

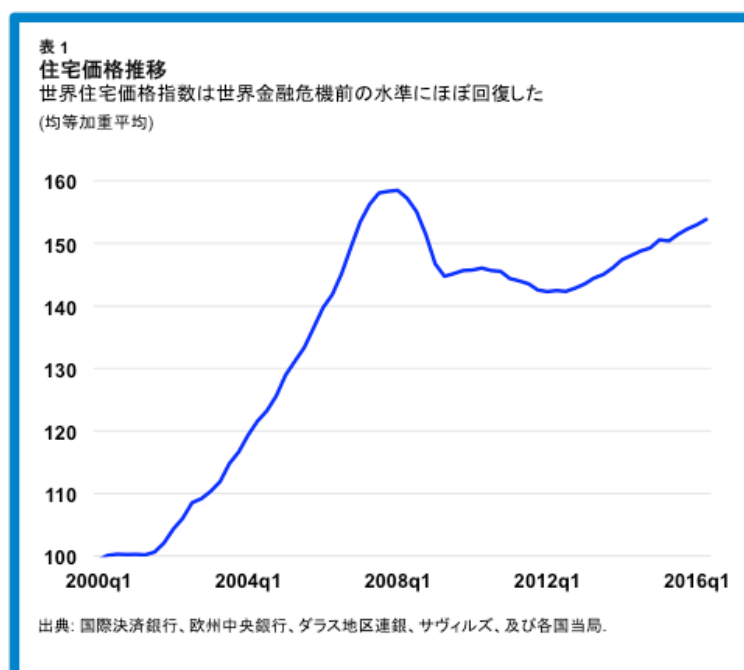


世界の住宅価格: 再び懸念すべき時か

[ヒテス・アイール](#)、[プラカシュ・ラウンガニ](#)

2016年12月8日

2007年から2008年にかけて、複数の国々で住宅価格が暴落、世界金融危機の始まりを告げました。国際通貨基金（IMF）の世界57カ国の実質住宅価格の単純な平均値を示す[世界住宅価格指数](#)は現在、危機の前の水準にほぼ回復しました（表1）。住宅価格の世界的下落について、[再び懸念すべき](#)時を迎えたのでしょうか。



カルメン・ラインハートとケネス・ロゴフによる金融危機の古典的研究は、「[今回は違う](#)」と考え、そう主張する過ちを教えてください。とはいえ、現在の局面を[警戒すべき時](#)ではあるもののパニックになることはないと考えらるべき幾つかの理由があります。

