

# 基礎研 レポート

## 金融政策と不動産市場

～世界を巡る多額の投資資金の運用は誰が担うのか～

社会研究部 上席研究員 篠原 二三夫

(03)3512-1791 fshino@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

米国連邦準備理事会（FRB）が量的緩和策第3弾（QE3）の手じまいに言及した途端、日本株式市場は米国株よりも一時的に大荒れ模様となった。米国経済や住宅市場の変化は、金融政策の変化を通じて、短期的にも長期的にも世界各国の経済と市場に大きな影響を及ぼす。

FRBがQE3の目玉である月額850億ドルの債券購入から退出するなら、それに含まれる住宅ローン抵当証券（Mortgage Backed Securities: MBS）の買い入れ（月額400億ドル）も縮小・廃止され、米国住宅ローン市場は自立しなければならないが、まだ多くの課題がある。従来からMBS市場の中心的役割を果たしてきたファニーメイとフレディマックは、いまでも新規住宅ローン融資額の約7割分を買い取っている。住宅バブル崩壊によってこれら2機関は実質的に破綻し、政府管理下におかれてきたが、オバマ大統領は、8月6日にフェニックスで「これらの2機関は縮小・廃止し（wind down）、政府による救済の時期が終了したことを明確に示す時期が来ている。今後は民間投資家が住宅ローン市場で大きな役割を果たすこととなる」と講演した。

しかし、具体的な手法が決まったとしても、2,000億ドルの税収を投下した2機関の実際のwinding downと民間による代替には数年以上を要する見込みである。足下では住宅市場の回復が急速に進みつつあるが、住宅ローン・オリジネーションを行う民間金融機関の与信機能は、不良債権処理からまだ完全には脱し切れていないことや、身の丈の融資と貸し手責任を迫るドッドフランク法による規制、バーゼルⅢを意識したガバナンスの課題などもあり、必ずしも市場のニーズに対応しきれていない。

FRBの2013年8月21日時点の“Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks”によると、FRBが保有する米国債の残高は2.012兆ドル（5月31日時点では1.884兆ドル）、MBSは1.303兆ドル（同左1.165兆ドル）に達しており、MBSの買い支え残高は我が国の住宅ローン総融資残高（2012年末）の109.1兆円に相当する規模である。しかも、退出プランに言及した5月末と比べて、8月21日の残高は国債で6.8%、MBSで11.8%も増えている。

このような状況から、QE3の退出プランの実施にあたっては、この3月には再び年換算で一時的に

100 万戸を超えた米国の新設住宅着工や、500 万戸という 2007 年の取引水準まで回復した既存住宅取引の動向などに対し、十分な配慮が講じられなければならない。足下の 7 月では、新設住宅販売戸数が前月の年換算 45.5 万戸から 39.4 万戸と大きく落ち込み、こうした危機感から退出プランへの着手は先送りされるとの観測もあるが、米国経済の回復に応じて、退出プランや住宅ローン市場改革などは徐々に実施されることとなろう。

折しも日本はインフレ懸念を押し込み、2%の実質成長の実現に向けた金融政策に取り組む矢先であり、マネタリーベースで年間約 60~70 兆円に相当するペースで増加するよう、いわゆる異次元緩和に着手したばかりである。社会保障の抜本的改革や消費増税を通じた財政政策への取り組みに加え、社会資本の更新に向けた PFI/PPP 事業の推進などの経済成長戦略も徐々に始動しつつある。

欧州中央銀行 (ECB) は慎重ながらも、5 月の理事会において、10 ヶ月ぶりとなる利下げを決定し、政策金利を 0.75%から過去最低の 0.50%へと 0.25%引き下げた。預金ファシリティの金利は 0%を維持したものの、今後の状況次第ではマイナス金利導入も排除しないとしている。EU 各国の中銀による緩和策も今後の情勢次第では拡充される余地を残している。

現状を整理すると、米国の金融緩和策は慎重に時間をかけて縮小され、日本の緩和策が引き継ぎつつ、EU が成行きをみながら慎重に緩和策を展開するというシナリオが描けよう。FRB バーナンキ議長が 2 月 5 日のロンドン講演にて多くの先進国が同時に金融緩和を行っていることについて「相互に金融緩和の効果を補強し合うことは、保護貿易のように一方の利益が他方の損失になる政策とは異なる」として、一時的に市場に期待をもたせた世界経済の浮揚シナリオは消えつつある。このため、将来的に日米欧が同時にインフレに陥り、再びバブルにはまり崩壊するという最悪のシナリオは描きにくくなったが、日本や EU の金融緩和分を含めた世界の資金が強い米国に戻るため、新興国等から投資資金の引き揚げが進み、金融不安により住宅価格等のバブル崩壊が助長されるという見方もある。

