特集 マイナス金利下における金融・不動産市場

世界的な金融緩和と住宅価格の状況について

内閣府参事官(経済財政分析総括担当) 茨木 秀行 いばらぎ ひでゆき

はじめに

世界経済の動向をみると、2007年からの世界金 融危機を経て、その後は緩やかな経済成長が続い ているものの、回復は力強さに欠けており、主要 先進国は緩和的な金融政策を継続している。こう した中、世界の住宅価格を平均してみると、2010 年頃から緩やかな上昇が続いており、全体として 過熱しているような状況ではないが、一部の国で は住宅価格が高い水準に達しているケースもみら れる。世界経済が長期停滞(secular stagnation) に陥っているとの見方もある中で、緩和的な金融 政策が今後も当面継続されるとすると、それによ って金融システムの安定性を損なうような事態を 招かないように細心の注意が必要である。特に、 経済への影響の大きさを考えると、金融緩和が住 宅価格の過度な上昇に結び付くことを未然に防ぐ ことが重要である。本稿では、世界の住宅価格等 の現状を点検するとともに、金融の安定性を目指 したマクロプルーデンス政策の各国の取組とその 効果について概観する。また、それらを踏まえ、 日本の現状についても考察する。

1. 世界的な金融緩和と各国の住宅価格の動向 (世界経済の動向)

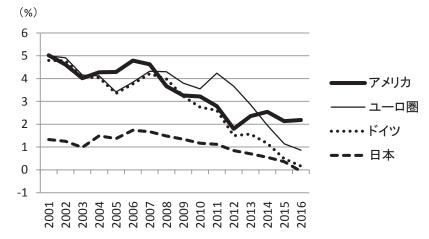
2007年の世界金融危機以降の世界経済の動向を みると、先進国及び新興国ともに緩やかな回復に とどまっている。一般に、金融危機の後には、不 良債権の処理や自己資本の毀損などにより金融シ

ステムの機能がすぐには回復しないため、経済の 回復は緩やかなものとなる傾向がある。実際に、 今回の危機後においても、特に欧州では、多くの 金融機関が不良資産を抱え、信用供給機能が十分 に働いていない状況がみられている。

こうした金融不全に加えて、そもそも 2000 年代 以降、先進国経済が長期的な停滞状態(secular stagnation)にあるとの指摘もある。その代表的な 論者であるサマーズ MIT 教授の見方によれば、労 働力人口の減少や労働節約的な技術進歩等によっ て投資需要が減少する一方、所得格差の拡大で高 所得者層に所得が偏ることによって貯蓄が相対的 に増加したため、投資需要不足が生じているとし ている (Summers (2014))。こうした状況では、潜 在的な投資と貯蓄を均衡させる自然利子率が著し く低下しているため、名目金利の非負制約の下で は、実質金利が自然利子率を上回り、需要不足に よる経済停滞が生じるとしている。また、何らか の金融政策の対応によって仮に実質金利を低下さ せることができたとしても、低金利によって2000 年代における米国やユーロ周縁国の住宅バブルの ような金融市場の不均衡をもらすことなく、そう した政策を維持することは困難であることが指摘 されている。

経済成長率が緩やかなものにとどまる中で、原 油価格の低下の影響等もあって、先進国のインフ レ率が低い水準で推移している。アメリカの消費 者物価上昇率(個人消費デフレーター)は、2016 年央時点において、総合で 1%を下回り、食料・エネル ギーを除いたコアでも 1% 台半ばであり、依然として 目標の 2%を下回っている。 日本や欧州においては、消 費者物価上昇率は、総合で は原油価格低下の影響もあ ってゼロ%近傍ないし若干 マイナスとなっており、食 料・エネルギーを除いたべ ースでも 1%を割っている。

第1図 日米欧の長期金利の推移



(出所)OECD エコノミック・アウトルック 99

(世界的な金融緩和)