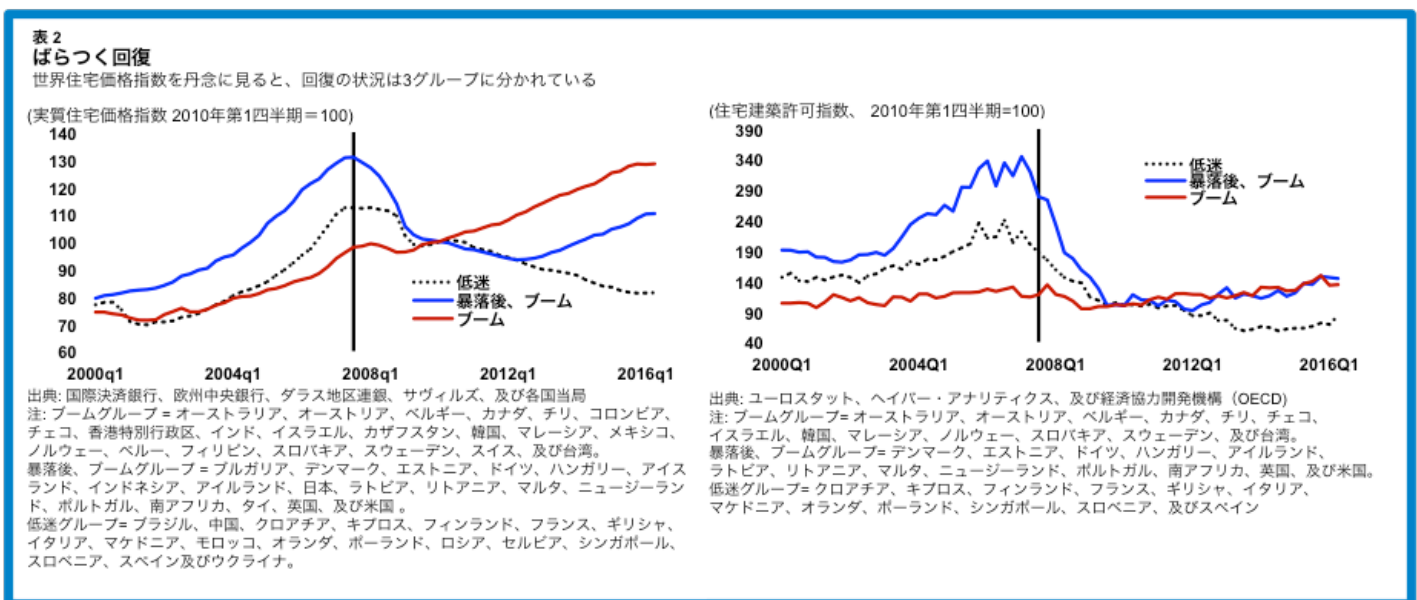
- 第一に、2000年代のブーム時と異なり、今回の住宅価格の上昇は各国で同時に起きていません。そして各国の国内でみると、価格上昇は概ね1つか、2、3の都市に限定されています。そして多くの場合、価格上昇は与信の旺盛な伸びが原因ではありません。特に都市レベルで見られますが、一部の住宅価格の上昇は、供給が制約されていることに起因しています。
- 第二に、各国は住宅価格上昇を抑制するのに、マクロprudential政策をより活用するようになりました。IMFの朱民・前副専務理事は「[住宅価格ブームを見て見ぬふりする時代は終わった](#)」と指摘しました。

同時性の欠如

この IMF の世界指数を綿密にみますと、各国を 3 グループに分類できます（表 2、左図）。

- 第一グループ—**低迷**—は 18 カ国・地域からなり、世界金融危機時に住宅価格が実質的に下落し、現在も下落基調にある集団です。
- 第二グループ—**暴落後、ブーム**—も 18 カ国・地域からなり、2007 年から 2012 年にかけて住宅価格が急激に下落した後、2013 年から上昇し始めた国々です。
- 第三グループ—**ブーム**—は 21 カ国・地域で構成、2007 年から 2012 年の住宅価格の下落はごく限定的で、その後急速に回復した国です。

各国間で違いがあるだけでなく、各国の国内で地域によりばらつきがあります。中国が好例です。同国の住宅価格は全体としては着実な上昇基調となっていますが、これは各都市間で非常に大きな差異があることを隠してしまっています。ペンシルバニア大学の専門家ジョー・ギョルコ氏は、北京が「住宅市場の歴史の中で最も大きい部類の価格上昇を経験した」と述べています。同氏は共同研究執筆者と共に、中国での政府から民間不動産開発業者への土地売却を基にして、35の大都市での住宅用土地価格の指数を作成しました。このデータによると、過去10年に北京ではこの価格がインフレ調整後で年率約25%も上昇したのに対し、西安では10%に満たない上昇でした。このパターンの価格上昇が今後も継続するかどうかは、需給バランスにかかっていますが、このバランスも各都市間で異なっています。他のいくつかの例を挙げますと、アムステルダム、オスロ、ウィーンで、それぞれの国の国内平均を大きく上回る上昇となっています。