本論では、近年における金融政策や投資資金の動きが不動産市場にどのような影響を与えてきたのかを日米欧を対象にレビューするとともに、最近の新興国等における不動産価格動向などをみながら、世界的に膨張を続ける投資資金運用と不動産投資について考えてみたい。

## 2——日米のバブル崩壊の規模と影響

国民経済計算年報によると、日本のバブル崩壊によって、土地資産額は 2012 年までに 1,234 兆円も目減りしているが、足下では地価上昇地点が増え、全国平均でも土地資産額自体の目減りはようやく底に達したという見方が支配的になっている。失われた 10 年がいつのまにか 20 年を超してしまったが、アベノミクスによる将来期待の拡大と効果的な経済戦略による総合的な効果によって、デフレ経済の起点となった土地資産デフレにも歯止めがかかることが期待されている。

しかし、日本における極めて長期間のデフレは、安定的な経済成長の下であれば実現できたはずの、我が国に対する内国投資の非常に大きな喪失を招いたと言えるだろう。国内外の膨大な投資可能資金は内国投資には向かわず、新たな投資機会を探し、その結果、米国は日本のバブル崩壊後における最大の投資先となった。

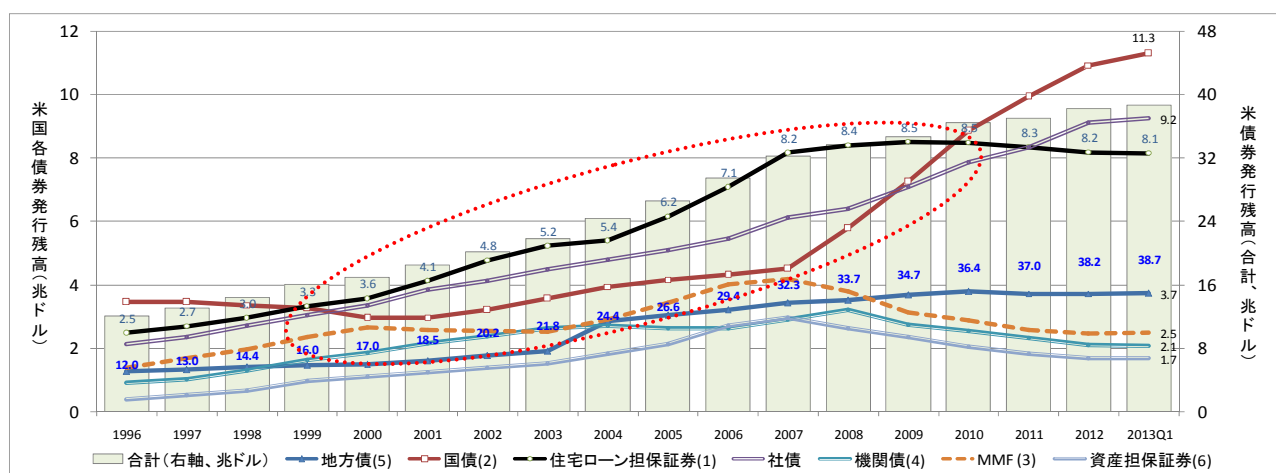
米国債は当時の有望な投資先であり、AAA 格付けを得た民間 MBS 商品やファニーメイ・フレディマックなどの機関債にも米国投資銀行などの資金が集中した。2006 年には米国債の約 15%を日本が

所有し、次に中国が約9%、英国が約3%を保有という状況が報じられた。機関債とMBSの残高のうち、中国は各々約5%と約3%、日本は2番手として各々4%と2%を所有していた。2000年で5,000億ドル弱であった海外投資家によるMBSや機関債への投資残高は2006年には1.2兆ドルまで急増している。

MBSの発行残高は2000年以降から国債を上回る発行残高となり（図表1赤点線部分）、2009年には8.5兆ドルに達し、その後は2013年第1四半期現在で8.1兆ドルまで低下している。2010年からは国債、2011年からは社債への投資残高がMBSの残高を上回っている。

