

# 東京三菱レビュー

東京三菱銀行

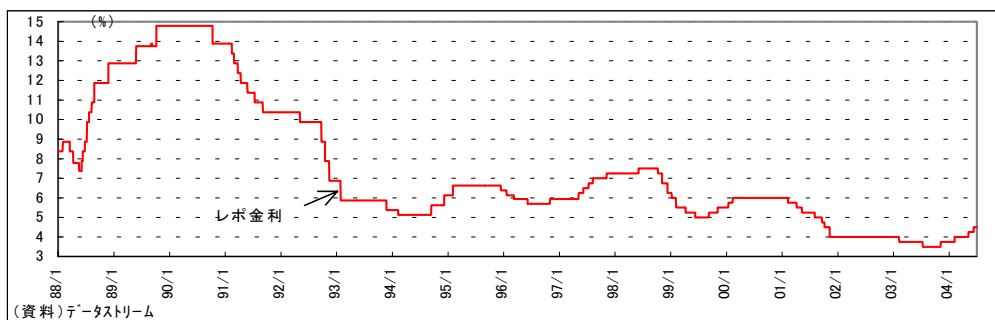
## 住宅価格高騰と家計債務に支えられた英国経済のリスク

物価に関する先進国の懸念がデフレからインフレへと移るなか、英国の金融政策は他国に先駆けて昨年 11 月から利上げ局面に入った。イングランド銀行は、トレンドを上回る成長が続き中長期的なインフレリスクが高まったことを利上げの主な理由に挙げているが、成長の最大の牽引役は個人消費であり、その背後には家計の借入拡大と住宅価格の上昇がある。金融政策の焦点もバブルの様相をみせる住宅価格の高騰をいかに抑えるかにあると言っても過言ではない。以下では、英国の住宅価格の評価やそれに絡んだ家計の債務の拡大とそのリスクについて報告する。

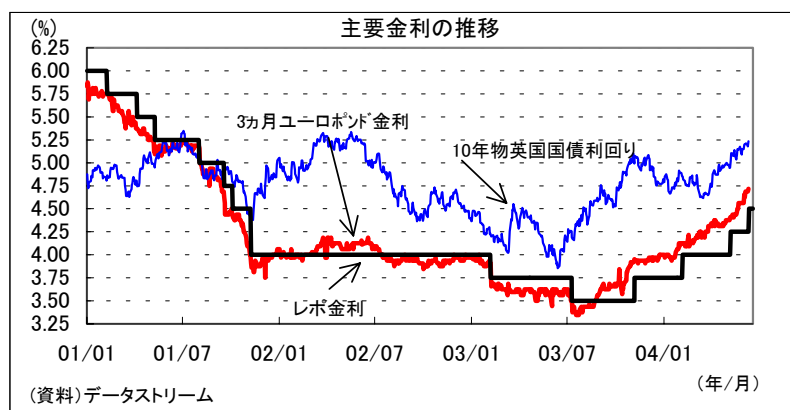
### 1. 2 ヶ月連続の利上げ

イングランド銀行(BOE)は、6 月の金融政策委員会で政策金利であるレポ金利を 0.25%引き上げ 4.5%とした。2003 年 11 月に利上げに転じて以来 4 回目、合計 1.0%の利上げとなる。市場は既に利上げを織り込んでいたため概して反応は鈍かった。しかし、利上げペースを早めた今回の決定は、賃金上昇、原油価格の上昇、世界的な景気回復などのインフレ懸念材料が徐々に強まる一方で、住宅価格高騰と家計債務拡大に依存した個人消費中心の好景気のソフトランディングを模索する BOE の苦慮が窺われる決定となった。

第 1 図：BOE 政策金利（レポ金利）の長期推移



第2図：英国主要金利の最近の推移

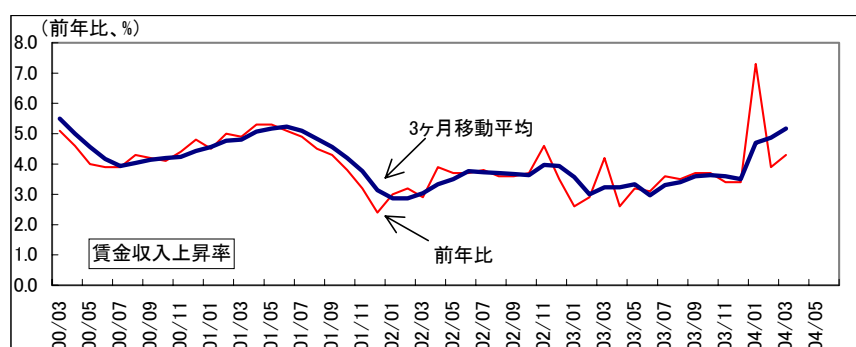


## 2. 利上げの理由

BOE のプレスリリースの中で指摘された利上げの理由は、世界経済の回復、生産活動の中長期トレンドを上回る拡大ペース、家計・政府・企業すべての部門での強い需要、住宅価格の上昇、労働市場のさらなる逼迫である。このため、消費者物価（CPI）の上昇率はターゲットの2%を下回っているが中期的なインフレ圧力は高まっており利上げを決定したと説明している。これらはほとんど2月、5月の利上げの理由付けと同様であり新味はない。

