

PRAEVIDENTIA WEEKLY (10月11日)

カナダ利上げは彼方先ではない

住宅市場加熱が利上げ期待を高めカナダドル高に繋がる日が来る

要約

主要国で金融危機後の超低金利環境が継続して5年が経過する中で、一部の国で住宅価格の大幅上昇がみられており、住宅バブルの様相を呈しつつある。住宅価格の水準だけをみるとNZ、豪州、カナダ、スイスでは金融危機前を上回っているが、その間の経済規模の拡大を割り引いてみるとまだバブルと言えるほどになっている国は少ない。中ではカナダとスイスで経済全体の拡大と比べても住宅価格の上昇が大きくなっているが、スイスでは金融・為替政策を通じた対応余地はなく金融機関の自己資本規制により対応せざるを得ない一方、カナダでは将来的に、市場が想定している来年10-12月期よりも早い利上げ開始に繋がるかもしれない。今後のカナダドルにとって、全般的な景気動向もさることながらとりわけ住宅価格動向が重要となってくるだろう。

主要国で住宅価格が上昇、為替に影響し始める

08年9月のリーマンブラザーズ破たん後、世界的な経済・金融危機を受けて主要国は一斉に金融緩和を行い、その後5年を経た現在でも超低金利政策が続いている。こうした中、実体経済の回復ペースは緩やかなものに留まっている一方、低金利により住宅市場に資金が流入、住宅ローン供与が増加する中で一部の国で住宅価格の大幅上昇がみられている。世界的に株価がボトムを付けた2003年初の水準を100として主要6か国の住宅価格¹を指数化すると(図1)、ニュージーランド、豪州およびカナダで150を超えているほか、ニュージーランドでは200を超に達しており、同国の中銀であるRBNZの住宅バブルに対する警戒と市場の利上げ期待の高まりの背景となっている(先週の当社ウィークリーレポート「[TaperingはQEよりKiwiが先](#)」も参照)。またこれらの国では英米と比べてリーマンショック後の反落の程度も比較的小さく、リーマンショック前のピーク水準と比べ豪州で+15%、ニュージーランドで+12%など、大きく上回っている(図2)。

こうした中、RBNZやスイス中銀は金融政策に関する声明で住宅市場の過熱に関して言及しており、RBNZのWheeler総裁は10月初から同国で導入された住宅ローン規制が住宅価格を抑制できなければより大幅な利上げが必要になると述べたことからNZドルが上昇する局面がみられるなど、住宅バブルが金融政策経由で為替市場に影響を及ぼす国が出てきている。

図1：主要6か国の住宅価格（指数化）

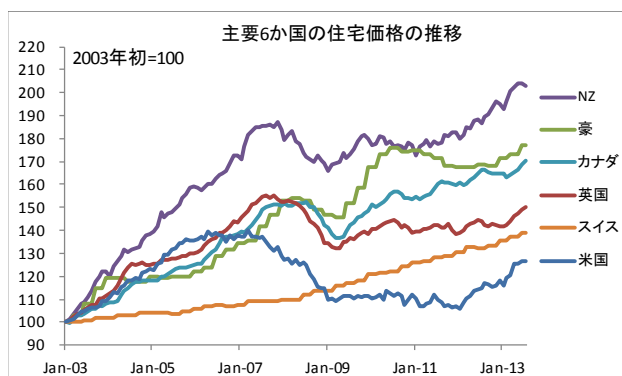


図2：主要6か国の住宅価格のピーク比

	米国	英国	豪	NZ	カナダ	スイス
03-08年のピーク	139.8	155.5	154.1	187.1	152.2	113.8
ピーク時期	05年8月	07年8月	03年12月	07年5月	07年10月	03年6月
直近水準	126.7	150.3	177.1	203.1	170.1	139.2
直近水準のピーク比	-9.4	-3.3	+14.9	+8.5	+11.8	+22.3

¹ 各国で代表的な住宅価格指数を平均して算出。米国分はS&Pケースシラー、新築および中古住宅価格中央値そしてFHFA住宅価格指数、英国分はホームトラック、HBOS、ライトムーブおよび地方自治省住宅価格指数、豪州分は統計局公表数値、NZ分はREINZ作成、スイス分はSNB作成、カナダ分は統計局算出の新築住宅価格およびTN銀行住宅価格指数を使用。