一般的な住宅ローン債権は、サブプライムやAlt-Aなどの特殊な貸付債権を含めた高格付け・高利回りの証券化商品として流通した結果、住宅バブルはローン組成における与信機能破綻と共に膨れあがり、住宅市場の需給の臨界点到達と金融市場の信用収縮とともに崩壊することとなった。

図表1 米国債残高を上回る住宅バブル形成期におけるMBS発行残高



(注) (1) 住宅ローン等の不動産担保融資の債権を裏付けとして発行された証券(MBS)で、政府機関(GNMA)、公的機関(FNMA/FHLMC)及び民間金融機関が発行。(2) 市場性国債。(3) コマーシャルペーパー、銀行引受手形及び大口定期預金など。(4) 住宅購入者、学生及び農家などへの融資を行うことを目的に設立された政府機関又は公的機関が発行する債券(1を除く)。(5) 州、市、郡などが資金調達のために発行する債券。(6) 自動車ローンやクレジットカード等動産に対する貸付債権を担保として発行された証券。

(資料) SIFMA, Outstanding U.S. Bond Market Debt Data

米国における住宅バブルの崩壊は、資金循環統計 (Flow of Funds Account) のバランスシートをみる限り、2006年のピークから2011年までに、不動産価額が10.2兆ドルほど目減りすることによって生じている。しかし、その後、2012年には2011年対比で2.7兆ドルほど不動産価額は増加に転じている。日米の2つの巨大不動産バブルの崩壊は、概ね1,000兆円規模で生じたが、日本ではその影響が20年間超も続いてきたのに対し、米国では5年間で見かけ上は回復に転じている。

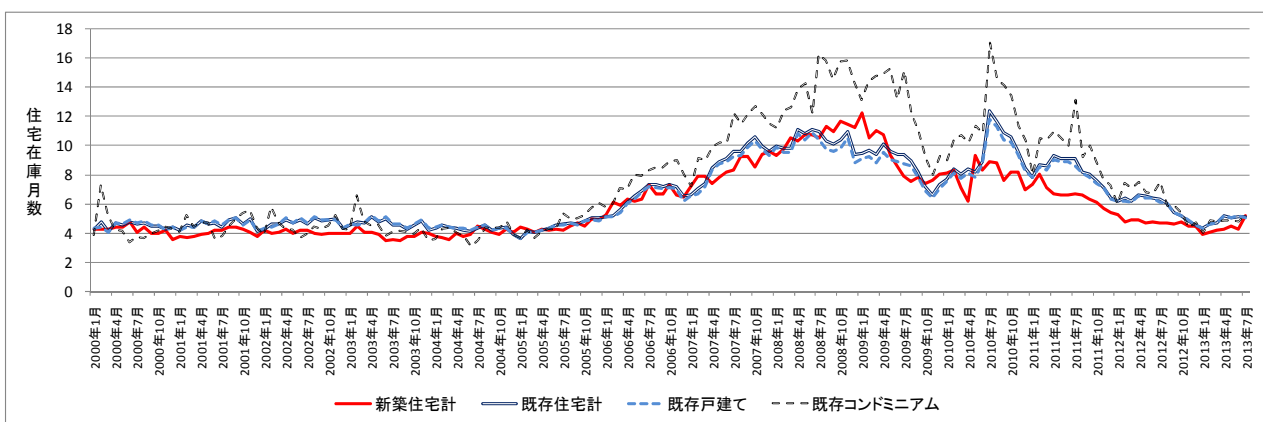
この背景には市場規模や制度の違いもあるが、日本は海外投資家による不良債権の事後購入分を除けば、目減り分のほぼすべてを国内で償却してきたのに対し、米国は不動産の多くを占める住宅資産に対する住宅ローンの減資を、MBSとその派生商品の流通を通じて、国内外の幅広い投資家から得てきたため、リスクを広く分散できたことが指摘できよう。

ファニーメイやフレディマックなどが発行したMBSの多くは元利払いが保証されているため、住宅ローン債務者の破綻は直接的に投資家の損失につながるわけではないが、当時のMBS発行額の大半は民間が占めていた。民間発行によるMBSには多くの場合に高格付けを有するモノライン保険会

社による支払保証が付いていたが、バブル崩壊により、これらの破綻の連鎖が続き、格付けへの信頼や意義は失われてしまった。米国市場の信用収縮と金融機能の混乱は、リーマンショックに象徴されるように、国際市場に波及し各国金融機関や投資家の多大な損失を招いた。商業用不動産市場の崩壊も相当なものであったが、住宅価格の下落が米国家計に与えたショックは特に甚大であり、資産効果の収縮による消費低迷と景気悪化、雇用悪化は米国経済を長期にわたり蝕むこととなった。

