

# 日米の金融政策と住宅市場の動向

小林 正宏

小林でございます。本日は、「日米の金融政策

と住宅市場の動向」と題しまして、日米の金融政策の動向（物価動向等）、日米の住宅金融市場、

日米の住宅市場の概観、日本の首都圏マンション市場という流れで御説明申し上げます。

なお、この講演の内容につきましては、個人の見解であり、ニッセイ基礎研究所の見解ではございません。

## 一、日米の金融政策動向等

御案内のとおり、リーマンショックの後、アメリカではFRBが非常に緩和的な金融政策をとり、ゼロ金利政策と量的緩和を実施しましたが、金融緩和の巻き戻しという形で二〇一五年一二月から利上げを開始しました。また、二〇一七年一〇月からはバランスシートの縮小にも一旦着手しました。そして、コロナの後、再び緩和の方向に巻き戻しましたが、二〇二二年三月から利上げに

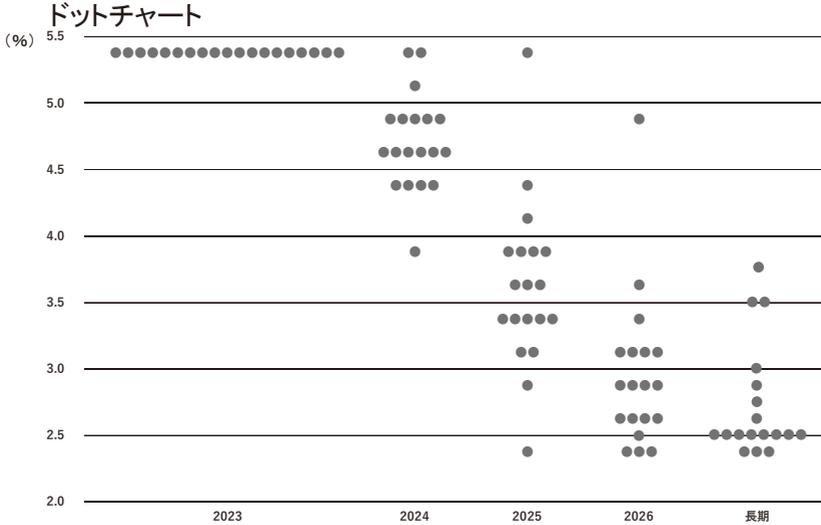
転じ、バランスシートの規模についても、二〇二二年六月から縮小に転じている状況です。今回の利上げは過去二回と比べるとかなりペースが速く、足元では、政策金利の誘導目標は五・二五〇、五・五〇という水準です。ちょうど去年の今ごろ、到達点はどこなのかということで「ターミナルレート」という言葉が流行り、どうやらそこが到達点であったという認識が広がっていると何かと思います。量的な縮小につきましては、前回も月額で五〇〇億ドルペースの縮小だったものが今回は九五〇億ドルと、かなり大規模です。ただ、バランスシートの水準自体が、前回は四・五兆ドル前後からの縮小だったのに対し、今回は九兆ドル弱からの縮小ですので、ペースとして見ると、前回とほぼ同じではないかと思えます。

今後FRBがどういうペースで金利の引き下げに転じていくのか、この点が市場の関心事だと思

います。少なくとも、現時点がピークであるということはおおむね一致していると思えますが、ではどのタイミングで利下げしていくのか。今年どこのタイミングでと見られている一方で、そのペースについては、二%の物価目標に確実に近づいているという確信が持てるかどうか大きなポイントになっています。

先週、米国の下院と上院で議会証言が行われました。下院と上院でニュアンスの伝わり方がやや違ったことで、マーケットの反応も少し違ったような印象を受けますが、いずれにしても、来週のFOMCで、今後の金利の見直し、あるいは量的緩和縮小のペースの見直しについて議論されることになっています。ドットチャートを見ると、二〇二四年末時点においては、一九人の参加者の中で最も多い六人が四・五〇四・七五%というレンジを想定していますので、一回当たり二五ベーシ

図表 1



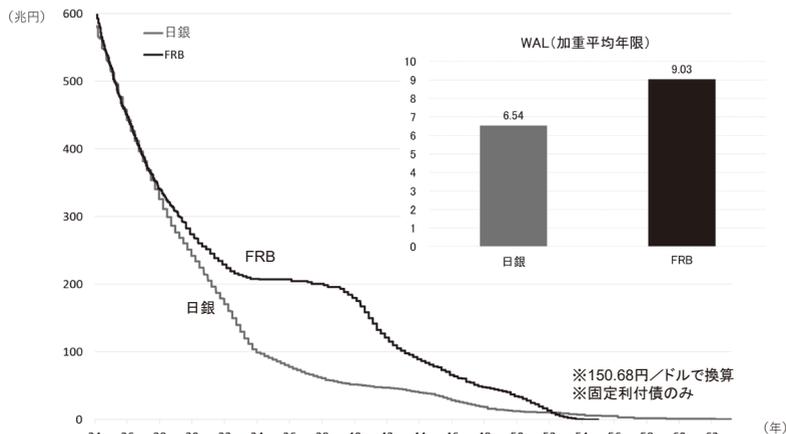
スポイントとした場合、今年中に三回の利下げ、これが今、想定されているペースだろうと思えます（図表1）。この三月は恐らくないと思えますが、六月なのかいつなのかということについては今後のデータ次第だと思います。

片や日本は、量的な拡大がまだ続いています。また、FF金利に相当する無担保コール翌日物金利も、ゼロ近傍からややマイナス圏で推移している状況です。日銀に関しては、今後、金融政策が出口に向かっている中において、日銀の財務が悪化していくのではないかと懸念が時々議論されます。二月末時点で日銀が保有している固定利付国債の残高は約五八〇兆円ですが、これについて、一本一本、満期を並べて今後の減少ペースを見ていくと、一〇年後には一〇〇兆円を切りまします（図表2）。また、加重平均年限で見ますと、二月末時点で、日銀は六・五四年、FRBは九・

図表2

FRBと日銀が保有する国債の満期構造

2024年2月末時点で日銀とFRBが保有する国債の残高は（円換算すると）ともに600兆円弱、日銀の方がWALは短く、このまま保有し続けても（新規分を除けば）10年以内に100兆円を切る計算。



(出典) FRB、ニューヨーク連銀、日本銀行「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高」、日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値関係」より

○三年ですので、FRBのほうがやや長いです。先週、植田総裁は、「金利全般が1%上がったら日銀保有国債の評価損は四〇兆円に達する」との見通しを示しましたが、五八〇兆円×六・五四年×1%で約四〇兆円、このようなレベル感ではないかと思います。

実際の評価損につきましては、半期に一度、決算が出ておりました。昨年九月末の段階で一〇・五兆円と公表されています。その際に、長期金利の上昇が主因で市場が財務状況を懸念すれば、為替や金利に影響が出るとの見方もあるといった報道がなされましたが、足元では長期金利はもう少し上がっています。期間は短いながらも、長期金利と日銀の保有国債の評価損益を回帰分析すると、やはり1%で四〇兆円程度ですので、このくらいの評価損は発生し得るということだと思えます。

一方で、FRBも大量の国債とMBSを保有しており、同じく九月末時点におけるこれらの評価損は一・三兆ドルと報告されています。当時の為替レートで換算すると約一九五兆円で、日銀とは桁が一つ違うものの、それによって米国の金融政策や米ドルに対する信認が失墜するといったことは生じていません。この点については、日銀が実施している多角的レビューでも、多くの実証例として、ほかの先進国の中央銀行において同様の財務の悪化があっても影響は出ていない、こういった報告がされているところです。また、期間損益という観点で申しますと、FRBの総資産は直近で約七・五兆ドルです。量的緩和を実施する前、つまりリーマンショック前の中央銀行は基本的に、負債サイドには紙幣を多く抱え、資産サイドには短期の国債を保有している構造の中、いわゆる通貨発行益があるということで、その利益について

