

調査レポート

英国の住宅ブームに崩壊のリスクはあるか

<要 旨>

- 英国景気は、足元ではやや鈍化傾向にあるが、それでも2002年の実質GDP成長率は前年比1.8%とユーロ圏の同0.8%を大幅に上回っている。この成長の主たる原動力は個人消費である。消費が堅調なのは良好な雇用・所得環境に加えて、とくに住宅価格上昇の資産効果が寄与していると思われる。住宅価格は2002年通年で前年比約2割上昇するなど、ややバブル的な住宅ブームが起こっている。
- 問題はこの住宅ブームがいつまで続くか、ということである。今回の住宅価格の高騰は①移民増加などから需要が拡大する反面、規制により供給が制約されていること、②良好な雇用・所得環境に加えて物価安定下で金利が低下するという借り手にとって好ましい所得・ファイナンス環境となっていること、③株価の低迷で株式投資の魅力が減じ、これに代わる投資先としての住宅市場の魅力が増したこと、など複数の要因が重なってもたらされたものである。
- 住宅の需給ギャップは大幅な政策変更あるいは人口動態の変化がなければ短期間には解消されそうにない。また70年代以降、これまで3回発生した英国の住宅バブルはいずれも急激な金融引締めにより崩壊したが、今日、物価安定下でそのリスクは小さい。むしろ住宅ブームの影で大幅に高まった債務負担を嫌気して家計が住宅投資を手控え、これが住宅ブームを終わらせるリスクが懸念される。しかし、家計の住宅価格上昇期待は根強い。
- 今後とも年20%近くの住宅価格の上昇が続く可能性は小さいものの、根強い需要と低金利環境の持続を前提とすれば、上昇テンポは鈍化するものの、ブームが早期に崩壊する可能性は小さいだろう。



