

2017. 11 No.67

三井住友信託銀行

調査月報



時論

日本経済が陥った“千日手均衡”..... 1

経済の動き

乖離する先進国と新興国の金融政策

～グローバル経済金融レビュー 2017年秋～..... 4

金融政策正常化の米国住宅市場への影響..... 10

時論

日本経済が陥った“千日手均衡”

本欄において、過去3回に渡って人口オーナス進行の下で顕在化する事象を、家計・企業・政府部門毎に述べてきた。それは、①家計部門では貯蓄率(SNAベース)は超低水準で推移し、将来不安が払拭されることは困難であり、預貯金に偏重した運用スタンスは容易に変わらず、②企業部門では慎重な設備投資スタンスが根強く残り、資金余剰(貯蓄超過)はこの先も常態化し、③政府部門では、社会保障制度の基本が賦課方式であることの弱点、デメリットが一層強く表れ、資金不足(貯蓄不足)が続き、財政赤字や年金制度の持続可能性に対する懸念がくすぶり続ける—というものであった。

言わば今日の姿が一層際立つものであるが、そのようになるのは、人口オーナスの進行の下で、企業・家計・政府の3部門の間で、「負のスパイラル」や「悪循環」とも異なる「停滞均衡」が成立しているためである。以下、この均衡関係について見てみよう。

現在の日本経済は、企業も家計も政府も、「現在の居心地は快適ではないが、悪いわけではない」「しかし今の状態はいつまでも続かず、先々は悪くなると思っている」「かと言って、そうならないように率先して今の行動を変えると、自分だけが損する」「従って、今までと同じように行動する」—という具合に、お互いに周りの出方を窺いながら、様子見を決め込むような状態に陥っていると見る事ができる。

「現在の居心地は悪くはない」と言うのは、①企業は、景気回復や輸出の増勢を背景に収益水準は過去最高を更新中である、②家計は、緩やかながらも賃金は増加しており、失業率も完全雇用に近い水準まで低下するなど、所得環境は改善している、③政府は、巨額の財政赤字を抱えながらも、日銀の長短金利コントロールによって国債金利は超低水準で推移、市場からの警報を心配することなく国債増発を続けられる—という現状のことである。

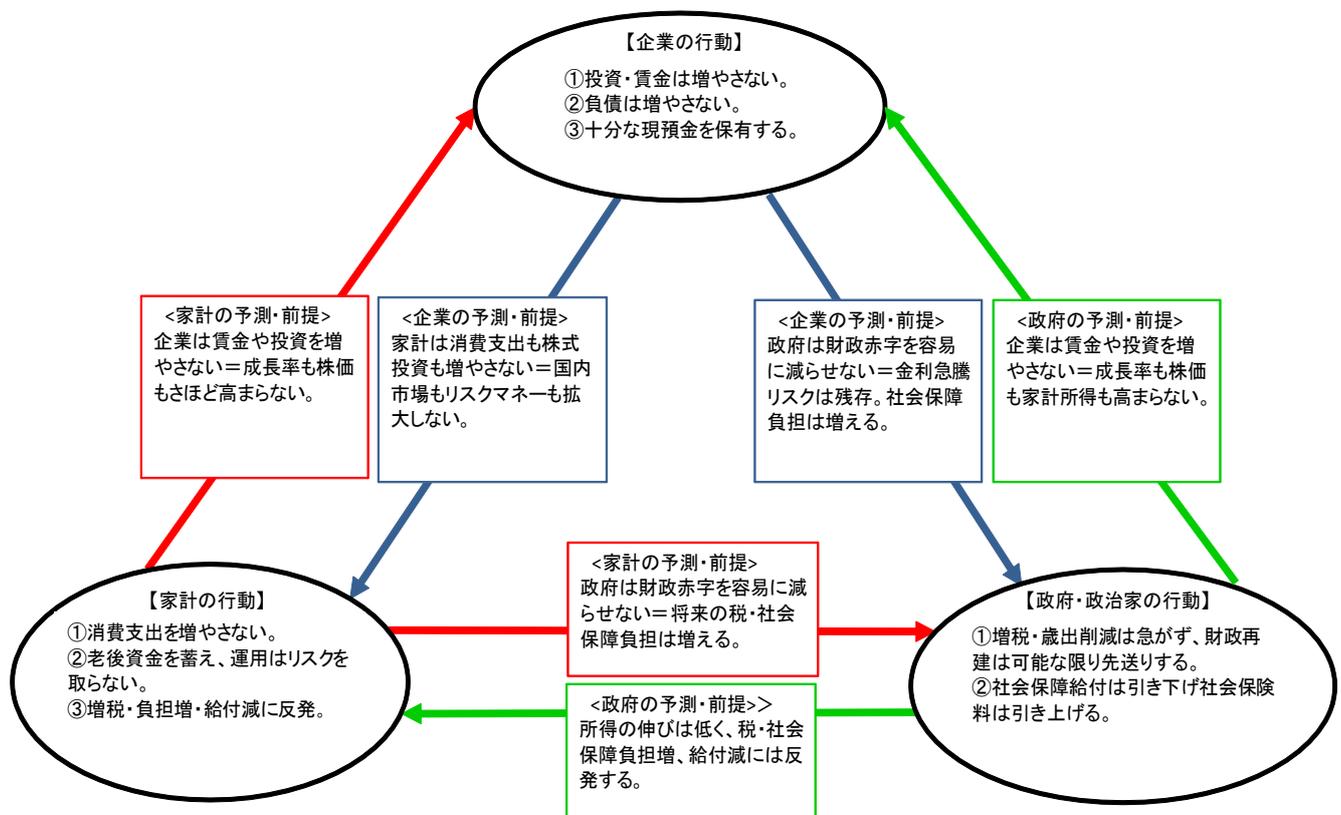
「今の状態がいつまでも続くわけではなく、先行きは悪くなると思う」というのは、①企業は、国内市場の先細り、人手不足、人件費の増加、(事実上の雇用税と言え)年金・医療等の企業負担分の増加等を見越し、先行きの事業環境については楽観していない、②家計は、消費増税、社会保険料の引き上げ、年金や医療の給付水準引き下げを覚悟するとともに、長寿リスクを強く意識して将来不安を募らせている、③政府財政当局や良識ある政治家は、財政の持続可能性には懸念を強めている—という慎重かつ悲観的な将来見通しのことである。

