

情勢判断

海外経済金融

不動産価格の下落とオランダ経済

～住宅ローン残高の大きさが価格下落の影響を増幅～

山口 勝義

要旨

オランダ経済低迷の主要な要因として不動産価格の下落があるが、他国に比べ大きい住宅ローン残高が価格下落の経済に対する影響を増幅している。ユーロ圏でコア国の一角を占めるオランダを巡る情勢は様々な面で厳しく、今後の動向には注意が必要となっている。

はじめに

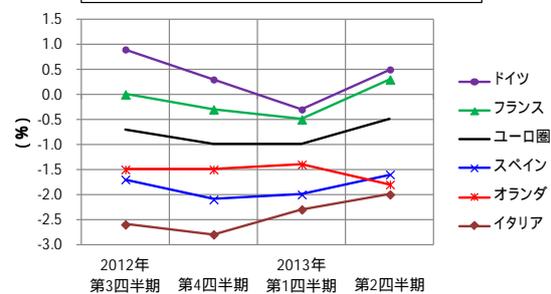
ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、2013 年第 2 四半期（4～6 月期）には前期比でプラスの 0.3% となり、ようやく 7 四半期ぶりにマイナス成長から脱した。

しかしながら、前年同期比では 0.5% と、依然マイナスの状態が続いており、また、5 月には欧州委員会がフランスやオランダを含む 6 ヶ国に対し財政赤字目標達成期限の 1～2 年間の延期を認める措置をとったものの、この期間中にも緊縮財政は継続し引続き内需の抑制要因となること、また、経済の構造改革の効果が現れるまでには時間を要することのほか、依然として脆弱である金融機能等を考慮に入れれば、ユーロ圏では、実体経済は当面は底打ちを探る弱い展開が継続するものと考えられる。

こうした情勢のもと、ユーロ圏の主要な国々の中ではオランダ経済の低迷が明確になってきている。経済規模上位 5 ヶ国^(注1)の実質 GDP の前年同期比成長率の推移を見ればオランダ経済の弱さが現れており（図表 1）、同国の支出項目別の同成長率には傾向的な内需の停滞が示されている（図表 2）。

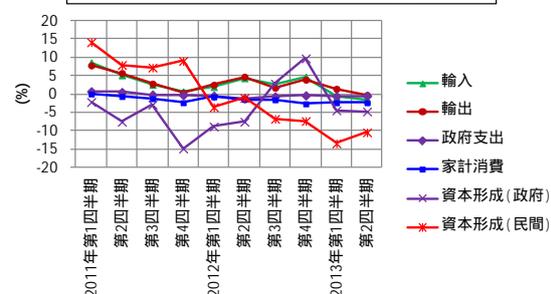
同国は、経済規模がユーロ圏において第 5 位と大きく、また今では限られたト

図表1 実質GDP成長率(前年同期比)(改定値)



(資料) Eurostat 発表の改定値から農中総研作成。

図表2 主要項目別成長率(前年同期比)(オランダ)



(資料) CBS (オランダ中央統計局) のデータから農中総研作成。

リプルA格付け国^(注2)としてユーロ圏のいわゆるコア国の一角を担っている。このため同国はユーロ圏全体に大きな影響を及ぼす重要な位置にあり、その経済情勢等には注意が必要である。