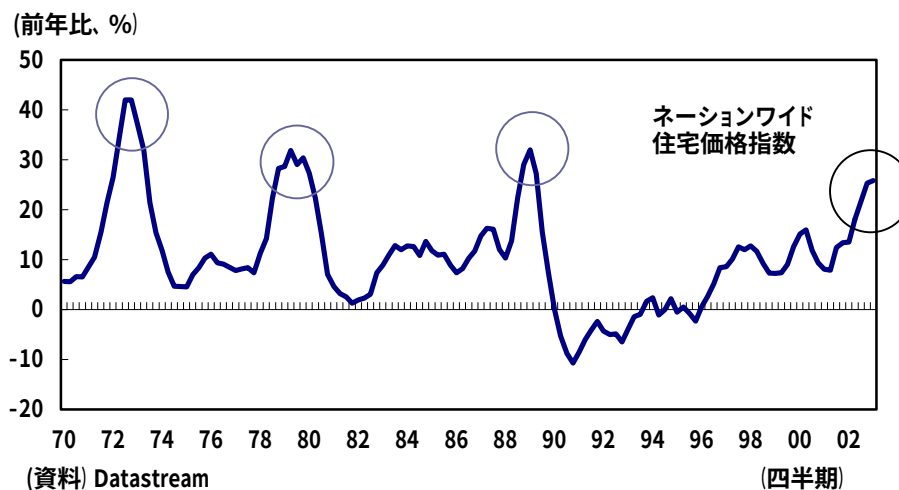
【照会先】調査部（東京）野田

Email : ndmariko@ufji.co.jp

1. バブル的な価格高騰が続く英国の住宅市場とその影響

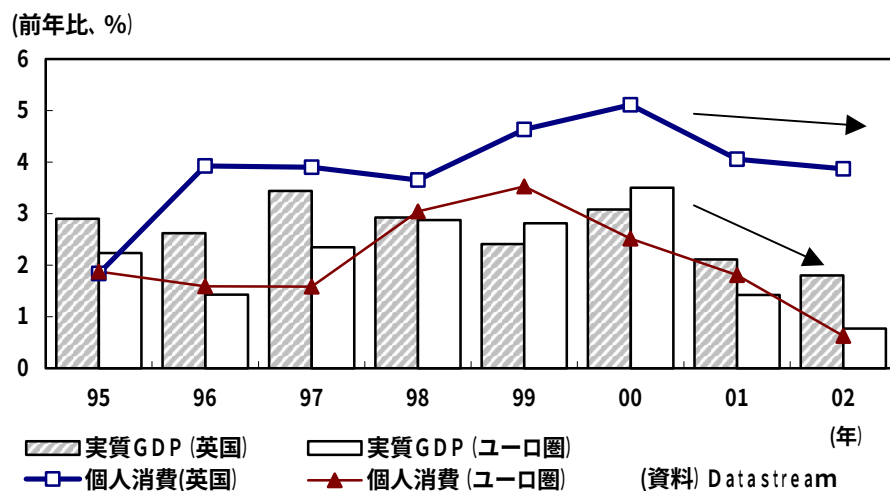
- 英国の住宅価格は 2002 年通年で前年比 19.8% 増と 70 年代以降、4 度目の住宅バブルの様相を呈している（2003 年 1～3 月期の上昇率は前年同期比 25.8%）。こうした住宅価格の上昇が景気にどのような影響を与えたかを概観するとともにその背景について整理し、今後の見通しについてまとめた。

図表 1. 英国で 70 年代以降 4 度目の住宅ブーム



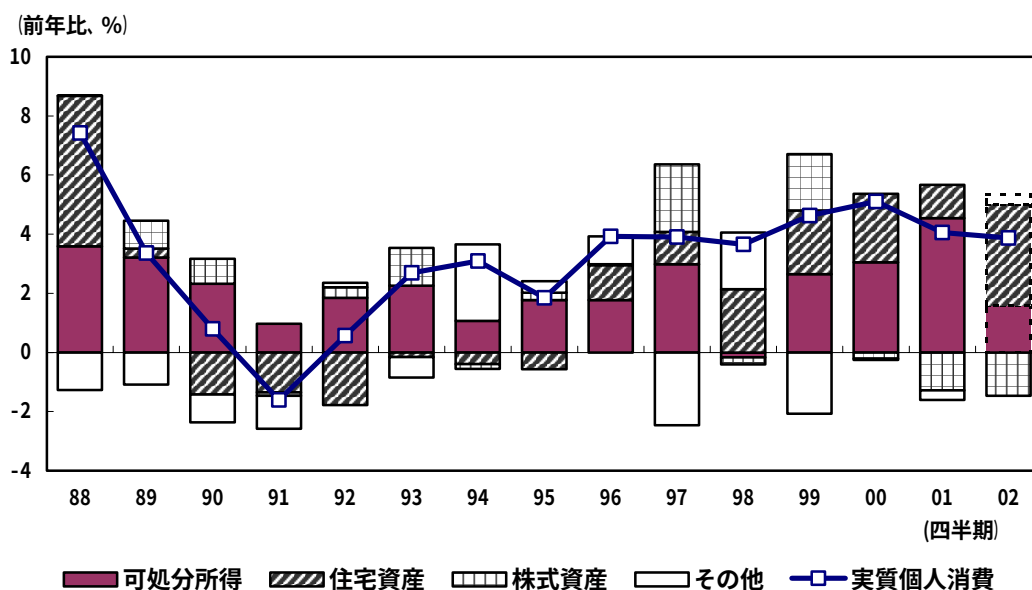
- 足元、英国景気はユーロ圏に比べて相対的に堅調に推移しているが、これは個人消費が高い伸びを維持していることに負うところが大きい。こうした個人消費の堅調の一因は住宅価格の上昇とそれに伴う住宅の資産効果、すなわち住宅抵当借入の拡大を通じた家計の流動性の増大にある。

図表 2. 際立つ英国の個人消費の堅調さ



- ・ 長期的に見た場合、個人消費の堅調さは良好な所得・雇用環境に拠るところが大きい。しかし、試算によれば、少なくとも 2002 年の英国消費の堅調さには住宅価格上昇に伴う資産効果が大きく寄与していた可能性が示唆される。したがって、今後、住宅価格の上昇テンポが鈍化すればその分、個人消費、ひいては英国景気の回復テンポが鈍化する可能性がある。

