低金利下の各国住宅価格と家計債務

～グローバル経済金融レビュー 2017年夏～

＜要旨＞

世界的に住宅価格の上昇が続いており、その一方で家計債務の増加が進んでいる。特に、リーマン・ショックや欧州ソブリン危機の時期に住宅価格下落や家計債務残高調整を経験しなかった国にこの傾向が強く、その中にはここ数年の金融緩和により、家賃の上昇を大きく上回るペースで住宅価格が上昇してきた国がある。カナダやニュージーランド、スウェーデンがこれに該当し、金融政策が引き締めに転じた際に住宅価格下落と家計債務調整が同時に起こることで、住宅市場のみならず経済全体への悪影響が拡大する可能性が相対的に高い。

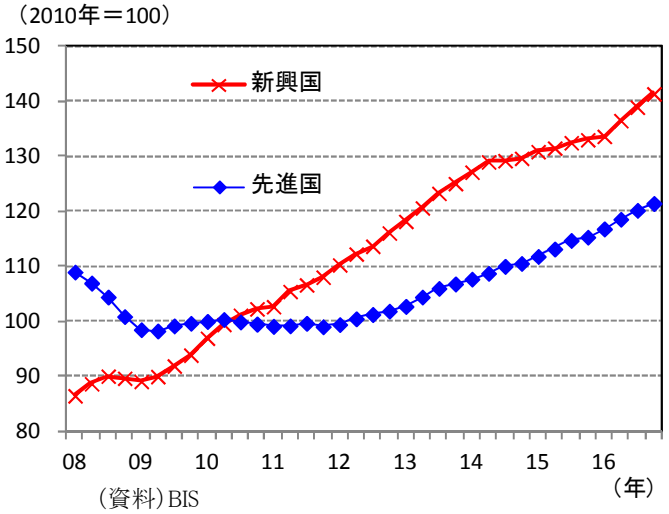
但し、米国やユーロ圏の主要国においては、リーマン・ショックやソブリン危機を経て住宅価格と家計債務の調整が一巡して回復局面に入っていることに鑑みれば、いわゆる「住宅バブル」問題はグローバルなものではなく、ある程度限定された地域のものと見るのが妥当であろう。

1. 世界的な住宅価格上昇と家計債務残高の増加

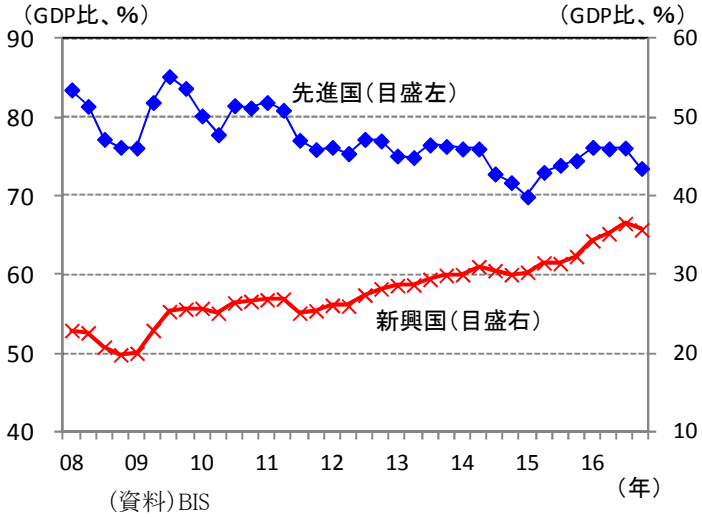
リーマン・ショック後に米国やイギリスなどで大幅に下落した住宅価格が、ここ数年再び上昇している。国際決済銀行（BIS）によると、先進国全体の住宅価格指数は、リーマン・ショック前の水準を超えて上昇を続けており、新興国の上昇ペースは先進国よりも更に速い（図表1）。

住宅価格上昇の裏側で、家計部門の債務増加が続いている。先進国全体の家計債務GDP比率は、リーマン・ショック後数年間低下した後、2015年から再び上昇しているが、その水準はリーマン・ショック前と比べて低い水準に留まっている（図表2）。一方新興国では、水準そのものは一貫して先進国より低いものの上昇基調が続いている。

