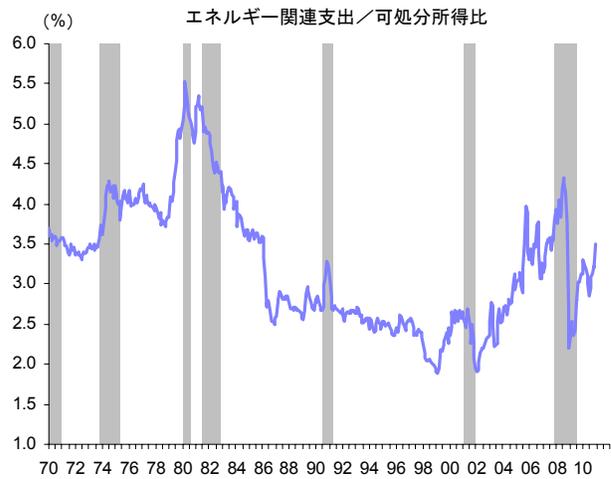
エネルギー省によれば、2月21日時点のガソリン価格は既に3.24ドルと、2008年秋以来の水準まで上昇、テレビ等でも日々大きく報道されている。足元のWTI価格の上昇を踏まえると、ガソリン価格は約2年半振りとなる3.5ドル台まで上昇する公算が大きい。足元、川上における物価上昇圧力は、緩やかながら



(資料) 米エネルギー省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

も最終財へ転嫁される局面に入りつつあり、今後 CPI は徐々に上昇ピッチを速める可能性が高い<sup>3</sup>。

家計の可処分所得に占めるエネルギー消費の割合を見ると、昨年 12 月時点で既に 3.5% 程度まで上昇してきている。原油価格が 145 ドルまで急騰した 2008 年は、金融危機が契機となり景気後退を余儀なくされたが、エネルギー価格の上昇も個人消費の大きな下押し要因となった。当時の 4.3% と比べればエネルギー価格上昇による影響はまだ小さいと言えるが、徐々に家計の購買力の下押し要因になってきている。



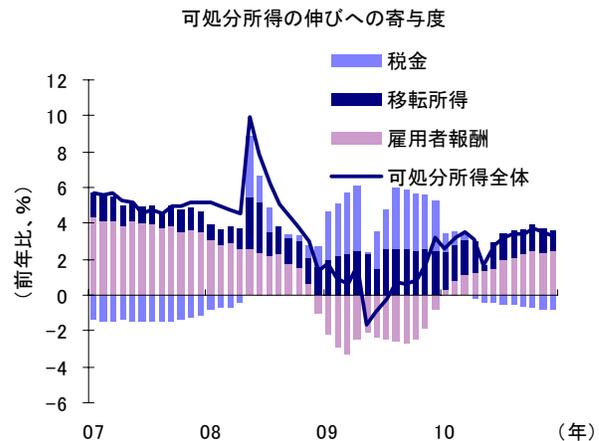
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 仮に 120 ドルを目指す展開となれば消費失速は不可避

米国の個人消費は堅調さを取り戻しつつあるが、足元の雇用者報酬（名目）の伸びは前年比+2%台後半である。時間当たり賃金が同+1%台後半の伸びを示しているが、雇用の伸びは同+1%以下にとどまっている。オバマ減税による所得押し上げ効果があるが（2%の給与減税）、それがエネルギー消費に回り、また、マインド悪化を通じて消費性向が低下すれば減税効果は大きく削られる。

今後、家計所得の増加ペースが徐々に高まり、エネルギー価格上昇の影響を吸収できるというのがあくまでメインシナリオだが、雇用の増加ペースが加速する前に、仮に原油価格が 120 ドルを目指すような展開になれば、2008 年当時並みの所得押し下げ要因になると考えられる。実質購買力低下による個人消費への影響を通じて米国経済も急減速を余儀なくされるリスクが高まろう。

通常、景気回復局面における原油価格の上昇は自然な現象である。川上からのインフレ圧力が徐々に川下に波及し、いずれは金融引き締め、景気減速を通じて、原油価格も下落するという循環を描く。しかし、足元のようなショックに伴う価格急騰が続けば、景気減速と原油価格の反落が大幅に前倒しになる可能性が高いことを意味している。



