

2023年6月22日

## 経済レポート

## 調整過程にあるヨーロッパの住宅市場

### ～警戒されるドイツの住宅市場の調整

調査部 副主任研究員 土田 陽介

- ヨーロッパでは、欧州中央銀行(ECB)によるハイピッチでの利上げを受けて、実体経済に対する下押し圧力が高まることへの警戒感が広がっている。注視すべき問題の一つに、住宅市場の調整がある。すでにヨーロッパの住宅市場は調整過程にあるが、今後も ECB が金融引き締めを継続することに加えて、景気が停滞し住宅需要が低迷することから、ヨーロッパの住宅市場の調整はさらに強まるだろう。
- 住宅市場の調整リスクが大きい国は、金利上昇と価格下落の両面でリスクを抱えるドイツ、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガルである。最も調整リスクが深刻な国はオランダだが、ヨーロッパ経済全体への影響という観点に鑑みれば、経済規模が大きいドイツの住宅市場の動向に注視すべきである。同国の住宅市場で調整が強まると、その経済規模の大きさゆえに、ヨーロッパ全体の景気が下押しされるだろう。
- また EU 各国の銀行は、住宅市場の調整が進むことを受けて、住宅ローンの不良債権を増加させると考えられる。住宅ローンの不良債権の増加は銀行の経営を圧迫するが、一方で欧州連合(EU)各国の銀行がリーマンショック後に自己資本を手厚くしたこと、住宅ローンの不良債権は流通市場が発達しているために処理しやすいことなどから、本格的な経営不安に陥る銀行は限られるだろう。
- とはいえ、一部の銀行の経営悪化を受けて投資家が疑心暗鬼となった場合、ヨーロッパの金融市場は混乱に陥る恐れがある。それにヨーロッパでは、商業用不動産部門でも、住宅市場と同様の調整圧力が生じている。本格的な金融不安を呼び起こす可能性を持つ一つのリスク要因として、今後もヨーロッパの住宅価格や不動産価格の動向を注意深く見守っていく必要がある。

## 1. 住宅市場が調整過程にあるヨーロッパ

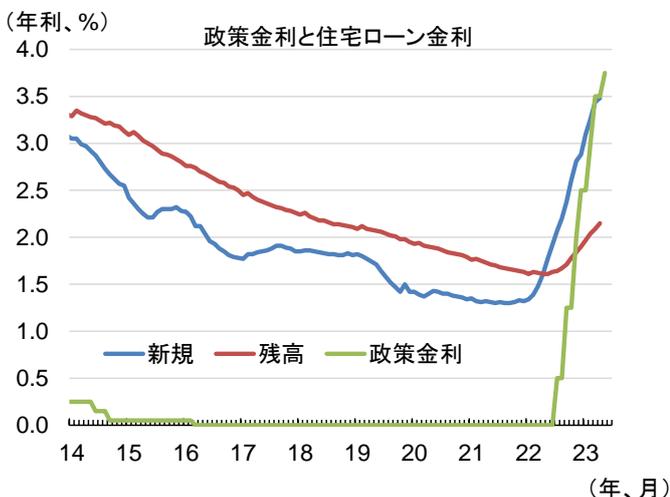
ヨーロッパでは、欧州中央銀行(ECB)によるハイピッチでの利上げを受けて、実体経済に対する下押し圧力が高まることへの警戒感が広がっている。

注視すべき問題の一つに、住宅市場の調整がある。ECBは2015年に資産購入プログラムを実施し、またマイナス金利政策を導入するなど金融緩和を強化した。さらに2020年には、ECBはコロナショックへの対応から金融緩和をさらに強化した。こうしたECBによる長期かつ強力な金融緩和を受けて、2014年初の時点で3%台だったユーロ建ての住宅ローン金利(新規)は、2021年後半には年利1.3%程度まで低下した(図表1)。この低金利環境が住宅ローン需要を刺激するとともに、投機マネーの流入を呼び込んだ結果、個人消費デフレーターを用いて物価変動の影響を除いた実質住宅価格も、コロナショック後のピーク時には2015年との対比で約30%上昇した(図表2)。

しかしながら、ECBが2022年7月に利上げに着手し、それ以降も追加利上げを進めたことで、住宅ローン金利は急上昇し、2023年4月時点で3.5%台まで達した。また一時は1.6%程度まで低下した住宅ローン残高の金利も、同月時点で2.2%まで上昇した。一方で、住宅価格の調整は金利の上昇に先行しており、ユーロ圏ベースでは2021年10-12月期を、欧州連合(EU)ベースでは2022年1-3月期をピークに下落に転じた。

