

超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響

宮城大学 事業構想学部 教授 田邊 信之
たなべ のぶゆき

はじめに

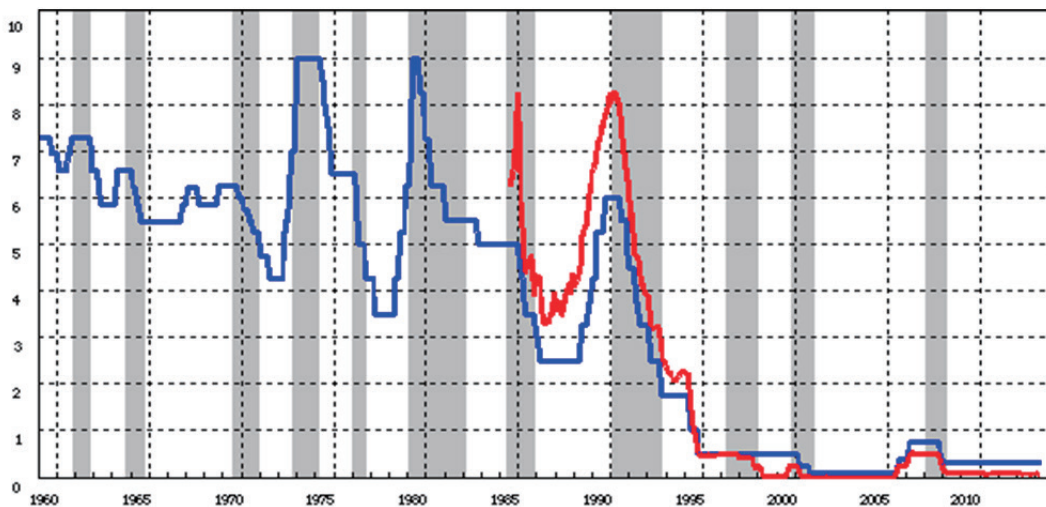
日本では 90 年代後半から超金融緩和の状態が続いており、景気や不動産価格の下支えとなっている。だが、金融緩和の長期間の継続は、バブルの発生を含め、不動産価格の形成に何らかの弊害をもたらす懸念もある。そこで本稿では、不動産の価格形成要因を整理したうえで、それを過去の地価高騰期に当てはめることにより、超金融緩和が今後の不動産価格に及ぼす影響を探ることとする。

1. 超金融緩和とアベノミクスの経済的効果

1990 年代のバブル崩壊後、日銀は日本経済のデフレからの脱却を図るべく、1999 年 2 月に無担保

コールレート（オーバーナイト物）をほぼゼロに引き下げる、いわゆる「ゼロ金利政策」を採用するに至った（図表 1）。2000 年 8 月にいったん同政策を解除したが、その後の景気悪化を受け、2001 年 3 月 1 日には無担保コール翌日物の金利を 0.25% から 0.15% に引き下げるとともに、同月 19 日には「量的緩和政策」を導入し、金融政策の誘導目標を「日本銀行の当座預金の残高量」に変更した。実質的なゼロ金利政策の復活である。2006 年 3 月に量的緩和政策を解除したが、2007 年 2 月より無担保コールレート（オーバーナイト物）誘導目標を段階的に引き下げ、2008 年 12 月には 0.1% 前後を誘導目標とした。また、2010 年 10 月にはデフレ脱却のための「包括的金融緩和政策」

図表 1：基準金利の長期推移



(注) 青線：基準割引率及び基準貸付利率、赤線：無担保オーバーナイト金利

資料：日本銀行統計に基づき作成

を採用した。

更にアベノミクスによる大胆な金融緩和の方針を受け、日銀は2013年4月から「量的・質的金融緩和政策」を導入し、その具体的な施策として、マネタリーベースの年間約60～70兆円の増加、イールドカーブ全体の金利低下を促すための長期国債保有残高の年間約50兆円のペースでの増加、ETFやJ-REITの買入の拡大などを盛り込んだ。また、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、「量的・質的金融緩和」を継続することを宣言した。

このように、日本では1999年からほぼ一貫して超金融緩和政策が講じられており、しかも2%の「物価安定の目標」の達成に必要な時点まで継続することが予定されている。斯かる金融緩和の必要性についても議論のあるところではあるが、特にアベノミクスによる大胆な金融緩和政策のデフレ対策としての有効性については、賛否両論が錯綜している。賛成派の多くは、マネタリーベースの大幅な増加が、株高による資産効果を通じた消費の増加、円安を通じた輸出の増加、インフレ期待の醸成などをもたらし、それらが需要を増加させ物価上昇につながるという主張を展開する。一方、反対派は、デフレは需要不足やグローバル化

