

2021年7月8日

各位

会社名 株式会社新生銀行
代表者名 代表取締役社長 工藤 英之
(コード番号 : 8303 東証第一部)

「ニュージーランド経済レポート」の発行開始について

新生銀行グループは、ニュージーランドの経済動向を分析した「ニュージーランド経済レポート」の発行を本日より開始します。新生銀行グループでは、2016年12月に、日本経済を中心としたマクロ経済の見通しを示す「日本経済見通し」の発行を開始し、2021年6月に第35号の発行に至りました。これまでの調査・分析で培った知見を踏まえて、今般新生銀行グループのビジネスとも関わりが深いニュージーランド経済を調査対象に追加しました。今後も年に数回程度を目途に、継続的にレポートを発行していく予定です。

本レポートでは、第I部で主要国・地域との比較におけるニュージーランド経済の成長・政策金利の見通しを概観します。第II部でニュージーランド経済の活発さを示す「住宅価格の上昇」を取り上げ、その背景や、サプライズとなった2021年3月のニュージーランド政府による住宅政策転換の内容等についてまとめています。本レポートの詳しい内容は、別添「新生銀行 ニュージーランド経済レポート(第1号)」をご参照ください。

ポイント

- ニュージーランド経済は、新型コロナウイルス感染症対策や経済対策の効果により、主要先進国の中で2020～2022年の成長率が米国に次いで高くなるが見込まれている。
- 2022年7～9月期には、中央銀行による政策金利の引き上げが予想されている。これは欧州や日本よりも早く、米国と同程度の早期の利上げ見通しである。
- ニュージーランドの住宅価格急上昇を受けて、政府は住宅価格抑制のために歴史的ともいわれる大幅な増税等を実施したが、影響を受ける住宅購入者層は限られ、住宅価格への影響は限定的となろう。
- また、政府は中央銀行に対して住宅価格を引き下げるための金融引き締め実施を要請したが、中央銀行は経済・物価安定を目的とすることを明確化している。このため、現状の金融政策は中央銀行が政府の要請に応じていた場合よりも金融緩和的となっており、経済を下支えしているとみられる。



経済好調で来年後半にも利上げへ:住宅価格抑制策の効果は限定的

第I部 ニュージーランド(NZ)経済・金融政策の見通し

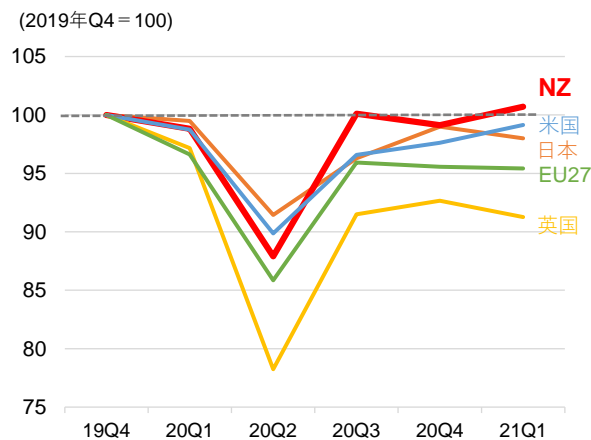
2021年1-3月期 GDP:市場予想を上回る+1.6%のプラス成長 6月17日、ニュージーランド政府は、2021年1-3月期のGDPを公表した。実質GDP(季節調整値)は前期比+1.6%となり、前期の同-1.0%からプラス成長に転じた。伸び率としても、事前の市場予想(同+0.5%)を上回る高い伸びであった。

需要項目別の内容をみると、GDP全体の約6割を占める民間消費が前期比+5.4%と大幅な増加となったほか、住宅投資が同+2.3%、その他投資(設備投資等)が同+8.3%とそれぞれ増加した。一方、輸出が同-8.0%と2・四半期連続の減少となった一方、GDPの控除項目である輸入が同+7.1%となったことで、外需は大幅なマイナス寄与となった。総合的にみると、国内需要が総じて大きく回復しており、ニュージーランド経済の潜在的な成長力の強さを確認できる内容であった。