本稿は、オランダ経済の低迷の実態を検証するとともに、その主因とみられる不動産価格の下落の影響や、これに関連する様々なリスクについて考察するものである。

オランダのマクロ経済情勢

オランダ中央統計局（CBS）は、13年第2四半期のデータ発表に当たり、次の点を含め同国経済にかかる特徴的な動向を指摘している（注3）。

生産額の伸び率は、それぞれ前期における値よりは改善したものの、建設業で前年同期比 5.9%、製造業で同 1.7%となった。

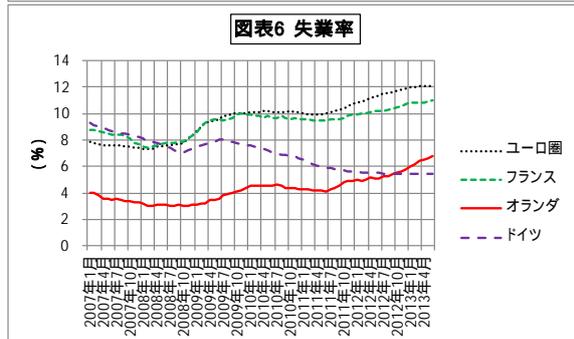
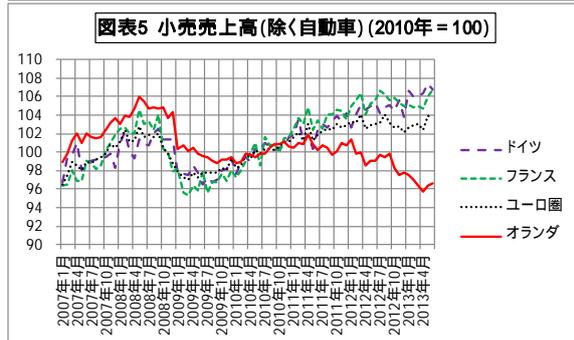
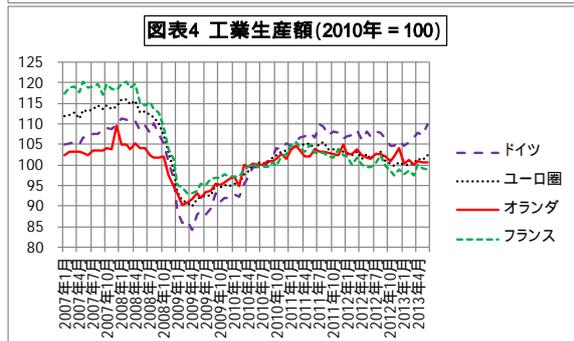
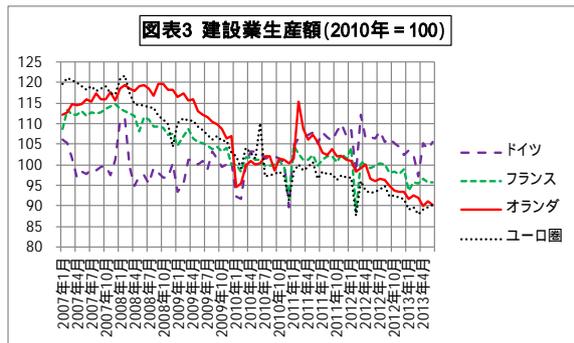
家計消費の伸び率は同 2.4%となったが、既に2年以上にわたり減少トレンドが継続している。

雇用者は同 147千人減少したが、これは全体の1.9%に相当し、95年の四半期データ発表開始以来の最悪値である。

こうした情勢をユーロ圏の経済規模上位5ヶ国のうち、いわゆるコア国であるドイツ、フランスと比較すれば、オランダについて次の点が明らかである。

まず建設業生産額については、08年半までを中心に堅調な推移であったが、その後は一時的な回復時を除き下降トレンドに入っており、ドイツ、フランス両国との格差を拡大させている（図表3）。また工業生産額についても、08年のリーマンショックに伴う経済の落ち込み後に11年に向け回復を示したものの、その後は徐々に低下傾向を示している（図表4）。オランダは経常収支黒字国ではあるものの、企業の資本投資も低迷しており（図表2）、中心的な輸出製品の生産を担う工業には経済回復の牽引力となる力強さは感じられない。

一方、家計消費について見れば、ドイツ、フランスに対比してその弱さは一層鮮明である（図表5）。この背景のひとつである失業率については、現在のところフランスとの比較では低位ではあるとは



