

量的緩和で警戒されるドイツ住宅市場

<要旨>

世界的に金融緩和政策が拡大される中で、資産価格、とりわけ住宅価格の上昇が注目される。なぜなら、住宅資金は主要先進国における銀行貸出残高の約1/4を占めており、住宅市場の過熱とその後の急後退のパターンは、システミックな金融危機に先行して起きる傾向があるからである。

住宅価格の上昇が顕著な欧州諸国の動向をみると、英国では2013年に住宅価格が急速に上昇したが、住宅投資抑制策によって価格上昇に歯止めがかけられた。一方、ドイツの住宅価格は、海外資金の流入も手伝って2010年から持続的に上昇し、ECBの政策金利の引き下げや量的緩和を背景に足元では価格上昇が加速している。

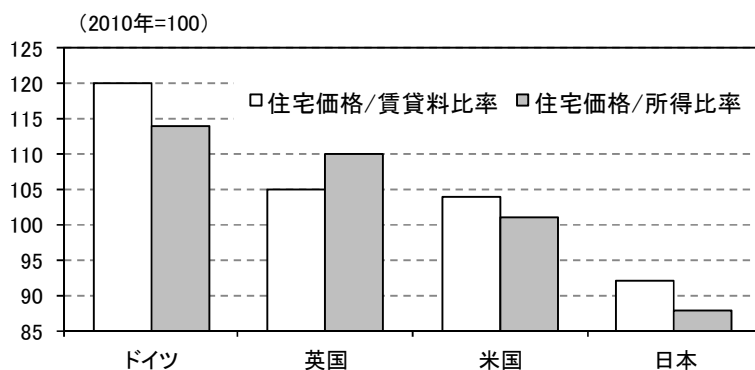
ECBの量的緩和は、ユーロ圏全体のデフレリスク払拭を目的としており、ドイツの住宅市場に対する配慮から直ぐに政策が変更されることはない。したがって、この先も投機的な資金を含む資金流入によってドイツの住宅価格は上昇しやすい地合が続くため、将来ECBが金融引き締めに向かう局面での価格下落リスクには警戒を要しよう。

1. 警戒感が高まるドイツ住宅市場

世界的に中央銀行による政策金利の引き下げや量的緩和政策が実施される中で、資産価格、とりわけ住宅価格の上昇が注目される。なぜなら、住宅資金は主要先進国における銀行貸出残高の約1/4を占めており、国際通貨基金(IMF)の調査によると、住宅市場の過熱とその後の急後退のパターンは、近年における50のシステミックな金融危機のうち、2/3以上で先行して起きているからである。

そこで世界の住宅市場の動きをみると、欧州では2010年以降に賃貸料や所得の増加ペースを大きく上回る住宅価格の上昇が続き、過熱感が出始めている(図表1)。英国では住宅価格の急上昇を抑えるために住宅投資抑制策が採られたが、欧州諸国にはドイツのように英国以上に住宅価格が上昇している国もあり、欧州中央銀行(ECB)の量的緩和によって、この先住宅市場がさらに過熱する可能性がある。そこで本稿では、ドイツと英国の住宅市場の動向を分析し、欧州住宅価格の上昇要因とこの先の見通しを推察する。

図表1 住宅価格/賃貸料比率と住宅価格/所得比率(2010年=100)