(資料) 米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

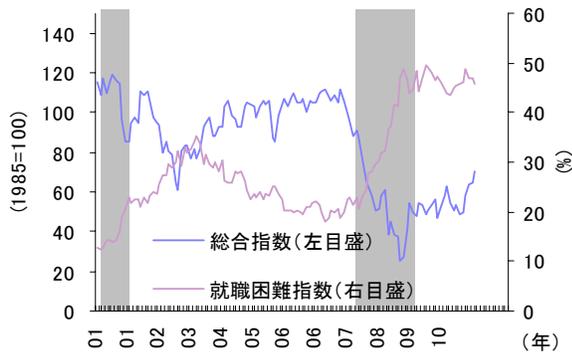
<トピック>

<sup>3</sup> 2月3日付 Topics No.3 ご参照。

<経済指標コメント>

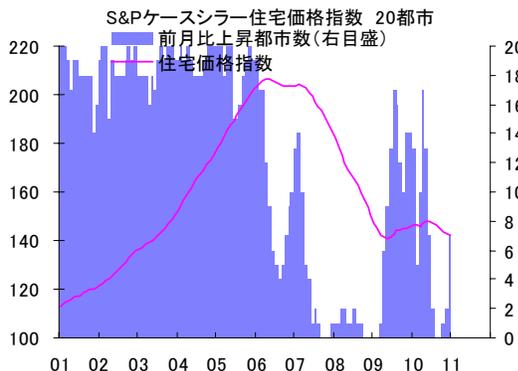
- **カンファレンスボード消費者信頼感指数（2月）は70.4ポイント（前月比+5.6ポイント）、就職困難指数は45.7ポイント（同▲1.3ポイント）へ改善**：消費者信頼感指数は5ヶ月連続で上昇、景気後退期における標準的なレベルまで漸く回復してきた。現況指数が33.4ポイント（同+2.3ポイント）、期待指数が95.1ポイント（同+7.8ポイント）といずれも改善、失業率との連動性の高い就職困難指数も雇用市場の緩やかな回復を反映して改善を示した。なお、11月以降の調査方法の変更が影響している可能性もあるが、他のマインド指標の改善とも概ね平仄が取れておりさほど違和感はない。

消費者信頼感指数の推移



(資料)カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。シャドー部分はリセッション期。

- **S&P ケースシラー住宅価格指数（12月、20都市）は前年比▲2.4%（季節調整済み前月比▲0.4%）**：住宅価格指数は前年比マイナス幅が拡大、2009年12月以来の下落幅となった。住宅インセンティブ制度終了後の住宅販売の減少で在庫がだぶつき、昨年一旦上昇した住宅価格が低

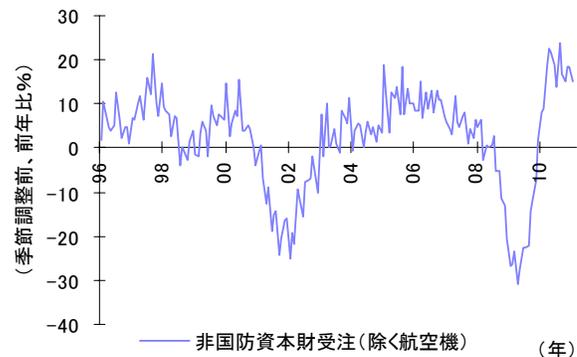


(資料)Global Insightより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

下している。ただし、住宅販売はすでにその後持ち直してきているため、住宅価格はやや遅行して2011年末から来年にかけて持ち直しに転じるとみられる。前月比で見ると（季節調整値）6ヶ月連続の低下となったが下落幅は若干縮小してきている。12月は20都市のうち7都市で価格が上昇。

- **耐久財受注（1月）は前月比+2.7%（前月同▲0.4%）、非国防資本財受注（除く航空機関連）は同▲6.9%（前月同+4.3%）、同出荷同▲2.0%（前月同+2.5%）**：耐久財受注は大幅増加となったが、主に振れの大きい航空機関連の受注増が反映された。民間機器ソフトウェア投資の先行指標となる非国防資本財受注（航空機関連を除く）は、同▲6.9%のマイナスに転じている。同受注の前年比の伸びは+14.9%と引き続き高水準を保っているが基調としては緩やかに伸びが鈍化してきている。GDP統計上の機器ソフトウェア投資の基礎統計となる同出荷額は前月の増加から1月は同▲2.0%のマイナスに転じている。

非国防資本財受注（航空機関連を除く）



(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

- **実質GDP成長率（第4四半期、改訂値）は前期比年率+2.8%（速報値同+3.2%）**：昨年第4四半期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8と速報値の同+3.2%から小幅下方修正された。政府支出のうち、地方政府の支出が同▲2.4%（速報値は同▲0.9%）と大幅に下方修正されたのが主な要因。なお、個人消費は速報の同+4.4%から同+4.1%に下方改訂されたが、設備投資は同+4.4%から同5.3%に上方修正され、両者による影響は相殺された形となっている。

<経済指標コメント>



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、宜しくお願ひ申し上げます。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.