



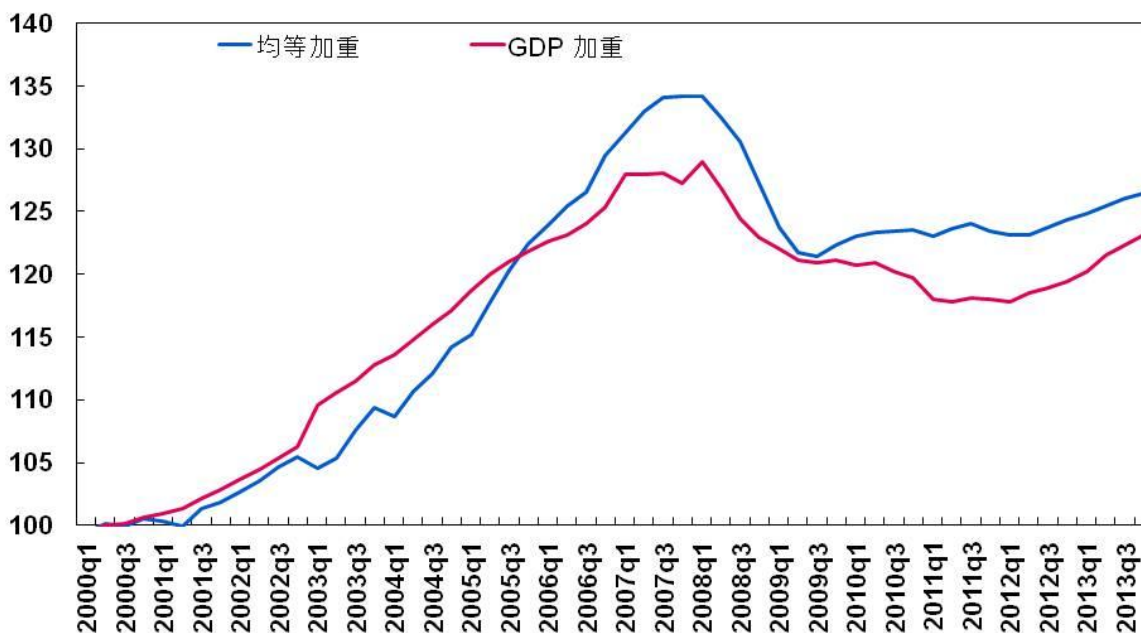
## 住宅価格ブームを平穩に見過ごす時代は終わった

朱民

2014年6月11日

住宅価格が徐々に上がっています。しかし、これは喝采すべきことでしょうか。それとも、我々は、同じ映画を再度見ているのでしょうか。住宅価格が、10年にわたるブームの後、2006年に下がり始めた様子を思い出してください。最初は米国で、のちに他の地域で、そして2008年から2009年の世界金融危機に寄与したことを。実際、IMFの調査の示すところによると、住宅価格の過熱とその後の急後退のパターンは、近年における50のシステミックな銀行危機のうち、3分の2以上で先行して起きたとされています。

図1  
世界住宅価格指標—再び上昇傾向



出所: 経済協力開発機構 (OECD)、Global Property Guide、Haver、IMFスタッフ算出。

住宅市場の回復 (図 1) は、無論、喜ばしい展開ですが、持続不可能なブームの再来には気を付ける必要があります。住宅は、どの国の経済にとっても欠かすことのできない

