みずほマーケット・トピック（2018 年 7 月 12 日）

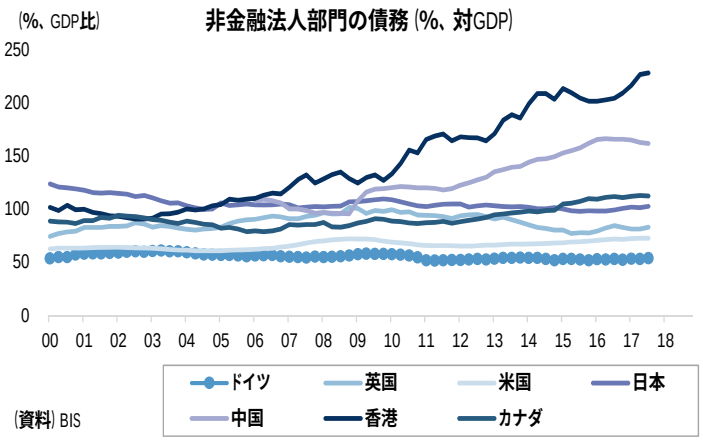
ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～

世界経済の安定が長期間続く中、経済・金融のどういった部分に不均衡が蓄積してくるのかは重要な関心事。国際決済銀行（BIS）の四半期データによれば、中国、カナダ、香港といった国々における過剰な債務が指摘されているが、現在は不均衡の芽が小さくとも「果たして現状が持続可能なのか」という疑念を抱かせる国もある。それがドイツだ。現状、ドイツが過剰債務を負っているという兆候は全く無いが、国内における住宅価格の上昇ペースは目を見張るものがある。「住宅価格÷所得」比率など、家計部門の負担感から見ても、現状に行き過ぎ感はある。確かに上昇する理由も幾つかあるが、独連銀も「ファンダメンタルズで正当化される水準を優に超えている」との評価を下しているのが実情。周知の通り、共通通貨という特性からドイツ国内に投機資金が流れ込んでも、それによる通貨高が実体経済のストッパーとならないため、通常期待される安定化機能が働いていないのだと思われる。「永遠の割安通貨」を通じた金融不均衡は徐々にではあるがドイツの住宅市場に「混乱の種」を植え付け始めている恐れがある。

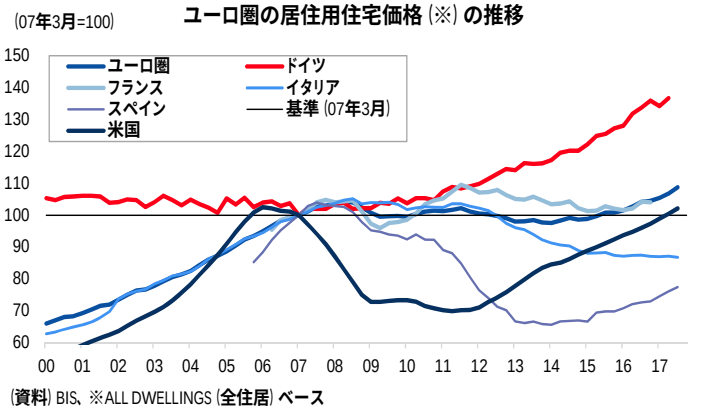
～ドイツに見る「バブルの芽」～

世界経済の安定が歴史的に見ても長期間続く中、今後経済のどの部分に不均衡が蓄積してくるのかは重要な関心事となる。国際決済銀行（BIS）の四半期データによれば、中国、カナダ、香港といった国々において過剰な債務が積み上がっており、その調整が深刻なものになるリスクが指摘されている。これは右図に示す通りである。

