

日銀の金融政策修正による住宅市場への影響は？

KEY POINT

- 昨年12月の日銀の金融政策修正による住宅市場への影響は限定的。住宅ローンの大部分を占める変動金利への影響がないことに加え、シェアの少ない固定金利の上昇幅も米国と比べれば限定的にとどまる。
- ただし、賃貸住宅への投資需要については、投資による利ザヤが過去と比べても相応に縮小する可能性がある。投資需要の過熱感に陰りが出てくれば、販売価格にも一定の影響があるとみられ、今後注目。
- 近年の住宅市場は、かつてのバブル期とは異なり、人口動態等の影響から都市部の一部の過熱感のみが高まっている二極化の構造。低金利からの脱却が進めば、二極化の動きがさらに強まる可能性。

1. 日銀金融政策修正は住宅市場にどう影響？

昨年12月20日に、日本銀行は多くの専門家の予想に反して、イールドカーブコントロール（以下YCC）政策の修正に踏み切った。その詳細については、弊社菅野チーフエコノミストのレポート（[リンク](#)ご参照）にまとめられているが、本稿では注目される住宅市場への影響について取り上げてみたい。

言うまでもなく、住宅市場に対して金利は影響を及ぼす。多くの世帯が住宅ローンを組んで住宅を購入している。そのローン金利を左右する政策金利に大きな変化が起こったわけだから、その影響が注目されるのは当然だ。

今回の政策修正の決定による住宅ローン金利への影響を考えるにあたり、日銀の金融政策修正の内容のうち、政策金利にかかわる部分を改めて確認すると下記の通りだ。

- ①短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用（不変）
- ②長期金利：10年物国債金利の目標値は0%程度とし、変動幅を「±0.5%程度」に拡大

要するに、ポイントは①短期金利の政策変更はなし、②長期金利の変動幅が変更されたという点だ。

2022年は米国の急速な利上げによる長期金利の上昇により、日本の長期金利にも上昇圧力が急激に強まった。しかし、日本銀行は長期金利の目標値を「0%±0.25%程度」に設定していたため、0.25%を超える金利上昇を連続指値オペの導入等により抑制し続けた。その結果、米金利との乖離は大きくなった（図表1）。つまり、日銀の抑制措置がなければ、本来の長期金利はもっと上昇するはずだったというわけだ。

実際、政策決定会合後、日本の長期金利は大きく上昇して、1月6日には現状の上限である0.5%に達した。もちろん日本の景気・物価の情勢のみならず、米国の動向なども金利に影響を及ぼすため、今後の長期金利の予測は簡単ではない。しかし、足元では3か月先1か月物のOIS金利も0%近傍まで上昇しており、債券市場は日本銀行のさらなる政策修正が比較的早期に実施されると見込んでいるようで、当面は長期金利の高原状態が続くそう。

図表1: 日本・米国の10年物国債利回り

連続指値オペ実施後、米国の長期金利との連動性低下



出所: Bloomberg

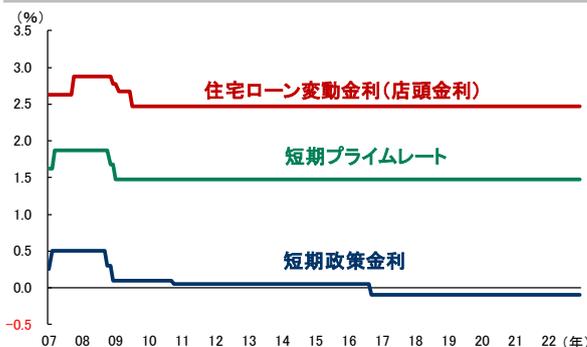
2. 大部分を占める変動金利には影響なし

それでは住宅ローン金利への影響について考えてみよう。住宅ローン金利は①変動型、②固定型、③固定金利選択型の3種類に分類される。住宅金融支援機構の調査によると、住宅ローンのうち①のタイプが70%以上を占めており、②は10%以下にとどまる。現状は、水準が相対的に低い変動金利の割合が非常に多い。

その変動金利は、短期政策金利（および短期プライムレート）に連動する（図表2）。前述したように、今回の政策修正では短期金利は不変のため、変動金利にも影響はない。よって、変動金利を通じて持ち家購入需要が早期に大きく減退するとは考えにくい。ローン負担増で住宅を手放す動きが出るとも考えられない。

図表2: 住宅ローン金利・変動型関連

住宅ローン変動金利は当面不変の見込み



出所: 一般財団法人住宅金融普及協会、Bloomberg

3. 固定金利は上昇も小幅、影響は大きくない

次に固定金利をみていこう。なお、選択型固定金利について、固定金利の設定期間は10年超が多く(住宅金融支援機構の調査)、固定金利の期間が相応に長いようだが、それでも固定金利と合わせても割合は30%に満たない。