ただし経済拡大を考慮すると然程でもない

但し、住宅価格の大幅上昇が即ちバブルを意味する訳ではない。移民の流入や経済規模の拡大に見合った形で住宅需要の拡大と住宅価格上昇は特に旧英連邦諸国で以前から見られがちな傾向だった。このため、各国の住宅価格指数を各国の名目 GDP を指数化したもので除して、経済規模拡大に対してどれだけ住宅市場がアウトパフォーム/アンダーパフォームしているかをみると（図 3、図 4）、ニュージーランドや豪ドルではリーマンショック前のピークには全然達しておらず、足許顕著な住宅市場の回復がみられていた英米でも非常に低い水準に留まっており、平たく言えばリーマンショック後のボトムからようやく持ち直し始めた程度ともいえる。

とはいえ、中には経済規模拡大を考慮しても住宅価格が高水準に達している国があり、スイスとカナダがそれに当たる。前述の通り、スイス中銀も不動産市場の過熱を注意深く監視しており、四半期毎の金融政策声明の中にも住宅市場懸念が昨年 3 月以降、再三表明されている。もっとも、スイスではニュージーランドと違い、一般物価の前年比マイナス（デフレ）が継続し、ユーロ圏債務危機が燦の中で通貨高リスクが残っていることから、金融・為替政策の引き締めにより不動産市場の過熱抑制を行うことができない。このため、スイスではニュージーランドよりも金融規制に頼る面が強く、住宅市場の過熱が金融政策スタンス変化と為替に影響を及ぼす局面は当面来ないだろう。

図 3：主要 6 か国の住宅価格/名目 GDP 比率

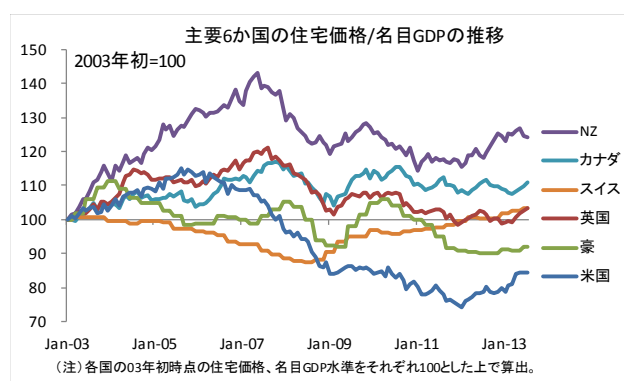


図 4：主要 6 か国の住宅価格/名目 GDP 比のピーク比

	住宅価格/名目GDP比率の水準					
	米国	英国	豪	NZ	カナダ	スイス
03-08年のピーク	115.1	121.0	111.4	143.2	116.9	100.7
ピーク時期	05年8月	07年8月	03年12月	07年5月	07年10月	03年6月
直近水準	84.5	103.4	92.0	124.1	111.0	103.5
直近水準のピーク比	-26.6	-14.5	-17.4	-13.3	-5.0	+2.8

カナダでも住宅バブルが叫ばれて久しく、住宅価格の対名目 GDP 比率はリーマンショック前のピークから-5%しか下回っておらずほぼピーク水準にあるといえる。カナダ中銀は金融システムレビュー（金融安定報告）で可処分所得対比での住宅価格の高さや家計債務の高水準に警戒を示しているものの、金融政策に関する声明文では足許の住宅市場の沈静化を指摘するにとどまっており、目先は住宅価格の高騰が金融政策スタンスの引き締めに直接つながりそうな気配はない状況だ。

米緩和縮小開始後に注目が高まるカナダドル

カナダドルは豪ドル、NZ ドルと並んで株価敏感通貨と位置づけられたり、また産油国であることからメキシコペソ（MXN）、ノルウェークローナ（NOK）やロシアルーブル（RUB）と並んで産油国通貨・コモディティ通貨として位置づけられたりするが、実は株価や原油価格に対する感応度（ベータ値）²は他の通貨に比べて然程高くなく、相対的に取引資金が集中しにくい、特徴がない通貨といえる（図 5、6）。唯一、カナダドルの対米ドル相場と対米中長期金利差との連動性は非常に高く（図 7）、米国経済との連動性も非常に強いことから（図 8）、目先は米景気と FOMC 金融政策を睨んで、カナダ中銀は政策を決定しているといっても過言ではない。

