

## 特集 マイナス金利下における金融・不動産市場

## 2013 年以降の日本経済と不動産市場

同志社大学経済学部 教授 北坂 真一  
きたさか しんいち

## 1. はじめに

2013 年以降の日本経済は大規模な金融緩和に支えられ、消費税率引き上げの影響を除けば、総じて良好なマクロ経済の状態が続いている。本稿では、この期間に行われた金融政策を中心とする政策対応と円レートや株価、景気、さらに不動産市場の動向を考察する。不動産市場においては、金融緩和による短期的な要因と、日本経済が直面する人口減少と高齢化という長期的な要因により特異な動きがみられる。こうした問題をデータに基づいて指摘し、今後の日本経済や金融政策をはじめとする必要な政策対応について、その方向性や注意を必要とする点を指摘したい。

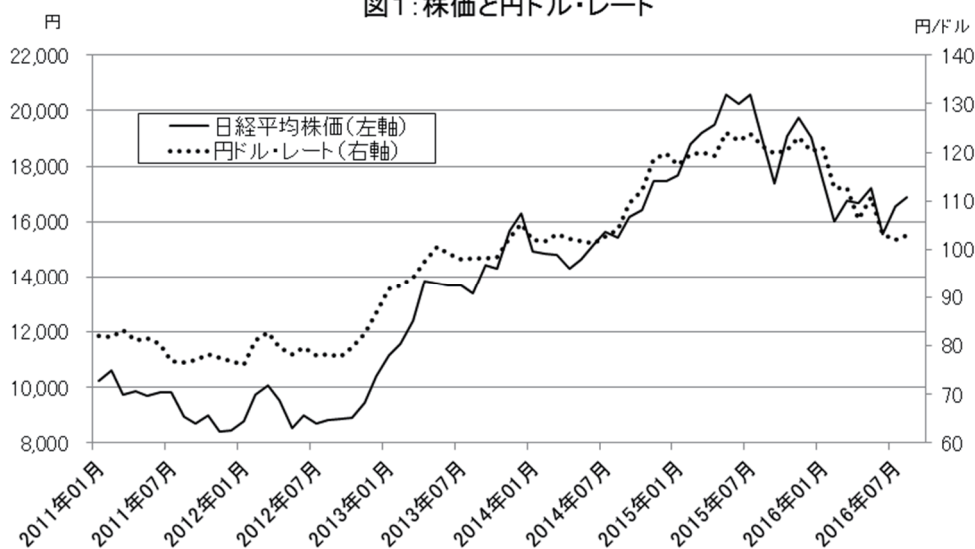
## 2. 金融緩和と円レート、株価

最初に、日本の金融政策とそれに敏感に反応するとみられている 2 つの資産市場、すなわち外国為替市場と株式市場の動きを確認しておく。

日本銀行は白川方明総裁の下で 2010 年 10 月以降、包括的緩和政策と呼ばれる金融緩和を実施した。2012 年をみても、2 月 14 日、4 月 27 日、9 月 19 日と繰り返し追加緩和策を実施している。ところが、そうした金融緩和に対して円レートや株価は目立った変化を示さず、円高と株価の低迷が続いた。

図 1 には、円の対ドル・レートと株価の動きが描かれている。一見して分かるように、2011 年以降、両者は基本的に同じ方向に動いている。2011

図 1: 株価と円ドル・レート



出所: Yahoo!ファイナンスより元データを取得し、筆者作成。月末値。

年から2012年夏にかけて円レートは1ドル70円台から80円前後の円高で推移し、日経平均株価も1万円を割り8千円台から9千円台と低迷した。先ほど述べたように、この期間に日銀は金融緩和を実施しているが、図1のグラフをみるかぎり円レートや株価に目立った変化はみられない。

ところが、2012年9月26日に安倍晋三氏が自民党総裁に選出され、11月14日に民主党の野田佳彦内閣総理大臣（当時）が衆議院の解散を表明すると、円レートはすぐに円安に反応し、株価も上昇に転じた。

この円安・株高のトレンドは、2013年春から2014年夏にかけてやや緩やかになるものの2014年秋から再び加速し、2015年春から夏には1ドル120円を超える円安となり、日経平均株価は一時2万円を超える株高となった。2012年秋からの円安・株高トレンドは約2年半続いたことになり、この間に円レートは40円以上、率にして50%以上の円安に、また株価は日経平均で1万円以上、率にして100%以上の株高に動いたことになる。実に大きな資産価格の変動が、発生したことが分かる。

こうした円安・株高のトレンドは、2015年夏をピークに転換する。米国の利上げが意識される中で2015年6月に中国株が急落し、8月には中国の景気減速懸念等から世界同時株安が発生した。これをきっかけとして、円レートと株価は円高・株安のトレンドに転換した。この円高・株安の傾向は、そのトレンドを見るかぎり、本稿の執筆時点（2016年9月末）まで続いている。

