

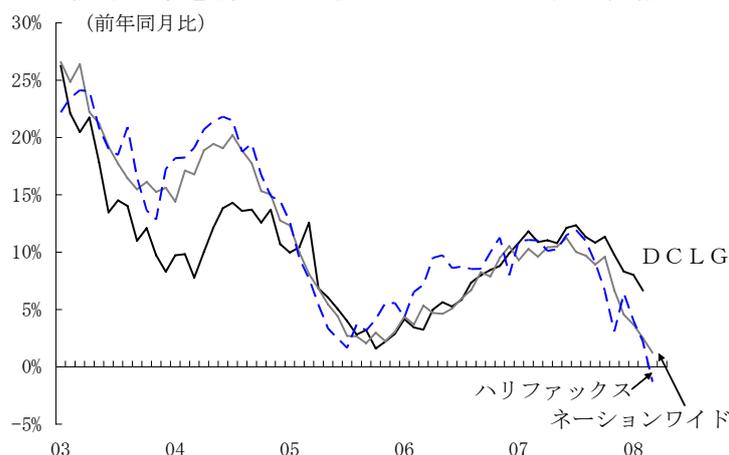
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

イギリスの住宅価格の調整と景気下振れリスク

- ・ イングランド銀行（BOE）は、4月の金融政策委員会（MPC）で昨年12月、今年2月に続く3度目の利下げを決めた。MPCが利下げの理由とした金融混乱の影響、景気減速の兆候は、融資スタンスや住宅価格、住宅投資、雇用、家計の購買意欲等に表れつつある。
- ・ イギリスは、住宅投資からの調整圧力は小さいものの、割高感の指摘される住宅価格下落の逆資産効果による個人消費への影響は雇用と並んで大きくなりやすい。
- ・ 反面、①住宅実需の増大と供給面の制約、②住宅価格を重視した金融政策運営を行ってきたため金融緩和の度合い・期間が限定されてきたこと、③住宅ローン市場の自由度、新種のローン等の普及度合いが米国や北欧よりも限定されていたことは、大きな値崩れのリスクは小さいことを示唆する。
- ・ 利下げ効果が浸透すれば住宅価格の調整スピードは鈍化すると見られるが、足もとでは金融市場の混乱、金融機関の行動が、金融政策の波及を妨げている。一步踏み込んだ金融正常化への取り組みが必要であり、現在検討中の対策の内容が注目されよう。

前年水準を割り込み始めたイギリスの住宅価格



(資料) HBOS、ネーションワイド、DCLG

主任研究員 伊藤 さゆり (いとう さゆり) (03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 3F

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

＜ イギリスの住宅価格調整と景気下振れリスク ＞

● BOE利下げの目的は金融混乱の実体経済への波及の抑制

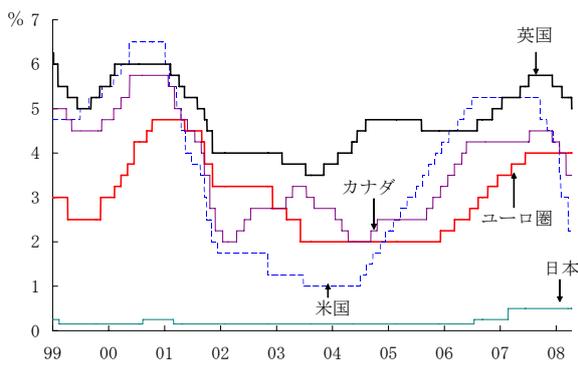
(物価上振れの中での3度目の利下げ決定)

イングランド銀行 (BOE) は4月の金融政策委員会 (MPC) で、昨年12月、今年2月に続く3度目の利下げを決めた。G7では、カナダ中央銀行 (BOC) が昨年12月から今年3月までの間にBOEと同じ1回あたり 25bp の3回の利下げを行っており、米国の利下げに追随する国と据え置きを継続するユーロ圏、日本という構図が浮き彫りになってきた (図表1)。

BOEとBOCは、ともに消費者物価 (CPI) をベースとするインフレ・ターゲット制を採用しているが、BOCの場合、「2%±1%」というレンジで中央値に維持することが目標、BOEは「2%」が目標で「±1%乖離した場合に説明責任が発生する」枠組みとなっている。直近の2月のCPI上昇率は、カナダが前年同月比1.8%で鈍化傾向にあるが、イギリスは同2.5% (4月MPC後に公表された3月分も同2.5%) で、BOE自身も、7~9月期には説明責任が発生する3%超えを見込んでいる状況下での利下げとなった。