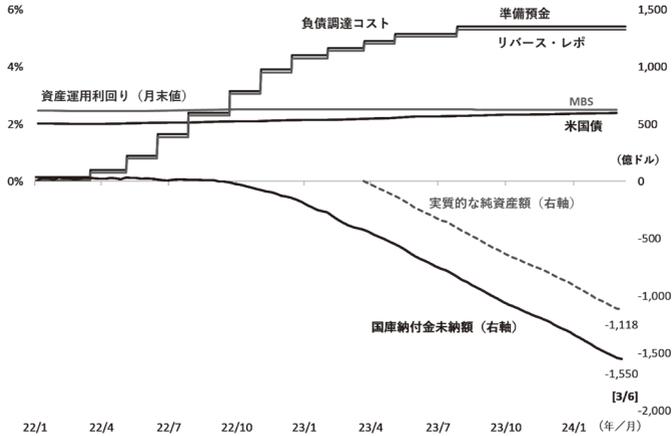
はほぼ全額を国庫納付するという形でした。

しかし、量的緩和を実施した後の中央銀行のバランスシートの構造は様相が大分変わっており、長期の債券を資産サイドに持っている一方で、負債サイドでは、一部の負債に付利しています。負債のほうで調達コストが発生し、資産と逆ぎやの状態になっているということです。年率換算すると直近では八三〇億ドルの赤字ですが、バランスシートが少し縮小し、以前より赤字のペースは縮小してきています。ただ、これまでかなりの期間、赤字がたまっており、資産サイドで保有する米国債・MBSは運用利回り二・四〜二・五%という水準で金利収入が入ってくる一方で、負債サイドの調達コストは、準備預金が五・四〇%、リバースレポが五・三〇%で、ここが逆ぎやになってしまっています。結果として、本来であれば財務省に納付するはずだった国庫納付金が納付でき

図表3

FRBの国庫納付金未納額と各種金利

FRBが資産サイドで保有する米国債・MBSの加重平均利回りは2%台で横ばいなのに対し、負債サイドの準備預金やリバースレポの調達コストは利上げに伴い上昇し、逆鞘状態となっている。このため、FRBは米財務省への国庫納付を停止しており、資本との差分である実質的な債務超過額は足元では1,100億ドルを超えた。



(出典) FRB、ニューヨーク連邦準備銀行をもとに加工作成

ず、その累計額は一五五〇億ドルに達しています(図表3)。FRBは今、四三一億ドルほどの資本がありますので、それを差し引いた約一一〇〇億ドルが実質的な債務超過額ということになります。暦年ベースの決算で申しますと、二〇二三年は一一六四億ドルの繰延資産を計上しています。このようにFRBの財務の悪化は明々白々であるにもかかわらず、ドルの実質実効為替レートが示しているとおおり、ドルの信認に対しては全く影響が及んでいません。これはFRB自身もレポートの中で述べているところです。

今後の金融政策につきましては、物価動向が注視されます。ベルリンの壁が崩壊した後、世界の貿易は非常に自由になりました。より生産コストの低い国でつくられたモノが流通するようになったことで、世界的に低インフレの状態が続いてきたわけです。それがロシアのウクライナ侵攻に

よって終わったのか、ここが大きな鍵でしたが、今回のインフレの局面においては、コストプッシュの形で進んできたものがデマンドプルのように移っていくのか、ここが一つの注目点になります。起点となったのは、やはり原油価格です。ロシアによるウクライナ侵略によって原油価格が上がり、それが物価上昇に波及したわけですが、そこは大分落ち着いてきました。日本は、日銀が金融緩和を続け、FRBが金融引き締めにした後、日米の金利差が広がったことにより円安が行い、結果として、原油高による物価上昇に輪をかけて円ベースでの物価が上がってしまいました。日本は資源や食料の多くを輸入に頼っていますので、このあたりは日銀に対しても厳しい見方が出てくる一つの大きな要因だったと思います。これはニュースなどでもよく出てくるグラフですが、日米の一〇年国債利回りの金利差と為替

(円／ドル)を重ねると、ぴったり当てはまります(図表4)。金利が高いドルに投資したほうが有利ということでドルに対する需要が高まり、ドル高・円安が進んでいくと言われています。ただし、確かにこの二〜三年のスパンで見るとそうなのですが、常に、金利が高いから為替が強くなるというわけではありません。購買力平価の考え方で言いますと、通常、物価の高い国は為替が減価します。例えばIMFの試算によると、現在、購買力平価は一ドル九〇円台ですので、今のようないろだと思えます。ただ、今のようないろだと仮定した場合、二〇二一年一月から二〇二四年三月四日までの日米金利差と為替の相関を回帰分析した結果を見ると、日米の金利差が1%開いたら一五円ほど円安になります。アメリカは利上げによって金利が上がり、日本は低利

図表4

日米金利差と為替

日米の金利差が拡大すると、市場環境によっては、リターンの高い米ドルに資金が流れ、ドル高・円安へと為替を動かすこともある。常に正の相関があるわけではないが、今はそのような相関が強く出ている。



(出典) FRB、財務省「国債金利情報」、日本銀行「時系列データ検索サイト」より作成

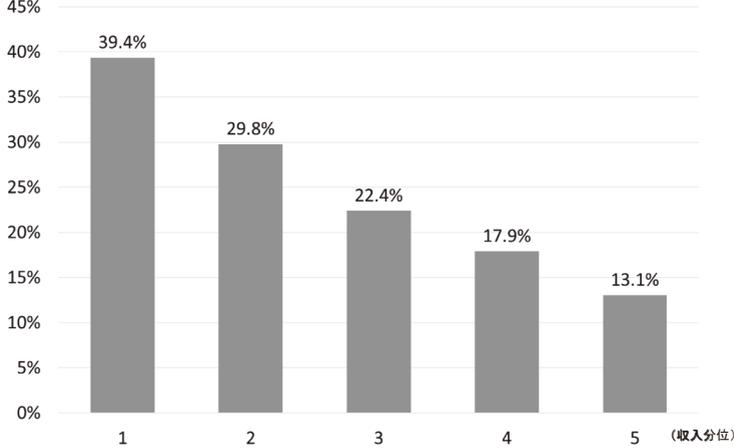
で安定している状況においては、金利差の影響によって為替が円安に動いている。現象としてはそういうことだろうと思います。

円安がいいのか悪いのかということについては様々な見方があり、立場によっても違うと思いますが、一つ言えるのは、所得の低い階層にとって食料・エネルギー価格の高騰の負担感が強くなるということです。第一分位から第五分位まで所得階層によって二〇%ずつ区分し、それぞれの階層において、食料と光熱・水道費が収入に対してどの程度の割合を占めているのか、二〇二三年の「家計調査」(暦年ベース)の数字で見ると、当然ながら収入階層が低いほどウェイトが高く、最も収入の低い第一分位では収入の四割近くが食料と光熱・水道費に消えています(図表5)。日本は食料もエネルギーも輸入依存度が非常に高いため、そこに円安が重なることより負担感が強まっ

図表5

日本の食料と光熱・水道の年間収入に対する割合(2023年)

食料と光熱・水道の年間収入に対する割合(2023年)は、全体平均では2割程度だが、収入分位が第1分位だと4割近くとなり、所得の低い階層にとって食料・エネルギー価格の高騰の負担感が強くなる。