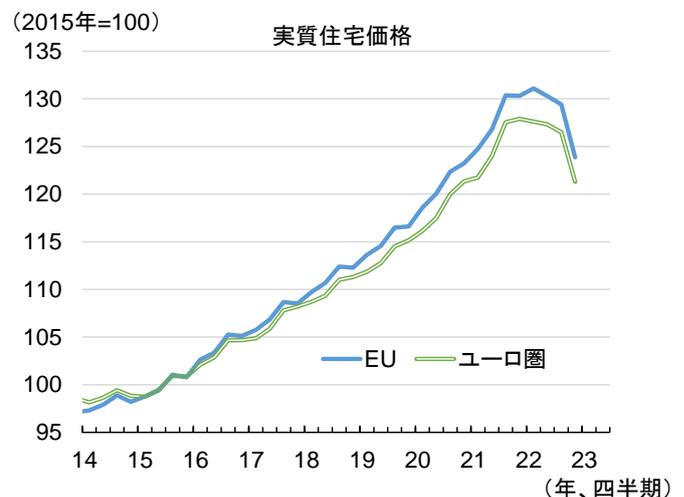
このように、ヨーロッパの住宅市場はすでに調整過程にある。ただし、住宅市場の調整は、ユーロ圏のみならず非ユーロ圏でも各国ごとに様相は異なる。例えば、ユーロ非加盟国のうち、ハンガリーでは住宅価格の高騰が目覚ましく、それだけに住宅価格が下落すると強い逆資産効果が生じる危険性がある。またスウェーデンでは、金利が短期間で上下する変動金利ベースの住宅借り入れが主であるため、政策金利を引き上げると直ぐに家計の返済負担が急増し、個人消費が強く圧迫される。そうした一様ではないヨーロッパの住宅市場に対しECBの利上げが与える影響を、本レポートは概観・整理するものである。

図表1. 利上げで住宅ローン金利に上昇圧力



(注) 住宅ローン金利は加重平均値。うち新規は固定金利。  
(出所) 欧州中央銀行(ECB)

図表2. 住宅価格はすでに調整入り



(注) 個人消費デフレーターで実質化した  
(出所) ユーロスタット

## 2. 警戒されるドイツとオランダの住宅市場の調整

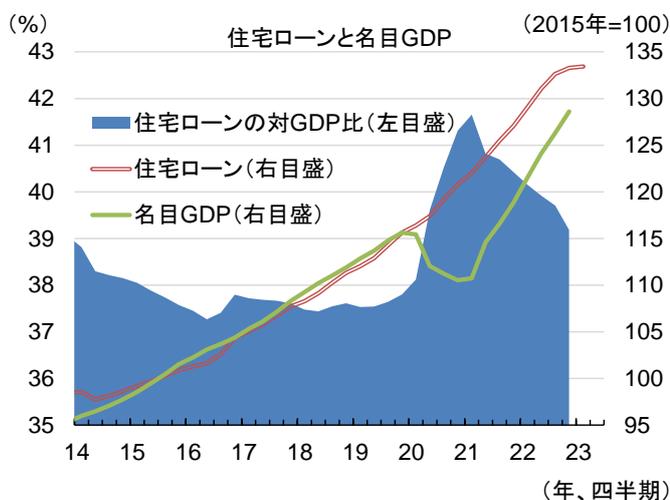
最初に、金利上昇リスクの観点から、住宅ローン残高の状況を名目 GDP との対比で確認したい(図表3)。コロナショック前の2019年まで、ユーロ圏の住宅ローン残高は、ECBによる大規模金融緩和が長期化したにもかかわらず、名目 GDP と同じテンポの増加にとどまった。そのため、住宅ローン残高の対名目 GDP 比率は37%程度で安定していた。しかし2020年に入ると、コロナショックに伴って名目 GDP は減少した一方、住宅ローン残高は増え続けたために、住宅ローン残高の対名目 GDP 比率は41%台まで上昇した。

この間に住宅ローン残高が増え続けた主因は、ECB が金融緩和を強化したことにある。また各国政府が景気刺激策を強化したことも、家計の住宅購入意欲を刺激し、住宅ローン借入の増加を促した。2021年に入るとヨーロッパの景気が回復に転じ、その後は高インフレを受けて名目 GDP が急速に増えたことに加えて、ECB による金融引き締めで住宅ローン残高の伸びが鈍化したことで、住宅ローン残高の対名目 GDP 比率は40%を切る水準まで低下し、コロナショック以前の水準まで落ち着くようになった。

とはいえ各国単位で見ると、家計の住宅ローン残高の水準は各国でかなり異なっている。資料上の制約から家計の借入金(住宅ローン+消費者ローンなど)での確認となるが、ユーロ圏の家計の借入金水準の平均値は2021年時点で名目 GDP の53.0%だった(図表4)。うち最も水準が高いのはオランダ(100.2%)であり、さらにキプロス(82.6%)やフィンランド(67.3%)、ルクセンブルク(66.0%)、フランス(65.8%)といった高所得の国々が、ユーロ圏平均を上回った。他方でユーロ圏平均を下回ったのは、ラトビア(19.1%)やリトアニア(23.5%)、スロベニア(26.3%)、アイルランド(29.4%)、エストニア(36.3%)など、低所得の国々だった。