世界的にインフレ率が低い水準にとどまる中で、 先進国の中央銀行は超緩和的な金融政策を継続し ている。主要先進国の中央銀行は、金融危機直後 から政策金利をゼロ%近傍まで引き下げるととも に、各種債券などの資産購入を行い、景気回復を 支えてきた。さらに、一部の欧州諸国では、市中 銀行が中央銀行に預ける所要額を超える準備預金 に対して逆に利払いを求める形で、マイナス金利 政策が数年前から採用されており、現在では、ユ 一口圏の ECB のほか、スイス、スウェーデン、デ ンマークの中央銀行がマイナス金利を採用してい る。日本銀行も、2016年2月から、金融機関が日 本銀行に保有する当座預金の一部に 0.1%の利払 いを求めるマイナス金利政策を採用している。

他方、米国では景気回復が進んできたことから、 2014年10月に新たな資産購入を中止したのに続 き、2015年12月には政策金利であるFFレートの 目標を 0~0.25%から 0.25~0.5%へと引き上げ た。しかしながら、経済の回復ペースの軟調さを 反映して、その後の金利引上げのペースは想定よ りも遅れており、歴史的にみれば極めて低い金利 水準が続いている。

こうした低い政策金利の影響に加え、先行きに ついても低い経済成長となることが見込まれるこ とから、先進国の金利は長めのターム物も含めて 極めて低い水準となっている(第1図)。代表的な 10年物国債金利でみると、2016年央時点において、 米国では1%台半ばで推移しているほか、日本や 欧州の一部の国ではゼロ%近傍ないしマイナスで 推移している。

(金融緩和の副作用の懸念)

世界経済が長期停滞に陥っているとの見方もあ る中で、緩和的な金融政策が今後も当面継続され る可能性が高い。その際に、最も注意が必要なこ とは、長期にわたる金融緩和が金融市場の安定性 を損なわないようにすることである。これまでの 経験からも、長期にわたって金利が低く固定され ている状況では、名目で目標利回りを設定してい る機関投資家がより高い利回りを求めてリスクが 高い資産に投資する傾向があることや、投資家が 金利変動のリスクを考慮することなく低い政策金 利を前提にした投資行動をとることになるため、 結果としてリスクの高い投資が助長される可能性 がある。特に、経済や金融システムへの影響の大 きさを考えると、金融緩和が信用増加を通じて住 宅価格の過度な上昇に結び付くことを未然に防ぐ ことが重要である。実際に、2007年からの世界金 融危機の教訓から、現在では、多くの中央銀行が、 単に物価の動向だけを監視するのではなく、マク 口経済や金融システムの健全性に影響を与えるよ うなリスクについても監視を強化しており、また

類型	発生件数	継続期間(年)	住宅価格上昇率	家計債務増加率	企業債務増加率
信用増加を伴わない住宅価 格上昇	18	13.6	10.1%	4.7%	4.8%
家計向け信用増加のみを伴 う住宅価格上昇	16	13.9	9.4%	11.2%	2.8%
家計・企業向け信用の増加 を伴う住宅価格上昇 49		18.3 14.8%		20.0%	12.9%

第1表 世界の住宅価格ブームの特徴

(出所) Cerutti et. al. (2015a)の Table 1より作成

(注)対象は世界53カ国。85件の住宅価格ブームのうち表には2件含まれない事例がある。

マクロプルーデンス政策の強化も図られている。 この点については後述する。

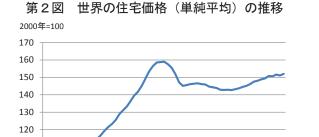
(住宅バブルと信用の関係)

過去の住宅バブル発生の多くの場合、信用の大 幅な増加を伴っていたことが様々な分析によって 指摘されている。例えば、最近の IMF の分析 (Cerutti et al. (2015a)) では、住宅価格がある 四半期で10%以上(あるいは標準偏差の2倍以上) 上昇したことがあり、かつ、住宅価格の10%以上 の上昇(あるいは標準誤差以上の上昇)が2年以 上継続した場合を「住宅価格ブーム」と定義した 上で、1970年から2012年までの世界53カ国で生 じた住宅価格ブームを85事例特定している。この 中で、65事例は企業及び家計両方の信用ブームか、 どちらか一方の信用ブームが同時に生じていたこ とが示されている(第1表)。特に、企業及び家計 の信用ブームが住宅価格ブームと同時に生じた例 では、そうでない住宅ブームと比べて、価格上昇 期間がより長く、また、ブームが終了した後の住 宅価格の落ち込み方もより大きなものとなり、景 気後退に陥る可能性が高いとされている。また、 住宅ローン額の上限設定に際し、不動産の担保掛 目を高めることや、貸出期間をより長期化するこ となどによって、実質的に貸出基準が緩められた 場合や、貸し手の金融機関が預金ではなくホール セール市場から資金調達を行う傾向が高い場合に は、その後のブーム崩壊によってより大きな影響 を受ける結果となることが多いことも指摘されて いる。