による製品・人件費の低下などに起因するものであり、単にマネタリーベースを増やすだけでは、本質的な解決には至らないと考える。

現在までのところ、株高、円安は現実のものとなっているが、日銀が民間銀行に供給したマネタリーベースの伸び率（前年比50%以上の増加）に比べ、市中に出回るマネーストックの伸び率（前年比5%以内の増加）は極めて限定的なものに止まっている（図表2、3）。これは日銀が民間銀行に供給した資金の多くが、そのまま民間銀行に滞留し、企業の設備投資や民間消費に回っていないことを意味する。従って、現時点ではアベノミクスによって、日本経済がデフレ脱却の軌道に乗つつあるとまでは言うことはできない。しかし、漸く日銀の施策が浸透し始めたところであるため、その有効性については、アベノミクスの第3の矢となる「成長戦略」を含め、今しばらく時間をかけて検証する必要がある。

2. 超金融緩和の不動産価格への影響

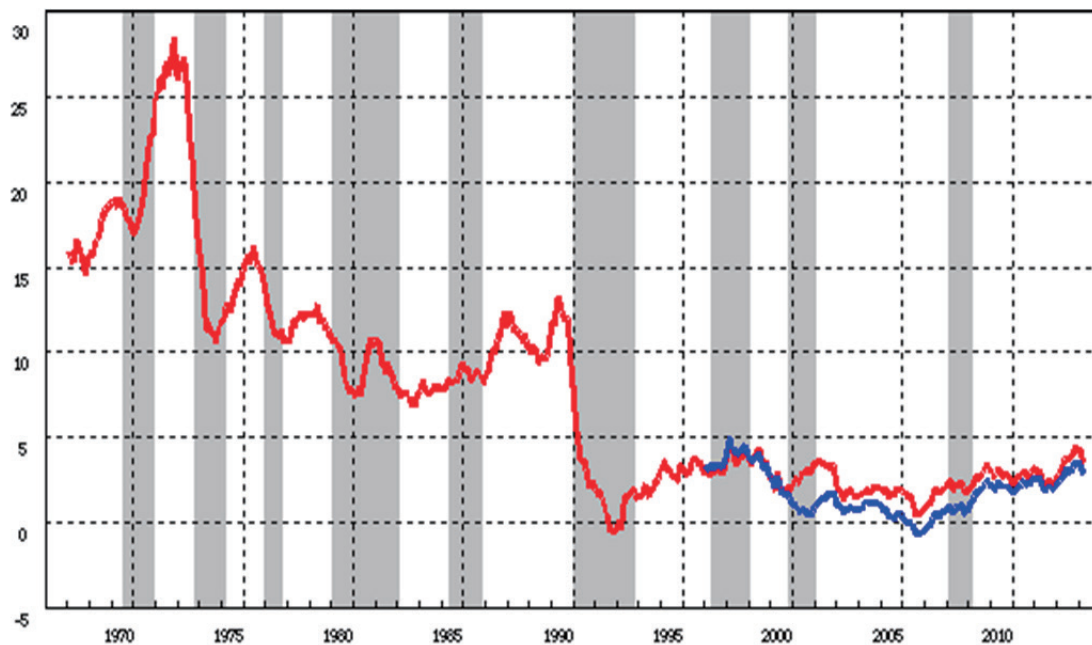
次に超金融緩和、特にアベノミクスが不動産価格に及ぼす影響について考察する。本稿では、不動産価格の形成要素を分解して、それぞれの要素に及ぼす影響を検討することとする。

図表2：マネタリーベースの推移（平残、前年比）



資料：日本銀行統計に基づき作成

図表3：マネーストックの推移（平残、前年比）



(注) 赤線：M2. 青線：M3

資料：日本銀行統計に基づき作成

不動産価格のすべてが収益還元法によって適正に評価できるとは限らないが、日本における不動産投資市場の発展によって、少なくとも大都市を中心とする収益不動産の評価には主に収益価格が用いられるようになってきている。また、不動産市場の裁定機能を通じて、収益不動産以外の不動産価格の形成にも収益価格が影響を及ぼすようになってきている。斯かる実態を踏まえ、本稿では収益還元法の公式を用いて議論を展開していくこととする。

図表4は、この立場から不動産価格の構成要素を分解したものである。分子は不動産が生み出す「キャッシュフロー（以下ではCF）」であり、分母は「リスクフリーアセットの利回り（以下ではRF）」に「リスクプレミアム（以下ではRP）」を加え、そこから「期待成長率（以下ではG）」を差し引いたものとなっている。