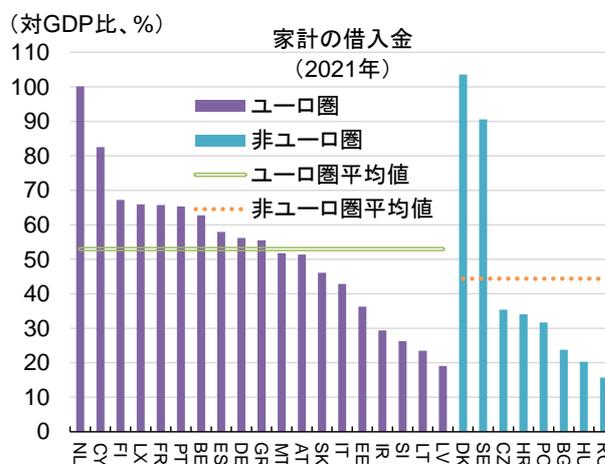
他方で非ユーロ圏の国々を確認すると、平均値は44.4%だった。各国別には、デンマーク(103.6%)やスウェーデン(90.6%)の水準が著しく高く、中東欧諸国は総じて借入金の水準が低いことが特徴的である。

図表3. 全体で見た住宅ローンの膨張は限定的



(注1) ユーロ圏ベース  
(注2) GDP は4四半期後方移動累積ベース  
(出所) ECB、ユーロスタット

図表4. バラツキを伴う家計の借入金残高



(注1) クロアチア(HR)は2023年1月よりユーロ圏  
(注2) 住宅金融会社など預金取扱金融機関(MFI)以外の貸出も含む  
(出所) ユーロスタット

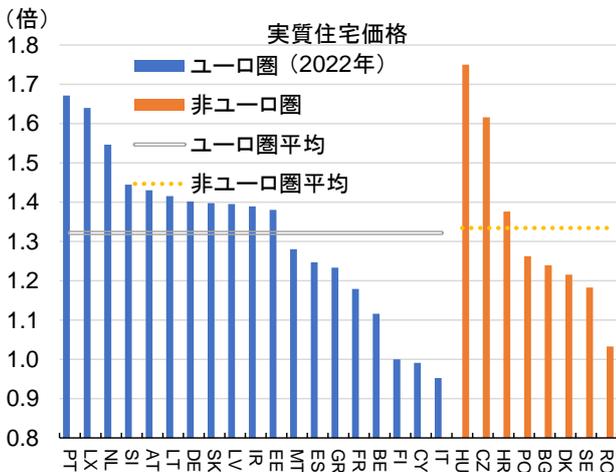
続いて住宅価格の動き、つまり価格下落リスクを確認したい。図表5は、ECBが資産購入プログラムを実施し、低金利環境が強まった2015年を基準として、2022年時点でのEU各国の実質住宅価格(各国通貨建て)の上昇度合いを見たものである。これによると、ポルトガル(1.67倍)を筆頭に、ルクセンブルク(1.64倍)、オランダ(1.55倍)、スロベニア(1.45倍)、リトアニア(1.43倍)、ドイツ(1.40倍)などがユーロ圏平均(1.32倍)を上回った。うちドイツとオランダ以外は、基本的に人口が数百万人規模の小国である。一方、非ユーロ圏の国で平均(1.33倍)を上回った国は、ハンガリー(1.75倍)、チェコ(1.62倍)、クロアチア(1.38倍)だった。

住宅価格の上昇が激しい国々に共通する要因としては、①人口が少なく市場が小さいため投資マネーの影響を受けやすいこと(ただしドイツは除く)、②新築・中古ともに持ち家の住宅供給が少ないことがある。さらにハンガリーの少子化対策(多子世帯ほど手厚い住宅購入支援を受けられる)のように、特殊な要因で住宅価格の上昇が促された国も存在する。

ここで家計の借入金水準(金利上昇)と住宅価格の騰勢(価格下落)の2つの軸を合わせて評価すると、ユーロ圏の中で住宅市場の調整余地が大きい高リスク国は、オランダ、ルクセンブルク、ポルトガル、ドイツになる(図表6)。特にオランダの場合、家計の借入金水準と住宅価格の騰勢の両方でユーロ圏平均をかなり上回っている。そのためオランダの個人消費は、金利上昇に伴う利払い負担と住宅価格の下落による逆資産効果の両面から強く圧迫されると懸念される。同時にこのことは、家計に住宅ローンを提供しているオランダの金融機関が、多額の不良債権を抱えるリスクを有していることを意味する。

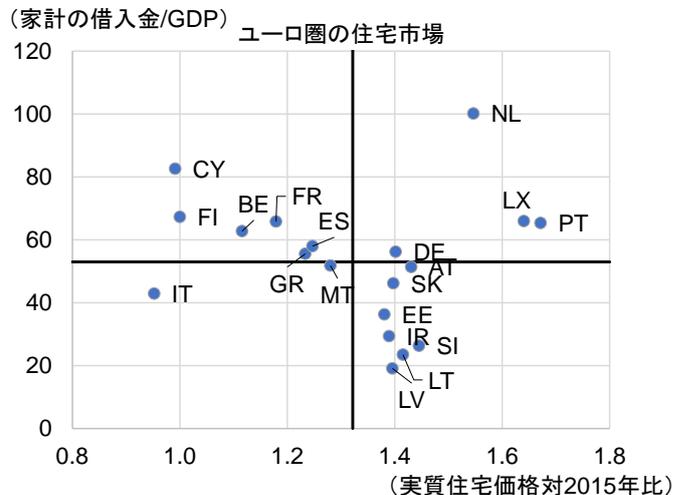
他方で、とりわけ金利上昇の面で強い調整圧力を抱えている国としては、キプロスを除けば、フィンランドやフランス、ベルギーといった高所得国がある。一方、価格下落の面で強い調整圧力を抱えている国には、オーストリアやスロバキア、バルト三国など多くの中東欧の小国が該当する。