しかし、その後の住宅ローンの低利誘導策やFRBによるMBSの買支え策など、米国の金融緩和策は住宅市場の再生に大きく寄与しており、足下では住宅着工戸数や取引戸数、住宅価格は上昇に転じ、ローン破綻者に対する住宅の差押え状況も大幅に改善しつつある。10ヶ月以上という危機的状況にあった住宅在庫月数は、新築・既存住宅のいずれにおいても2005年下期以前の4~5月程度の水準まで大きく改善している(図表2)。

図表2 住宅在庫月数の推移(新築・既存住宅)



(資料) NAR 及び NAHB データより作成。

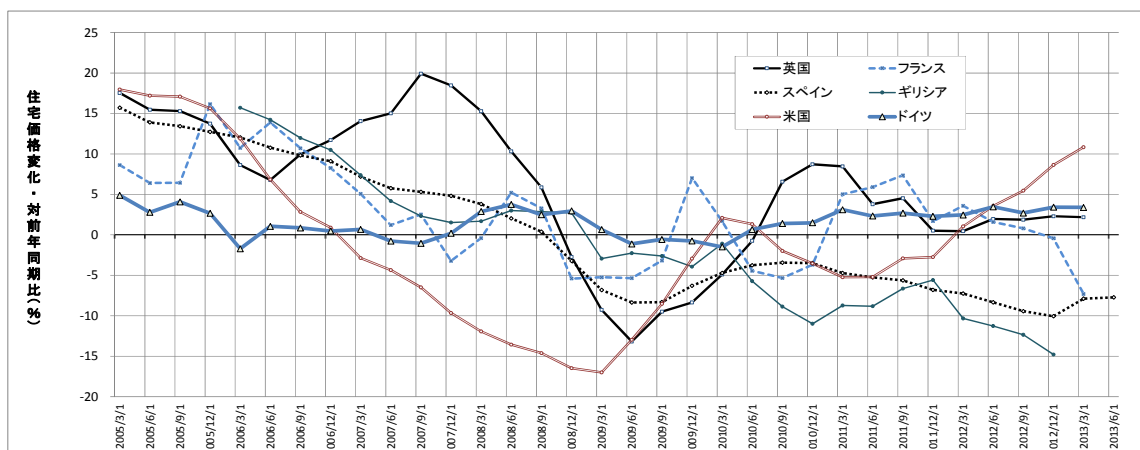
### 3—欧州のバブル崩壊とその後

米国リーマンショックによる信用収縮の波は一呼吸おいて欧州住宅市場に伝播している。新築と既存住宅を含む全住宅価格の下落は、米国からやや遅れて英国やフランス、スペインやギリシアなどに波及し(図表3)、この結果、特にスペインやギリシアなど南欧においてはソブリンリスクの拡大につながり、現状でも回復への見通しは立ちにくい状況にある。

英国では近年において米国と類似した住宅ローン債権の証券化が行われるようになったが、住宅貸付組合や金融機関による伝統的な貸付がまだ支配的である。英国のマネー(広義流動性 M4: 現金通貨+預金+住宅貸付組合出資)と住宅価格指数をみると(図表4)、リーマンショックが直ちに住宅取引を止め、住宅価格の下落を引き起こし、その後住宅価格はいったん立ち直ったものの、信用収縮と欧州危機によりマネーの伸びは低迷しマイナスとなり、ショックから立ち直った住宅価格を再度下落させた様子が分かる。