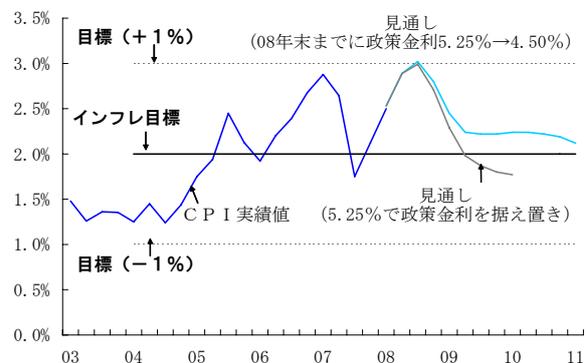
4月のMPCの声明文からは、こうした中で追加利下げに動いた理由を、「金融市場の混乱が景気減速をもたらし、CPIが目標を下回るリスクに対応したもの」と説明している。MPCが議論の叩き台としている「インフレ報告」の最新号 (2月号) の見通しも、市場が織り込んでいた75bpの利下げを年内に行った場合 (5.25%→4.50%) には、中期的に目標水準を上回る推移が続くが、5.25%で据え置いた場合には2009年半ばには2%を割り込む可能性が高いという内容である (図表2)。足もとの物価の上振れと4月の追加利下げは想定の内だが、インフレ目標との整合性と住宅調整のリスクという観点から先行きの判断は難しさを増している。

図表1 G7諸国の政策金利



(資料) 各国中央銀行

図表2 イギリスのCPI実績値と「インフレ報告 (2月号)」の見通し



(資料) BOE

(金融市場混乱の影響が広がる住宅市場)

現時点で、MPCが利下げの理由とした金融市場の混乱、景気減速の兆候として確認できるの

は、BOEのサーベイ調査で確認された金融機関の融資スタンスの厳格化（経済・金融フラッシュ No.08-007「4月BOE金融政策委員会」参照）、住宅価格の軟化（表紙図表）、2期連続での住宅投資の減少、10～12月期の建設業・金融業の雇用減少（図表3）、90年代初頭の景気後退期以来の低さとなった購買意欲などである。

●住宅価格の値崩れ、景気底割れ回避のために期待される適切な政策運営

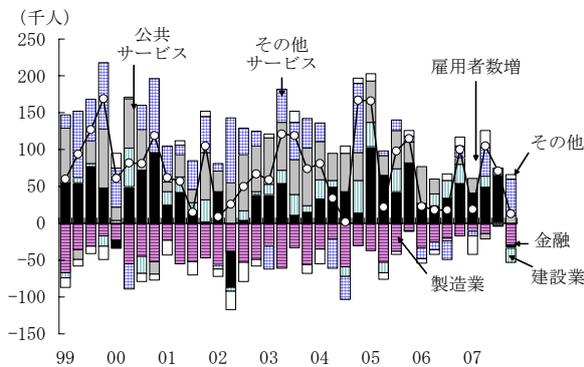
（住宅投資調整のリスクは限定）

住宅投資の減少は米国では2006年以降、景気下押し要因となり、2007年には調整の加速で下押し幅が0.98%まで拡大したが、イギリスの場合、2007年下期の成長を前期比0.04%下押ししたが、年間では成長に寄与した（図表4）。

イギリスにおける住宅ブームは、土地面積や建築規制の制約で供給が制約されたことを反映して、GDPに占める住宅投資のウェイトは2007年で3.8%と、80年代のブーム期や近年の米国のピーク（2005年：5.4%）に比べて低いものに留まった。2008年以降、住宅投資の調整が続いたとしても、景気を下押しする幅は米国に比べて小さいと考えられる。

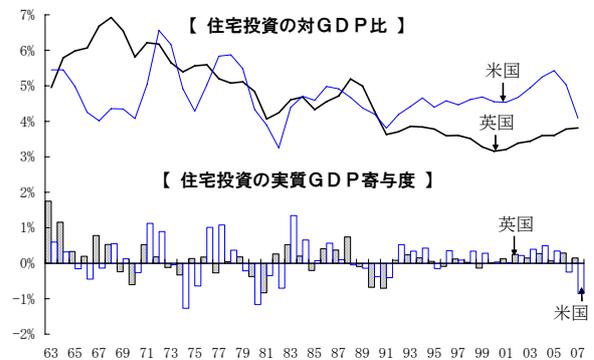
逆に気がかりな点は、割高感の指摘される住宅価格下落の逆資産効果による個人消費への影響は雇用と並んで大きくなりやすいことだ。