こうしたカナダドルの特徴を踏まえ、今後の米ドル/カナダドル相場を展望すると、まず年内は米金融政策に左右される面が強いだろう。株価との連動性より、金利との連動性の方に注目した取引となり易いことから、FOMC が 10 月あるいは 12 月会合で資産購入縮小開始を決定すると、米長期金利の相対的上昇から米ドル/カナダドルは上昇し易いだろう（カナダドル安）。但し、米国が資産購入縮小開始に踏み切れる状況ということは、米景気が良好な証であり、その恩恵がカナダ経済にも広がるはずだ。図 8 にみられるように、カナダ GDP は米国 GDP に若干遅行する傾向がみられている。そこで、カナダで住宅市場の過熱が強まるにつれ、現在市場で織り込まれている来年 10-12 月期の利上げ開始予想時期が前倒しされてくるだろう。

現在市場では、米ドル/カナダドル相場については年末 1.04 加ドル、来年前半 1.05 加ドルがコンセンサスとなっているが、12 月 FOMC での資産購入縮小開始を織り込みに動く 11 月から 12 月入りにかけては 1.07 加ドル

² 株価あるいは原油価格の 1% 変化あたりカナダドルなどが何% 変化するかを示したもの。1 であれば、株価が 1% 上昇した際にカナダドルが 1% 上昇することを示す。

まで続伸（カナダドル安）する可能性が高いが、その後はカナダ中銀の利上げ開始の前倒し期待に焦点がシフトしカナダドル反発局面に入ると予想され、来年入りにかけてパリティ（1 米ドル=1 加ドル）へ下落（カナダドル高）に向けた展開となろう。このため、ドル/カナダドル相場は、年初来高値である 1.0609 加ドルを超えてくる水準では、米ドル戻り売りを開始するべきだろう。

図 5：米株価に対する感応度（ベータ値）

	米株価に対するベータ値			
	CAD	AUD	NZD	ドル/円
09年以降	0.37	0.50	0.49	0.11
11年以降	0.37	0.45	0.47	0.08
13年以降	0.27	0.21	0.27	0.20

（注）CAD、AUD、NZDは対ドル相場

図 6：原油価格に対する感応度（ベータ値）

	原油価格に対するベータ値			
	CAD	MXN	RUB	NOK
09年以降	0.15	0.12	0.29	0.29
11年以降	0.17	0.17	0.31	0.28
13年以降	0.15	0.21	0.12	0.10

（注）CAD、MXNはWTI、RUB、NOKはBrentに対するベータ値

図 7：米ドル/カナダドル相場と米加 10 年金利差

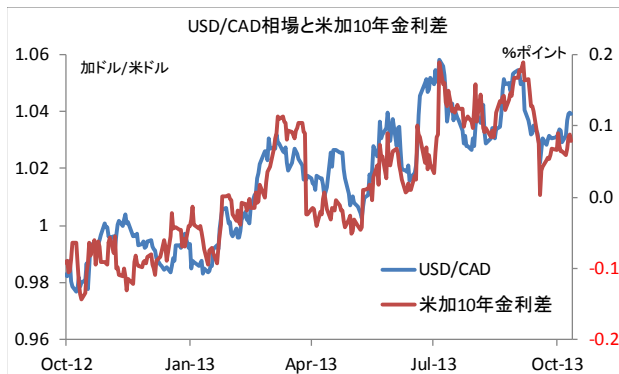
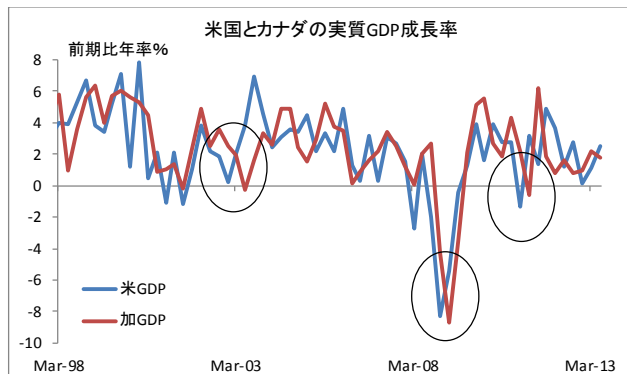


図 8：米国とカナダの実質 GDP 成長率



ディスクレーマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。