(出典) 総務省統計局「家計調査(家計収支編:二人以上の世帯)」より加工作成

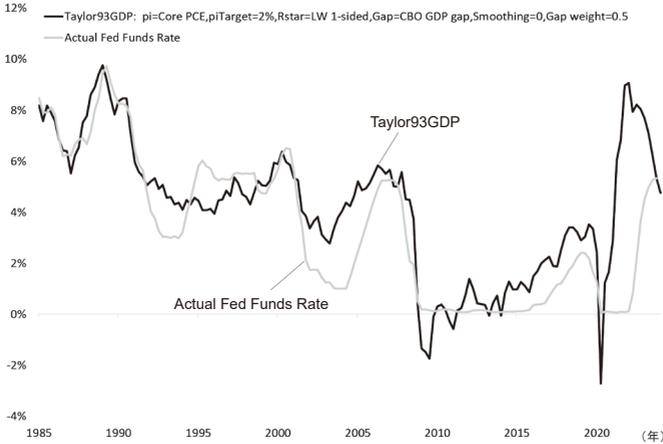
てしまうわけです。こういった分配の問題は基本的に金融政策ではなく財政政策の領域だと思えますが、どうしても批判が出やすいところかと思えます。ちなみに、第五分位の第一分位に対する項目別支出額の倍率を見ると、第五分位の収入は第一分位の四・五七倍であるものの、ほとんどの項目でそれよりも小さい倍率となっています。しかし唯一、教育費だけが二〇・七九倍と突出しています。所得の高い階層は塾代などにお金をかけていることに加え、高校の授業料無償化に所得制限が付されている部分も大きな影響としてあるのだろうと思います。

では、アメリカの金利水準はどの程度に持つていくべきなのか。様々な考え方がある中で、一つの道しるべは「テイラー・ルール」です。パラメーターの設定の仕方はいろいろありますが、期間が一番長くとれる系列で見た場合、二〇二四年

図表6

アメリカの政策金利の理論値

アメリカの政策金利の理論値モデルとしては元財務次官が提唱した「テイラー・ルール」が有名で、アトランタ連邦準備銀行がそのモデルを公開している。複数のパラメーターが設定可能ながら、最も一般的とされるモデルによれば、2024年第1四半期時点の理論値は4.76%とされており、5.25～5.5%の誘導目標を下回っている。



(出典) Federal Reserve Bank of Atlanta “Taylor Rule Utility” より加工作成

第1四半期のモデル上の推計値は四・七六%ですから、もう金融緩和に踏み切り、三回ぐらい利下げしてもいいようなところまで来ています(図表6)。日本についても、どういう数値を持つてくるのかによって大分ばらつきがありますが、そもそも中立金利というのは明確にはないものですので、潜在成長率 $\parallel$ 中立金利と仮定した場合で申しますと、一応プラス圏には浮上してきています。そろそろ利上げに舵を切ってもいいタイミングに入ってきたのかどうか、まさしく来週の金融政策決定会合で議論されるだろうと思います。

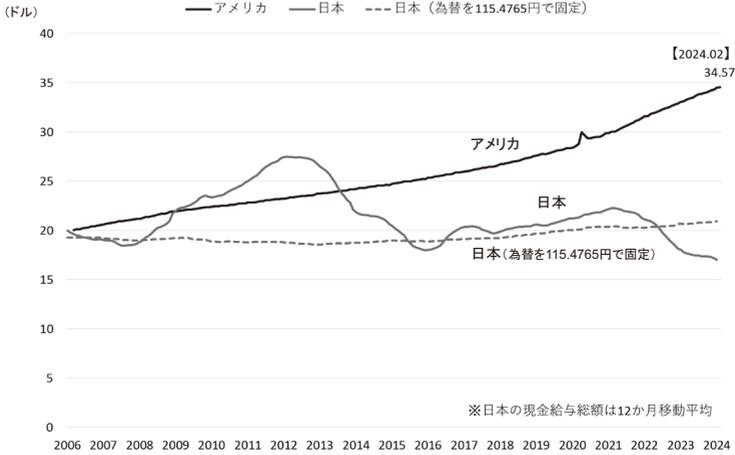
アメリカの物価については、昨晩、二月のCPI(消費者物価指数)が発表され、総合で三・二%、食料・エネルギーを除くコア指数も三・八%と、予想より強い状況でした。

FRBでは、二%の物価目標というのは、CPIではなく個人消費支出(PCE)デフレーター

図表7

日米の賃金(時給)

アメリカの時給は継続的に上昇しており、特にコロナ後の上昇が顕著。日本についてドル換算すると、2006年3月のレートで固定してもアメリカより伸びが鈍く、実際の為替レートを適用すると更に足元で格差が拡大している。



(出典) FRB、米労働省、厚生労働省「毎月勤労統計調査」より加工作成

です。二〇二一年から二〇二二年にかけては、モノの価格が上がり、コストプッシュの形でインフレが進行していききましたが、ゼロ近傍からマイナスへと落ち着いてきています。それに対してサービス価格は、下がってはいるものの高止まりしていますし、特に住宅は六%ほど上がっています。したがって、このあたりが確実に二%に向かっているという確信が持てるかどうか、ここが利下げの判断基準になってくるだろうと思います。

サービス価格がなかなか下がってこない一つの要因は、賃金の上昇です。このグラフは、日米の時給をドルで換算したものです(図表7)。為替の変動によって日本の数字はかなり大きくぶれますが、二〇〇六年三月のレートで固定しても、アメリカのほうが上昇のペースが速いです。

かつ、インフレ率を差し引いた実質賃金も、日本は二二カ月連続でマイナスになっているのに対

し、アメリカは、インフレ率が大幅落ち着いてきたことに加え、賃金上昇率が今、四・三%ということもあり、プラス圏で推移しています。アメリカは賃金の上昇が非常に堅調ということで利上げしてきたわけですが、短期の利上げのペースに比べると、長期はそれほど上がっていません。イールドカーブの形状としては逆イールドで、短期と長期が逆転しています。過去においては、一〇年金利から二年金利を差し引いた金利差が逆イールドになると、ほどなくリセッションに突入するというジンクスがありました。しかし、今回はなかなかりセッションに陥らず、賃金も上昇が続いている状況です。

それはなぜか。ニューヨーク連銀の分析によると、コロナ関連の給付金について、日本を含め他の先進国ではそのまま貯蓄としてためている部分が多いのに対し、アメリカ人は使い切ったことで

消費が活性化し、それが景気を下支えているというのが一点で、もう一点は資産効果です。アメリカ人は、特に日本人と比較すると株を持っている比率が高く、好調な企業業績はもちろんのこと、コロナ後の金融緩和で資産価格が上昇し、その恩恵を受けている部分があるとも言われています。

日本もようやく、日経平均がバブルの高値を抜きました。この数日間は大乱高下していますが、この一〇年ぐらいのスパンで見ると、日経平均はダウと為替でほぼ説明することができます。ただ、バブル期には数兆円レベルだった企業の配当金の支払額は、足元では三〇兆円を超えるところまで来ています。このように配当の裏づけがあるという点は、バブルのころとは大きく異なります。また、数日前の日経新聞で武者陵司さんが言っておられたように、バブル当時は長期金利が高かった

のに対し、足元では1%未満で推移していることを考えると、今の株高がバブルなのかどうか、にわかには判断できない状況だと思えます。ちなみに、企業の配当金が着実に増えてきている一方で、株価が上がっている割には景気がいいという実感がなく、こんな話をよく聞きます。それは、企業の従業員に対する給与の支払いが減っているからです。株を持っている人にとってはいいのですが、そうでない人にとっては給与が増えない状況が続いているため、株を持っている人と持っていない人の間で受け止め方が大分違うということです。また、バブル期と比較すると、金利の低下で企業の支払利息は約三〇兆円減っています。時価総額の上位を銀行が総なめにしていたころとは、時代が変わった感があります。

株を持っていればよかったという話がある一方で、御案内のとおり、日本ではリスク回避の傾向

が強いです。私の世代だと、特にバブル崩壊後、株式投資をして元本割れることにアレルギーを持っている人は相当多いと思えます。そのため、家計部門の金融資産二〇〇兆円超の中で株式等の占める割合はわずか1%です。それに対してアメリカは40%近くありますから、やはりこのあたりは日本の保守性が際立っています。

日本の労働需給については、日銀短観の雇用判断DIで見ると、バブル崩壊後やコロナのときはかなり過剰感がありました。雇用を守るために企業内に抱えたことで失業率は上がりませんでした。ただ、その反射として、賃金を抑制せざるを得ない部分があったと思います。賃上げについては、今年是非常にいい数字が出そうだと言われていますが、このあたりがこれから変わってくるかどうか、大いに注目されるところです。