(注) 市場住宅価格を年間家計所得、年間賃貸料で除して指数化したもの。

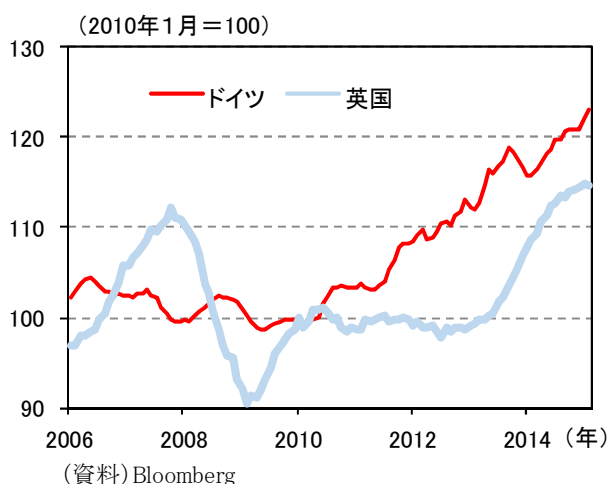
ドイツ、英国は2014年4Q。米国、日本は2014年3Qの時点の指数。

(資料)OECD

2. 英国と異なるドイツ住宅価格の上昇要因

ドイツと英国の住宅価格の推移を比較すると、両者共に2010年以降上昇しているが、その動き方は異なっている(図表2)。ドイツは2010年以降一貫して上昇しているが、英国は2013年の住宅購入支援策(HTB)の導入以降に急速に上昇し始めた。英国では住宅価格の急速な上昇を抑えるために2014年から住宅投資抑制策が採られ、足元では価格の上昇ペースが和らいできている(図表3)。一方で、ドイツではECBの政策金利引き下げやQEを背景に、2013年後半に一旦下落した住宅価格が再び上昇し始めた。

図表2 住宅価格



図表3 英国の住宅取得促進策と住宅投資抑制策

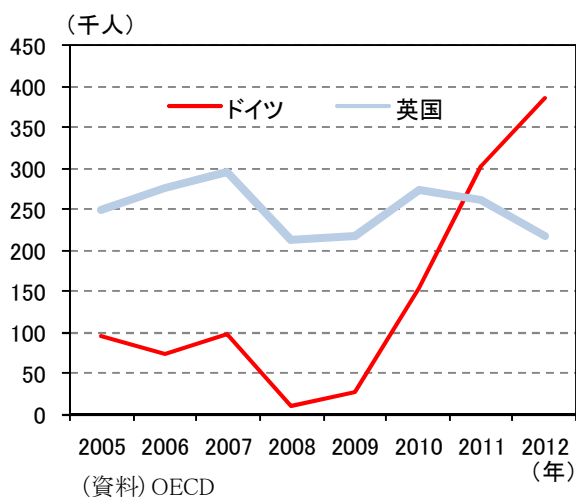
時期	政策
2013年4月	住宅購入支援策(HTB)導入
2014年1月	銀行貸出促進策(FLS)終了
2014年10月	住宅ローン規制。新規貸出の85%について、借り手の所得の4.5倍以内となるよう規制
2014年12月	住宅取得にかかる印紙税の累進課税化

(資料) BOE

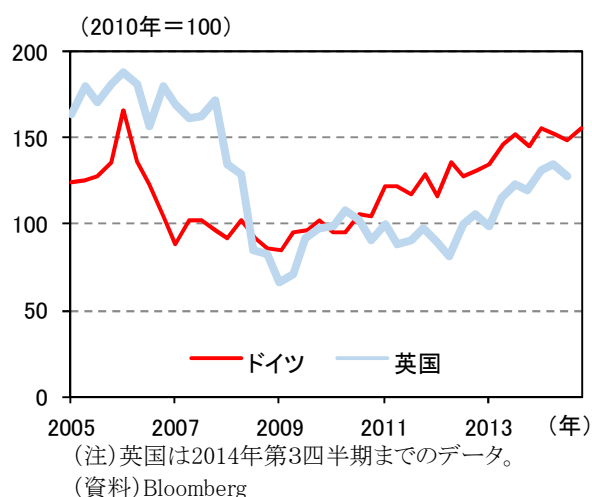
ドイツと英国では、双方ともリーマンショック以降に住宅価格が上昇したが、ドイツの方が持続的に上昇していた。ここからはドイツの住宅価格が英国と比べて大きく上昇した要因を考察する。

住宅市場の実需の増減要因として両国の人口動態をみると、ドイツは日本同様に人口減少基調が続いており、住宅市場にとってはネガティブな要因である。しかし移民の純流入数をみると、ドイツへの純流入数がリーマンショック以降に増加を続けて英国を逆転しており、移民を加味した人口増加が住宅価格を上昇させたとも考えられる(図表4)。一方、住宅供給の動きをみると、ドイツは英国に比べて住宅供給が増加しており、供給面はドイツの住宅価格の方が大きく上昇する要因にはならない(図表5)。