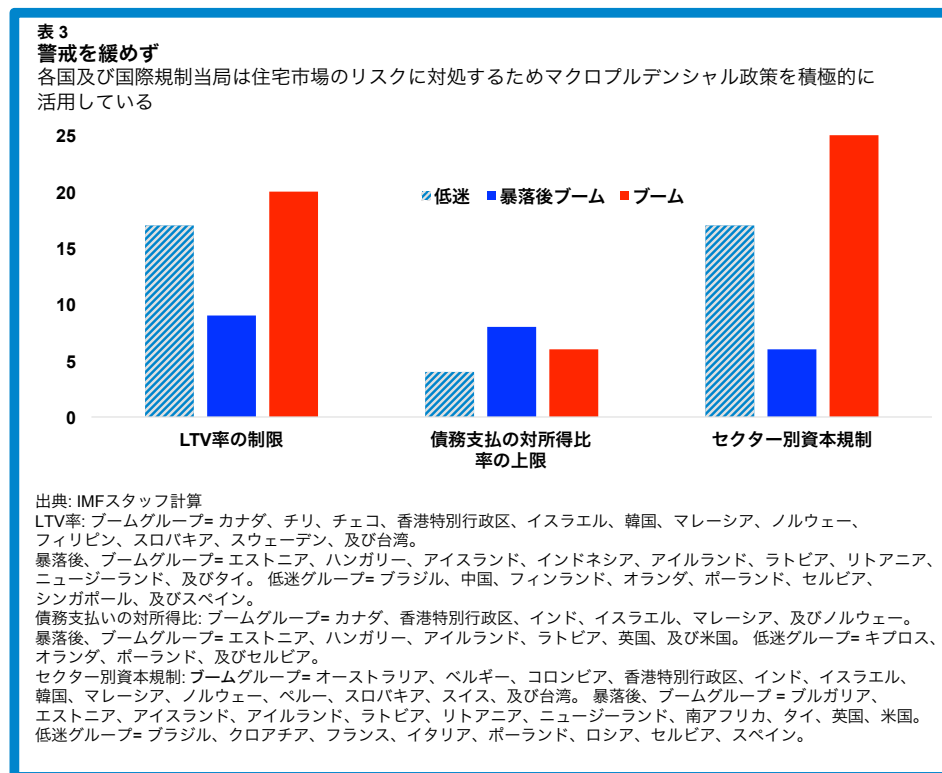


供給上の制約

過去の住宅価格のブームの多くは、過剰な与信の伸びにけん引されました。しかし今回の上昇の一因は、住宅供給の制約が大きく作用しているようです。「ブーム」及び「暴落後、ブーム」の国々では、住宅建設認可の数の伸びはわずかです（表 2、右図）。供給上の制約の影響が多く都市で明確となっています。コペンハーゲンとストックホルムでは、住宅ストックの増加が人口増加に追いついておらず、両市で観察される価格上昇の一因となっています。また、[オーストラリア](#)や[カナダ](#)、さらに[フランス](#)、[ドイツ](#)、[オランダ](#)、[ノルウェー](#)そして[英国](#)など多くの欧州諸国の一部の都市での近年の供給上の制約の役割を IMF は指摘しています。

警戒強化

危機以前とのもう一つの違いは、各国及び国際的な規制当局が住宅価格の上昇の監視に一層注意を払っていることと、上昇抑制のためにマクロプルデンシャル政策を使っていることです。同政策は危機以降、特に「低迷」グループと「ブーム」グループの国々で大変幅広く活用されています（表 3）。



IMF は、オーストラリア、カナダ、複数の欧州諸国を含む多くの国で、供給強化策と共にマクロプルデンシャル政策の活用を促してきています。なぜなら、住宅価格の上昇が、供給の制約が原因だったとしても、それが家計の債務に及ぼす影響が金融安定性に対する悪影響をきたす可能性があるからです。

つい先週には欧州システミックリスク委員会（ESRB）が、加盟の 8 カ国について「住宅部門での中期的な脆弱性についての各国別の警告を発表」しました。それらの国は、オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、ルクセンブルク、オランダ、スウェーデン、及び英国です。これは、過去の災難が再び繰り返されることを防ぐのに必要な警戒の好例と言えます。



ヒテス・アイール は IMF 調査局の上席リサーチ担当官。専門は住宅市場と予想分析。IMF 以前は、米州開発銀行で南米の南部諸国経済の分析を補佐した。ジョンズ・ホプキンス大学で経済学の大学院過程を履修。



プラカシュ・ラウンガニ は IMF 調査局の開発マクロ経済部門の責任者で、2011 年から 2015 年まで IMF の雇用・成長ワーキンググループの共同議長を務めた。バンダービルト大学のオーエン・スクールで 2001 年から経営学の非常勤教授を務め、エグゼクティブ MBA プログラムで教鞭をとる。OCP ポリシーセンターの上席フェローも兼務。