ニュージーランドの経済水準はCOVID-19前に復帰 各国のCOVID-19拡大後の実質GDPの推移を比較すると(図表1)、2021年1-3月期の時点で、主要国・地域のほとんどでCOVID-19前(2019年10-12月期)の水準に復帰していない。それに対して、ニュージーランドはCOVID-19前の水準を上回っており、COVID-19ショックから、比較的堅調に回復している。こうした動きの背景としては、第II部で後述するように、ニュージーランドはCOVID-19拡大初期からの徹底した入国制限やロックダウン(都市封鎖)等の政策によって、同国内でのCOVID-19の拡大を抑制できていたことが挙げられよう。

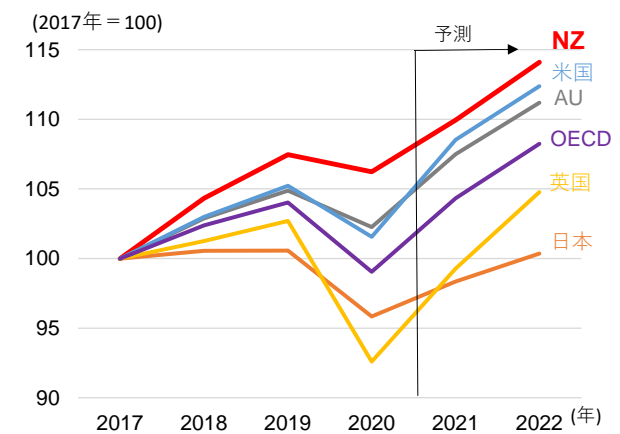
OECD見通しは、2021年~2022年において+3%超の成長が続くと見込む 5月31日に公表された「OECD Economic Outlook」では、ニュージーランドの実質GDP成長率は、2021年が前年比+3.5%、2022年が同+3.8%と予測されている。各国の実質GDPの見通しを比較すると(図表2)、ニュージーランドはCOVID-19拡大の影響を受けた2020年の落ち込みが比較的小幅であることに加え、2022年にかけて+3%超の成長が続くとみられているため、2017年と比較した2022年の実質GDPの水準が、米国・オーストラリアやOECD平均を上回る見通しである。こうした経済の好調さを受けて、ニュージーランドの中央銀行は、後述するように早くも来年2022年7-9月期には利上げを実施することが見込まれており、その動向が注目される。

図表1 NZは既にCOVID-19前の水準を回復:COVID-19後の実質GDP水準の各国比較



(注) Q1=1-3月期。
(出所) Stats NZ、OECDより新生銀行 金融調査室作成

図表2 NZ経済は米国やOECD平均を上回る成長となる見込み:OECDの経済見通し(2021年5月)



(注) 2021年5月31日のOECDによる実質GDP成長率見通しをもとに作成。
(出所) OECDより新生銀行 金融調査室作成

第Ⅱ部 ニュージーランド(NZ)の住宅市場動向

1. ニュージーランド政府による住宅政策の歴史的転換：住宅価格急上昇による住宅取得困難の解決が目的 住宅価格の急激な上昇が続いているニュージーランド 第Ⅱ部では、現在、ニュージーランドで大きな問題となっている住宅価格上昇について取り上げたい。NZ 不動産研究所(REINZ、The Real Estate Institute of New Zealand)の集計によると、NZ 全体の住宅価格(中央値)は2021年5月に前年比+32.3%となり、統計が確認できる1993年以降で最大の上昇率となった(図表3)。住宅販売戸数(3か月平均)についても、COVID-19 拡大の影響で前年の販売戸数が低水準であった反動が出ている面はあるが、こちらも同月は過去最高の上昇率となっている。このように、ニュージーランドでは住宅需要の強さ、それに伴う住宅価格上昇が顕著にみられている。

図表3 2021年5月は住宅価格上昇率、住宅販売増加率ともに過去最高を記録：ニュージーランドの住宅販売価格と住宅販売戸数の推移



(注) ニュージーランド全体の住宅の集計値。住宅販売戸数は3か月平均の前年比で計算している。
(出所) REINZ、Bloombergより新生銀行 金融調査室作成

住宅投資に対する実質的増税となる政策転換 ニュージーランド政府は、こうした住宅価格の急激な上昇により、一般的な家庭が初めての住宅を購入することが難しくなっていることを懸念していた。そこで、2021年3月23日、政府は住宅政策の大幅な変更を発表し、住宅投資にかかるローンの支払利子の経費算入制度の段階的廃止などの「住宅投資抑制策」を含む、計5つの政策を示した。この「住宅投資抑制策」については、ニュージーランドの住宅を投資目的で購入する投資家にとっては、実質的な増税となることから、影響が大きいとの見方が多く、サプライズとなる政策転換であった。

