

2013年10月9日 全8頁

# 超低金利政策が引き起こす英国の不動産バブル

フォワード・ガイダンス、持ち家購入支援スキームに警戒

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 10

ロンドンリサーチセンター  
シニアエコノミスト 菅野 泰夫  
研究員 沼知 聡子

## [要約]

- 英国で不動産価格の上昇が加速している。住宅金融組合最大手であるネーション・ウィドが発表する価格指数によると、2013年7月の住宅価格は前年同月比3.9%と2010年9月以来の大幅な上昇を記録した。金融危機以降、著しい復調を見せる不動産市況を背景に、超低層都市であったロンドンも建築物が高層化する傾向にある。金融街シティでは不動産再開発が加速しており、高層ビルの建設が至る所に目立つようになった。
- 急激に不動産価格が上昇している要因としては、超低金利政策の継続によるものが大きい。2009年3月以降、英国中央銀行(BOE)は、政策金利を設立以来最低水準となる0.5%に据え置くと同時に、量的緩和政策による国債の買い入れも実施している。8月にBOEが導入したフォワード・ガイダンスも、更なる不動産価格の上昇を促すといわれている。
- さらに最も不動産価格の上昇を助長させているのは、今年から実施されている英国政府の持ち家購入支援スキーム (Help to buy scheme) との見方も強い。同スキームに対しては、当初の目的であった家計の住宅価格購入を援助するのにとどまらず、不動産開発業者や家主などが高騰した価格で売り抜けることを容易にさせるため、購入支援ではなく売却支援 (help to sell) と批判する声もある。
- 英国では持ち家志向が強く、2015年の総選挙に向け、住宅政策は大きな争点になることが予想される。住宅購入がままならない、失われた世代(20代後半~30代前半)は、自分たちよりも前の世代が享受し続けてきた住宅の所有権を手でできないことに、非常に大きな失望感を抱いている。さらに、その親、祖父母の世代からも、将来の住宅事情を憂慮する声が上がっており、これに主要政党がどのような対処をするかが注目されている。

## 1. 英国不動産価格の上昇が加速

英国で不動産価格の上昇が加速している。英国の住宅金融組合最大手であるネーション・ワイドが発表する価格指数によると、2013年7月の住宅価格は前年同月比3.9%と2010年9月以来の大幅な上昇を記録した。翌8月も同3.5%上昇しており、急速に住宅市場が回復する様相を呈している。また金融危機以降、著しい復調を見せる不動産市況を背景に、超低層都市であったロンドンも建築物が高層化する傾向にある。金融街シティでは不動産再開発が加速しており、高層ビルの建設も至るところに目立つようになった（図表1）。さらに不動産市場の活況の様子は、4月以降の住宅ローン貸付承認件数にも表れており、特に6月は、前年同月比で33.4%増の3万7,552件と高水準を記録した（図表2）。

