

# 豪州住宅価格の行方と景気へのインパクト

## ～住宅価格の大幅調整および景気悪化との相乗的進行は回避へ～

### (1) 騰勢鈍る豪州の住宅価格

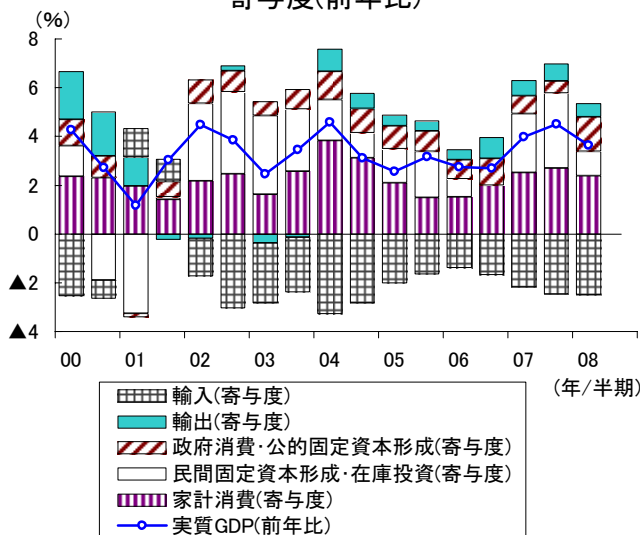
豪州経済は、08年春にかけて実質で4%前後の成長ペースを維持。需要項目別の成長寄与度をみると、実質ベースでは資源などの輸出拡大よりも、むしろ内需、とりわけ家計消費による牽引力の強さが確認可能(図表1)。

その家計消費については、資源価格上昇を主因とした名目所得の増加による押し上げのほか、近年は米欧の先進諸国と同様、住宅資産価値の上昇を追い風に拡大ペースを強めてきた側面あり。すなわち、住宅価格を説明変数にとり入れた消費関数にもとづく推計によれば、07年の実質家計消費伸び率は住宅価格の上昇により1.5%ポイント押し上げられたと試算(図表2)。

しかしながら、08年に入り、住宅価格(8州都加重平均ベース)の騰勢にかげり(図表3)。上記の分析を踏まえれば、豪州でも今後、米欧を追いかける形で住宅価格の調整色が強まっていく場合、「住宅価格下押し→個人消費下押し→景気悪化」の悪循環を招くリスクあり。

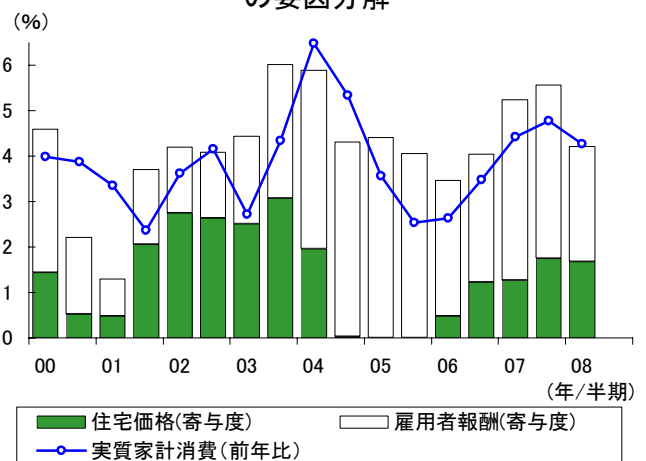
以上の問題意識のもとで、以下では豪州の住宅価格に今後、どの程度の調整余地があるのか、地域ごとの経済状況の違いを勘案しつつ検討。

(図表1) 豪州実質成長率の需要項目別寄与度(前年比)