CFに関しては現時点での実績であり、その成長率をGで反映することにすれば、これを一定と想定してよい。すると、不動産価格は分母の数値の動きによって変化することになる。

RFとして一般的に利用されているのは、10年物

国債の利回りである。超金融緩和が継続しており、今後も続くことが見込まれるとRFは低金利で安定的に推移するものと考えられる。実際、10年物国債の利回りは、国債の流通市場、先物市場で決定されるが、現時点では安定的な動きを示している。リスク要因として、日本銀行による国債購入が、日銀による国へのファイナンスと受け止められ、将来の財政破綻への懸念から、国債金利が急騰（国債価格は急落）することが考えられるが、本稿ではこの事態が生じた場合については検討の対象外とする。

RPはリスクアセットである不動産に投資する際に要求されるプラスアルファの利回りである。RPは収益変動リスク、資産価値変動リスク、流動性リスクなどから構成される。不動産や株式などのリスク資産への投資に関しては、何らかの政治的経済的なリスク要因が発生したときに、投資家が「リスクオフ」の姿勢となることからRPは上昇する。投資家が「リスクオン」の姿勢になるときは、逆にRPは低下する。また、同じリスク資産であっても、不動産と株式などの他の資産ではRPの水準は異なり、一般的にはミドルリスク・ミド

図表4：不動産価格の構成要素

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{キャッシュフロー}(CF)}{\text{リスクフリーレート}(RF) + \text{リスクプレミアム}(RP) - \text{期待成長率}(G)}$$

ルリターンの特性を有する不動産の RP は株式よりも相対的に小さいものとなっている。

超金融緩和によって、マネーストックが大幅に増加すれば、その一部は不動産市場にも流入することが予想されるため、超金融緩和は RP の低下要因として作用する。特に不動産の購入には借入金を伴う場合が多いため、金融機関から低金利で借入れをしやすい経済環境となることは、RP に大きな影響を及ぼす。金融機関の貸出と不動産価格の強い相関性に関しては数多くの先行研究で指摘されているところである。また、日銀が J リートの発行する投資口（株式会社の株式に相当）の購入に踏み切ったことは、不動産市場への「信用緩和」にも寄与している。

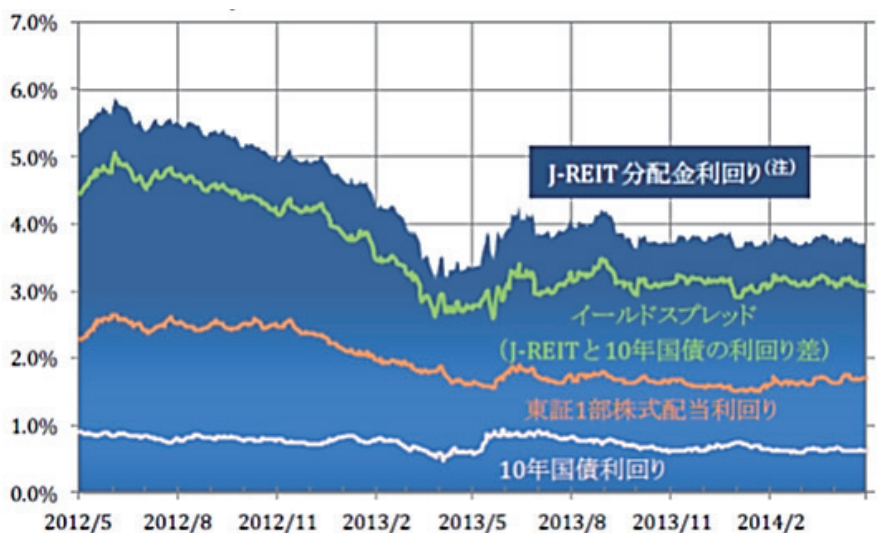
金融危機以降、超金融緩和政策による景気回復や不動産市場への資金流入などへの期待感などから、不動産の RP は実際に低下している。このことは、間接的ではあるが、主に賃貸不動産に投資している J リートの分配金利回りのイールドスプレッド（10年物国債との利回りの差）が、近時縮小

傾向にあることからわかる（図表5）。J リートのイールドスプレッドは、2007年の投資口価格の高騰期とその後の金融危機の時期を除き、2～3%の間で推移してきたが、金融危機後は4～6%まで拡大した。しかし、最近では3%前後にまで低下している。

CFの期待成長率であるGは、高くなればなるほど分母が小さくなるため、不動産価格は上昇する。Gを高めるには、賃貸不動産であれば賃料の上昇期待が生まれることが必要である。賃貸不動産市場は、2008年の金融危機後の一時的な後退から脱しつつあり、オフィスビル市場では空室率が低下し、賃料上昇期待が高まってきている。都心部の賃貸住宅市場も、いち早く回復方向に向かっている。