**図表1 シティでのランドマーク高層ビル建築ラッシュ 建設中のWalkie-TalkieとLeadenhall Building（左写真）と昨年竣工したThe Shard（右写真）**



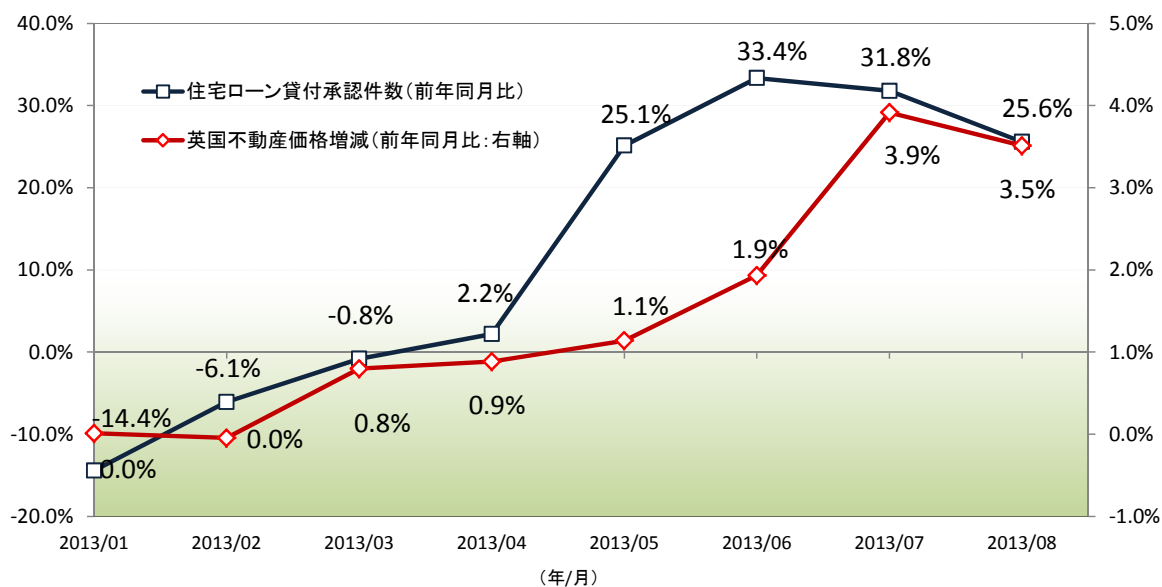
（補足1）左写真、奥にあるのがLeadenhall Building（リーデンホールビルディング）横から見ると3角形のチーズおろし器の形をしているため、チーズグレーターと呼ばれている。

（補足2）左写真、手前にあるのがWalkie-Talkie（ウォーキータークー）。名前のとおりトランシーバーに似ている。全面ガラス張りであり外側に反っている構造のため、今年夏の太陽光が強い日にビルに反射する光があまり熱く、近辺の車の一部が溶け、店の入口のコンクリートが曲がって話題になった。

（補足3）写真右がロンドンブリッジ駅の近くにあるThe Shard。ロシアにあるMoscow-Cityを抜き欧州で最も高いビルとなっている（87階、310m）。

（出所）大和総研撮影

図表 2 英国の住宅ローン貸付承認件数と不動産価格増減（前年同月比）



(出所) 英国銀行協会、ネーション・ワイドのデータより大和総研作成

## 2. 英国不動産価格の上昇を牽引する超低金利政策

英国で急激に不動産価格が上昇している背景としては、超低金利政策の継続によるものが大きいといわれている。2009年3月以降、英国中央銀行（BOE）は、政策金利を設立以来最低水準となる0.5%に据え置くと同時に、量的緩和政策により国債の買い入れを実施している。さらに最近 BOE が導入したフォワード・ガイダンスも、更なる不動産価格の上昇を促すとの指摘も絶えない。

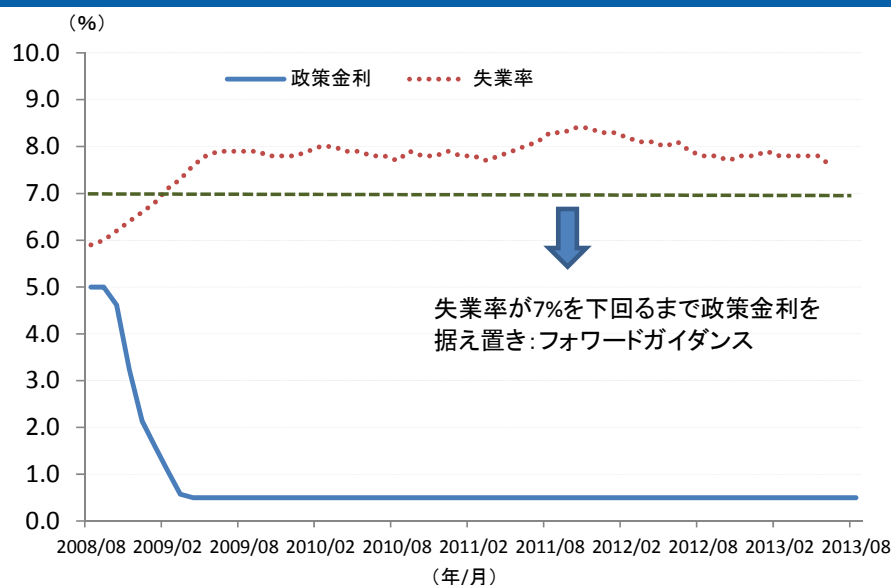
BOE は2013年8月7日、マーク・カーニー総裁（以下、カーニー総裁）就任後初となる、「インフレ報告書」の中で、金融政策の時間軸効果を促すフォワード・ガイダンス導入の詳細を発表した。BOE が導入を決めたフォワード・ガイダンスは、「失業率が7%を下回るまで政策金利の引き上げを行わず、0.5%の金利政策を維持する」ことが金利の誘導目標となっている（図表3）。ただし BOE はこの発表の中で、当面（2016年後半まで）は、失業率が7%を下回る確率が低いとの試算を示すとともに、7%を下回っても直ちに金利を引き上げるわけではなく、あくまでも判断材料の一つとの曖昧な見解を示した。ゆえにこの発表時点では、過去4年間（2009年3月以降）維持されてきた超低金利政策が、さらに3年間継続されるとの拡大解釈が市場では優勢となり住宅ローン借入を促進させたともいえよう<sup>1</sup>。