固定金利は長期政策金利の目標である10年債利回り(および長期プライムレート)に連動する(図表3)。そのため、今回の決定による長期金利の上昇に連動して固定金利も上昇する可能性が高い。実際、報道によれば、大手銀行は1月から固定金利を引き上げる方針のようだ。

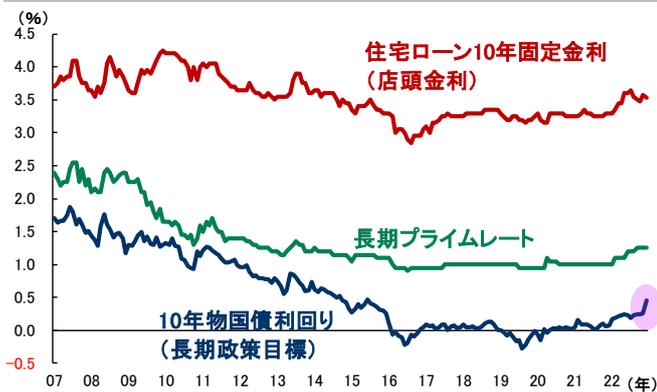
固定金利の上昇による住宅ローンの利払い負担増加は持ち家購入需要にマイナス要因になると考えられる。ただし、その程度については、現時点で過度の懸念は不要だろう。

まず、今回の政策修正による長期金利の上昇幅は最大でも0.25%PTに過ぎない。米国では、昨年10年物住宅ローン固定金利が年初の2.5%から6%近傍まで上昇した。日本と比べて上昇幅は格段に大きく、水準もはるかに高いため、米国では住宅需要が急激に冷え込んでいる。これと比べれば、日本の影響はかなり軽微にとどまるはずだ。

また、固定金利の上昇は新規の借入れが対象となり、既存ローンの固定金利が上がるわけではない。そのため、住宅ローン(固定型)を組んでいる世帯の利払い負担が増加して生活が困窮し、住宅を手放すようなことにもならない。

図表3:住宅ローン金利・固定型関連

住宅ローン固定金利は今後小幅に上昇する見込み



出所: 一般財団法人住宅金融普及協会、Bloomberg

4. 投資需要の変調の有無が今後の焦点

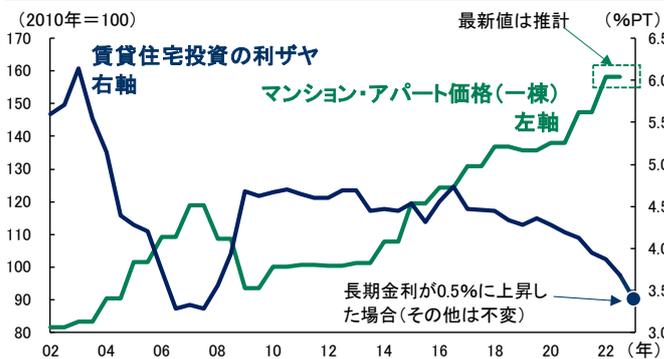
以上を踏まえ、今回の政策修正による影響が即座に住宅需要を大きく揺るがすような事態になることは考えにくい。

ただし、筆者は賃貸住宅への投資需要に今後変調の兆しが出てくるかどうかには注目すべきと考えている。図表4は、賃貸住宅への投資による利ザヤを計算したものだ。ここでの利ザヤとは、日本不動産研究所の調査から算出された賃貸住宅投資による期待利回りから、10年債利回りを差し引いた値だ。つまり、賃貸住宅への投資による収益率を表す。

これをみると、長期金利が0.5%に上昇(他の条件は一定)した場合、利ザヤはリーマンショック前の2006~07年時に次ぐ低さとなる。つまり、過去と比べて、今後の収益率は低い水準にあり、投資による妙味はかなり乏しくなるということだ。

図表4:賃貸住宅投資による利ザヤ

賃貸住宅投資利ザヤ縮小の見込み、投資需要に影響か?



