

## 住宅バブルの背後にある単純な法則

### 住宅バブルの法則が予言する中国の住宅危機:掲載タイトル

2月に封切られた映画「ウォールストリート」をご覧になったでしょうか。1987年の前作「ウォール街」では、主人公のひとりゴードン・ゲッコー(マイケル・ダグラス)が「欲望は美德だ(Greed is virtue.)」と株主を扇動し、敵対的な企業買収で大儲けする。傲慢、強欲のゲッコーは実に憎々しい。しかし最後はどんでん返しが起こり、インサイダー取引違反で刑務所行きとなった。観客は「悪の栄えは続かず」のエンディングにほっと胸をなで下ろして終わった。

今回の続編はゲッコーが長い刑期を終えて出てくるところから始まる。時は米国が住宅バブルの頂点から金融危機に転げ落ちる局面だ。自分の経験を本に書いてベストセラーになったゲッコーは再び大学の講演会でこう言って聴衆をわかす。「昔、私は『欲望は美德だ』と言ったが、今はこう言おう。『欲望は・・・合法的だ』」ゲッコーは住宅ローンの証券化によってファイナンスされた住宅ブームがバブルだと喝破し、様々な証券化金融商品をこき下ろす。

### 不動産・住宅バブルの背後にある共通要因

前作が封切られた1987年はちょうど米国も日本も不動産バブルに向かう時だった。興味深いことに不動産のような典型的な「土着性資産」でもバブルというのはグローバルな共時性があるようで、世界の複数の地域で多少異なった様相ながら同時に発生する。直近のバブルは米国の住宅市場と欧州諸国が中心だった。1980年代後半から90年代初頭の不動産バブルは、日本のバブル崩壊が最も劇的で深刻だったが、やはり米国、欧州の一部でもほぼ同時期に起こった。

そこで住宅バブルを今回起こした欧米各国のデータを調べて、その背後にある単純で共通の事情に気がついた。表1をご覧頂きたい。表1は各国の住宅価格指数の上昇率(年率)と10年物国債利回りから名目GDP成長率を引いた値(これを「金利一名目成長率格差」と呼ぶことにしよう)を一覧にしたものだ。住宅価格の上昇率が著しかったほとんどの国で金利一名目成長率格差がマイナス(国債金利よりも名目成長率の方が高い)になっている。

実は竹森俊平教授が近著「中央銀行は戦う」(日本経済新聞出版社、2010年)の中でほぼ同様の指摘を「動学的非効率」の概念を絡ませながらしているのだが、ここでは小難しい経済理論は抜きでご説明しよう。

図1は表1と内容は同じだが、横軸に金利一名目成長率格差、縦軸に住宅価格の上昇率をとり、散布図にしたものだ。各国の点の分布位置を近似する線が右肩下がりで引けることにお気づき頂きたい。つまり金利一名目成長率格差のマイナスが大きい(図の左方向)ほど住宅価格指数の上昇率が高い(図の上方向)に分布するという負の相関関係があることが明らかだ。

相関係数は-0.80(相関係数はマイナス1からプラス1までの変域をとり、負の相関の場合はマイナス1で最大になる)とかなり強い。図上に $R^2=0.6429$ と表示されているのは「決定係数」と呼ばれ

るもので、この場合確率論的には、住宅価格指数の上昇率は金利一名目成長率格差の変化で64%まで説明できてしまうことを意味している。住宅資産の変化の度合いが、単純なマクロ経済の変数ひとつでこれほどまで説明できてしまうのは、ちょっと驚きだ。

### 名目成長率に比べて低過ぎる金利水準が住宅・不動産バブルの温床

なぜ住宅価格の変化が金利一名目成長率格差の強い影響を受けるのか？合理的に考える限り、住宅資産の価値とはそれが将来にわたって生み出す賃料収入の総和で決まる。もっと正確に言うと、将来生じる毎年の賃料収入(経費差引後)を割引率(金利)で割って現在価値にした総和が住宅の資産価値である。これは自己居住の持家の場合でも同様で、持家の保有により、そうでなければ払うであろう賃料相当分を節約している(=得ている)ことになる。

名目 GDP 成長率が高い場合は、国民の名目所得の増加率も高いから、国民が払える賃料金額も増加し、名目賃料は上っていく。それに従って住宅価格も上がる。このため住宅価格の上昇率は名目 GDP 成長率と強く相関(正の相関)している。

一方、国債金利は住宅資産購入者の長期の金利コストと強く相関している。投資(資産購入)のリターンが借入コストよりも高ければ、投資家は借入を増やして資産の購入を増やすことで自己資金に対する投資リターンを引き上げることができる(金融レバレッジの原理)。