図表1 先進国・新興国の住宅価格指数



図表2 先進国・新興国の家計債務GDP比率



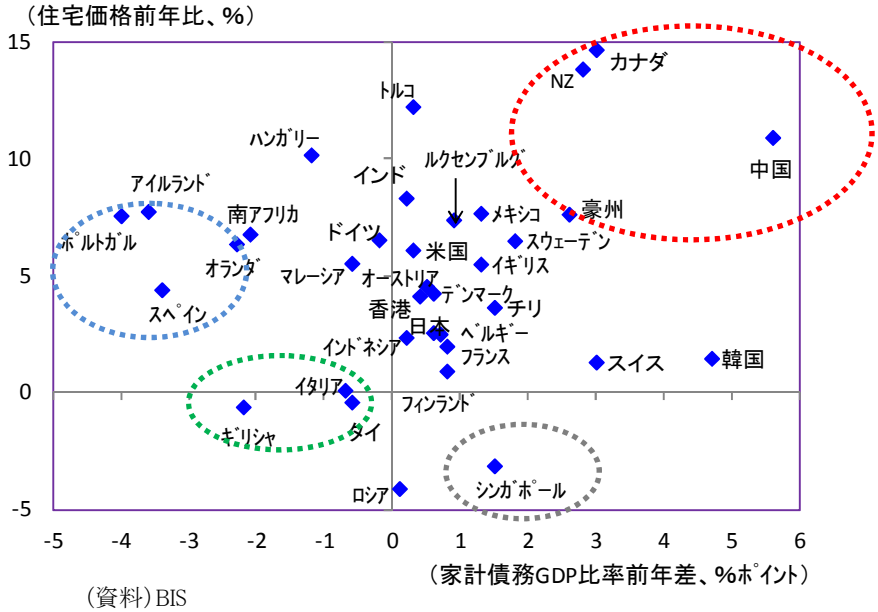
2000年代における住宅価格の高騰と米国家計の債務膨張が結果としてリーマン・ショックを招く一因になったこともあって、この動きの再燃を懸念する向きも出始めている。本稿では、リーマン・ショック前の水準を超えて進んでいる世界的な住宅価格上昇の持続性とその影響について考察していく。

2. 各国の住宅価格と家計債務残高の関係

図表1，2に示した住宅価格と家計債務の関係は、当然ながら国によって異なる。このため、直近時点における双方の国別データを前年比（差）で見たのが図表3である。

横軸に家計債務比率GDP比率の前年差、縦軸に住宅価格の前年同期比を取ったこの図において、右上に位置しているカナダや豪州、ニュージーランド、中国は、他の国と比べて住宅価格上昇と家計債務増加のペースが速い国である。ポルトガルやスペインは家計債務の削減が続く中で価格が上昇局面にあるのに対して、ギリシャやイタリアは価格が上昇していない。また、シンガポールは家計債務が増加する中で住宅価格が下落している。