このように金融政策に反応するとみられる円レートと株価は、その大きなトレンドの転換に注目すると、政治的要因や世界経済の動向に強く影響されていることが分かる。

もちろん、日銀の金融緩和が効果を持たないということではない。例えば、Ueda(2013)では、2013年4月4日に実施された黒田東彦日銀総裁のもとでの量的・質的金融緩和政策が、円レートに有意な効果をもったことがイベント・ストスタディーにより示されている。また、それに先立つ量的緩

和政策も、本多(2014)の時系列分析において、株価の上昇を通じて生産活動を刺激したことが示されている。円レートや株価のトレンドが変わるようなきっかけは、政治的要因や世界経済の動向だとしても、日銀による大規模な金融緩和のサポートがあるからこそ円安や株高の動きが2年以上にわたって継続し、結果的に大幅な円安・株高をもたらしたとみることができる。

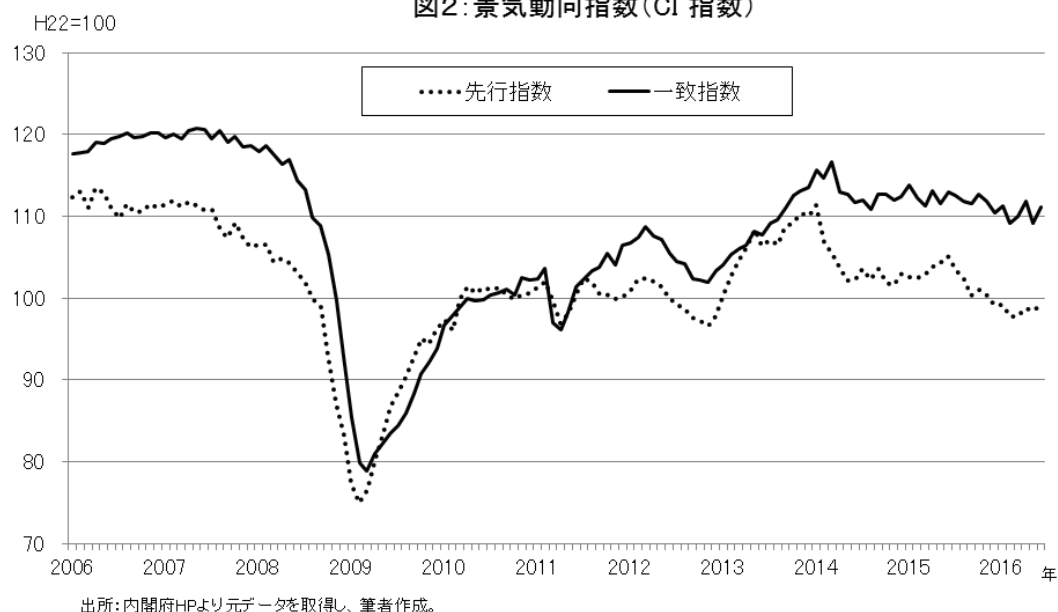
2016年以降の金融政策の動きとしては、2016年1月のマイナス金利政策、7月の上場投資信託(ETF)の保有残高増額、9月のイールドカーブ・コントロールとオーバーシュート型コミットメントの組み合わせという新しい金融政策の枠組みがある。特に、マイナス金利は金融機関の収益構造に大きな影響を与えるとされ、またイールドカーブ・コントロールは長期金利をコントロールしようとする新しい試みであり、その操作可能性と日本経済全体への影響が注目される。

### 3. 景気と物価

2012年秋から約2年半にわたって進行した円安・株高は、わが国のマクロ経済に良い影響を与えた。円安は、内閣府(2014, 2016)が指摘したように、企業収益の改善をもたらした。また株高は、内閣府(2013)や宇南山・古村(2014)が指摘したように、資産効果を通じて消費需要を刺激した。結果として、2013年から最近時点まで景気は力強さには欠けるものの、大きく悪化することはなく総じて堅調に推移した。

図2には、景気動向指数の動きが描かれている。これをみると分かるように、景気動向指数は先行指数、一致指数ともに2012年11月をボトムに上昇に転じている。この上昇は、先行指数で2014年1月、一致指数で2014年3月まで続いた。その後、消費税率引き上げの影響で、先行指数も一致指数も下落に転じている。事前の予想では、消費税率引き上げによる駆け込み需要反動の影響は2014年夏ごろまでに解消され、その後は再びもとの回復軌道に戻るとみられていた。しかし、実際には元の力強い景気回復には戻らなかった。景気

図2: 景気動向指数(CI 指数)



動向指数をみると、特に先行指数は右下がりであり、力強さに欠ける。しかし、一致指数はほぼ横ばい圏で推移している。失業率など雇用環境は良好であり、GDPの速報値等も含めて総合的に判断すれば、2016年夏時点では緩やかな回復基調が続いていると判断される。