部門であるとともに、システムに影響を及ぼします。このため、IMFは、個々の国としてだけでなく、クロスカントリーな視点からも重視しています。

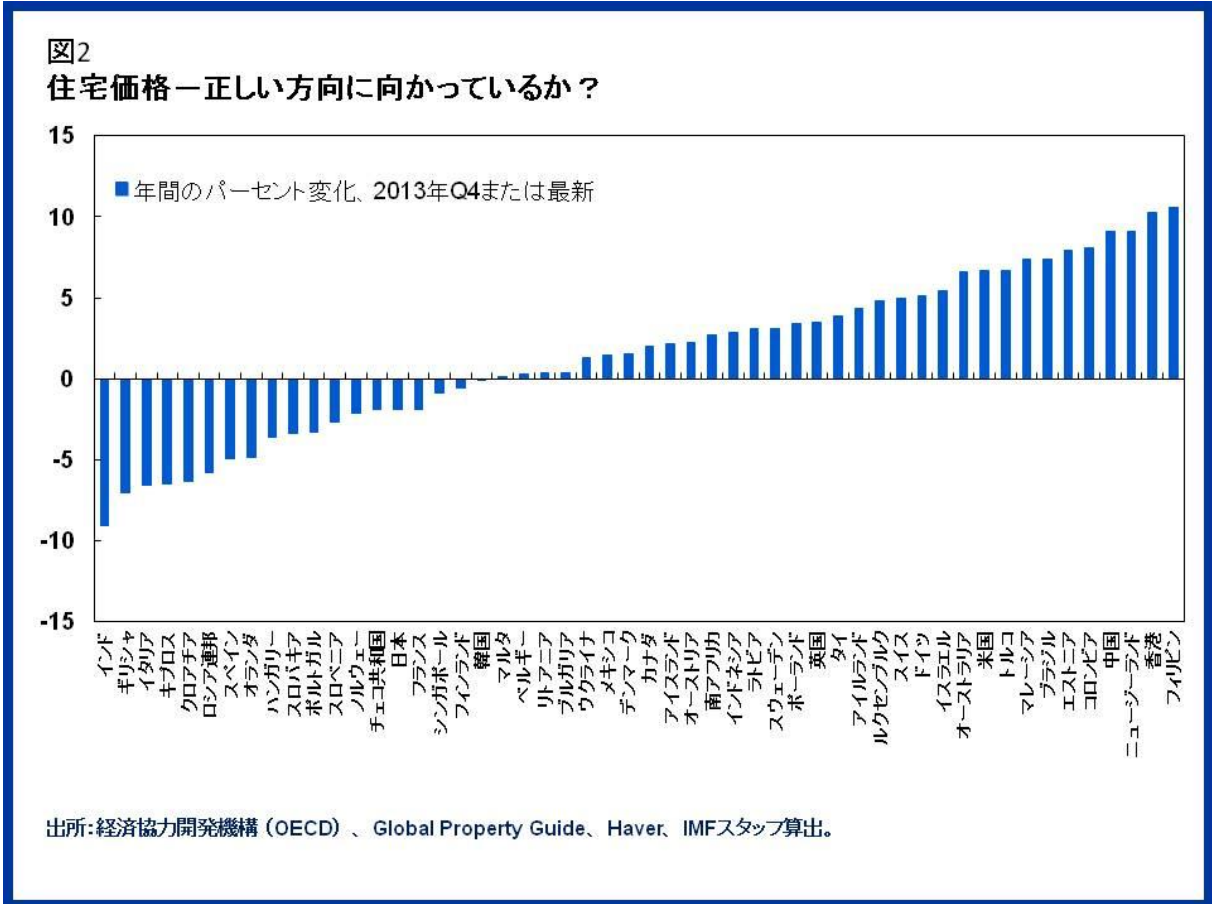
しかし、この作業は、いくつかの理由により困難です。第一に、いつ住宅価格が経済のファンダメンタルズから乖離しているかについて分析するのは、科学であると共に主観的な評価の結果です。第二に、住宅市場のサイクルを管理する政策ツールキットは、まだ未完成です。

IMFは、住宅市場をめぐる国境をまたぐ情報や分析、政策対応の有効性に関する議論を共有するため、Global House Price Watch（世界住宅価格ウォッチ）という[ウェブページ](#)を立ち上げました。これは、我々の住宅に関する指標のデータを総合的に提供するワンストップ・ショップです。情報は、7月に公表される四半期毎の更新も含め、定期的に更新されます。

またIMFは、昨年11月にダラス連邦準備銀行と共催で[会議](#)を開催、住宅部門の専門家が一堂に会しました。そして、[第二回目の会議](#)は、私が[スピーチ](#)をしたのですが、先週、ドイツ連邦銀行の主催で行われました。