図表3 各国の住宅価格前年比と家計債務GDP比前年差
（2016年末時点）

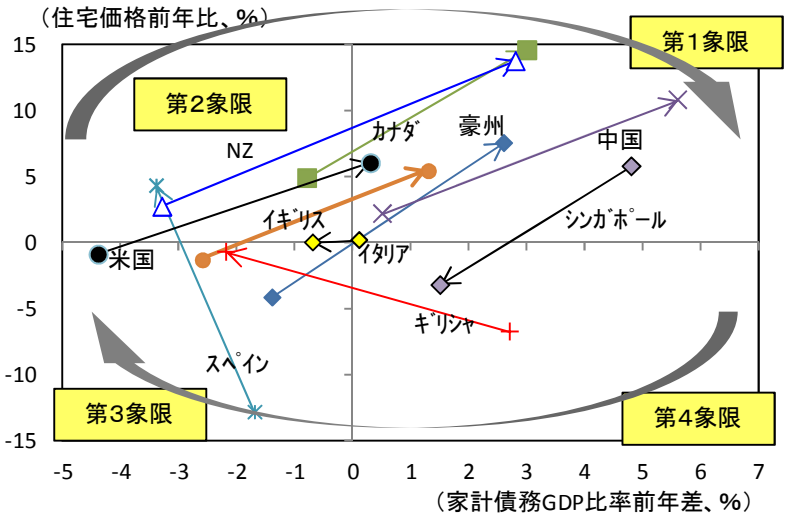


（資料）BIS

図表3に示した中の主な国について、5年前の位置と直近の位置を比較したのが次頁図表4である。これを見ると、米国・イギリス・豪州は住宅価格下落・家計債務削減の局面から、双方が上昇する局面に移っている。スペインは、家計債務の削減が続く中で住宅価格が下落から上昇に転じている。対してギリシャは家計債務が増加から減少に転じる中、住宅価格の下落が続いているがそのペースは縮小している。シンガポールは家計債務の増加ペースが鈍化する中で、住宅価格は上昇から下落局面に転じている。そしてニュージーランド（NZ）・カナダ・中国は、いずれも住宅価格の上昇が続く中で、NZとカナダは家計債務の減少局面から増加局面へ、中国は一貫して増加している。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表4 主要国における住宅価格・家計債務 GDP 比率変動の 5 年前比較



（注）矢印の先が直近の値、逆側は5年前の数値
（資料）BIS

これらの動きからは、住宅価格と家計債務の関係に循環を見出すことができる。すなわち、

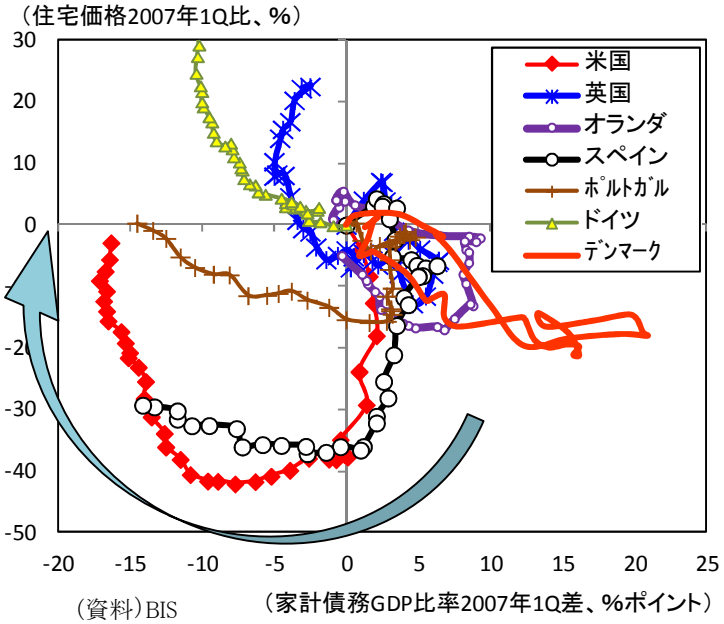
①住宅価格上昇と家計債務増加が続く局面（第1象限）
②住宅価格が下落に転じ、家計債務の増加に歯止めがかかる局面（第4象限）
③住宅価格下落と家計債務削減が続く調整局面（第3象限）
④住宅価格が回復に転じ、家計債務削減に歯止めがかかる局面（第2象限）

④の後に①に戻るという、図表3，4においては時計回りの動きで表される循環である。

この観点から、各国の住宅価格・家計債務規模が 2007 年からどのように変化したのかを見たのが下の図表5である。図表1が足元 1 年の変化を見たものであるのに対して、こちらの図表はより長い目で住宅価格と家計債務の動きを見たものと言える。