ここで景気の先行きについて、簡単に検討しておこう。低成長・低インフレが続くなかで、金融政策は基本的に緩和政策が維持されると思われる。そうした状況で、日本経済の景気悪化につながる今後の懸念事項としては、①米国の金利引き上げ、②中国経済の減速、③英国のEU離脱および欧州の金融・経済問題、の3点が挙げられよう。いずれも海外経済の問題であり、日本の景気は世界経済次第ということになる。2008年のいわゆるリーマン・ショックを契機とした世界経済危機で明確になったように、問題の発生が日本以外の国・地域であっても、日本経済はその影響を強く受ける環境に置かれている。経済のグローバル化が進展し、国内市場の規模が縮小するなかで、多くの日本企業が販路を海外に求めているためである。またこの結果、今回の景気回復局面で際立ったように為替レートの動向が日本経済にとって重要になる。その過度な変動や、大幅な円高への移行は日本経

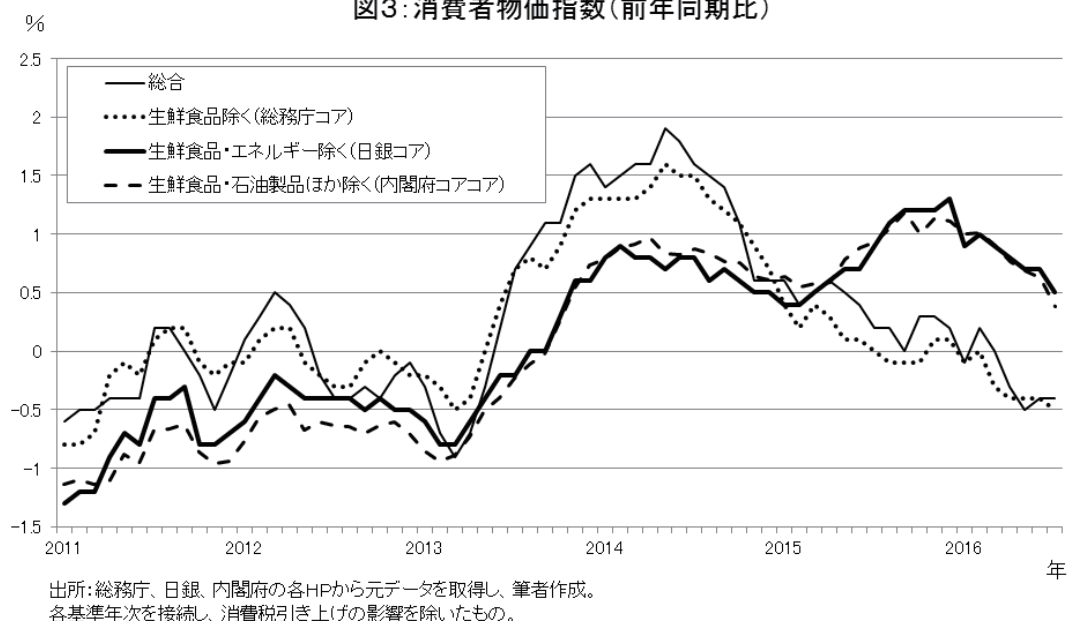
済に悪影響を与える。

マクロ経済の状況については、景気とともに物価の動向も重要である。わが国経済は、1990年代以降長期にわたりマイルドなデフレに悩まされてきた。そのデフレからの脱却を最大の目標にして、アベノミクスは強力に金融緩和を推し進めてきた。この観点からみれば、最近の物価の動向を考察した北坂(2016)で指摘したように、すでに日本経済はデフレからの脱却に成功したと判断できる。これはアベノミクス、あるいは黒田日銀総裁による金融緩和の最大の成果である。

図3には、消費者物価指数上昇率の推移が描かれている。消費者物価指数について、ここでは4つの指標をとりあげたが、どれをみても2013年春をボトムに上昇に転じており、2014年春から夏にかけて一部の指標は日銀が目標とする2%にあと一歩と迫っている。その後、2014年秋からインフレ率は下落に転じた。消費税率引き上げ後の需要低迷や原油価格の大幅な下落の影響を受け、総合指数や総務庁コア指数の伸び率は大きく低下し、2016年にはマイナスになっている。

しかし図3において、生鮮食品・エネルギーを除く日銀コア指数や、内閣府コアコアとよばれる生鮮食品・石油製品及びその他特殊要因を除く総

図3:消費者物価指数(前年同期比)



合をみると、それらの指標はトレンドとして右肩上がりを示している。これらの指標では、いずれも原油価格変動の影響が除かれている。こうした動きを総合的に判断すると、わが国経済は長年にわたり続いたマイルドなデフレの状況から脱し、インフレ率 2%の目標値に向かって緩やかではあるが着実に近づいているものと判断される。