こうした政策変更の影響が、直ちに住宅市場に反映されるとの見方は少なかったとみられるが、歴史的とも言われる政策転換があったにも関わらず、既にみたように、これまでのところ住宅価格の上昇には一向に歯止めがかかっていない状況である。以降では、住宅価格上昇の背景、今回の政策転換で期待される効果などについて整理をした上で、今後の住宅市場、およびニュージーランドの金融・経済について考えたい。

2. ニュージーランドの住宅価格上昇の3大要素

なぜ足元において、ニュージーランドの住宅価格が急激に上昇しているのだろうか。その背景として考えられるのは、大きく①COVID-19の拡大抑制、②金融緩和、③人口増加の3点であるとみられる。

①COVID-19の拡大抑制策の成功 ニュージーランドは、COVID-19 拡大初期からの徹底した入国制限やロックダウン(都市封鎖)といった政策により、COVID-19の拡大抑制に大きな成果をあげている。ジョンズ・ホプキンス大学の集計では、2021年7月3日時点までの累計感染確認者数は2,752人とどまっており、同国の人口511万人(2020年12月時点)の約0.05%という極めて低い水準である。COVID-19による死亡者数も26人と他国に比べて圧倒的に少ない。

②COVID-19 対策としての金利引き下げ・ローン規制の廃止 (1)金利の低下 また、中央銀行に当たるニュージーランド準備銀行(以下、RBNZ)が、COVID-19 による経済下押し圧力への対応として、政策金利を大幅に引き下げたことも住宅価格に大きく影響している。RBNZ の政策金利である OCR(Official Cash Rate)は、2020 年 3 月 16 日の臨時の金融政策委員会(以下、MPC)において、0.75%ポイント引き下げられ、過去最低の 0.25%となった。その後も 0.25%の水準は維持され、直近 2021 年 5 月 26 日の MPC でも政策金利は据え置かれている。住宅ローン金利も政策金利の引き下げを受けて低下し、2004 年以降では最低水準となっている(図表 4)。

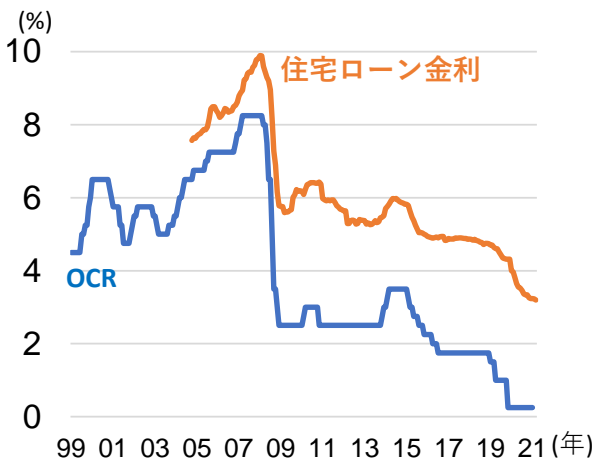
(2)ローン規制の廃止 また、政策金利の引き下げに加えて、COVID-19 の住宅市場への悪影響を緩和するために、2020 年 4 月から、LVR(Loan-to-Value Ratio)規制を撤廃したことも住宅の購入・投資を後押しした可能性がある。LVR 規制¹とは、

- (A) 住宅の資産価値に対するローンの割合の一定の基準を定め(居住目的で 80%、投資目的で 70%)、
- (B) 銀行等のレンダーに対して、(A)の基準を超過する高レバレッジローンの割合を規制するものである(レンダーの新規融資全体に占める割合:居住目的で最大 20%、投資目的で最大 5%)。

③人口増加に対する住宅供給の不足 最後に、人口増加に対する住宅の供給不足も今回の住宅価格上昇の構造的な要因として挙げられている。ニュージーランドの人口は年々増加傾向にあり、特に 2014 年以降は移住者の増加等を背景に、年間 8~10 万人程度の人口増加となっている(図表 5)。2020 年は COVID-19 の影響で増加ペースは鈍化した、それでも年間 7 万人以上増加し、2020 年 12 月時点の人口は 511 万人となっている。