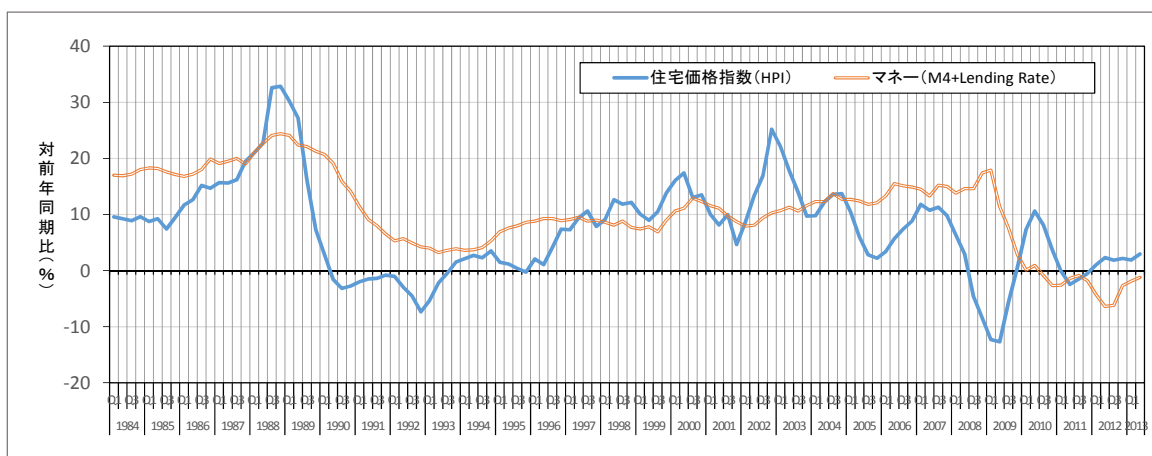
しかし、南欧などのソブリンリスクにゆれる金融資産への投資代替、金融緩和に伴うインフレヘッジ策として、世界の投資資金は欧州では今や再び英国やドイツなどの不動産投資市場に向かっており、両国の全住宅価格は平均して年率3~4%で上昇しつつある。

図表3 米国リーマンショックによる欧州住宅価格の変動



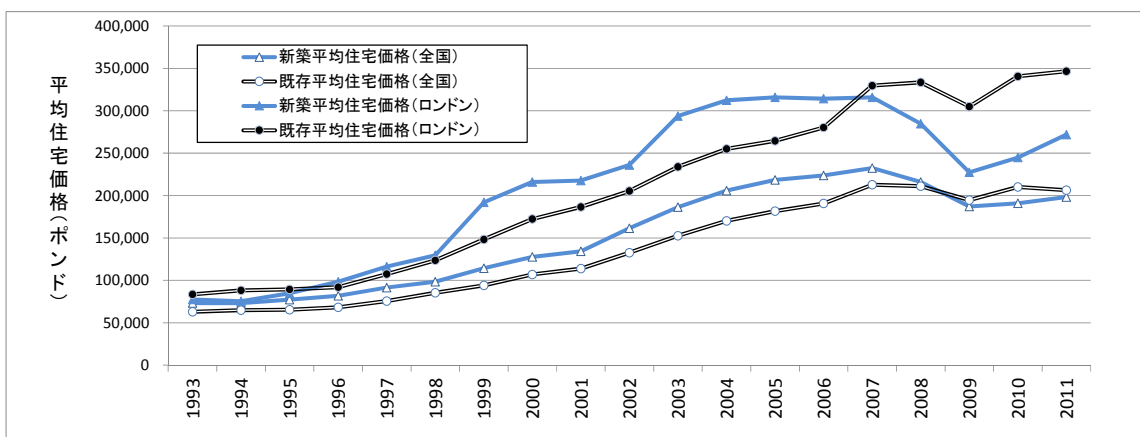
(資料) Bank for International Settlements, Property Price Statistics (全住宅価格)より作成。

図表4 英国(UK)の住宅価格とマネーの動向



(資料) ONS, Table 8 Housing market: Mix-adjusted house price index 及び BOE (LPQVWVP) データより作成。