ここで、物価指標の動向と日銀が採用する「物価安定の目標」政策（インフレーション・ターゲット）の関係について、あらためて確認しておくことが有益である。もともとこの政策は、金融政策の枠組み（フレーム・ワーク）として学術的に議論されており、中央銀行が厳密にインフレ率を 2.0%にコントロールすべきだとか、その目標値を短期間のうちに実現出来る、といった観点は含まれていない。マクロ経済において人々の予想インフレを安定化することが重要であり、そのために中央銀行が金融政策の目標として一定の数値を示すことが有益である、との考えに基づくものである。また数値目標を掲げるものの、物価の動向を特定の指標で把握することは困難であり、基調として物価の動向を注意深く観察することが重要と考えられている。その観点からすると、金融緩和を続けることは日本経済の現状から必要であるが、

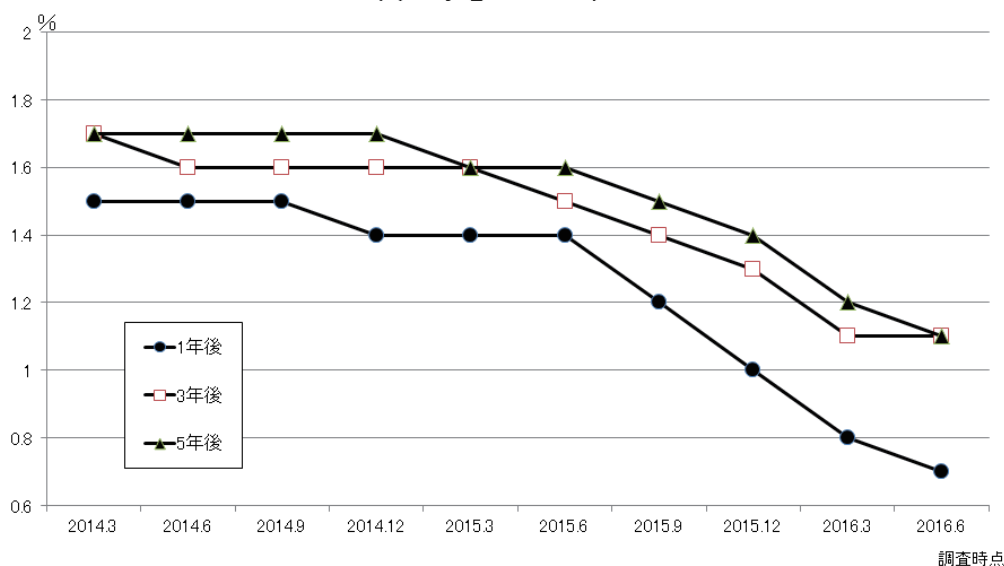
デフレから脱した現段階において、短期間に 2%という数値の達成にこだわる必要もない。

今のべたように、マクロ経済的には現実の物価とともに、予想インフレが重要であり、金利の引き下げが難しい状況でも予想インフレを高めることができれば、景気を刺激することができる。予想インフレは直接観察できないが、近年その重要性から各種のサーベイ調査により予想インフレ率が計測されている。

図 4 には、日銀の短観で調査された企業の予想インフレ率が描かれている。この図をみると、少なくとも 2014 年の時点で 1 年先から 3 年先、5 年先の予想インフレ率が 1.5%から 1.7%程度であることが分かる。この予想インフレ率の値は 2%に近く、マクロ経済的に良好な水準と言える。しかしその後、2015 年夏以降は予想インフレ率が明らかに低下している。

こうした予想インフレの動きから、最近の積極的かつ大規模な金融政策をもってしても予想インフレを安定化させることは容易ではないことが判明した。これは貴重な教訓である。しかし同時に、これまでみてきたように適切な金融緩和によって長年続いたマイルドなデフレから日本経済が脱却できたことは、それ以上に貴重な教訓と言えよう。

図4: 予想インフレ率



出所: 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」の企業の物価見通し、物価全般の見通しのデータから筆者作成。

#### 4. 金融緩和と不動産市場

不動産市場について、最初にマクロ経済の視点から住宅投資の動向をみておこう。図5には、GDP統計における実質民間住宅投資（前年同期比）の動きが描かれている。これを見ると分かるように、2012年、2013年と堅調な伸びを示したが、2014年度は大きく落ち込んでいる。これは、明らかに2014年4月の消費税率引き上げの影響である。

民間住宅投資がGDPに占める割合は、3%前後と大きくはない。しかし、新しい住宅が建つと家電製品等関連する物品が購入されるので、こうした間接的な消費を含めると景気に及ぼす影響は小さくないことが知られている。消費税率に関しては今後も10%への引き上げが予定されており、消費税の逆進性の観点から食料品等の軽減税率が議論されている。そうした議論とは別に、マクロ経済の観点からは消費税率引き上げが景気のかく乱要因になることを防ぐことも重要である。