### **公正な価格の決定**

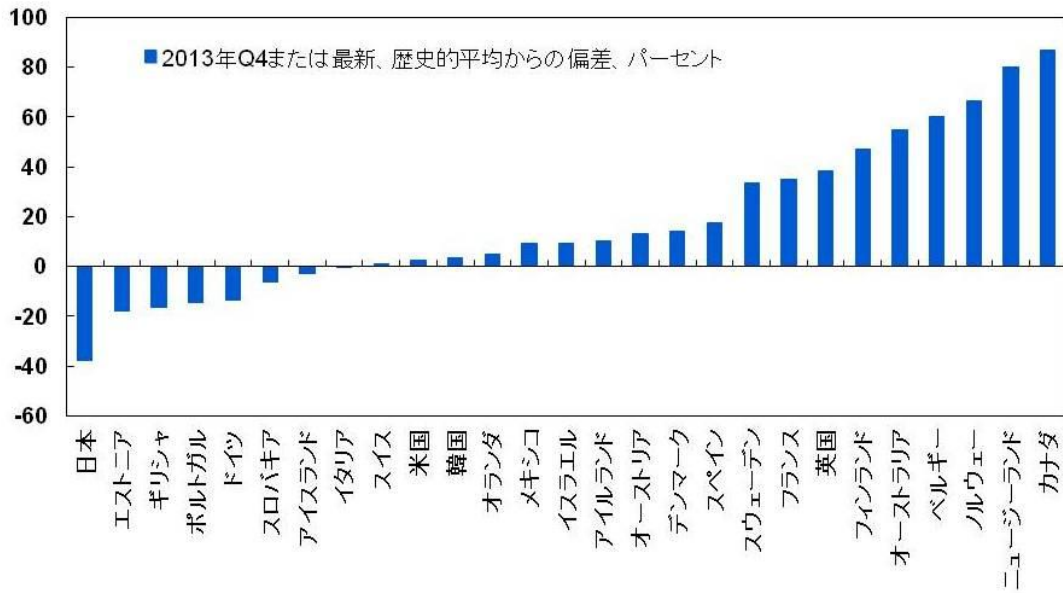
IMFの世界住宅価格指数によると、去年は52カ国のうち33カ国で住宅価格の上昇が見られました（図2）。これらの変化により、住宅価格は経済のファンダメンタルズに近づいているのでしょうか、それとも離れているのでしょうか。



理論では、住宅価格、賃料、収入は、長期的には連携して変化するべきだと力説されています。もし住宅価格と賃料が大きく乖離すると、人々は購入か賃貸かの選択を変更し、結果的に両者の整合性が保たれます。同様に、長期的に、住宅価格が、人々の購買力、つまり収入から大きく乖離することは不可能です。このため、住宅価格が経済のファンダメンタルズから乖離していないかという初期のチェックとして、賃料と収入に対する住宅価格の比率がよく使われます。

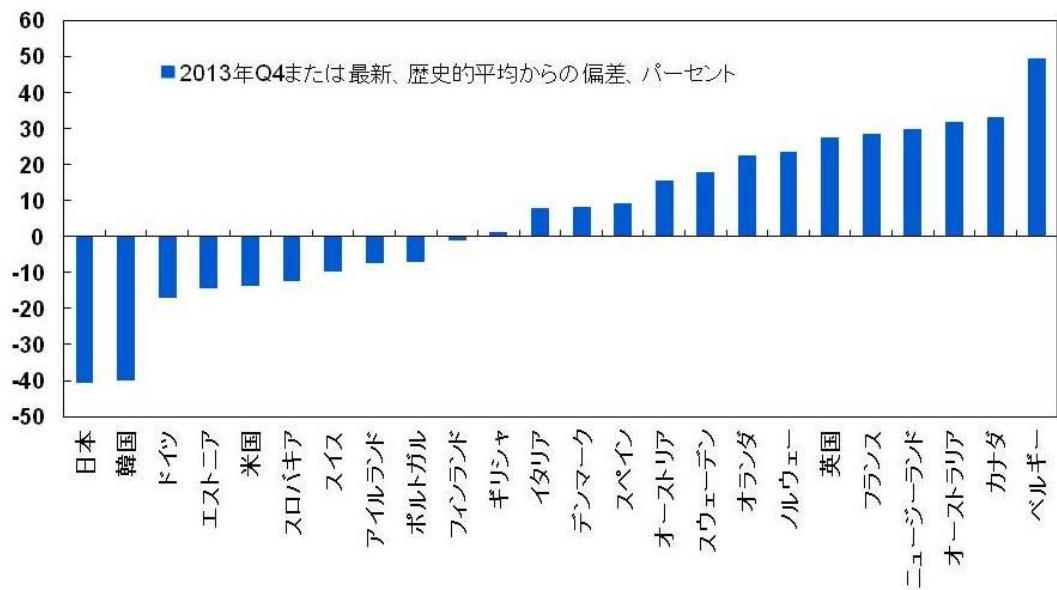
証拠は、何を示しているのでしょうか。経済協力開発機構 (OECD) の加盟国に関しては、十分に長い期間の住宅価格、賃料、収入の時系列データが揃っていますが、大部分の国では、これらの比率が歴史的平均を優に上回ったままです。これは、たとえばオーストラリア、ベルギー、カナダ、ノルウェー、スウェーデンに当てはまります (図3aと図3b)。