アメリカ経済は非常に好調と言われる中でも、

懸念材料は幾つかあります。

FRBは保有する債券の評価損が膨らんでも全く影響はありませんが、民間の銀行はそうはいきません。昨年三月、一部の地銀で保有している債券の評価損が利上げによって膨らんだことが話題になりました。足元では少し減っているものの、FDIC（連邦預金保険公社）加盟の銀行が保有する債券の評価損は二〇二三年第4四半期時点で四七七億ドルに膨らんでいる、ここが一つの懸念材料です。

もう一つは、商業用不動産（Commercial Real Estate CRE）向け融資です。全体として見れば延滞率は若干上がりつつも、それほどではありません。ただ、大手銀行に比べて中小の金融機関はエクスポージャーの比率が高く、例えば昨今話題になっているニューヨーク・コミュニティ・バンクは、集合住宅向け融資を中心に約四割がC

RE向けの融資です。したがって今後は、個別行単位での状況を注視する必要性が高まっていますし、それがシステム全体にどう波及していくのかという点にはなお注視が必要だろうと思います。

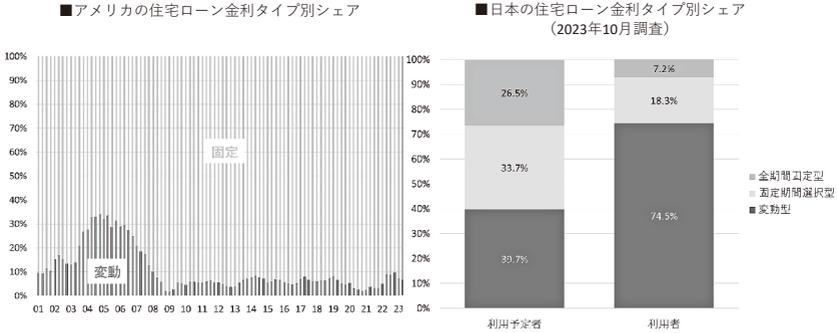
## 二、日米の住宅金融市場

意外に思われるかもしれませんが、日米の住宅ローンの金利タイプは真逆です（図表8）。アメリカでは、サブプライムショックのころは変動型も若干あったものの、その後、金利リスクに対する説明義務が強化され、足元ではほぼ九割が固定型です。それに対して日本は、全期間固定型は七・二%と一割にも満たない状況です。また、五年以内に住宅ローンを利用して住宅を取得する計画のある「利用予定者」に対する調査では、三割程度が固定金利を希望しながらも、実際にローン

図表8

住宅ローンの固定金利シェアは日米で真逆

アメリカでは住宅ローンの9割は固定金利タイプであるのに対し、日本では固定金利は1割に満たない。日本でも利用予定者の3割弱は固定金利を希望するが、実際の利用となると2割近くが剥落している。



〔出所〕 MBAが分析したHMDAデータをもとに加工作成

〔出所〕 住宅金融支援機構「住宅ローン利用者の実態調査」をもとに加工作成

を組む際には「最初は固定がいい」と思ったけれども、この金利では「どうか」ということで固定金利を避けてしまう人が二割近くいます。

固定金利の住宅ローンを日本で最も多く供給したのは、かつての住宅金融公庫（現住宅金融支援機構）で、そのシェアは三〜四割でした。しかし、足元では一割を切っており、四半期ベースで見ると、直近の二〇二三年第三四半期は五割を割るところまで落ち込んでいます。住宅金融支援機構の主力商品であるフラット35（二五年固定金利）は、資金調達の八割をMBSの発行によって賄っています。MBSのクーポンは、毎月、一〇年国債の利回りにプラスアルファのスプレッドで条件決定されていますので、それとおおむね連動しています。つまり、イールドカーブ・コントロールを導入している間は長期金利が抑えられていたため、フラット35の金利も低かったのです。

二〇二二年一二月にイールドカーブ・コントロールが柔軟化されるまでは一〇年のレンジでくぼむいびつな形状となっていました。イールドカーブが全体的に立ち、長期金利が上がっていく中で、長期固定のフラット35の相対的な割高感は強まってきました。

それに対して、変動金利の住宅ローンは短期プライムレートに連動しています。これはずっと動かないため、店頭表示の金利は横ばいのままですが、銀行間の競争が激化する中で優遇金利は下がっており、足元では〇・三〇・四％です。そのため、フラット35との金利差が開き、相対的に割高なフラット35のシェアが下がっているという事だと思えます。〇・三〇・四％という金利で貸し出していますが、もう少し高い審査金利で審査しているのではないかと普通は思います。ただ、住宅金融支援機構「二〇二三年度住宅ローン

貸出動向調査結果」によれば、三〇一の金融機関のうち三六・五％が「審査金利は適用なし（貸出金利で審査）」と回答しており、このあたりは少し懸念されることです。

いずれにしても、家計の資産と負債について日米で比較すると、日本は資産の過半を現預金で持っているのに対し、負債は変動金利タイプの住宅ローンが中心です。片やアメリカは、資産の四割を株式で運用しているのに対し、負債のほうは固定金利で固めています。つまり、アメリカは、収入の何倍もの負債を抱える部分についてはリスクを限定し、株式のほうでリスクをとっている。これは、金利のある世界で生きてきたアメリカ人としては合理的な選択です。一方、日本は、デフレ経済のもとで株価が低迷する時期が長く続いたため、資産は預金で安全に元本を保ちながら、負債のほうでは、三〇年近く上がってこなかった変動

型の住宅ローン金利を利用してきたわけです。このような行動パターンは、これまでは合理的な部分もあったと思います。しかし今後、金利のある世界に戻っていったときに、このままでいいのかどうか、大いに注視されるころではないかと思えます。

### 三、日米の住宅市場の概観

アメリカの住宅ローンは、三〇年固定が一般的です。二〇二一年の年初に二・六五%と過去最低を記録したところから、利上げの影響もあり、二〇二三年一〇月末のピーク時には七・七九%まで上昇しました。その後やや低下しましたが、現在も七%近傍という状況です。この金利上昇の影響は、新築住宅着工戸数に表れています。季節調整済み年率換算値で見ると、リーマンショックの

後、順調に回復してきたアメリカの着工ペースは、二〇二二年三月からの利上げの影響を受けて下方に折れ曲がっています。ちなみに日本は、この十数年、なだらかな減少が続いています。

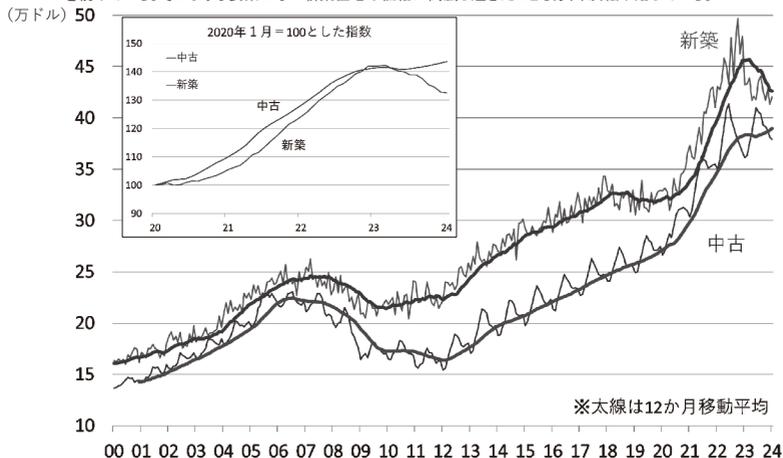
アメリカでは、住宅ローン金利が上がったことで住宅価格にも一部影響が出始めています。二〇二二年三月の利上げ開始以前は、金利の低下に従って住宅価格が上昇するという関係にありましたが。それが利上げ局面に入ってから、やや方向感なく漂いながらも、金利の上昇に従って価格が低下しているように見受けられます。