すでに指摘したように、2014年4月の消費税率引き上げにおいてその影響は夏ごろには解消されるとみられていたが、実際には1年以上を要している。図5の民間住宅投資の動きをみても、前年比プラスに転じたのは消費税率引き上げから1年以上が経過した2015年7-9月期である。政府はこ

うした悪影響を軽減しようと補正予算等で経済対策を行ったが、そうした方法で景気の変動を平準化することが困難であることは、北坂(2006)で指摘した通りである。

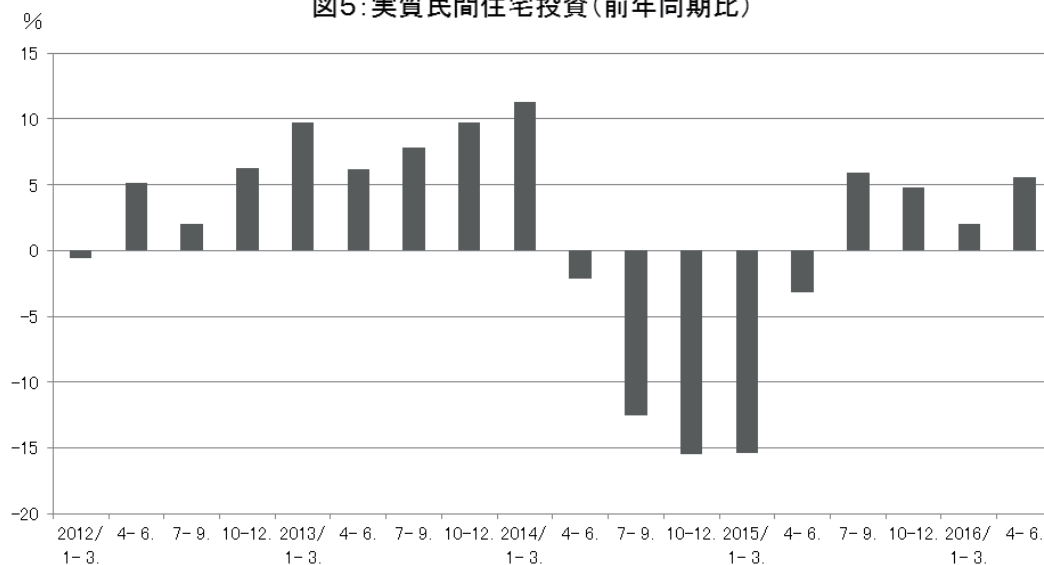
したがって、今後の消費税率引き上げにおいては景気への悪影響を事前に取り除く観点から、住宅購入や新築に関して消費税率引き上げの影響を直接的に軽減するような一層の配慮が必要であろう。

次に、金融緩和と不動産市場の関係をみておこう。図6には、不動産業向け貸出金残高の推移が描かれている。不動産業向け貸出金は2016年6月末で前年比6.7%と2007年6月のいわゆるファンド・バブル以来の高い伸びを記録し、金額でも約68兆3千億円と過去最高の金額を更新した。金融緩和による資金の多くが、不動産市場に流れ込んでいることを示している。

こうした資金の流れから、不動産市場には相反する2つの面が浮かび上がってくる。1つは肯定的な面で、2013年以降の金融緩和において外国為替市場や株式市場とともに不動産市場が金融政策の重要な波及経路となっていることである。不動産市場に金融緩和の潤沢な資金が流れ、それが不動産業や建設業への需要を高め、都市の再開発や

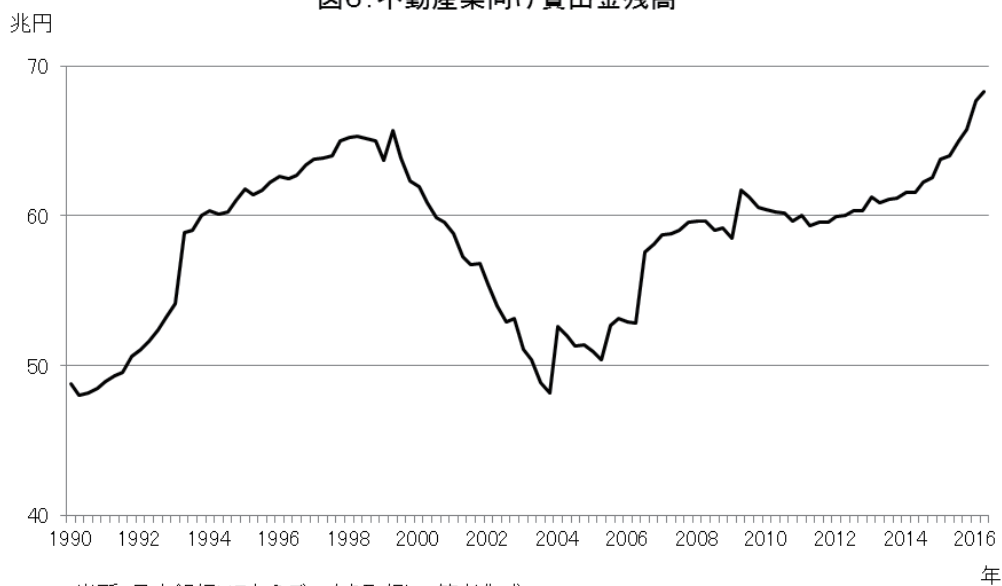


図5:実質民間住宅投資(前年同期比)



