

# 不動産バブルの生成要因について考える

2016年1月29日

## はじめに

1月21日、「不動産と住生活のこれから—バブル崩壊から現在、今後の10年を見据えて—」をテーマに公益財団法人、日本住宅総合センター主催のシンポジウムを聴講した。パネラーの西村清彦東大教授は、前日銀副総裁としての経験も踏まえ、不動産バブルについて注目すべき様々な所見を述べた。今後の調査・研究のため、そのいくつかを紹介しよう。

## バブルの素因

まず2007-8年の世界金融危機までは、深刻な不動産バブルを経験していたのは世界で日本のみであり、「日本のようにはなりたくない」と言われてきた。不動産バブルの要因については、相続税をはじめとする不公平な土地税制や株式市場に比して情報の不完全性の大きい不動産市場という日本固有の制度に着目した説明が行われていた。しかし、日本銀行で政策担当者として2007-8の世界金融危機に遭遇し、サブプライム住宅ローン問題に端を発するバブル崩壊を通じて見えてきたのは、米国の不動産バブルの主要プレーヤーが欧州中核国の金融機関であること、欧州周縁国（アイルランドやスペイン）のホームメイドバブルと外国人が主要プレーヤーの輸入バブルとの間で相互作用が生じたことなどの世界的な規模で広がりを見せるバブルであった。

西村教授は、こうした動きは、人口構成の変化（人口ボーナス（bonus=配当）の時代から人口オナス（onus=負担・重荷）の時代への転換）及びこの時期にもたらされた新しい金融技術の導入とがあいまって、人々の経済の拡大に対する楽観的な期待に大きな影響を与え、バブルは、ラインハート・ロゴフのいう信用サイクルが増幅されたことに起因する世界的に共通の要因で説明できると主張する。

## 日本のバブル

このように考えると、1990年前後に日本で生じた不動産バブルとその崩壊も、日本にある特殊な制度要因により生じたものではなく、人口構成の大きな変化（より具体的に言えば、団塊世代と団塊ジュニアが重なって生じた逆人口依存比率（生産年齢人口/従属人口）の上昇（日本での最大値は2.0）に伴う好景気とユーフォリア（euphoria=根拠のない幸福感）の現出に、金融自由化及び高度の金融技術・手段の普及による新しい金融商品の出現、融資基準の著しい緩み加わってもたらされたものとの評価ができるというのである。

## 米国のバブル

同じように2007-8に米国に生じたバブルは、ベビーブーマーとエコー・ブーマー（1982年～1995年に生まれた世代をエコー・ブーマーと呼ぶ。1946年～1964年に生まれたベビーブーマー世代に反響（エコー）する新世代の意味。アメリカの人口の1/3にあたる約8000万人）が重なり、生産年齢人口が大きく増加した2000年代後半において、不動産の証券化、サブプライムローンの証券化を中心とし

