

MURC Focus

住宅バブルの様相を強める中東欧諸国

～調整余地が大きいクロアチアとブルガリアの住宅価格～

調査部 主任研究員 土田 陽介

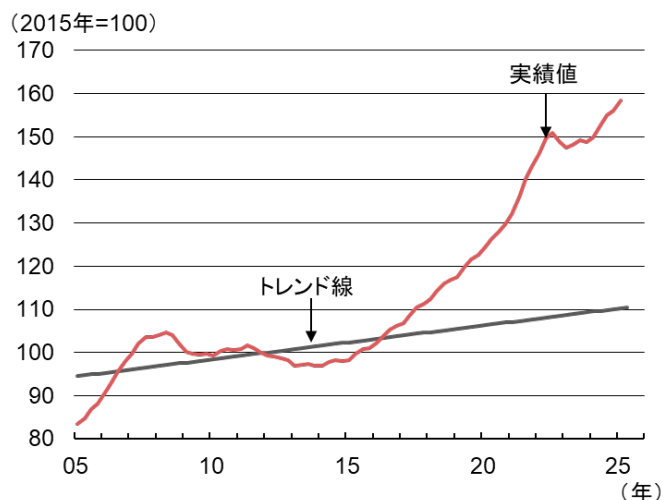
- 金融引き締め強化で上昇が一服した EU の住宅価格だが、物価上昇の鈍化を受けて ECB が利下げに転じたことで需要が刺激され、2024 年後半より再び上昇している。
- 住宅価格の変化を国別に確認すると、中東欧諸国の上昇の力強さが目立つ。他方で、実質住宅価格がコロナショック前より低い国も少なくなく、その筆頭がフィンランドである。
- クロアチアとブルガリアの場合、足元の住宅価格が過去からのトレンドよりもかなり高い水準にあるため、住宅価格はバブル気味であり、相応の調整余地があると判断される。

1. 調整を終えて再び上昇気流に乗った EU の住宅価格

欧州連合 (EU) の住宅価格は、欧州中銀 (ECB) によるマイナス金利導入 (2014 年 6 月) や量的緩和 (2015 年 3 月) の導入を受けて急上昇したが、マイナス金利の解除 (2022 年 7 月) とその後の金融引き締め強化により、上昇が一服した。しかし、物価上昇の鈍化を受けて ECB が 2024 年 6 月に利下げに転じ、需要が刺激されたことで、住宅価格は再び上昇している。

この結果、足元の EU27 カ国の名目住宅価格は、マイナス金利を導入した 2014 年の水準と比べると約 1.6 倍も上昇している (図表 1)。一方で、ECB が政策判断をするうえで重視している実質住宅価格 (消費者物価で割り引いた住宅価格) は、1.2 倍の水準に達している (図表 2)。つまるところ、EU の住宅価格は、消費者物価の上昇を織り込んでも、高水準だと判断される。

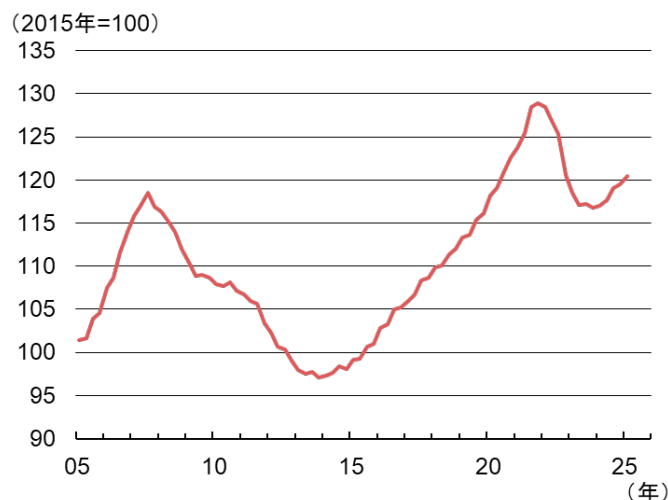
図表 1. EU27 カ国の名目住宅価格



(注)トレンド線は ECB がマイナス金利を導入する以前に当たる2005年第1四半期から2014年第1四半期の数値で作成。

(出所) 欧州連合統計局 (ユーロスタット)

