

2015年9月17日 全5頁

# 遠のく利上げの副作用

## 英国では駆け込み住宅購入が過熱

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 54

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

### [要約]

- FRBのイエレン議長に続き、2015年7月にはBOEのカーニー総裁も近い将来の利上げを示唆し、シティでも早期実施の観測が一時勢いづいていた。ただし、各国中央銀行を悩ます、低インフレの状態が英国においても顕在化しており、BOEのインフレ改善見通しに対する見方は冷やかに受け止められている。今週に入りシティでは、米国の年内利上げコンセンサスに対し、英国の利上げは2016年第2四半期以降と、当初の観測時期に回帰する声が増えつつある。
- 英国では、利上げ前に良い条件で融資を受けようとばかりに、住宅購入に拍車がかかっている。当面、超低金利の継続を予想する投資家も多く、5年固定住宅ローン金利が過去最低となる3%を割り込む水準まで低下している。日本の様な長期固定の住宅ローンが一般的でない英国では（多くが5年以下）、利上げによる住宅市場への影響が大きいとされる。
- 超低金利に加えて、政府主導の住宅購入支援策に伴う制度的要因により、住宅購入を過熱させている側面もある。特に2015年3月に発表され、この秋から開始されるHelp to buy ISAスキームは、価格高騰に悩む英国での住宅購入支援スキームの一つとして期待されると同時に住宅価格の高騰につながるとの指摘が絶えない。
- QE、景気回復、超低金利を実現した現在でも低インフレの状態から抜け出せないのは英国だけでなく、日米欧のいずれの中央銀行に共通する悩みであろう。QEの成果は通貨安誘導と割切ること、インフレターゲットを達成する概念も一旦は横に置く覚悟も必要といえるだろう。各国とも利上げに踏み切っても、緩やかに行うのであれば、歴史的な低金利水準は当面は継続されることになる。利上げを先延ばしすることが株式市場の不確実性となりつつある今、利上げの早期実施を期待する声がシティでは高まりつつある。