図表5. 小国ほど住宅価格が上昇



(注1) クロアチア(HR)は2023年1月よりユーロ圏  
 (注2) 個人消費デフレーターで実質化した  
 (出所) ユーロスタット

図表6. ドイツ、オランダなどが高リスク



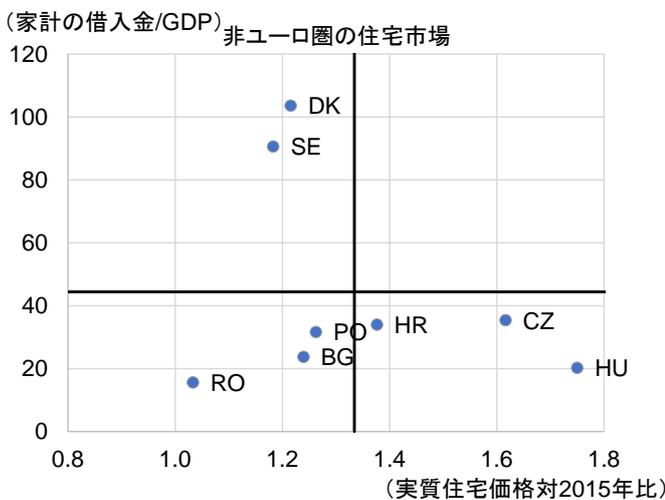
(注1) 太線は平均値  
 (注2) X軸は2022年、Y軸は2021年  
 (出所) ユーロスタット

同様に、非ユーロ圏の8ヶ国に関して、金利上昇と価格下落の2つの軸を合わせて評価すると、両面からリスクが高い国は存在しない(図表7)。しかし、金利上昇の面でリスクが高い国は、デンマークとスウェーデンとなる。一方で、価格下落の面でリスクが高い国は、ハンガリーとチェコ、クロアチアとなる(ただしクロアチアは2023年よりユーロ圏)。

以上を整理すると、EU27ヶ国において、住宅市場の調整リスクが大きい国は、金利上昇と価格下落の両面でリスクを抱えるドイツ、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガルとなる(図表8)。最も調整リスクが深刻な国はオランダだが、オランダの人口は1,750万人程度であり、経済規模も限定的である。そのため、ヨーロッパ経済全体への影響という観点に鑑みれば、人口が8,300万人と多く、経済規模も大きいドイツの住宅市場の動向に注視すべきである。ドイツの住宅市場で調整が強まると、その経済規模の大きさゆえに、ユーロ圏のみならずヨーロッパ全体の景気が下押しされるだろう。

このように、すでにヨーロッパの住宅市場は調整過程にあるが、今後も ECB が金融引き締め路線を継続することに加えて、景気が停滞し住宅需要が低迷することから、ヨーロッパの住宅市場の調整はさらに強まるだろう。それでも、ドイツの住宅市場の調整が限定的なら、ヨーロッパ経済全体に与える悪影響も軽微にとどまると考えられる。逆に、その他の国々の住宅市場の調整が限定的でも、ドイツの住宅市場で調整が深刻化すれば、ヨーロッパ経済に強い下振れ圧力がかかると懸念される。

図表7. 北欧とハンガリー、チェコが高リスク



図表8. 注視すべきドイツの調整動向

EU27ヶ国の住宅市場における調整リスクの整理

	ユーロ圏	非ユーロ圏
① 金利上昇	ベルギー、キプロス、スペイン、フランス、フィンランド、ギリシャ	デンマーク、スウェーデン
② 価格下落	オーストリア、エストニア、アイルランド、ラトビア、リトアニア、スロバキア、スロベニア	チェコ、ハンガリー、クロアチア
③ 両方	ドイツ、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル	なし

(出所) 筆者作成

### 3. 高リスク国の住宅市場

以下、ユーロ圏で住宅市場の調整リスクが大きい国のうちドイツとオランダ、非ユーロ圏で住宅リスクの調整リスクが大きい国のうちスウェーデンとハンガリーについて、各国の住宅市場の現状を整理したい。