(資料) ABS(豪州統計局) (注) 2008年上期は1～3月期値で算定。

(図表2) 豪州家計消費支出(実質、前年比)の要因分解



(資料) ABS(豪州統計局)資料をもとに日本総合研究所作成。  
(注1) 要因分解は以下の推計式にもとづく(係数下のカッコ内はt値)。

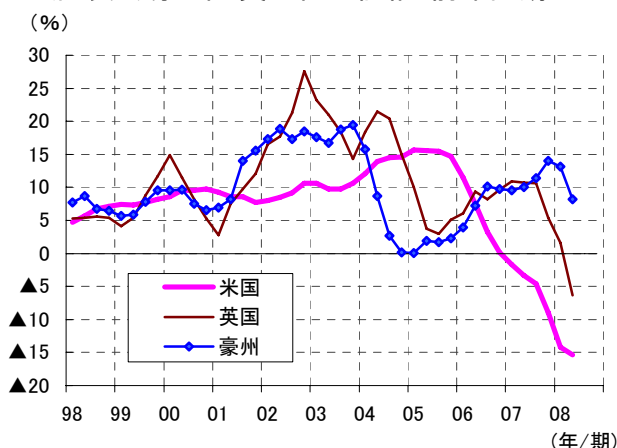
$$\ln(\text{実質家計消費}) = 3.318 + 0.678 \times \ln(\text{実質雇業者報酬}) + 0.179 \times \ln(\text{実質住宅価格})$$

(5.420) (10.893) (5.126)

推計期間:95年下期～07年下期、修正R<sup>2</sup>=0.9924

(注2) 2008年上期は1～3月期値で算定。

(図表3) 豪・米・英の住宅価格<前年同期比>



(資料) ABS(豪州統計局)、Bloomberg L.P.

(注) 米国は「S&P・ケースシャー指数(全国)」、英国は「HBOS指数」で作成。

## (2) 住宅価格は「三極化」

まず、豪州住宅価格の動きを地域別に分けてみると、04年以降「三極化」が進行。具体的には以下の通り（図表4）。

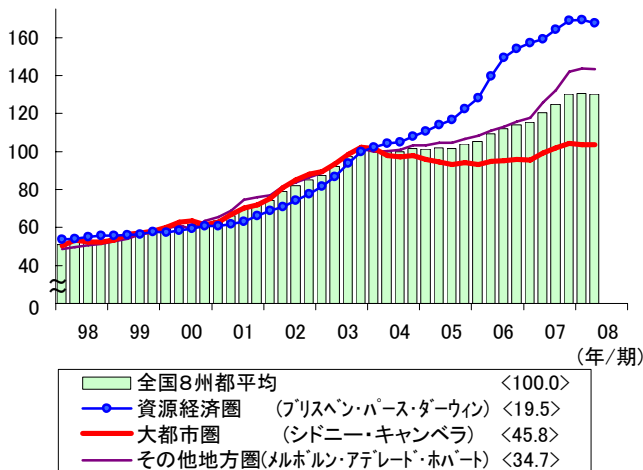
- ①地域経済に占める鉱業部門のウエイトが相対的に大きく、「資源経済圏」と定義できる北西部の3州（クィーンズランド、北部準州特別地域、西オーストラリア）では、住宅価格のハイペースな上昇が持続（住宅市場全体の約20%のウエイト）。
- ②シドニーやキャンベラがある南東部の2州（ニューサウスウェールズ、首都特別地域。以下では「大都市圏」とする）では、ほぼ横這い圏内で推移（約45%のウエイト）。
- ③南部に位置する残りの3州（ビクトリア、南オーストラリア、タスマニア。以下では「その他地方圏」とする）では、相対的にみて緩やかに上昇。ただし、07年に騰勢が急加速した後、08年入り後は上値が重くなるなど、このところやや不安定な動き（約35%のウエイト）。

このような住宅価格のバラツキには、資源価格高騰のインパクトが地域ごとに異なっていることが大きく影響。

すなわち、豪州の名目成長率を地域ごとに分割してみると（図表5）、「資源経済圏」では、資源価格（豪州中央銀行が作成している豪ドルベースの指数。石炭、鉄鉱石、金、原油を中心に構成）の大幅上昇にほぼ連動する形で、名目経済成長率が2ケタで推移（図表6）。一方、「大都市圏」や「その他地方圏」では、名目で6%程度の成長が続いているとはいえ、資源価格の大幅上昇を追い風に成長ペースが加速するまでには至らず。

