

# 住宅市場、金融の安定性と経済

ドイツ連邦銀行/ドイツ研究振興協会/国際通貨基金会議

開会の辞

2014年6月5日

朱民

国際通貨基金 副専務理事

(演説用)

1. 本日我々国際通貨基金（IMF）とともにこの会議を開催して下さった、ドイツ連邦銀行及びドイツ研究振興協会に御礼申し上げます。
2. 本日の私のお話のポイントを3点、まずご紹介したいと思います。
  - ▶ 第一に、住宅部門は経済において重要な位置を占めますが、同時に脆弱性と危機の発生源でもありました。ですから、世界の住宅市場の最近の回復は歓迎すべき展開である一方、持続不可能なブームの再発を防ぐ必要があります。
  - ▶ 第二に、住宅市場における過大評価の特定は、依然として客観的な分析ではなく主観的な評価であり、住宅価格賃貸率といった一般的な方法が、大まかな判断材料となります。しかし、過大評価を判断するには、詳細な分析と判断が必要となります。
  - ▶ 第三に、住宅の過熱を管理する政策手段は依然開発過程にあります。これまでに様々な手段が講じられ、短期的な成功を示す証拠もあります。しかし、何が機能し何が機能しなかったのか。これに関する更なる分析と経験の共有が不可欠です。本日のような会議は、知識の構築に貢献するでしょう。

## 住宅部門の役割

3. それでは、以上3点について詳しくお話いたします。まずは、住宅部門の役割からはじめたいと思います。衣・食・住—これは、伝統的に人間の基礎生活に必要なだと考えられてきました。住宅部門は人間の欠くことのできないニーズを満たしています。また言うまでもなく、住宅は投資の重要な対象でもあります。そして多くの国で資産の最大部分を占めるのが住宅です。たとえば、米国では、不動産が民間非金融部門が保有する総資産の約3分の1を占めています。家計の大半は、財産を金融資産ではなく住宅として保有する傾向にあります。フランスでは、債券を保有している家計は4分の1未満ですが、家計の約60%が住宅を保有しています。
4. 住宅はその他の役割も果たします。例えば、モーゲージ市場は金融政策の伝播において重要です。十分な住宅は、経済の労働移動を促し、経済の負のショックへの対応を助けます。詰まるところ、経済全体の健全性には適切に機能する住宅部門は不可欠なのです。そして、経済の変化に合わせ、住宅市場が深化し成長すると期待されています。
5. 一方で、このように重要にもかかわらず、マクロ経済学者の住宅への注目は十分ではありません。エド・リーマー氏がかつて指摘したように、マクロ経済学の主要な教科書で住宅部門に全く触れないということがたびたびありました。言うまでもなく、こういった状況はグレートリセッション（大規模景気後退局面）を契機に変わりました。米国の不動産バブルの崩壊に続き、世界恐慌以来最も深刻な世界的な景気後退局面に突入、我々に住宅部門の崩壊は巻き添え被害を及ぼしかねないという事実を思い出させたのでした。
6. 実際、歴史を通し、住宅のブームと破裂は、往々にして金融の安定性と実体経済双方に害を及ぼしてきました。銀行の経営悪化の主だったエピソードの多くは、不動産価格のブームと破裂のサイクルと関連しています。IMFの研究により、

ここ数十年に発生した約50ほどのシステミックな銀行危機のうち、3分の2以上がそれ以前に住宅価格のブームと破裂というパターンを経験していたことがわかっています。住宅危機の解決には極めて高いコストが伴う可能性があります。例えば、アイルランドを見ると、住宅部門の崩壊による銀行に対する政府の救済措置は、同国のGDPの40%規模に上りました。住宅サイクルと対照的に、株価のブームと破裂のサイクルは、システミックな銀行危機を引き起こす可能性は低いようです。