しかし、現在は不均衡の芽が小さくとも「果たして現状が持続可能なのか」という疑念を将来に向けて抱かせる国もある。それが今のドイツだ。BIS が名指しする上記 3 か国と比較しても、また日米英と比較しても、ドイツが過剰債務を負っているという兆候は無い（むしろ最も小さい）。ゆえに、現時点でドイツのバブルの生成やその崩壊を煽るのは適切とは言えない。しかし、現状がバブルの生成過程に入っている疑いはある。過去の本欄でも言及したが、住宅価格に着目するとド



（資料）BIS

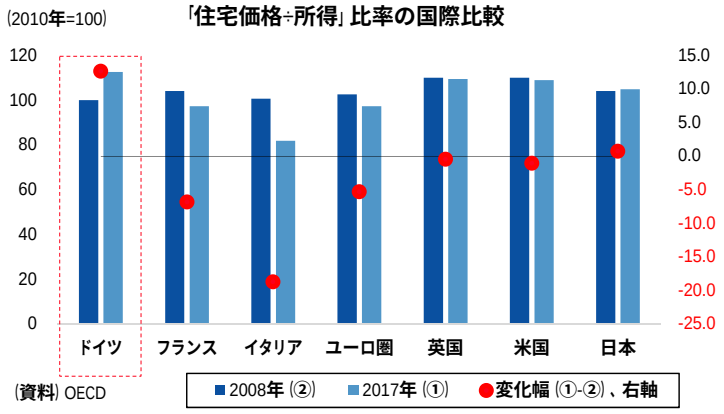


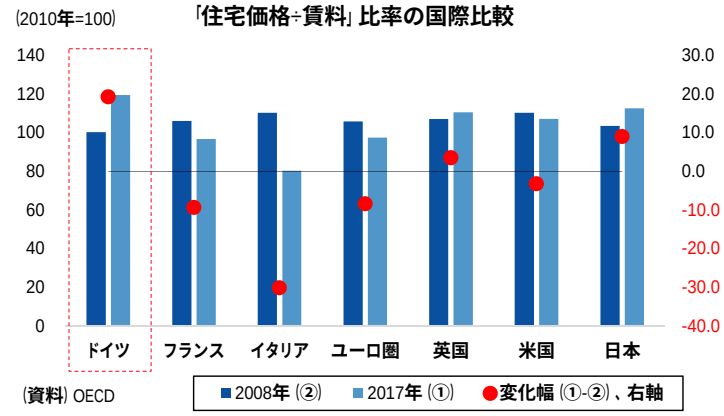
（資料）BIS、※ALL DWELLINGS（全住居）ベース

イツの動きはその他加盟国の動きと比較して特異であり(図)、近年の上昇ペースは米国のそれに近い。現在の米国では資産価格の騰勢を横目に金融政策が引き締めに向かっていることを踏まえると、ドイツの場合は住宅市場の過熱感にもかかわらず、金融政策が過剰な緩和状態に放置されている恐れが推測される。以下、この点について論点整理をしてみたい。

～ファンダメンタルズ度外視の可能性～

もちろん、周辺の国々と比べて相対的に住宅価格の騰勢が目立つからと言って、それだけでバブル懸念に直結するわけではない。当該国の家計部門にとって「妥当な負担感」であれば、その伸び率や絶対水準は問題にならない。しかし、負担感という観点に照らしても、ドイツの現状は懸念に値するものだ。右図(上)は OECD(経済協力開発機構)のデータを元に「住宅価格÷所得」の比率を国際比較したものである。10 年前(2008 年)と比較して、2017 年時点ではっきりと比率が上がっているのは主要国でドイツくらいであり、多くの国々では依然、10 年前に比べて負担感は軽くなっていることが分かる。なお、これは「住宅価格÷賃料」で見ても同じようなことが言える(右図・下)。需給に即して設定されるはずの賃料よりも住宅価格の上昇スピードが速いのである。これらの比較からは前頁図で見たような住宅価格の著しい騰勢がファンダメンタルズに即していないという可能性を示唆している。ちなみに独連銀(ブンデスバンク)も今年 2 月月報の中で「Housing prices in Germany in 2017」という Box を設けており、近年の住宅価格の上昇は「経済成長や人口動態といった実体経済の観点から見て正当化できる水準を優に超えている」と結論付けている。それは要するにバブル懸念にほかならない。