このように、住宅価格ブームとそれに伴う信用 ブームが経済や金融の安定性に大きな影響をもた らす理由としては、住宅ローンやその関連債券は、 多くの国で金融市場において大きなウェイトを占 めていること、また、住宅ローンの債務者はかな り高いレバレッジを負っていることに加え、住宅 ローンの貸し手側の金融機関もブーム期にはレバ レッジを高める傾向があることが背景にある。 2007年以降の米国のサブプライム・ローンの不履 行増加とそれに続く住宅価格の暴落は、まさにこ うした典型例である。

(各国の住宅価格の動向)

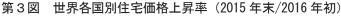
IMF が作成している Global House Price Index によると、世界の住宅価格は、2000年代初めと比 べて、ピーク時の 2007 年末から 2008 年初めには 6割程度上昇したが、世界金融危機によって2010 年代初めにかけて1割以上低下した(第2図)。そ の後は、住宅価格は緩やかに上昇し、2016年初時 点ではピーク時を 4%程度下回る水準まで回復し た。国別に2016年初時点での前年比上昇率をみる と、IMF の住宅価格指数のサンプルになっている 64 カ国のうち、50 カ国で住宅価格が上昇しており、 住宅価格が下落した国の数(14カ国)を大きく上 回っている。国別にみると、スウェーデン、ニュ ージーランド、リトアニア、ハンガリーなどでは 10%を超える上昇率となっている。他方、ロシア、 アラブ首長国連邦、ブラジルなど多くの資源国で は、地価が大幅に下落している。

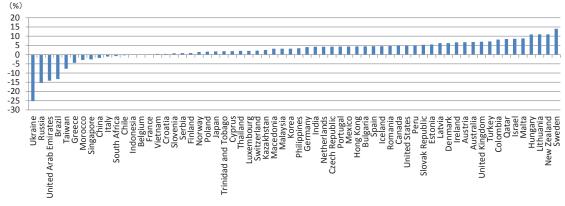


(出所)IMF Global Housing Watch

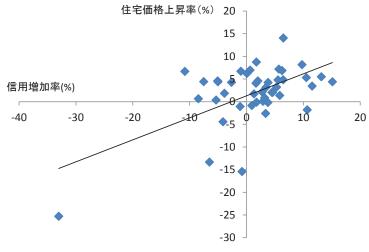
(出所)IMF Global Housing Watch

他方、2016 年初時点における世界各国の信用の伸び(前年比)をみると、メキシコ、エストニア、フィリピン、中国、スロバキアなどで10%を超える高い伸びとなっている。ただし、こうした信用の増加と住宅価格の関係をみると、両者には一定程度の相関がみられるが、その程度は2000年代の頃と比べると緩やかなものとなっている(第4図)。こうしたことから、世界全体としてみると、急激な信用増加を伴う明らかな住宅価格の過剰評価は生じていないとみられる。ただし、デンマーク、ノルウェイなど低金利下にある欧州の一部の国では、住宅価格上昇がマクロ経済の安定にとって重





第4図 信用増加率と住宅価格上昇率の相関(2015年末/2016年初)



(出所)IMF Global Housing Watch より筆者作成

大な懸念があることが IMF からも指摘されている。 また、中国については、住宅購入の際の頭金の引 下げ等の緩和策によって一部の地域の住宅価格が 急激に上昇したことから、その後引き締め策がと られるなど、不安定な動向が続いている点には注 意が必要であろう。

2. 住宅バブルを防ぐ対策

(バブル発生の原因)

過去の大規模な住宅バブルの発生については、 既にみたように、多くの場合において大幅な信用 の増加が同時に生じていた。こうした信用増加の 背景をさらにみると、長期にわたる緩和的な金融 政策の継続、経常収支不均衡を背景にした国際的 な資本流入、金融規制の不備や制度的な歪みなど が過度な信用創造を招いた例が多い。