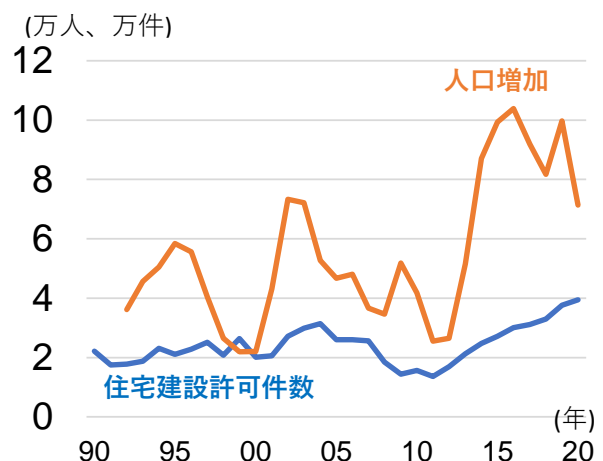
一方、新設住宅の建設動向を示す住宅建設許可件数の推移をみると、方向性としては増加しており、水準としても過去最高水準となっている。しかしながら、これまでの人口増加に対して住宅供給量が少なく、現状では住宅ストック数が構造的に不足している状況²とみられる(図表 5)。

図表 4 金利は過去最低水準で推移
:NZ の政策金利(OCR)と住宅ローン金利



(注) 住宅ローン金利は、固定 1 年の新規融資の推移。
(出所) RBNZ、Bloomberg より新生銀行 金融調査室作成

図表 5 人口増加が住宅建設を大きく上回る
:NZ の人口増加と住宅許可件数の推移



(出所) Stats NZ、Bloomberg より新生銀行 金融調査室作成

¹ なお、この LVR 規制は 2021 年 3 月に、COVID-19 前の規制に戻されている。さらに、2021 年 5 月からは、投資目的のローンに対して、より強い LVR 規制(本文②(A)の基準を 70%→60%に厳格化)が導入されている。こうした中央銀行によるローン規制の強化は、先に述べた政府による住宅政策の転換と同様、住宅市場の過熱抑制に寄与する可能性がある。

² もっとも、当面は COVID-19 の影響が残る中で移住者の水準としては低水準での推移が見込まれることから、高い建設活動が続く中で、供給不足は徐々に緩和することが見込まれよう。また、現在、政府が計画している移民政策では、低スキル労働者の移民受け入れ縮小等が検討されているようである。移民政策次第では、この先のニュージーランドの人口増加ペースが鈍化し、住宅不足の緩和に寄与する可能性がある。

3. 今回の住宅政策の内容と想定される効果

今回の住宅政策のパッケージ 次に、今回の住宅政策変更の内容について改めて確認したい。ニュージーランド政府は、大きく(1)～(3)の3つの目的達成のため、具体的に①～⑤の5つの政策を表明した(図表6)。

図表6 2021年3月に表明された新たな住宅政策の概要

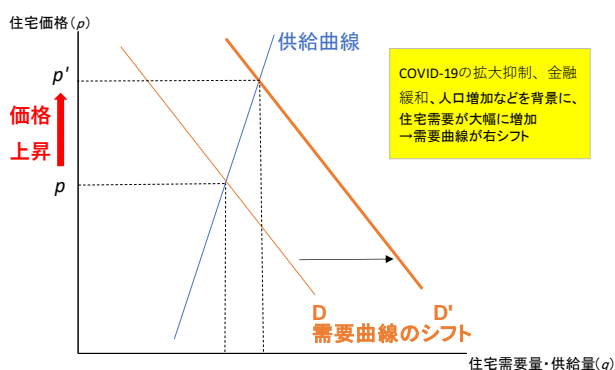
政策の目的	具体的な政策
(1) 投資需要抑制策	①住宅投資にかかるローンの支払利子の経費算入の段階的廃止(実質的増税) ②Bright Line Test(租税回避のために必要な住宅保有期間)を5年→10年へ延長
(2) 住宅供給支援策	③土地開発支援パッケージ(NZの政府系デベロッパーの土地取得支援) ④住宅供給支援パッケージ(38億NZDの住宅建設を加速させるための新基金)
(3) 住宅取得支援策	⑤住宅取得支援策(低デポジットローンにおける住宅価格上限・所得上限の緩和)