出所:内閣府HPから元データを取得し、筆者作成。

図6:不動産業向け貸出金残高



出所:日本銀行HPからデータを取得し、筆者作成。

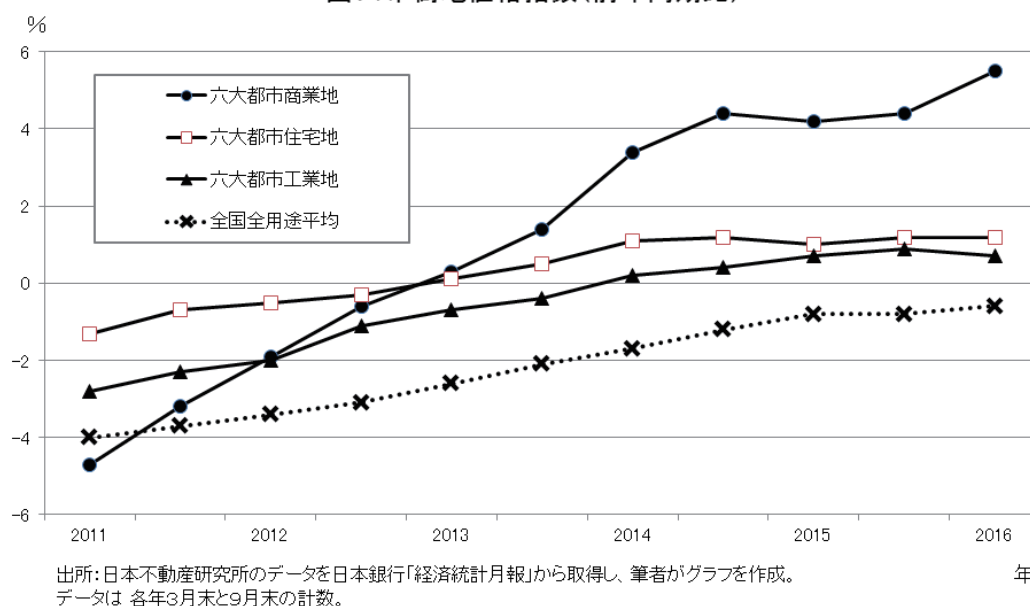
最新の情報化に対応した高機能なビル等の建設が進めば、日本経済の活性化とともに社会の生産性や快適性の向上を通じて国民経済の発展に大きく貢献する。

もう1つは否定的な面で、不動産市場にバブルが生じるのではないかと、という危惧である。不動産市場に流れ込んだ資金が、その基礎的な経済的価値（ファンダメンタルズ）を超えて不動産の価

格だけを高めることになれば、いずれその部分（バブル）は大きく剥げ落ち、経済全体に悪影響を及ぼすことになる。こうしたバブルの崩壊やそれにより発生する経済危機は、近年の世界経済において繰り返されてきた。

実際、現在の不動産市場において、そうしたバブルの兆候を示す指標がすでに示されている。日銀は毎年4月と10月に「金融システムレポート」

図7:市街地価格指数(前年同期比)



を公表しているが、その中で公表される金融活動指標における「不動産実物投資の対GDP比」の項目をみると、2015年10月、2016年3月と2期続けてレッド・シグナルが灯り、過熱状況にあることが示されている。日銀は、総合的にみて不動産市場は過熱状況にはないと判断しているが、その動向に注意する必要がある。

不動産市場の過熱に関連して、不動産価格の指標をみておこう。図7には、日本不動産研究所が公表している市街地価格指数の推移が描かれている。2013年以降、六大都市商業地と六大都市住宅地の伸び率はいずれもマイナスからプラスに転じている。六大都市工業地も1年遅れて2014年にプラスに転じており、今回の金融緩和により都市部の地価は上昇局面に入ったことが示されている。

全国全用途平均は2016年3月の時点においてまだ若干のマイナスであり、地価が下げ止まったという程度に過ぎない。このことは、都市部では地価が上昇に転じたものの、それ以外の地方ではまだ地価の下落が続いていることを意味する。全国的に地価が一斉に上昇するような局面にはなっておらず、この指標をみるかぎり不動産市場全体が過熱している気配はない。