だが、一方で、オフィスビル市場では賃料反転が約2年前から叫ばれてきたものの、キャッシュフローが目に見えて改善している状況にはないため、こうした成長期待は市場において確固たるものとはなっていない。これが不動産投資市場にお

図表5：J-REIT 分配金利回りの推移（2年間）



(注) 投資法人予想分配金に基づく利回りの時価総額加重平均 (出所) ARES, Bloomberg

いて、買い需要は旺盛ながら、買い手と売り手の価格目線が一致せず、取引がなかなか成約しない要因のひとつになっている、買い手はGに対して慎重な見方をし、売り手はGを高く見積もるためである。

斯かる市場動向を踏まえると、超金融緩和が実際に景気回復につながり、企業のオフィス需要が旺盛にならなければ、Gに対する疑心暗鬼の状態が解消するまでには至らないと考えられる。

以上の分析を整理すると、超金融緩和は不動産の価格形成において、RFを安定的に低めに誘導し、RPを引下げる効果を有することから、不動産価格の上昇要因として機能すると考えられる。ただし、更なる価格上昇のためには、Gへの働きかけが必要であり、そのためには超金融緩和が本格的な景気回復につながり、市場において賃料が明らかな上昇基調に転じることが必要となると考えられる。

なお、アベノミクスで目標とするデフレ脱却は「一般物価」を対象とするものであって、不動産や株式などの「資産価格」の動きとは必ずしも一致しないことに留意する必要がある。アベノミクスによる金融緩和のデフレ対策としての効果に疑問を有する論者も、総じて資産価格にはプラスになると判断している場合が多い。これは、「価格上昇への期待」が資産価格の方が醸成されやすいことに加え、その期待が市場を通じて現実のものとして反映されやすいことによるものである。

資産価格に関しては、アベノミクスによる市場への資金供給の拡大によって、その一部が不動産や株式市場などに流入することが容易に想像されるのに加え、そのように予想した投資家の資金が実際に市場に投入されることになるため、金融緩和の効果が市場に直接的な影響をもたらしやすい。

これに対して、市場への大量の資金供給によって「一般物価水準」の上昇期待を国民に広く抱かせるのは容易ではなく、景気回復があつて初めて上昇期待を抱くようになると考えるのが自然であろう。また、仮に「一般物価水準」の上昇期待を国民が抱いたとしても、そのために需要を急拡大することは予想しにくい。物価上昇期待があるか

らとって、食事を増やすことはないであろうし、食事の質的向上や旅行などのサービスに対する需要を喚起するには、賃金上昇が不可欠となり、そのためには時間を要するからである。ただし、資産価格の上昇による資産効果が消費増加をもたらす、それが景気回復を通じて、「一般物価水準」の上昇につながることは考えられる。

3. 過去の地価高騰期の要因分析

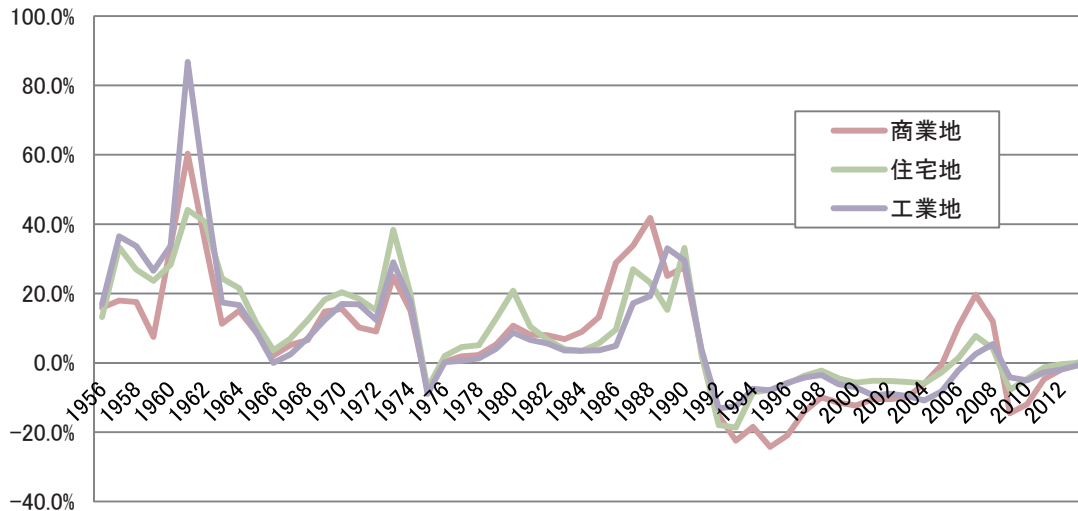
ここまで整理した不動産の価格形成分析と超金融緩和の不動産価格に対する影響を、日本における過去の不動産価格高騰期に当てはめて検証していくことにする。