図表3 業種別雇用者数の推移



（資料）ONS

図表4 住宅投資/GDPと住宅投資の寄与度 米英比較



（資料）ONS

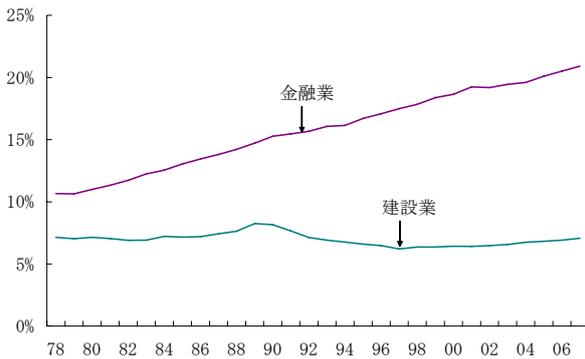
（金融・建設業の比重が高い雇用構造）

雇用面では、10～12月期に建設業と金融業が前期比で減少に転じている。住宅投資の減少、金融機関の住宅ローン、証券化ビジネス縮小の影響が明確になったものと考えられる。10～12月期は、雇用全体では、その他サービス業の大幅な増加でプラスの伸びを確保した。16日に公表された4月の雇用統計でも、雇用の増大と失業の低下が続いているのは明るい材料だ。しかし、製造業の雇用減少が続く中、これまで雇用を吸収してきた建設業、金融業の雇用減少が長引けば、雇用全体の伸びを維持することは難しくなる。雇用に占める金融業の比重はおおよそ2割まで高まっており、建設業の比重も7.1%と米国の5.4%を上回る（2007年）（図表5）。

また、構造的に雇用調整のスピードが速いと見られる点にも注意が必要だ^(注1)。イギリスの労働市場ではパートタイマーの占める比率は23.1%で米国(12.6%)よりも高く(2006年)、正規雇用に対する解雇規制はOECD諸国の中で米国に次いで緩いとされている(図表6)。

(注1) OECD, “Employment Protection Regulation and Labour Market Performance” (OECD Employment Outlook, 2004”)

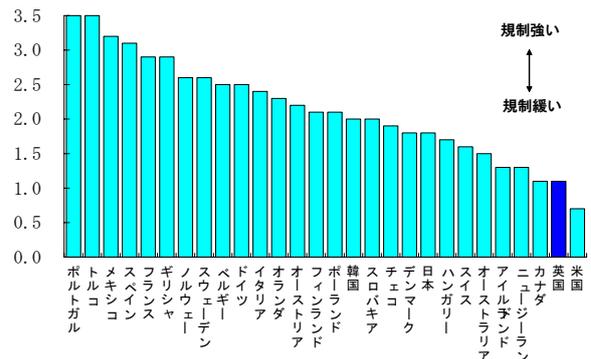
図表5 イギリスの雇用に占める
金融・ビジネス・サービス・建設業の比重



(注) 分母は除く農業

(資料) ONS、Bureau of Labor Statistics

図表6 OECD諸国の
雇用保護制度(EPL)指標



(注) 正規雇用の解雇規制、非正規雇用の保護制度、集団解雇に関する規制を指数化して算出

(資料) OECD Employment Outlook 2004

(逆資産効果も大きく、住宅価格は理論値に対して割高)

割高感の指摘される住宅価格下落の逆資産効果による個人消費への影響も懸念材料だ。

IMFの分析^(注2)では、イギリスの住宅価格は、一人当たり可処分所得や金利などに基づいて算出した理論値に対し28.0%割高とされており、米国の11.0%を大きく上回っている。

同じくIMFの分析で、住宅価格下落による逆資産効果の大きさを示す住宅資産の限界消費性向(資産の何%分を消費にあてるかという割合)も、イギリスはG7の中で米国に次ぐ高さとなっている。住宅の価値上昇を消費の原資とするMortgage Equity Withdrawalなどの住宅ローンの浸透が限界消費性向を高めている要因である。