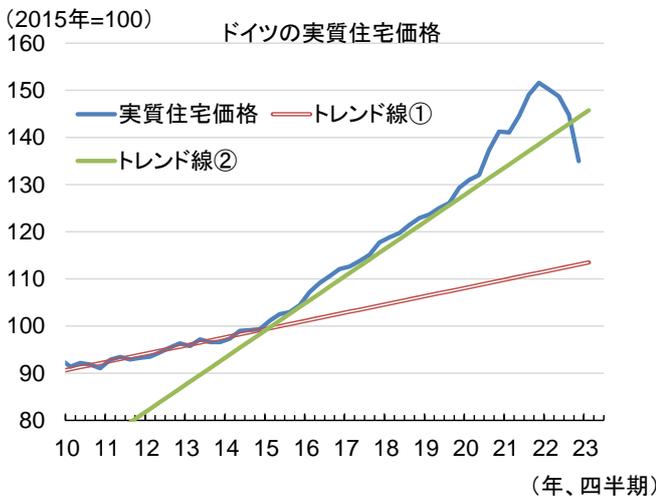
#### 3.1 ドイツ

ドイツの住宅価格は、ECB が資産購入プログラムを実施して金融緩和を強化した2015年から上昇が加速した(図表9)。当初、住宅価格の上昇はベルリンやフランクフルトなどの都市部を中心としていたが、その動きは農村部へと徐々に広がった。ドイツ連銀は、住宅価格が上昇した理由として、所得増、低金利、人口増(特に移民流入)の3つ要因を指摘しているが、とりわけ2015年以降に強化された金融緩和の要因を強調している(Deutsche Bundesbank, 2020)。つまり、所得の増加テンポに比べて金利の水準が低かったため、住宅需要が刺激されて住宅価格が上昇した。そこにコロナショックに伴う大規模金融緩和が加わり、ドイツの住宅価格は一段と上昇することになったというわけである。

その後、ドイツの住宅価格は2021年10-12月期を頂点に下落へ転じ、直近2022年1-3月期の実質住宅価格の水準は、ECB が金融緩和を強化した2015年以降のトレンドを下回っている。しかしながら、ECB が資産購入プログラムを実施する前のトレンドに比べれば、実質住宅価格には依然として20%ほど下落余地がある。そのため、今後は一段の逆資産効果が生じ、家計の消費を圧迫する可能性がある。

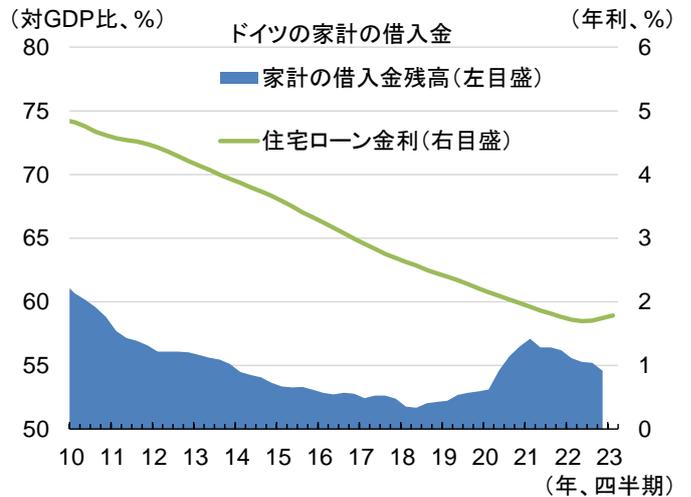
他方で家計の借入金水準は、この間に横ばい圏(対 GDP 比率が55%前後)で推移した(図表10)。また住宅ローン金利(残高ベース)も、ドイツでは10年超の固定ローンが主流であるため、緩やかな上昇にとどまっている。ゆえに家計の利払い負担の増加は限定的であり、個人消費はそれほど圧迫されないかもしれないが、大国であるドイツの動向は他のヨーロッパに強い影響力を持つため、動向を注視する必要がある。

図表9. ドイツ住宅価格の調整余地は20%ほどか



(注)トレンド線①は2010年第1四半期-2014年第4四半期で作成。トレンド線②は2015年第1四半期-2019年第4四半期で作成。  
(出所)ユーロスタット