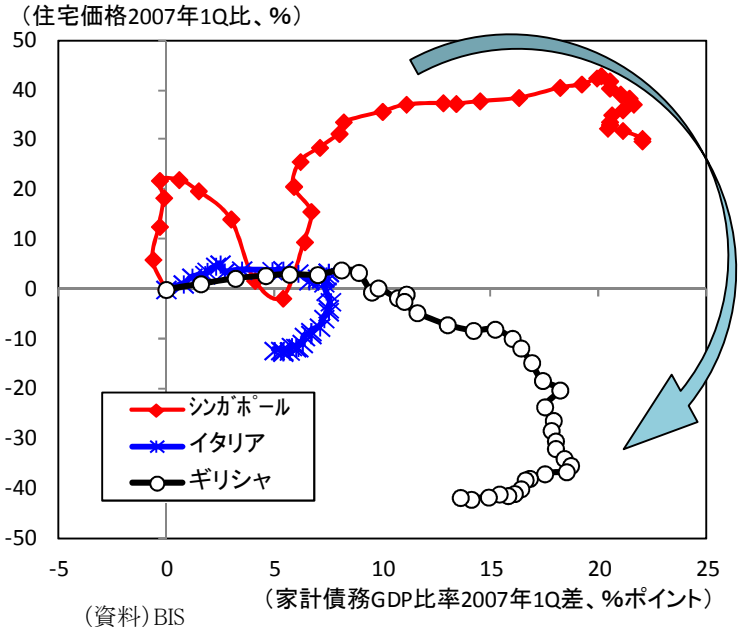
図表5 各国の住宅価格と家計債務残高の動き（2007 年以降）

（ⅰ）住宅価格と家計債務の調整を経て価格回復局面にある国



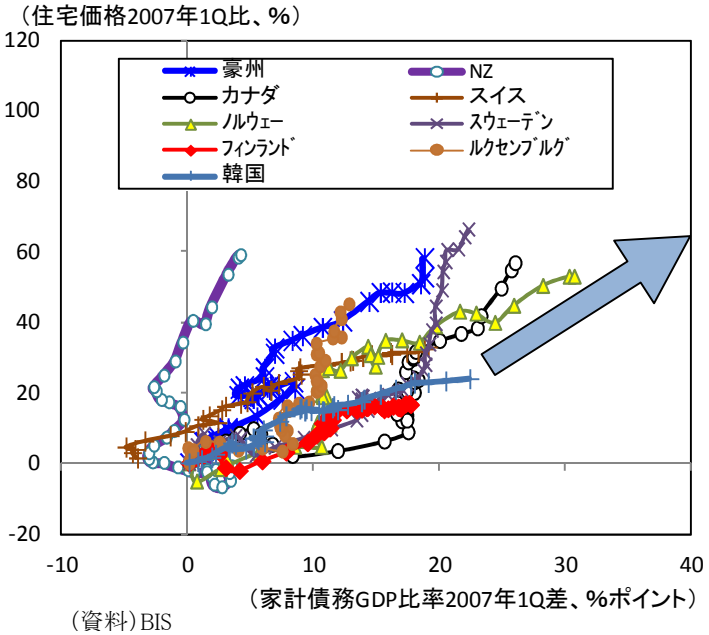
（資料）BIS

（ⅱ）住宅価格・家計債務循環の中で価格下落中の国



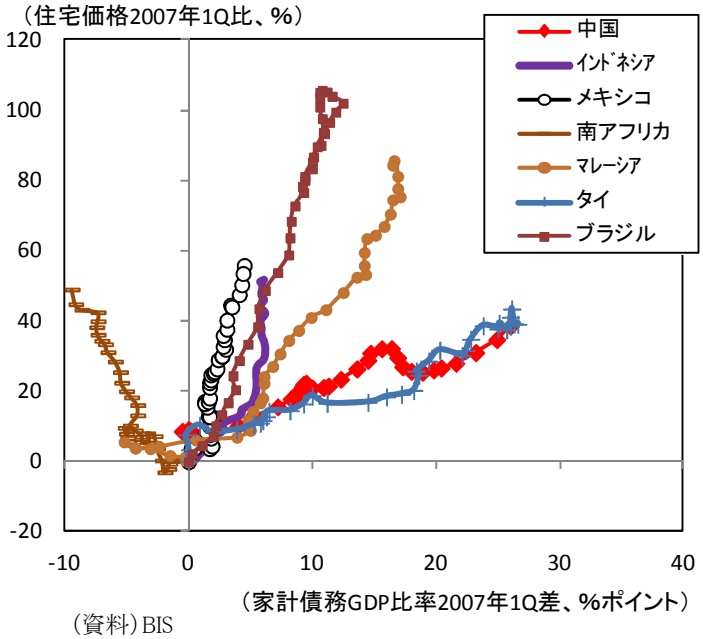
（資料）BIS

（ⅲ）住宅価格上昇と家計債務増加が続いている国（先進国）



（資料）BIS

（ⅲ）住宅価格上昇と家計債務増加が続いている国（新興国）



（資料）BIS

この結果から、各国を大きく3つのグループに分けることができる。

（ⅰ）リーマン・ショック、欧州ソブリン危機による住宅価格と家計債務の調整を経て、住宅価格が回復局面に入っている国

・・・米国、イギリス、オランダ、スペイン、デンマークなど。

ドイツはリーマン・ショック、欧州ソブリン危機前後に価格がさほど下落しておらず、2007年以降一貫して家計債務の規模が縮小しているにもかかわらず価格の上昇基調が続くという他に例を見ない動きをしている。

（ⅱ）住宅価格と家計債務の調整が続き、住宅価格の下落あるいは低迷が続いている国

・・・シンガポール、イタリア、ギリシャ