一方で、市場がフォワード・ガイダンスの効果を懐疑的に見ているとの意見があることも確かである。実際にカーニー総裁としてフォワード・ガイダンスを示唆した7月4日の初の金融政策委員会（MPC）以降、一時的に金利水準は低下傾向に転じ市場へのアナウンスメント効果は成功したかに見えた。しかしながら、8月7日の「インフレ報告書」の正式発表数日後、金利は

<sup>1</sup> 無論、この反応に対しては、BOE は不満を示しており、期間を限定して金利を据え置くことを示唆したつもりはないと反論している。またカーニー総裁は、昨今の英国の景気回復速度が順調であるとした上で、失業率が7%を下回れば金融引き締めを行うことも可能と、市場への牽制もちらつかせた。

一転して上昇基調に転じている<sup>2</sup>（次頁図表 4）。金利水準が急激に上昇した背景には、今回のフォワード・ガイダンスに含まれる、（失業率の状態にかかわらず）物価もしくは金融の安定にリスクが生じたと判断した場合に停止できる3つの「ロックアウト条項<sup>3</sup>」の存在が大きい。シティでは、早々に「ロックアウト条項」に抵触し、金融政策の転換を余儀なくされるとの見方が優勢であったため、結果的に BOE の意図に反して早期の利上げ観測を強めてしまい、新たな政策がスタートから冷や水を浴びせられたとの見方が一般的である。

図表 3 英国の政策金利と失業率の推移



(出所) Bloomberg より大和総研作成

しかし、カーニー総裁は、英国経済の回復を促していくうえで、今後数年間は政策金利を引き上げないことを繰り返し示唆している。そのカーニー総裁が現在最も懸念しているのが「日本化」への転落である。日本は世界で初めてフォワード・ガイダンスを導入した国として知られている。1999年、政策金利をほぼ0%まで引き下げる「ゼロ金利政策の導入」を行った。その後、それ以上政策金利を引き下げることができなかった当時の日銀政策委員会の対策が「時間軸政策」であり、将来のゼロ金利を約束するフォワード・ガイダンスの先駆けといわれている。ただしその後の量的緩和への移行も含め、多様な金融政策が上手く機能したとはいいがたく「失われた20年」と呼ばれる深刻な長期デフレを経験したことは記憶に新しい。カーニー総裁は、フォワード・ガイダンスの行く末が、不動産バブル崩壊以後、90年代の不良債権処理に苦しんだ過去の日本と同じ状況に陥ることを警戒した発言を繰り返しており、慎重な金融政策を実施しようとしていることが読み取れる<sup>4</sup>。ただしこの慎重さが仇となり、不動産取得を加速