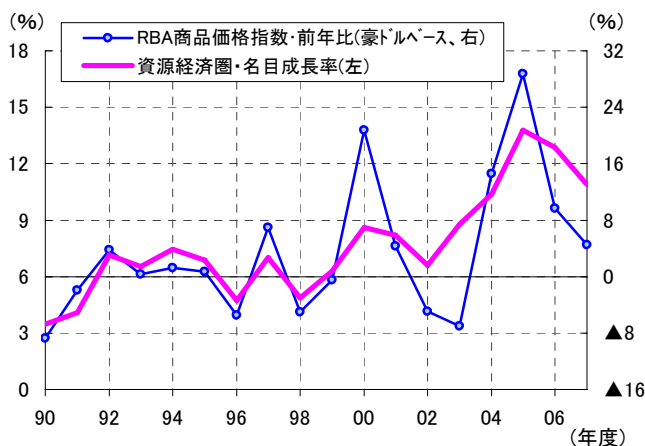
(図表4) 豪州:住宅価格の「三極化」状況

(03/04会計年度=100)



(資料) ABS(豪州統計局)資料をもとに日本総合研究所作成  
 (注1) 凡例<>内は、全国平均指数を算出する際に加味される各地域の加重ウエイト(%、02年1~3月期時点の住宅市場規模を基準に設定)。  
 (注2) 03/04会計年度は03年7月から04年6月まで。

(図表6) 資源価格と「資源経済圏」の名目成長率

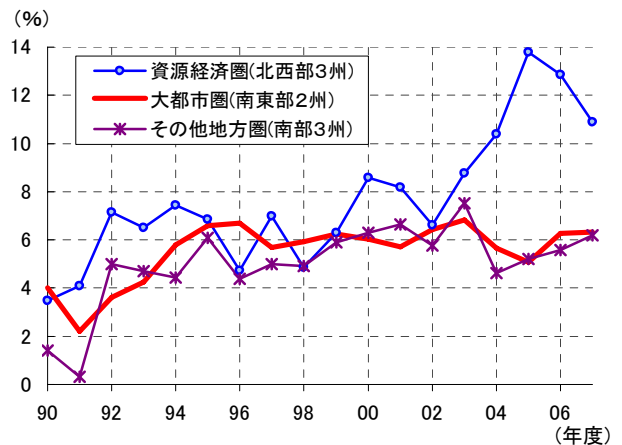


(注2) 上図の「T年度」はT年7月~(T+1)年6月分に対応。  
 (注3) 07年度の州別名目総生産は未公表のため、当社が07年7-9月期~08年1-3月期の国内総生産および州別最終需要(いずれもABS公表済)をもとに推定。

(資料) ABS(豪州統計局)資料、RBA(豪州準備銀行)資料をもとに日本総合研究所作成。

(注) 07/08年度(07年7月~08年6月)の名目成長率は当社見込み。

(図表5) 豪州の地域別名目経済成長率の推移



(資料) ABS(豪州統計局)資料、RBA(豪州準備銀行)資料をもとに日本総合研究所作成。

(注1) 各地域の内訳は以下の通り(<>内は州都)。  
 \*資源経済圏 = クィーンズランド州<ブリスベン> + 西オーストラリア州<パース> + 北部準州特別地域<ダーウィン>  
 \*大都市圏 = ニューサウスウェールズ州<シドニー> + 首都特別地域<キャンベラ>  
 \*その他地方圏 = ビクトリア州<メルボルン> + 南オーストラリア州<アデレード> + タスマニア州<ホバート>

(3) 「理論価格」からみた地域別住宅価格の割高度

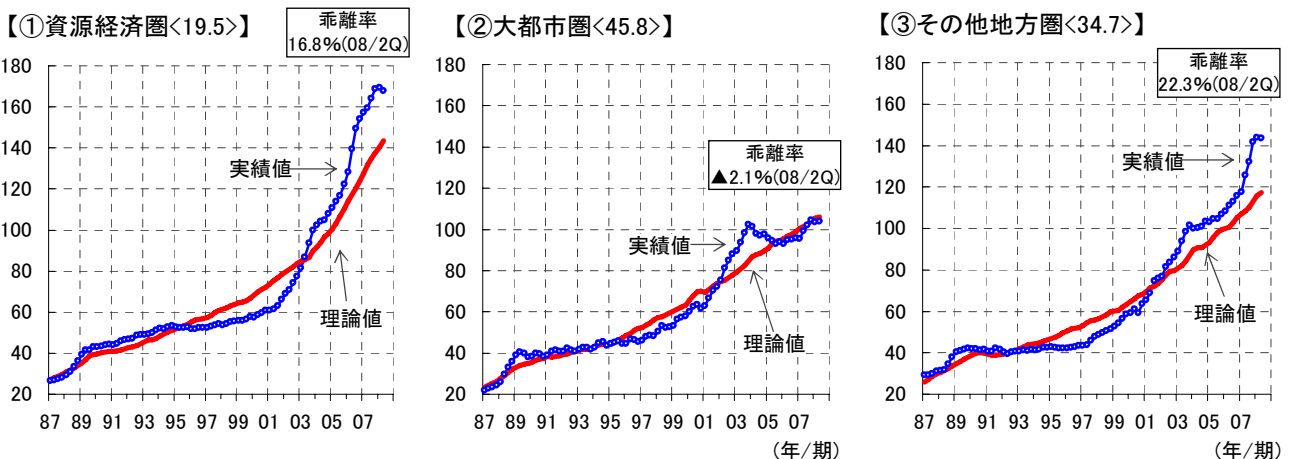
そこで、①資源経済圏、②大都市圏、③その他地方圏、に分けた住宅価格について、(1)各地域の名目総生産、(2)住宅ローン金利、を説明変数とした「理論値」を試算(\*)し、実績値との乖離状況を測定。