(出所) NZ Ministry of Housing and Urban Development (HUD) より新生銀行 金融調査室作成

政策変更前の住宅価格 今回の政策変更前のニュージーランドの住宅市場について、需要曲線と供給曲線をもとに考えてみたい(図表7)。先ほど2.で述べた要因である①COVID-19の拡大抑制、②金融緩和、③人口増加といった要素は、住宅の価格によらず住宅需要を増加させるものであり、需要曲線の右シフト要因と考えられる。他方、供給曲線については、技術革新や財政政策による住宅建築のサポート等が供給曲線の右シフト要因として考え得る一方、建築コストの上昇が供給曲線の左シフトの要因として考え得る。また、ニュージーランドでは現状、土地使用の制限やインフラ供給の障壁等により開発可能な土地が限られており、実際の供給曲線はある一定のラインで垂直に近い形状となっていることも想定されよう。しかし、本稿では、過去10年程度の実績において、住宅価格と住宅供給量が概ね連動していることを踏まえ、供給曲線のシフトは想定しないこととした。従って、現状の住宅価格上昇は図表7のとおり、需要曲線の右シフトを主因に発生しているものと考えられる。

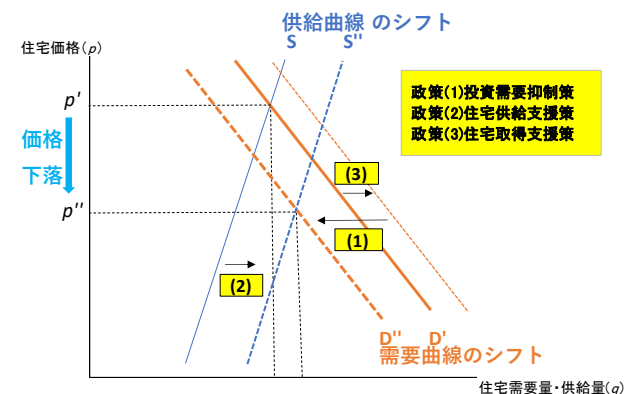
政策変更後の住宅価格 次に、今回の政策が需要曲線と供給曲線にどのような影響を及ぼしうるかについて考えたい(図表8)。今回の政策の需要・供給曲線のシフト要因としては以下の通りと考えられる。まず、需要曲線をシフトさせる要因として、(1)投資需要抑制策が実質的な住宅投資に対する増税となるため、需要曲線を左にシフトさせよう。一方で、家計の居住目的の住宅取得を支援する(3)の施策は、需要曲線を右にシフトさせるとみられる。問題は、どちらの影響が大きいかであるが、当行では、投資需要を減退させる政策(1)による左シフト要因の方が大きいとみている。一方、供給曲線については、(2)の住宅供給支援策が効果を発揮すれば、右にシフトするとみられる。以上の結果として、需要曲線の左シフト、供給曲線の右シフトによって、住宅価格は低下しよう。

図表7 住宅価格上昇の背景:基本的には住宅需要増加による需要曲線の右シフト要因か



(出所) 新生銀行 金融調査室作成

図表8 住宅政策変更の効果:理論上は政策の効果が発揮されれば、住宅価格は下落に転じる可能性



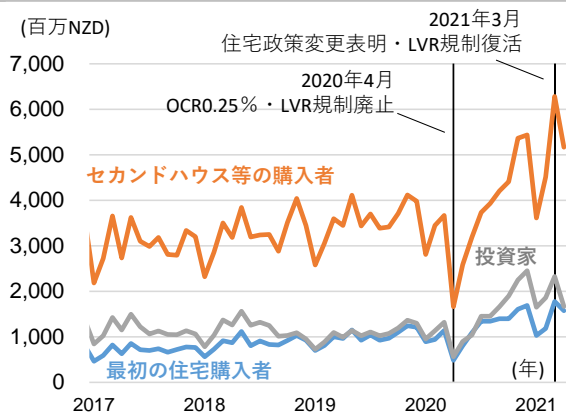
(出所) 新生銀行 金融調査室作成

4. 住宅政策変更の住宅価格への影響

政策変更等によって住宅価格の上昇ペースは鈍化も、急激な価格調整とはならない見込み 前ページでの説明は、あくまでも今回の政策で期待される効果が十分に発揮された場合のプロセスである。今回の政策変更やRBNZによるLVR規制の強化については、いずれも住宅価格に影響を与える可能性があるともっているが、急激な価格調整を招くものではなさそうである、というのが現時点での見方である。

