

マイナス金利政策解除後の住宅市場

— 追加利上げなら影響は次第に顕在化するも、
為替レートや転入者数の動向次第では影響が一部緩和 —

2024年3月19日 調査部 白須 光樹

T E L 045-225-2375

E-mail: m-shirasu@yokohama-ri.co.jp

【要約】

日本の金融政策が正常化に向かう中で、金利上昇による経済への影響に注目が集まっている。特に利上げは、住宅ローン金利の上昇を通じて、家計の住宅購入行動に大きな影響を与えることが懸念されている。そこで本レポートでは、利上げによって住宅着工戸数(全国)がどの程度変化するかを考えたい。ここでは、金利負担も考慮されている住宅取得能力指数と、住宅着工戸数の関係性を推計し、利上げの住宅着工戸数への影響を簡易的に試算した。

住宅取得能力指数と住宅着工戸数(持家と分譲住宅の合計値)には、統計学的に有意な正の相関関係が確認できた。この関係性を用いて考えると、マイナス金利政策の解除(0.1%の利上げ)による住宅着工戸数全体の下押し圧力はゼロ%台にとどまるものの、利上げ幅が0.5%になると下押し圧力は1%を超え、利上げの効果が目立ってくるのが分かった。

もっとも、他の条件を一定とした場合、利上げは、為替レートの円安を抑制することを通じて、輸入資材価格の上昇に歯止めをかけ、住宅価格の高騰を抑える効果があると考えられる。こうした点も考慮すれば、利上げの住宅着工戸数への下押し圧力は小さくなるだろう。また、住宅投資の動向を考える上では、人口動態も重要である。神奈川県のように人口が転入超過の地域では、利上げによって、住宅需要のトレンドが大きく下振れする可能性は低いと言えよう。

1. 金融政策は正常化に向かっている

物価高が長期化する中で、日本の金融政策は正常化に向かっている。長期金利(10年物国債金利)の操作については、日本銀行の2023年10月の金融政策決定会合において、上限の1%も「目途」の扱いとなるなど、昨年も一段と正常化が進んでいた。長期金利は2022年以降、振れを伴いながらも上昇傾向にある。また、金融市場では、日本銀行がマイナス金利政策を解除後、それほど遠くない時期にゼロ金利政策も解除すると予想されている。

短期金利が明確なプラス圏に浮上する局面に近いが、一般的に利上げは景気抑制的な効果を持つ。白須(2024)において、「足元の物価情勢の下では、ゼロ%台の政策金利水準は緩和的」と述べたが、金利の影響を受けやすいと考えられる住宅投資に限って言えば、大きな影響が出る懸念はある。住宅金融支援機構が2024年1月に発表した「住宅ローン利用調査」によれば、23年4~9月期時点で、住宅ローン利用者の7割超が「変動型」の金利でローンの借入れをしている。住宅ローンの変動金利は短期金利の動向に大きく影響を受けるため、利上げの影響は日本の住宅市場では大きくなりやすいと言える。

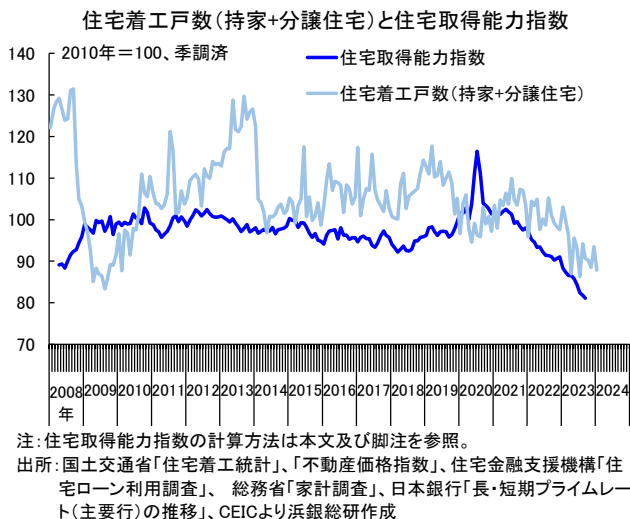
そこで以下では、利上げによって、住宅着工戸数（全国）がどの程度変化するのかを試算した。ただ、日本では、長期にわたって短期金利がゼロ%前後で推移してきた。このため、過去の住宅着工戸数と短期金利のデータから直接的に短期金利変動による影響を試算することが困難である。ここでは、金利負担も考慮されている住宅取得能力指数と、住宅着工戸数の関係性を推計し、利上げの住宅着工戸数への影響を簡易的に試算した。