図表 3．実質個人消費の要因分解～2002 年は住宅資産の寄与大の可能性が高い



(資料) Datastream、一部試算。

<推計式>

$$\ln(\text{実質個人消費}) = 5.2370 + 0.6732 \cdot \ln(\text{実質可処分所得}) + 0.1711 \cdot \ln(\text{実質住宅資産残高}) + 0.0529 \cdot \ln(\text{実質株式資産残高})$$

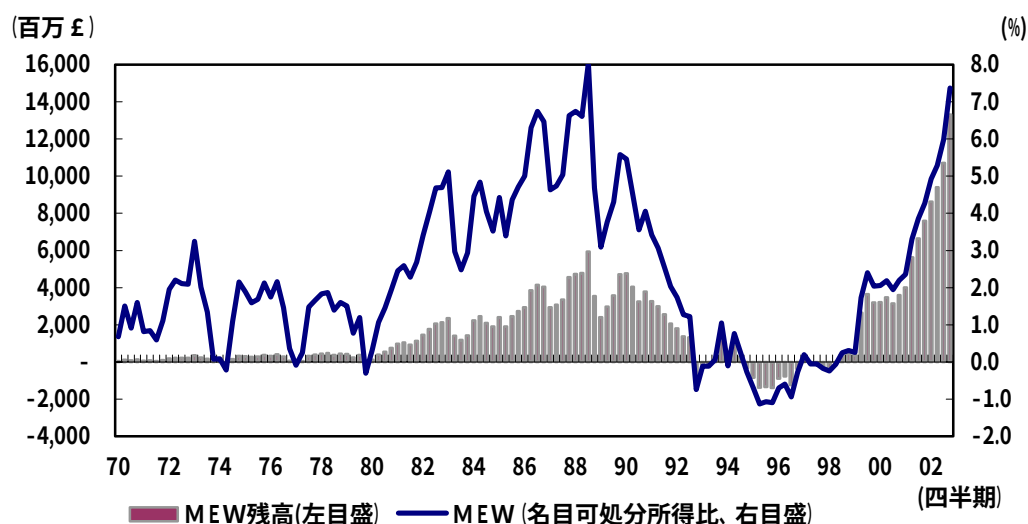
(10.57) (7.91) (7.02) (1.93)

推計期間：87年～2001年、自由度調整後決定係数：0.987、係数の下の()内の数値はt値。

(注) 可処分所得、住宅資産残高、株式資産残高はいずれも個人消費デフレーターで実質化。02年の住宅資産残高は当部の推計値。

- ・ 住宅価格上昇に伴う資産効果の一端を示すのが、住宅抵当借入れのうち住宅投資に振り向けられなかった資金（MEW：Mortgage equity withdrawal¹⁾）の規模の推移である。英中銀の試算によれば、MEWの資金規模は2002年10～12月期には家計の可処分所得の7.4%にまで達していたという。ただし、MEW資金のうち2割が既存債務の返済に、1割弱が貯蓄に振り向けられ、実際に支出に回ったのは7割程度にとどまり、さらにそのうち純粋に住宅以外の消費支出に回る割合はさらに小さくなるという²⁾。

図表４．拡大する住宅抵当借入れのうち住宅投資以外に振り向けられたMEW資金



(資料) BOE, Datastream

図表５．MEW資金使途調査の結果概要

	A (%)	B (%)
住宅修繕	76	54
新規家財購入	22	16
自動車	7	5
その他財購入	5	4
休暇資金	5	4
通常支出	10	7
その他	15	11

(注1) A：複数回答、B：Aの複数回答全体を100としたときの各項目の割合。

(注2) 調査対象期間：98年6月～2000年9月

(資料) BOE

¹⁾ 英国のMEWは本文にある通り、単独の商品として存在するものではなく、あくまで計算上、導き出される資金の規模であり、米国のセカンド・モーゲージ（住宅抵当の未利用部分を使った消費者ローン）とは性格が違う。