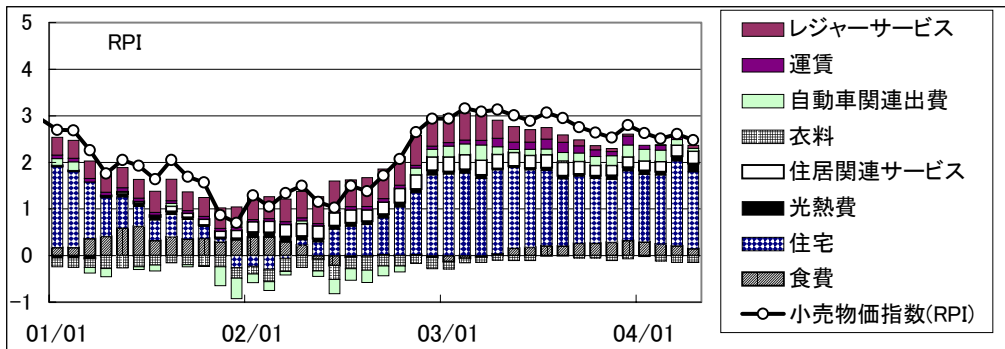
この1ヶ月間に発表された経済指標で利上げ材料といえ、5月の製造業生産が3ヶ月ぶりに前月比プラスに転じたことと3月の賃金上昇率が労働コスト上昇圧力の高まりを示すものであったことであり(第3図)、肝心のインフレ率は、内訳を見ても将来的なインフレ懸念を惹起させる要素は見当たらない(第4図)。

第3図：賃金上昇率



(資料) データストリーム

第4図：インフレ率/項目別寄与度（RPIベース）



(資料) データストリーム

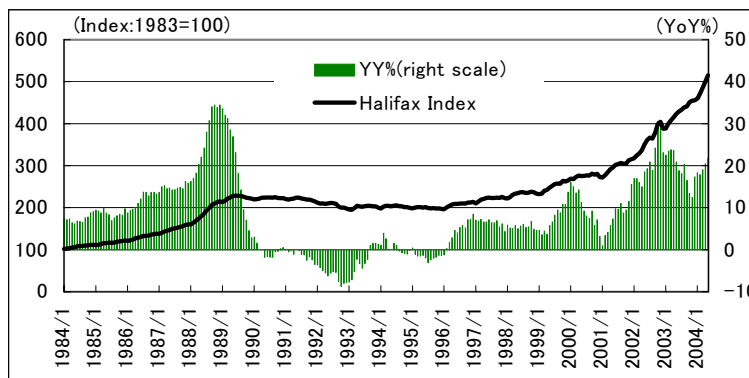
従って、BOEの今回の利上げの真の意味は、前回の5月に住宅バブル懸念から利上げしたものの、あまりにも小幅な利上げで効き目がないので間を空けずに更に25bp引き上げたというのが実態であろう。

問題は、BOEが懸念する住宅価格の高騰と家計の借入の拡大はどの程度深刻なものなのか、そして、金利がどれくらい引き上げられれば住宅価格の上昇が止まるのかということである。

### 3. 住宅価格の上昇

英国の住宅価格は、2000年に入って上昇圧力を強め、同国の代表的な住宅価格指数であるHalifax指数は、2004年5月現在、全国平均ベースで10年前の2.5倍に達し、依然として前年比20%前後で上昇し続けている（第5図）。