(注)利ザヤ=ワンルームタイプの賃貸住宅(一棟)の期待利回り(東京城南地区)-10年物国債利回り。

マンション価格(東京都)の最新値は筆者推計の仮値。

(出所)一般財団法人日本不動産研究所、国土交通省、Bloomberg、SFGI

そうすると、さすがに賃貸住宅投資需要にはブレーキがかかり始める可能性がある。2016年以降、マンション・アパート価格(一棟)は過去最高値を更新し続けてきたが、その一因は過去と比べても低金利政策による利ザヤの厚みが確保されてきたことだ。実際、コロナ禍前の2019年までは優に4%を超える利ザヤがあった。しかし、コロナ禍で住宅需要が増加して価格がますます上昇したことで、賃貸住宅投資の期待利回りに低下傾向が強まる中、今般の日銀の政策修正による金利上昇も加われば、利ザヤはより一層縮小してしまう。

住宅需要のうち、持ち家購入および投資の比率を正確に測ることは困難ではあるが、例えば日銀の統計をみると、住宅ローン貸出残高は個人による貸家業への貸出残高の約5倍の規模だ。つまり、日本では持ち家需要の規模が相応に大きいと推察されるため、投資需要だけで住宅市場全体の動向が大きく左右されるわけではないだろう。

それでも近年の投資需要の増加はマンションやアパートの販売価格上昇の一因であったと考えられるだけに、今後はこの投資需要の動向に注目すべきだろう。なお、国際商品価格の下落等による建設コストの低下により住宅価格が下落すれば、利ザヤがある程度確保される可能性もある。当然ではあるが、金利以外の要因にも注目すべきだ。

5. 長期的には二極化加速の可能性

今回の日銀の政策修正だけを考慮すれば、住宅市場への悪影響を極端にリスク視する必要はない。しかし、懸念されるのは今後、日銀の政策修正がさらに進んで金利上昇余地がさらに拡大する可能性だ。YCC撤廃・マイナス金利解除となれば、短期・長期金利とも、これまでのように「永遠のゼロ」と呼ばれたような世界観からは大きく変わってくる。

弊社では、今後の日銀の金融政策のメインシナリオを、①2024年後半に長期金利の変動幅を±0.75%程度に拡大、②マイナス金利政策は予測期間中(2025年度)継続と想定している。詳細は弊社四半期見通し(リンクご参照)をご参照いただきたいが、これを踏まえれば、変動金利が上昇基調にじわるわけではなく、住宅市場への影響はやはりそれほど大きくないとみられる。ただ、固定型住宅ローン金利が一段と上昇すれば、新規の持ち家購入需要および投資需要が削がれることで、住宅価格の上昇に一服感が強まる公算はある。

また、2024年後半以降と想定される米国や日本の景気回復が予想以上に強いものとなれば、2025年中にYCC撤廃・マイナス金利解除のリスクシナリオが現実化する公算は否定できない。また、岸田政権が安倍政権と異なる政策スタンスを強めることにより、政権側からも金融政策の正常化圧力が一段と日銀に対して強まるかもしれない。

現段階ではまだまだ不確実性は非常に大きいですが、少なくとも、これまでのように、金利コストの変動をほぼ勘案せずに住宅ローンを組んだり、賃貸住宅に投資するといったことが今後難しくなる可能性が高まっていくことは確かだろう。

それでは極端な仮定だが、YCC撤廃・マイナス金利解除が現実化したとすれば、住宅価格が急落することになるのだろうか。YCC撤廃・マイナス金利解除が実施された場合、10年債利回りは自然利子率(=名目潜在成長率の1%近傍と想定)程度まで上昇すると想定する。この場合、住宅投資の利ザヤは過去の中で最も小さくなり、投資需要の冷え込みが住宅価格を一定程度下押しすることになる。ただ、一方で、持ち家購入需要については、住宅ローン金利が近年の最高値を大きく超えることはなく、結果として住宅価格全体が急落までに至る可能性は低いと筆者は考えている。

また、現状の住宅価格の過熱感の強まりの要因は、低金利というよりは二極化のほうがより大きいことも影響するだろう。

もし低金利によるコスト低下の要因が非常に大きいとすれば、日本の住宅価格は場所に関係なく、多くの地域で上昇するといった、まさに1990年前後のバブル期と同様の状況になっているはずだ。しかし、昨年公表された令和4年度都道府県地価(国土交通省)によれば、全国の住宅地のうち、まだ48%の地点の地価は下落しており、上昇地点(35%)を上回る。現状の過熱感はバブル期とは構造が異なることは明らかだ。

さらに東京都の住宅地に絞ってみても、駅から歩いて20分未満の地点であれば、地価が上昇している地点の割合が多いが、そこからさらに距離が長くなると明らかに下落地点の割合が高まる。都市部であっても、交通の利便性を踏まえた選別の動きが強いことが明らかだ(図表5)。

これを踏まえると、現状の住宅価格を押し上げている要因として、低金利よりも相対的に大きい点は①少子高齢化による都市部への人口流入増、②共働き世帯による都市中心部の住宅需要増が挙げられよう。

この少子高齢化と共働き世帯の増加、並びにそれに伴うライフスタイルの変化に伴って、「医職教」(医療・職場・教育)に近接する都市部への居住需要が非常に高まっていることが大きいと筆者はみている。