アメリカの住宅取引は日本とは違い中古がメインで、新築の三〜五倍の量が取引されていますが、この中古の取引が非常に減ってきています。今の金利状況から見ると、利上げ前に借りた人たちにとって二〜三%という低利の住宅ローンはまさしく「お宝」ローンです。しかし、家を売って

図表9

アメリカの新築と中古の販売価格中央値

中古住宅の供給減少により、中古住宅の需給関係が逼迫し、利上げにもかかわらず中古住宅の価格は上昇を続けている。そのような要素のない新築住宅は価格が高騰し過ぎたこともあり、反転下落している。



(出典) 米商務省、National Association of Realtors より

住み替えるとなると、そのお宝ローンを手放して新しく六〜七%のローンを払わなければいけなくなり、このような形で売れ物件が減少しているわけ、だから売らない、こういう形で売れ物件が減少しているわけです。結果として、このような要素のない新築住宅は価格が下がってきているのに対し、中古住宅は価格が上がり続けているというのがアメリカの住宅市場の一つの特徴です(図表9)。

また、家賃と住宅価格の関係を見ますと、二〇〇二年以降ほぼ平行に動いていますが、住宅ローン返済額と家賃は金利水準によって大きく乖離することがあり、足元では金利上昇の影響でローン返済額が大きく跳ね上がっています。家賃が月額一四〇〇〜一五〇〇ドルなのに対し、家を買ってローンを払うとなると二〇〇〇ドルぐらいになってしまいます。つまり、住宅の affordability ティが低下している状況にあると言えます。

そうであれば、家を買わずに賃貸に住めばいいのではないかと思われるかもしれませんが、家を持つことはアメリカンドリームの象徴です。とはいえ、アメリカの持家率は人種間で大きな開きがあります。白人は四人に三人が家を持っているのに対し、マイノリティである黒人やヒスパニックは約半数の人が家を持っていません。しかし、人口動態で見るとヒスパニックが非常に増えていますので、この人たちに家を持たせることは政治的に重要な課題であり、選挙戦略上も無視することはできません。先週末のバイデン大統領の「利下げに期待する」という発言は、そのあたりにもつながる部分があると思います。

また、アメリカでは建築規制が厳しいこともあり、世帯数の増加に着工が追いつかず、慢性的に供給が不足しています。そのため、価格が下方硬直性を持つ構造になっていると思います。

では、日本はどうか。御案内のとおり、人口減少下において、もうそんなにたくさん住宅を建てなくてもいいのではないか、日本も着工戸数に制限をかけるべきではないかという議論が一時期ありました。そこはマーケットの中で自然と調整され、着工戸数は徐々に減ってきている状況です。

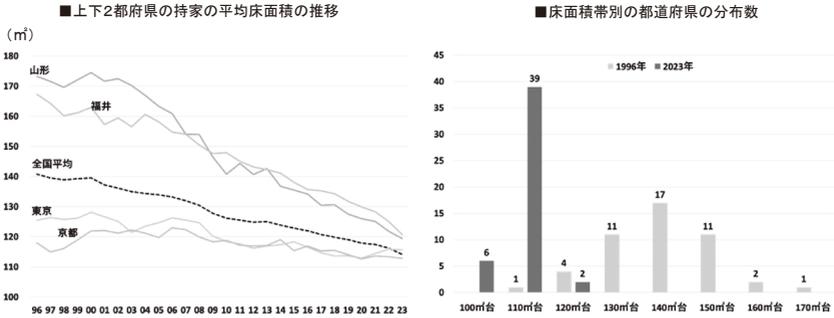
特に持家（注文住宅のみ。分譲住宅は含まない）は、昨年、一九六〇年以降で最低の戸数となりました。かつ、持家は床面積も縮小してきています。かつてウサギ小屋と言われた日本の住宅事情は徐々に改善され、ピーク時の一九九六年には一四〇・八三平米だったものが、二〇二三年には一一四・二〇平米と二六平米も縮小しています。マンションも同様で、二〇平米超、縮小しています。

これには世帯の規模が関係しています。国勢調

図表10

日本の持家の一戸当たり床面積：主要都府県別の推移等

山形や福井で大きく縮小し、わずかに縮小している東京や京都との格差が縮まり収斂してきている。  
都道府県別の床面積帯(10㎡刻み)の分布を見ると、ほとんどの県が110㎡台に集中してきている。



(資料) 国土交通省「建築着工統計調査報告」より

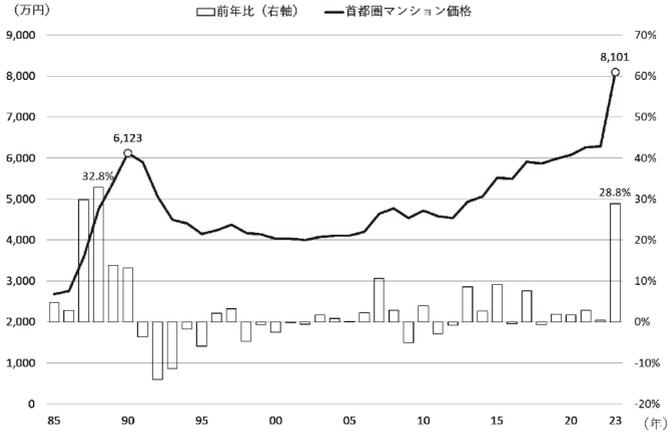
査ベースで見ると、二〇二〇年時点で四人以上の世帯は二割を切り、一世帯の平均人数は二・二人です。大家族だから大きな家が要するという状況ではもうなくなっています。

また、かつては東北や北陸でかなり大きな家が建っていました。ピーク時の一九九六年と直近を比較すると全ての都道府県で縮小していますが、大きかったところほど小さくなっていることがわかります。上下二都府県の持家の平均床面積の推移を見ると、一七〇〜一八〇平米台だった山形や福井が一二〇平米台まで縮小し、もともと一二〇〜一三〇平米台と小さかった東京や京都は一〇〇平米台ということで、全体的に格差が縮まり、より小さいほうへ収斂してきています(図表10)。

図表11

首都圏新築分譲マンション戸当たり平均価格と前年比

2023年に新規発売された首都圏の新築分譲マンションの平均価格は8,101万円とバブル期のピークであった1990年の6,123万円と比較して額で1,978万円、率で32.3%と大幅に超えている。前年比では28.8%上昇しており、この伸び率は1988年の32.8%以来35年ぶりの高い水準。



(出典) 不動産経済研究所「首都圏新築分譲マンション市場動向調査」より加工作成

#### 四、首都圏のマンション市場

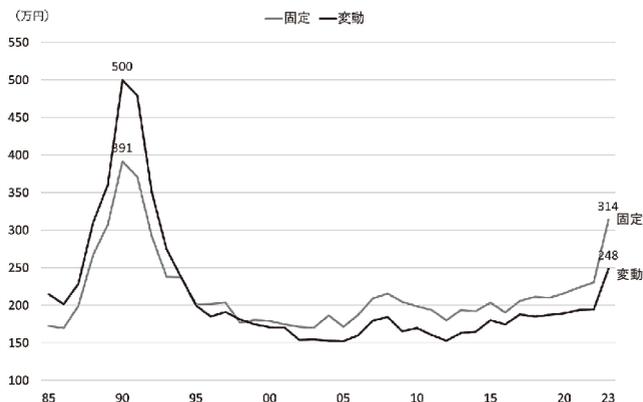
二〇二三年に新規発売された首都圏の新築分譲マンションの平均価格は八一〇一万円で、バブル期のピークであった一九九〇年の六一二三万円と比べてかなり高い水準になりました。バブル期のピークの水準自体は二〇二一年に既に超えていたのですが、昨年は飛び抜けて高く、前年比二八・八%と跳ね上がりました。これはメディアでも大きく報じられました(図表11)。