7. 住宅部門の破裂が金融の安定性に大きな影響を及ぼさなくとも、実体経済に影響を及ぼすことがあります。経済協力開発機構（OECD）諸国では、住宅価格の崩壊という流れのなかで景気後退が起こる可能性が高いことを示すリサーチがあります。またそのような景気後退は、通常の景気後退と比較しより深刻で失業者も増える傾向にあります。つまり、住宅サイクルは、金融とマクロ経済の安定性への脅威になり得ることを示す十分な証拠があるわけです。ですから、住宅市場が再びブームと破裂のサイクルに陥ることがないように、その動向を注視することが不可欠です。

### 住宅市場の過大評価を特定する

8. それでは、今日の住宅市場の状況を考えてみましょう。グレートリセッションの発生当初、多くの国々で住宅価格と住宅投資が落ち込みました。以後、反発がありました。総じて、住宅価格は再び徐々に上昇しています。IMFの世界住宅価格指数は最近7四半期連続で上昇しています。過去1年間をみると、我々の指標の52カ国中33カ国で住宅価格が上昇しました。グレートリセッションの間の急激な調整からの回復の途上にあるケースも一部あります。また、グレートリセッションの間にわずかに減速したものの、引き続き上昇傾向にあるケースもあります。
9. こうした動向により、住宅価格は経済のファンダメンタルズにより近くなった・或いはこれから離れていったのでしょうか。この疑問への答えのためのひとつの第一の判断の試みが、長期的な評価比率の分析です。理論上、住宅価格、家賃、

所得は、長期的に連動するといわれています。住宅価格と家賃がこれから大きく外れると、人々は購入と賃貸を切り替え、最終的にこの二つは合致するようになります。同様に、長期的に住宅価格は、人々の購入能力、すなわち所得から大きく外れることはできません。ですから、住宅価格の家賃対比や所得対比が、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否かを判断する第一のチェック機能を果たすのです。

10. これは何を示すのでしょうか。OECD諸国を見ると、大半の国でこれら比率は歴史的な平均を引き続き大きく上回っています。たとえば、オーストラリア、ベルギー、カナダ、ノルウェー、スウェーデンがこれにあたります。これは、住宅市場の評価をおおまかに示しています。しかし、この証拠のみでは過大評価を分析することはできません。通常、長期的な関係が錨としての役割を果たしますが、住宅価格は往々にしてこれから大きく、長期にわたり離れる傾向にあります。需要のモメンタムが、特に住宅の供給が例えば地域的な制約などにより早急に調整できない場合、住宅価格の上昇を引き起こします。これゆえ、住宅の評価に関する判断については、与信の伸びや家計債務、貸し手の特徴や融資方法といった補助的な情報が必要になります。
11. こうしたブームと破裂のサイクルのリスクの指数としての機能を果たす可能性があるもののなかでも、IMFの研究は、与信の伸びのモニタリングが特に重要だと示しています。不動産ブームのなかでも「悪い方向に進む」ブームには明らかな特徴があることが分かっています。住宅ブームと家計及び金融仲介機関のレバレッジとエクスポージャーの急上昇が同時に起こることです。世界金融危機の際、不動産市場と貸し出し市場の「双子のブーム」を経験したほとんど全ての国、我々が分析した23カ国中21カ国で、金融危機、あるいは、危機前のパフォーマンスと比較しGDP成長率が大きく落ち込むといったことが起こりました。対照的に、不動産ブームのみで与信ブームが起らなかった7カ国をみると、システミックな危機を経験したのはわずか2カ国で、また平均してこれらの国々が経験した景気後退は比較的緩やかなものでした。

12. 以上のことから、IMFでは住宅市場の国ごとの特徴とともに、与信の伸びをますます注視するようになりました。直近では、オーストラリア、イスラエル及びカナダの住宅市場について詳細に判断しました。これらの国々は、住宅価格の指数が全体的に高くなっています。また、我々はアジア及びラテンアメリカの多くの新興市場の分析も行いました。対象は、住宅ローンと住宅価格の伸びが引き続き強力で、都市部の住宅価格が加熱の兆しを見せている国々です。こうしたより詳細な検証により、評価の過大の程度が住宅価格の家賃対比や所得対比が示すより、はるかに穏やかであることを示唆するケースもありました。その一例がベルギーで、IMFは評価比率が極めて高い一方で、不動産価格の急激な調整のリスクは抑制されているようだと結論に及びました。住宅サイクルのこうした国ごとの要素が、政策措置ひとつを全てに当てはめることがあってはならないことを示しています。