コロナ禍での在宅勤務の普及により、こうした構造が大きく変わるとの見方もあったが、結果的には構造が大きく変わるほどではなかった。足元では出社率が再び高まっていることも要因ではあるが、コロナ禍で一時減少していた都市部への人口流入も再び増加に転じている。

そう考えると、金利コスト上昇は住宅需要に対してももちろんマイナスではあるが、人が住みたい場所というのは容易には変わらず、現状の一部都市部(さらにその中でも利便性に優れた物件)の住宅価格が高止まりすることで、統計上よく用いられる住宅価格の”平均“値が、下がりにくい構造は続くのではないかと。

とはいえ、金利コストへの意識は人々の住宅を選別する目をより厳しくさせる。そのため、利便性にやや劣っていても相應の価格がついていると判断された住宅物件については、今後厳しい目線にさらされ、価格が調整する余地はありそうだ。そうならば、住宅価格全体(平均)の過熱感にも陰りが出てくるのではないかと。一方で、中身をよくみれば、二極化構造がますます強まることになっていくだろう。

現時点ではYCC撤廃・マイナス金利解除に近い将来に実現することを、確信をもって見通せる段階には全くないが、金利フリーの局面から脱却した場合の住宅市場への影響について、頭の体操を本格化させていくべきだろう。

宮嶋 貴之

図表5: 東京都・住宅地地点・地価前年比(令和4年都道府県地価調査より算出)

最寄り駅からの距離	平均地価伸び率	上昇	横ばい	下落
徒歩5分以内	2.0%	84.8%	12.7%	2.5%
徒歩5~10分未満	2.1%	91.4%	7.8%	0.8%
徒歩10~15分未満	1.6%	88.2%	10.1%	1.7%
徒歩15~20分未満	1.2%	82.2%	14.4%	3.4%
徒歩20~25分未満	0.7%	60.0%	30.8%	9.2%
徒歩25~30分未満	0.5%	50.0%	34.6%	15.4%
徒歩30分以上	0.0%	20.8%	46.8%	32.5%

(出所)国土交通省、SFGI



尾河 真樹 (おがわ まき)
 執行役員 兼 金融市場調査部長
 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
 金融市場調査部
 シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)
 金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
 金融市場調査部 担当部長
 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
 金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
 金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

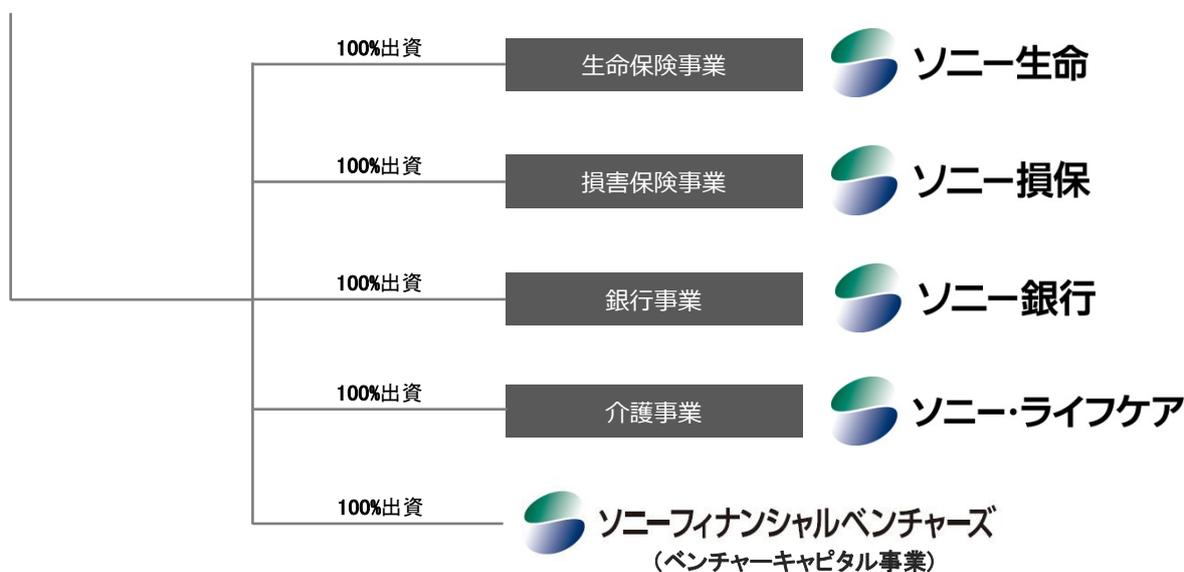
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>