

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

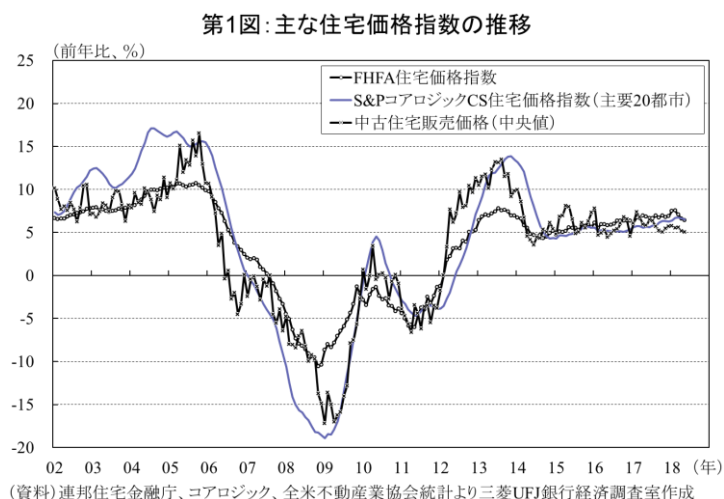
### 北米・先進国の住宅価格動向とインフレ目標政策

#### 【要旨】

- ◇ 米国の住宅価格は、堅調に推移している。S&P コアロジック CS 住宅価格指数の上昇率は、2016年平均が前年比+5.2%、2017年平均が同+5.9%を記録した後、直近2018年5月は同+6.5%となった。
- ◇ 隣国カナダの住宅価格に目を転じると、2000年台後半のグローバル金融危機前後の調整も大幅とはならず上昇傾向が続き、特に2016年、2017年頃は大きく上昇したが、足元では漸く上昇ペースが鈍化している。中央銀行による2017年7月からの段階的な利上げや、年初から実施されている住宅ローンに対する規制強化等が影響したと考えられる。
- ◇ 他国（主に先進国）に目を転じると、カナダ以外でも住宅価格が近年大幅に上昇してきた国は少なくないが、足元では上昇ペースが鈍化する国が徐々に増えている。ダラス連銀は国際比較が可能な住宅価格として先進国を中心に23カ国のデータを公表しているが、その23カ国分をGDPシェアで加重平均した指数をみると、直近1-3月期の上昇率は前年比+4.2%となり、3四半期連続で鈍化している状況である。
- ◇ 23カ国別に、過去10年間（≒グローバル金融危機以降）の住宅価格の変化をみると、上昇率が高い順に、イスラエル、ニュージーランド、カナダ、豪州、スウェーデンとなっている。住宅価格上昇の背景は各国毎に様々だが、金融政策におけるインフレ目標政策が上昇率の差に一部影響してきた可能性も考えられる。インフレ目標政策の早期導入国として、1995年以前の導入国を挙げると、ニュージーランド、カナダ、英国、イスラエル、豪州、スウェーデンの6カ国になるが、このうち英国以外の5カ国は、住宅価格上昇率の上位5カ国と一致する。
- ◇ 今後について、住宅価格の行き過ぎた上昇ペースが鈍化することは好ましい一方、カナダ同様、住宅価格の上昇と住宅ローンの増加が并存してきた国も散見されるため、仮に金利が大幅に上昇した場合には、それらの国々で想定以上の景気下押しに繋がる可能性に注意が必要であろう。

## 米国の住宅価格は、引き続き堅調

米国の住宅価格は、堅調に推移している。S&P コアロジック CS 住宅価格指数（主要 20 都市ベース）の上昇率は、2016 年平均が前年比+5.2%、2017 年平均が同+5.9%を記録した後、直近 2018 年 5 月は同+6.5%となった（第 1 図）。大都市の一部では供給過剰から住宅価格の下落も指摘されていて、地域毎のばらつきは大きいとみられるが、米国全体でみた住宅価格は足元も引き続き堅調と言える。



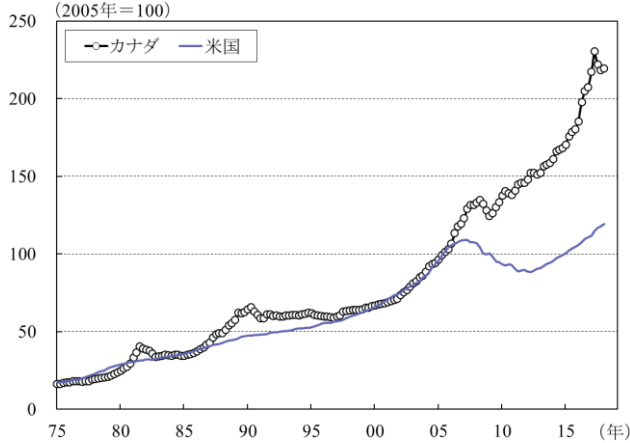
## 隣国カナダでは、住宅価格が大きく上昇してきたが、足元で漸く上昇ペースが鈍化