次に、用途別の不動産価格の推移をみておこう。図8には、国土交通省が公表している不動産価格

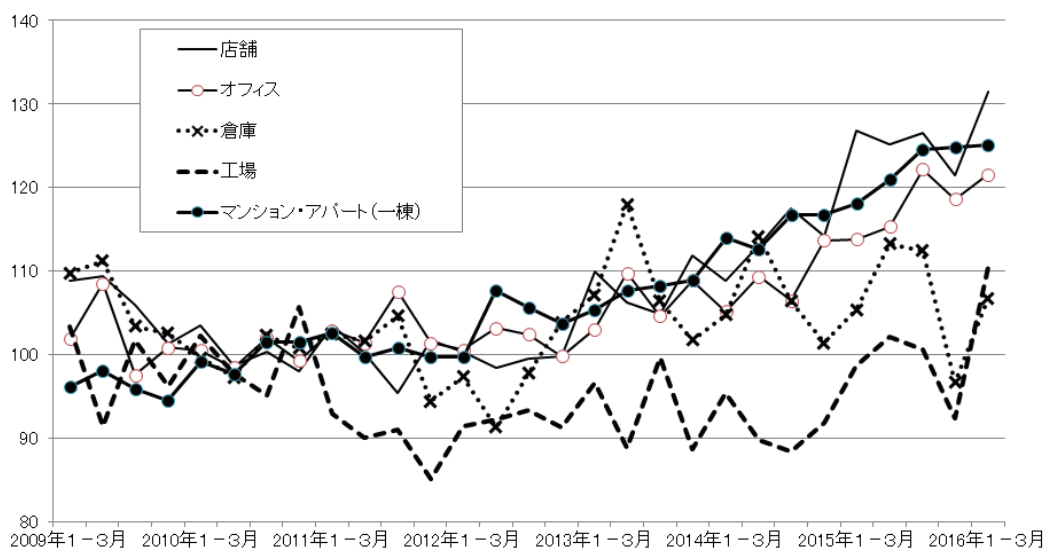
指数のうち商業用不動産の動きが示されている。全体の傾向として、2012年前半までは総じて横ばい圏で推移し、工場については2011年に下落している。しかし、工場を除くと2012年後半から上昇傾向に転じ、倉庫を除いて最近時点まで上昇傾向が続いている。5種類の用途の中では、マンション・アパート（一棟）、オフィス、店舗の上昇傾向が顕著である。工場は2012年以降もしばらく横ばい圏の動きだったが、2015年頃から上昇し始めている。

図9には、不動産価格指数の住宅用不動産の動きが示されている。3種類の用途のうち、2013年1月を底にマンションの価格がはっきりと上昇し始めていることが分かる。この上昇傾向は、2016年に入っても続いている。

住宅地は変動を均してみると2009年以降緩やかな低下が続いており、大規模な金融緩和が実施された2013年以降もその低下傾向に変化はない。戸建住宅も2013年は2012年に比べるとやや回復したがその傾向は続かず、おおむね同水準の周りで上下している。

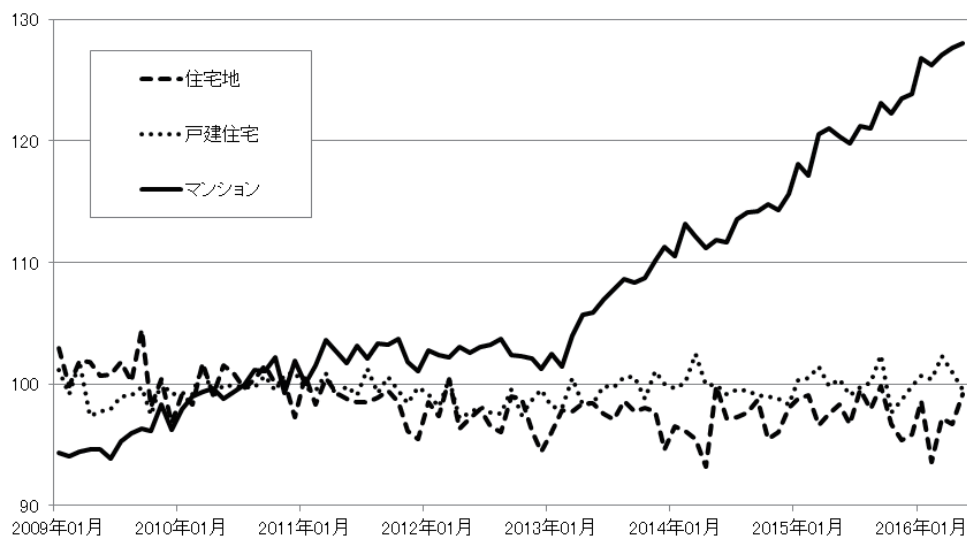
図8と図9から、次のような不動産市場の様子が浮かび上がる。2012年秋以降の円安・株高への転換とほぼ同じタイミングで、不動産市場も活性化した。この動きは、2013年春以降の日銀による

図8:不動産価格指数(商業用不動産)