第5図：住宅価格の推移（指数表示）

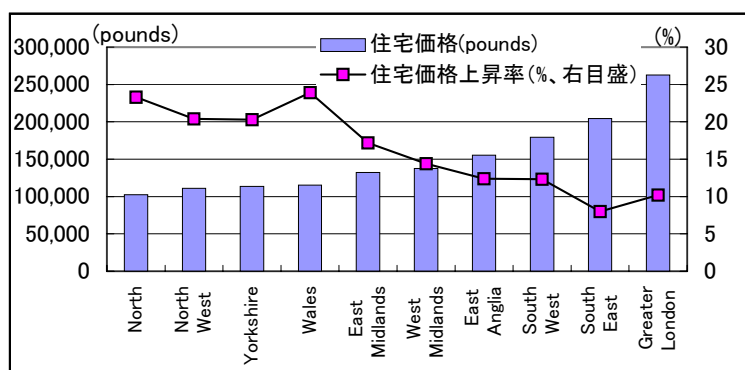


(資料) データストリーム

また地域的な動向を見ると、ロンドン近郊が価格は最も高く、そこから離れ

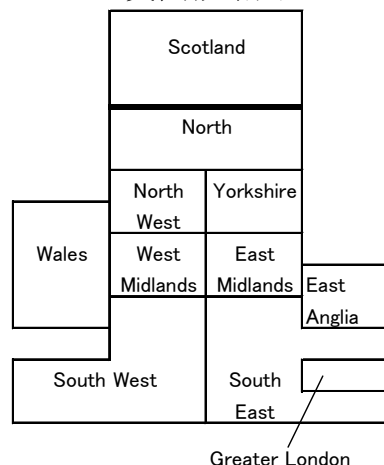
るに従って安くなるが、価格上昇率は、逆にロンドン近郊が低く、そこから離れるに従って高くなる（第6図）。またこの上昇率は人口動態とほぼ無関係であることから、投機的な目的で価格上昇が周辺地域に広がっている可能性が高い（第7図）。

第6図：地域別の住宅価格と住宅価格上昇率

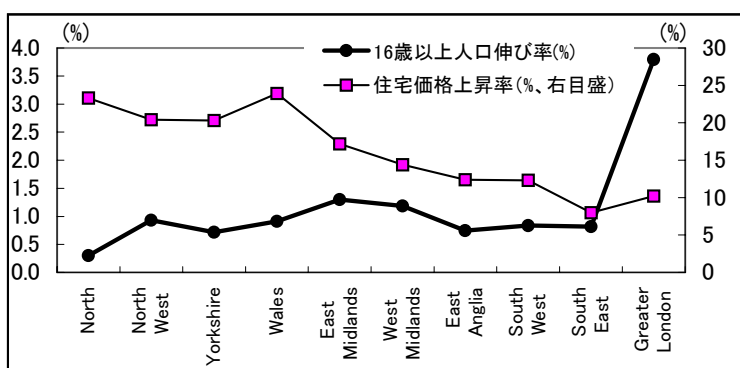


数字は2004年5月時点の市場価格

英国概略図



第7図：地域別の住宅価格上昇率と人口増加率



人口伸び率は2004年2月の前年同期比

(資料) BBC、英国政府統計局

英国の住宅価格の金額は、BBCの集計によれば、2004年5月現在、ロンドン地区の一戸建てとフラットを合わせた平均像が262,685ポンド(約5000万円)、一戸建てが514,456ポンド(約1億円)である。(ちなみに英国の不動産はほとんど中古住宅である。大戦間の1930年代に大きな建築ブームがあり、その時代に建てられた物件が多い。)

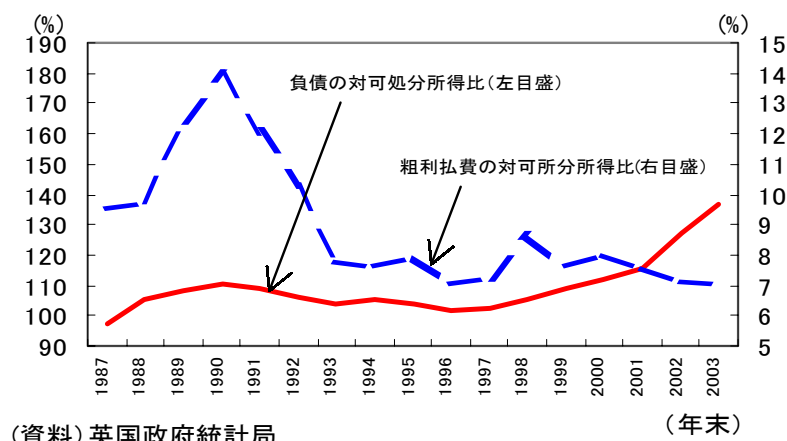
所得との比較で見ると、住宅価格の割高感が強まっていることがわかる。BBCの調査によれば、2004年4月時点での住宅一次取得者の平均購入価格が194,561