2. 住宅取得能力指数と住宅着工戸数(持家+分譲住宅)には正の相関関係がみられる

住宅着工戸数の主要な項目は持家と貸家、分譲住宅である。今回の分析では、利上げが家計の住宅購入行動に変化を与える影響をみるために、持家と分譲住宅の着工戸数に絞って分析を行った¹。これらの着工戸数は、住宅取得能力指数の影響を受けると考えられる。

まず、内閣府（2023）を参考に住宅取得能力指数を試算する²。住宅取得能力指数とは、住宅価格³と家計の資金調達可能額⁴の比率のことで、本レポートでは、分析の分かりやすさのために指数表示としている。同指数は、今、住宅を購入しようとする人にとっての購入のしやすさを示す指標と言える。なお、内閣府（2023）の住宅取得能力指数の計算では、住宅ローン金利は固定金利タイプであることが計算の前提条件となっている。しかし、前述のように、最近の変動金利タイプの住宅ローンを組む人の割合が高まっており、利上げによる変動金利上昇の影響を無視できない。本レポートでは、

図表 1 住宅取得能力指数は足元で低下傾向



図表 2 住宅取得能力指数は持家+分譲住宅の着工戸数と正の相関

住宅着工戸数と住宅取得能力指数の関係の推計

被説明変数		log(住宅着工戸数) <持家+分譲住宅>	
切片		-31.30 (8.278)	***
説明変数	log(住宅取得能力指数)	0.351 (0.126)	***
	log(人口)	3.167 (0.718)	***
	log(景気動向指数)	0.673 (0.068)	***
自由度調整済み決定係数		0.373	
サンプル期間		2008年4月～2023年9月	

注: 推計方法は本文及び脚注を参照。***は1%有意、()内は標準誤差。
出所: 国土交通省「住宅着工統計」、「不動産価格指数」、住宅金融支援機構「住宅ローン利用者調査」、総務省「家計調査」、「人口推計」、内閣府「景気動向指数」、日本銀行「長・短期プライムレート(主要行)の推移」、CEICより浜銀総研作成

¹ 利上げは、貸家の採算性を下押しするため、貸家の着工戸数にもマイナスの影響を与えと考えられる。内閣府（2007）でも取り上げられている貸家採算性指数は、金利上昇により低下（採算が悪化）することになる。

² 本レポートの計算では、データ取得の都合上、住宅ローン固定金利を長期プライムレート、変動金利を短期プライムレートと仮定した。実際の住宅ローン金利ではないものの、各タイプの住宅ローン金利は、各レートに連動しやすいと考えられる。住宅ローンの借入期間は両者ともに35年間とした。

³ 本レポートでは簡単化のため、国土交通省「不動産価格指数」の「住宅総合」を用いる。データは全国の季調値。

⁴ 資金調達可能額は、貯蓄額と借入可能額の合計である。借入可能額は、毎月返済額の割引現在価値である。貯蓄額と毎月返済額については、内閣府（2023）に倣い、総務省「家計調査」を用いて計算した。

やや粗雑な方法だが、変動金利タイプの住宅ローンを選択する人は現時点の変動金利の値を踏まえて資金調達可能額を想定すると仮定する⁵。

計算した住宅取得能力指数の動向を確認すると、2020 年前後の時期に高水準で推移してきた同指数は 22 年以降、大きく低下している（図表 1）。コロナ禍前まで景気回復や金融緩和策の効果などで、資金調達可能額は緩やかな上昇傾向で推移してきた。また、コロナ禍以降は、貯蓄額の増加により資金調達可能額が一段と押し上げられた^{6, 7}。しかし、足元では資材価格の高騰などによって住宅価格が上昇しており⁸、住宅取得能力指数を下押ししている。つまり、平均的な家計にとっては、住宅の購入が難しくなっているということである。