隣国カナダの住宅価格に目を転じると、2000 年台後半のグローバル金融危機前後の調整も大幅とはならず上昇傾向が続き、特に 2016 年、2017 年頃は大きく上昇した（第 2・3 図）。上昇を牽引してきたトロントやバンクーバーでは、その背景として、景気回復や低金利に加え、「移民流入」、「土地の供給制約」、「投資目的の住宅購入」等も指摘されてきた。トロントやバンクーバーを訪れると、新しい集合住宅が目立ち、住宅市場が近年活況だったことを直ぐに実感できる。

足元で、カナダの住宅価格上昇ペースは漸く鈍化している。中央銀行による 2017 年 7 月からの段階的な利上げ<sup>(注 1)</sup> や、年初から実施されている住宅ローンに対する規制強化等が影響したと考えられる。カナダ中央銀行は、「住宅価格の大幅上昇」と「住宅ローンを中心とした家計債務の増加」を懸念してきたため、足元の住宅価格上昇ペースの鈍化を好ましい動きとして歓迎している。

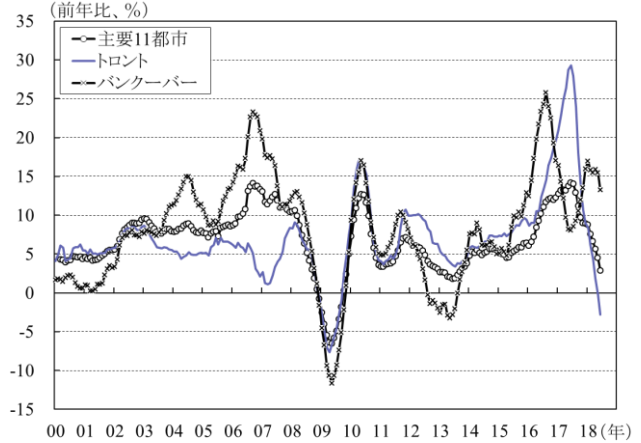
(注 1) カナダ中央銀行は 0.5%で据え置いていた政策金利の引き上げを 2017 年 7 月から開始した。4 回利上げを行い、現在の政策金利は 1.5%になっている。

第2図: 米国とカナダの住宅価格の推移



(資料)ダラス連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図: カナダの住宅価格の推移



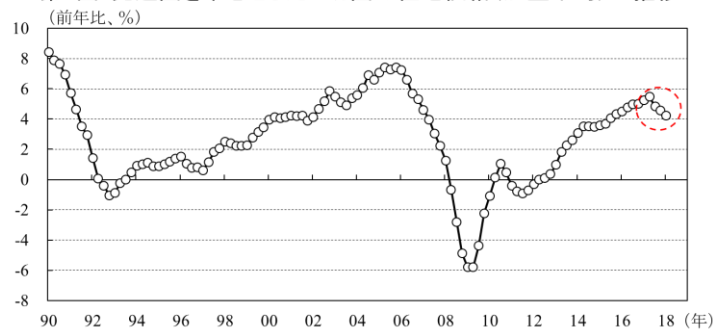
(資料) Teranet, National Bank of Canada統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 他国でも、住宅価格の上昇ペースが鈍化する国が徐々に増えている

他国（主に先進国）に目を転じると、カナダ以外でも住宅価格が近年大幅に上昇してきた国は少なくないが、足元では上昇ペースが鈍化する国が徐々に増えている。ダラス連銀は国際比較が可能な住宅価格として先進国を中心に 23 カ国のデータを公表しているが、その 23 カ国分を GDP シェアで加重平均した指数をみると、直近 1-3 月期の上昇率は前年比+4.2% となり、3 四半期連続で鈍化している状況である（第 4 図）<sup>(注 2)</sup>。

(注 2) ダラス連銀は、米国で連邦住宅金融庁 (FHFA) が発表している中古住宅価格 (四半期系列) を基準として、それと比較可能な各国の住宅価格を提供している。具体的な算出方法は、Mack and Martinez-Garcia (2011) “A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices : A Methodological Note” を参照されたい。

第4図: 先進国を中心とした23カ国の住宅価格(加重平均)の推移



(注) 1. 『23カ国』は、国際比較が可能な住宅価格を、ダラス連銀が提供している国々であり、具体的には、豪州、ベルギー、カナダ、スイス、ドイツ、デンマーク、スペイン、フィンランド、フランス、英国、クロアチア、アイルランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、ニュージーランド、スウェーデン、米国、南アフリカ。