図表4 移民純流入数

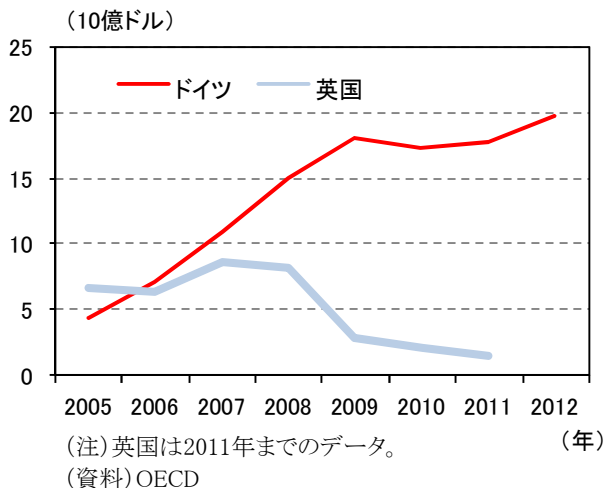


図表5 住宅着工許可件数

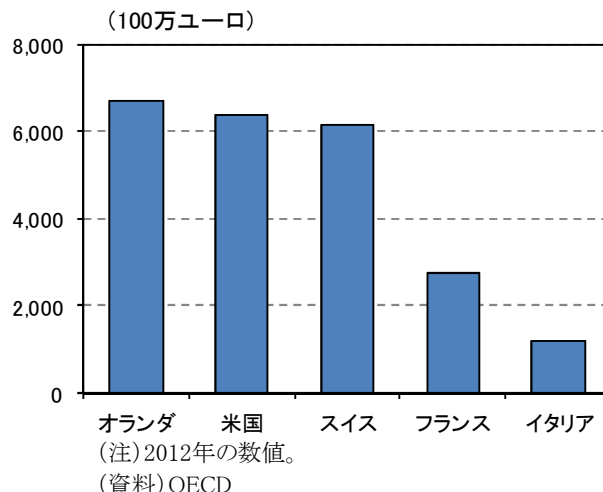


もっとも、ドイツの住宅価格上昇要因として年数十万人程度の移民流入だけでは十分な説明にはならないだろう。そこで、国内実需以外の価格上昇要因として、海外からの資金流入が考えられる。実際に、外国資本によるドイツの不動産取得額は増加を続けており、英国と比べても圧倒的に大きい(図表6)。ドイツに対する直接投資額の投資元は、欧州圏内の国が大半を占めており、ECBによる政策金利の引き下げや量的緩和によって欧州圏内からの投資はさらに加速するとみられる(図表7)。