（資料）図表3～6は、Eurostatのデータから農中総研作成。

いえ最近では増勢を強めており、注視が必要となっている（図表6）。また、オランダでは、近年の不動産価格の下落が家計消費を抑制する要因として働いている。

以上のように、オランダ経済は08年をピークに長い経済の後退局面にあることを見て取ることができる。

不動産価格の下落とその影響

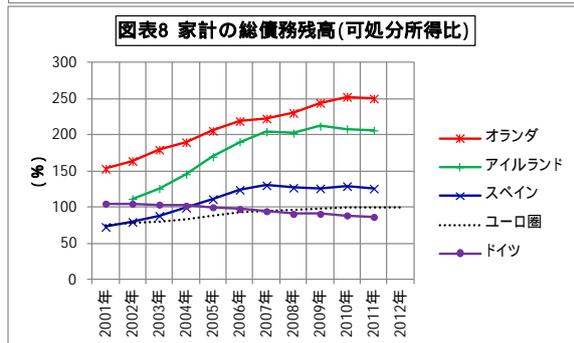
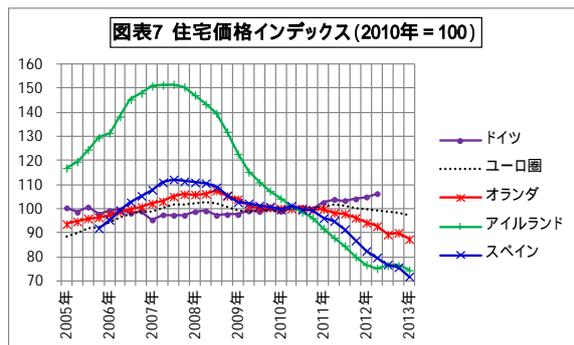
08年はリーマンショック発生年であるとともに、オランダでは建設業の動向（図表3）にも示されるように、住宅部門主導で不動産価格が下落に転じた年でもある。これに先立つ不動産価格の上昇については固有の要因として、住宅ローンの借入利息の全額が課税所得控除とされてきた優遇税制の存在が指摘されている。

この税制は、所得税率の高いオランダにおいては家計に対し借入を通じた住宅購入への強い誘因として働いてきた。一方、銀行としても、顧客が税制メリットを最大限に享受できるように様々な商品を開発するとともに、貸出額の物件価値に対する割合（LTV比率）を甘く運用してきたとされている（注4）。

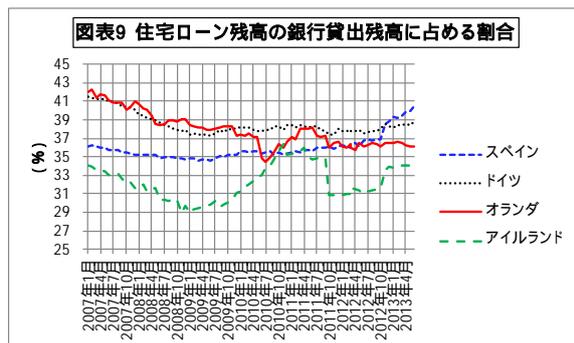
これを主因として上昇に向かった不動産価格であるが、リーマンショックを機に下落圧力が高まった。この際注目されるのはオランダにおける住宅価格の下落率は現時点では約20%であり、これは不動産バブルの崩壊により大きな痛手を受けたアイルランドやスペインに比較すれば大きなものではない点である（図表7）。

しかしながら、同時に同国では住宅ローンがその中心を占めると考えられる家計の債務残高がアイルランドやスペインと対比して高い水準にあるほか（図表8）、銀行の住宅ローン残高も、貸出残高対比では突出してはいないとはいえ（図表9）、銀行資産の規模自体がGDPの400%以上と大きいことから（注5）GDP対比では両国を上回る高い水準にある（図表10）。

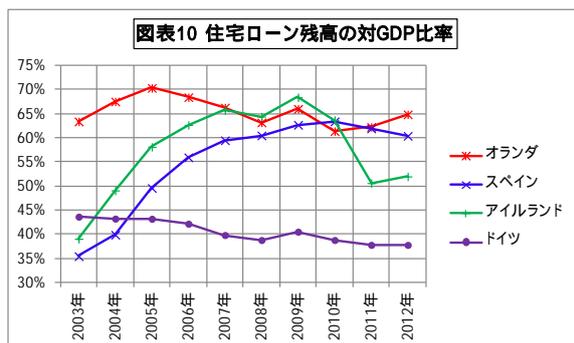
このようにオランダでは、上記の税制が住宅ローン残高を増大させることで、不動産価格の下落がその表面的な下落率以上に大きなインパクトを経済に与える



（資料）図表7、8は、Eurostatのデータから農中総研作成。



（資料）ECBのデータから農中総研作成。



（資料）ECBおよびIMFのデータから農中総研作成。

（注）各年末時点での住宅ローン残高（ECBによる）を、各年のGDP（IMFによる）で除したものの。

可能性を生じさせている点に注意が必要である。現実に同国では、住宅ローンの不良債権化が進展するとともに（注6）、バランスシート不況の色彩を強めている。

おわりに

家計や銀行のバランスシートの修復には時間を要することからオランダ経済の低迷は当面継続することが見込まれるが、こうしたなか、13年2月にはオランダ政府は不動産融資に関連する損失で経営が悪化した資産規模第4位の銀行、SNS Reaalを国有化した^(注7)。