「かと言って、今の行動を変えると自分だけが損するので、今までと同じように行動する」というのは、①企業は、将来不安を抱える家計は消費支出をむやみに増やさないので国内市場縮小は避けられないこと、政府は財政再建を先送りするので財政破綻＝国債金利急騰リスクは残存することを予測、率先して投資・雇用・負債を増やすと将来の過剰設備・過剰雇用・過剰負債となりかねないことを警戒している、②家計は、企業は投資や賃上げに慎重なスタンスを崩さないこと、財政事情は改善せず、いずれ政府は負担増を求めてくること、よって将来の可処分所得や貯蓄は伸び悩むことを予測、消費支出を安易に増やしたり、「貯蓄から投資(資産形成)へ」に回したりすると、老後の“虎の子”となる手元資金が不足すること

を懸念している、③政府は、財政再建のための増税、年金制度の持続性維持のための負担増・給付減を訴えると家計＝有権者から強い反発を受けること、財政事情は深刻とは言え、すぐにギリシヤのようにはならない(本当か?)ことを予測、財政再建は先送りするーという(過怠ではない)戦略的不作為のことである。

このように、企業・家計・政府がそれぞれ相手の行動に対して自分の利益が最大となる行動を選択し合い、誰もが自分の選択した行動を変更する誘因がなくなっているという、奇妙な均衡状態が成立しているのが今日の日本経済と言える。ゲーム理論で言うところのナッシュ均衡状態であり、将棋で同じ手を互いに繰り返し、局面が変わらなくなる千日手のような状況でもある。“千日手均衡”とでも言えようか。

図 日本経済の“千日手均衡”



日本経済がこの“千日手均衡”に陥った要因としては次の二点が考えられる。

第一は、人口オーナス、正確には人口オーナス進行の下で各経済主体が予測していたことの自己実現である。

日本において人口減少・高齢化・少子化が同時進行することは相当以前から誰の目にも明らかであった。これに伴い、社会保障関係費が膨らみ、財政が悪化し、国内市場が縮小し、成長率も低下すると誰もが思い込むようになった。

こうしたことは避けられないものではなく、我々の対応と努力次第で事態は改善できるのだが、企業も家計も政府もそれを所与の運命のごとく考え、行動した結果、予測・見通し・思い込みが現実化するとともに、予測した相手の行動と実際の相手の行動が一致するという関係性＝“千日手均衡”が企業・家計・政

府間で成立してしまった。

第二は、人口オーナスの進行は自明であったにもかかわらず、制度改革・規制改革・税制改革が遅れるとともに、国民にとっては耳にも懐にも痛い政策を先送りしてきたことであろう。民主主義の失敗と言えるかもしれない。

今日の日本経済は様々な課題に直面しているが、その根源には、大元には人口減少・高齢化・少子化の同時進行があり、制度面ではその短所・デメリットを強める社会保障制度における賦課方式があり、マクロ経済構造面ではそのような条件の下で成立した“千日手均衡”があると言える。

現在の“千日手均衡”は望ましいものでもなければ、持続可能でもないということは言うまでもない(財政赤字を際限なく膨らませ、それを埋め合わせるための国債発行をいつまでも続けられるわけではない)。この“千日手均衡”を「前向き均衡」に変えるには、どうすればよいのだろうか。

確かなことは、「収益が拡大しているのに投資にも賃上げにも回さない企業はけしからん」「家計は預貯金ばかり増やすのではなく、もっとリスクを取って資産運用すべきだ」というように、誰かを悪者扱しても意味はないということである。問題の本質は上述のような均衡構造にあるのであって、それは特定できる“誰かのせい”ではなく、均衡を生み出している“みんなのせい”であり、みんなが一斉に行動を変えないと状況は変わらない。

そのためには、対症療法的施策を個別に行うのではなく、様々な規制・制度改革をパッケージとして打ち出し、企業・家計・政府が(渋々でもよいので)一斉に動き出す、あるいは動き出さざるを得ない状況を作り出すことというのが教科書的な答えであるが、さらに必要なのは、「経済成長率〇%」「IOTを最大活用した生産性革命」といった、経済成長や技術的効率自体が目的であるような数値目標、KPI、スローガンではないように思う。

人口オーナス下の今の日本の状況は、先進国や先行新興国がいずれは直面する「先進国の罨」であり、それゆえ日本は「課題先進国」であり、この局面を突破し、「課題解決先進国」たる姿を世界に示すことは日本自身のためはもちろん世界への貢献につながる—といった、やや大げさな表現をすれば「(偏狭なナショナリズムではない)人類史的見地に立った立国の精神」のようなものの国民的共有が求められるのではないか。

そのことが、不可避免的に増えていく公的負担や「人生100年時代」に付随するリスクをどのように分かち合うかという、議論のやり方や方法論を誤ると、社会的分断、利己主義、無関心、ポピュリズムの台頭、市場経済の活力喪失(あるいは市場メカニズムの領域を広げ過ぎることによる負の側面の拡大)などを招きかねない重い課題に対して、企業・家計・政府が一斉に動き出して賢明な回答を探り当て、“千日手均衡”から脱却し、持続可能な経済社会モデルを構築するための重要なインフラになるのではないか。

そしてその先に、結果として、人々の将来不安が軽減されたところの一定の経済成長率が達成され、潜在成長率が上向き、Society5.0を体現した世界が現れると考えたい。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

乖離する先進国と新興国の金融政策

～グローバル経済金融レビュー 2017年秋～

<要旨>

アメリカをはじめとする先進国の金融政策が引締め方向に動き始めた一方、新興国ではなお金融緩和が続いている。このような金融政策スタンスの乖離は、新興国からの資金流出懸念を高めて経済金融情勢の不安定化につながるというのが過去の経験則だが、中国景気と資源価格の安定、そして米国の長短金利の上昇ペースが緩やかなものになったという複数の要因で、新興国の経済金融情勢は安定を保っている。逆にこれらの要因が崩れると再び不安定化する可能性が高くなる。特に、貿易や為替レートを通じて周辺国への影響が大きく、資源価格も左右する中国の景気動向が重要であり、10月に開催された共産党大会で決定される新指導部の経済運営方針が注目される。