出所:国土交通省のHPから元データを取得し、筆者がグラフを作成。

図9:不動産価格指数(住宅)



出所:国土交通省のHPから元データを取得し、筆者がグラフを作成。

大規模な金融緩和、すなわち黒田日銀総裁の下で実施された量的・質的金融緩和、による潤沢な資金に支えられ現在までほぼ一貫して継続している。地価や不動産価格の動きから分かるように、資金は都市部のマンション、オフィス、店舗、に集中している。こうした動きの背後にはわが国の人口減少や少子・高齢化があり、例えば住宅についてはその居住空間の広さや豊かな自然環境よりも、買い物や病院、交通の利便性などが重視されるよ

うになったことが指摘されている。地方では人口減少と高齢化が急速に進んでおり、今のところ東京では人口増加が続いていることも、こうした動きをもたらす要因である。したがって、不動産市場の資金が一部に集中する正当な理由はある。

しかし価格的にみて、高齢化・少子化のようなファンダメンタルズに基づく要因だけで図9に示されたマンション価格の大幅な上昇を説明できるだろうか。多くの人の所得は、これほどの高い伸



びを示していない。こうした疑問に答えるには一層の分析が必要だが、一部の不動産価格にはファンダメンタルズから高く乖離した、いわゆるバブル的要素が含まれている可能性を否定できないだろう。

ここで、不動産バブルがあったとしても大規模かつ全国的ではなく、局所的なものに過ぎないから問題ではない、と結論付けるのは早計である。一部のバブルの破裂が、全体に悪影響を及ぼさないとはいえないからである。例えば、都市部の不動産市況の悪化が経済全体の心理を悪化させる可能性もある。もし金融システムがぜい弱であれば、経済全体に深刻な影響をもたらす危険性もある。したがって、大規模な金融緩和を実施する場合には、それとともに金融システム全体の健全性にもより多くの注意を払う必要がある。

## 5. おわりに

最後に、本稿の考察と今後の課題をまとめておこう。

2013年以降の大規模な金融緩和を背景に、2015年夏まで大幅な円安と株高が生じた。この円安と株高は日本経済にマクロ面から良い影響を及ぼし、特に消費税率引き上げ前までは力強い景気回復をもたらした。しかし、その後はトレンドとして円高と株安に転じており、消費税率引き上げの悪影響も長引き、力強さに欠ける回復となっている。今後も消費税率 10%への引き上げが予定されており、その実施に際しては、再び景気の大きなかく乱要因となることが予想される。消費税率の再引き上げにむけて、マクロ経済の観点からは住宅投資が大きな影響を受けないように、その変動を事前に軽減するための新たな政策対応を検討すべきであろう。

また一連の大規模な金融緩和により、日本経済は長期にわたるマイルドなデフレから脱出することに成功した。現状においてそのトレンドをみると、物価の基調は目標のインフレ率 2%に緩やかに向かっているとみることができるが、その動きは弱く、最近では原油価格の低下を受けて予想イ

ンフレも低下している。したがって、大規模な金融緩和を継続する必要がある。

2013年以降の日本経済を振り返ると、金融政策による予想インフレのコントロールは容易ではなく、また日本経済は世界経済から強い影響を受けるのでその不確実性は大きい。政府と日銀が協力して政策を実施すればデフレの克服は可能であることが明らかになった。

最後に、大規模な金融緩和は不動産市場にも潤沢な資金を供給し、その活性化に貢献した。しかしその資金は、都市部のマンション、オフィス、店舗等に集中しており、局所的なバブルの可能性を否定できない状況にある。一部のバブルの破裂が、経済全体に悪影響を及ぼす可能性もあるので、当局は金融緩和の実施とともに金融システム全体の健全性にもより多くの注意を払う必要があるだろう。

(2016年9月30日脱稿)

## 参考文献

- 宇南山卓・古村典洋(2014)「株価が消費に与える影響：アベノミクス期を用いた資産効果の計測」、PRI Discussion Paper Series, No.14A-09
- 北坂真一(2006)「マクロ安定化政策としての財政政策—近年の動向と理論的・実証的研究の整理—」、『経済学論叢』(同志社大学)、第57巻、第3号、pp.241-293、2006年3月。
- 北坂真一(2016)「長期デフレの要因と政策対応」『租税研究』(公益社団法人日本租税研究協会)第797号、pp.95-115、2016年4月
- 内閣府(2013)『平成25年版 経済財政白書』。
- 内閣府(2014)『平成26年版 経済財政白書』。
- 内閣府(2016)『平成28年版 経済財政白書』。
- 本多佑三(2014)「非伝統的金融政策の効果：日本の場合」岩本康志・神取道宏・塩路悦朗・照山博司編『現代経済学の潮流2014』第1章、東洋経済新報社、pp.3-38。
- Ueda, K. (2013) The Response of Asset Prices to Monetary Policy under Abenomics, Asian Economic Policy Review 8(2), 252-269.