図表10. ドイツ家計の借入金水準はそれほど膨らまず



(注)住宅ローン金利はECBが指標とする、ドイツの住宅ローン残高に適用される平均金利  
(出所)ユーロスタット、ECB

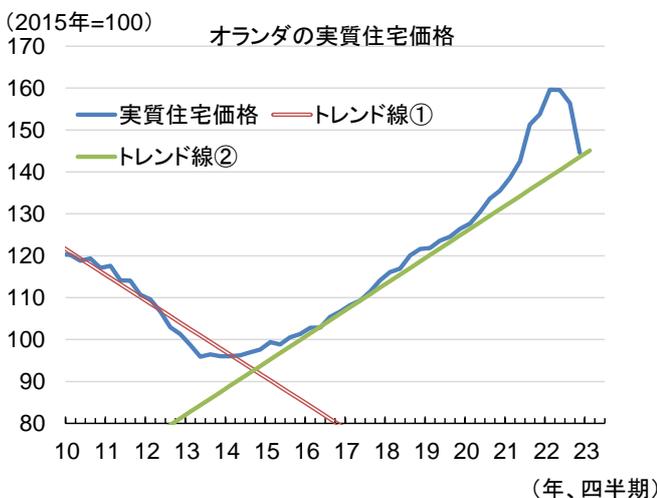
### 3.2 オランダ

2000年代のオランダの住宅価格は、住宅ローンの借入利息の全額を課税所得控除とした優遇税制の影響などから上昇が続いたが、2008年のリーマンショックを受けて下落に転じた(山口, 2013)。それ以降も、2013年前半まで実質住宅価格は下落したが、同年後半には下げ止まった(図表11)。そして ECB が資産購入プログラムを実施するなど金融緩和を強化した2015年から上昇に転じ、さらにコロナショックに伴う大規模金融緩和で上昇テンポが加速した。ドイツ連銀と同様に、オランダ中銀もまた、ECB による低金利政策の強化が住宅価格の急騰につながったと指摘する(De Nederlandsche Bank, 2020)。

その後、オランダの住宅価格は2021年1-3月期をピークに下落に転じ、足元の水準は、ECB が資産購入プログラムを実施するなど金融緩和を強化した2015年以降のトレンドまで落ち着いている。しかしそれ以前の住宅価格は下落トレンドにあったため、トレンド線との比較では住宅価格の下落余地がさらにどの程度あるのか、不透明な状況にある。今後、オランダの住宅価格が一段と下落し、強い逆資産効果が生じて個人消費が圧迫されることが懸念される。

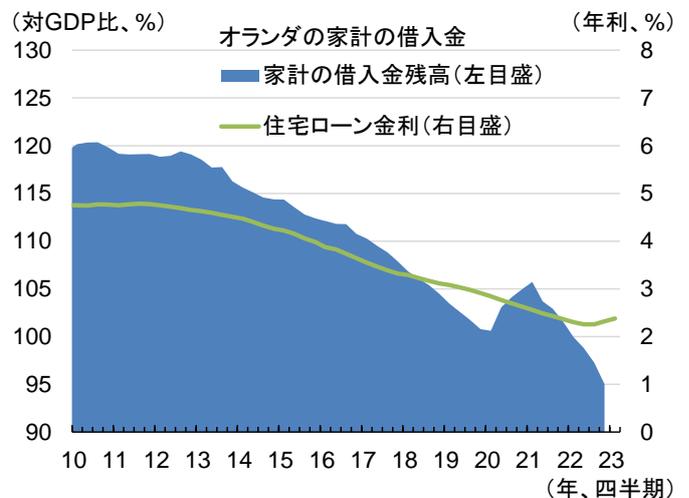
他方で、オランダ家計の借入金水準は、コロナショックに伴う景気の腰折れで一時的に膨張したものの、一貫してデレバレッジが進んでいる(図表12)。とはいえ、すでに指摘したように、ユーロ圏全体で比較すれば、オランダの家計の借入金水準は突出しており、必ずしも調整が十分ではない。オランダの住宅ローン借入も長期固定金利が主流であるため、支払い金利の上昇はまだ限定的であるが、今後は利払い負担の増加の面からも、オランダの個人消費が圧迫される恐れを意識すべきだろう。

図表11. 下落の目安が不透明なオランダの住宅価格



(注)トレンド線①は2010年第1四半期-2014年第4四半期で作成。トレンド線②は2015年第1四半期-2019年第4四半期で作成。  
(出所)ユーロスタット

図表12. 家計の借入金はデレバレッジが不十分な恐れ



(注)住宅ローン金利は ECB が指標とする、オランダの住宅ローン残高に適用される平均金利  
(出所)ユーロスタット、ECB

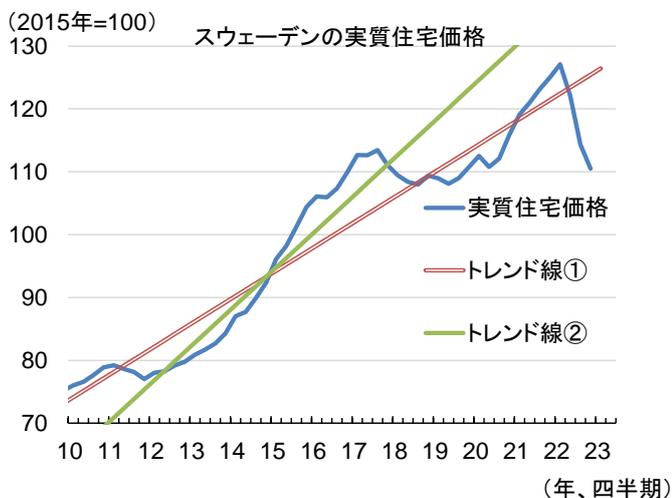
### 3.3 スウェーデン

スウェーデンの住宅価格は、2012年に当時の ECB の利下げを受けてスウェーデン中銀(リクスバンク)が利下げを行ったことで、上昇が加速した。さらに2015年2月、リクスバンクが ECB と同様に資産購入プログラムを実施し、マイナス金利政策を採用するなど金融緩和を強化したことで、住宅価格の上昇に弾みがついた(図表13)。さらに、銀行間の競争が激しく、元本よりも金利を優先して返済するローンが提供されたことも、住宅需要を刺激し、住宅価格の急上昇を促した(川野, 2015)。