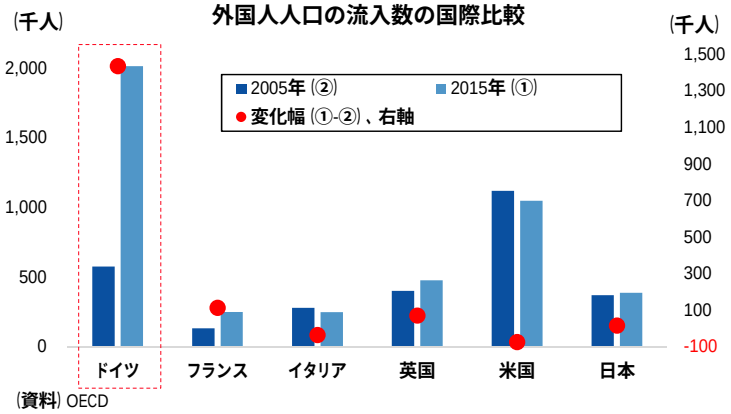


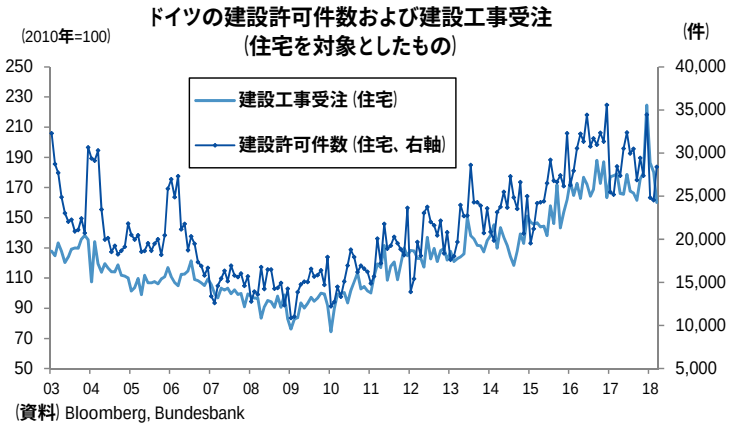


～上がる理由は確かにある～

なお、ドイツの住宅価格が上昇することについて理由がないわけではない。この点、少なくとも 3 つの理由が考えられる。第一に、2015 年 8 月にメルケル独首相が踏み切った移民無制限受け入

れ政策（その後、2017 年に無制限は事実上、撤回）の影響である。これは間違いなく住宅需要を押し上げただろう。右図に示されるように、ドイツの外国人人口の流入数は他国の比ではない。第二に、断続的に報じられているように EU 離脱に際して英国がシングルパスポートルールから除外されることに伴って欧州拠点をロンドンから大陸欧州の都市に移転する金融機関が相次いでいる。フランクフルトはその代表格として名前の上がる都市である。これもまた、ドイツの住宅需給をひっ迫させる一因となっていることは容易に想像がつく。最後に、ECB の単一金融政策がドイツのファンダメンタルズに比して過剰に緩過ぎるとの観点もやはりあろう。その象徴が GDP 比で約+8%に及ぶ世界最大の経常黒字であり、「永遠の割安通貨」に乗じた外需の取り込みが国内景気の過熱を招いているとの要因も考えられる。これは今までも執拗に論じてきた通りである。もちろん、こうした住宅需要に対応して供給も順調に増えているのだが（図）、価格上昇圧力を抑制するには至っていない。上述のブンデスバンクの月報では工賃自体が高騰しているという事実も紹介されている。ドイツ経済が完全雇用である中で、建設業に割ける資源も限定的になりつつあるということだろう。

