

## 現今の金融緩和と不動産市場における「期待」の醸成

一般財団法人 日本不動産研究所 不動産エコノミスト 吉野 薫  
よしの かおる

### はじめに

2012年12月の衆議院選挙に当たって、自由民主党の安倍総裁はデフレ脱却と円高の是正を取り組むべき課題として掲げ、金融緩和を政策の柱のひとつとして強調した。これに対して、産業界、学会、民間エコノミスト等々、各方面からさまざまな議論が噴出したことは記憶に新しい。国政選挙において金融政策がこれほどに注目されたことは、少なくとも戦後のわが国では初めてのことだったのではないだろうか。

同党の当時のマニフェストを改めて確認してみると<sup>1</sup>、そこではいわゆるインフレーション・ターゲットの導入と外債の買い入れが謳われている。このうち前者が実現し、後者が実現していない状況であるが、結果としてわが国に円安・株高がもたらされたこと、そして物価が従来のペースを超えて上昇していることは疑いようがない。差し当たり現在までのところ、安倍首相の経済政策は成功裏に推移していると積極的に評価すべきであろう。

本稿では、まずは現今の金融政策を紐解きながら、それがマクロ経済に与えている経路を概観する。その上で特に不動産市場に着目し、足下で回復基調が顕著になっている不動産市況が金融政策によるものであると判断すべきか否かを論じる。

最後にやや中長期的な目線から、今後の不動産市場の行く末について、金融環境との関連を意識しながら私見を交えて述べてみたい。

### 「第一の矢」としての金融政策

いわゆる「アベノミクス」は大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略、という“三本の矢”で構成されている。まずは「第一の矢」が市場の“期待”によって成功しているさまを整理したい。

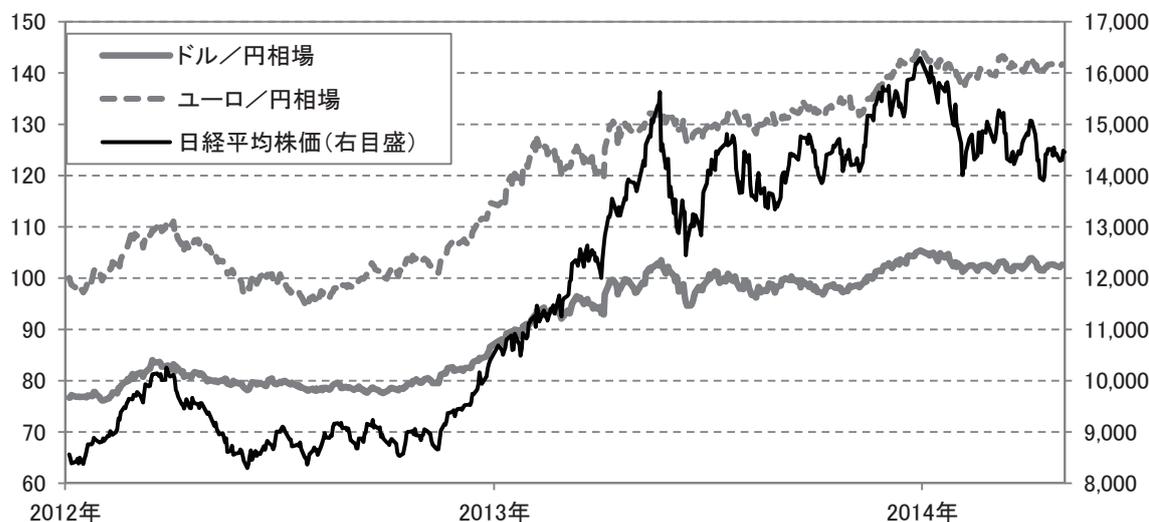
### 現在の金融政策とそれにまつわる議論

アベノミクスの第一の矢である「大胆な金融政策」は主に2段階のプロセスで実現に至っている。すなわち、(1) 2013年1月22日の「物価安定の目標」の導入、および(2) 同4月4日の「量的・質的緩和」の導入、である。このうち前者はインフレーション・ターゲットの導入を宣言したものと受け止められている。また後者には2つの意味合いがあり、そのひとつは伝統的な金融政策である金利の誘導を放棄し、マネタリーベースという「量」を誘導の対象としたことである。もうひとつの意味は、目標とする物価上昇率が実現するまでの間、現在の金融政策を採用し続けることを市場に約束したこと（いわゆるフォワード・ガイダンスの導入）である。