ポンドであり年収の **6.84** 倍に相当する。英国では、伝統的に住宅ローンは年収の **3.5** 倍というのが無理のない借入範囲とされており、一次取得者にとって現在の住宅価格は、よほど自己資金を用意しない限り手の届かないものになっている。結果として若年層が一次取得市場から締め出されており、**Halifax Group** の調査によれば、一次取得者に占める **25** 歳以下の割合は、**1983** 年には **30%** であったのに対し、**2003** 年は **16%** と半減している。

#### 4. 家計の借入の拡大

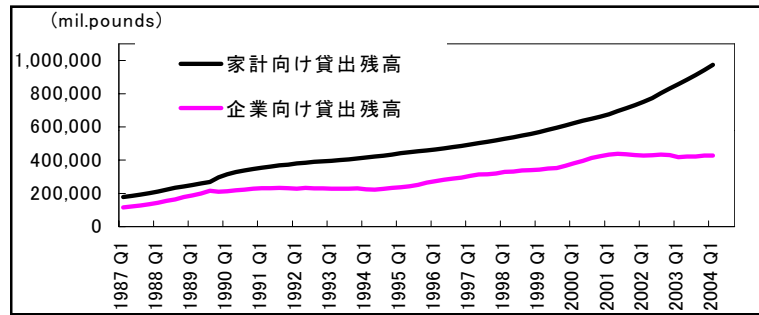
所得比で割高になっている住宅の購入を可能にしているのは金融機関からの借入である。一次所得者は市場から締め出されているが、既存の住宅保有者にとっては、既存物件を担保とした賃貸用の **2** 軒目の購入などの更なる投資機会が広がっている。また担保価値が上がった分が消費者ローンの拡大にもつながっており、結果として家計全体の債務残高は、金額はもとより所得比でも拡大している（第8図）。

第8図：家計の対所得債務比率と対所得元利払比率



金融機関が戦略的に家計部門への貸出を強化していることもこうした現象を助長している。英国の金融機関のホームページを開いてみると、“**Unlock the value of your home** (あなたの持ち家の評価額の上昇を眠らせないで有効活用しましょう)” としきりに住宅の保有者向けに個人ローンを勧誘している。また窓口の預金担当者でも潜在的なローンの顧客には積極的に勧誘するなど、銀行の戦略が組織全体に浸透している様子が窺える。

第9図：英国の銀行貸出（含む Building Societies）



(資料)英国政府統計局

こうした借入増加の家計への負担は、足許こそまだ顕在化していないが、将来大きな負担として長く家計に残る可能性が高い。

楽観論者は、足許の対所得元利払比率の低さを挙げて現状の家計の債務はそれほど深刻ではないと反論する（第8図）。これは低金利によってもたらされているもので、確かに、前回の住宅バブル期の1989-1990年時と比べると、政策金利で14%台と4%台で10%ポイントの開きがあり、現在の金利負担は比較にならないほど軽い。家計も、これを債務期間全体で見た負担の軽さと受け止め、安易に借入を拡大し、結果として対所得債務比率が前回のピークの110%を超えて137%にまで上昇している。

しかし、今後、金利が上昇した時に変動金利部分の負担は増加していく。また仮に金利が上昇しなくても問題は残る。低金利時代というのは所得の伸び率も低いため、高金利・高インフレ時代なら可能であった元本の目減りがそれほど期待できない。このため債務負担が軽減していくペースが遅くなるのである。

他の条件を同じにして、インフレ率、賃金上昇率、金利にそれぞれ7%格差をつけた低インフレ時代と高インフレ時代の債務返済のシミュレーションをすると、当初の債務負担は高インフレ時代の方が大きいですが、完済までの期間が低インフレ時代は高インフレ時代の1.75倍もかかる(文末注参照)。債務を抱えるということは、それだけフロー所得の環境が悪化した時の景気の下ぶれ幅を大きくするものであり、足許の対所得元利払比率の低さは、それゆえに債務残高が前回のバブル期以上に膨らんでいることを考えれば、英国経済にとってはリスクを高める要因といえる。

## 5. 金利がどれくらい上がると住宅投資熱が冷めるか

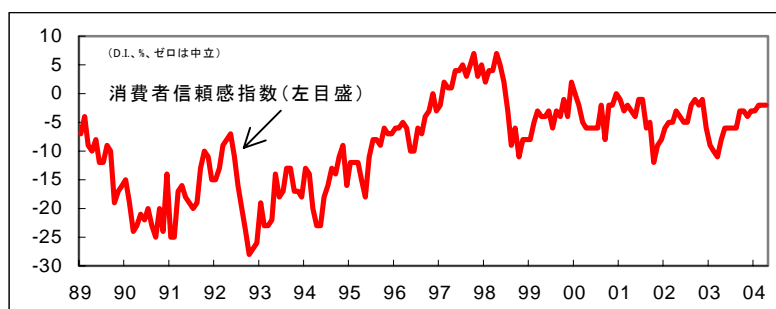
こうした家計のバランスシートリスクを認識しているからこそ、BOEも利上げを続けているのだが、どの程度まで金利を上げれば住宅投資の熱は冷めるのかという目処は、住宅投資の収益率如何となる。