（ⅲ）リーマン・ショック、欧州ソブリン危機において住宅価格・家計債務の調整が生じておらず、ほぼ一貫して住宅価格上昇と家計債務増加が続いている国

・・・その他多くの国（ブラジルは2015年頃から価格下落と家計債務縮小局面に入っている）

家計債務と住宅価格の循環の観点から、以下の点が指摘できる。

●リーマン・ショック後も住宅価格が下落せず、家計債務の増加が続いている国（ⅲ）が最も多い。

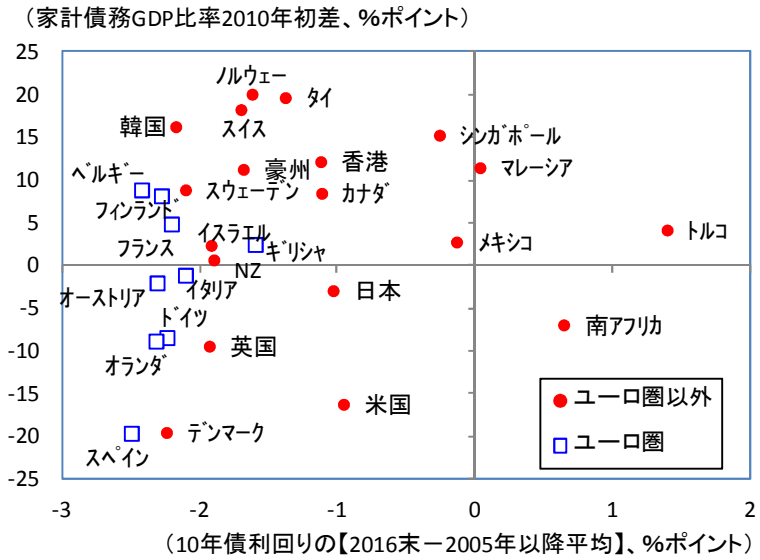
●（ⅲ）の国を先進国と新興国に分けると、住宅価格上昇ペース、家計債務増加ペースとも総じて新興国の方が速い。

●足元での中国における住宅価格上昇率は他国と比べてもかなり速いが（前掲図表1）、2007年からの10年間の推移というより長い目で見ると、中国を大幅に上回るペースで価格が上昇している国が、先進国・新興国問わず複数存在する。

●（ⅰ）の国の中では、デンマークが2012年半ばから家計債務の削減が続く中で住宅価格が回復に転じている。これは同国がマイナス金利政策を採用した時期（2012年7月）と一致しており、金融政策が奏功した可能性が指摘できる（但し、ECBによるOMTの導入などでユーロ圏政府債務危機が落ち着いた時期でもあるため、全て金融政策の効果というわけでもないと思われる）。