当時、こうした具体的な動きに対して、各界から賛否さまざまな議論が百出した。これらの議論

<sup>1</sup> 現在でも以下のURLからインターネット経由で閲覧することができる。  
[http://jimin.ncss.nifty.com/pdf/seisaku\\_ichiban24.pdf](http://jimin.ncss.nifty.com/pdf/seisaku_ichiban24.pdf)

図1：円相場と株価



注：円相場は毎営業日のTTM相場、日経平均株価は毎営業日の終値。

出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティング、日本経済新聞社

を整理すると、それぞれの論者は主に以下の3類型に分類できると筆者は見ている。

1. こうした金融政策が円安是正・デフレ脱却に有効であるとの立場をとる論陣。
  2. こうした金融政策は円高是正・デフレ脱却に効果が乏しいとの立場をとる論陣。
  3. こうした金融政策は副作用が大きく、日本経済に深刻な不確実性をもたらすと危険視する論陣。
- 少なくとも現在までの間、「1.」の論陣が正しかったと評価すべきであろう。2013年前半の円安・株高の進行は顕著であった(図1)。消費者物価の上昇率は、日銀が目標とする2%にはほど遠いものの、円安を追い風として従来よりは高い水準で推移している(図2)。

ところで筆者は当初「2.」の考え方を支持していた。現在振り返ってみれば、この考え方が誤っていた理由は、「1.」の論者との間で金融政策の波及経路に対する見解の相違があったためだ。このことについて次項に述べてゆきたい。

なお、「3.」については、将来の金融緩和縮小時に不確実性が顕在化する問題であり、本稿執筆時点で論評することは差し控える。もっとも、「今すぐにも日本経済にダメージが生じる」などと殊