日本で不動産価格が高騰（上昇）した時期は過去に4回ある。第1回目は60年代の日本経済の高度成長期、2回目は70年代前半の田中角栄首相の列島改造期、3回目は80年代後半の平成バブル期、そして4回目は2000年代中頃のファンド投資が活発化した時期である（図表6）。

第1回目に不動産価格の高騰が起きたのは、池田勇人内閣が「所得倍增計画」を打ち出し、まさに高度成長経済に入ろうとしていた1960年代前半である。戦争によって多くの産業施設が消失した日本で、復興のためにまず必要なことは工業を再興することであった。この結果、工業地に対する買い需要が殺到し、工業地を中心に不動産価格が急上昇し、ピーク時には年間40%近くの上昇率を記録した。工場ができれば、その周辺に住宅や商業施設も必要とされるため、工業地だけでなく住宅地や商業地の価格も急上昇した。

第2回目に不動産価格の高騰が起きたのは、70年代前半である。田中角栄内閣が1972年に「日本列島改造論」で、工場の再配置や道路・鉄道・情報網の全国的なネットワーク化を提唱したことがきっかけである。全国に交通網や情報網を張り巡らして、大都市圏だけでなく、地方も発展させていこうとしたため、全国のあらゆる地域で新たな開発への期待が高まり、これが不動産価格の全国的な高騰につながる事となった。全国のあらゆる用途の不動産価格が高騰し、地価の平均上昇率

図表6：六大都市市街地価格指数の推移（用途別、前期比）



資料：日本不動産研究所「六大都市市街地価格指数」を基に作成

は年間10%を大きく上回り、特に72年から73年にかけては、大都市圏で年間40%前後にも達した。

第3回目に不動産価格が高騰したのは、80年代後半のいわゆる平成バブルの時代である。このきっかけとなったのは、政治・経済・文化などの東京への一極集中、国際化が進み、東京のオフィスビル不足が指摘されるようになったことである。この結果、東京のオフィスビル用地を買おうとする動きが加速し商業地の価格が高騰した。地価高騰は住宅地へも波及し、さらには大阪圏、名古屋圏、地方へと波及していくこととなった。

地域による差異があるものの、地価は80年代後半から少なくとも5年以上にわたって高騰を続け、ピーク時（90年頃）の商業地の地価（公示地価ベース）はバブル前（83年基準）と比べて、東京圏で3.4倍、大阪圏で3.9倍、名古屋圏で2.4倍にも達した。同様に、住宅地でも東京圏で2.5倍、大阪圏で3.0倍、名古屋圏で1.9倍に上昇した。

第4回目の不動産価格の高騰は、2003年頃から大都市圏を中心に起きた。金融機関の不良債権処理などに目途がつき、景気が回復に向かう中で、それまで下落し続けていた不動産が割安になり、投資対象として魅力的なものになった。そこへ世界的な金余りを背景に、国内外の投資資金が日本

の不動産市場に流入し、不動産投資を加速させることとなったのである。2006年から2007年にかけて、六大都市の地価は、商業地で平均15%程度、住宅地で平均5%程度上昇した。不動産価格の上昇率からもわかるように、この時期は、一部の取引に過熱感があったものの、「高騰」とまでは言えないものであった。

これら各時期の不動産価格の高騰要因を概念的に整理したものが図表7である。また、この分析の前提となる長期金利と期待名目成長率の推移を図表8に掲載してある。

第1回目の不動産価格の高騰期には、RFはそれほど低下しておらず、RPの大きな低下要因も考えにくいことから、高騰の最大要因は、日本経済の再生に向けたGの上昇にあったものと推定される。