また、図表 1 からは、住宅取得能力指数と、持家と分譲住宅の住宅着工戸数の間には、明確な連動性は見出しづらい。当然のことながら、住宅投資は家計の住宅取得能力だけでなく、人口動態による潜在的な住宅需要や、雇用情勢などの景気動向に影響を受けるためであろう。

図表 2 では、住宅取得能力指数と人口、景気動向指数を説明変数、住宅着工戸数のうち持家と分譲住宅の合計値を被説明変数として回帰分析を行った。これをみると、持家と分譲住宅の着工戸数の合計値と住宅取得能力指数との間には統計学的に有意な正の相関関係が確認できる。図表 1 を再度確認すると、足元では、持家と分譲住宅の着工戸数が減少傾向にあるが、この背景には住宅取得能力指数の低下があると推察される。

3. マイナス金利解除の影響は限定的、利上げ幅がゼロ%台半ばになると次第に影響が顕在化へ

図表 2 にもあるように住宅取得能力指数と、持家と分譲住宅の着工戸数の合計値との間には、統計学的に有意な正の相関関係が確認できた。この結果を利用して、利上げによる持家と分譲住宅の着工戸数の下押し圧力を計算し、住宅着工戸数全体がどの程度マイナスの影響を受けるのか試算する⁹。なお、この試算では、利上げ幅が完全に短期プライムレートに反映されると仮定している¹⁰。加えて、利上げ幅が長期プライムレートにもそのまま反映されると仮定して計算を行った¹¹。また、貸家などの

⁵ すなわち、現在の変動金利タイプの資金調達可能額の計算において、割引率の合計値は、直近の短期プライムレートで計算するということである。また、毎月返済額は一定として計算した。

⁶ 住宅取得能力指数は、2020 年に極めて高水準の時期がある。これは、コロナ禍を受けて緊急事態宣言の発出や特別定額給付金の給付があったことが影響している。緊急事態宣言の期間中（まん延防止等重点措置の期間中も同様）は、外出自粛により、人々は消費（特にサービス消費）をしづらい環境にあった。また、特別定額給付金の給付も巨額の給付だったと言える。これらの結果、貯蓄額が大きく増加し、資金調達可能額の増加を通じて、住宅取得能力指数が上昇した。

⁷ なお、資金調達可能額には、総務省「家計調査」の家計簿の改正（2018 年が移行年、2019 年 1 月から新家計簿に全面入れ替え）が影響している可能性がある。可処分所得については、総務省が公表している変動調整値の前年比で調整を試みてはいるものの、資金調達可能額は家計簿の改正の影響が完全には調整されていないことに注意が必要である。

⁸ 田口（2023）は、資材価格の高騰などによって住宅の原価が上昇し、住宅販売価格の押し上げに寄与していることを指摘している。

⁹ 金利上昇により割引率の計算結果が変わるため、住宅取得能力指数も変化する。住宅取得能力指数の変化率を計算し、その値を図表 2 の住宅取得能力指数の係数の推計結果に乘じることで、持家と分譲住宅の着工戸数の変化率を求めた。この結果に、2023 年の住宅着工戸数に占める持家と分譲住宅の割合（57.4%）を乗じて、住宅着工戸数全体への下押し効果とした。なお、金利以外の他の条件は一定としている。実際には、短期金利の先高観が高まってくると、固定型の住宅ローンの比率も高まると考えられるが、この点は今回の分析では考慮していない。