(注2) IMF, “The Changing Housing Cycle and the Implication for Monetary Policy” (World Economic Outlook, April 2008)

(マイルドな調整を示唆する材料も)

反面、以下の3つの要因は、住宅価格が大きく値崩れするリスクは小さいことを示唆する。

第1に、イギリスの住宅価格の上昇は、IMFのモデルに含まれていない移民の流入による住宅需要の増大(図表7)や既述の供給面の制約なども影響していることである。

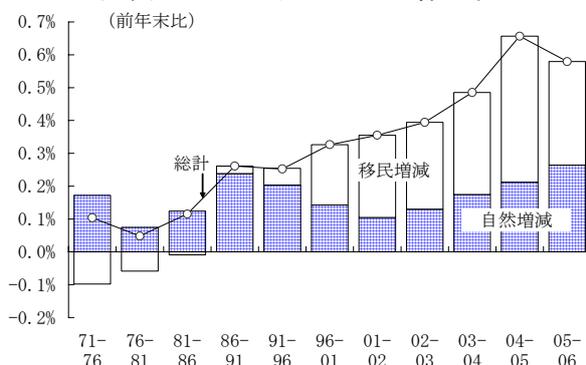
第2に、BOEは住宅価格の動きを重視した金融政策運営を行ってきたため、金融緩和の度合い・期間が限定されていたことだ(図表1)。ITバブルの崩壊に対応したイギリスの利下げは、2001年2月に始まり2003年7月までに政策金利は6%から3.5%まで合計250bp引き下げられ

た。米国の2001年1月から2003年6月までの6.5%から1%、合計550bpほどドラスティックなものではなかった。また、2003年11月には住宅市場と個人消費過熱への警戒感から利上げに転じたため、3.5%というボトムの水準での据え置きはわずか4カ月であった。1%の政策金利が1年にわたり続いた米国との違いである。その後、2004年8月からの1年間はおおむね中立とみなされる4.75%に据え置き、住宅価格の上昇率がゼロに近づいたことに対応、25bpの利下げを実施、2005年8月からの1年間はやや緩和的な4.5%に据え置き、住宅価格の再加速に対応して2006年8月から利上げを再開した。住宅市場の動向に対応した弾力的な運営が行われてきたのである。

第3に、住宅ローン市場の自由度や新種のローン等の普及度合いが、多くの欧州大陸諸国や日本よりは高いが、米国や北欧よりも低い水準に位置する^(注3)ことも、金融混乱による住宅市場への影響をある程度抑える要因と考えて良いだろう。例えば、担保価値に対する貸出額の比率(Loan to Value Ratio ; LTV)は、イギリスの場合は70~75%で米国の80~85%よりも低いとされている。当初の返済負担を抑え、一定期間後に返済負担が急増するリセット型のローンの浸透度も米国ほどではない。また、住宅ローンの証券化も近年拡大し、サブプライム問題が広がった後、急激に収縮したが(図表8)、証券化の普及度合いは「極めて高い」米国やオーストラリア、カナダ、オランダほどではないとされる^(注3)。

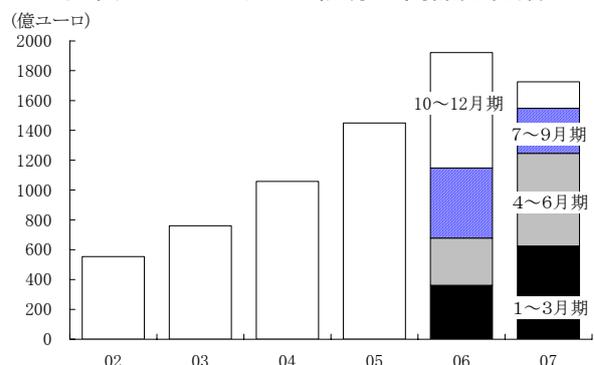
(注3) BIS, "Housing Finance in the Global Financial Market", January 2006, p.13

