

“英国の鬼平”

発表日：2014年6月30日（月）

～住宅バブルの防止に乗り出すＢＯＥ～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

- ◇ 英国では住宅市況に過熱の兆しが広がっている。市況改善の背景には、経済環境の好転、政策支援、低金利などの要因が作用している。建築規制が厳しく住宅供給が慢性的に不足していることや、外国人による投資目的の不動産購入が増加していることも、価格上昇に拍車を掛けている。
- ◇ 政府や中銀は住宅市況の過熱リスクを防止するため、高額ローンの抑制や融資審査の厳格化など、マクロプルーデンス政策を強化している。だが、銀行の融資行動を大きく変えるには至っていない。住宅市況が急速に冷え込むリスクを警戒し、穏健な政策を小出しに打ち出す以外にないのが実情だ。
- ◇ ＢＯＥのカーニー総裁は12日、住宅市況の過熱を牽制し、年内に利上げを開始する可能性を示唆した。これまで低金利の長期化と慎重なペースでの利上げを約束していたＢＯＥも、住宅価格の上昇抑制に本腰を入れざるを得なくなってきた。住宅市況の軟着陸に成功するか、難しい舵取りを迫られる。

※ 本稿は6月30日発売の週刊エコノミストの原稿を加筆・修正した。

■ ロンドンの都心部を筆頭に英国では住宅価格が高騰

英国の住宅市況の過熱感を警戒する声が高まっている。2008-09年の金融危機時に大きく落ち込んだ英国の住宅価格は、2012年末頃から上昇基調が鮮明となっている。英国全土の平均住宅価格は2009年の春を底に5年で約25%上昇し、既に危機前のピークを更新している（図表1）。過去1年に限っても上昇率は10%近い。なかでも価格高騰が顕著なのが国際金融センターを抱え、名立たる金融業や多国籍企業が集まるロンドンだ。上昇率は過去5年で実に60%を上回り、この1年でも20%近くに達する。これは過去の住宅バブル期と比べても遜色ない。

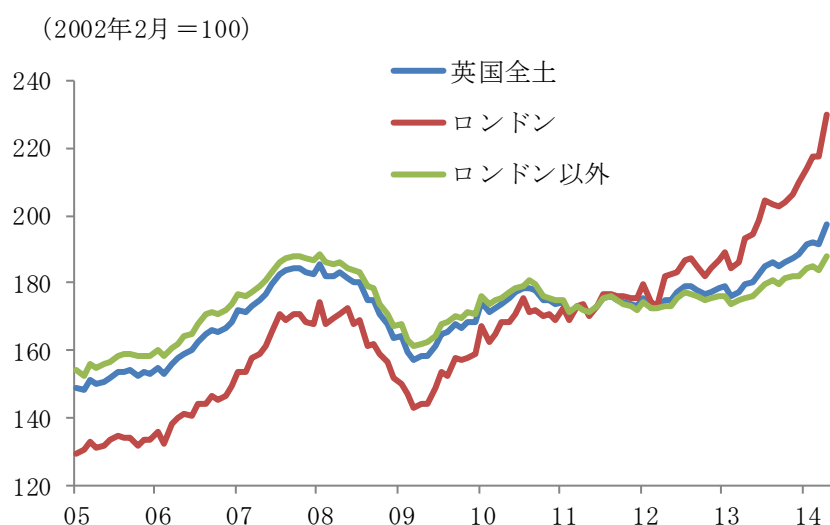
住宅市況が改善している背景には、経済環境の好転、政府や中銀による政策支援、低金利などの要因が影響している。ここ1年余りの英国景気は年率3%前後の順調なペースで回復を続けている。失業者が大幅に減り、過剰債務の圧縮が進むなど、家計を取り巻く環境もだいぶ改善してきた。イングランド銀行（ＢＯＥ）と財務省が共同で開始した貸出促進制度（ＦＬＳ）や、政府による住宅購入支援制度（Help to Buy）も住宅需要の喚起につながっている。