昨年は、個別のマンション名を挙げて恐縮ですが、三田ガーデンヒルズ(最高額四五億円)の第一期販売が始まった影響が大きく、三月単月の新築分譲マンション平均価格は、首都圏全体で一億四三六〇万円、二三区では二億円を超えました。バブル期に比べても億ションの比率は増

図表12

首都圏の新築マンションのローン返済額

仮に全額を全期間固定金利型の住宅ローンで借りた場合の返済額を計算すると、1990年に6,123万円を5.43%の35年元利均等返済で組んだ場合、年間の返済額は391万円となる。同じように、2023年に8,101万円を借りた場合、金利が1.83%となっているので、住宅ローンの年間返済額は314万円にとどまる。1990年と2023年を比較すると、住宅価格は32.3%高くなったが、住宅ローン返済負担は19.8%軽減されている（変動金利であれば50.3%軽減）。



(出典) 不動産経済研究所「首都圏新築分譲マンション市場動向調査」、住宅金融支援機構より加工作成

えており、首都圏のマンション価格は幅広く上がってきている状況です。これはバブルなのかということがよく話題になりますが、個別物件の属性が影響している部分が大きく、にわかには言いにくいところです。ただ一つ、私がよく申し上げているのは、バブルのころとは金利の水準が全く違うということです。

首都圏でマンションを購入する人は、三割がキャッシュ、残りの七割がローンを組んでいます。ローンを組むときに決定的に重要なのは、金利の水準です。そこで、実際にはそんなことほどきないのですが、仮に全額を全期間固定金利型の住宅ローンで借りた場合の返済額を試算してみました（図表12）。一九九〇年に六一二三万円を五・四三%の三五年元利均等返済で組んだ場合、年間の返済額は三九一万円です。それが二〇二三年においては、物件価格は八一〇一万円とバブル

期に比べて三割ほど高い水準にあるものの、金利は一・八三%ですので、返済額は三二四万円と二割ほど低くなります。さらに、変動金利で組んだ場合は、一九九〇年の年間返済額五〇〇万円（毎月約四二万円）が、二〇二三年においては半分の二四八万円です。つまり、住宅のアフォーダビリティは非常に高まっていると言えます。

日本の住宅ローン金利の水準について、固定金利の代表的な銘柄としては、かつての住宅金融公庫基準金利です。これには法定上限があり、五・五%を超えると利子補給されてそこで頭打ちになりましたので、一九九〇年当時は五%前後で推移していました。現在のフラット35は、一%を割り込んだ時期もありましたが、二〇一〇年代後半からは一%台で推移しています。そして変動金利は、一九九〇年代のピーク時には八・五%まであったものが、足元では優遇金利を適用すれば

〇・三%ですから、ローン返済の負担感は全く違っているわけです。

一般論として、住宅ローンは収入の三五%までしか貸してもらえません。この返済負担率を仮に三〇%として見た場合、金利が五%のときに購入可能な住宅の年収倍率は四・九五倍です。つまり、金利が五%のときにローンをフルで借りて年収の約五倍の住宅を買おうとすると、収入の三〇%をローン返済に充てる必要があるということですが。しかし、金利が下がって一%になると、年収の八・八六倍まで借りても返済負担率は三〇%にとどまります。変動金利でこれを比較するのはさすがにどうかと思いますが、固定金利であれば三五年間同じ返済額が続きます。そういった意味では、金利低下の効果は非常に大きく、今の首都圏のマンション価格も、負担感の軽減という部分については、相当程度、金利で説明できるだろう

と思います。

また、どこまでそう言えるのかということはあるのですが、バブルの当時、東京の不動産を買っている外国人はほとんどいなかったと思います。しかし足元では、首都圏で言うところの一割を中国人が買っているという話があります。外国人投資家から見た場合、昨今の円安で日本の不動産価格は割安感が増しています。首都圏の新築分譲マンションの戸当たり価格八一〇一万円を昨年通年の平均為替レート一四〇・五〇で換算すると五七万ドルということで、水準感としては、円高がピークに達した二〇一一年とほぼ同じです。人民元で換算しても同様の傾向で、外国人から見ると、日本の不動産を買い求めやすい状況になっているのは事実だろうと思います。

さらに、首都圏のマンション市場は、二〇〇〇年代前半には年間約九万戸のペースで供給されて

いましたが、この数年間で二万戸台まで減ってきています。首都圏マンションの新規供給戸数と平均価格（一二カ月移動平均）を時系列で見たのが左側のグラフで、それを相関図にしたのが右側のグラフです（図表13）。供給が絞られることによつて価格が上がっていることが明確に見てとれます。

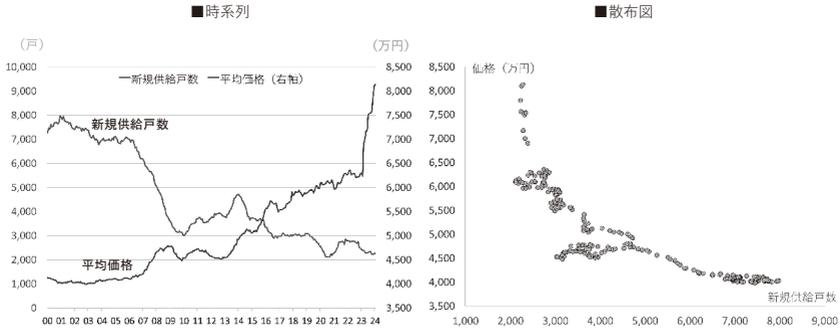
リーマンショックの後、いわゆる「カタカナ系デベ」と言われる新興のデベロッパがマーケットから退出し、足元では大手の「メジャーセブン」が四〇〜四五%のシェアで推移しています。そういった会社はブランド力を非常に気にしますので、供給を絞つても価格を維持したいと考えます。昔は期末になると決算を意識してよく値引きをしていましたが、最近はそういうことは一切しません。資金的にも余裕があり、売り急ぐ必要はない。売れるまで価格を維持するという販売戦

図表13

首都圏の新築マンションの供給戸数と価格

リーマンショックを境にディベロパーが多く破綻し、資金繰りに余裕のある「メジャーセブン」を中心に大手のシェアが高まり、期末に売り急ぐこともなくなり、供給が絞られる中で、価格が維持される傾向が強くなった。

【首都圏マンションの新規供給戸数と平均価格（12か月移動平均）】



(出典) 不動産経済研究所「首都圏新築分譲マンション市場動向調査」より加工作成

略をとっているもので、なかなか下がってきません。新規参入するところがあればいいのではないかとという話もありますが、現実には難しいようです。

人口動態としても、日本全体では人口が減少していますが、東京への流入はまだまだ続いています。総務省の「住民基本台帳人口移動報告」によれば、コロナ禍の二〇二〇年は一時期マイナスに転じました。ところが、東京の人口移動について、季節性を考慮して一二月移動平均で見みると、実はコロナ禍の最中でもマイナスには落ち込んでいません。そして、コロナ禍が落ち着いてくるにつれて再び東京への転入超過が増加していきます。

加えて、今、インバウンドも増加しています。東京への転入超過数と訪日外客数（一二月移動平均）を重ねてみると、非常によく似た動きをし

ています。ともにコロナ禍で大きく落ち込み、その後、渡航規制等の影響もあって訪日外客数の立ち上がりは若干遅かったものの、同じようなペースで回復してきています。

インバウンドが増えると、当然ながら宿泊施設が必要になり、ホテルの建設需要が高まるわけですが、マンション建設用地はホテルの建設用地とバッティングするため、建設費だけでなく用地取得費も上がってしまい、なかなか価格が下げられないといった事情もあります。地価の見直しについても、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」によると、これまでは「下がる」と回答した人が多かったのが、足元では「上がる」と回答した人が増えています。地価の動向は強い状況にありませぬので、皆さんがそう思っているのであれば、多少強気につけても大丈夫だろうということ、マンションは非常に高い価格設定が続いてい