(\*)理論値の推計期間については、遡及可能な86年4～6月期から、直近において豪州全土ベースの前期比伸び率が急激に強まる直前の07年1～3月期までの21年間とした(図表7の07年4～6月期以降は外挿)。上記3地域分類のうち、①資源経済圏、③その他地方圏については、金利要因が説明変数としての有意性を満たさなかったことから、最終的に名目総生産、および定数項で推計。なお、地域ごとの名目総生産は年度(7～6月)データのみ公表のため、「州別最終需要」の動きなどを手掛かりに四半期データを独自作成して使用。

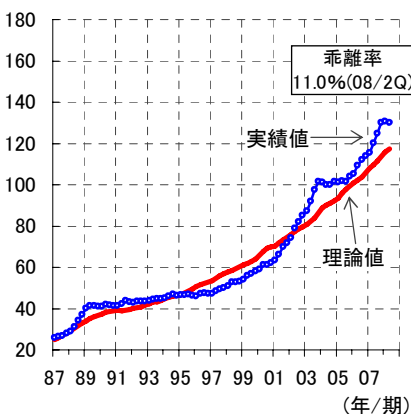
試算した理論値と実績値の関係は図表7の通り。各地域の結果を解釈すると、

- ①資源経済圏では、足元(本年4～6月期時点)で**実績値が理論値から17%上振れ**。もっとも、乖離率は06年10～12月期の25%をピークに着実に縮小。資源ブームに伴う所得増加や、産業用途も含めた土地需要の増大を見越して先行的に大幅上昇した住宅価格を、高成長の実現によって理論値もハイペースで追いかける構図(05年以降の理論値の平均上昇ペースは年率+11%)。
- ②大都市圏では、足元の実績値と理論値がほぼ同水準となっており、**調整余地の存在は認められず**。実は、大都市圏では03年にかけて他地域とほぼ同ペースで上昇した後、04年入り後「バブル調整」ともいえる動きが生じていた。05年後半以降は、実際の経済成長や金融引き締め状況に概ね見合った住宅価格の動きになっている。
- ③その他地方圏では、本年4～6月期にかけ4四半期にわたり、**実績値が理論値を2割以上上振れる状況が持続**(足元の乖離率は22%)。理論値が年率7%(05年以降の平均)のペースで上昇してはいるものの、07年以降の実績値の大幅な上昇加速によって乖離が広がっている状況。今後、大幅な調整が生じる可能性が最も高い。

(図表7) 豪州住宅価格の地域別推計  
 <03/3Q～04/2Qの実績平均=100>



【豪州全体: ①～③を加重平均】



(資料) ABS(豪州統計局)資料、RBA(豪州準備銀行)資料をもとに日本総合研究所作成。  
 (注1) 各地域の内訳は図表5に依拠。グラフ中の<>内の値は、全国平均指数を算出する際に加味される各地域の加重ウェイト(%、02年1～3月期時点の住宅市場規模を基準に設定)。  
 (注2) 理論値の推計結果の概要は下表の通り(推計期間:86/2Q～07/1Q、最小二乗法、カッコ内はt値)。  
 \*名目域内総生産は年度データのみ公表、四半期系列は非公表のため、「州別最終需要」の四半期データ(ABS公表)を補助系列とし、リスマン・サンデー法などで作成した。  
 \*住宅ローン金利は「標準変動金利」。\*説明変数はいずれも前期・当期の平均値。  
 \*①資源経済圏、③その他地方圏では、金利要因が統計上の優位性を満たさなかったため、域内総生産と定数で推計。

$$\ln(\text{住宅価格}) = \alpha + \beta \times \ln(\text{名目域内総生産}) + \gamma \times (\text{住宅ローン金利})$$