図3a  
さらに低下の余地か？住宅価格の対賃料比率  
(歴史的平均と比較)



出所：経済協力開発機構（OECD）、IMFフタッフ算出。

図3b  
手頃であるか？住宅価格の対収入比率  
(歴史的平均と比較)



出所：経済協力開発機構（OECD）、IMFフタッフ算出。

## 過大評価の検知は科学というよりも主観的評価

しかしながら、住宅価格の対賃料比率や対収入比率の証拠は、住宅市場の評価に関し、広範な兆候しか示しません。住宅市場の評価の判断には、与信の伸びや世帯の負債額、貸し手の特性、資金調達の方法など補完的な情報も必要です。

加盟国の経済状況に関する定期的なレポートである、いわゆる 4 条協議報告書の一部として、IMF のカントリーチームはしばしば住宅市場についての評価を行っており、また住宅市場に関する個別国特有ないくつかの点とともに、与信の伸びに一層注意を払っています。こういったさらに詳細な調査は、場合によっては、住宅価格の対収入比率や対賃料比率で示唆されたよりも、かなり控えめな過大評価である可能性を示しています。この例がベルギーで、同国に関して IMF は、高い評価比率にも関わらず、不動産価格の急激な調整が起こるリスクは抑制されているようであると結論づけました。住宅市場のサイクルに関するこれらの個別国特有な点は、政策対応が「多目的用途に適した、万能なもの」ではあり得ないことを示しています。

