



# 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)

July 2, 2013

## <FOCUS>

### 住宅価格は若干スピードオーバー

- 住宅市場の回復が鮮明となっている。5月の中古住宅販売と新築住宅販売の合計は507.6万戸（一戸建ベース）と、住宅ローン減税で住宅販売が押し上げられた2009年終盤を除くと、今回回復局面で初めて500万戸台を回復した。前年比の増加ペースも住宅バブル期にあった2003年～2004年の平均増加率+9.3%を若干上回っている。
- 住宅販売の好調さは、個人消費への波及効果を通じ、景気の下支え要因となっている。住宅販売の増減が個人消費に対して半年～1年程度先行する関係は、住宅購入が耐久財や住宅関連サービス消費を喚起することを示している。これまでの住宅販売の増加は、年後半の個人消費の下支え要因になることが期待される。
- 一方、足元の住宅市場の好調さは、住宅価格の上昇ペースと合わせてみると、過熱気味の領域に入りつつある点には注意を要する。住宅価格指数の伸びが高まり、実質住宅ローン金利がバブル期以来の低水準となるなかで住宅販売が好調なのはある意味当然である。
- 逆に言えば、今後も足元のような住宅価格上昇が続いた場合には、その持続性が問われるリスクが徐々に大きくなる。短期的には住宅販売好調と住宅価格上昇の好循環は景気のプラス材料だが、中期的には住宅価格は幾分ペースダウンすることが望ましい。この点、政策面からはFRBによる出口政策が住宅市場・価格へ徐々に影響してくると見込まれる。
- また、住宅市場の需給バランスの変化が、住宅価格の安定化に繋がる展開も視野に入りつつある。価格上昇を受けて、今後は住宅を売る動き、すなわち住宅供給がより増えてくる。住宅を売却する側からすれば、保有住宅が徐々に割高になってきていることを意味し、実際、家計所得と比べた住宅価格倍率は今年に入って長期平均から上方乖離しつつある。
- 足元並みの価格上昇継続は、中期的な住宅価格の調整リスクや、外的ショックに対する脆弱性を高める。来年は住宅市場の回復が続き成長率が高まるとの見方が多いが、持続的成長軌道を進めるためには住宅価格のペースダウンも必要である。住宅市場の回復を単純に喜べないのはFRBもおそらく同様であろう。

## <FOCUS> 住宅価格は若干スピードオーバー

### 好調な住宅販売

住宅市場の回復が鮮明となっている。5月の中古住宅販売（一戸建ベース）は460.0万戸、新築住宅販売（同）は47.6万戸、合計では507.6万戸となった。金融危機前の水準には依然及ばないが、住宅ローン減税で住宅販売が押し上げられた2009年終盤を除くと、今回回復局面で初めて500万戸台を回復した（第1図）。

増加ペースも速い。過去1年の前年比増加率（中古・新築合計）は+10%前後を維持しており、これは住宅バブル期にあった2003年～2004年の平均増加率+9.3%を若干上回っている。

### 住宅販売増が関連消費を押し上げ

こうした住宅販売の好調さは、個人消費への波及効果を通じ、景気の下支え要因となっている。住宅販売の増減が個人消費に対して半年～1年程度先行する関係は、住宅購入が耐久財や住宅関連サービス消費を喚起することを示しており、これまでの住宅販売の増加は、年後半の個人消費の下支え要因になることが期待される（第2図）。財政緊縮の継続や、輸出環境停滞に伴う企業部門の軟調さを、住宅市場と個人消費の回復が相殺している点は、米国経済が徐々に基調としての回復力を増していると評価できるだろう。