家計債務の増加幅が大きい国は、当該国の金融緩和の結果と見ることができよう。実際に、10年国債利回りの2016年末値と2005年以降の平均の差を金融緩和度合いとして、2010年からの家計債務GDP比率変化幅との関係を見ると、欧州ソブリン危機というショックで債務調整が進んだユーロ圏諸国を除けば、金融緩和度合いが強いほど家計債務増加幅が大きいという関係が見て取れる。そして図表5における(iii)に属する国の中ではノルウェー、スイス、韓国、タイが筆頭であり、次いでスウェーデンやニュージーランド、香港、カナダがあてはまる(図表6)。こういった国では、将来的に金融政策が引き締めに転じて金利が上昇した時には、家計債務への調整圧力が強まり、住宅価格が下落しやすいと見ることができる。

図表6　各国の金融緩和度合いと家計債務増加幅の関係



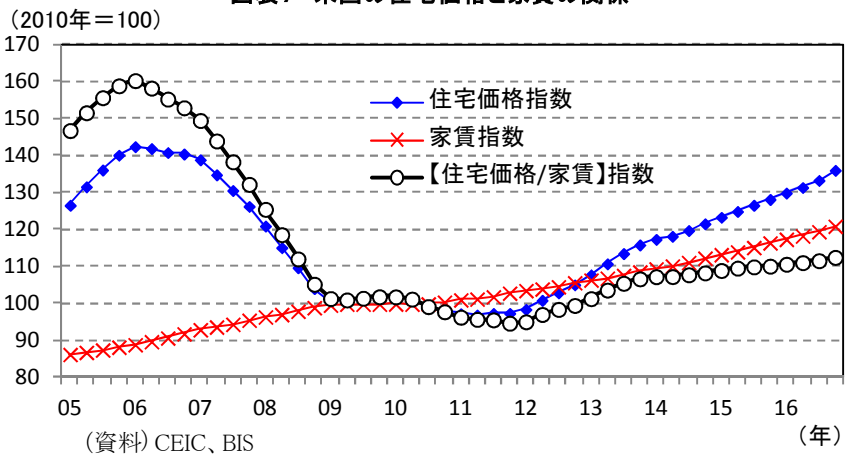
(資料)BIS、CEIC

3.　各国の住宅価格と家賃の関係

家計債務と住宅価格が調整局面に入った場合に、急激かつ大幅な影響が出やすくなる条件としては、住宅価格が過度に上昇していることが挙げられよう。この観点から、次に住宅価格と家賃の関係を見る。収益還元法の考え方に基づいて、住宅価格の上昇ペースが家賃のそれを大幅に上回り続けていた場合は過去数年の金融緩和下で住宅価格が過度に上昇している可能性が高く、金融政策が引き締めに転じることなどをきっかけに、調整局面に入る可能性が高いと判断する。