更に危機感を煽るような議論が的外れであったことはいままでもない。

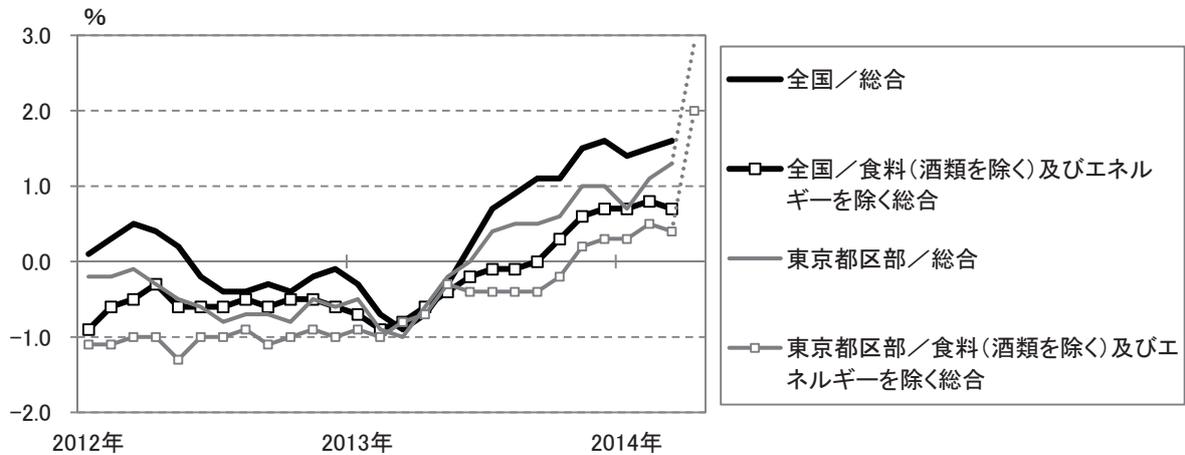
### 金融政策の波及経路

従来日本銀行が採用していた金融政策は、銀行間の資金の日々の過不足を公開市場操作によって調整し、あらかじめ決められた水準に銀行間金利(コールレート)を誘導する、というものであった。この背景には、銀行間の資金需給の根本的な原因は家計や企業といった経済主体の資金需給であり、日本銀行はあくまで受動的に資金の過不足を調整するに過ぎない、という前提がある。前節における「2.」の論者はこの前提を重視しており、金利の調整以外の方法で中央銀行が家計や企業の意思決定に影響を与える、という経路を信頼していなかった。

これに対して、前節における「1.」の論者は、中央銀行の行動や態度が、家計や企業の意思決定そのものに影響を与える、という経路を重視していた。実際、日本銀行の黒田総裁はあらゆる場面において、市場参加者の「期待」を動かすことの重要性を強調している。

たとえば私たち消費者の多くが「今後、物価は

図2：消費者物価上昇率



注：東京都区部の2014年4月は消費税の影響を除去していない。

出所：総務省

上がる」と予想すれば、消費者は値上がりする前に財・サービスを購入しようとするため、マクロでの需給バランスが引き締まり、実際に物価が上昇する。こうした原理は「期待の自己実現性」と呼ばれている。円安・株高と物価の上昇をもたらしている原動力は、まさに期待の自己実現性に他ならない。

このように、日本銀行が成功してきたことは、市場原理を通じて金融市場に働き掛けることではなく、言葉を通じて市場参加者の期待を誘導することであった。しかしこのことは、経済主体の資金需要を刺激することを通じて経済活動を活発化させる、という伝統的な金融政策の波及経路が実現してないことも意味している。

### 日銀の金庫に死蔵されているお金

「量的・質的金融緩和」のうち、「量的緩和」の中身は次のようなものであった。すなわち、「マネタリーベースが、年間60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うため」に、日銀の長期国債の保有残高が「年間約50兆円に相当するペースで増加するよう長期国債の買い入れを行う」、というものである。

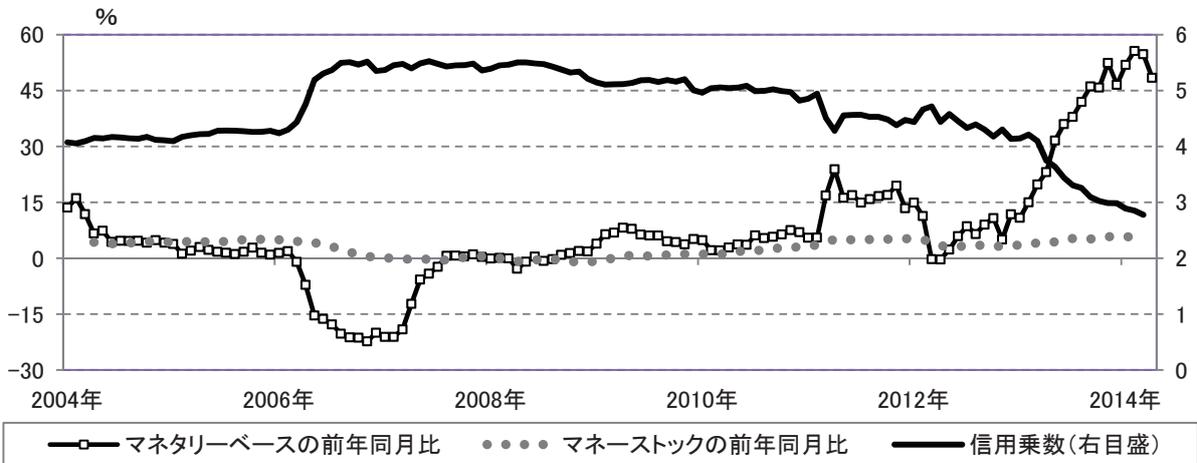
実際にマネタリーベースは所期のペースで増加している。2013年末時点のマネタリーベースは201.8兆円であり、前年末から63.4兆円(45.8%)