図表5 英国(UK)とロンドンの新築・既存住宅価格の動向



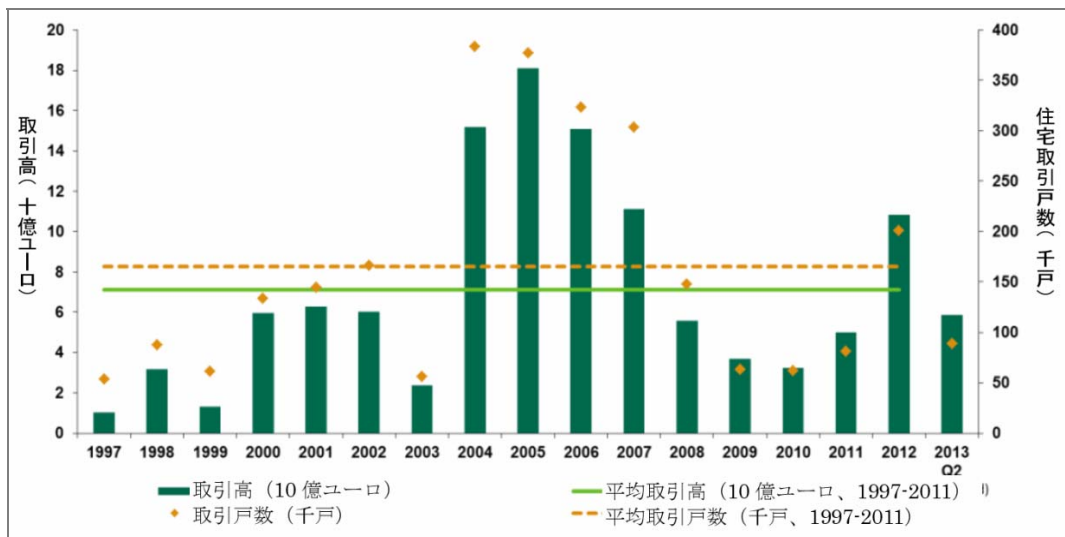
(資料) DCLG Live Table 507 より作成。

英国では土地利用規制が厳しく都市部に建てにくい新築住宅よりも、成熟した好立地にあり、投資のタイミングを選択しやすく処分しやすい既存住宅価格の方が上昇する傾向にある。この傾向は特に

ロンドンで強く、新築平均住宅価格は下落する一方で、既存住宅価格は 2009 年にやや下落したものの、全般的には上昇基調を続けている（図表 5）。

ドイツでは借家国として賃貸借法に基づく安定した賃料収入が見込めるため、年金や生損保などの機関投資家や上場企業などによる投資適格な賃貸住宅資産の取引が盛んであった。これがリーマンショック後は大きく落ち込んだが、2012 年は 2007 年の水準まで大きく回復し、2013 年も通年では 2012 年並の約 10 億ユーロの水準を維持する見通しである（図表 6）。

図表6 ドイツ大規模賃貸住宅投資の推移(100 戸以上)



(資料) CBRE, Residential Portfolio Investment 2013 Q1

#### 4—新興国における住宅価格の上昇

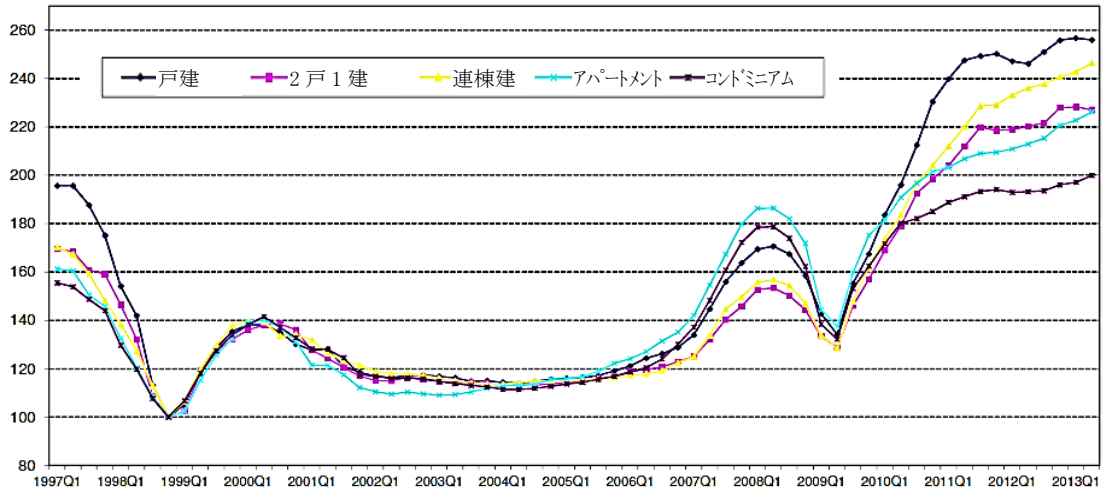
国際的な金融緩和と米国市場の変化は、新興国などの住宅市場に影響を及ぼしている。

シンガポールではリーマンショック後、住宅価格は一時的に下落したものの、2010 年には回復に転じ、さらに高騰する様相をみせた（図表 7）。このため、政府は住宅流通に課す印紙税を外国人や法人の場合につき重課し、取引価格の 10% を追徴（通常は約 1%~3%）することとした他、所有期間 1~4 年内の売却につき、16~4% の印紙税を期間限定で売り手に課すこととしている。このため、コンドミニアムを中心とする住宅価格の上昇に対し、投資家は様子見の状態に置かれている。