	$\alpha$	$\beta$	$\gamma$	自由度修正 決定係数
①資源経済圏	▲ 6.041 (▲ 20.619)	0.957 (34.439)	/	0.935
②大都市圏	▲ 8.905 (▲ 28.498)	1.215 (30.997)	▲ 0.040 (▲ 1.423)	0.959
③その他地方圏	▲ 9.483 (▲ 23.609)	1.248 (33.526)	/	0.931

(注3) 07/2Q以降はいずれも外挿。08/2Qの理論値・乖離率は、名目域内総生産前年比が1Q対比横這いと想定して算出。

#### (4) 豪州住宅価格の大幅調整は回避へ

これまでの分析をもとに、豪州の住宅価格の先行きについて展望すると、まず、「その他地方圏」では、成長ペースに明確な加速が生じない限り、住宅価格の調整色が強まる公算。

一方、「資源経済圏」については、足元の商品市況に不安定な動きがみられるものの、新興国の高成長や基調的な米ドルの脆弱性を背景に資源価格の中長期的な上昇トレンドが続くことを前提にすれば、住宅価格の調整が軽微にとどまる展開が期待可能。

加えて、住宅市場全体の4割強を占める「大都市圏」では、そもそも調整圧力がほとんどないなかで、名目成長ペースに見合った緩やかな上昇トレンドをたどる公算。さらに、金利変動が住宅価格形成に一定の作用をもたらすとみられ、今後当局が利下げに転じる場合は、一定の価格下支え効果も。

以上を総合すれば、豪州の住宅価格は、米欧の先進諸国と異なり、大都市圏での底堅い推移を主因に、大幅調整を回避できると判断。

#### (5) 住宅価格調整の豪州景気への影響

住宅価格の大幅調整に至る公算が小さいなか、家計消費、ひいては豪州景気全体への影響も限定的となる見込み。

今後の住宅価格調整が実質家計消費伸び率に与える影響について、08年7～9月期以降の住宅価格（豪州全土ベース、名目）を、

- (A) 08年4～6月期対比横這い <年率±0%>
- (B) 大都市圏における05年後半以降の平均伸び率に収斂する形で上昇 <年率+3%>
- (C) 05年後半以降の理論価格平均上昇率（年率+7%）と(B)との中間程度の伸び率で推移 <年率+5%>

の3つのケースに分けて試算した結果は、図表8の通り。

いずれのケースにおいても住宅価格上昇に伴う消費押し上げ幅は縮小するものの、実質家計消費の伸びが07年入り後+4%台半ばで推移している状況からみれば、仮に最も悲観的な想定であるケース(A)でも、家計消費の堅調さを大きく損なうには至らず（消費伸び率が07年から09年にかけて2%ポイント程度の縮小にとどまると試算）、実質成長率の減速も小幅なものにとどまる見通し。

(図表8) 豪州の住宅価格調整が実質家計消費に及ぼす影響  
<シミュレーション>

		ケース(A)	ケース(B)	ケース(C)
08/3Q以降の住宅価格上昇率 (豪州全土ベース、名目、年率、%)		±0%	+3%	+5%
住宅価格が理論値へ 収束する時期		09/4Q	11/1Q	13/4Q
実質家計消費伸び率 への影響の変化 (暦年ベース、%ポイント)	07年	+ 1.5	+ 1.5	+ 1.5
	08年	+ 0.6	+ 0.7	+ 0.8
	09年	▲ 0.6	▲ 0.0	+ 0.3

(資料) ABS(豪州統計局)資料などをもとに日本総合研究所作成。

(注) シミュレーションの主な前提は以下の通り。

- ① 08/3Q以降の住宅価格理論値上昇率: 年率+7% (05/3Q～08/2Qの平均ペース)
- ② 家計消費デフレーター: 年率+3% (住宅価格の実質化に使用)
- ③ 実質家計消費の実質住宅価格弾性値: 0.179 (図表2の推計結果に依拠)

以上