図表 2. EU27 カ国の実質住宅価格



(出所) ユーロスタット

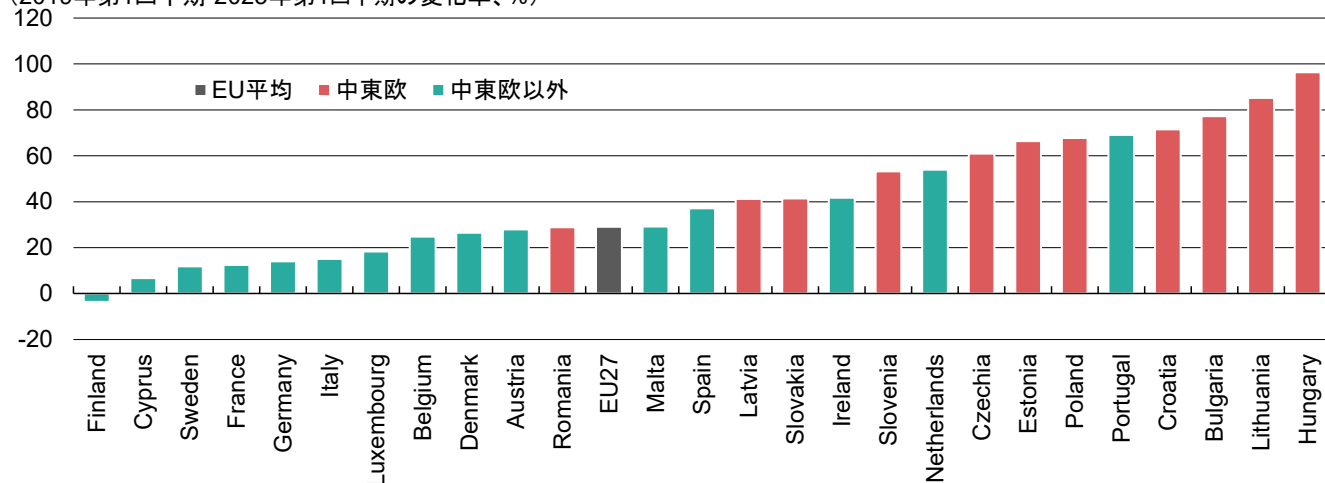
2. 中東欧諸国が住宅価格上昇の主なけん引役

EU27 カ国の名目住宅価格の変化を国別に確認すると、中東欧諸国の上昇が目立つ。具体的には、直近 2025 年第 1 四半期時点の住宅価格とコロナショック直前の 2019 年第 4 四半期時点の住宅価格の変化率を見ると、ハンガリー(+96.4%)がほぼ倍となっているのを筆頭に、リトアニア(+85.2%)、ブルガリア(+77.3%)、クロアチア(+71.5%)、ポーランド(+67.8%)などが上位に並んでいる(図表 3)。

次に実質住宅価格の変化率を国別に見ると、筆頭はポルトガル(+49.6%)となるが、以降はリトアニア(+41.7%)、ブルガリア(+40.3%)、クロアチア(+38.8%)、ハンガリー(+35.8%)、スロベニア(+28.6%)などの騰勢が目立つ(図表 4)。なおハンガリーの順位が名目と実質で変化(名目では 1 位で実質では 5 位)するが、これは同国の住宅価格の上昇が高インフレの影響を強く受けたことを意味する。

図表3. EU27カ国の名目住宅価格(各国ベース)

(2019年第1四半期-2025年第1四半期の変化率、%)