例えば、2007年の世界金融危機前の状況につい てみると、金融政策については、米国では、2000 年代初めの IT バブル崩壊後のデフレ懸念から、政 策金利が長期にわたり低い水準に保たれたほか、 スペイン、アイルランドでは、ユーロ導入に伴い 金融政策が欧州中央銀行(ECB)に一元化されたた め、自国の景気過熱に対して金融面から引き締め が行えない状況にあった。また、国際的な資本の 流入については、スペインやアイルランドでは、 ユーロの導入によって国際金融市場へのアクセス が大幅に改善したことにより、国外からの資金流 入が国内の信用増加と住宅価格昇をもたらしたほ か、米国でも、2000年代央の新興国や石油産油国 の貯蓄増加による世界的な貯蓄過剰(Global saving glut)を背景とした海外からの資本流入が、 不動産を担保とした証券の大幅な増加を後押しし、 資産価格上昇に貢献した可能性が指摘されている。 さらに、金融規制・監督については、サブプライ ム・ローン関連証券のような特定の資産に対して 多くの金融機関がエクスポージャーを持つことの リスクや、自己資本比率規制などが信用や資産価 格の振幅を拡大する効果を持つリスクなどについ ては、危機以前においては十分な注意が払われて いなかった。この背景には、「個々の金融機関が健

全であれば、金融システム全体としても健全である」という従来の考え方に従って、マクロ的なリスクを十分に認識していなかったことがある。また、多くの国では、企業や家計が借入を行うことに対して、税制面での優遇を与えており、こうした制度的な要因も過大な債務の蓄積を促した面がある。

(住宅バブル発生を防ぐための包括的な政策の枠組み)

バブルの発生が広範にわたる要因を反映していることからすると、単に個別金融機関の監督を強化するといった狭義のプルーデンス政策だけで対応できないことは明らかである。

金融政策については、基本的に物価の安定が最大の目標であり、資産価格の上昇を予防するために用いることは必ずしも効率的な方法ではない。しかしながら、資産価格の上昇によって過大な信用が創造され、やがてバブルの崩壊によって金融市場が不安定化するようなことになれば、安定したインフレの達成は困難になる。こうしたことを考えれば、中央銀行は2~3年という短期的な将来だけでなく、やや長めの視野を持って資産価格や信用変動に伴うリスクを点検し、発生の確率は低くとも実現すれば大きな影響を持ち得るようなシステミック・リスクには常に注意を払うことが重要である。

ただし、バブルの予防に関して金融政策の果たす役割はあくまで限定的なものであり、やはり中心的な役割を果たすのは、金融規制・監督ということになる。特に、世界金融危機後には、マクロプルーデンス政策の観点から、金融システム全体に影響が及ぶような問題を引き起こす可能性があるリスクを抑制することを目的とした金融規制・監督の運用が重視されている。これは、従来のプルーデンス政策が、個々の金融機関の破たんを防ぎ、預金者や投資家を保護することを目的としていたのとは、大きく視点が異なる。金融システム全体に影響を及ぼすようなリスクとは、具体的には、多くの金融機関がサブプライム・ローンのよ

うな特定の金融資産に集中して融資している場合 や、海外からの借り入れに大きく依存している場 合などが該当する。また、銀行の自己資本比率規 制も、好景気の時には貸出し先のリスクの過小評 価により信用拡大を増幅し、不況期には逆に一層 の信用縮小を促す傾向があることが指摘されてお り(プロシクリカリティ)、これも金融システム全 体からみれば大きなリスクに含まれる。

経常収支の不均衡や国際的な資本移動の変化へ の対応については、国際的なレベルでの取組みが 極めて重要な鍵を握っている。経常収支の不均衡 自体はただちに問題とはならないが、資本流入の 急激な反転などにより国内金融市場や資産市場の 調整をもたらすリスクがあるほか、過大な資本流 入が国内の信用供給を加速し、バブルにつながる 危険性もある。経常収支不均衡の是正にあたって は、その原因に応じた各国別の取組みが必要であ り、G20 では、大幅な経常収支の不均衡が存在す る国に対して個別の是正策が提言されている。

