



# 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)

Satoko Ura 浦 賢子

Economist

+1(212)782-5710, [sura@us.mufg.jp](mailto:sura@us.mufg.jp)

May 23, 2014

## <FOCUS>

### 金利・価格上昇と在庫減少が圧迫する住宅市場

- ▶ 今週公表された4月の住宅販売は中古・新築ともにやや持ち直したが、水準はまだ低めだ。住宅販売がこのところ停滞を余儀なくされている1つの背景は、昨年後半以降の住宅ローン金利の急騰である。4月の住宅販売の持ち直しは、名目金利に対する住宅需要の感応度が高いことを踏まえると、昨年末をピークに住宅ローン金利が幾分低下してきたことがプラスに作用しているのかもしれない。
- ▶ 住宅ローン金利の低下が続けばいいが、緩やかな景気回復やFRBによる金融政策の正常化に向けた動きを踏まえると、さらなる金利低下はあったとしても限定的であろう。住宅市場の回復持続には急激な金利上昇を回避する必要がある。
- ▶ 金利動向と合わせ、注視が必要なのは住宅の価格面だ。以前指摘した通り、住宅価格は家計の所得対比で見ると既に割高といえる局面に入っている。住宅価格上昇が住宅需要の鈍化に繋がりがつつあることは、販売戸数と住宅価格の関係からみてとれる。住宅販売は2011年頃から安定回復局面（販売増・価格上昇）に入ったが、2012年頃から価格上昇ピッチが加速、昨年後半以降は金利上昇も相俟って住宅需要そのものが低下する局面にある（販売減・価格上昇幅低下）。
- ▶ 注目されるのは、ここ2年程度の住宅価格上昇には、金融緩和による住宅需要の回復に加え、差し押さえ住宅物件の減少も影響してきたとみられる点である。住宅在庫は金融危機後の住宅ローン延滞率上昇と差し押さえ件数の急増を受けて、一時、急拡大したが、その後、住宅差し押さえ件数とともに減少、これにつれて住宅価格の上昇も加速した。
- ▶ もちろん、景気回復に伴う住宅差し押さえ件数の減少が望ましいことはいうまでもない。このため、今後の住宅市場の回復持続には、供給面からは住宅着工を徐々に加速させつつ、需要面では家計所得の増加を加速させ、住宅価格の安定推移と住宅需要の持続的増加の双方を確保することが鍵となる。FRBには、金利急上昇を回避しつつ、住宅市場の安定も確保するという難易度の高い政策が引き続き求められている。

<FOCUS> 金利・価格上昇と在庫減少が圧迫する住宅市場

4月住宅販売は持ち直すも水準は低め

今週公表された4月の住宅販売は中古住宅が406万戸（1世帯住宅・季調済年率）、新築住宅が43万戸（同）と、ともにやや持ち直した（第1図）。しかし、水準はまだ低めだ。昨年央の直近ピークを中古住宅販売は11.0%、新築住宅販売は5.7%下回っている。

住宅販売がこのところ停滞を余儀なくされている1つの背景は、昨年後半以降の住宅ローン金利の急騰だ。FRBが量的緩和縮小を示唆したことで長期金利が上昇、住宅ローン金利（30年）も1%を超える上昇を余儀なくされた。この影響が若干ラグを伴って昨年後半以降の住宅市場の重石になってきた。4月の住宅販売の持ち直しは、名目金利に対する住宅需要の感応度が高いことを踏まえると、昨年末をピークに住宅ローン金利が幾分低下してきたことがプラスに影響しているのかもしれない。