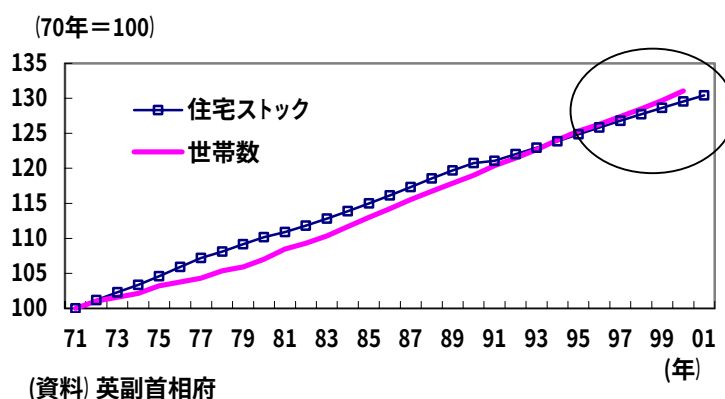
²⁾ "Mortgage equity withdrawal and consumption," Bank of England Quarterly Bulletin, Spring 2001.

2. 住宅ブームの背景

・英国の昨今の住宅ブームは複数の要因³が重なった結果と考えられる。以下、その主要なポイントを整理してみた。

- ① 供給不足：英国ではサッチャー政権による政策変更まで「ゆりかごから墓場まで」といわれる手厚い社会保障制度の一環として持ち家政策が推進され、安価な公共住宅が供給されていた。しかし、社会保障制度の見直しの中で政府は住宅供給者としての役割を停止し、同時に住宅建設は都市計画の一環と位置付けられるようになった⁴。その結果、建築許可に何年もかかるなど住宅供給に制約がかかるようになった⁵。その一方、好景気が続く英国への移民の流入増大⁶から住宅需要が拡大し、住宅の供給不足に拍車がかかるようになった。

図表6. 建築規制と移民増で住宅供給不足に



図表7. 移民の拡大を背景に人口の増加テンポが高まる

(千人)	期初人口	年平均 増加数	自然増			移民	期末人口
			出生	死亡			
1971-76	55,928	58	96	766	670	-55	56,216
76-81	56,216	27	42	705	662	-33	56,352
81-86	56,357	68	70	733	662	-2	56,699
86-91	56,669	155	135	782	647	19	57,472
91-96	57,472	121	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	58,076
96-2001	58,076	152	83	706	623	70	58,837
01-06	58,837	164	62	675	613	102	59,657
06-11	59,657	173	73	683	609	100	60,524
11-16	60,524	187	87	698	611	100	61,459
16-21	61,459	185	85	709	624	100	62,386
21-2026	62,386	154	54	705	651	100	63,156

(資料) 英統計局

(注) 2001年以降は英政府予測値。

³ 「英国：トピックス（ロンドン事務所作成）『住宅ブームの現状と今後』 JCIF Country Report、2002年12月19日では本稿で検証した要因以外に①信用格付け技術向上によるローンの供給増、②一人暮らし志向、セカンドハウス志向などの環境変化などが指摘されている。

⁴ 「イギリスにおける都市計画を通じた新規住宅供給のコントロール」住宅問題研究、2000年10月。

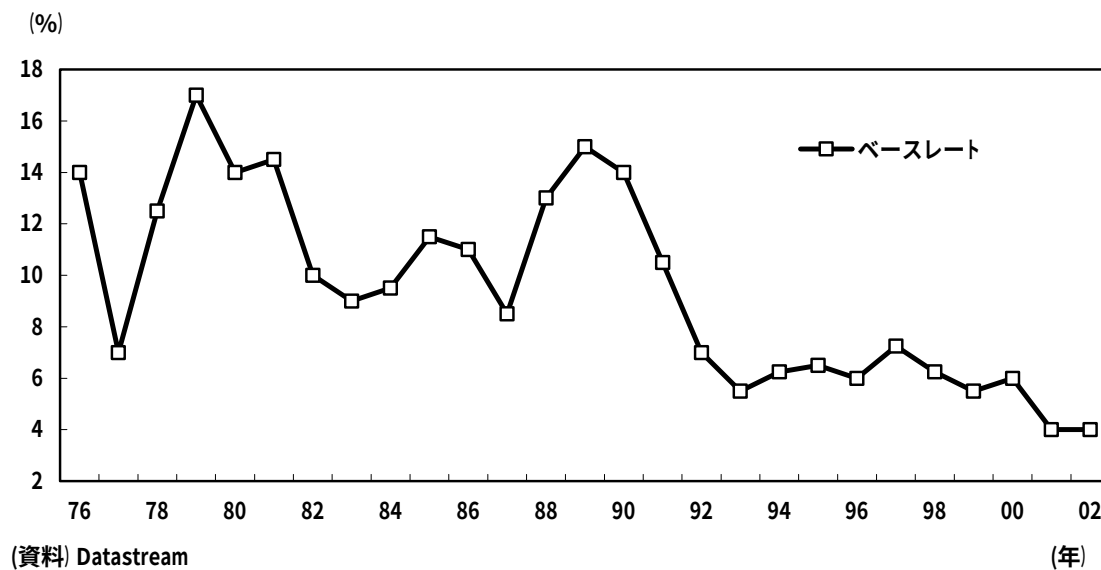
⁵ 「ロンドンは『住宅バブル』4年間で2倍に急騰した」エコノミスト、2002年11月12日号。