図表6 外国資本の不動産取得額

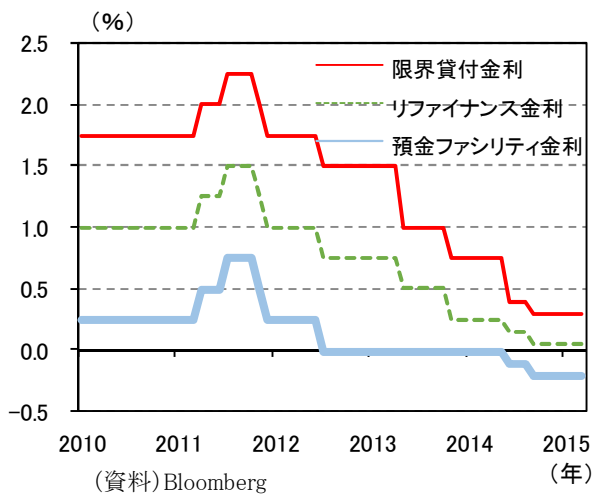


図表7 ドイツ向け直接投資額上位5カ国

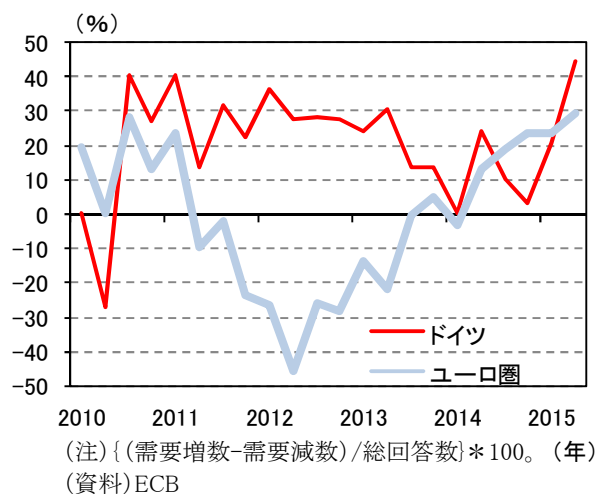


ECBは景気刺激策として2011年後半から政策金利を段階的に低下させ、2014年には銀行がECBに預ける準備預金の超過額に対する預金ファシリティ金利がマイナスに突入した(図表8)。結果として、2010年からの債務危機で低下していたユーロ圏の住宅資金需要は2012年から改善しており、ECBの量的緩和決定以降にはドイツで伸びが加速している(図表9)。

図表8 ECBの政策金利



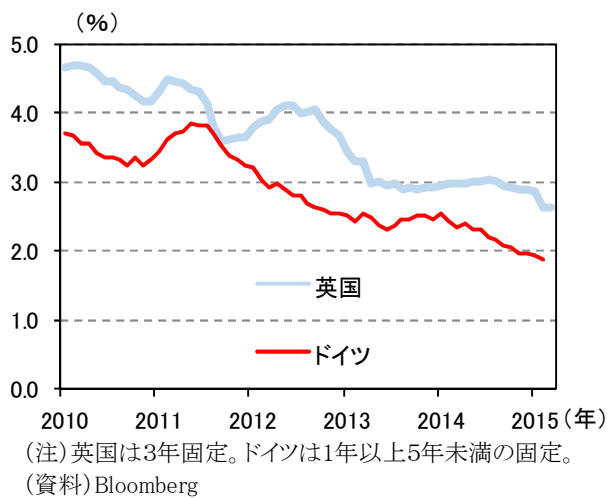
図表9 住宅資金向けの貸出資金需要



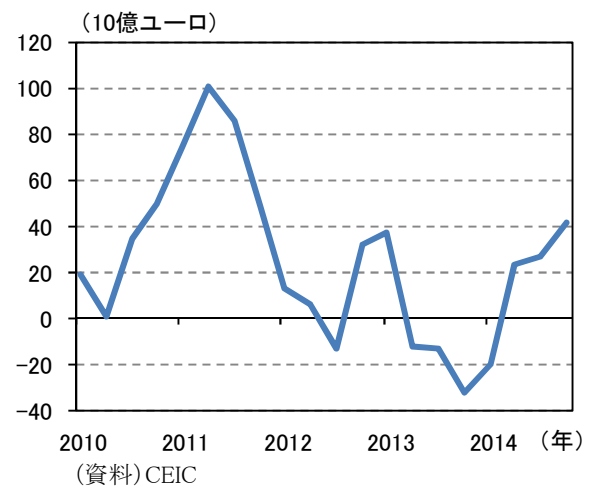
ECBの政策金利引き下げや量的緩和に伴う貸出金利の低下は、前頁でみたユーロ圏からの資金流入の増加要因としてのみならず、利払い費の抑制による家計負担減少の経路を通じて住宅価格を上昇させよう。ただし、貸出金利は2010年以降に英国含め世界的に下落しているため、英国以上に住宅価格が上昇したドイツでは、金利の下落による実需の増加以外に住宅価格を持ち上げた要因、すなわち投機・逃避資金の流入があったと推察できる(図表10)。

ドイツへの資金流入の1つである証券投資額の動きを見ても、欧州圏からの証券投資は2013年を除いて増加している(図表11)。2010年・2011年の資金流入は南欧諸国の債務危機による逃避的な資金流入、2014年以降はECBの預金ファシリティ金利マイナス化、量的緩和決定を背景とした投機的な資金流入があったと考えられる。