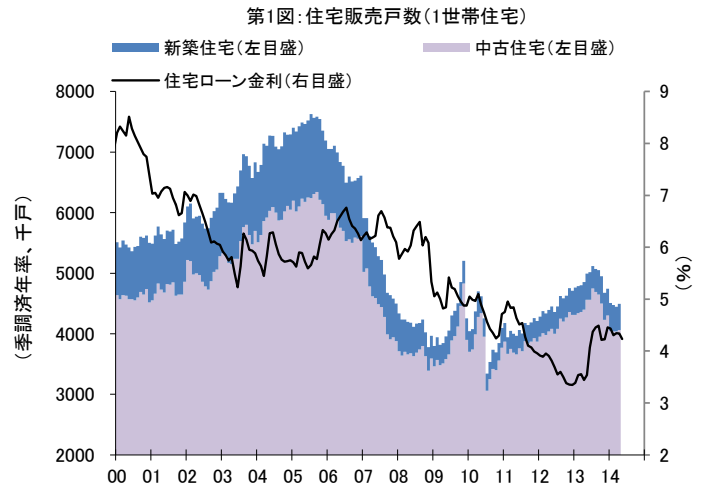
割高局面続く住宅価格

住宅ローン金利の低下が続くならば、住宅販売の押し上げ要因となるものの、緩やかな景気回復やFRBによる金融政策の正常化に向けた動きを踏まえると、さらなる低下はあったとしても限定的であろう。基調としてはむしろ緩やかな上昇トレンドと考えられる。ファンダメンタルズ改善を反映した緩やかな金利上昇であれば住宅市場への影響は限定的と考えられる反面、住宅市場の回復を持続させるためには急激な金利上昇を回避する必要がある。

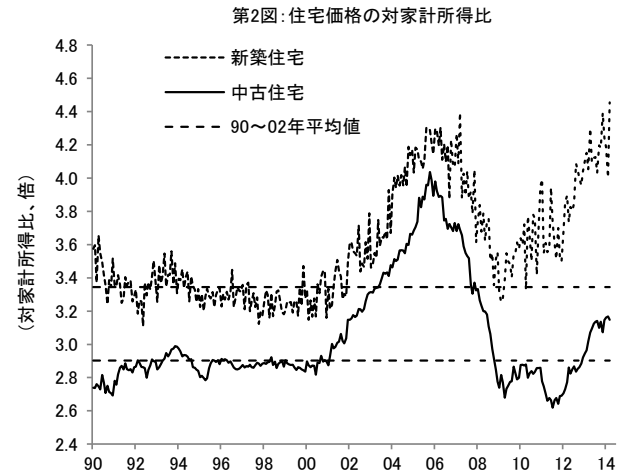
金利動向と合わせ、注視が必要なのは住宅の価格面だ。以前にも指摘した通り<sup>1</sup>、住宅価格は家計の所得対比でみると既にやや割高といえる局面に入っている（第2図）。これは、家計所得の伸びが前年比+2%程度で推移するなか、住宅価格が同+10%程度上昇し続けてきたためである。特に新築住宅は危機後の価格下落が中古住宅と比べて小幅だったことや、建設コスト上昇等から、家計所得対比でみた割高感が強まっている状況だ（同図）。

必要な住宅価格のペースダウン

住宅価格の上昇が需要サイドの購買意欲を低下させつつあることは、住宅販売戸数と住宅価格の関係からみてとれる（次頁第3図）。住宅販売は2009年～2010年前半の住宅減税に伴う



(注) 住宅ローン金利は30年物(直近は5月第3週までの平均値)。(資料) 商務省、全米不動産業協会、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) 一戸建てベース。住宅価格・家計所得ともに中央値。販売価格は当季季節調整値。(資料) NAR資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> 2013年7月2日付 Weekly「住宅価格は若干スピードオーバー」ご参照。

変動を経て、2011年頃から安定回復局面（第1象限：販売増・価格上昇）に入ったが、2012年頃から価格上昇ピッチが加速、昨年後半以降は金利上昇も相俟って住宅需要そのものが低下する局面に入りつつある（第2象限：販売減・価格上昇幅低下）。4月の住宅販売・価格も、こうした需要減・価格上昇鈍化に沿った動きとなっている（同図）。前年比で+10%を超えていた住宅価格上昇はここにきて住宅市場回復の持続性を阻害しつつある。

### 差し押さえ物件減少が住宅価格を押し上げ

注目されるのは、ここ2年程度の住宅価格上昇には、金融緩和による住宅需要の回復に加え、差し押さえ物件の減少も影響してきたとみられる点である。

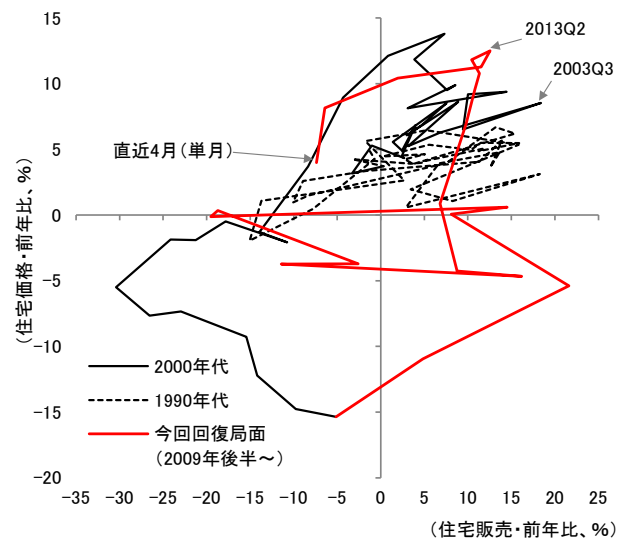
住宅在庫は、金融危機後の住宅ローン延滞率上昇と差し押さえ物件の急増を受けて、一時500万戸を超える水準まで増加したと試算されるが、景気回復に伴う延滞率低下を背景に2010年にピークアウト、足元は2005年と同水準まで低下した（第4図）。差し押さえ住宅物件減少による住宅在庫低下と、住宅価格上昇が加速したのはともに2012年頃からである。高水準の住宅差し押さえについては、当初、住宅価格下落要因となることが懸念されたが、割安な住宅供給を通じた需要喚起という意味ではむしろプラスだった。