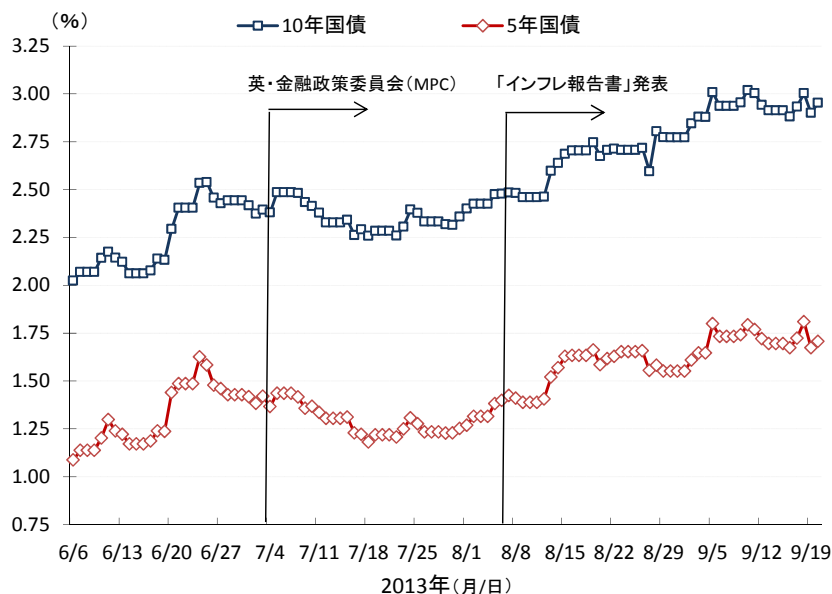
<sup>2</sup> さらに9月に入り、英国債利回りは、10年物で3.01%を記録し、2011年7月以来の3%台に到達した。また5年国債利回りも1.79%まで上昇している。

<sup>3</sup> 具体的には、①18か月から24か月の間にインフレ率が2.5%を超える可能性がある場合、②中期的なインフレ期待が十分安定な段階にとどまらなかった場合、③金融緩和政策が金融の安定を維持できないリスクとして顕在化していると金融安定政策委員会（FPC）が判断した場合の3つである。BOEは3つのうち1つでも抵触する場合にロックアウトとなり、金融政策を見直す可能性があるとしている。

<sup>4</sup> 日本の失敗として、カーニー総裁は①早期の景気刺激策の撤退や、②銀行セクター改革が不十分であったことなどを例示している。

させたことは容易に想像できる。なぜならば、中央銀行の金融政策は物価安定に専念すべきであり、資産価格変動に直接反応するのは適当ではない（いわゆる Fed View<sup>5</sup>）との考え方もいまだ根強く、カーニー総裁が慎重になるほど、機動的な金利引き上げは期待できないからだ。結果的に BOE が、超低金利政策を継続させ不動産価格の上昇を放置し、さらなる資産バブルを誘発する可能性は高いといえるだろう。

図表 4 英国債の利回り推移



(出所) Bloomberg より大和総研作成

### 3. 英国住宅ローン金利競争にともなう不動産価格の上昇

また現在の英国では、銀行間の熾烈な競争が招いた低水準の住宅ローン金利が不動産バブルを引き起こしているとも考えられる。現在、英国市中銀行の融資拡大の牽引役となっているのは住宅ローン貸出である。利ザヤは薄くても有担保で貸倒れリスクが低い住宅ローンは、銀行にとって安定収入を確保できる手段となっているからだ。また住宅ローンは給与振込口座の獲得とも直結しており、たとえ貸出金利が低くても、クロスセル<sup>6</sup>等によって顧客から継続的に収益を獲得するチャンスもある。慢性的な流動性預金の不足という危機感を持つ英国の銀行にとっては、預金獲得と貸出金増加を同時に達成できることも妙味の 1 つである。しかし、住宅ローンの競争激化や、優遇金利幅の拡大により、適正な貸出金利の水準から逸脱する動きが広がれば、貸出金ポートフォリオ全体の収益性の劣化を招きかねない。銀行は高い資本コストを賄うため、低収益の住宅ローンを貸すと同時にバランスシートにレバレッジを掛け、総資金利ザヤを確保する行動に出るためだ。特に住宅ローン金利が消費者物価指数 (CPI) 上昇率を下回り、実質マイナス金利となっているケースではバブル崩壊の足音が近づいているともいえよう。他国の主要都市（香港等）においても、同様の状態から利上げに踏み切り、不動産バブルが崩壊