た新しい金融技術・証券化が同時期に起こり、金融市場の世界化の中で、不動産バブルと信用バブルが相互作用により一体化してもたらされたであった。

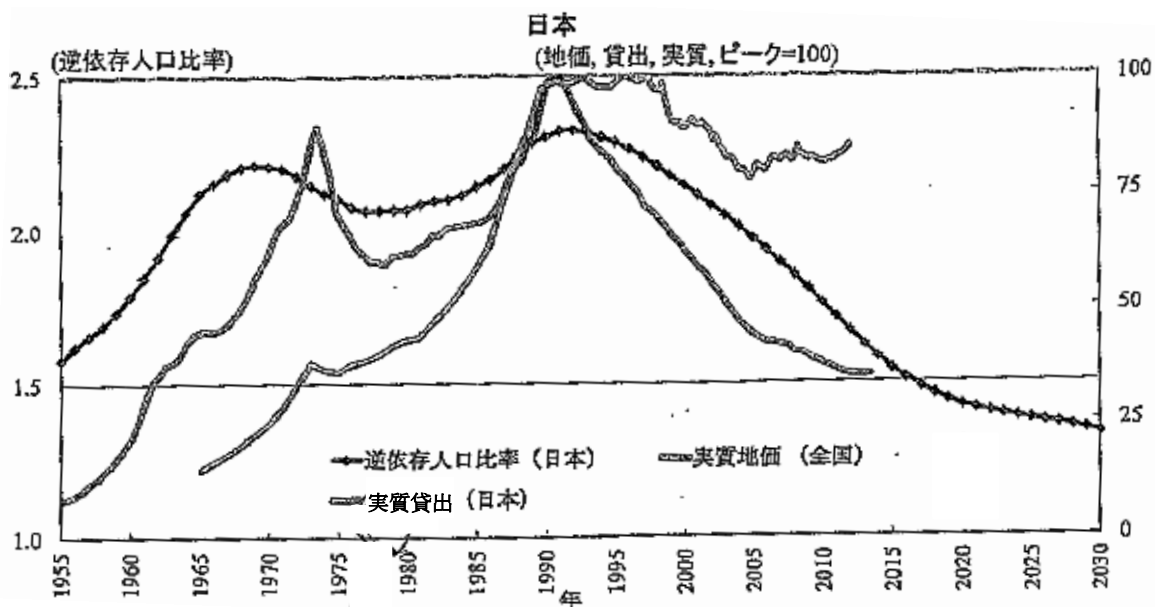
### 今後のバブルの芽

以上のように考えれば、これから人口オオナス時代を迎える中国をはじめとした新興国でも、世界的な金融緩和が続く中で、不動産バブルの生成・崩壊は次々に起こる可能性がある。その際、逆人口依存比率の変化の大きさは、バブルの山に対する谷の深さを規定する大きな要因である。米国ではこれが小さいために、落差は日本の2/3で済んだ。しかし、中国では、ピークの水準が2.6と日本のピーク時の水準の2.0より高いので、落差が大きくなる可能性がある。

こうした中で、重要なのは、信用バブルを制御するマクロプルーデンス政策の強化であり、Loan To Value規制の強化、金融機関の自己資本バッファ（バーゼルⅢ）である。しかし、そのBest Practice（最善の方法）はいまだ模索の段階である。その際、特に留意すべきは、著しく低い名目利子率を長期にわたり維持することの弊害である。これが機関投資家のSearch for Yield（過度のリスクテイク）を招き、Price Discovery（価格（金利）をシグナルとして最適な選択行動をとること）機能を低下させるという「市場情報の質の低下」を招くからである。

以上のように、バブル生成・崩壊を世界共通の要因から検証してゆくことが有益であるが、そのことは、それぞれの国の固有の制度要因の視点の重要性を減ずることを意味するものではない。日本の場合、税制、市街化区域農地、情報の不完全性（特に情報の質の不完全性）は依然大きな制度要因である。

日本：人口構成・不動産バブル・信用バブル



出所：西村清彦「住宅問題と（広義）金融政策」  
（住宅土地経済 100 号記念シンポジウム講演資料・2016 年 1 月 21 日）

### (参考) 米国のサブプライム問題の再燃の可能性について

昨年 12 月の米国のゼロ金利の解除政策は、新興国に流れていた資金の米国への還流をもたらすきっかけになった。今後、地政学リスクなどから、紆余曲折があるにしても、順次、米国の政策金利が 1% を目指して引き上げられていくとすると、米国への資金流入の流れは当分続くことが予想される。これらの資金は、西村教授の言う search for yield 志向により、その一部が金利の高い、リーマンショック前までは「ジャンクボンド」と呼ばれていたハイリスクのハイイールド債に組み込まれているのが実情である。ハイイールド債の中身は原油・シェールオイル開発を中心にしたエネルギー関連や自動車ローン関連の債券が多いが、このところの WTI 原油価格のバーレルあたりの 30 ドル割れなどから、利回りが急上昇（債券価格は暴落）し、一部でデフォルト（債務不履行）が生じていると伝えられている。これが連鎖をすれば、リーマンショック前のサブプライムローンと同じ構図になることから、リーマンショックの予兆として警戒する向きが出てきている。1 月 15 日の日本経済新聞社主催の景気討論会において、パネリストの一人である岩田一政氏は、この問題について「ハイイールドのマーケット規模は 1.7 兆円に達し、サブプライム住宅ローンの 1.4 兆円をすでに上回っている」として、米国の金融市場の脆弱性に懸念を表明している。

(荒井 俊行)