ます。

一九八〇年代は専業主婦世帯が圧倒的に多かったのが、この四〇年間で専業主婦世帯と共働き世帯の勢力は完全に逆転しました。そういった方々は、子育ての利便性やタイムパフォーマンスを意識して、より都心への居住を志向する人が多くなってきました。コロナのころは、テレワークが普及し、これからは郊外の戸建てに人気が出るという話がありました。そういった部分があったのは事実でしょうけれども、言われているほどには顕在化しなかつたというのが実態ではないかと思えます。

収入については、全国の全年齢階層で見た場合、年収一〇〇〇万円以上の世帯は七・八%と一割を切っています。しかし、東京都特別区部で、働き盛りの三〇〜五〇代の共働き世帯に限って見ると、年収一〇〇〇万円以上の世帯は五三・四%

と過半を占めており、いわゆるパワーカップルは決して例外的な存在ではありません。ここは鶏と卵の議論で、「都区部に家を買えるから年収が高い」という部分もあるのですが、実際にそのような年収水準の方が住んでいるのです。先ほど述べたように、金利が1%であれば、借りられる金額は年収の約九倍です。つまり、年収一〇〇〇万円であれば、九〇〇〇万円をローンで借りて、頭金を足せば一億円のマンションに手が届くという話でありまして、億ションはかつてのように特別なものではなくなくなってきているように思います。

そうはいっても、首都圏の新築マンションは価格が上がり、手が届きにくくなっているのも事実です。日本は中古に対するアレルギーがまだまだ強く、家を買うならやはり新築という人が多いものの、さすがにここまで新築マンションの価格が上がってくると中古も選択肢として入ってきま

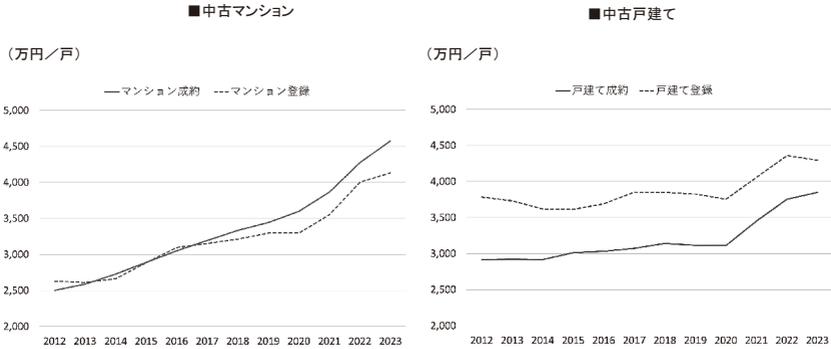
す。二〇一六年以降、八年連続で中古成約戸数が新築発売戸数を上回っており、昨年はその差が一〇一戸と最大になりました。新築を買えない人たちが中古のマーケットに入ってきている中で、中古マンションの価格も新築とほぼパラレルに上昇しています。かつて日本の中古住宅は、価格が上がりにくいどころか下がってしまうと言われていました。日本もようやくアメリカのように住宅の資産価格が維持されるようになってきたのだとすれば、これはいい現象だと思えます。

それでも、中古マンションはさすがにどのようなかという人は戸建てを検討します。こちらのグラフは、中古マンションと中古戸建ての登録価格（売出価格）と成約価格を見たものです（図表14）。マンションについては、登録価格、成約価格ともに右肩上がりで、成約価格が登録価格を上回っています。ただしこれは、一対一で対応している

図表14

首都圏の中古住宅の登録価格と成約価格

首都圏の中古住宅の登録価格と成約価格を見ると、マンションでは成約価格が登録価格を上回っているのに対し、戸建てでは成約価格は登録価格を1～2割下回る状況が続いている。それでも、マンション価格が上昇を続けた結果、資材価格の高騰やコロナ禍での需要増加もあり、戸建ての価格も上昇してきている。



（資料）（公財）東日本不動産流通機構より

わけではない、つまり、売り出した価格よりも高く成約したことを意味しているのではありません。登録物件はワンルームなど小規模なものが多い。全体として価格が低く出やすい部分があるため、このような形になっています。しかし足元では、単価で見ても登録価格と成約価格は非常に接近してきており、売ろうと思った価格で売れるという市場環境にあります。

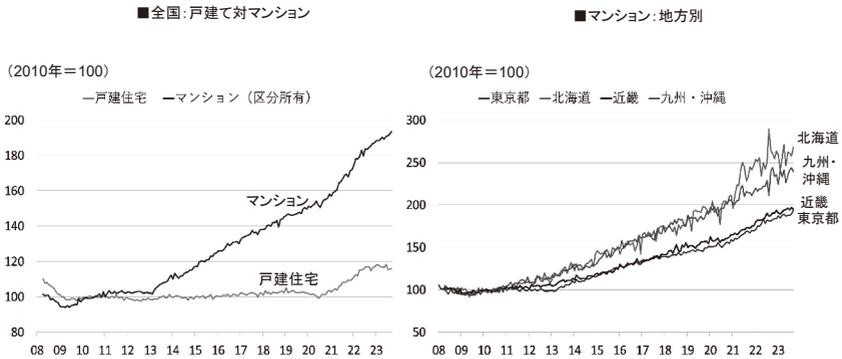
片や戸建ては、登録価格に対して成約価格はかなり低く、売ろうと思った価格で売れていないのが現状ですが、戸建ての価格も徐々に上がってきています。

全国的にも、戸建てとマンションの価格の動きは大きく異なります（図表15）。国交省が発表している「不動産価格指数」で見ても、マンションはこの一〇年ずっと右肩上がりなのに対し、戸建ては二〇二〇年ごろまで横ばい状態です。その後

図表15

国土交通省「不動産価格指数」

国土交通省「不動産価格指数」で見ても、戸建て住宅よりもマンションの方が価格の上昇が顕著。それは首都圏に限った話ではなく、むしろ北海道や九州の方が東京都よりもマンション価格の上昇は急激となっている。



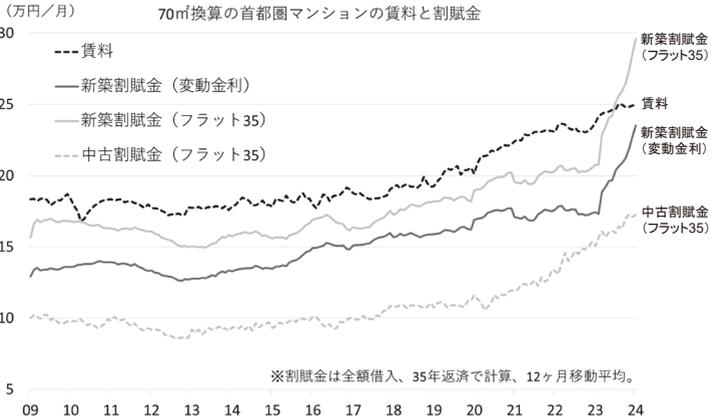
ウッドショックもありましたが、その割に価格は上がりませんでした。ただ、この二〜三年は、マンションの価格が上がり過ぎたこともあり、戸建てのほうも上がってきています。マンションの価格上昇は、首都圏に限った話ではありません。むしろ、北海道や九州のほうが東京よりも上昇ペースが速いです。札幌や福岡といった地方中核都市における人口集中と相まって、地方部でもマンションの人気が高まっています。

先ほどのアメリカの話と同様に、そこまで物件価格が上がっているのであれば、家を買わずに賃貸に住めばいいという話になるわけですが、賃料も上昇しています。このグラフは七〇平米換算の首都圏マンションの賃料と割賦金を示したもので、首都圏の賃料の平均は月二五万円です(図表16)。かなり高い印象を持たれるかもしれませんが、これが実際の数字です。

図表16

首都圏マンションの賃料と価格

首都圏新築分譲マンションの価格上昇により、フラット35を借りた場合のローン返済額は賃料の水準を超えている。変動金利ならまだ賃料よりは低いが、かなり接近している。中古はなお割安感が残る。