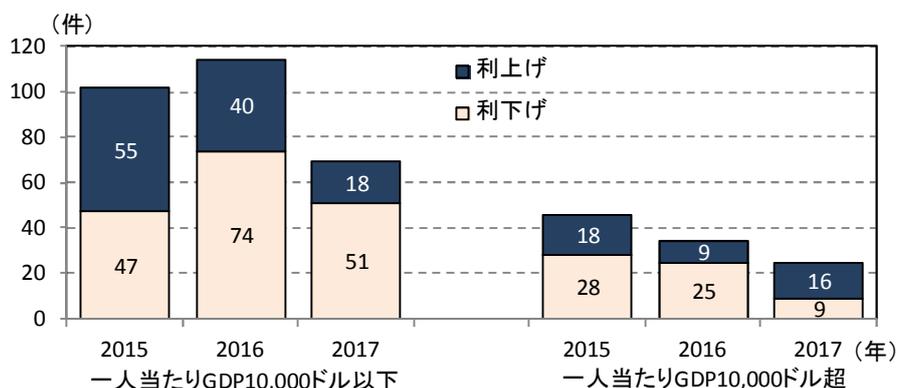
1. 乖離し始めた先進国と新興国の金融政策スタンス

米国連邦準備制度理事会(FRB)は2015年12月から始まった4回の利上げに続いて、2017年9月にバランスシートの縮小開始を決定した。更にこの先も利上げは続けられる見通しで、FOMC参加者の政策金利見通し中央値を見る限りでは、2017年内に更に0.25%、2018年には0.75%程度の利上げを見込むのがFRBの標準的な見方ということになる。リーマン・ショック後に採用された大規模な金融緩和からの出口を着実に進んでいる。

同様の動きは他の先進国でも出始めており、欧州中央銀行(ECB)は、9月の理事会で現在毎月600億ユーロの量的緩和策の規模を2018年から縮小する可能性を示した。イングランド銀行は政策金利の引き上げが近いことを示唆し、カナダ銀行は7月に続いて9月にも、2回に亘って政策金利を合計0.5%ポイント引き上げるなど、主要先進国の金融政策は米国を筆頭に引き締め方向に進み始めている。

その一方、新興国の多くはまだ金融緩和を続けている。2017年に入ってから、名目一人あたりGDP10,000ドル超の国では米国への追随利上げも含めて利上げが多いのに対して、10,000ドル以下では利下げが大半を占めている。先進国と新興国の間で金融政策の方向性に乖離が生じていることがわかる(図表1)。

図表1 一人当たりGDPで分けた国別の政策金利変更回数

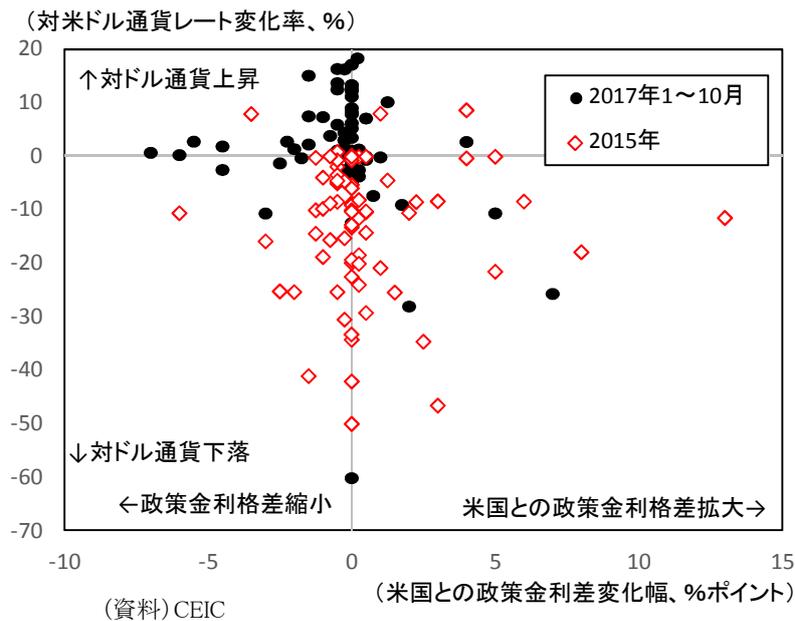


(資料) 各種報道より作成

このような環境では、金利差の縮小で新興国からの資金流出が加速して経済情勢が悪化するリスクが高まりやすくなるというのが過去の経験則である。2013年5月に当時のFRBバーナンキ議長が、量的緩和策の縮小を示唆した所謂「テーパー・タントラム」や、米国の利上げが始まった後の2015年から2016年にかけての時期にも、新興国からの資金流出懸念が高まって通貨レートが下落し、それが輸入物価上昇を通じて国内インフレ圧力を高めて利上げを余儀なくされ、利上げが経済にダメージを与えることが嫌気されて更に通貨が下落する—という悪循環が多くで生じた。

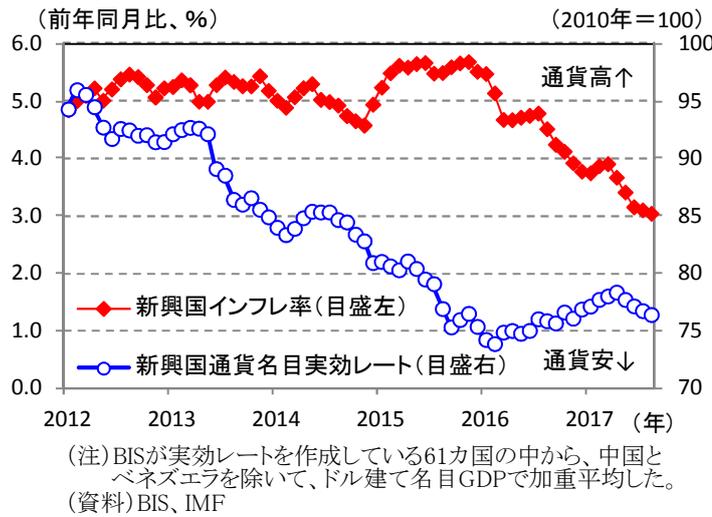
しかし、現在の新興国通貨レートは安定している。複数の新興国において【米国との政策金利差変化幅】と【対ドル通貨レート変化率】の関係を、2015年と2017年(10月まで)で見ると、2015年は米国との政策金利差が拡大したにもかかわらず通貨レートが対ドルで下落している国(グラフの第4象限、右下の領域)が多かったのに対して、2017年に入ってから米国との政策金利差が縮小しているにもかかわらず対ドルの通貨レートが上昇している(グラフの第2象限、左上の領域)国が多くあり、米国との政策金利差が拡大したにもかかわらず通貨レートが下落した国の数は大幅に減っている(図表2)。