また、国際通貨基金（IMF）はモデルで検証の結果、同国の不動産価格は依然として割高であり、さらに下落リスクがあると指摘するなど^(注8)、問題の一層の深刻化の可能性も存在している。あわせてオランダの銀行については、個人預金残高の貸出残高に対する割合が36%程度とかなり低く^(注9)、資金繰りを銀行間与信に依存する度合いが高いことが、銀行問題が拡大した場合の懸念材料のひとつである。

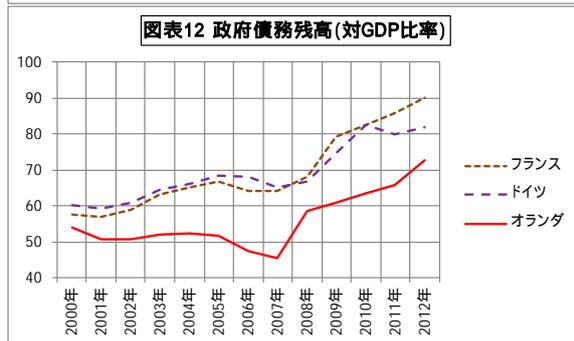
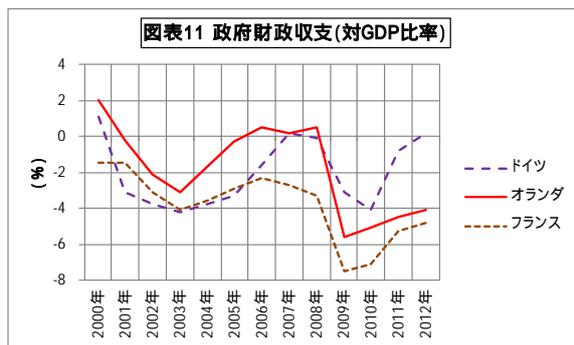
一方、同国では財政改革への取組みも道半ばである（図表11、12）。今年5月には財政赤字3%への削減期限は1年の延期で14年とされたが、厳しい経済情勢下ではその達成も危ぶまれ、トリプルAからの格下げの可能性も燻ぶっている。

以上の状況に対し、中道右派と同左派との連立であるルッテ政権は住宅ローン市場の抜本的な改革を断行できないばかりか、健康保険制度や年金制度にかかる改革姿勢にも一貫性がないことで国民の不信を招き、最近では右翼ポピュリズム政党に対する支持率が上昇するなど、政治面での不透明感も増加している^(注10)。

ユーロ圏のコア国の一角を占めるオランダ。しかしその情勢は様々な面で厳しく、今後の動向には注意が必要となっている。（2013年9月20日現在）

<参考文献>

IMF (May 2013) "Kingdom of the Netherlands – 2013 Article IV Consultation"



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成。

European Commission (29 May 2013)
"Assessment of the 2013 national reform programme and stability programme for the Netherlands"

(注1) IMF のデータで、12年におけるユーロ圏内の GDP のシェアは、ドイツ 28%、フランス 21%、イタリア 17%、スペイン 11%、オランダ 6%である。

(注2) 現在、ユーロ圏で主要3格付け機関からトリプルA格付けを得ているのは、オランダの他、ドイツ、フィンランド、ルクセンブルクの合計4ヶ国のみ。EUでは、他にデンマーク、スウェーデンがある。

(注3) CBS (14 August 2013) "Press release: Economic contraction 0.2 percent"による。

(注4) <参考文献> のP14～15およびP21～23による。

(注5) ECB および IMF のデータによる。12年12月末時点で、オランダ 414.7%、ドイツ 311.2%、スペイン 340.7%、アイルランド 715.2%。

(注6) 次の記事は、現時点では住宅ローンの30%がネガティブ・エクイティの状態であると報じている。
Financial Times (16 August 2013) "Deflating housing bubble at the heart of Netherlands' economic trouble"

(注7) ただし、同行の財務の毀損にはスペインにおける不動産価格の下落の影響も大きいとされている。

(注8) <参考文献> のP14、P23による。

(注9) ECB のデータによる。13年7月末時点で、オランダの銀行が36.4%のほか、ドイツ 70.4%、フランス 56.0%、スペイン 49.7%、アイルランド 38.0%。

(注10) (注6)の記事等による。