英国の家賃収入を住宅購入コストで割った収益率は、住宅価格の上昇によっ

て下降トレンドにあり、ある不動産調査機関によれば 4 月現在の全国平均収益率が 7.27%である。ロンドンでは既に 6.9%まで下がり、それを取り巻くイングランド南東部でも 6.64%まで下がっている。政策金利とモーゲージ金利はだいたい 2%ポイントの差があるので、あと 0.5%の利上げで政策金利が 5.0%になれば、モーゲージ金利は 7%台になり、首都圏での住宅投資は逆ざやとなって住宅市場の需給が緩むきっかけとなる可能性が高い。

景気全体への影響も軽くはないであろう。欧州では 80 年代後半に英国と北欧で住宅価格の下落が家計への信用収縮やセンチメント悪化を通じて個人消費の大幅な落ち込みにつながり経済全体もマイナス成長に陥った。今回は、米国経済が好調でユーロ圏もプラス成長を維持しているという外部環境のよさはある。しかし、同じメカニズムにより、景気全体がある程度の減速に陥ることは避けられないものと思われる。

第 10 図：英国の消費者信頼感指数



(資料) データストリーム

**(注) 低インフレ時代と高インフレ時代の債務返済**

以下のような2つの異なる環境下での住宅ローンを想定して、返済までの家計への負担を試算した。

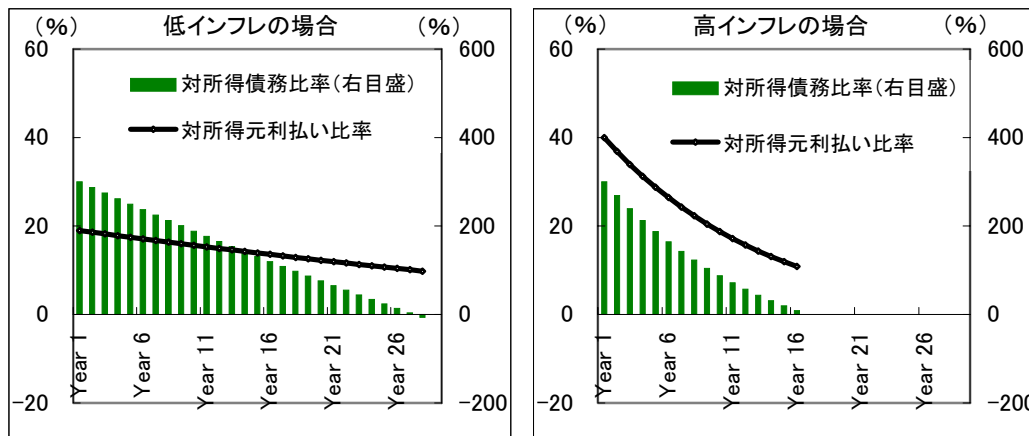
想定1 (低インフレ時代)	想定2 (高インフレ時代)
当初所得：40,000 ポンド	当初所得：40,000 ポンド
借入金額：120,000 ポンド	借入金額：120,000 ポンド
実質金利：2%	実質金利：2%
元本返済額：毎年所得の10%	元本返済額：毎年所得の10%
名目金利：実質金利+インフレ率	名目金利：実質金利+インフレ率
賃金上昇率：インフレ率と同様	賃金上昇率：インフレ率と同様
インフレ率：1%	インフレ率：8%

低インフレの場合、ローン開始時は低金利の効果で対所得元利払比率が20%と低く出るため負担が一見軽く見える。しかし所得の伸び率も低いため元本の返済が終わるまで28年かかる。

一方、高インフレの場合は、ローン開始時は高金利のため対所得元利払比率が40%と高く出るためローン負担の重さが認識される。当初の負担は重い、毎年所得が高率で伸びるため元本の実質目減り率も大きくなり、結果として元本返済が終わるのは16年で済む。

もちろん、実際には高インフレ時代は所得の伸びの期待も高いため、当初の負担の重さがブレーキにならないこともあるが、少なくとも低インフレ・低金利時代の金融負担は軽いという論理は誤りである。

第11図：家計の債務返済のシミュレーション



(H16.6.10 佐久間 浩司)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませ、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。