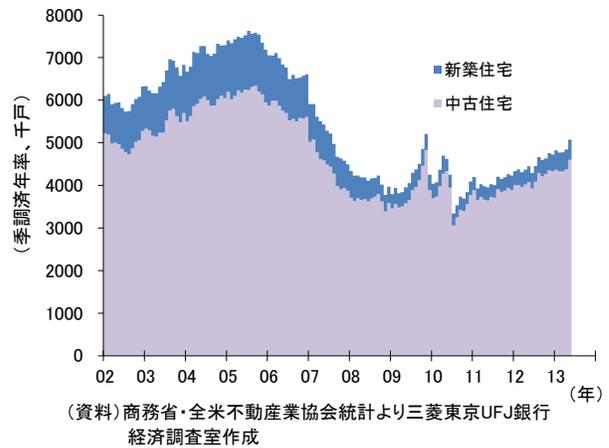
### 実質金利は住宅バブル期以来の低水準

一方で、足元の住宅市場の好調さは、住宅価格の上昇ペースと合わせてみると、過熱気味の領域に入りつつある点には注意が必要だ。

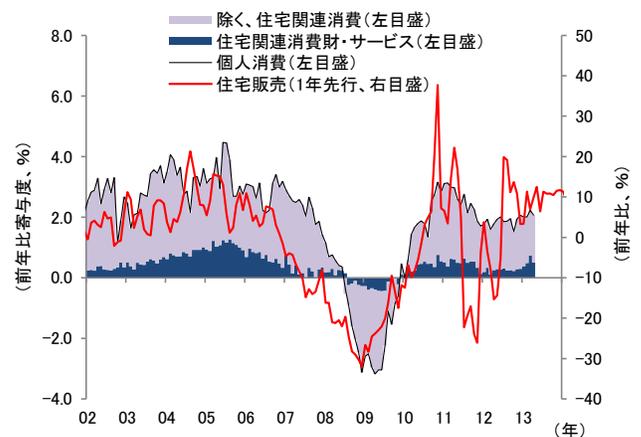
4月のS&Pケース・シラー住宅価格指数（10都市ベース）は、前年比+11.6%、3カ月前比年率では+22.6%と伸びを高めている。このため、実質住宅ローン金利（3カ月前比ベース）は▲20%近いマイナスとなっている（第3図）。

住宅バブル期以来の実質マイナス金利環境下、住宅購入の期待リターンが上昇するなかで、住宅販売が好調なのはある意味当然の結果である。

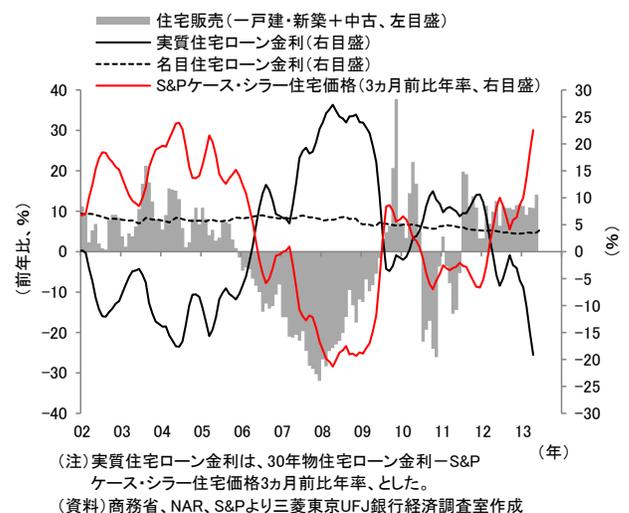
第1図：住宅販売戸数（1世帯住宅）



第2図：住宅販売と個人消費



第3図：住宅販売と実質住宅ローン金利



### ペースダウンが必要な住宅価格

逆に言えば、今後も足元のような住宅価格上昇が続いた場合には、その持続性が問われるリスクが徐々に大きくなっていくだろう。上述の通り、短期的には住宅販売好調と住宅価格上昇の好循環は景気押し上げ要因としてプラス材料となるものの、中期的には住宅価格は幾分ペースダウンすることが望ましい。

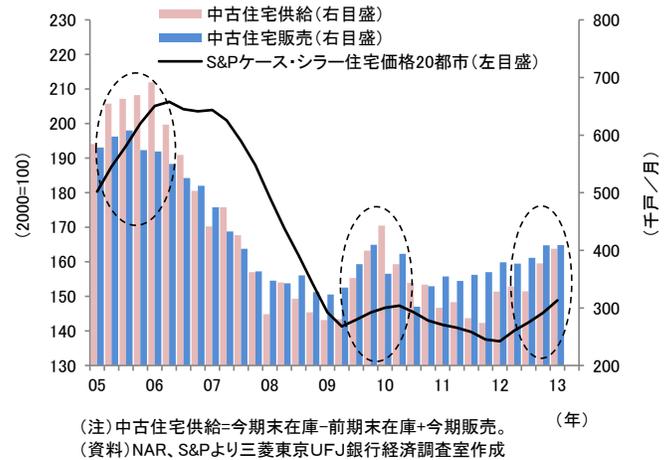
今後、住宅価格が安定化に向かう要因として、政策面からは、FRBによる金融緩和からの出口政策が考えられる。先月のFOMC後、量的緩和の縮小・終了の方向性が打ち出されたことで、6月末の住宅ローン金利(30年)は4.46%と、直近ボトムから既に1%以上上昇している。ただ、FRBが本格的な金融引き締め(利上げ)に踏み切るには時間があることや、前年比+10%を超える住宅価格の上昇ペースと比べると、住宅市場・価格への影響は時間をかけて顕現化することになると思われる。