より直接的な住宅市場に関する政策についても、 住宅バブルを防ぐためには構造的な取組みが重要 である。例えば、土地利用・住宅に関する政策や 税制において、住宅供給を過度に抑制するような 措置や、貸家に対して持家の取得を極端に奨励す るような政策については、不動産価格が供給制約 によって大きく上昇するようなリスクがある場合 には見直しが必要である。

(マクロプルーデンス政策の具体的なツール)

マクロプルーデンス政策の具体的な政策手段と しては、対象とするリスクに応じて、大きく2つ に分類できる(IMF(2013))。

第一は、景気の変動が金融機関による信用創 造・縮小を増幅する傾向があるというプロシクリ カリティへの対応や、特定の分野への信用供給が 過大になり過ぎることへの対応である。こうした リスクに対応するためには、①カウンターシクリ カルな自己資本のバッファーや引当金の設定、② 特定の分野での信用リスク増大を抑制する措置、 ③金融機関の資金調達に係るリスクを抑制するた めの措置がある。

このうち、カウンターシクリカルな自己資本バ ッファーについては、具体的には、バーゼルⅢに おいて、総与信の GDP 比の動向などを参考にして 適切な自己資本のバッファーを確保すること等が 導入されている。

特定の分野での信用リスク増大を抑制する措置 については、具体的には、自己資本比率の設定に 際して、信用増加が著しい分野の貸出しについて のリスク・ウェイトを高めることや、不動産融資 に関して、担保となる不動産価値の一定割合まで しか融資できないようにする担保掛目に関する規 制(Loan-to-Value Ratio)や対所得での債務比率 に上限を設定すること(Debt-to-Income Ratio)等 が挙げられる。

金融機関の資金調達に関する措置については、 資金調達のホールセール市場や外貨建て借入れな ど変動の激しい資金への過度の依存を抑制し、危 機時においても流動性を確保することを目的とし たものである。具体的には、バーゼルⅢにおいて、 流動性カバレッジ比率(LCR)や安定調達比率(NSFR) が導入され、ストレス下でも一定期間の資金流出 に耐えられる高品質の流動資産を保有することや、 安定的な資金調達源を確保することが求められて いる。

第二は、金融機関の相互依存やそれに伴うリス クの伝播を防ぐための対応である。具体的には、 システム上重要な大手金融機関については、破た んした場合の金融システム全体への影響の大きさ を考慮し、各国とも金融監督の強化を行ったり、 バーゼルⅢでも自己資本の上乗せといった措置が とられている。また、既に述べたような特定の分 野での信用の過度の増加を防ぐ措置や、変動の大 きな資金による調達を抑制することも、金融シス テム全体にリスクが伝播することを防ぐことに貢 献する。加えて、デリバティブなどの決済システ ムの改善も進められている。

(マクロプルーデンス政策の効果)

マクロプルーデンス政策は、これまでに多くの

第2後 世界各国のマプロ・ブループンへ成束の等人状況(物)						
	先進国	新興国	途上国			
LTV(担保掛目比率の制限)	40	20	6			
DTI(対所得負債比率の制限)	13	21	0			
DP(変動貸倒引当金)	5	6	19			
CTC(カウンター・シクリカルな自己資本バッファー)	1	3	1			
LEV(総資産に対する自己資本比率)	13	17	12			
SIFI(国際的に重要な金融機関の自己資本強化)	1	1	1			
INTER(銀行間債務比率の制限)	33	32	17			
CONC(特定の融資先への集中の制限)	69	76	77			
FC(外貨建て貸付の制限)	9	16	13			
RR(外貨建て貸付に係る所要準備率)	0	24	33			
CG(自国通貨建て融資の制限)	0	11	26			
TAX(金融機関への課税)	14	14	11			

第2表 世界各国のマクロ・プルーデンス政策の導入状況(%)