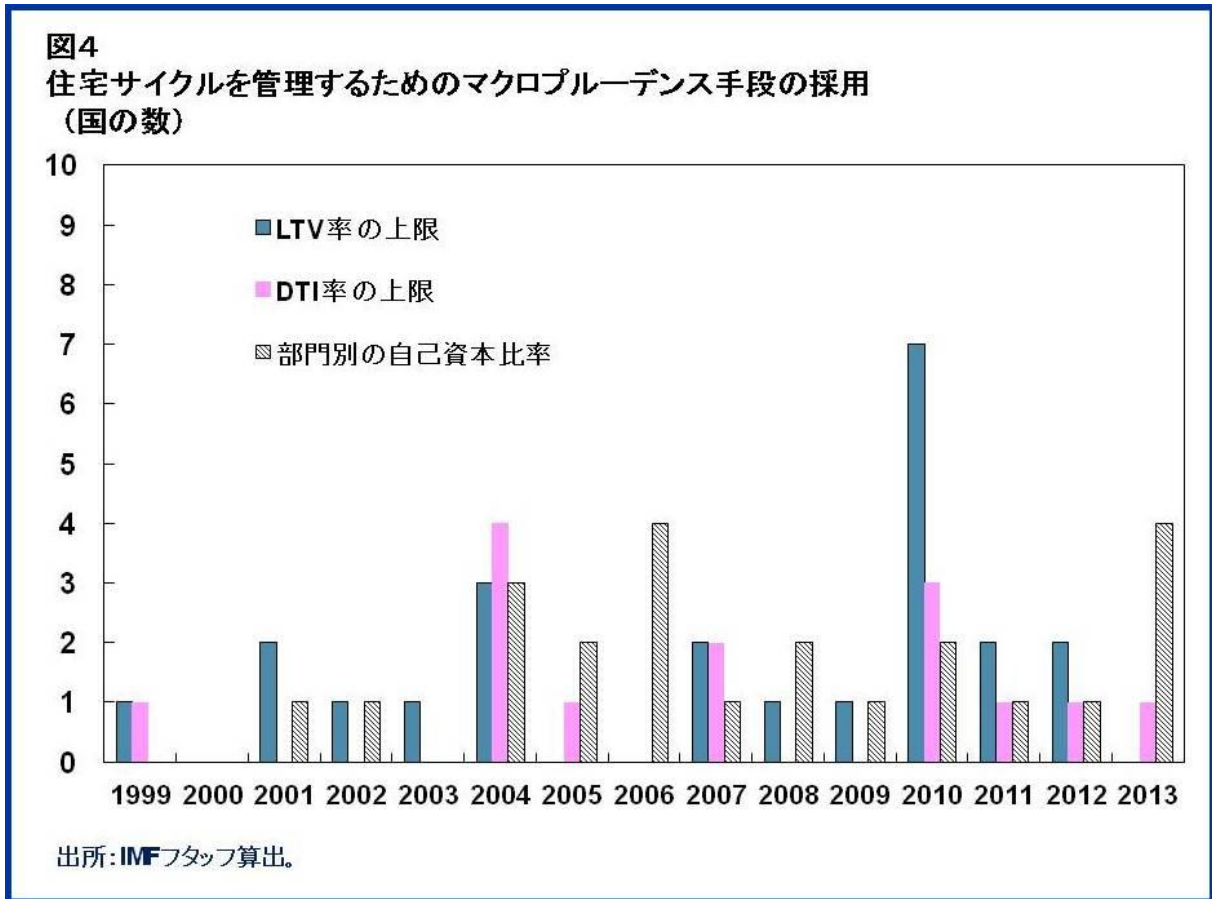
## 政策ツールキットの構築

住宅部門の規制は、複雑な政策を必要とします。著名な経済学者アビナッシュ・ディキシットは、頭字語である MiP、MaP、MoP はそれぞれ、マイクロプルーデンス政策、マクロプルーデンス政策、金融政策を意味することを提案しました。

マイクロプルーデンス政策は、個々の金融機関の耐性を確保することを目的としています。マイクロプルーデンス政策は、健全な金融システムに必要ですが、これだけでは十分ではないかもしれません。時には、個々の金融機関レベルでは適切な行動が、システム全体を不安定化させる可能性があります。

したがって、システム全体としての耐性向上を目的としたマクロプルーデンス政策も必要になります。住宅ブームを抑制するために使用された主要なマクロプルーデンスの手段は、LTV 率（ローン資産価格比）や返済負担率（DTI）に対する上限設定と部門別の自己資本規制です（図 4）。香港特別行政区では 1990 年代以降、LTV 率と DTI 率に上限を

設け、韓国では 2000 年代以降に、そして、世界金融危機のさなかとそれ以後は、20 を超える先進国・地域と新興国・地域がこの例に倣いました。



他のマクロプルーデンスの手段としては、不動産などの特定の部門の融資に、より厳しい自己資本規制を課すことです。これにより、銀行はこれらの融資に対しより多くの資本を保持せざるを得なくなり、その分野へのエクスポージャーの増大を抑制します。多くの先進国・地域（アイルランド、ノルウェー、スペイン）や新興国・地域（エストニア、ペルー、タイ）では、LTV比率が高い住宅ローンについて自己資本のリスクウェイトが高く設定されました。

今のところ、マクロプルーデンス政策は、住宅市場を冷却するのに、短期的な効果があることを証拠が示唆しているものの、マクロプルーデンス政策を磨きあげる作業が未完了であることは明らかです。



最後は、金融政策についてですが、これは中央銀行が住宅部門を冷却したい場合の金利引き上げを含みます。金融政策は、多くの場合、マクロプルーデンス政策を支える重要な手段になりえますが、プルーデンス政策と金融政策の間の責任の適正な割り当てについては、依然議論の余地があります。しかし、はっきりしているのは、金融政策は金融の安定性、そしてこれゆえに住宅市場に以前にも増して関与する必要があるということです。

住宅ブームを抑制する手段は、依然開発中です。その効率性に関する証拠は、蓄積され始めたばかりです。様々な政策手段の相互作用は複雑かもしれません。しかし、これらは、何もしないことの言い訳であってはなりません。複数の手段を連動して使用することにより、個々の政策手段の短所を克服できるかもしれません。我々は、政策の選択に関して、「平穏に見過ごす」から、「上記のすべて」というアプローチに移行する必要があります。

\*\*\*\*\*



朱民  
IMF 副専務理事

朱民氏は、2011年7月26日に副専務理事に就任した。それ以前の2010年5月3日から2011年7月25日まで、IMF専務理事の特別顧問を務めた。

朱民氏は、中国出身で、中国人民銀行副総裁として、国際問題、政策研究、信用に関する情報を担当。中国中央銀行以前は、中国銀行グループエグゼクティブ・バイス・プレジデントとして、融資、財務、リスク管理、内部統制、法律及びコンプライアンス、戦略及び研究といった、様々な分野で指揮を執る。世界銀行に勤め、ジョンズ・ホプキンス大学及び復旦大学で経済学の講義を行った経験を有する。

朱民氏は、ジョンズ・ホプキンス大学で経済学の博士号及び修士号を、プリンストン大学のウッドロー・ウィルソン国内・国際問題大学院で行政学修士を、そして復旦大学で学士号を取得。