の増加を果たした。現在もその増加ペースが持続している。

ここで、マネタリーベースとは日本銀行のバランスシート上に記載されるお金の量を意味する。具体的には、金融機関が日本銀行に預け入れる日銀当座預金と、世の中に流通している現金(日本銀行券(紙幣)と貨幣)の和である。一方、世の中に出回っているお金の総量はマネーストック(マネーサプライ)という概念で捉えられる。いくつかの計測方法があるが、ここでは世の中に流通している現金と企業や家計が金融機関に預けられている預金の合計、とする<sup>2</sup>。また、マネタリーベースに対するマネーストックの比率は信用乗数と呼ばれる。これはマネタリーベースの増加によって誘因されるマネーストックの増加量、すなわちマネタリーベースがマネーストックを生み出す“力”を象徴しているといえる。図3に示したとおり、マネタリーベースの増加のペースに比べればマネーストックの増加のペースは緩慢であり、しかも黒田総裁就任以前のペースを特に上回るものではない。また、信用乗数は急速に低下している。すなわち、金融政策は予定通り進捗しているが、世の中にお金が出回っていないのだ。

<sup>2</sup> この捉え方によるマネーストックは「M1」と呼ばれている。

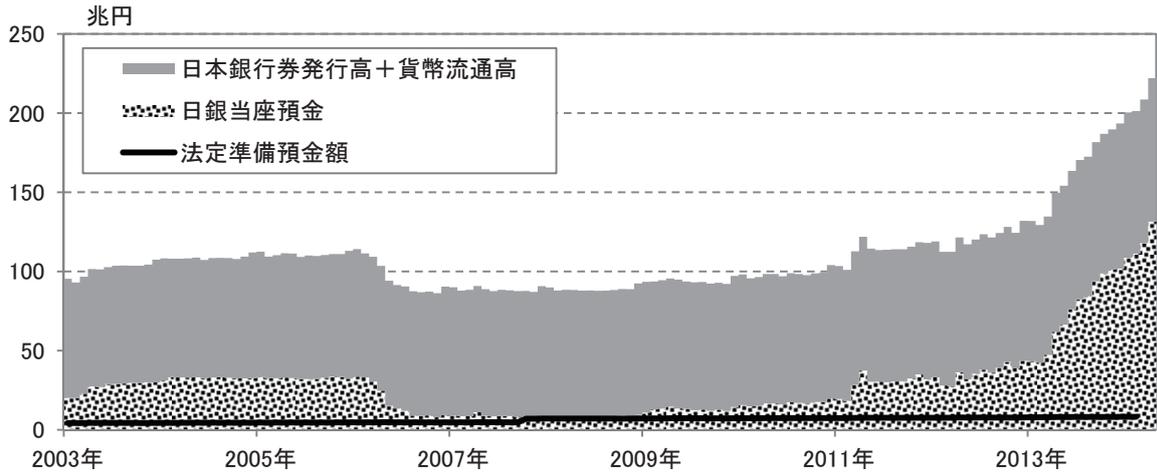
図3：マネタリーベースとマネーストックの増加率



注：マネーストックはM1。信用乗数＝マネーストック／マネタリーベース。

出所：日本銀行

図4：マネタリーベースの内訳と法定準備預金額



出所：日本銀行

この原因はマネタリーベースの増え方の中身にある。図4が示すとおり、マネタリーベースを押し上げている主因は日銀当座預金の増加である。しかもその水準は、金融機関が義務的に日銀に預け入れなければならない金額（法定準備預金額）をはるかに上回っている。