(出所) Cerutti et.al. (2015b)の Table 2 より抜粋

笙 3 耒	マクロ	・ プルー	ーデヽ	ス政策と信田	住宅価格との関係
5H U 4Y	V / H	- ノル	, ,		

	-				1201101		
	被説明変数						
説明変数		信用増加率	住宅価格上昇率				
	先進国	新興国	途上国	先進国	新興国		
MPI(マクロ・プルー	-1.376*	F 207stesteste	-6.743***	-0.045	0.007		
デンス指数)	-1.370*	−5.327** *	-0.743***	-0.045	-0.907		
LTV	-5.298	-6.861	-14.45***	-1.145	0.362		
DTI	-0.499	-15.56**		-0.477	-3.322		
DP		-12.73***			-3.297		
CTC		-12.75	-5.731***				
LEV		1.426	-3.963**	1.538	1.796		
SIFI		-1.242	29.63***	0.885	1.796		
INTER	-0.462	-39.37**	-10.53***	0.72	-16.91***		
CONC	-2.028	-9.287		6.218	3.503*		
FC	-3.132	-12.23***	-17.46***	-3.627	1.565***		
RR		−22.74 *			9.732***		
CG		-14.35	-12.99				
TAX	-1.356	-5.533	-1.701***	0.426	-2.616**		
(出所) Com thi at al (2015b) の Table 6 上川th **							

(出所) Cerutti et.al. (2015b)の Table 6 より抜粋

国で実際に活用され、既に一定の成果をあげている。Cerutti et. al (2015b)では、IMFによって集計された119カ国のマクロプルーデンス政策に関するデータを基に、マクロプルーデンス政策の活用度を示す指数 (MPI)を構築した上で、その活用が信用の伸びや住宅価格などにどのような影響をもたらしたかについて実証的な分析を行っている。これによると、データが入手可能な2000年から2013年にかけて、マクロプルーデンス政策の活用度は年々上昇しており、特に、先進国よりも新興国や途上国でより広く活用されている(第2表)。これは、新興国や途上国では、先進国と比べて金融市場の発展が遅れており、市場の不完全性や失

敗に対応するためにマクロプルーデンス政策が活用されていると考えられる。政策手段の内容としては、特定の融資先への集中の制限、銀行間債務比率の制限、レバレッジ比率(総資産に対する自己資本比率)の制限などは先進国、途上国を問わず広く用いられている一方、先進国では担保掛目比率の制限(LTV)、途上国や新興国では海外からの資本流入に対応した外貨借入れを抑制するような措置がより頻繁に活用される傾向がみられる。

マクロプルーデンス政策の効果としては、全般 的に信用の伸びを抑制する効果がみられ、特に、 新興国や途上国ではその効果が大きい傾向がみら れる(第3表)。これは、新興国や途上国では金融

市場の発展度が低いことからマクロプルーデンス 政策がより活用されていること等が反映されてい ると考えられる。他方、マクロプルーデンス政策 が住宅価格に与える影響については、方向として は住宅価格の上昇に抑制的に働くことが示唆され るものの、統計的には有意にはならず、確たる効 果があるとまでは言えない結果となっている。マ クロプルーデンス政策の具体的な手段の効果につ いてみると、対所得の債務比率の制限(DTI)、担 保掛目比率の制限 (LTV) といった借り手側の措置 は、先進国、新興国、途上国ともに信用増加を抑 制する方向に働いている。金融機関に対する直接 的な規制については、途上国では全般に信用増加 抑制に効果がみられるほか、外貨建て融資の規制 (FC) などは新興国、途上国ともに強い信用増加 抑制効果を持っている。

マクロプルーデンス政策のうち、住宅ローンの 動向に最も直接的に影響を与えるのは、担保掛目 比率の制限(LTV)と対所得の債務比率の制限(DTI) であり、住宅市場の大きな変動を経験した国の多 くが採用している。Jacome and Mitra (2015)では、 LTV と DTI の活用状況について分析しているが、 これによると、分析の対象となった5カ国・地域 (韓国、香港、マレーシア、ポーランド、ルーマ ニア)のデータをプールして推計した結果、10% の LTV の引き締めは不動産融資の水準を 0.7%低 下する効果を持った一方、住宅価格への影響は統 計的には有意にならなかった。また、国別に時系 列で推計した場合には、韓国だけはLTV の引き締 めが住宅価格の低下につながるとの結果が得られ たものの、他の国ではそうした効果はみられなか った。これは、韓国以外の国の場合、規制のかか らない海外の銀行からの借入れ増加などによって、 LTV の効果が弱められている可能性があることが 考えられる。