2. 購買力平価換算の2005年の名目GDPで加重平均。

(資料)ダラス連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

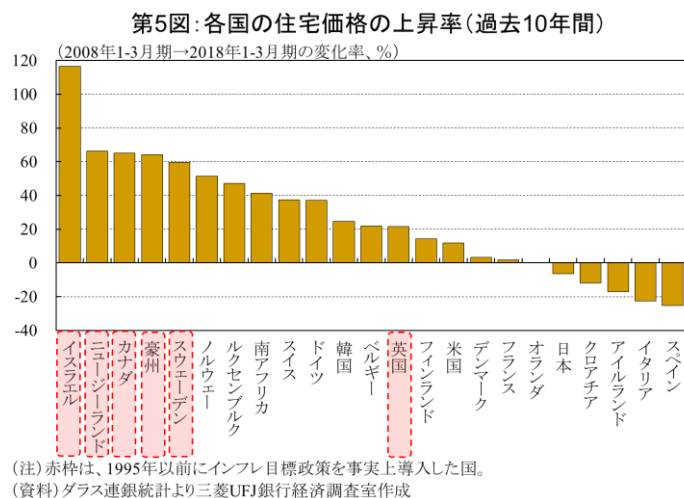
## 過去 10 年間に住宅価格が大きく上昇した国は、インフレ目標政策の早期導入国と一致

23 カ国別に、過去 10 年間（≒グローバル金融危機以降）の住宅価格の変化をみると、上昇率が高い順に、イスラエル（+116.5%）、ニュージーランド（+66.4%）、カナダ（+65.0%）、豪州（+64.1%）、スウェーデン（+59.6%）となっている（第 5 図）。

住宅価格上昇の背景は各国毎に様々だが、金融政策におけるインフレ目標政策が上昇率の差に一部影響してきた可能性も考えられる。インフレ目標政策の早期導入国として、1995 年以前の導入国を挙げると、ニュージーランド（1989 年）、カナダ（1991 年）、英国（1992 年）、イスラエル（1992 年）、豪州（1993 年）、スウェーデン（1995 年）の 6 カ国になるが、このうち英国以外の 5 カ国は、住宅価格上昇率の上位 5 カ国と一致する<sup>（注 3）</sup>。

両者の因果関係の有無は慎重に見極める必要があるが、仮説として、①「インフレ目標政策の早期導入国は、導入が遅かった国よりもインフレ目標政策を重視して厳格に運用する傾向があり、グローバル金融危機以降、世界全体として物価が伸び悩む傾向だったことが、それらの国々で利上げを遅らせた」、②「インフレ目標政策の早期導入国では、その政策効果としてインフレ期待が安定し、結果として（政策）金利も中長期的に振れが小さくなるとの見方が定着、不確実性の低下から住宅ローンへのニーズが顕現し易くなった」等が考えられる。

（注 3）ここでの導入時期は、公式に導入した年ではなく、“事実上”導入した年に言及している。英中銀（BOE）の Gill Hammond 氏による 2012 年の論文を参照した。



## 住宅価格上昇と住宅ローン増加が並存してきた国も散見され、金利の大幅上昇に注意が必要

今後について、住宅価格の行き過ぎた上昇率が鈍化することは好ましい一方、カナダ同様、住宅価格の上昇と住宅ローンの増加が並存してきた国も散見されるため、仮に金利が大幅に上昇した場合には、それらの国々で想定以上の景気下押しに繋がる可能性に注意が必要である。

なお、インフレ目標政策について、世界で最も早く導入したニュージーランドでは、昨年9月の総選挙で勝利し9年ぶりに政権復帰した労働党が、選挙時の公約を実現すべく、金融政策の目標に（物価安定だけでなく）完全雇用を追加する方向となっている<sup>(注4)</sup>。

ニュージーランドが目標を見直す背景は、必ずしも住宅価格の高騰ではなく、当面は低金利を続ける見通しで金融政策が直ちに影響を受けるわけではなさそうだ。しかしながら、今後の運営の仕方次第では、柔軟な金融政策への道を開く可能性もあるだろう。インフレ目標政策を見直すべきかどうかの論点は多岐にわたるが、住宅価格が大幅に上昇したり、住宅ローンが増加してきた経験を踏まえ、見直す国が出てくるのかどうか注目される。

(注4) 目標に完全雇用が追加されると、米国や豪州と同様に、金融政策の目標が所謂「二大責務」となる。

(2018年8月10日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売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、宜しくご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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

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 MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") 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 MUFG Bank. MUFG Bank 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 MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank 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 MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.