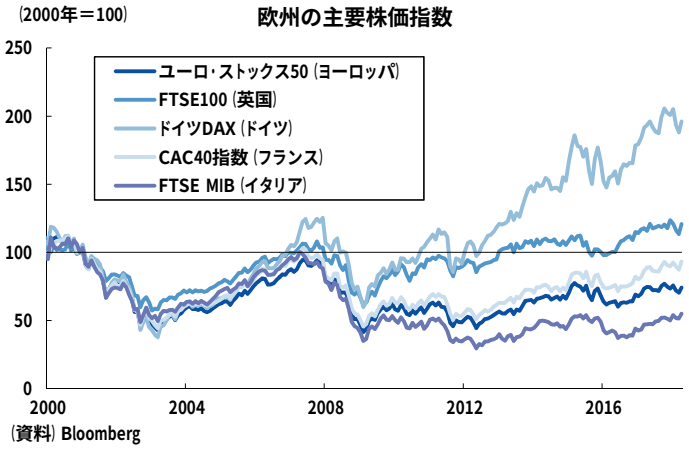




～分かっていても見逃される「バブルの芽」～

ファンダメンタルズを超えた上昇の背後には当然、投機資金の流入もあると推測される。通常、そうした対内投資が為替レートの増価をもたらし、これが資産価格の騰勢に対しブレーキの役割を果たす。しかし、周知の通り、こうしたメカニズムはユーロには期待できない。ここには 2 つの論点がある。まず、不動産取得を目的とする対内投資が他のユーロ加盟国からきているものだとすれば為替レートには無関係であること。そうではなく、たとえそれがユーロ圏外からの対内投資であっても対ドイツのフローだけでユーロ相場全体が上下動することはあり得ないこと（いわゆる「永遠の割安通貨」問題）である。いずれにせよドイツ国内に資金が流れ込んでも、それによる通貨高が実体経済のストッパーとならないため、通常期待される安定化機能が働かない。

もちろん、通貨高が起こらなくても金融政策が現状に危機感を覚え、引き締めにシフトすれば資産価格は抑制できる。だが、冒頭見たようにユーロ圏主要国で住宅市場に過熱感が見られるのはどうやらドイツだけである。ドイツの体温に合わせて ECB が域内全体に冷水を浴びせるわけにはいかないだろう。ちなみに、こうした状況は株価指数の比較からも透けて見え、ドイツのパフォーマンスは域内でも突出している(図)。こうして「バブルの芽」が認識されつつも、見逃される状態が続くことになる。



過去に IMF は「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」との研究[1]を発表したことがあるが、過熱した住宅市場は将来の金融システム不安の芽となることが多い。もちろん、現時点ではドイツの国内経済部門に過剰な債務が積み上がっているわけではないことから、住宅価格の調整がかつての日本そして米国のバブル崩壊と同程度のショックをもたらすとは考えにくい。しかし、「永遠の割安通貨」を通じた金融不均衡は徐々にではあるが確実に住宅市場に「混乱の種」を植え付け始めているように見える。ECB がこうした点に対し、どのような問題意識を持っていくのか。ユーロ圏の経済・金融情勢を見通す上では非常に興味深い論点である。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

[1] Min Zhu,“Era of Benign Neglect of House Price Booms is Over”, IMF, June 11th, 2014

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html　(Archives)　http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年4月分）
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～）
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版（外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～）
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版（イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～）
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年4月分）
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版（続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～）
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～）
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年3月分）
2018年4月20日	週末版（日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～）
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版（ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～）
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版（保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～）
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状（17年12月末）～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版（日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～）
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版（FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～）
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年2月分）
2018年3月16日	週末版（実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～）
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～）
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版（四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～）
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨（1月30～31日開催分）～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年1月分）
2018年2月20日	2017年の対米証券投資（TICレポート）について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版（本当にブレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～）
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～