図表2 新興国の【米国との政策金利差】と【対ドル通貨レート】変化の関係

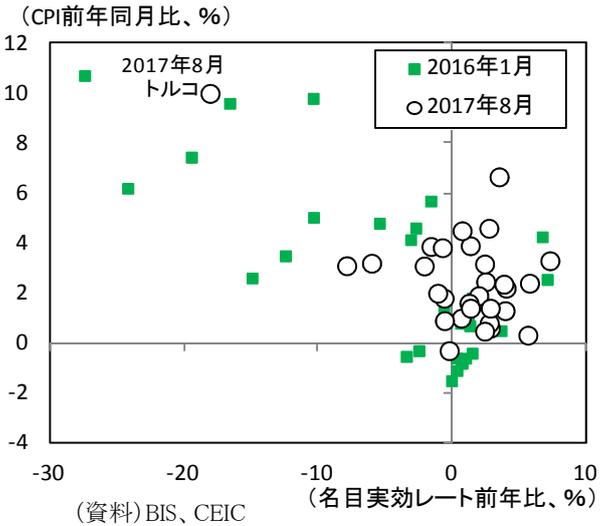


通貨レートが安定していることで、新興国のインフレ圧力も抑制されている。新興国全体で見ると、2016年以降は通貨レートの上昇基調が続く中でインフレ率低下が続いており(次頁図表3)、国別に見ても、2016年初めの時期は多くの国で大幅な通貨下落・大幅な物価上昇という状態にあったのに対して、直近2017年8月はトルコを除いて通貨レートの大幅下落と高インフレの状態には陥っていない(次頁図表4)。現在の新興国は、米国との政策金利格差が縮小する中でも、通貨レートと物価が相互作用的に安定をもたらすという好循環の状況にあると言える。

図表3 新興国全体の通貨レートとインフレ率



図表4 国別に見た新興国の通貨レートとインフレ率



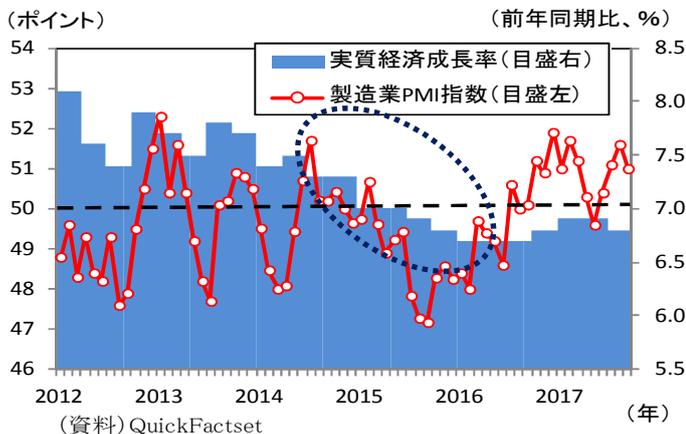
2. 現在の新興国経済金融環境を安定させる要因 ～ 2015～2016年との比較

では、今の新興国を巡る環境は2015～2016年と比べてどういった点が異なっていて、何が現在の新興国経済や通貨の安定をもたらしているのだろうか。その要因として挙げられるのは以下の通りである。

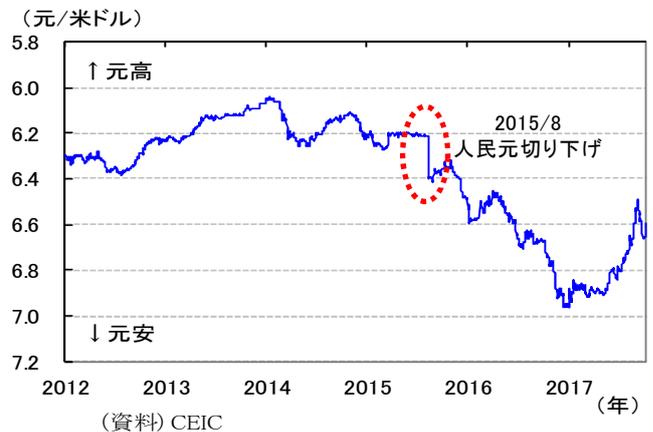
(1) 中国景気・金融情勢の安定

最も大きな相違点は、世界景気が先進国、新興国ともに安定しており、とりわけ中国の景気や金融情勢が安定していることである。2000年代は先進国、新興国が両方とも安定成長をしていた時期は少なく、2015～2016年の時期は、先進国の景気が回復する中で中国景気の減速が続いていた。前年同期比で見た経済成長率は徐々に低下しており7%という節目を割って6%台に下がったことは、金融市場の心理にも影響したと思われる。また、製造業 PMI 指数も好悪の境目とされる 50 を下回る状態が続いていた(図表5)。更には元レートも下がっていたため、周辺新興国の輸出は中国需要減少という所得効果に加えて、元安自国通貨高による競争力低下という価格効果が重なることで大幅に減少し、周辺国の景気にも大きな悪影響を及ぼすとの懸念が強まった(図表6)。特に、2015年8月に中国人民銀行が元レート切り下げを発表した時には、中国経済の

図表5 中国経済成長率と製造業 PMI 指数



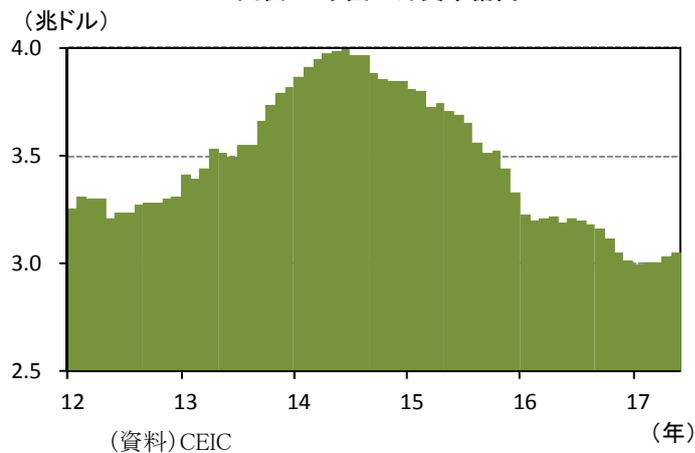
図表6 元の対ドルレート推移



厳しさを示唆するものとして金融市場には大きなネガティブサプライズになった。この時期に外貨準備高が目立って減少したことは、中国からの資金流出加速を示すものと解釈された(図表7)。

これに対して現在は、中国の経済成長率は下げ止まり製造業 PMI 指数も 50 を上回るなど景気減速に歯止めがかかっており、元の対ドルレートも上昇、外貨準備高も下げ止まるなど資金流出圧力も弱まっている。中国からの資金流出に歯止めがかかったのは規制強化によるところも大きい。ため、純粋な経済金融情勢の安定を評価されたものとは言い難い面もあるが、人民元のオフショアレートとオンショアレートの格差を見ても、2015～2016年にはオフショアの方が目立って低い局面があったのに対して、足元ではほぼ同水準にあることから、金融市場からの評価もかなりの程度戻していると判断できよう。中国の経済・金融情勢の安定が、周辺国にも安定をもたらしている。