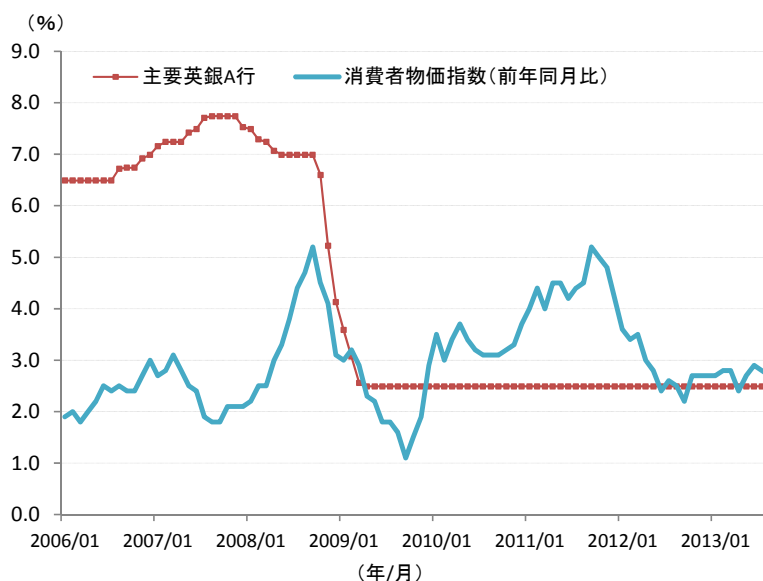
<sup>5</sup> 翁 邦雄、「金融政策と資産価格」、2009年5月、証券アナリストジャーナル。

<sup>6</sup> ある商品の購入を考えている顧客に対し、その商品に関連する商品などを勧めるマーケティング手法。



したケースが確認されている。英国においては金融危機以降の超低金利政策において、住宅ローン金利が消費者物価指数を下回る局面が散見されている（図表 5）。特に 2012 年の年央以降はほぼ同水準となっているため、不動産投資バブルを誘発する状態にあるといっても過言ではない。無論、住宅ローンの供給側である銀行もリスク管理を厳格化する傾向にあり、頭金の積み増し、将来収入の厳格な審査等で住宅ローンを借りられないケースが頻発している。銀行内では、投資効率が悪い住宅ローンを増加させることは、もはや限界に近づいているとの意見も多い。

図表 5 英国住宅ローン金利と消費者物価指数（対前年同月比）の比較



(出所) Bloomberg より大和総研作成

#### 4. 英国の住宅ローン支援スキームは更なる不動産価格を押し上げる

さらに、今年から実施されている英国政府による持ち家購入支援スキーム (Help to buy scheme)<sup>7</sup>も不動産バブルを助長しているとの見方が強い。

持ち家購入支援スキームとは、わずかな頭金での持ち家購入を可能にするための英国政府による支援策である。新築住宅（60 万ポンドを越えないもの）の購入者を対象とした政府による融資として、2013 年 4 月から 3 年間（あるいは資金が尽きるまで）実施され、350 億ポンドの拠出が予定されている。新築物件の購入に際し、住宅価格の 5%を頭金として用意し、少なくとも 75%の住宅ローンを組むことができれば、残り（最大 20%）を政府が 5 年間無利子で融資する。住宅ローンの返済期限を前に当該物件が売却された場合には、売却価格から購入時に受けた融資と同じ金額が政府に返済される。ロンドンの平均住宅価格が 30 万ポンドといわれているなかで、60 万ポンドをスキーム適用の上限としている点や、少ない頭金での住宅購入を可能と

<sup>7</sup> ジョージ・オズボーン財務相により予算演説の際に発表された同スキームは、①新築物件のみを対象とし、2013 年 4 月より導入された住宅担保ローン (Equity Loan) と、②新築・中古を問わず、2014 年の導入が予定されている住宅ローン保証 (Mortgage Guarantee) の 2 要素から構成されている。本編では既に実行されている①について述べている。