すなわち、金利一名目成長率格差が大きなマイナスであるほど投資家にとって借入で住宅投資を増やす誘引が強くなる。ほどほどを知らない人の世の常として、信用の膨張と資産購入の増加→資産価格の上昇のスパイラルが生じ、ついには資産バブルとその崩壊にまで至るのだ。

### 過去に遡っても同じ要因で住宅・不動産価格は変動している

さらに米国を対象に、住宅価格指数と金利一名目成長率格差の変化を過去に遡って時系列で見ると、やはり負の相関関係が確認できる(図2、金利一名目成長率格差は右メモリで上下を逆転させていることに注意、相関係数は-0.66)。

図2を見ると90年代初頭の景気後退の後、金利一名目成長率格差のプラスの縮小傾向に連れて住宅価格の上昇率が次第に高くなっている。そして金利一名目成長率格差がマイナスになった2003年~06年に住宅価格は年率10%を大きく超えて高騰しバブルとなった。

日本でも1988年から90年に金利一名目成長率格差は大きなマイナスとなり、不動産バブルが起こった時期と一致する。ちなみに、2000年代の日本ではデフレ傾向だったため金利一名目成長率格差がマイナスになった時期はないが、2004年~07年は格差がプラス1%未満になり、最も低下した。この時期にREIT(不動産投資信託)の価格が高騰し、内外の不動産ファンドが高値で収益不動産物件を買いあさるミニバブルとなったことは記憶に新しい。もっとも2008年にはこのミニバブルは崩壊し、多くの不動産ファンドが損失を抱えた。

ちなみに同様の分析を、米国の株価(S&P500指数)と金利一名目成長率格差についてもやってみたところ、住宅価格の場合よりもずっと弱い相関関係しか出なかった。おそらく、株価とその最大の要因である企業利益の変化は住宅資産の収益(賃料)よりも、ずっと多数の要因に依存し、変化が複雑だからであろう。

## 危機後の金融政策の変容とジレンマと中国

さて、以上の事実認識は何を意味するだろうか？第1は今次の金融危機後の金融政策への示唆である。伝統的に中央銀行はインフレ(物価)の安定を政策目的に掲げるものの、資産価格の安定は明示的な目標にしてこなかった。しかしながら、住宅・不動産バブルとその崩壊で、これだけの金融・経済危機を経験したのだ。今後、金融当局(中央銀行)は住宅・不動産バブルを回避することを金融政策の目的のひとつとして強く意識せざるを得ないと思う(この点は異論も多いが)。住宅価格と金利-名目成長率格差の関係は、その場合の金融政策の舵取りの参考指標になるだろう。

ところが、そのことは厄介なジレンマを金融政策が抱え込むことを意味する。インフレ(財やサービスの価格)を安定化する政策誘導金利水準(米国ではフェデラル・ファンド・レート、日本ではコールレートの水準)と、住宅不動産など資産価格のバブルを回避するのに望ましい政策誘導金利水準は一致する必然性がないからだ。

実際、米国では図3が示す相関関係に基づく限り、2005年～06年に住宅価格の年率2桁上昇を回避するためには長期金利をさらに1～2%も高くすることが必要だったであろう。そのためには短期の政策誘導金利をやはり1～2%は引き上げる必要があったろう。それは景気に対してオーバーキルになったかもしれない。これは大きなジレンマだ。

米国のバーナンキFRB議長は、ゼロ金利下での量的金融緩和の追加策(QE2)の効果が発揮するプロセスとして、「FRBによる市場からの国債の大規模購入→民間のポートフォリオ調整→株や住宅など資産価格の押し上げ→資産効果を通じた消費の増加」を明示的に語るようになった。これは金融政策が資産価格への影響まで考慮するという点で、非伝統的な領域への踏み込みであることを間違いなく議長は理解している。筆者の考えが正しければ、短期金利の政策的な操作で物価の安定(並びに米国のFRB場合は雇用の最大化)を図るという伝統的な金融政策は今回の危機を経て、上記のジレンマを抱えつつ大きな変容を強いられていると言えよう。

## いずれまた来る大波

第2の含意は、このジレンマに今最も先鋭に直面している国は中国だということだ。現在中国で進行している住宅価格の高騰(その結果、都市部の標準的な住宅価格は平均勤労者年収の30倍～50倍)は、やはり金利・成長率格差の大きなマイナスによるものだ。それを金利の引き上げだけで抑制しようとするれば、名目成長率が2桁である以上、既に引き上げられ始めている金利も2桁水準まで上げる必要があるだろう。景気へのオーバーキルを考えれば中国の金融当局にそんな金利の引き上げはできないだろう。

