

日本経済はどこへ向かうのか - 金融政策と住宅価格から考える -

麗澤大学 経済学部 准教授/土地総合研究所 客員主任研究員 大越 利之

日本銀行が量的・質的緩和政策を開始してから 3 年余りが経過した。これは、「2 年程度で 2%」というインフレ率の達成を目標とした日本にとって初となるインフレーション・ターゲティングの導入でもある。その(途中)結果はいうまでもなく、2 年経過時点でも今日時点でもインフレ率は 2% から程遠い。

「異次元」の金融緩和はインフレ率を政府が望ましと考える水準に押し上げるに至っていないが、住宅価格は、この間どれほど変化しただろうか。国土交通省が発表する不動産価格指数(全国・住宅総合)の変化をみると、量的・質的金融緩和以前の 2013 年 3 月の 100.8 から 2016 年 3 月の 107.2 へと年平均で 2.1% 上昇した。

ここで、1990 年代前半からインフレーション・ターゲティングを導入しているイギリス、カナダ、スウェーデンの物価および住宅価格の変化と日本の状況を比較してみよう。これらの国は、リーマンショック以降、それぞれ手法は異なるが、日本と同様に非伝統的な金融政策手段を採用しており、目標インフレ率も 2% 程度に設定している。

イギリスでは、2009 年 3 月に量的緩和が開始され、インフレ率が目標水準を上回り(失業率も改善すると)、2012 年 12 月以降は量的緩和を停止し資産規模を維持している。しかし、2014 年に入ってから原油価格下落の影響等によりインフレ率は 1% を下回っている。その間のイギリスの住宅価格指数(House Price Index)をみると、2009 年 3 月の 81.0 から 2016 年 3 月の 108.7 まで、年平均 4.3% で右肩上がりに上昇している。

カナダも金融危機以降、2010 年 4 月まで非伝統的な金融緩和政策を導入した。カナダのインフレ率はおおむね目標の 1~3% の範囲内で推移し、住宅価格(House Price Index)は、2009 年 3 月から 2016 年 3 月にかけて年平均 5.6% 上昇と高い水準で推移している。

スウェーデンは、日本と同様に、目下デフレを阻止すべく非伝統的な金融政策を継続している。リクスバンク(スウェーデンの中央銀行)が拡張的な姿勢を継続する理由は 2% のインフレ率の達成のためであるが、スウェーデンの住宅価格(Real Estate Price Index・1 または 2 世帯居住用)の上昇率は 2009 年から現在にかけて、年平均 5.7% と高い。

インフレ目標を日本と同様に 2% 程度に設定し、非伝統的な金融政策を採用したこれらの国と比較すると、日本の住宅価格の上昇速度は緩慢であるといえよう。

金融緩和政策は、どのようなメカニズムで住宅価格を押し上げるのか。直感的には「金融緩和 → 住宅ローン金利低下 → 住宅ローン借入需要増(貸出供給増) → 住宅需要増(取引件数増) → 住宅価格上昇」というプロセスが思いつくだらう。先ごろ公表された「平成 27 年度住宅市場動向調査」(国土交通省)によると、住宅取得時に経済的要因が与えた影響度として、金利動向がもっとも大きいとするアンケート回答結果が得られている。

一般的な競争市場の右下がりの需要曲線、右上がりの供給曲線を想定すると、住宅ローン金利低下による住宅需要の増大は、需要曲線を右にシフトさせ、均衡価格は上昇し、均衡取引数量は増加する。しかし、日本の量的・質的緩和以降の住宅ローン貸出残高の伸び率をみると、2014年以降は総貸出残高の伸び率を下回って推移している。また、実際の住宅取引件数については、新設住宅着工件数や売買による土地の所有権移転登記件数の動向をみても、金融緩和以降に明らかに増加傾向にあるとはいえない。ただし、いまの日本の状況をみれば、消費増税、人口減少、建築費用（人件費、建築資材価格）の上昇といった住宅市場を縮小させるような材料が少なくないのも事実である。

先に挙げた諸外国では、金融緩和に伴い「物価の安定」だけでなく「金融の安定（資産価格の安定）」という課題が再び顕現しつつあるが、日本では、家計の負債（住宅ローン残高）の増加率や住宅価格の上昇率はそれほど高くない。

本稿の執筆時点（2016年7月25日）の報道（FNN）によると、日銀の黒田総裁は、G20（中国・成都）の財務相・中央銀行総裁会議を前に、「物価安定目標を早期に実現するために必要ならば、追加的金融緩和措置を講ずる」とあらためて語った。という。

資産価格バブル、信用量の過剰な増大といった金融不均衡の問題が今のところ表面化していない日本では、目標インフレ率の達成のために、まだまだ金融緩和を拡大する余地があると考えて良いのだろうか。もしそうならば、既に金融政策は「異次元」に突入して数年経過するが、次はどこへ向かうのだろうか。

最近、にわかには新聞記事やインターネットニュースで「ヘリコプターマネー（日銀が財政資金を直接手当てする仕組み）」という言葉を目にする機会が増えてきた。しかし、財政法第5条は、悪性のインフレを防ぐために、「すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。」とし、日銀による国債の直接引き受けを原則として禁じている。この制度は、経済・金融の苦い歴史から得られた教訓を踏まえたうえで定められたものである。黒田総裁は「ヘリコプターマネー」の導入を否定しているようであるが、非伝統的な金融政策をいかに正常化するかではなく「異次元の先」を探るような議論が出てくるということは、現時点で、金融・財政政策が手詰まりとなっていることの裏返しなのであろう。今後の日本経済を考えると、短期的な景気浮揚策について思慮をめぐらすのではなく、再び「構造改革」「成長戦略」を最前面に押し出した政策運営により、過去20年にわたり蓄積されてきた国民の不安を着実に取り除くことが求められよう。