⁶ 英国では2002年1月よりIT技術者など高いスキルを持った移民の受け入れを拡大するプログラムがスタートし、これら技術者を中心に移民の流入が拡大している。

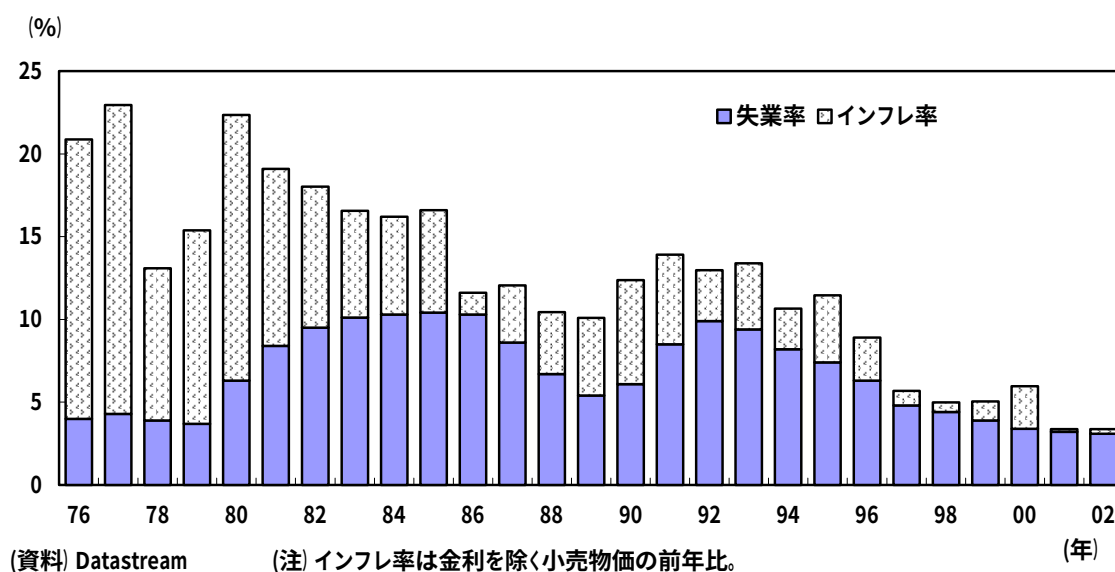
② 借り手にとって良好な所得・ファイナンス環境：

- ・ 世界的なインフレ沈静化傾向の中で、英国でも景気堅調にもかかわらず、物価が安定。この結果、金利の低下が実現し、良好な雇用・所得環境と相まって住宅投資が促進された。