(出典) 東京カンテイ、(公財) 東日本不動産流通機構、不動産経済研究所「首都圏新築分譲マンション市場動向調査」より加工作成

片や、ローンを組んでマンションを買う場合はどうか。新築でフラット35を借りた場合、八〇〇万円の物件を一％台後半の金利でローンを組むと月々の返済額は三〇万円近くになり、さすがに賃貸にはかないません。一方、新築でも変動金利であれば〇・三％台ですので、かろうじて賃料と拮抗する水準です。さらに中古であれば、フラット35を借りても賃料よりは大幅低いです。つまり、ローンを組んで七〇平米程度の中古マンションを買うほうが、同じ平米のマンションを賃貸するより安いということです。

ただし、これはあくまで理論値でありまして、実際のところ、七〇平米の賃貸マンションはなかなかないのがマーケットの現状です。五年に一回実施される「住宅・土地統計調査」(平成三〇年)によると、持家(ここでは注文・分譲住宅+分譲マンション)では七〇平米以上の比率が高い

です。しかし、賃貸、特に民間借家は、二〇平米未満もしくは二〇平米台のワンルームタイプが非常に多く、ファミリータイプでも七〇平米以上のものはほとんどありません。子育て世帯が広い家を探そうと思っても、賃貸ではなかなか見つからない。ゆえに家を買うという選択肢しかないのが現状です。そういった中で、今後の金利情勢が非常に重要になってくるというのが今の日本の住宅市場の全体像ではないかと思えます。

資料が多く、駆け足かつ早口の説明になりましたが、私の話は以上です。御清聴、どうもありがとうございました。ありがとうございました。(拍手)

○高木常務理事 金融政策に始まり、非常に幅広いお話をいただきました。ありがとうございます。御

ここからは質疑応答に移りたいと思います。御

意見、御質問、いかがでしょうか。

それでは、私から二つ御質問したいと思います。

一つ目は、日米金利差と為替の相関についてわかりやすく御説明いただきましたが、この金利は短期なのか長期なのか。今後、為替を考えていく上でどういった金利をウオッチしておけばいいのかという観点から、教えていただければと思います。

二つ目は、アメリカでは商業用不動産の不況が銀行の経営にも影響しているというお話がありました。ニュースを見ると、アメリカの不動産市場では、在宅勤務の広がりがかなり影響しているという話がよく聞かれますが、実際のところ、アメリカでは在宅勤務の影響はどの程度出ているのか。そして、日本においてはどのような影響が出ているのか、あるいは出ないのか。その

あたりを教えてくださいただければと思います。

○小林 日米金利差については、それぞれの一〇年国債利回りの日次データです。日銀の白川元総裁は、日米金利差が為替に影響するという話の中で、二年国債の利回りが有意であるとおっしゃっていました。最近は二年よりも一〇年のほうが「当たり」がいい状況が続いています。ただ、これはその時々マーケットの関心がどこにあるかによって変わってくると思いますので、何が正しいということではありませんが、こちらでは一〇年国債の利回りを使っています。

二点目の商業用不動産についてです。

アメリカではテレワークが普及し、特にオフィスの価格がかなり下落していますが、商業用不動産と住宅の一番の違いはローンの商品設定です。先ほど述べたように、住宅ローンは三〇年固定が一般的です。したがって、今、金利が非常に上がっ

ている中でも、低利で借りた人たちはそのまま固定しているため、さほど影響は出ていません。

一方で商業用不動産は、融資期間が短く、満期に借り換えでロールオーバーしていくのが一般的です。利上げ局面の中では、リファイナンスする際に高い金利で借り換えざるを得ない。加えて、FRBが四半期に一回、銀行の融資審査担当者に行っているサーベイを見ると、審査基準が厳格化する傾向が強まっており、そもそも銀行がリファイナンスにに応じてくれない。こういったことから、オフィスについては非常に厳しい状況にあると言われています。

ただ、昨今話題になっているニューヨーク・コミュニティ・バンクは、ニューヨークのど真ん中にあるマンハッタンのオフィスビルが空室になつた影響で財務が悪化しているわけではありません。あのあたりは賃貸住宅が非常に多いのです

が、ニューヨークには家賃規制が導入されており、賃貸住宅の空室率は下がってきているけれども家賃を上げられない中で、家賃規制の対象になつてはいる賃貸住宅に対するエクスポージャーが非常に大きかった。また、貸し倒れに対して引当金を積んだり、昨年、破綻した銀行を買収したことで資産規模のクラスが一つ上がって資本規制が厳しくなつた、そういう影響もあります。

したがって、個別性が非常に強く、押しなべて商業用不動産が不調だから米銀の金融システム上の問題が広範に顕在化しようかという、恐らくそうではない。中堅規模の銀行の経営破綻といったリスクが広がってきたときに、その都度そこにフォークスが当つてしまうとマーケットにリパカッションが生じる、このような状況がしばらく続くのだらうと思います。

○高木常務理事 日本はいかがですか。在宅勤務

の影響は、結局それほどなかったという感じなのでしょうか。

○小林 日本の商業用不動産は専門でないのでも言えませんが、日本人は出社率が高いとよく言われます。住宅の話になつてしましますが、週に何日かでも出社するとなると、郊外の戸建てよりも都心部のマンションのほうがいいと思う人が多いというのが最近の状況ではないかと思えます。

○質問者 高層マンションの相続税の扱いが変わつてくるといった動きがありますが、これはどのように影響するのでしょうか。

また、今日のお話にはあまり関係ないのですが、中国の状況は日本と同じだという意見があります。住宅マーケットを国際的に比較されている立場から、そのあたりはどのように御覧になつているのか、教えていただければと思います。

○小林 いわゆるタワマン節税については、不公平感が強いということで見直しが検討されています。業界の中では、あまり影響はないのではないかとという声が多いと聞いておりますが、そこは正直、何とも言えないところです。

中国については、日本のバブル崩壊のころと重ねて見る向きが多いと思います。人口動態で見ても、一人っ子政策の影響でこれから徐々に生産年齢人口比率が下がってきますし、そのタイミングはまさしく一九九〇年当時の日本と同じという話もあり、非常に懸念されるのですが、中国は、日本の轍を踏まないように、これまで日本のことをよく研究してきたはずだと言われています。

しかし、昨今の中国の政策対応等を見ていると、経済合理性に基づいた対応が行われているのか、若干疑問があります。政治的になかなか対応

しにくい部分があることによって政策対応が後手に回り、日本のような状況になってしまっているのかという点については、非常に不透明感があるという印象を受けていますが、データの透明性・正確性についてはなかなか難しい部分がありますので、計量的にどうというのはちょっと申し上げにくいところかと思えます。

○高木常務理事 そのほかにございますでしょうか。——それでは、本日の講演会は以上で終了したいと思います。

小林様、どうもありがとうございました。（拍手）

（こばやし まさひろ・ニッセイ基礎研究所客員研究員）

（本稿は、令和六年三月一三日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

小林正宏氏

御 略 歴

1965年福岡県生まれ。1988年東京大学法学部卒業、住宅金融公庫入庫。海外経済協力基金マニラ事務所駐在員、国際協力銀行副参事役、米国ファニーメイ特別研修派遣、住宅金融支援機構審議役を経て2023年7月より現職。早稲田大学大学院経営管理研究科非常勤講師（現任）のほか、中央大学経済研究所客員研究員、早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師、アジア太平洋住宅金融連合 Advisory Board Member を歴任。

2012年度日本不動産学会論説賞、2023年度資産評価政策学会論説賞 受賞。

主な著書

「サブプライム問題の正しい考え方」（中央公論新社、2008年、共著）

「世界金融危機はなぜ起こったのか」（東洋経済新報社、2008年、共著）

「通貨で読み解く世界経済」（中央公論新社、2010年、共著）

「通貨の品格」（中央公論新社、2012年）など