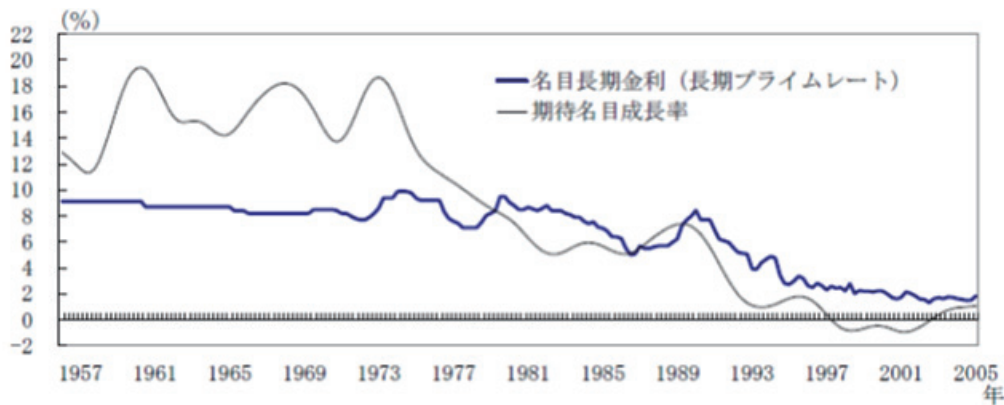
第2回目の高騰期も、RFの低下はそれほど大きいものではなく、列島改造による全国開発の進展に対する期待がGを上昇させたことが地価高騰の最大要因になったと考えられる。この時点では、「土地神話」が国民に広く浸透していたことから、RPは低水準で安定的に推移していたものと推定される。

ただし、第1回目と第2回目の地価高騰期では、名目長期金利が期待名目成長率を大きく下回って

図表 7：過去の地価高騰期の価格形成要因

地価高騰期	リスクフリーレート RF	リスクプレミアム RP	期待成長率 G	ドライバー DR	主な投資主体
I 60年代前半	若干低下(実質水準は低い)	低位安定(土地神話)	大きく上昇	日本経済の復興、高度成長	製造業(実需中心)
II 70年代前半	若干低下(実質水準は低い)	低位安定(土地神話)	大きく上昇	列島改造	大企業を中心に全国民
iii 80年代後半	低下	低位安定(土地神話)	上昇	世界都市・東京、Japan as NO1	中堅・中小企業を中心に全国民
IV 2000年代半ば	超低金利継続	低下	若干上昇	投資のグローバル化	ファンド、外資系

図表 8：長期金利と期待名目成長率の推移



出所：中村康治・才田友美（2007）「地価とファンダメンタルズ」（日本銀行ワーキングペーパー）より抜粋

推移している。この要因に関しては、金融自由化以前の金融市場においては、人為的な低金利政策のもとで信用割当てが行われていたと解する分析が多い（中村・才田 2007）。そうであれば、第1回目、2回目ともに、名目的なRFの低下はわずかにすぎないが、そもそも実質的なRFがかなり低い水準にあり、実体的には強い金融緩和状態にあったと考えるのが妥当であろう。

第3回目の平成バブル期では、「土地神話」がより強固になり、RPは低位安定していたと推定できることからすれば、RFが持続的に低下したことが地価高騰の大きな要因になったものと考えられる。RFが半分になると、他の要因を一定とすれば、不動産価格が2倍近くになっておかしくはない。また、当時は賃料上昇率を過大に予想する傾向（3年間で10%上昇、2年間で8%上昇など）があったことも、Gの上昇に反映されたものと考えられるが、第1回、2回目ほどのGの上昇はなかったものと考えられる。

第4回目の高騰期では、Gの上昇はそれほど大きなものではなかったため、極めて低い水準のRF

が続いたことが、不動産価格高騰の要因となったと言えよう。だが、RFは90年代後半から低水準にあることも勘案すると、この時期に不動産価格の高騰が生じたのは、従来は「土地神話」を背景に低位安定していたRPが、「土地神話」の崩壊とともに90年代後半のバブル崩壊後に急上昇し、それが2000年代前半に低下したことも影響していると考えられる。

以上のように、日本の過去の不動産価格の高騰期の要因分析をすると、いずれも金融緩和がその基本要因となっていることがわかる。また、「土地神話」の崩壊により、それまでは低位安定したRPが可変的なものとなったため、金融緩和による市場への資金供給や金利引下げ、信用緩和が、RPの引下げ要因としても機能することになった点には注目すべきである。

同時に、金融緩和が必ずしも地価高騰に結びつくのではなく、各高騰期には高騰を引き起こす何らかのドライバーが機能していることも見逃せない。それが、第1回目が日本経済の再生（高度成長）であり、2回目が列島改造、3回目が国際都市・

東京 (Japan as N01)、4 回目がグローバル化による国内外からの資金流入への期待であった。4 回目の地価上昇が相対的に小規模で終わった直接的な要因は、リーマンショックを契機とするグローバルな金融危機にあるが、ドライバーが力強さに欠けていたことも要因の一つであったように考えられる。