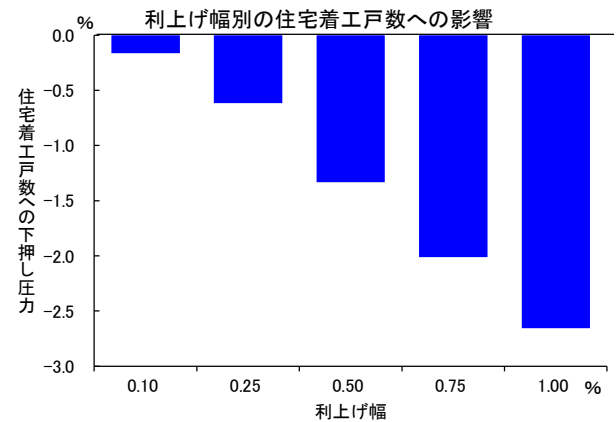
¹⁰ 実際には、利上げ幅が小幅な場合、短期プライムレートが上昇しない可能性もある。

¹¹ 利上げは、長期金利（10 年物国債金利）の押し上げ圧力となることを通じて、長期プライムレートにも影響すると考えられる。本来的には、利上げ幅がそのまま長期プライムレートに反映されることはないが、計算の複雑化を避けるため、この

着工戸数は一定としている。今回の分析は、ラフな方法を用いているため、結果は幅を持つてみる必要がある点には留意されたい。

結果は図表3に示した通りである。例えば、利上げ幅が0.10%（マイナス金利政策の解除に相当すると考えられる¹²⁾）の場合、住宅着工戸数の下押し圧力はゼロ%台前半にとどまる。一方、利上げ幅が0.5%（マイナス金利政策の解除後、0.25%の利上げを2回実施した場合に相当する¹³⁾）を超えてくると、着工戸数の下押し圧力は1%を超えてくる。従って、利上げによる住宅投資へのマイナスの影響は、マイナス金利政策の解除のみであれば限定的であるものの、政策金利がゼロ%台半ばまで引き上げられてくると、次第に影響が実感されるようになると予想される¹⁴⁾。

図表3 マイナス金利解除の影響は軽微、ゼロ金利解除以降、影響が顕在化



注：計算方法は本文及び脚注を参照。

出所：国土交通省「住宅着工統計」、「不動産価格指数」、住宅金融支援機構「住宅ローン利用調査」、総務省「家計調査」、「人口推計」、日本銀行「長・短期プライムレート（主要行）の推移」、CEIGより浜銀総研作成

4. 神奈川県のように転入超過（社会増）の地域では、利上げの影響が一部緩和されるとみられる

以上の分析結果は、利上げのマイナス面（住宅ローンの借入れがしづらくなる点）にだけ注目した議論であることには注意が必要である。

前述のように、足元の住宅取得能力指数の低下は、住宅価格の上昇が大きく影響している（図表4）。住宅価格上昇の原因の一つは、資材価格の高騰である。足元の資材価格の推移をみると、2021年以降、輸入資材の価格上昇と連動する形で、国産資材価格も大きく押し上げられていることが分かる（図表5）。また、輸入資材価格の上昇率を簡易的に要因分解すると、2022年以降、為替レート要因による押し上げ効果（円安による押し上げ効果）が、製商品価格要因による押し下げ効果（資材関連の商品市況の下落効果）を一部相殺している（図表6）。2022年以降の歴史的な円安は、物価高を受けて各国が金融引き締めを踏み切る中で、日本が金融緩和策を継続してきた結果でもある。この点が、利上げによって修正されるのであれば、円安が抑制され、資材価格の上昇と住宅価格の上昇も徐々に落ち着くと考えられる¹⁵⁾。利上げが住宅投資にプラスに作用する面もあるだろう。

また、図表2の結果をみると、人口と住宅着工戸数（持家と分譲住宅の合計値）の間にも統計学的

ような仮定を置くことにした。

¹²⁾ ここでは、マイナス金利の解除によって、無担保コールレート（オーバーナイト物）が「-0.1～0.0%」から「0.0%～+0.1%」に引き上げられることを想定している。

¹³⁾ 本レポートを執筆している2024年3月18日現在、マイナス金利政策の解除後の利上げ幅に関する日本銀行からのメッセージはない。ただ、利上げは0.25%を1単位と考えるのが国際標準であり、日本銀行も前回2006年の利上げ時には0.25%刻みの利上げを実施している。