### 政策のツールを構築する

13. それでは最後に第3のポイントである、住宅ブームを押さえ込む政策の役割についてお話ししましょう。まず最初に、これは「ニュー・ノーマル（新たな常態）」における金融政策の適切な役割に関するより幅の広い議論の一部であることをお伝えしたいと思います。この役割の多くの側面について引き続き積極的な議論が行われている一方で、ひとつ明らかな点があります。金融政策ではこれまで以上に金融の安定性に、そしてそれゆえに住宅市場に関心を払うべきだということです。住宅価格のブームに対する「善意の無視政策」の時代は終わったのです。
14. その一方で、住宅部門の規制には様々な複雑な政策が絡んできます。著名な経済学者であるアビナッシュ・ディキシット氏は、一連の政策を記憶しやすいよう「MiP」、「MaP」そして「MoP」という略語を使うよう提案しました。MiPは、マイクロプルーデンス政策をあらわしており、各金融機関の耐性を確保することを目的としていることは言うまでもありません。こうした政策は、健全な金融システムのために必要ですが、十分ではないかもしれません。個別機関のレベル

に相応しい措置がシステム全体を不安定化させることもあります。ですから、我々にはMiPのみならず、システム全体の耐性の強化を目指すマクロプルーデンス政策、MaPも必要なのです。

15. 住宅ブーム抑制に使われてきた主なマクロプルーデンス政策措置は、ローン資産価格比（LTV）や返済負担率（DTI）に制限を課したり、部門別の自己資本規制であったりしました。LTV比率に制限を課すことは、不動産の価値に対する住宅ローンの規模に上限をかけるもので、本質的に最低限の頭金を課すものです。DTI比率の制限は、家計所得に応じて住宅ローンの額の上限を定めるものです。これにより、家計債務が返済不可能なレベルにまで増加することを抑制することを狙っています。こうした手法は一部の国や地域で長い間使われています。例えば、香港特別行政区では、1990年代はじめよりLTV上限を、1994年にDTI上限を導入しました。韓国では、2002年にLTV制限を、そして2005年にDTI制限を導入しました。世界金融危機のさなか・及びその後に、世界中の20以上の先進及び新興市場国・地域が、香港と韓国の例に倣いました。
16. これまでのところ、こうした措置は、住宅価格と与信の伸びを短期的に冷却させるうえで幾分効果があることが分かっています。こうした措置により、与信ブームと住宅ブームの間の2方向のプラスのフィードバックを生じかねないフィナンシャルアクセラレーターのメカニズムを打破することができます。しかし、こうした措置にはさらなる微調整が必要です。マクロプルーデンス措置では、市場参加者がレバレッジに課された制限の一部を回避することができるという点を考慮する必要があります。カナダをはじめとした一部の国では、LTV制限は所有者によるモーゲージと投資家のモーゲージを区別しておりこれは有益だといえます。
17. また、別のマクロプルーデンス政策手段に、不動産といった特定のセクターへの貸し付けに対する自己資本規制を厳格にするといったものもあります。これにより銀行は、こうした融資に対して自己資本を強化しなければならないことから、関連部門への過度のエクスポージャーが抑制されます。アイルランドやノルウェ

一といった多くの先進国・地域では、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。部門別の自己資本規制も、エストニア、ペルー、タイといった新興市場国・地域の一部で導入されています。こうしたツールが追加的なバッファーにより頑健性を強化すると示す証拠がありますが、与信の伸びを抑制する効果についてははっきりしていません。ブルガリア、クロアチア、エストニア、そしてウクライナで、特定の種類の住宅ローンについて資本規制を強化することで、ある程度住宅価格の伸びを抑制することができたとするIMFの研究結果もあります。