このような分析結果を踏まえると、マクロプル ーデンス政策には、信用の伸びを抑制し、それに よって金融システムの脆弱性を是正する効果が明 確にみられるものの、住宅価格の上昇そのものを 抑制する効果は限られているとの見方ができる。

したがって、住宅バブルを防ぐためには、マクロ プルーデンス政策だけでなく、既に述べた包括的 な予防策、つまり、金融政策、マクロプルーデン ス政策、経常収支の不均衡への対応、住宅供給や 需要に影響する構造的な問題への対応が必要にな る。

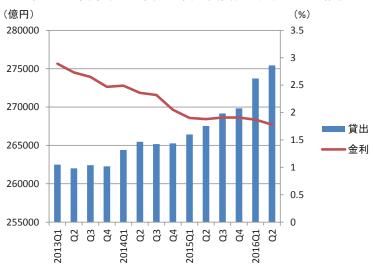
(マクロプルーデンス政策の運営に関する課題)

マクロプルーデンス政策の運営にあたっては、 多くの国で中央銀行と金融監督当局の連携が強化 されているが、特に、金融システム監視における 中央銀行の役割が大きくなる傾向がみられる。こ れは、マクロプルーデンス政策の運用には、マク 口経済情勢に関する情報分析と金融システムに関 する情報の双方が必要であることを反映している。 このように、金融政策とマクロプルーデンス政策 を協調して運用することにより、物価安定と金融 システムの安定という二つの政策目標への対応が より容易になり、金融政策運営の負担を軽減させ ることができると考えられている。他方、金融シ ステム健全化のための規律の厳格化がマクロ経済 に悪影響を及ぼす危険性があるために、場合によ っては、マクロ経済への懸念から金融健全化措置 が遅れるといったモラルハザードを生じさせる危 険性も指摘されており、この点は注意が必要であ

また、マクロプルーデンス政策の実効性を高め るためには、システミックなリスクの評価、適切 な政策手段の選択、効果の作用・副作用を考慮し た政策の執行、規制の抜け穴など実効性について の監視、情報収集の強化なども大きな課題である。

3. 日本の状況の考察

日本では、デフレからの脱却を目指して、長期 にわたる金融緩和措置がとられている。特に、黒 田総裁になってからは、2013年4月の量的・質的 金融緩和政策の導入とその後の金融緩和の拡大、 2016年1月のマイナス金利政策の導入といった一 連の大胆な金融緩和政策がとられ、金利水準は短 期からかなり長期のターム物に至るまでマイナス



第5図 貸家業向け貸出残高と賃貸住宅融資金利の推移

(出所)日本銀行貸出先別貸出金 等

となり、イールカーブがフラット化した。ただし、 金融機関の利鞘縮小による収益悪化が懸念される 中で、2016年9月の金融政策決定会合では、長短 金利の操作を行うイールドカーブ・コントロール が採用され、10年物国債金利が概ねゼロ%程度で 推移するよう、長期国債の買入れを行うこととさ れるなど、金融緩和の枠組みの調整が行われた。 他方、同じ9月の会合で、2%の「物価安定の目標」 の実現を目指し、これを安定的に持続するために 必要な時点まで緩和を続けるという「オーバーシ ュート型コミットメント」が採用されており、金 融緩和が長期化する可能性が示唆されている。

こうした金融緩和により、住宅ローン金利も低下しており、住宅建設は堅調となっており、地価についても全体として上昇基調に転じつつある。 具体的には、平成28年地価調査によると、全用途平均は、下落幅が前年のマイナス0.9%からマイナス0.6%へと縮小し、用途別では、住宅地は小幅下落しているものの、商業地は昨年までの下落から横ばいに転じている。三大都市圏では、住宅地は0.4%の小幅上昇であったが、商業地では2.9%と上昇基調を強めた。こうした背景には、継続する低金利環境や、住宅ローン減税等の施策による需要の下支え効果に加え、商業地では、外国人観光客の増加などによる店舗、ホテル需要の高 まり等が影響している可能性が指摘されている。 ただし、住宅価格の可処分所得や賃貸料に対する 比率などでみると、水準はバブル期の半分程度で あり、全体としてバブルの可能性が懸念されるよ うな状況にはないとみられる。