¹⁴⁾ この計算は利上げの直接的な影響のみを考えている。利上げが始まり、それが継続されるとの予想が家計の間に広がれば、住宅投資への影響の出方はこのような単純な動きにはならない可能性もある。

¹⁵⁾ 藤原（2022）は、資材価格の上昇が住宅着工戸数を統計学的に有意に押し下げると指摘している。逆に言えば、資材価格の低下は住宅投資を押し上げると言える。

に有意な正の相関関係が確認できる。人口も住宅投資の動向に大きな影響を与える要素であり、地域間の人口動態の差は、地域の潜在的な住宅需要を決定すると考えられる。この観点から言えば、人口の転入超過（社会増）が継続している神奈川県は、潜在的な住宅需要も底堅いと言える（図表7）。神奈川県も全国と同様、利上げによる住宅投資へのマイナスの影響を受けるものの、転入者数が多いため、住宅需要のトレンドが大きく下振れする可能性は低いと言えよう。

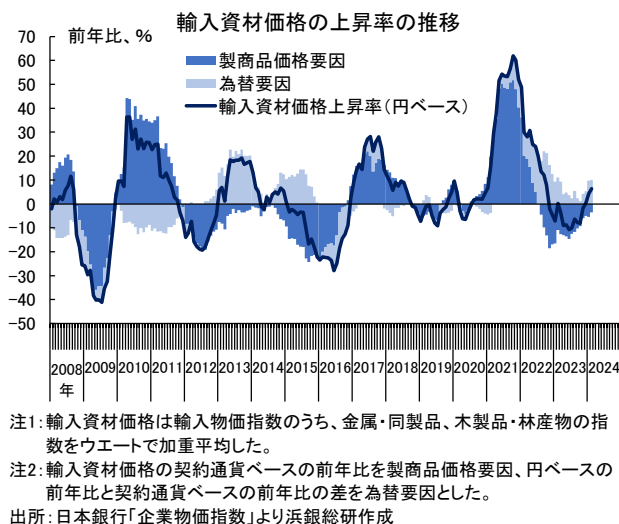
図表4 2021年以降、住宅価格は高騰



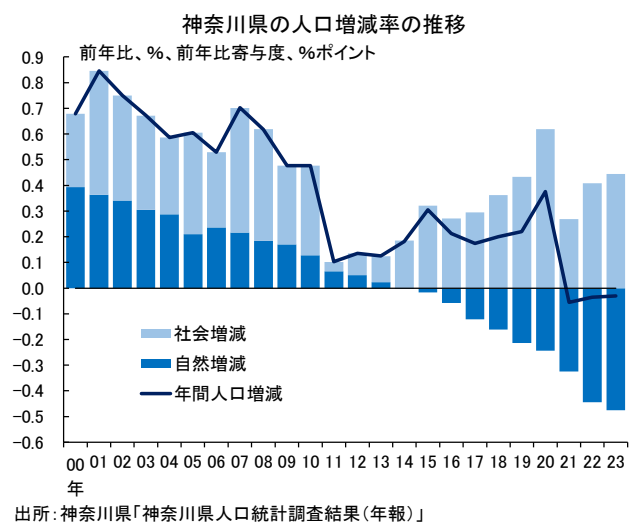
図表5 資材価格は高止まり



図表6 円安は輸入資材価格の押し上げ要因



図表7 神奈川県は人口の転入超過(社会増)が継続



参考文献

白須光樹（2024）「マイナス金利政策の解除は正常化の通過点」、Economic View No.74、浜銀総合研究所

田口恵理子（2023）「神奈川県内の建売住宅販売市場の現状と展望—24 年度には住宅取得環境の改善で成約件数が持ち直しへ—」、かながわ経済情報、2023 年 11 月号、浜銀総合研究所

内閣府（2007）『日本経済 2007－2008—景気回復 6 年目の試練—』

内閣府（2023）『日本経済 2022－2023—物価上昇下の本格的な成長に向けて—』

藤原和也（2022）「商品市況高の長期化が住宅・建設投資の重荷に」、Economic View No.54、浜銀総合研究所

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。