図表7 中国の外貨準備高



(2)資源価格の安定

次に挙げられるのが、資源価格が過度に低下していないという意味で安定していることである。2014年半ばまで1バレル＝100ドル前後だった原油価格は同年後半から急低下し、一時はドバイスポット価格で同30ドルを下回った(図表8)。原油をはじめとする資源価格低下は、コスト減少を通じて世界経済にとってプラスになるのが通常の様だが、原油価格低下のスピードも幅も事前の想定を大きく上回ったために、原油輸出国の経済悪化に対する懸念が強まった。この時期には原油輸出国であるロシアでウクライナ問題が浮上した他、ブラジルでは国内政治が不安定化するな

図表8 原油価格(ドバイスポット)推移

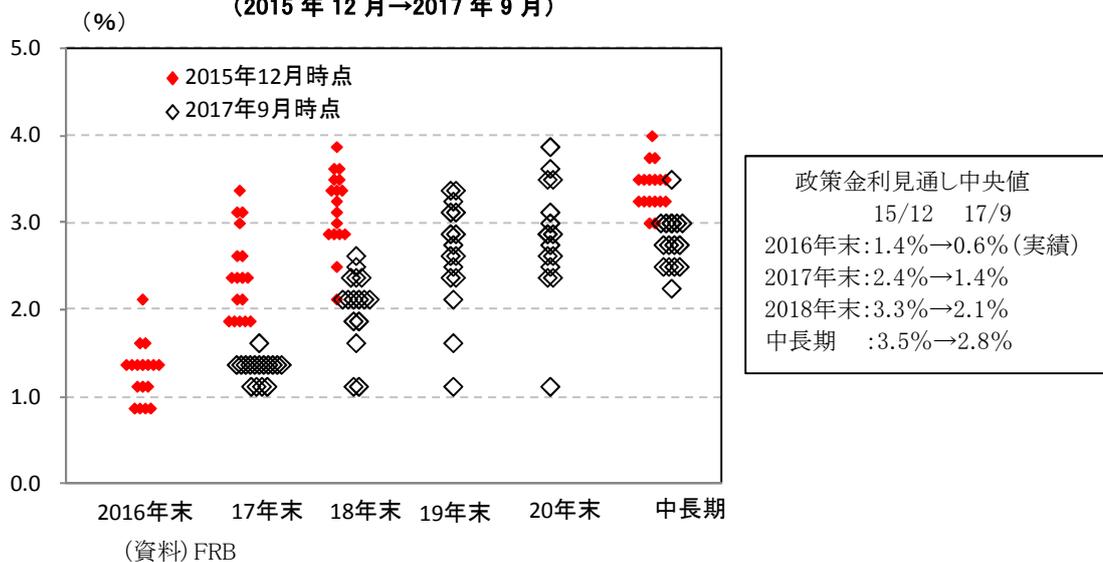


ど、原油価格の過度な低下が輸出国の経済のみならず当該国の政治・地政学的リスクが高まったことも、状況の悪化に拍車をかけた。これに対して現在の原油価格は、米国でのシェールオイルの増産による価格下押し圧力を意識しながらも1バレル50～55ドル前後で概ね安定している。2016年11月には石油輸出国機構(OPEC)加盟国と一部非加盟の産油国間で石油減産合意が成立し、2017年5月には合意が延長されるなど、過度な原油価格低下が再び起こる可能性は低下している。このように資源価格の下げ止まりは、資源輸出国含む新興国を巡る経済情勢を安定させる要因の一つになっている。

(3)FRBの利上げペースに関する見方の安定

3つ目の要因として挙げられるのが、FRBの利上げペースに関して、FOMC参加者と市場参加者間のギャップが解消したことである。2015年末にFRBがリーマン・ショック後最初の利上げに踏み切った時、FOMC参加者の政策金利見通しはかなり強気であった。例えば最初の利上げを決めた2015年12月のFOMC開催時点で、2016年末の政策金利見通し中央値は1.4%、1回当たり0.25%ポイントとすると4回の利上げを見込んでいた(図表9)。ちょうどこの時期は、PCEデフレーターの前年比上昇率が底を打ち、消費者物価(CPI)や時間当たり賃金の伸び率が高まる過程にあったために、先行きの物価に対する強気な見方が成立しやすかったものと思われる。こういったFRBの強気な姿勢が、新興国からの資金流出加速懸念に拍車をかけた。

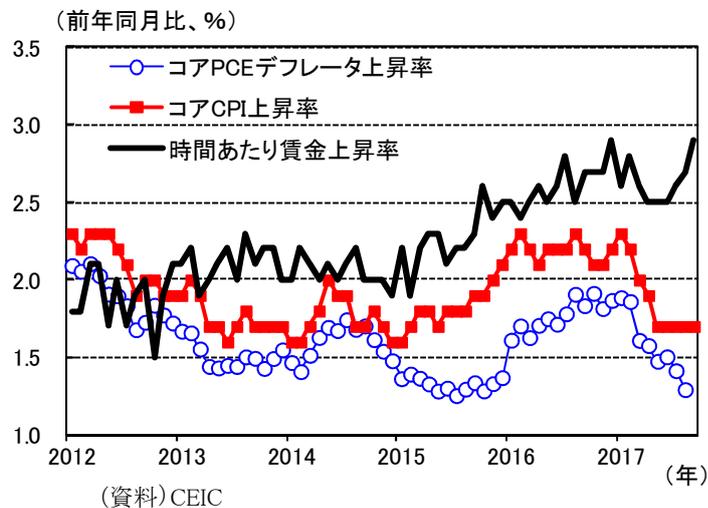
図表9 FOMC参加者の政策金利見通し変化
(2015年12月→2017年9月)



2016年に入ってから、FRBが米国景気の減速を認識し、新興国中心に不安定になっていた海外情勢が米国の景気や物価に影響を及ぼすリスクに言及したこと、3月のFOMCで参加者の2016年末の政策金利見通しが1.4%から0.9%に下方修正されたことなどで、FOMC参加者と市場のギャップは縮小していき、最終的には2016年内の利上げは1回に留まった。2015年末から足元までの間、FOMC参加者による中長期的な政策金利水準見通しは下方修正され、中央値で3.5%から2.8%まで下がっている。10年国債利回りも、トランプ大統領の誕生をきっかけに上方シフトしたが、その後は依然として物価の動きが鈍かったことや(次頁図表10)、中東・北朝鮮を中心に地政学的リスクが意識されたこと、また大統領就任後の政権運営停滞で選挙中に打ち出してい