することから、不動産バブルを誘発しているとの指摘が絶えないのも事実であろう。

同スキームに対しては、当初の目的であった家計の住宅価格購入を援助するのにとどまらず、不動産の開発業者や家主などが高騰した価格で売り抜けることを容易にさせるため、購入支援ではなく売却支援（help to sell）と批判する声もある。BOEをはじめ、新たな住宅ブームを加速させる危険性を指摘する識者が多い。一方で、住宅購入が同スキームにより促進されれば、建設業界をはじめ経済活性化につながるとの見方もある。しかし、厳格な都市開発計画により建築規制が強いため住宅市場は恒常的に供給不足の状態にあるうえ、購入希望者が高額の頭金を用意できないという根本的な問題に対処しておらず、短期的な施策との意見が多い。実際、キング元 BOE 総裁は、同スキームが金融危機の引き金となった米国の住宅ローン保証スキームに似すぎているだけに不安であるとし、一時的な措置とすべきであるとの認識を示していた。今後、英国不動産投資のリスクを語る上で、フォワード・ガイダンスとともに、同スキームの動向に留意する必要があることはいままでもないであろう。

## 5. 英国の住宅事情（まとめにかえて）

英国では持ち家志向が強く、年齢や世帯構成の変化に合わせて、住宅を買い替えていくのが一般的である。買い替えを可能にしている大きな要因には、「住宅の価値が落ちない」という社会的な通念が挙げられよう。石づくりが中心の建物の寿命は長く、定期的な補修や改修を行えば、築 100 年近い住居でも快適に過ごせるのが珍しいことではない。都市計画が厳しく管理され、地区によっては景観保護の観点からも新築許可が下りにくいなどの要因もあるが、建物が築 20 年を超えると大きく減価し、新築か中古かで物件価格が激しく変動する日本の事情とは大きく異なっている。持ち家購入支援スキームが導入される契機として、1990 年代から続く住宅価格の高騰と世界金融危機を経て融資に後ろ向きになった金融機関の存在が挙げられる。英国における住宅平均価格は、1991 年 5 月時点で 5 万 4,386 ポンドだが 2013 年 5 月には 16 万 7,912 ポンドと 3 倍にまで上昇している。しかし平均世帯収入はこれに見合うだけの伸びを見せていないうえ、賃貸価格の上昇も続いていることから、親からの援助がなければ住宅購入に踏み切れない若い世代が増えているのが現実である。2020 年までに新規購入者に必要とされる頭金の平均額が 6 万ポンド（首都ロンドンでは 10 万ポンド）に達し、同時点での平均年収を 3 万ポンドと予測する試算もあり、持ち家購入がますます難しくなるとの見方が多い。

2015 年の総選挙に向け、住宅政策は大きな争点になることが予想される。しかしながら、住宅価格高騰の恩恵に与った有権者の多くは票田となる高年層であり、（手ごろな住宅の大量供給などによる）住宅価格の下落は本音では望んでいないだろう。また、景観保護に熱心という英国の国民性もあり、恒常的な住宅供給不足に対応するため、迅速に住宅供給の拡大が必要であることは理解しながらも、そのためのドラスチックな手段（緑地帯の住宅地への変換や、住宅密集地の許容）は、特に高齢者は容易には受け入れられないものと考えられる。英国では住宅購入がままならない、いわば失われた世代（20 代後半～30 代前半）は、自分たちよりも前の世代が享受し続けてきた住宅の所有権を手にはできないことに、非常に大きな失望感を抱いている。

さらに、その親、祖父母の世代からも、将来の住宅事情を憂慮する声が上がっており、これに主要政党がどのような対処するかが注目されている。急激な不動産価格の上昇を懸念し、持ち家購入支援スキームや超低金利政策の継続を望まない声も増えつつある。

ロンドンでは中心部での賃貸価格の上昇を追い風に、投資案件(Buy to let)を紹介する看板が至る所に見られ地価上昇に拍車が掛かる様相を呈している。今年に入り英国マスメディアも、現在の状態がバブルか否かを論争する特集が繰り返し組まれるなど、不動産市場の過熱感を伝える報道が多く目に付く。ただしその状況がバブルか否かは、弾けてみなければ誰にも分からない<sup>8</sup>。そうなる前に、英国の銀行には慎重な融資姿勢を期待したい。

(了)

---

<sup>8</sup> Alan Greenspan, "it was very difficult to definitively identify a bubble until after the fact--that is, when its bursting confirmed its existence", 2002/10/07, At a symposium by FRB of Kansas City