代わって銀行の融資を間接・直接に制限する量的制限方式も(これまでは十分な効果を上げてこなかったが)、同時に施行されている。日本の90年代初頭のケースと同様に調整が難しく下手をすれば、バブルのソフトランディングではなく、崩壊的なハードランディングになる危険も高い。

日本でもバブルの時は地上げでゴルフ場を建設して会員権を売り捌けば、錬金術のように莫大な収益が入ってくるので、多くのディベロッパーが暴走した。農民から土地を取り上げて、銀行からの融資で工場団地や住宅に仕立て上げれば、莫大な非税金収入が入ってくることに酔っている今の中国の地方政府の姿は、往時の日本以上のバブルの道をひた走っているのだ。

続編映画「ウォールストリート」では、長年の服役ですっかり凋落したゲッコーだったが、娘名義の隠し財産1億ドルを元手に、金融危機の最中売り叩かれた資産を安値で買い取り、たちまち11億ドルの富をなし、復活する。ああ、強欲は永遠だ。そして最後にちよっぴりだけ改心もする。監督はゲッコーを悪役としてではなく、時代の求める不屈のヒーローとして描いたのではないかと思うのは私だけだろうか。

以上

表1、バブル・マトリックス				(%)
	(a)	(b)	(c)	(b)-(c)
	住宅価格指数の上昇率(年率)	10年物政府債利回り	名目GDP伸び率	金利-名目成長率格差
	1997-2006 平均	2000-2006 平均	2000-2006 平均	
ベルギー	9.12	4.45	4.22	0.23
ドイツ	-0.60	4.25	2.07	2.19
アイルランド	14.57	4.41	10.08	-5.67
ギリシャ	10.22	4.67	7.10	-2.43
スペイン	11.84	4.41	7.82	-3.41
フランス	9.67	4.35	4.06	0.29
イタリア	6.52	4.57	4.02	0.54
ルクセンブルグ	9.50	4.42	7.93	-3.51
オランダ	9.08	4.35	4.90	-0.55
オーストラリア	0.12	4.40	3.81	0.59
ポルトガル	3.72	4.49	4.50	-0.02
フィンランド	6.50	4.38	4.50	-0.12
米国(2000-06)	11.03	4.72	5.29	-0.57
日本(2000-09)	1.50	1.64	-0.50	2.14
中国	6.60	5.89	16.60	-10.71
	(2005-10)	(貸出金利2004-09)	(2004-09)	

作成:以下のデータに基づき西村陽造、竹中正治が作成  
 データ: Eurostat、ECB、IMF、米国商務省、FRB、S&P/Case-Shiller Index、中国統計局

図1、バブル図表

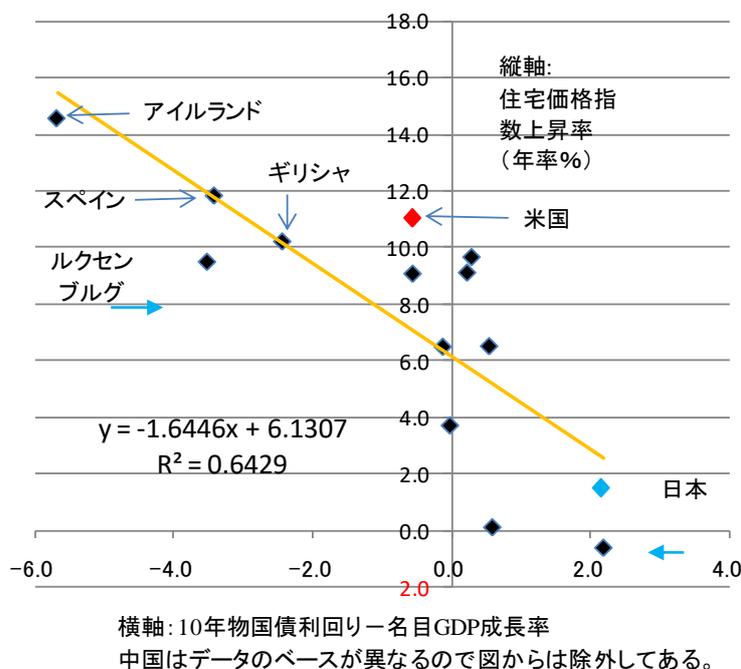


図2、米国の住宅価格指数上昇率と金利一名目成長率格差