台湾では米国ショックによる住宅価格の変動はわずかであり、むしろ住宅価格は一層の高騰に転じている（図表 8）。台湾政府は 2012 年 8 月から不動産の実勢価格の登録（取引価格の開示）を義務づけ、安定した取引の実現を目指しているが、引き続き住宅バブルの崩壊が懸念されている。

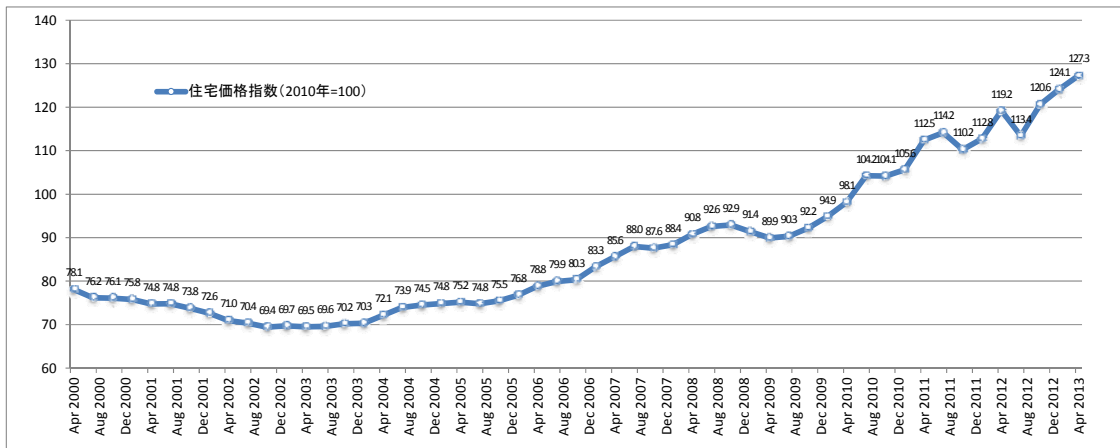
上海の既存住宅価格は 2013 年に入り上昇から高騰に転じている（図表 9）。2013 年 5 月の住宅価格（新築）の対前年上昇率は広州、北京、深圳、上海などで 10~15%、全国平均で 5% 強の上昇となり、温州を除く主たる地域で住宅価格は上昇している。ただし、経済成長率が下がったとは言え、相対的に高めであることに加え、土地は使用权ベースで供給され、常に公共による規制が可能であるため、自由市場における住宅バブルの形成と崩壊という流れは単純には適用しにくい。

図表7 シンガポールにおける住宅タイプ別住宅価格指数の推移(1998Q4=100)



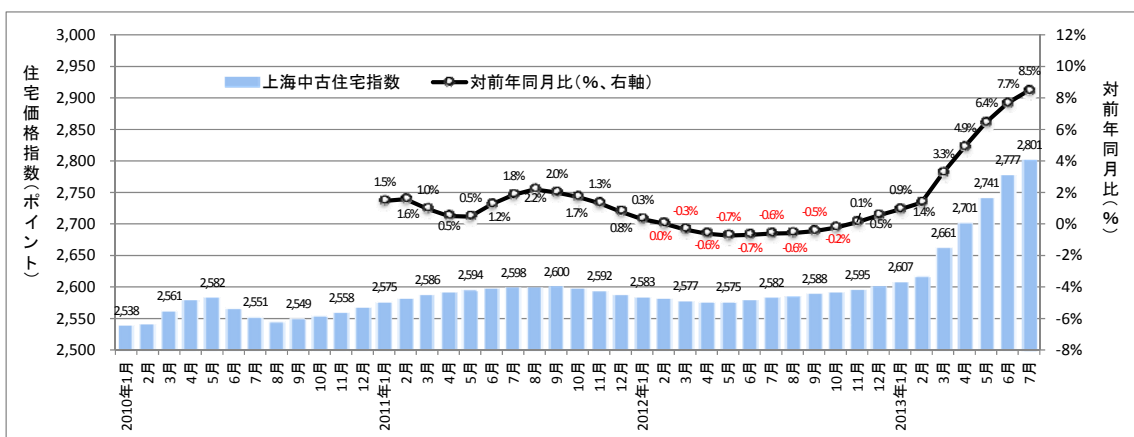
(資料) Singapore, Urban Redevelopment Authority 資料より転載。