18. 与信の伸びの抑制において資本規制の強化がそれほど有効ではない理由はいくつかあります。まず、銀行が定められている最低水準を大幅に上回る資本を備えている場合、銀行はリスクウェイトの上昇に対処する必要が全くないかもしれません。これは、政策担当者がこのツールがもっとも効力を発揮して欲しいと願う住宅ブームの際にたびたび見られます。第二に、貸し手がマーケットシェアをめぐり激しい競争にある場合、資本規制強化のコストを、貸付金利の引き上げではなく内面化する可能性もあります。
19. マクロプルーデンス政策手段も、住宅不足や国内の金融仲介を通さずに流入する海外資金からの需要の増加による住宅ブームに対して、効果的でない可能性もあります。そのような場合、他のツールが必要です。例えば、香港特別行政区やシンガポールでは、住宅価格の上昇を落ち着かせるために、印紙税が導入されています。こうした財政面でのツールにより、LTVやDTIの規制対象外である外国人からの需要は減ることはなかったとする証拠があります。また別のケースでは、住宅価格の高騰はサプライサイドのボトルネックを反映している可能性もあり、需要に焦点を当てた制度の実効性は限定的となることもあります。そのような場合、こうしたミスマッチは基本的に住宅の供給を増やすための措置で対応すべきです。
20. ミクロ・マクロプルーデンス政策とともに、「MoP」すなわち金融政策が必要で

す。住宅価格ブームの抑制のためのツールとしての政策金利は、切れが悪いと度々指摘されます。しかし既に述べたように、住宅ブームは往々にして一般的に広まった民間の与信ブームと同時に起こっています。これは、多くの場合、金融政策が、マクロプルーデンス政策を支えるうえで重要な手段となりえる可能性を示唆しています。しかし、現時点では多くの関連するケースにおいて、政策金利は経済回復を支えるために引き続き低く抑えておく必要があります。

## まとめ

21. 最後になります。国や時代により住宅ブームには様々な側面があります。共通点は、破裂した場合に、金融の安定性と実体経済にダメージを与えるケースが極めて多いということです。住宅ブームを抑える手段は依然開発中です。その有効性に関する証拠がようやく集まりはじめました。様々な政策手段を行使することは複雑になりがちです。しかし、こういったことで何もしないことが正当化されるべきではありません。複数のツールを組み合わせることで、政策手段それぞれの欠点を克服することができるかもしれません。我々は政策の選択において、「善意の無視政策」ではなく「以上述べたような全ての手段をとる」アプローチを取る必要があります。
22. 政策がどのように住宅ブームを抑制できるか。これを明確に理解するためには、こうした問題についてオープンな対話を続けることが唯一の方法です。また、海外の信用市場の動向がある国での住宅ブームを促進することもあり、国際的な協力も不可欠です。我々IMFは自らの役割を果たす所存です。既に述べたように、我々のカントリーレポートで、住宅市場の評価は常に行われるようになっていきます。また、我々の旗艦刊行物である「世界経済見通し」や「国際金融安定性報告書」、或いはIMF理事会へのその他の報告書でも、これについて報告しています。さらに、他の機関とも連携して住宅統計の向上に取り組んでいます。来週、こういった研究全てを網羅した新たなウェブページを立ち上げます。この新しい世界の住宅動向をチェックする [imf.org](http://imf.org) の「Global House Watch」ページで、改善

のために何をすべきかについて我々の提案を是非ご覧ください。

23. IMFは、定期的に政策担当者や専門家と協議を行い国際的な経験の共有に努めています。昨年11月には、ダラス連邦準備銀行と共催で、住宅問題に関する会議を開き成功を収めることができました。私は本日のこの会議がやはり実り多きものになると確信しております。ご清聴ありがとうございました。