た大規模な財政政策の実現可能性が低下したこともあって、結果的に上昇していない。このように米国金利上昇に一定の歯止めがかかったことも、新興国の経済金融環境の不安定化が回避される要因になっている。

図表 10 米国物価関連指標



3. 今後の展望とリスクシナリオ

以上、足元の新興国経済金融環境を安定させている要因を逆に見ると、①この先中国景気が大幅に下振れる、あるいは②OPEC 諸国やロシアなど産油国の足並みが乱れて増産が相次ぐなどで原油価格が再び低下する、③米国で賃金伸び率やインフレ率が加速して米金利が急上昇する—といった事態が生じれば、新興国の経済金融環境が2015～2016年と同様の不安定なものになる可能性が高まる。この中でも中国景気の先行きは、貿易と為替レートの双方を通じて周辺新興国に与える影響が大きく、景気が減速した場合は資源需要減少を通じて価格下落につながりやすいことを踏まえると、最大のキーポイントになると見る。この観点からは、10月に決定される中国共産党の新指導部がどのような経済運営スタンスを取るのか、具体的には、ここ1～2年と同様の経済安定を重視するのか、それとも景気が減速しても積年の課題である過剰設備や過剰債務の問題解決を優先するのか、といった点が注目される。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

金融政策正常化の米国住宅市場への影響

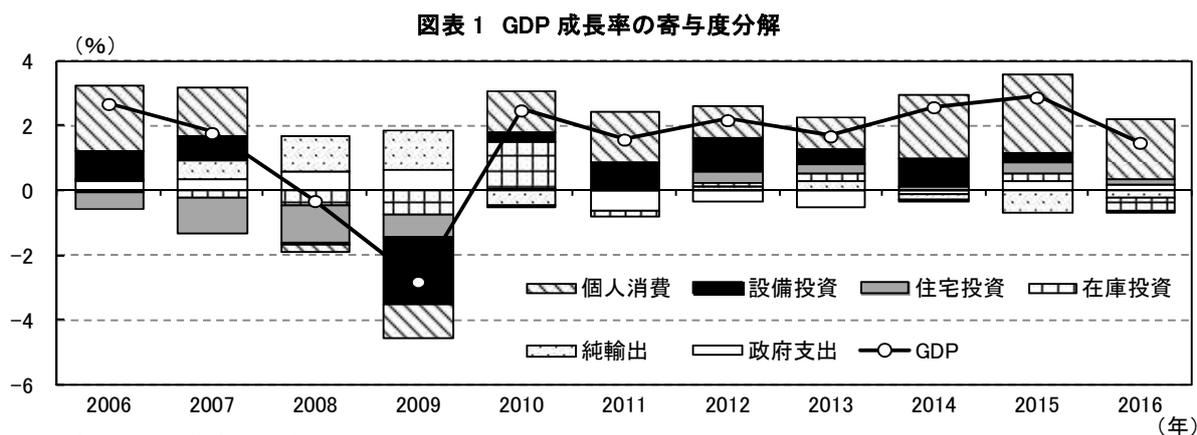
<要旨>

米国の住宅市場は、金融危機後の低迷から回復し、概ね堅調に推移している。米国は人口増加社会であること、特に、住宅の一次取得者層の人口が増加することが予測されることから、住宅投資がトレンドとして安定的に推移する素地があると考えられる。尤も、金融危機以降のこの10年間の経験は、そうしたトレンド要因よりもそれ以外の変動要因が大きく作用したことを示している。

今後、連邦準備制度理事会(FRB)の追加利上げが見通されるが、米国の住宅市場は、実需面では在庫率の低下、金融面においては、住宅ローンの借り手の信用状況の改善、延滞率の低下が進展している。同時に、好調な雇用環境や株高を背景に家計部門のバランス・シートは健全であり、トレンド要因以外の変動要因は金利上昇に対して相応の耐性を有していると考えられる。こうしたことから、天候等の特殊要因を除けば、米国の住宅市場は当面安定的に推移するものと考えられる。

1. 住宅投資の推移

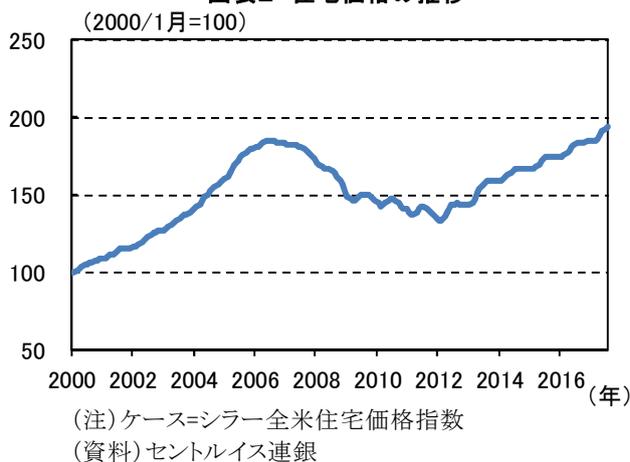
金融危機の震源地になった米国の住宅市場は、その後、回復を続けている。住宅投資が米国のGDPに占める割合は、3～5%程度と然程大きくはないが、住宅価格が下落し始めた2006年から金融危機後の2010年までをみると、大きい時ではマイナス1%程度米国GDPの下押し要因となっていた(図表1)。住宅価格が落ち着きを取り戻した2012年以降では、平均して寄与度ベースで+0.3%程度で推移しており、安定的に米国の成長率を支える要因になっている。



この間、住宅価格は、金融危機前のピーク時を上回る水準まで上昇しており、一部では過熱感を指摘する向きもある(次頁図表2)。連邦準備制度理事会(FRB)の追加利上げが見通される中、実際に利上げが実施された場合、住宅価格の大幅な下落もしくは住宅投資の大幅な減少というリスクも想起される。