4. 超金融緩和とバブル

以上の分析を踏まえ、最後に超金融緩和とバブルの関連について簡単に触れておくこととする。

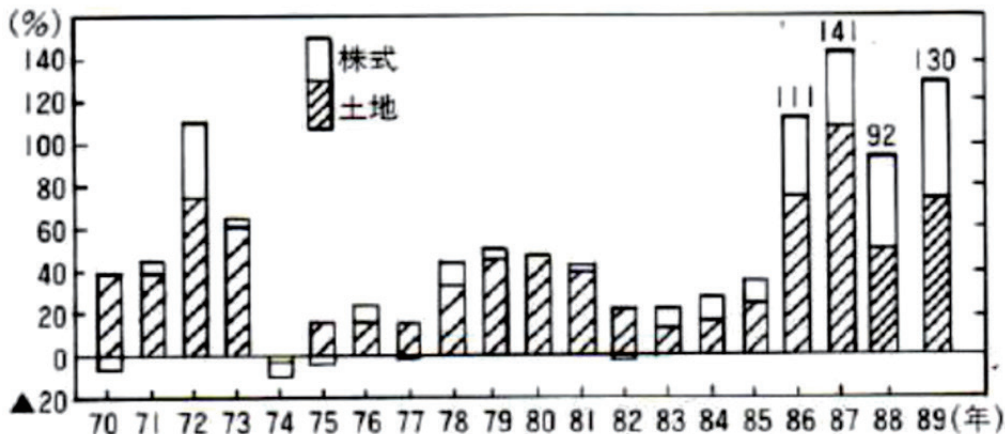
そもそもバブルとは何かについての定義が明確ではないが、「資産価格がファンダメンタルズを反映した水準から大きく乖離すること」とのみ理解すれば、世の中ではあらゆる分野で頻りにバブルが起きている。株価や為替が一時的に、ファンダメンタルズから乖離することはよくあることである。しかも、そもそもファンダメンタルズ的水準感は人によって異なり、専門家の主張する数値が必ずしも正しいとは限らない。そうであれば、学術的な定義はともかくとして、一般通念としては「資産価格がファンダメンタルズを反映した水準から大きく乖離すること」に加えて、「それが一定

期間継続すること」、「多数の人々はその価格が妥当だと信じて投資に参加すること」をバブルの要件として加える必要がある。

斯かる観点から判断すると、日本の戦後の不動産市場においてバブルが生じたのは、1970 年代前半の列島改造期と 1980 年代後半の平成バブル期の 2 回であると考えられる。2000 年代前半の不動産価格の上昇が「ミニバブル」と称されることもあるが、他の 2 回のバブル期と比較すると、国の経済規模に対して不動産価格がバブルと言えるほど上昇したわけではない (図表 9、10)。また、当時の日本では RP の低下は見られたものの、イールドスプレッド (不動産の利回りと 10 年物国債利回りの差) は 2% 程度であり、グローバル市場との対比においても違和感のない水準を維持していた。一部の企業やファンドにおいて、バブル的な取引があったのは事実であるが、国全体として不動産バブルが起きていたとは考えにくい。むしろ、長期的な不動産価格の下落が続いたことによる、調整局面であったと考えるのが自然であろう。