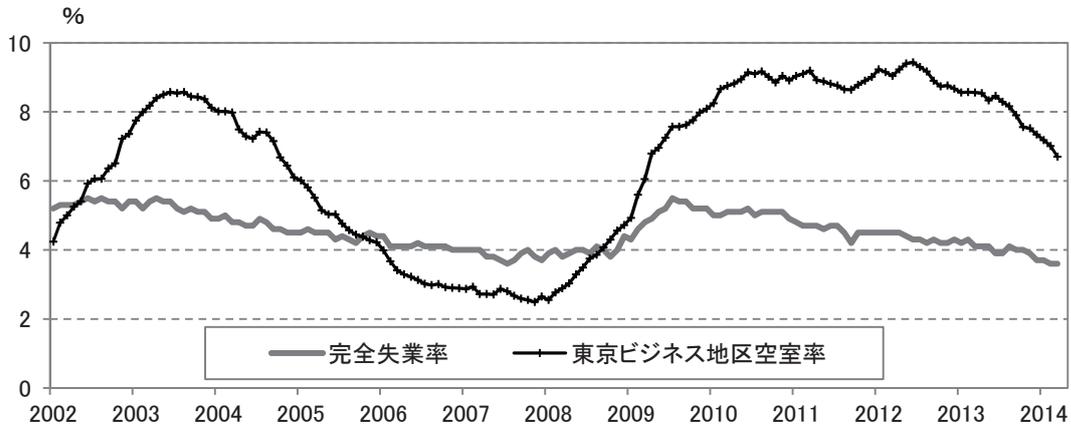
実は2008年10月以来、「補完当座預金制度」が導入され、日銀当座預金には年率0.1%の利息が付されるようになった。金融機関は市場で投融資の機会を十分に見出すことができず、安全・確実に0.1%の利息を得られる日銀当座預金で“運用”しているのである。日銀当座預金は日銀の balan-

sシートと金融機関のバランスシートにその金額が記載されるのみであり、世の中の経済活動に利用されているものではない。これらの資金は日本銀行の金庫で日の目を見ることなく静かに眠っている、という比喻が妥当であろう。

### 金融緩和が不動産市場に与えた影響

以上でみたとおり、現今の緩和的な金融政策は实体经济を刺激する力に乏しいものである。こうした金融緩和が不動産市場に与える影響を考える上でも、实体经济を経由する経路とそれ以外の経路の区分を意識して検討することが有用である。