そこで、本稿では、米国の住宅市場に対する、FRBの利上げの影響について検討する。

図表2 住宅価格の推移

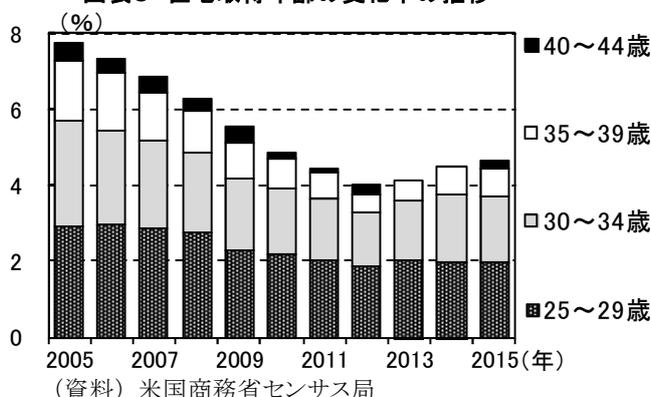


2. 人口動態と住宅需要

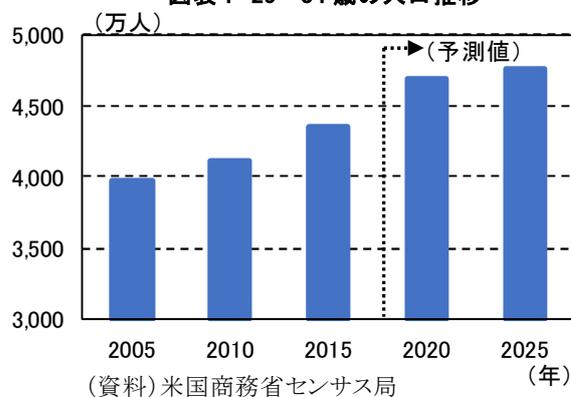
そもそも、長期的な観点に立てば、住宅投資には人口動態が重要である。日本とは対照的に、米国は人口増加社会であり、人口増加とともに、一定程度の住宅投資は維持されると考えるのが自然である。

特に、住宅を新たに取得する年齢層の人口が重要になることから、最初に、住宅の一次取得年齢を確認する。図表3は、2005年から2015年までの各時点において、25歳から44歳までの人達を対象に、5歳毎の4つの年齢区分に分け、ある時点のある年齢区分層に属する人達の持家率が、5年前の5歳若い年齢区分層に属していた人達の持家率と比較して、どの程度上昇したのかを示したものである¹。このグラフからは、25～34歳の年齢区分層に属する人の持家率の上昇幅が特に大きく、この年齢区分層が住宅の一次取得者の中心であることを表している。つまり、長期的な観点では、住宅需要は、この年齢区分層の人口の推移に依存していることになる。この年齢区分層は、2005年から2015年にかけて増加しており、更には、米国・商務省センサス局による人口見通しでも、増加を継続することが予測されている。この点からは、住宅投資にはトレンドとして増加し続ける要素があると考えられる(図表4)。

図表3 住宅取得年齢の変化率の推移



図表4 25～34歳の人口推移



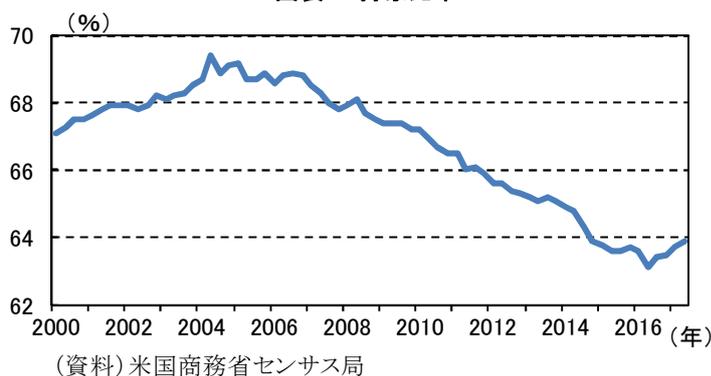
¹ 具体的には、2011年の「25～29歳」の2%という数字は、2011年に「25～29歳」に属していた人達の持家率が、2006年に「20～24歳」に属していた人達の持家率から2%増加したということを示している。つまり、概ね同一の年齢区分層に属する人達の持家率が、時間の経過によりどの程度変化するかを示したものの。

3. 住宅市場の変動要因

尤も、2000年代後半以降、我々が経験したことからも分かるように、住宅市場にはトレンド要因だけでなく、景気や金融環境等の変動要因も大きく作用する。先般の金融危機は、住宅投資が人口動態上は一貫して右肩上がりのトレンドに支えられていたにも関わらず、住宅バブルの生成と破裂の過程で、それ以外の変動要因がトレンド要因を大幅に上回って作用したことを示している。

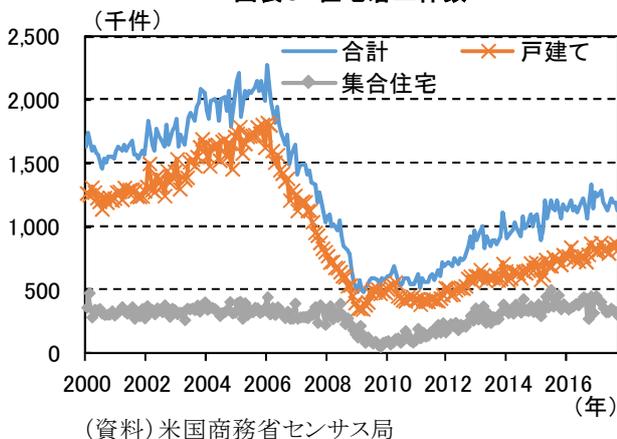
今後を占う上でポイントとなる要因として、金融危機後にみられた顕著な特徴の中から、ここでは持家率を採り上げたい。図表5から分かるように、2005年初をピークに、2016年後半に至るまで持家率は下落し続けてきた。

図表5 持家比率

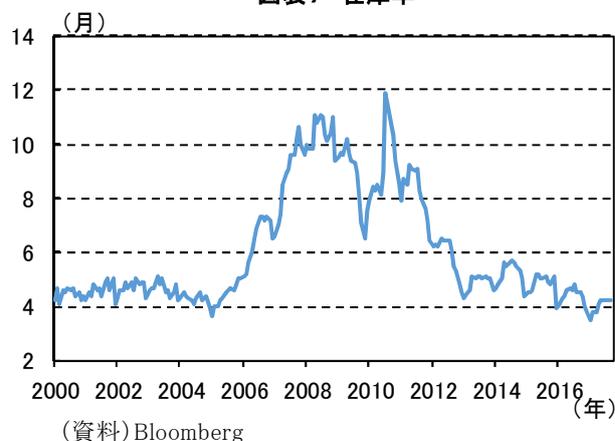


住宅着工件数を見ると、金融危機後に大幅かつ急速な減少を見せ、2010年頃を底に、回復に転じている(図表6)。2000年央から後半にかけての時期は、戸建ての減少幅が集合住宅の減少幅と比較して圧倒的に大きい。こうした現象からは、持家率の低下は住宅の購入から賃貸へのシフトを反映したもの、と解釈することが可能である。また、回復したとはいえ、足元の水準は金融危機前のピークと比較するとかなり低位に留まっており、当時よりも供給は絞られている。これを反映して、6か月分が適正水準とされる在庫率は足元で約4か月分と歴史的にも極めて低い水準にあり、むしろ不足感が示唆される状況にある(図表7)。こうした需給の引き締めは、金利上昇圧力に対して、ある程度住宅市場が底堅く推移する状況であることを示すものと考えられる。