### 必要な住宅着工と家計所得の増加

もちろん、景気回復に伴う住宅差し押さえ件数の減少が望ましいことはいうまでもない。したがって、今後も住宅市場の回復が持続するには、供給サイドからは、建設業雇用が危機後に大幅削減されたこともあって抑制されてきた住宅着工を徐々に加速させつつ（次頁第5図）、需要サイドからは景気回復と家計所得の増加を加速させることで、住宅価格の安定推移と住宅需要の持続的増加の双方を確保できるかが鍵となろう。

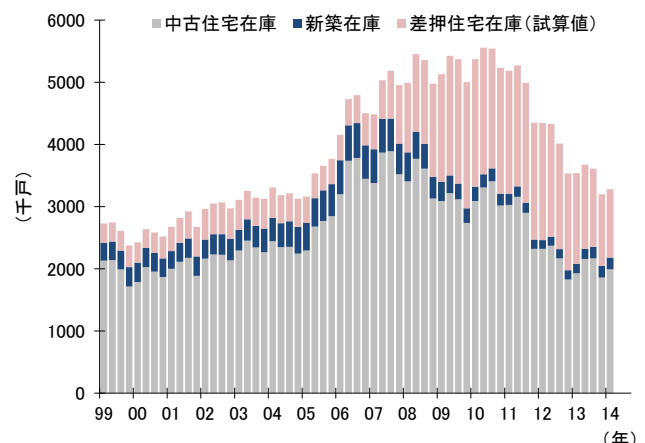
なお、2000年代に入ってから米国の住宅価格の変動は、1990年代と比べて極めて大きくなってきている（前掲第3図）。住宅バブル生成・崩壊の影響が当然あるが、その根底には経済成熟化に伴う投資機会の減少や、グローバルな資金フローの急拡大があり、さらに金融危機後の異例の金融緩和も相乗している。今週公表されたFOMC議事要旨では、金融政策正常化に向けて具体的な議論を開始したことが示されたが、これには、こうした近年の住宅市場不安定化からの示唆も影響しているのだろう。ただ、上記にみたこれまでの住宅価格と住宅販売の動きは、FRBの出口政策の難易度が引き続き高いことも示している。

第3図：住宅販売と住宅価格



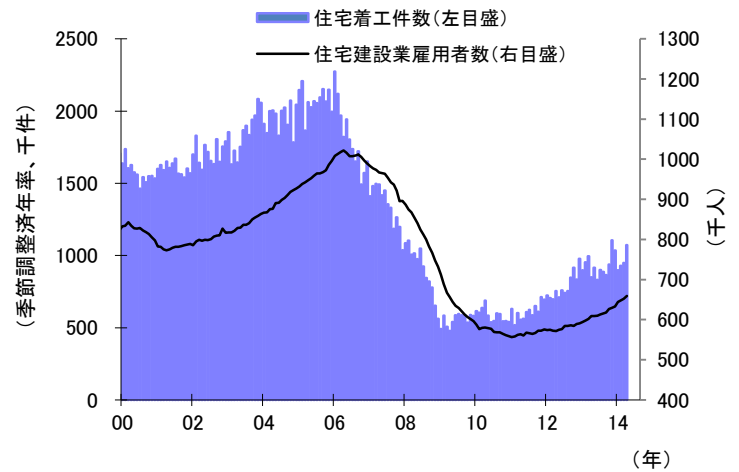
(注)新築と中古合計、一戸建てベース。住宅価格は中央値。  
データは四半期ベース。  
(資料)商務省、NAR資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：住宅販売在庫の推移



(注)差押住宅在庫は住宅ローン件数に差押比率(ストックベース)を掛け合わせてラフに試算したもの。  
(資料)MBA、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図:住宅着工件数と住宅建設業雇用者数



(資料) 商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(岩岡聰樹)

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.