2018年に入ると、米国発の金融市場の変調(金利の上昇に伴う低格付け債市場の調整など)を受けて、スウェーデンの住宅価格は天井を打ち、軟調となった。その後、コロナショックに伴う金融緩和の強化を受けてスウェーデンの住宅価格は再び上昇したが、2022年1-3月期をピークに下落に転じ、足元の価格はコロナショック前の水準に収束すると同時に、長期の価格トレンドを下回っている。こうしたことから、すでにスウェーデンでは、住宅価格の下落に伴う逆資産効果が相応に生じており、この経路から個人消費が圧迫されていると考えられる。

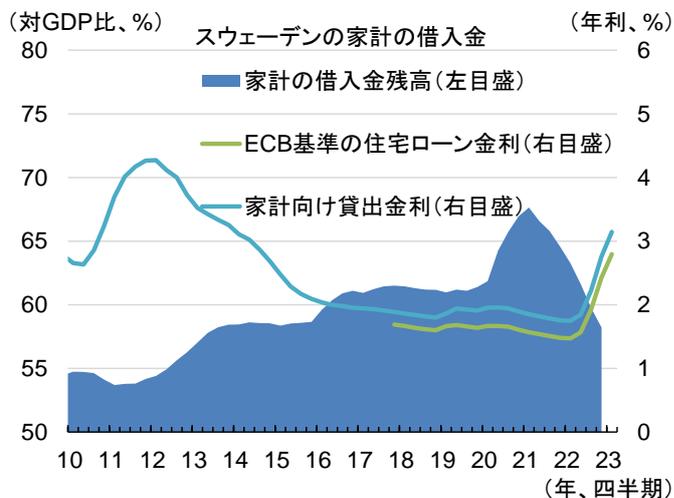
他方で、スウェーデンの家計の借入金水準は、2010年から2018年の間に GDP の55%程度から62%程度まで膨らんだ(図表14)。さらにコロナショックで60%台後半まで膨張した後、50%台後半まで縮小した。そしてスウェーデン(及び近隣の北欧諸国)の場合、変動金利ベースでの借入が多いため、2022年後半から住宅ローン金利の上昇が顕著である。そのため、すでに利払い負担の増加の面からも、スウェーデンの個人消費は圧迫されている模様である。

図表13. 長期の価格トレンドを下回った住宅価格



(注) トレンド線①は2010年第1四半期-2022年第4四半期で作成。トレンド線②は2012年第1四半期-2018年第4四半期で作成。  
(出所) ユーロスタット

図表14. 金利急騰の影響が懸念されるスウェーデン



(注) 住宅ローン金利は ECB が指標とする、スウェーデンの住宅ローン残高に適用される平均金利  
(出所) ユーロスタット、ECB、リクスバンク

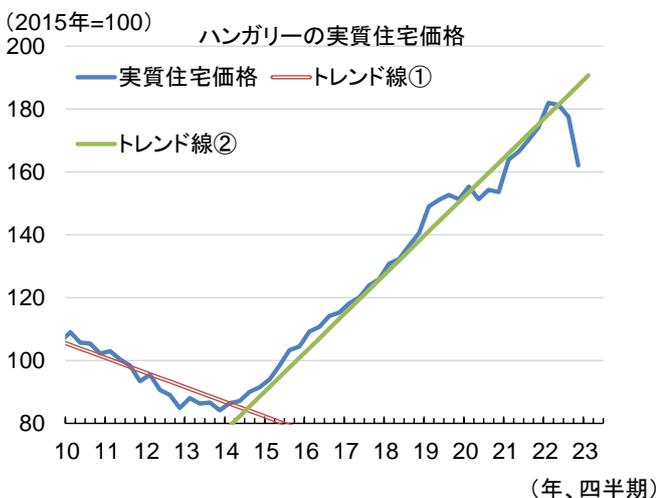
### 3.4 ハンガリー

2000年代のハンガリーの住宅価格は、好景気を反映した旺盛な住宅需要と外貨(日本円やスイスフラン)建ての低金利ローンが普及したことで急上昇したが、2008年のリーマンショックを受けて下落に転じた。その後、ハンガリーの住宅価格は2014年まで下落したが、2015年を底として上昇に転じた(図表15)。ECBによる金融緩和の強化を受けてハンガリー国立銀行(中央銀行)も金融緩和を強化したこと、外貨建て住宅ローンの救済策が採られたこと(国内通貨フォリントへの転換と優遇金利の適用)、さらに少子化対策として子育て世帯向けに住宅購入刺激策を実施したこと(住宅購入に際して政府が補助金を給付したり、住宅ローンの優遇金利を提供したりすること)が、住宅価格の上昇を促した。

住宅価格は2022年1-3月期をピークに下落に転じ、足元の水準はハンガリー中銀が金融緩和を強化した2015年以降のトレンドを下回っている。とはいえオランダと同様に、それ以前の価格は下落トレンドにあったため、トレンド線との比較では価格の下落余地があとどの程度あるのか、不透明な状況にある。こうしたことから、ハンガリーの住宅価格は今後も下落が進み、強い逆資産効果が生じて個人消費が圧迫される可能性が懸念される。