### 予想される需給バランスの変化

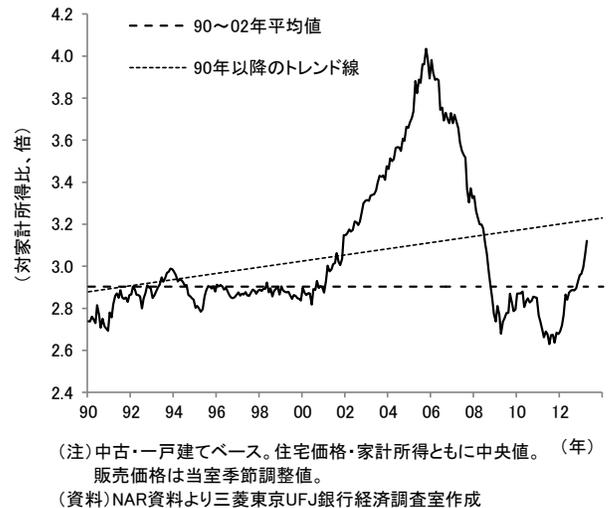
一方、住宅価格上昇を受けた住宅市場の需給バランスの変化が、今後、住宅価格の安定化に繋がる展開も視野に入りつつある。住宅価格が強含んできた背景の一つは、住宅供給(売却)が抑制されてきたことだが、住宅価格上昇につれて今後は住宅を売る動き、すなわち住宅供給(差し押さえ物件等を含む)が増えてくるとみられる。実際、1~3月期の中古住宅市場における供給戸数は、販売戸数に急速に追いつく形となってきている(第4図)。

こうした住宅供給の増加は、住宅を売却する側からすれば、保有住宅の割安感が薄れ、徐々に割高と判断されつつあるということになるだろう。家計所得と比べた住宅価格倍率は、今回の回復局面では長期平均(1990年~2002年)と比べ、一貫して割安水準にあったが、今年に入ってからは長期平均から上方に乖離してきており、住宅バブル期を含む長期トレンド線に近づきつつある(第5図)。地域別にみると、いずれの地域でも価格上昇が目立っているが、強いて言えば西部、南部の上昇ペースが速い(第6図)。

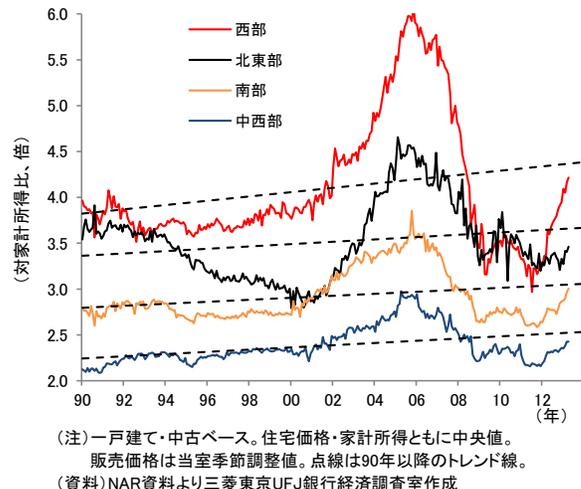
第4図:住宅価格と中古住宅販売・供給



第5図:住宅価格の対家計所得比



第6図:地域別・住宅価格家計所得比





## 住宅主導の回復が抱えるリスク

仮に、足元並みの価格上昇が続けば、住宅価格はいずれ調整を余儀なくされるリスクが大きくなるほか、外的ショックが起きたときの経済の脆弱性を高める。来年は住宅市場の回復が続き成長率が高まるとの見方が多いが、持続的成長軌道を進むためには、住宅価格が金利上昇や供給増加を受けて、安定的な伸びにソフト・ランディングすることが必要である（無論、再び住宅バブルが生じる可能性もある）。

足元の住宅市場の動きは、金融緩和の奏功や、米国の回復力の高まりを示すものであるほか、このところの住宅販売は前回のバブル期ほどは負債の増加に支えられていないとみられる点はプラス材料であるものの、近年の金融環境及び住宅需要・価格の変動拡大は、米国家計にとっての負担も大きい。住宅市場の回復を単純に喜べないのはFRBもおそらく同様であろう。

< FOCUS >

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.