他方、信用の増加という観点からは、一部にやや注意すべき点もみられる。業種別貸出の前年比伸び率をみると、製造業を含むほぼ全業種向けでプラスとなっている中で、預金取扱金融機関の不動産向け貸出(アパートローンを含む)が拡大している。金融庁が2016年9月に公表した「金融レポート」では、不動産向け貸出の現状については、1980年代後半及び2000年代半ば頃の拡大局面との比較において、高い伸びとなっていないものの、今後の動向について注視が必要であるとされている。特に、貸家については、低金利の影響に加えて、相続税の変更によって節税対策としても用いられており、実需と乖離しないように注視が必要である(第5図)。

現在の日銀の金融緩和政策が実体経済や物価に 影響を及ぼす経路としては、金利の低下が投資を 促すこと、ポートフォリオ・リバランスによって 金融機関や投資家がよりリスク資産を持つこと、 予想インフレ率が上昇すること、といった3点が 挙げられる。こうした観点からは、金融緩和政策 によって、不動産融資が増加し、地価や不動産価 格が上昇することも、金融緩和の効果の一端では あると言えるが、それが金融システムや経済を不 安定化させないように注意することも必要である。 そうした観点からは、現在の信用市場や不動産市 場はプルーデンス政策的に問題となるほどの状況 にはないと考えられるが、今後もその健全性を保 つためには、緩和されたマネーが不動産投資など に集中せず、設備投資や研究開発投資等の前向き な企業活動に向かうように、構造政策の推進によ って企業の成長機会を切り拓いていくことが最も 重要である。特に、IoTやAIといった技術革新に よって、世界的に大きくビジネス・モデルが変わ ろうとしている中で、そうした分野への資金やそ の他のリソースの円滑な移動が促されることが期 待される。

4. まとめ

本稿では、世界の住宅価格動向やマクロプルー デンス政策の進捗について、最近の状況を概観し た。先進国では、世界経済の回復が緩やかなもの にとどまっていること等から、緩和的な金融政策 が長期にわたって継続しており、また、先行きに ついても暫くの間緩和的な状況が続くと見込まれ る。こうした中で、世界の住宅価格は緩やかに増 加しているが、総じてみれば、急激な信用増加を 伴うような住宅価格の上昇はみられておらず、日 本を含めて大きく懸念される状況にはない。しか しながら、北欧など一部の国では、低金利環境の 中で住宅上昇には注意が必要である。マクロプル ーデンス政策は、これまでの実証研究の結果から は、信用増加の抑制に一定の効果があることが確 認されており、住宅価格ブームを防ぐ重要な手段 である。ただし、住宅価格は、信用による影響だ けでなく、住宅供給面の政策や税制などのインセ ンティブの影響も受けることから、住宅バブルの 懸念のある国では、より包括的な取組が望まれる。

日本を含めて、世界的な金融緩和政策が、金融 システムの安定を損なうことなく、経済回復とイ ンフレ率の引上げにつながるためには、構造政策 の取組みを並行して行うことによって成長分野を切り拓き、そこに成長資金が流れていくような好循環を生み出す必要がある。特に、Secular stagnationの議論にみられるように、世界経済の低迷が構造的な要因によるところが大きいとすれば、なおさら長期的な投資需要を喚起するような包括的な対応が必要である。

参考文献

Cerutti, E., Dagher, J. and G. Dell'Ariccia (2015a), "Housing Finance and Real-Estate Booms: A Cross-Country Perspective," IMF Staff Discussion Note, June, 2015

Cerutti, E., Claessens, S. and L. Laeven (2015b), "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence", IMF Working Paper, WP/15/61, March 2015

IMF (2013), Key Aspect of Macroprudential Policy, April 2013

IMF Global Housing Watch

http://www.imf.org/external/research/housing/ Jacome, L. and S. Mitra (2015), "LTV and DTI Limits - Going Granular," IMF Working Paper, WP/15/154, July 2015

Summers. L. (2014), "U.S. economic prospect: Secular stagnation, hysterisis, and the zero lower bound", Business Economics 49(2)