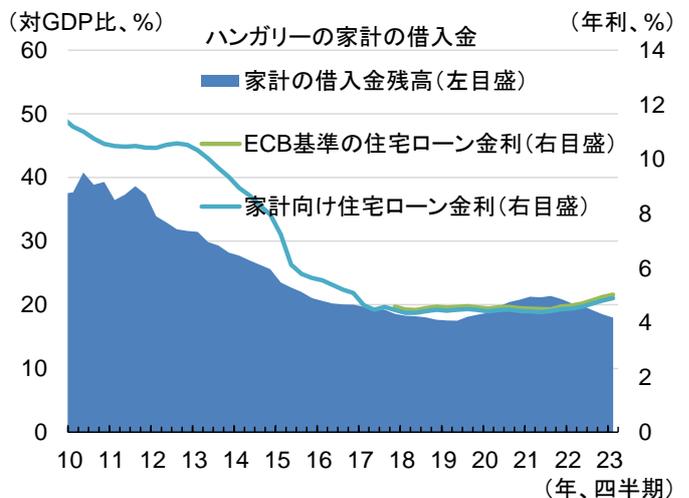
他方で、ハンガリーの家計の借入金水準は、コロナショックに伴う景気の腰折れで一時的に膨張したものの、一貫してデレバレッジが進んでいる。かつてと異なり、住宅ローンは、外貨建てではなくフォリント建ての長期固定ローンが圧倒的である。また残高に適用される住宅ローン金利も低位にとどまっているため、利払い負担の増加という経路からは、個人消費はあまり圧迫されないかもしれない。

図表15. 下落余地が大きいハンガリーの住宅価格



(注)トレンド線①は2010年第1四半期-2014年第4四半期で作成。トレンド線②は2015年第1四半期-2019年第4四半期で作成。  
(出所)ユーロスタット

図表16. ハンガリー家計の借入金の規模は限定的



(出所)ユーロスタット、ECB、ハンガリー中銀

#### 4. 本格的な危機は回避の見込みだが住宅市場の動向には引き続き注視する必要性

以上、ヨーロッパの住宅市場に ECB の利上げが与える影響を概観してきた。すでにヨーロッパの住宅市場は調整過程にあるが、今後も ECB が金融引き締め路線を継続することに加えて、景気が停滞し住宅需要が低迷することから、ヨーロッパの住宅市場の調整はさらに強まるだろう。特に、金利上昇と価格下落の両方の観点から調整リスクを抱える国のうち、経済規模が大きなドイツの動向を注視する必要がある。

経済規模が大きなドイツの住宅市場の調整が限定的なら、ヨーロッパ経済全体に与える悪影響も軽微にとどまると考えられる。逆に、その他の国々の住宅市場の調整が限定的でも、ドイツの住宅市場で調整が深刻化すれば、ヨーロッパ経済に強い下振れ圧力がかかると懸念される。

またドイツを中心に、ヨーロッパ各国の銀行は、住宅市場の調整が進むことを受けて、住宅ローンの不良債権を増加させると考えられる。住宅ローンの不良債権の増加は銀行の経営を圧迫するが、一方でヨーロッパ各国の銀行がリーマンショック後に自己資本を積み増したことや、住宅ローンの不良債権を買い取るファンドなどが発達し、以前よりも不良債権を処理しやすくなったことなどから、経営不安にまで陥る銀行は限られるだろう。

とはいえ、一部の銀行の経営悪化を受けて投資家が疑心暗鬼となった場合、ヨーロッパの金融市場は混乱に陥る恐れがある。スイスの金融大手クレディ・スイスが、米国のシリコンバレー銀行(SVB)の経営破たんに伴い生じた金融不安の波に飲まれて実質的な経営破たんに陥ったように、投資家が疑心暗鬼になれば金融市場に強い調整圧力が生じる。それにヨーロッパでは、商業用不動産市場でも、住宅市場と同様の調整圧力が生じている。

本格的な金融不安を呼び起こす可能性を持つ一つのリスク要因として、今後もヨーロッパの住宅市場や不動産市場の動向を注意深く見守っていく必要がある。

## 参考文献

川野祐司(2015)「スウェーデンのマイナス金利政策の意味」国際貿易投資研究所『ITI 調査研究シリーズ』, 2015年7月付.

山口勝義(2013)「不動産価格の下落とオランダ経済」農林中金総合研究所『金融市場』, 2013年10月号, pp. 10-13.

De Nederlandsche Bank (2020) “House Price are More Closely Related with Borrowing Capacity than with Housing Shortage,” DNBULLETIN, 16<sup>th</sup> July 2020.

Deutsche Bundesbank (2020) “The Protracted Rise in Residential Property Price in Germany from a Macroeconomic Perspective: Transmission Channels and Fundamental Determinants,” *Deutsche Bundesbank Monthly Report* (October 2020) 67.

## — ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。