例えば米国の場合、住宅価格はリーマン・ショック前の水準にかなり近づいているが(図表7)、家

図表7　米国の住宅価格と家賃の関係

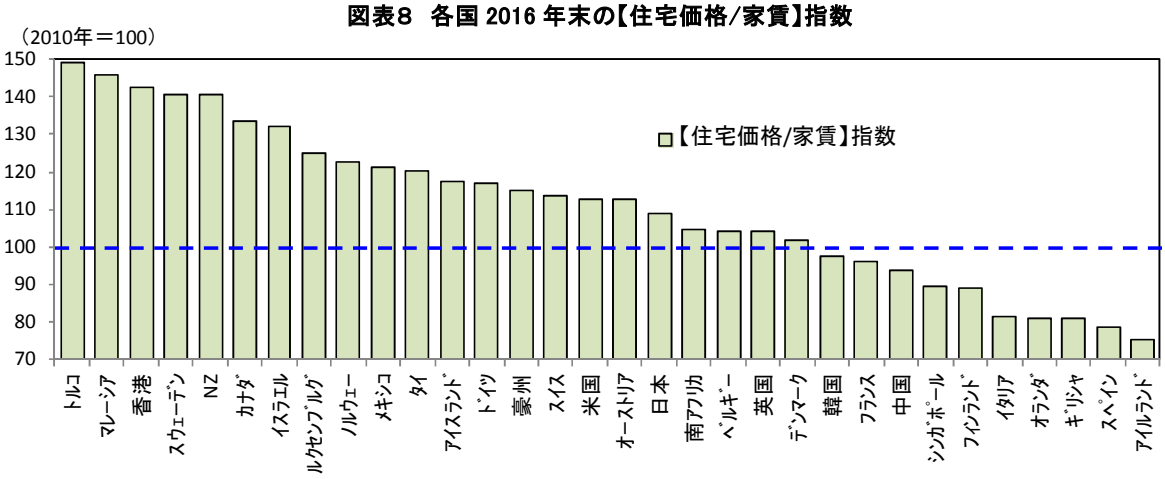


(資料)CEIC、BIS

賃水準が当時から2～3割上昇している。このため、住宅価格指数を家賃指数で除した数値（【住宅価格/家賃】指数とする）の水準はリーマン・ショック前よりも大幅に低い。従って、住宅価格の過熱度合いは当時よりも弱いと見ることができる。

図表7と同じ手法で算出した、各国の2016年末における【住宅価格/家賃】指数を示したのが図表8である。この指数が高い国、すなわち2010年以降、家賃を大きく上回るペースで住宅価格が上昇してきた国として、新興国ではトルコ・マレーシア、先進国では香港・スウェーデン・ニュージーランド・カナダなどが挙げられる。

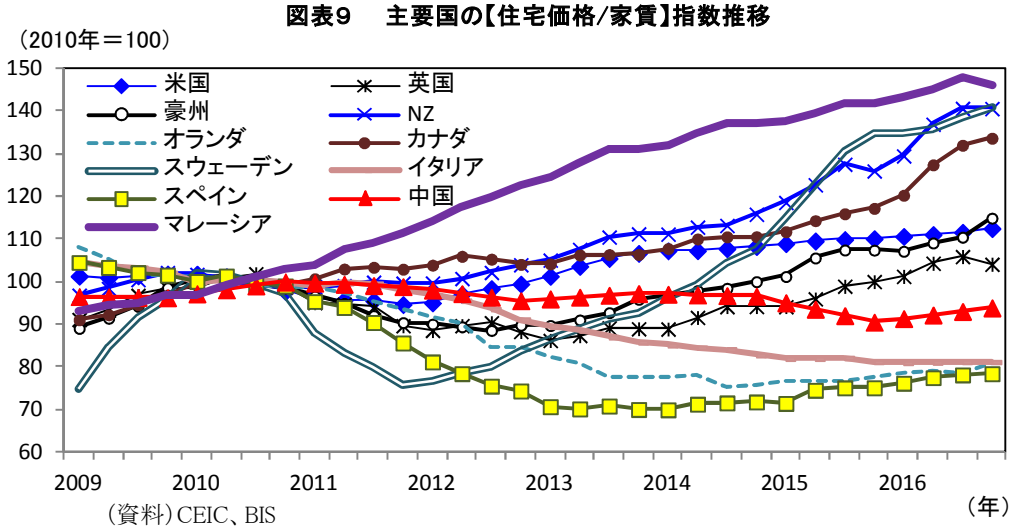
図表8　各国2016年末の【住宅価格/家賃】指数



（注）各国の【住宅価格指数/消費者物価における家賃指数（ともに2010年＝100）】の2016年末値を示したもの。
（資料）CEIC、BIS

図表8の中の主な国の【住宅価格/家賃】指数の時系列の動きを示した図表9を見ると、ニュージーランド・カナダはここ1年で急激に上昇した。反面、オランダ・イタリア・スペインといったユーロ圏の国では、ソブリン危機を経て住宅価格の調整が進んだために【住宅価格/家賃】指数は総じて低くなっており、ここ数年は下げ止まっている。そして住宅バブルの可能性に言及されることが多い中国は、2007年以降の住宅価格上昇幅は家賃上昇の範囲内に収まっており、他国との比較で見た場合でも、住宅価格の過熱度合いが突出しているわけではない。