図表10 住宅ローン貸出金利



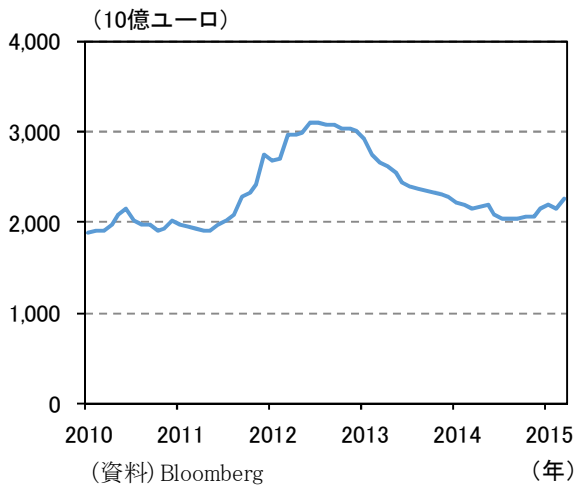
図表11 欧州圏からドイツへの証券投資流入額



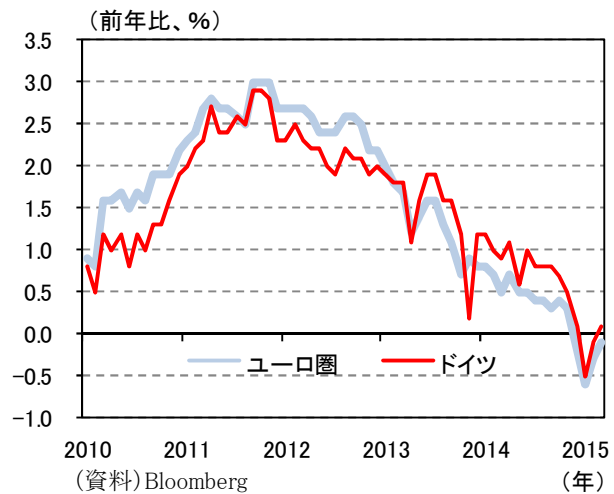
ECBの量的緩和決定以降にユーロ圏のインフレ率は底を打ったが、現状の水準は▲0.1%でECBの2%未満かつ2%に近い水準という目標からは遠く、量的緩和がすぐに縮小に向かう可能性は低いため、この先もドイツの住宅価格は上昇しやすい地合いが続くだろう(次頁図表12、13)。

一般に、資本流入によって資産価格が上昇した場合、英国のような自国通貨を持って独自で金融政策を行う国であれば、通貨高が進むことで自動的にブレーキがかかるか、金融引き締め等で政策的にブレーキをかけるなどの対応がとられる。しかし、ドイツの場合は、ユーロが統一通貨であるためドイツへの資本流入だけでは通貨高に進まず、自国の都合で金融引き締めを行うことができないため、資産価格の上昇に歯止めがかかりにくい。ドイツはユーロ安による輸出の増加といった統一通貨の恩恵を享受している一方で、異例な金融緩和の効果が一極に集中しやすいというリスクも抱えている。

図表 12 ECB のバランスシート



図表 13 消費者物価指数(HICP)



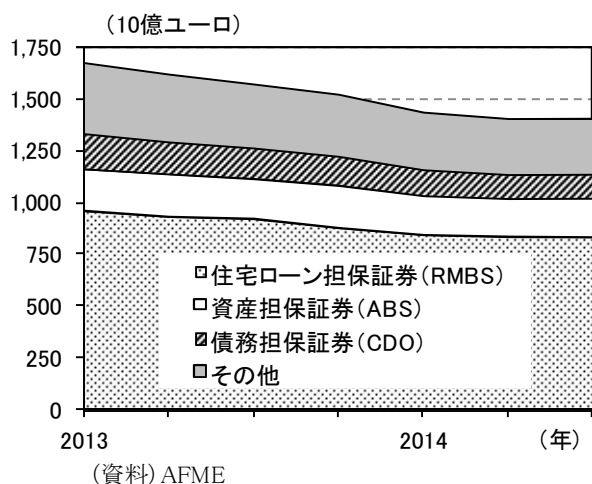
3. 住宅ローンの証券化状況と海外への波及経路

2008年のリーマンショックは、金融機関等が貸し出した住宅ローン債権を裏付けとする住宅ローン担保証券(RMBS)やRMBSを加工した二次・三次証券化商品である債務担保証券(CDO)によって、本来の住宅ローン債権のリスクが見えにくくなり、さらに証券化商品が世界中で保有されたことで危機が世界中広がったが、リーマンショック後は米国のみならず欧州でも証券化市場の縮小が続いている(図表14)。