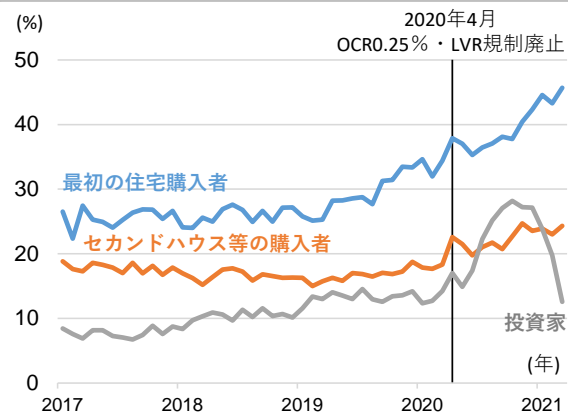
住宅政策変更の影響を受ける住宅購入者層は限定的⇒住宅価格の下押し圧力も限定的か 今回の政策(図表6)のうち、特に住宅価格への影響が大きい政策は、図表6の①の増税(「住宅投資にかかるローンの支払利息の経費算入の段階的廃止」とみられている。これまでは、投資家はローンの支払利息の全額を経費として収入から控除することが可能であったが、今後はその割合が1年ごとに25%ずつ段階的に縮小され、2025年度からは一切経費算入ができなくなる予定である。このため、本政策が住宅投資需要を大きく下押しするとの見方がされている。もっとも、政策のインパクト自体は大きいものの、住宅ローンの新規貸出額ベースで、投資家が占める割合は2割程度と決して高くはなく、既に貸出額も頭打ちの様相となっている(図表9)。したがって、本政策が投資需要を減少させたとしても、住宅価格の急激な調整を招くほどではないとみられる。また、ハイリスクの貸出割合(高レバレッジかつ収入対比の負債が多い貸出)を借入者のタイプ別に見ると(図表10)、投資家の割合は2020年10月をピークに既に低下している。こうした動きから、LVR規制強化の影響も限定的とみられる³。

図表9 投資需要は既に頭打ちの様相、セカンドハウス需要は引き続き強い:住宅ローン新規貸出額



(出所) RBNZより、新生銀行 金融調査室作成

図表10 投資家向けは既にピークアウトも、最初の住宅購入者は5割近くまで上昇:ハイリスク貸出の割合



(注)「ハイリスクの貸出」とは、高レバレッジ(LVR>70%)かつ、収入対比負債が高い(DTI(Debt to Income)比率>5倍)貸出。
(出所) RBNZより新生銀行 金融調査室作成

供給不足は次第に解消を見込む 一方、図表6の③や④などの住宅供給支援策は、建設セクターの供給上の制約(労働力不足等)の解消に寄与せず、住宅建設の供給不足問題の根本的な解決に結びつくものではないとの見方もある。この場合、住宅需給の緩和を供給サイドから働きかけることが難しく、住宅価格の低下が進まない可能性がある。もっとも、P3の脚注2で触れたように、ニュージーランドへの移住者の水準が今後は低水準で推移すると見込まれること、この先、移民者数の減少につながりうる移民政策の縮小を政府が検討していること等を踏まえると、次第に供給不足は解消に向かうとみられる。

金利上昇を見越した駆け込み需要が起こる(起きている)可能性も 住宅政策以外の金融政策面で、第I部でみた様に、2022年後半の利上げが見込まれている。投資・居住目的を問わず、利上げ見通しを踏まえた駆け込みの住宅購入が起きる(起きている)可能性があり、2021年以降の住宅需要を下支えする可能性がある。ニュージーランドでは元々は残高が少なかった4年超の固定金利ローンが、足元では残高を大きく伸ばしており、駆け込み需要の動きを反映しているとみられる。

³ むしろ、図表9からは、セカンドハウスの購入需要が引き続き高水準であることや、図表10からは最初の住宅購入者のハイリスク貸出の割合が上昇し、45%程度に達していることが見て取れる。こうした購入者層は、今回の政策変更の影響を大きくは受けないとみられるが、住宅価格低下や金利上昇局面での脆弱性が懸念されよう。