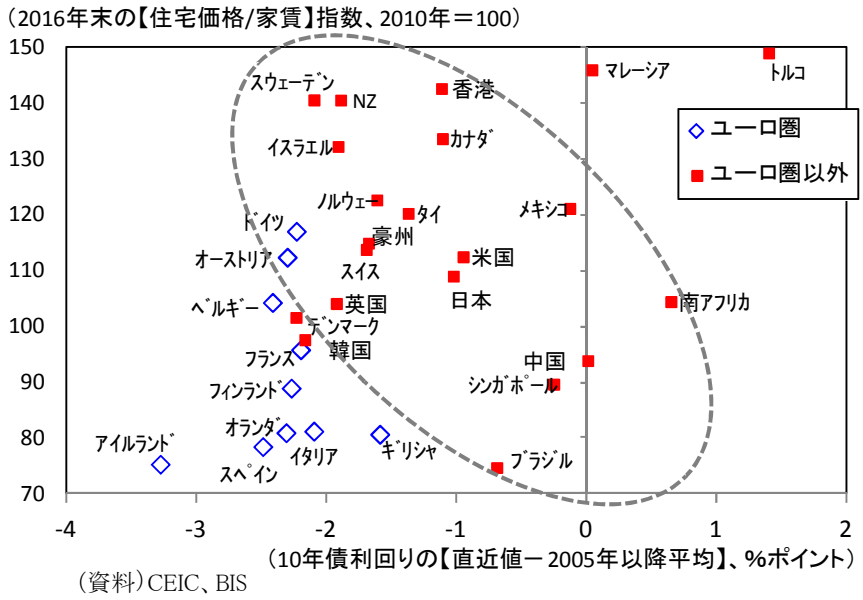
図表9　主要国の【住宅価格/家賃】指数推移



（資料）CEIC、BIS

家賃を大きく上回るペースでの住宅価格の上昇も、金融緩和の影響があると考えられる。前掲図表6でも用いた金融緩和度合いと【住宅価格/家賃】指数との関係を見ると、政府債務危機というショックで住宅価格が下がったユーロ圏諸国を除けば、金融緩和度合いが大きいほど【住宅価格/家賃】指数が高いという関係が確認できる。国別に見ると、図表6でも挙げたスウェーデンや香港、カナダがその筆頭に位置し、新興国ではタイも高い位置にある（図表 10）。これらの国は、将来的に金融政策が引き締めに転じた場合に住宅価格が下落しやすく、かつ家計債務増加幅が大きければ、住宅価格と家計債務双方の調整を強いられることで、住宅市場のみならず経済全体へのダメージも大きくなる可能性が相対的に高いと考えられる。

図表 10　各国の金融緩和度合いと【住宅価格/家賃】指数の関係



（資料）CEIC、BIS

4. まとめ

住宅価格水準の持続可能性を左右する要因は、その国の人口動態や住宅供給がどの程度スムーズに行われるか、税制、金融システムの安定度合いなど、家賃や家計債務の他にも多くある。このため、複数国の住宅市場が抱えるリスクを、本稿のように同一の基準で比較する方法には精緻さの面で不完全な面もある。

しかし、過去数年間の世界的な金融緩和が、家賃を大きく上回るペースで住宅価格を上昇させ、家計債務の大幅増加に影響してきた国が複数あること、そしてこれらの国では今後住宅市場が調整局面に転じた場合に経済への悪影響が大きくなるリスクが高まったことは間違いないと思われる。具体的には、カナダやニュージーランド、スウェーデン、香港、新興国ではタイなどがこれに該当し、既に米国が4回の利上げに踏み切り、中央銀行のバランスシート縮小まで視野に入れており、主要先進国の中央銀行が金融政策の転換点を迎えて引き締め方向に移る姿勢を見せていることも、そのリスクを今までより強く意識させる材料である。

尤も、これらの国の経済規模、そして米国やユーロ圏の多くの国では、住宅価格と家計債務の調整が既に終了して回復期に入っていることを踏まえると、いわゆる「住宅バブル」の懸念はグローバルなものではなく、ある程度限られた経済圏のものと考えられる。中央銀行の意図に反して、

長期金利が急上昇するといった事態が生じない限り、この先訪れる可能性のある一部国での住宅市場調整が、世界経済に対してリーマン・ショックほどのマイナスインパクトを及ぼす可能性は低いと見るのが妥当ではないかと思われる。

（経済調査チーム　花田　普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。