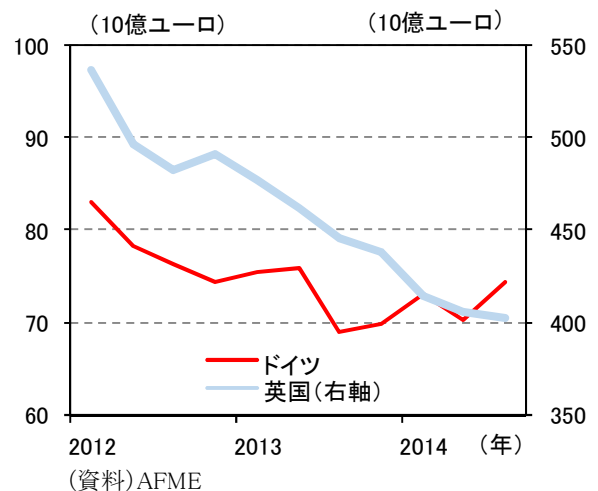
ただし、足元では証券化市場の縮小も落ち着き、絶対額は英国に比べて少ないもののドイツでは2014年に底を打ったように見える(図表15)。より市場規模の大きい英国の住宅価格下落の方がリスク伝播の影響も大きく広がりやすいとみられるが、英国は欧州金融市場の中心であるため、ドイツの住宅ローン含む資産を担保とした証券化商品が英国の市場にカウントされている可能性もあろう。

米国に比べると市場が小さいためにリーマンショックのような世界的に大規模な金融危機に発展する可能性は低いものの、ドイツの不動産価格が急落した場合は、直接投資を行った海外資本のみならず、貸出や証券化商品を通して他国にも一部影響が及ぶことになろう。

図表 14 欧州の種類別証券化市場規模

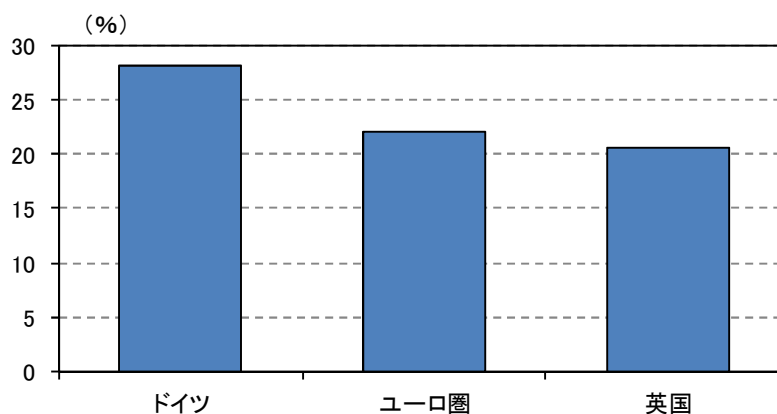


図表 15 ドイツと英国の証券化市場規模



4. まとめ～この先の見通し

図表 16 住宅保有コスト/可処分所得比率



(注) 2013年のデータ。

(資料) Eurostat

以上見てきたように、2013年から住宅価格が急速に上昇した英国では、住宅投資抑制策によって住宅市場の過熱を抑えた一方、ドイツの住宅価格は海外資金の流入も手伝って2010年以降持続的に上昇し、ECBの政策金利の引き下げや量的緩和を背景に足元で価格上昇が加速している。

ドイツの住宅ローン返済含む住宅保有コストは他の欧州諸国に比べて高くなっており、さらなる価格上昇による家計負担の増加が懸念される(図表16)。しかしながら、ECBの量的緩和は、ユーロ圏全体のデフレリスク払拭を目的としており、ドイツの住宅市場に対する配慮から直ぐに政策が変更されることはない。したがって、この先も投機的な資金を含む資金流入によってドイツの住宅価格は上昇しやすい地合が続くため、将来ECBが金融引き締めに向かう局面での価格下落リスクには警戒を要しよう。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。