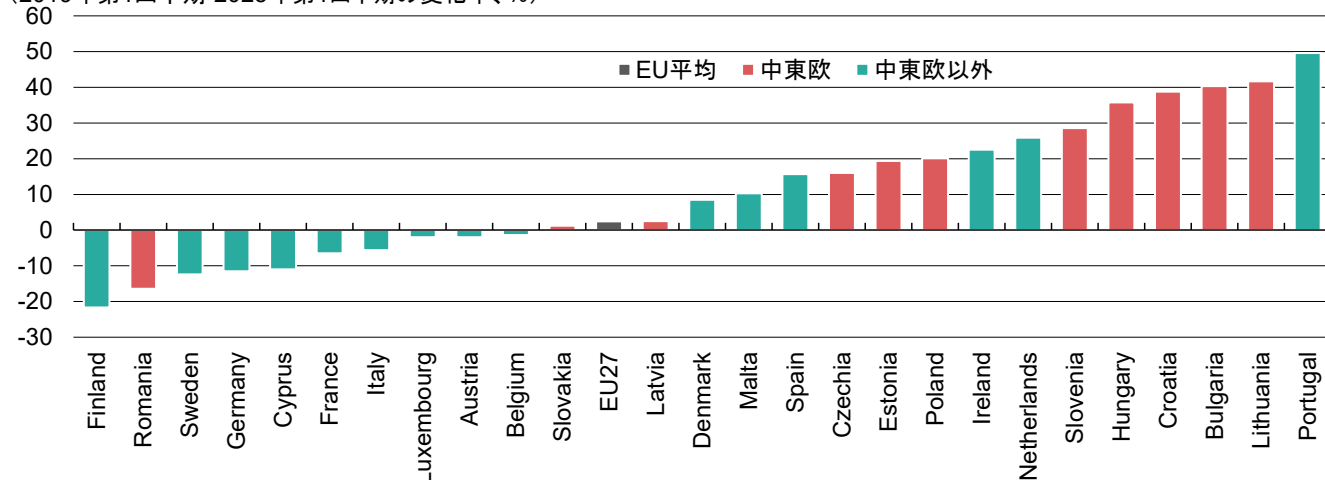


(注)ギリシャは未公表。

(出所) ユーロスタット

図表4. EU27カ国の実質住宅価格(各国ベース)

(2019年第1四半期-2025年第1四半期の変化率、%)



(注)ギリシャは未公表。

(出所) ユーロスタット

他方で、実質住宅価格がコロナショック前よりも低い国も少なくなく、その筆頭がフィンランド(▲21.7%)であり、次いでルーマニア(▲16.4%)、スウェーデン(▲12.4%)、ドイツ(▲11.6%)、キプロス(▲11.0%)、フランス(▲6.5%)、イタリア(▲5.6%)などが挙げられる。うちフィンランドは名目住宅価格も下落(▲3.6%)しているが、その主因は、同国の経済が2023年から2年連続でマイナス成長となり、実需の弱さが顕著なためである。

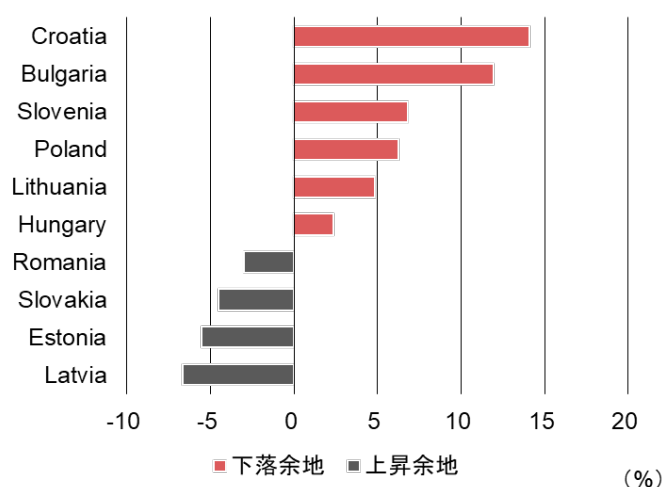
さらに、中東欧諸国のうち、ルーマニアだけ実質住宅価格がマイナスである。これは名目住宅価格がプラス(+28.9%)であるにもかかわらず、それをはるかに上回る物価上昇(+45.3%)がこの間に生じたためである。この物価上昇は、中銀によるルーマニア国立銀のハト派的な金融政策運営によって促されたものである。ゆえに、EUの住宅価格の上昇をけん引する中東欧諸国の中で、ルーマニアだけ“一人負け”となっている。