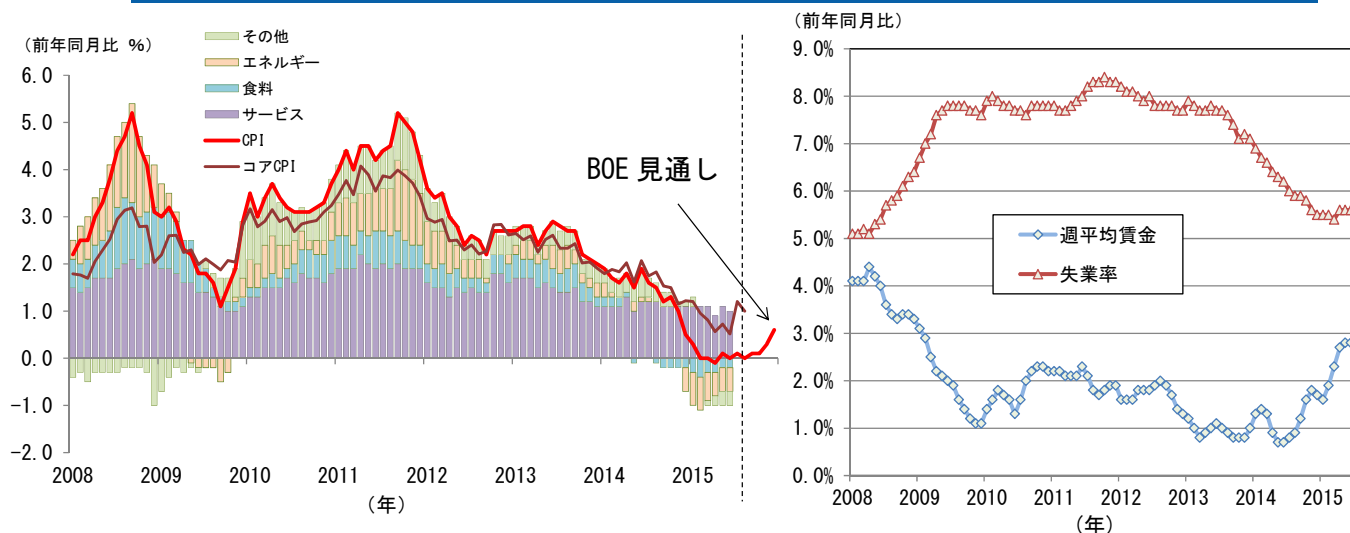
## 英国中央銀行の利上げはまだ先

2015年9月10日、英国中央銀行(BOE)は、定例の金融政策理事会(MPC)で政策金利を0.5%に据え置くことを決定した。前回(2015年7月)の理事会に続き、MPCのマカファティ委員が0.25%の利上げを主張したものの8対1の投票結果で退けられている。即日発表された議事録によると、英国では、堅調な内需を背景に、エネルギー・食料価格を除くコア指標の改善は進んでおり、(8月に発表されたインフレーションレポートと同様)年末年始にかけてインフレ率が上振れるとの楽観的な見通しに変化は無いことが示されている。また、中国リスクの高まりを受け新興国の景気減速が英国に与える影響は少なからず存在するものの、英国経済見通しを変えるには時期尚早と結論づけた。

FRBのイエレン議長に続き、2015年7月頃まではBOEのカーニー総裁も近い将来の利上げを示唆し、シティでも早期実施の観測が一時勢いづいていた。たしかに、4月-6月の第2四半期の経済成長率が前期比+0.7%と、1月-3月の同+0.4%から順調な伸びが確認されている。また、7月までの3ヵ月平均で前年比+2.9%と高い改善を示した平均賃金や、8月さらに低下した失業率など、金融危機以前の水準まで戻りつつあることを考慮すると、利上げへの障壁が次第に消失していることは十分認識できる。しかし、肝心の金利引上げの判断基準となる足元8月のインフレ率はエネルギーや衣料品価格の下落を受け、7月の前年同月比+0.1%からゼロに逆戻りし、コアインフレ率も同+1.2%から+1.0%へ低下している。各国中央銀行を悩ます、低インフレの状態が英国においても顕在化しており、BOEのインフレ改善見通しに対する見方はシティでは冷ややかに受け止められている。

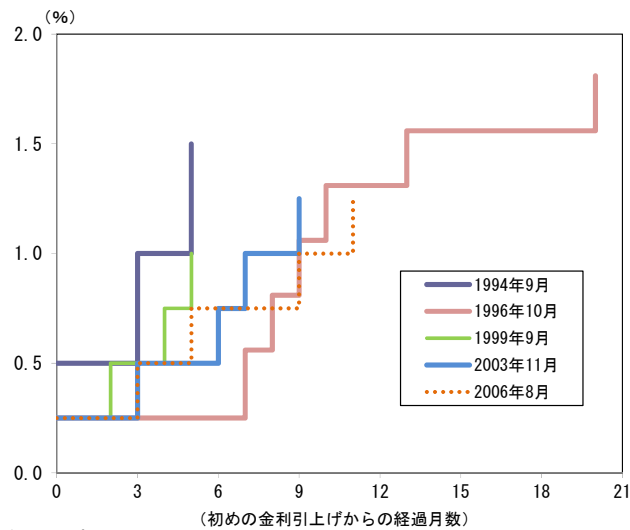
また、たとえ早期利上げを開始したとしても、その引締め速度は緩やかなものとする方針をMPCは改めて確認している。年末に掛けてさらにポンド高が進むなどに加え、少しでも悲観的なデータが発表された途端に利上げ実施観測は遠のくことが予想される。今週に入りシティでは、米国の年内利上げコンセンサスに対し、英国の利上げは2016年第2四半期以降と、当初の観測時期に回帰する声が増えつつある。