次に、現在の超金融緩和の継続が、新たなバブル発生に結びつく可能性について整理しておくこととしたい。まず、超金融緩和の継続が RF の低位

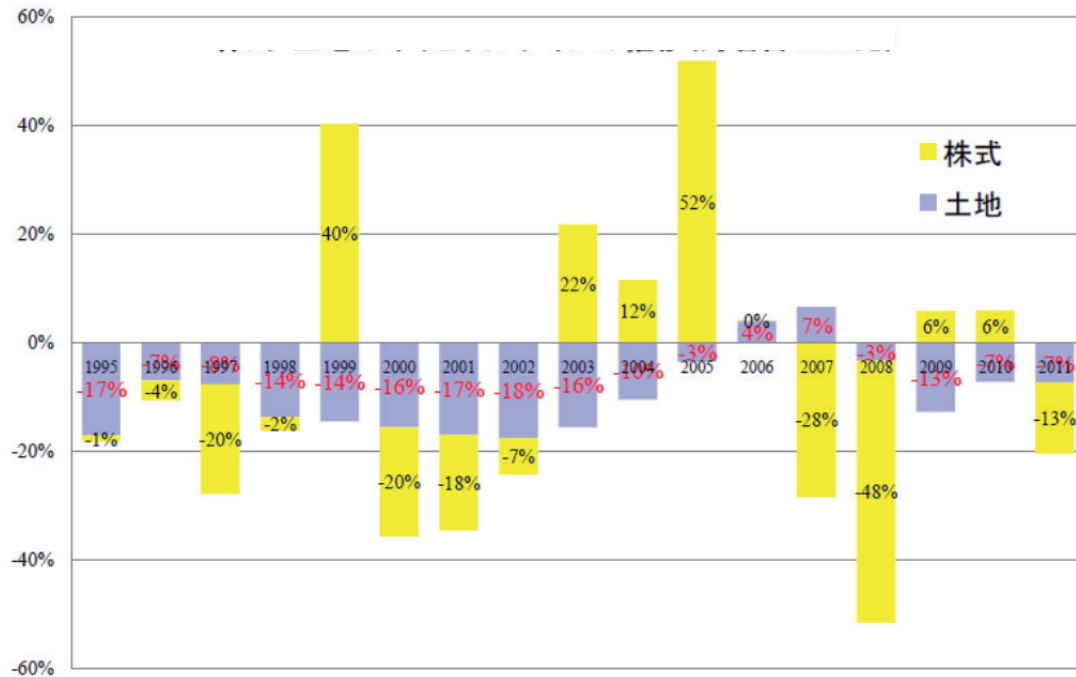
図表 9 : 土地・株式のキャピタルゲインの推移



資料：経済企画庁「国民経済計算」
(注)：対名目GNP比

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

図表 10：株式・土地のキャピタルゲインの推移（対名目 GDP 比）



出所：内閣府「国民経済計算確報」を基に作成

図表 11：世界の代表的なバブル

	チューリップ・バブル	ミシシッピ・バブル	南海泡沫事件	狂騒の1920年代
国	オランダ	フランス	イギリス	アメリカ
時期	17世紀前半	18世紀初頭	18世紀初頭	20世紀初頭
背景	オランダの世界貿易基地としての発展、株 価・住宅価格も上昇	フランスの財政赤字、国債価格の暴落、 金融緩和	英国の世界進出、英国の財政悪化	第一次世界大戦後の米国の好景気、世界 最大の工業国へ
経緯	珍しいチューリップの球根に対する需要増 → チューリップ球根の収集から投機へ → 先物取引も実施	ジョン・ローによる王立銀行設立と兌換 (金・銀)紙幣の発行、ミシシッピ会社の 設立と北米の開発権(金鉱を含む)と通商 権の付与 → ミシシッピ会社の株価上 昇と増資による資金調達、フランス国債 への投資 → 王立銀行の過大な紙幣発 行と金銀への交換不能化、ミシシッピ 会社の経営行き詰まり → 紙幣、国債、ミ シシッピ会社株式の価値の暴落	英国国債の引受けの見返りに南海会社が奴 隷貿易などの独占権を取得 → 株価の急 騰 → 南海会社の成功を見た事業の裏付 けの薄い泡沫会社が多数設立 → 泡沫会 社、南海会社の株価暴落	フロリダの不動産投資ブームとその崩壊 → 公定歩合の引き下げ → 株価上昇 (8年で5倍) → 株価暴落(暗黒の木曜 日)
ドライバー	チューリップ球根への需要増への期待	ミシシッピ会社の北米開発への期待	南海会社の独占通商権への期待	アメリカ経済が新時代に入ったとの認識

安定（国債の信用低下リスクを勘案しない場合）、RPの低下をもたらす蓋然性は高い。更に、日本経済の回復基調が鮮明になれば、Gの上昇につながることもとなろう。だが、こうしたプロセスで不動産価格が上昇することは、不動産価格にマーケットサイクルがあることを踏まえば当然のことでもある。

留意すべきことは、通常はGが高まればインフ

レ期待が生まれ、インフレ抑制のために金利が上昇し、それがRFの上昇を通じて不動産価格の上昇を抑制するメカニズムが働くが、何らかの理由でRFの上昇を抑制するような施策が講じられると、歯止めが利きにくくなることである。過去においても、第1回目と2回目の地価高騰は、人為的なRFの低め誘導も要因の一つとなっている。これは、超金融緩和政策の出口の問題と密接に関係する。

また、前述したように、過去の事例では、何らかのドライバーによって、多くの人々が「陶酔的熱病（ユーフォリア）」に陥り、投資に参加することでバブルが生まれている。日本の70年代前半のバブル期は「列島改造」、80年代後半の平成バブル期は「東京の国際都市としての発展」や「世界における日本の経済的プレゼンスの飛躍的向上」がその機能を果たした。世界の4大バブルでも、それぞれの時期におけるドライバーが存在する（図表11）。今後、バブル発生兆候が生じるようなことがあれば、新たに生まれるドライバーが妥当なものか否かについて慎重に検討することが必要であろう。