ＦＬＳは家計や企業向け融資を増やした銀行や住宅金融組合に対してＢＯＥが低利の資金を貸し付ける制度で、住宅ローン金利の低下や貸出の増加で一定の効果を発揮している。Help to Buyは十分な頭金を持たない住宅購入者に対して、政府が資金援助をしたり、政府保証を提供する制度で、住宅ローンの組成を

容易にする狙いがある。住宅ローン金利は、B O Eの低金利政策や量的緩和策に加えて、システミックリスクの後退やF L Sによる銀行の資金調達コストの低下もあり、歴史的な低水準にある。

経済環境や政策サポートに加えて、需給が構造的に引き締まりやすいことも、住宅価格の上昇を促している。英国はもともと持ち家志向が高く、移民の流入や家族形態の変化で、住宅需要が伸び続けている。だが、景観保護や緑地帯整備など都市計画上の観点から、住宅建設が厳しく規制されているほか、都市部では建設用地の確保が難しく、住宅供給は慢性的に不足している。さらに、ロンドンでは外国人による投資目的の不動産購入の増加も価格上昇に拍車を掛けている。ロンドン中心部の高額物件の購入者の多くは、ロシア、中東、中国などの富裕層が占めていると言われる。

(図表 1) 英国の住宅価格の推移



出所：英国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

■ 政府や中銀も住宅バブルの防止に本腰

こうした住宅価格の上昇がファンダメンタルズを反映したものか、バブルが発生しているかを事前に判断するのは難しい。代表的な住宅価格の評価指標からは、やや過熱感が出ている可能性が示唆されるが、過去の住宅バブル時と比べれば、今のところそれほど割高な水準にある訳ではない。

例えば、平均的な住宅価格が住宅取得者の平均所得の何倍に相当するかを見ると、今年の1-3月期時点で4.8倍と過去平均の4.1倍を上回っている(図表2)。だが、2008年に住宅価格が大幅に調整する直前に同比率は5.8倍に達していた。また、ローン利用者の平均可処分所得に占める住宅ローンの支払い割合は、今年の1-3月期に27.6%と、過去平均の35.9%を下回り、歴史的にも低水準にとどまっている。ただ、これは低金利で返済負担が低く抑えられているためで、将来の金利上昇時に負担が膨れ上がる恐れがある。

このまま住宅価格の急ピッチな上昇が続けば金融システムの安定を脅かしかねない。そう危惧する声は、国際通貨基金(IMF)など英国外からは元より、B O Eや政府幹部、キャメロン首相など国内からも頻繁に上がっている。B O E内で金融システムの安定を司る金融安定政策委員会(F P C)は昨年11月、将来的な住宅価格の下落で銀行や借手が大幅な損失を抱えるリスクがあると指摘し、F L Sの対象から住宅ローンを外すことを決定したほか、銀行に対して融資時の審査を厳格化することなどを求めた。