図表7 イギリスの人口増加率



(資料) ONS

図表8 イギリスの証券化商品発行額



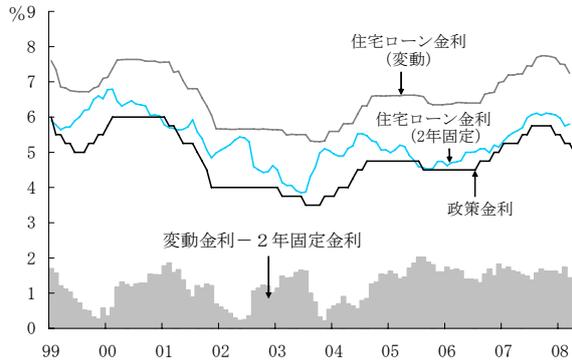
(注) MBS以外の証券化商品も含む(07年1~9月期シェアはRMB S 65.1%、CMB S 15.6%)

(資料) EFS

(利上げ効果が集中して表れる局面と重なった金融市場の混乱)

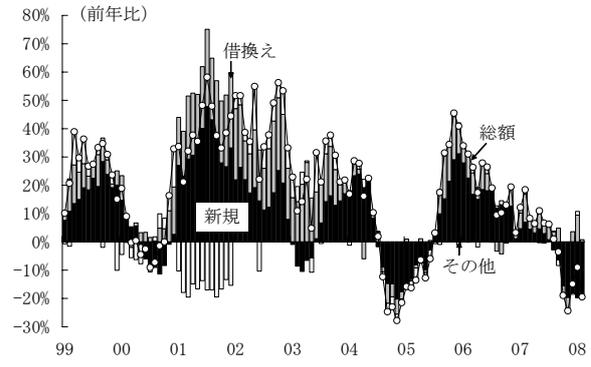
2007年下期以降、イギリスの住宅価格の調整のスピードが速まったのは、2006年半ばから利上げ再開の効果に融資スタンスの厳格化の影響が加わった結果と考えられる。イギリスの住宅ローン市場では、2年までの固定を含む変動金利の比率が95%と高く、政策金利の変更が家計の返済負担に及ぼす影響は大きい。特に、金融市場の混乱が広がった2007年下期は、2005年に変動金利と固定金利の金利差が拡大(図表9)したことと8月の利下げに刺激され増加した2年固定型ローンの固定期間が終了する時期と重なった。2年間の利上げ分(125bp)の負担増が集中的に表れる効果は、金融の混乱で増幅されたと見ることが出来る(図表10)。

図表 9 住宅ローン金利



(資料) BOE

図表 10 住宅ローン承認額



(資料) BOE

(追加利下げばかりでなく、金融正常化への措置も重要に)

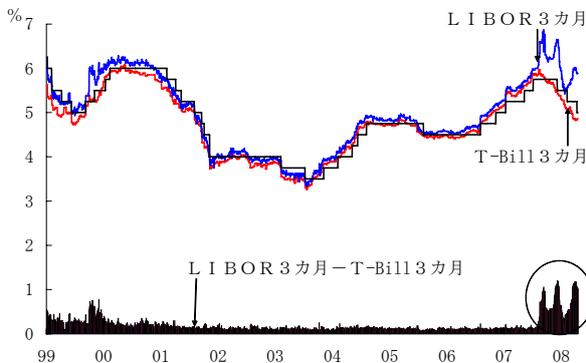
昨年 12 月、今年 2 月の 50bp の利下げは、現段階で入手可能な 3 月までのデータを見る限り、住宅ローン金利に十分反映されておらず、足もとでも家計の負担は高止まっていると推察される。

利下げが反映されないのは、英ポンド市場でも、昨年夏のパリバ・ショックをきっかけに拡大したインターバンク市場の金利と国債金利とのスプレッドが一段と拡大するなど (図表 11)、金融機関の資金調達難・コストの高止まりが続いていることによるものだ。

イギリスの住宅市場の構造やこの間の推移を踏まえると、利下げ効果が浸透すれば住宅価格の調整スピードは鈍化すると期待されるが、肝心の金融政策の波及は、金融市場の混乱、金融機関の行動によって妨げられている。政策対応としては、追加利下げばかりでなく、市場で期待が高まっている MBS (モーゲージ担保証券) 買入れ構想 (注 4) も含めて、一步踏み込んだ金融正常化への取り組みが必要だろう。現在検討中とされる新たな対策の内容が注目される。

(注 4) 3 月 22 日に Financial Times 紙が報じた。但し、BOE は「市場の緊張緩和のための様々な対策を検討している」が「MBS 買入れのための公的資金投入を検討していない」とし否定した。

図表 11 英ポンドの TED スプレッド



(資料) BOE、DATASTREAM

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)