図表1 英国の消費者物価指数と寄与度(左)と失業率と週平均賃金(右)



(出所) 英国統計局、BOEより大和総研作成

図表2 英国の政策金利の過去の引上げ推移

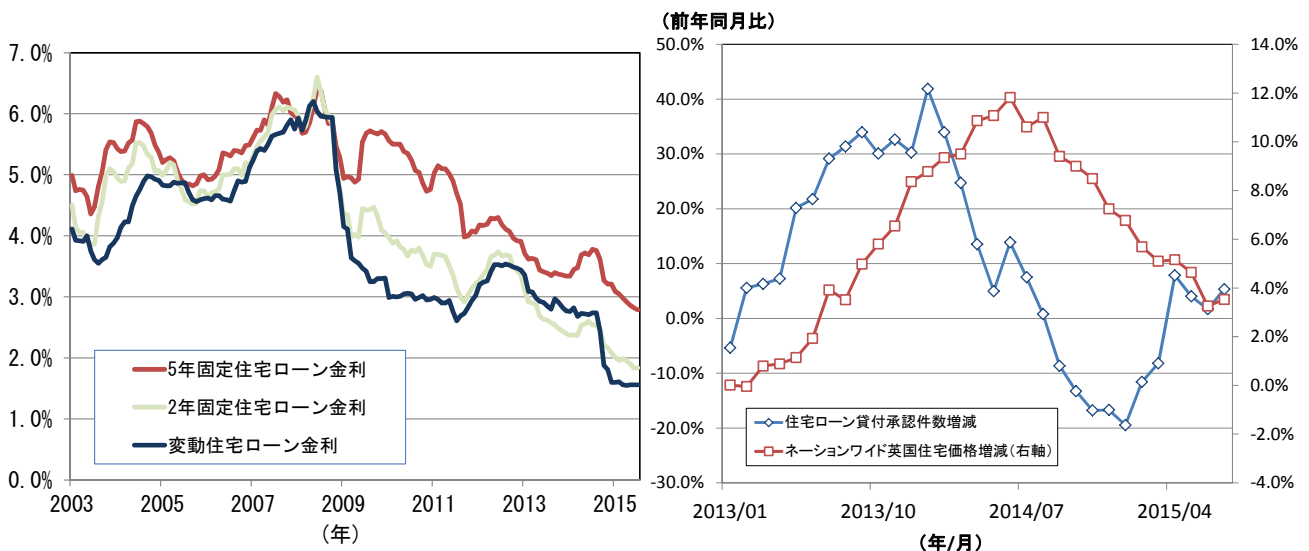


(出所) BOE より大和総研作成

### 固定住宅ローンへ駆け込む英国民

利上げが遠のく中、それに従う副作用も顕在化しつつある。英国では、利上げ前に良い条件で融資を受けようとばかりに、住宅購入に拍車がかかっている。英紙テレグラフの報道によると、2014年から2015年第1四半期までに契約された住宅ローン融資の8割以上が固定金利で占められたとされる。超低金利が終わるまでに有利な条件で住宅ローン金利をできるだけ長く固定しようと、駆け込み需要が顕在化したことがその背景であろう。当面、超低金利の継続を予想する投資家も多く、5年固定住宅ローン金利が過去最低の3%を割り込む水準まで低下している。2014年初めをピークに減少傾向にあった住宅融資も2015年に入り件数が再度増加に転じており、2013年以降一貫して上昇している住宅価格の上昇を後押ししているといえよう。

図表3 英国の住宅ローン金利（左）と住宅ローン承認件数および住宅価格変動率（右）



(出所) 英国統計局、BOE より大和総研作成

また、利上げによる損失が予想されるのは、ここ数年の住宅価格の高騰に乗り遅れまいと、住宅購入を急いだロンドン市民であろう。ここ数年のロンドンでは、年金基金や日本を含む海外のデベロッパーなどからの大規模な不動産投資が続き、物件の争奪が過熱気味であった。市中銀行が利益を優先するあまり、適切なリスクプレミアムを伴わない貸出も多く、利上げ時の不良債権比率の増加を楽観的に見積もっている可能性は決して低くはないとされる。