図表6 住宅着工件数



図表7 在庫率



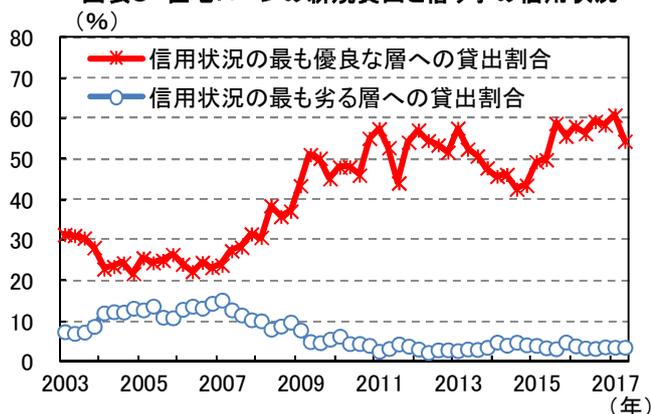
4. 家計部門を巡る金融環境について

住宅市場は先般の金融危機の震源地であったが、その際、特に問題視されたのは、必ずしも十分な収入があるとは言えない信用力の劣る人達に対する貸付の広がり(いわゆる、サブプライム・ローン問題)、そこから派生した家計部門の債務拡大であった。次に、これらの点について、足元の状況を確認する。

(1) 住宅ローンの信用状況

住宅ローンについては、金融危機発生前に、信用状況の最も劣る層への貸出が全体の10%を越える水準にまで増加したが、その後は、金融規制強化の流れもあって貸出割合は低下した。逆に、最も優良な層への貸出割合は金融危機以降上昇し、足元では60%近い水準に達している(図表8)。既に見たように住宅販売戸数が金融危機前からの水準からかなり低位に留まっているのは、信用状況の劣る層への販売が差し控えられているためと解釈できる。この結果、延滞率は金融危機以降一貫して低下傾向にあり、2000年代前半の水準に近付いている(図表9)。

図表8 住宅ローンの新規貸出と借り手の信用状況

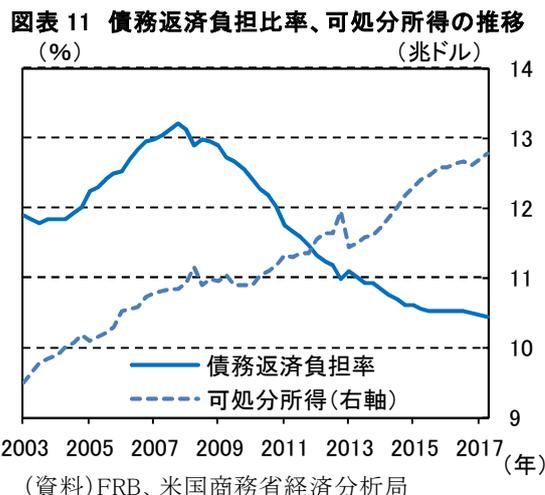
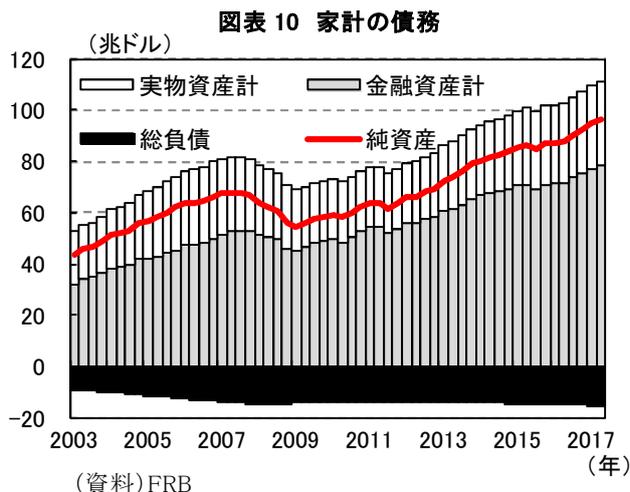


図表9 住宅ローンの延滞率



(2) 家計部門のバランス・シート、債務返済負担

堅調な雇用増や資産価格の好調さを背景に、家計部門の純資産は、足元では約92兆ドル程度にまで増加している(次頁図表10)。また、家計の住宅ローンに関する債務返済負担率(=元利払い/可処分所得)を見ても、可処分所得が順調に伸びていることもあって他の指標同様に、金融危機以降、低下している(次頁図表11)。



(3) 利上げに対する家計部門の耐性

前述のように、足元の住宅価格は金融危機前のピークの水準を越えているが、これは、信用力の劣る層が住宅ローンの借入れから締め出されたことにより、安価な住宅の供給が減少し、結果として住宅価格の押上げに寄与したことや、在庫率から示される住宅市場の需給の引き締め、あるいは、家計部門の資産の拡大を反映したものと考えられる(前掲図表2)。

米国では、今年末から来年にかけてFRBによる複数回の追加利上げが見通されており、実際に政策金利が引上げられれば、それに伴い住宅ローン金利も上昇するだろう。ただし、金利の急上昇は、2013年の「テーパー・タントラム」での経験からも分かるように、米国内のみならず、グローバルな資金フローに大きな影響を及ぼしかねない。このため、FRBは、金融市場が過剰反応を起こさないよう丁寧なコミュニケーションを行い、また、利上げのペース自体も緩やかなものにすると考えられる。従って、住宅ローンの借り手の信用状況が優良である事や家計部門のバランス・シートが改善している事、債務返済負担率の低さに鑑みれば、今後の金利上昇に対しても相応の耐性は保持されており、住宅購入意欲が削がれる可能性は低いと考えられる。

5. まとめ

住宅投資は、8月末から9月初にかけて複数の大型ハリケーンが米国南部を襲ったことから、短期的には減少を余儀なくされると思われる。ただし、今年末から来年にかけて見通されるFRBの追加利上げに対しては、人口動態上のトレンド要因に加え、住宅市場における需給バランス、住宅ローンの借り手の信用状況、家計部門のバランス・シートといった複数の変動要因については相応の耐性が備わっていると考えられることから、当面は、持続的な成長が見込まれると判断される。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。