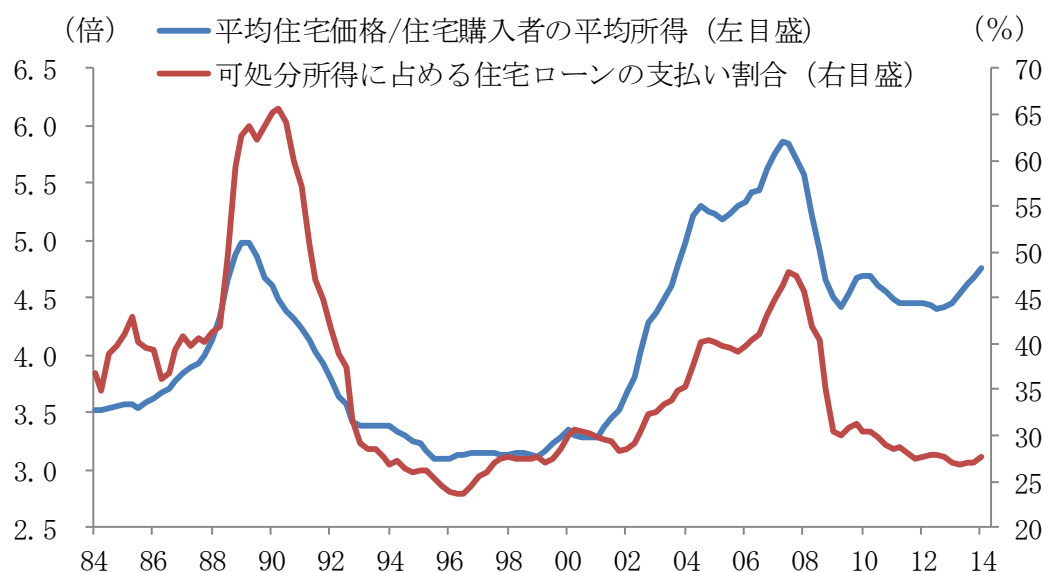
政府と中銀は住宅市況の過熱が金融システムの安定を脅かすリスクがあるとし、さらなる対応策を検討

している。オズボーン財務相は6月12日にロンドンのマンションハウス（市長公邸）で行われた金融関係者に対する毎年恒例のスピーチで、所得に対する住宅ローンの比率（L T I : Loan-To-Income Ratio）や、住宅価格に対する住宅ローンの比率（L T V : Loan-To-Value Ratio）に上限を設定する可能性を示唆した。同日のスピーチでB O Eのカーニー総裁は、住宅債務の増加に起因する脆弱性に対処するため、F P Cが新たなマクロプルーデンス政策（システミックリスクの防止と軽減を目的とする政策）の検討を行っていることを明かした。これを受けてF P Cは6月26日、①新規の住宅ローンのうち、L T Iが4.5倍以上の融資件数の割合を全体の15%以下にすること、②融資の返済能力を審査する際に、政策金利に3%を上乗せした金利で計算すること、などを銀行に対して求めると発表した。

こうしたマクロプルーデンス政策が銀行の融資行動や住宅市況に与える影響は限定的との見方が多い。前者については、現在も大半の銀行が基準値の15%以下で運営しており、将来的に所得を大きく上回る住宅価格の上昇が続いた場合に、高額な住宅ローンの増加ペースに一定の歯止めを掛ける措置に過ぎない。後者については、大手行などでは現在も新たな基準値よりも厳格な金利条件で審査を行っていると言われ、実際上の効果は期待できない。政策当局としても、厳し過ぎる政策措置で住宅市況が急速に冷え込んだ場合のリスクを警戒し、穏健なマクロプルーデンス政策を小出しに打ち出す以外にないのが実情だ。

マクロプルーデンス政策が住宅市況の過熱を防止できるかは予断を許さない。6月12日のスピーチでカーニー総裁は、「マクロプルーデンス政策は金融政策の代替措置とならない」、「利上げ開始が現在の市場の想定よりも早く起こる可能性がある」と発言し、住宅市況の過熱防止を目的に、年内に利上げを開始する可能性を示唆した。ほんの数週間前の発言では、遊休資源（スラック）の大きさに着目し、早期利上げ観測の台頭を牽制してきたことから、その変わり身に多くの市場参加者が驚いた。これまで景気回復を優先し、低金利の長期化と慎重なペースでの利上げを約束していたB O Eも、住宅価格の上昇抑制に本腰を入れざるを得なくなってきた様子が窺える。世界的な金融危機や欧州債務危機の痛手からようやく抜け出した英国経済だが、住宅バブルという新たな危機の火種を沈静化できるか、難しい舵取りを迫られる。

（図表2）英国の住宅価格の割高感



出所：Halifax資料より第一生命経済研究所が作成

以上