無論、BOEは顕在化する住宅バブルを警戒し、利上げによる影響を注視している。日本の様な長期固定の住宅ローンが一般的でない英国では（多くが5年以下）、利上げによる住宅市場への影響が大きいとされる。

## 制度的な後押しも住宅価格高騰の要因に ～Help to buy ISA スキーム～

英国では、超低金利に加えて制度的要因が住宅購入を過熱させている側面もある。特に2015年3月に発表され、この秋から開始される Help to buy ISA スキームは、価格高騰に悩む英国での住宅購入支援スキームの一つとして期待されると同時に、住宅価格の高騰につながるとの指摘が絶えない。個人貯蓄口座（ISA）を保有する者を対象とする同スキームは、2015年度の予算演説（3月19日）の中でオズボーン財務相が発表した注目の施策であり、初めて英国で家を買う人（Frist-time buyer）を対象とする。住宅購入向けに開設したISAに、月額最大200ポンドを貯蓄するとその25%を政府の補助金として上乗せで受給することができる。口座を開いた時点で最大1,000ポンドを預け入れることができ、上限は1万2,000ポンド、即ち最大3,000ポンドを無償で受給できる政策である<sup>1</sup>。また、世帯別に1口座でなく、2世帯住宅を共同購入する際、夫婦および子息と共にISA口座を開けば、それぞれ補助金を受け取ることができることや、一連の持家購入支援スキーム<sup>2</sup>との併用も可能であるため、住宅価格の高騰を招くとの批判は根強い。

3月の発表時点では総選挙を5月に控え保守党および労働党の支持率が拮抗し、宙吊り国会（ハングパーラメント）が危惧されていた時点での政策なので、究極のばら撒き政策とも揶揄されていた。現在では、緊縮財政を継続させる保守党からの政策として、概ね歓迎されているものの、過去最大級の規模の住宅購入支援策が、利上げ後にどのような副作用を起こすかは現段階では未知数ともいえる。

## 低インフレが続いても利上げの判断に影響がないのがベストか

QE、景気回復、超低金利を実現した現在でも低インフレの状態から抜け出せないのは英国だけでなく、日米欧のいずれの中央銀行に共通する悩みであろう。MPCの中には、ポンド高の影響は誇張されており、インフレ率は予想外に上昇する可能性が高いことを示唆する者もいる。ただし、各国とも利上げ判断においては、無理にインフレ率目標の達成に執着しなくとも良い時期に差し掛かりつつあるといっても過言ではない。QEの成果は通貨安誘導と割捨ることで、（量的緩和政策が機能不全に陥る前に）インフレターゲットを達成する概念も一旦は横に置く覚悟

1 ただし物件価格はロンドンで45万ポンド（約9,000万円）、それ以外で25万ポンド（約5,000万円）が上限となる。

2 2013年より開始された持家購入支援スキーム（Help to buy scheme）は、わずかな頭金で新築住宅購入を促す政府による支援策であり、同スキームが不動産バブルを誘発しているとの指摘が絶えなかった。

も必要といえるだろう。それ以上に、現行政策の継続で市場の価格形成機能を失う怖さを意識する必要がある。中国の一連の金融危機への介入とその後の無策は、市場が制御不能となった時に初めて顕在化する悲劇であり、決して他人事では無い。

各国とも利上げに踏み切っても、緩やかに行うのであれば、歴史的な低金利水準は当面は継続されることになる。利上げを先延ばしすることが株式市場の不確実性となりつつある今、利上げの早期実施を期待する声がシティでは高まりつつある。インフレ率の0.1%の増減に一喜一憂する現在の状況は明らかに異様ともいえ、利上げが遠のくことによる副作用をどのように対処するか、BOEの今後が注目される。

(了)