5. 金融政策を踏まえた住宅価格の見通し

RBNZは金融システム安定上、住宅価格を注視することを表明も、金融政策の目標導入は見送り 今般の住宅価格上昇への対応については、2021年2月にニュージーランド政府からRBNZに対して、住宅価格の安定を政策目標に取り入れるよう打診があった。RBNZは、「金融システムの安定性(Financial Stability)」の観点で、住宅価格を考慮すべき事項として追加したが、「金融政策(Monetary Policy)」の目標とは分けて考えるべきとの考えを示した。こうした姿勢は、RBNZの使命はあくまでもデュアルマニデート(物価安定と雇用最大化)の達成である、ということを示し、金融引き締めを住宅価格抑制には割り当てない、という考えを示唆している⁴。

5月の「金融安定報告」では、新たな政策の導入はなく、今回の政策効果見極めの姿勢 その後、5月5日にRBNZが公表した「金融安定報告(Financial Stability Report)」においては、全体として、金融システムには脆弱性が残るものの健全であるとし、大規模な財政・金融政策やCOVID-19対策が奏功していることを示した。一方、今回の報告では、住宅市場のリスクに焦点を当て、住宅価格上昇やLVR規制撤廃等を背景に、前ページの**図表10**で見たように、LVRやDTI(Debt to Income:収入対比負債額)比率が高い住宅ローンの割合が高まっている現状に触れ、こうした貸出は住宅価格下落や金利上昇による脆弱性が大きいと指摘している。しかし、今後の住宅価格の動向については、政府による新たな住宅政策やLVR規制強化の影響を見極める必要があるとし、新たなマクロ・プルーデンス政策は打ち出されなかった⁵。

5月のMPC:COVID-19ショックで停止した政策金利見通しを、再び開示するサプライズ こうした中、5月26日のMPCでは、政策金利(OCR:0.25%)や資産購入プログラムの維持を決定した。一方、四半期ごとに公表されるMPS(Monetary Policy Statement)では、2020年2月以来となる政策金利(OCR)見通しが公表され、2022年7-9月期のMPCでの利上げを示唆するパスが示されたことがサプライズとなった。MPSで示された経済・物価見通しについては、経済や物価の見通しは前回(2021年2月)のMPSから大きな変化はなかったが、雇用環境(失業率)は前回よりも改善する見通しを示した。RBNZは利上げ見通しに関しては、経済の見通しが想定通りに進むことが前提とし、相当の時間と忍耐を要するとの見解を表明した。もっとも、足元の経済回復の勢いとしては、例えば今回の2021年1-3月期GDPがRBNZの事前予想を大幅に上回ったように(RBNZ予想-0.6%、結果+1.6%)、RBNZの想定よりも強い可能性がある。市場では、更に早い2022年5月のMPCにて利上げを実施するとの見方もあり、今後の経済回復の勢いが強ければ、利上げ時期が更に前倒しとなる可能性もあろう。こうした利上げの動きは、住宅需要や住宅価格への影響が非常に大きいと見られ、引き続き中央銀行の金融政策運営が注目されよう。

住宅価格の見通し 以上を総合的に踏まえると、住宅価格は引き続き強い需要を背景に上昇が続くとみられるが、その勢いは徐々に鈍化しよう。住宅政策の変更内容は大きなものであったものの、影響を受けるとみられる住宅購入者は限られている。また、金融政策面で2022年後半の利上げが見込まれているが、あくまで「物価安定と雇用の最大化」のためであり、住宅価格押し下げが目的ではない。2021年後半にかけて、緩やかな価格調整(価格の上昇ペースの鈍化)が進むとみているが、住宅市場の急激な縮小に伴う、バブル崩壊的な価格調整は起きないとみている。

ニュージーランド経済見通し:住宅政策変更が経済全体に与える影響は限定的か したがって、住宅価格の急激な調整があった場合に懸念される、資産効果の剥落による消費の下押し、実質的な住宅投資コスト増の住宅賃料への転嫁といった影響は小さいとみられ、今回の政策転換がニュージーランド経済全体に与える影響としては、現時点では限定的であるとみている。第I部で示したOECD見通しが示す通り、ニュージーランド経済は高い成長が続く公算が大きいであろう。

(伊藤篤・森翔太郎)

⁴ バブル崩壊後に、住宅価格の低下に金融引き締めを割り当てた日本銀行の対応とは対照的である。

⁵ もっとも、RBNZは新たなツールとして、LVR規制の更なる強化や、DTI比率規制の強化、IOローン(Interest Only:当初金利支払いのみのローン)規制の強化といった今後の政策オプション自体は提示しており、今後住宅価格の上昇が継続した場合にはこうした政策が実行に移される可能性がある。

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会