図表 8．物価安定下で金利も大幅に低下

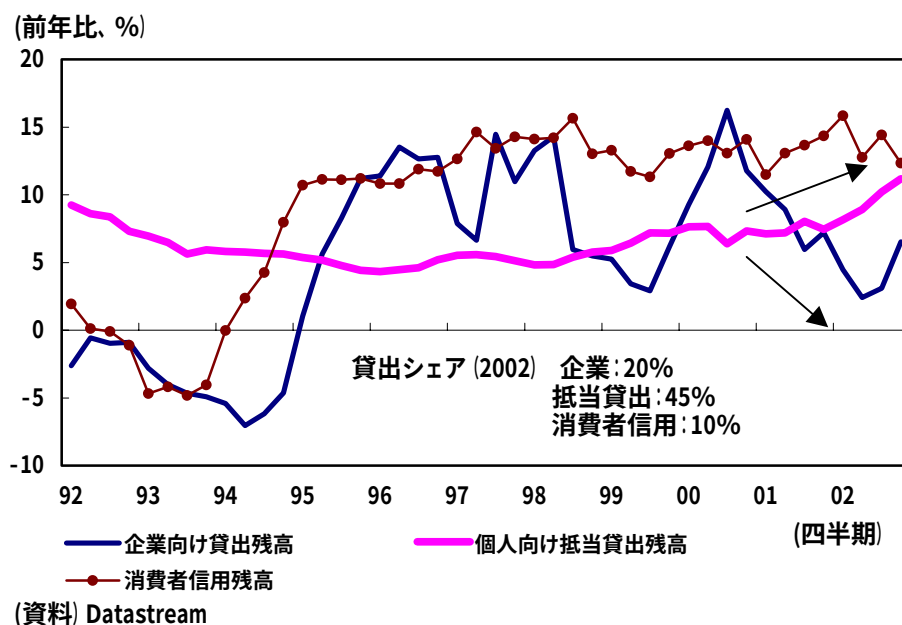


図表 9．良好な雇用・所得環境が住宅投資を促進



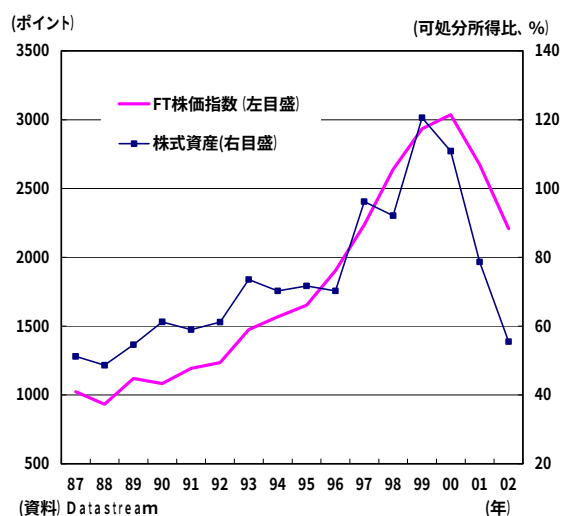
- ・ 一方、貸し手サイドでは、設備投資の低迷など企業の資金需要が伸び悩む中で、住宅ローンの拡大が図られた。

図表 10. 企業の資金需要が低迷する一方、住宅抵当貸出が拡大

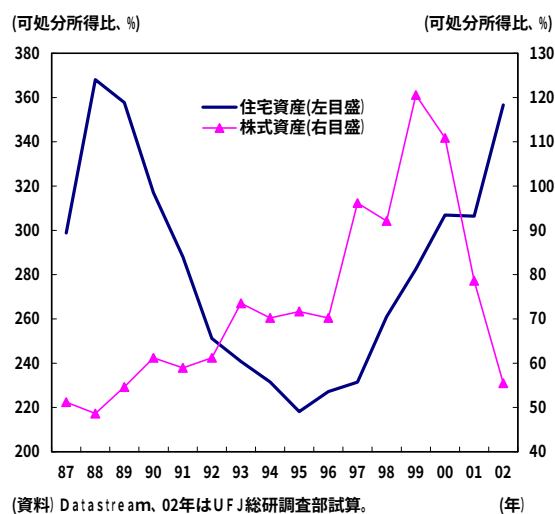


- ③ 株価低迷：景気の先行き不透明感などを背景に株価の低迷が続き、株式投資の魅力が低下した。その結果、株に代わる投資先として根強い需要のある住宅市場への投資が拡大した。