3. 調整余地が大きいのはクロアチアとブルガリア

バルト三国を含めた中東欧10カ国の住宅価格の調整の目安を考えるべく、直近2025年第1四半期時点の実質住宅価格に関して、統計が確認できた2010年第1四半期から2025年第1四半期までのトレンド線との乖離幅を求めてみた(図表5)。すると、クロアチアが+14.1%、ブルガリアが+11.9%とそれぞれ2桁のプラスであり、スロベニア以下を突き放していることが確認できた。

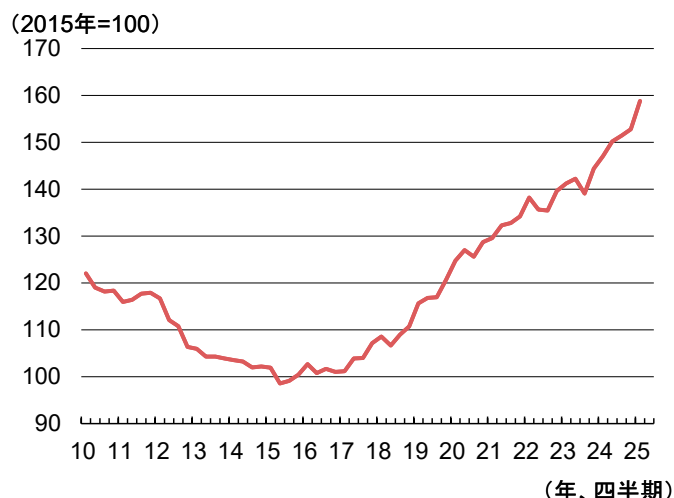
クロアチアとブルガリアの場合、足元の実質住宅価格が過去からのトレンドに比べて1割以上高いため、住宅バブルの性格が強く、相応の調整余地があると判断される。ここでクロアチアの実質住宅価格の推移を確認すると、2017年以降一本調子で上昇しているが、足元にかけては上昇がさらに加速していることが分かる(図表6)。同国は2023年1月にユーロを導入したため、それが投機マネーの流入を促した可能性が意識される。

図表5.トレンドからの乖離幅(2025年第1四半期)



(注) 2010年第1四半期から2025年第1四半期までの数値で作成したトレンド線から、2025年第1四半期の実質住宅価格の乖離幅を求めたもの。
(出所) ユーロスタット

図表6. クロアチアの実質住宅価格



(出所) ユーロスタット

またブルガリアの場合、カレンシーボード制という極めて強固な固定為替相場制度が敷かれており、ユーロと自国通貨レフ(複数形はレヴァ)の対ユーロ相場は 1 ユーロ=1.96 レヴァで固定されている。ゆえに為替変動リスクがほとんどないため、投機マネーの流入が促されたものとみられる。さらに、ブルガリアは 2026 年からユーロを導入するため、それに対する期待も住宅価格を押し上げる一因と考えられる。

中東欧諸国は基本的に人口減少社会だが、経済がインフレ体質を強めているため、住宅価格は上昇しやすい構造と判断される。またウクライナと国境を接するポーランドの場合、復興需要という特別な要因が住宅価格の上昇圧力となりえる。加えて、ECB が金融緩和を進めれば、実需が刺激されることに加えて、投機マネーが一段と流入し、中東欧諸国の住宅価格は上振れするだろう。

反面で、中東欧諸国は基本的に小国であるため、何らかの経済ショックが生じた場合、資本逃避が起こりやすく、住宅価格が急落するリスクがくすぶる点には、注意を要する。また住宅価格の急落は銀行の不良債権問題や家計のバランスシート問題を引き起こし、景気に強い下振れ圧力を与えると危惧される。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとさ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ので、当社までご連絡ください。