図表8 台湾における住宅価格指数の推移



(資料) Cathay Housing Price Index: Taiwan より作成。

図表9 中国・上海における既存住宅価格の推移



(資料) 上海中古住宅価格指数 (2002年1月から公表開始) より作成。

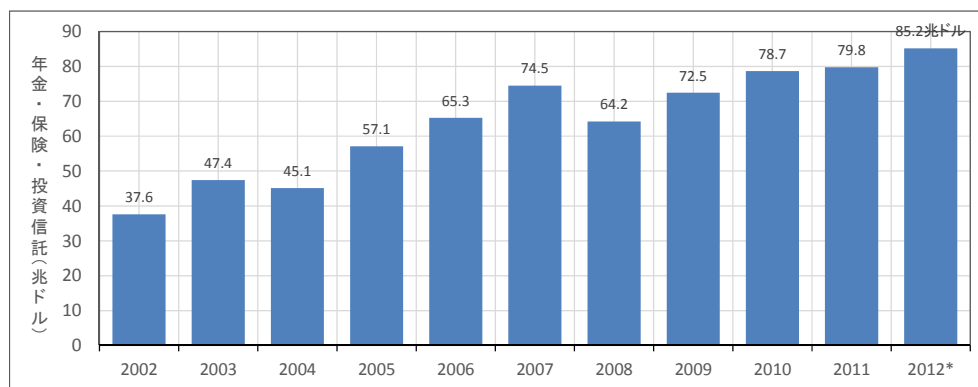
以上のように、住宅価格はその他アジアや新興国を含め、ほぼ上昇基調にあり、各国は住宅バブルの抑制やセーフランディングに向けた施策展開に取り組まざるを得ない状況にある。

## 5—むすびにかえて

筆者は我が国のバブル崩壊が、世界の投資資金を米国に向かわせ、その後のバブル崩壊後の市場立て直しのための米国と欧州、日本の異次元金融緩和が新興国の住宅市場を翻弄する状況をつくり出していると考え。こうした金融緩和が続く状況では危うい均衡が維持されるものの、特に今後の米国における QE3 緩和策の退出プランや住宅ローン市場改革次第では、投資資金の世界的均衡がくずれ新興国などの不動産市場等が混乱する懸念がある。

しかし、それ以上に、運用先を求めて市場を徘徊する多額の投資資金の存在は、今後の世界経済にとって非常に重大な懸案事項になるものと判断される。世界の投資資金の約7割を占める年金と保険、投資信託の運用資産残高は、2011年には79.8兆ドルに達し、2012年は通年で85.2兆ドルに増える見通しである。日本を筆頭に、先進国の高齢化の進展がこれだけの運用資金を生み出し、この急速な拡大、膨張は、金融や不動産などの投資市場、運用市場の多様化と規模拡大を要求することとなる。このためには新たな次元に向けた生産性向上による世界経済の成長が必須となる。日米欧の金融緩和策によりインフレ期待が進めば、金融資産よりもボラティリティが低く、中長期的な運用メリットとインフレヘッジ効果を有する不動産への代替的な投資需要も一層高まるはずである。

図表 10 世界の投資運用資金(年金・保険・投資信託)残高の推移



(注)2012年は年末残高推定値。9月末時点の実績値は84.1兆ドル。

(資料) “TheCityUK-Financial Markets Series, Fund Management, November 2012”

何が、誰が、どのようにして巨額な資金の運用先と成り得るのか。各国市場は多額の運用ニーズに応えられるだけの規模と新規性、効率性・生産性を維持し、膨張する投資資金を吸収し安定した社会経済を維持できるのか。各国の不動産市場は金融市場とともにこれらの課題にチャレンジし、引き続き証券化などを通じた流動性の確保、多様な運用手段や手法の創造に取り組む必要がある。特に、現状において、平均で世界の年金運用ポートフォリオの数%にも満たない不動産の投資市場はどれだけの役割を担えるのだろうか。

我が国においては、商業不動産や住宅等、従来からの概念における不動産投資のみならず、社会資本の更新・改修や災害への脆弱性解消に向けた PFI/PPP 投資、省エネルギーや新エネルギー事業への投資、世界でも先端を行く量子物理学や生命科学などの関連ビジネス、高齢社会市場などにおけるビジネスの拡大が、不動産関連では重要なテーマと考えられる。規制によって本来の生産性を確保できていない農地改革と農地への投資拡大は、生産性向上を必要とする地方経済の発展には欠かせない。都市部には木造住宅密集や低・未利用空地、旧借地法などによる土地利用の抑制はあってはならないし、より豊かな住まい方や働き方などのライフスタイルの実現に向けたビジネスへの取り組みも重要な課題となろう。