図表 11. 株価低迷により家計の株式資産も縮小



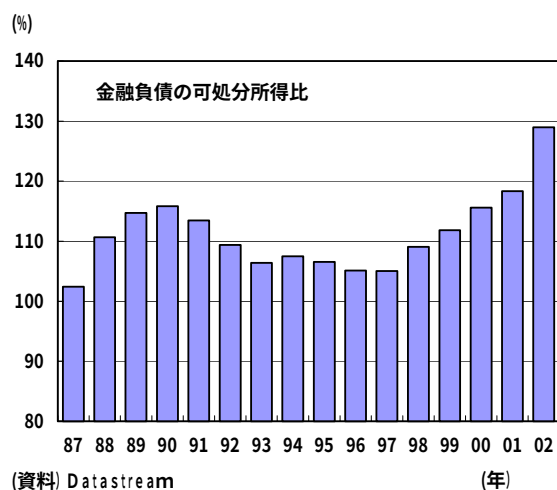
図表 12. 家計は株式から住宅へ資産をシフト



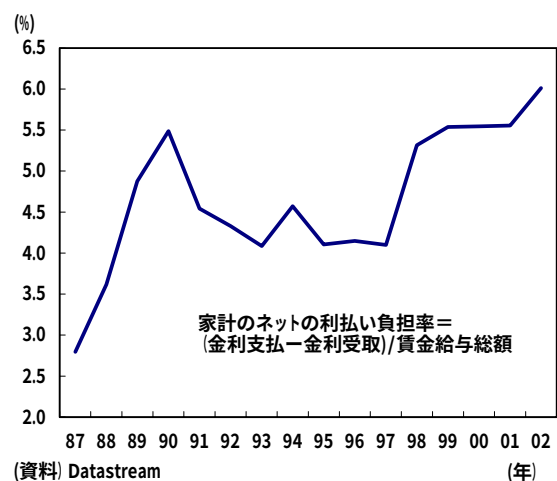
3. 今後の見通し

- ・ 今般の住宅価格ブームの一因である住宅の需給ギャップは、大幅な政策変更⁷あるいは人口動態の変化がない限り、短期間には埋まらないと見られる。したがって、需給面からは当面、住宅価格は上昇基調で推移すると考えられる。
- ・ また、過去3回の住宅バブルはいずれもインフレ高騰に対処するための急激な金融引締めによって崩壊したが、今回は物価が安定的に推移しており、現状ではこのリスクは小さいと見られる。
- ・ しかし、問題は住宅ブームの中で個人の債務負担が高まっている点である。今後の雇用・所得環境にもよるが、債務負担の高まりから個人が住宅投資を手控えるようになれば、住宅価格の上昇テンポが鈍化する可能性は高いと見られる。ただし、消費者は依然として住宅価格の上昇を期待しているという⁸。

図表 13. 住宅ブームの裏で家計の金融負債が拡大



図表 14. 負債の増大から家計の利払い負担高まる



- ・ 以上、総合すると、今後とも年 20%超の住宅価格の上昇が続く可能性は小さいものの、根強い需要と低金利環境の持続を前提とすれば、住宅価格の上昇テンポはやや鈍化するにしても、大幅な調整は起こらないと見られる。

以上

⁷ 4月9日発表の2003年度予算には、住宅の安定供給は経済安定化の重要な要因であるとの認識から住宅供給の円滑化および供給水準是正のための施策が盛り込まれた。これらの政策の実施により今後、住宅供給テンポが従来より速まることが予想される。

⁸ 「住宅価格、半数以上が依然『上昇』を予想：ロンドン住民の意識調査～英紙、時事通信社、2003年4月15日。

(主要参考文献)

- Bank of England Quarterly Bulletin, "Mortgage equity withdrawal and consumption" Spring 2001.
- The Economist, "Economic focus: Living in never-never land" January 11, 2003.
- The Economist, "Economic focus: Still bubbling" January 18, 2003.
- The Financial Times "Housing bubble set for trouble" March 7, 2003.
- JCIF Country Report 「英国：トピックス（ロンドン事務所作成）『マクロ経済動向：家計部門の保有資産と消費との関係』」2001年4月20日。
- JICF Country Report 「英国：トピックス（ロンドン事務所作成）『住宅ブームの現状と今後』」2002年12月19日。
- Morgan Stanley Global Economic Forum, "United Kingdom: How Much of a Bubble?" March 19, 2003.
- UK Treasury, Budget 2003: Building A Britain of Economic Strength and Social Justice, April 9, 2003.
- エコノミスト 「ロンドン『住宅バブル』4年間で2倍に急騰」2002年11月12日号。
- 住宅問題研究「イギリスにおける都市計画を通じた新規住宅供給のコントロール」2000年10月。

※本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。