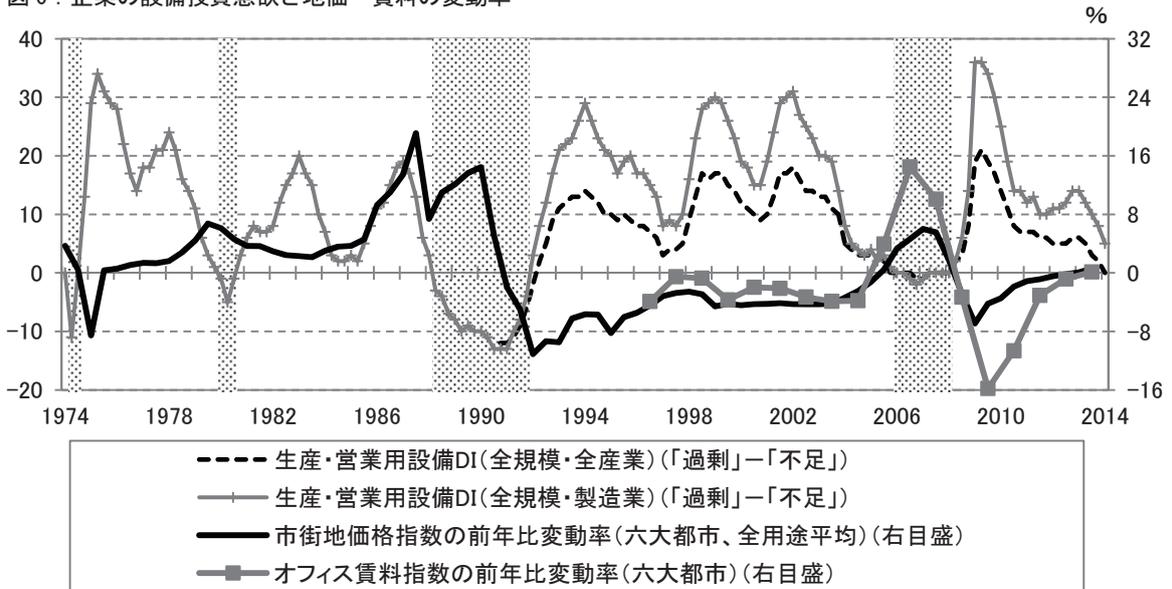
図5：完全失業率とオフィス空室率



注：空室率は東京ビジネス地区（千代田、中央、港、新宿、渋谷の各区）における基準階面積 100 坪以上の主要貸事務所ビルのデータ。

出所：総務省、三鬼商事

図6：企業の設備投資意欲と地価・賃料の変動率



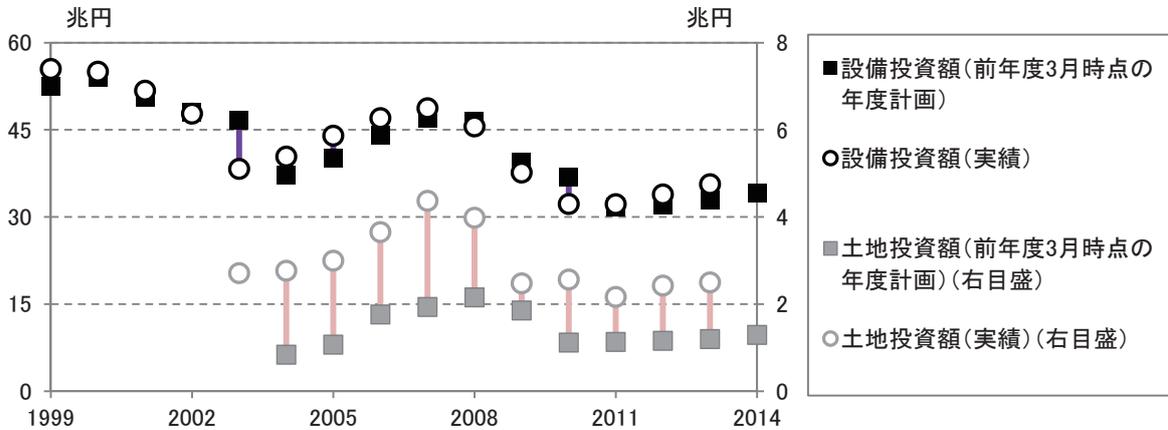
注：網掛け部は生産・営業用設備 DI（全規模・製造業）が 0 以下（設備過剰感解消）の時期を示す。

出所：日本銀行、日本不動産研究所

その前に、不動産市場が実体経済の動き、特に企業活動と密接に関係していることを述べておきたい。たとえば失業率とオフィス空室率の動向を図5に示した。企業が業容を拡大するタイミングにおいては、まずは人員を増やし（失業率低下）、その後オフィス床需要を増やす（空室率低下）、という行動を取るようだ。一方、企業が業容を縮小するタイミングでは、まずはオフィス床を縮小し（空室率上昇）、その後人員を削減する（失業率上

昇）、という連関がみられる。また、企業の投資意欲と地価・賃料の推移を図6に示した。このうち日銀短観の「生産・営業用設備 DI」はプラスであれば設備余剰感超過を表し、マイナスであれば設備不足感超過を示す。すなわち、マイナスである時期に企業の設備投資意欲が高まっている可能性が高い。グラフに示されたとおり、設備不足感超過の時期と、地価や賃料の改善の時期が一致している。

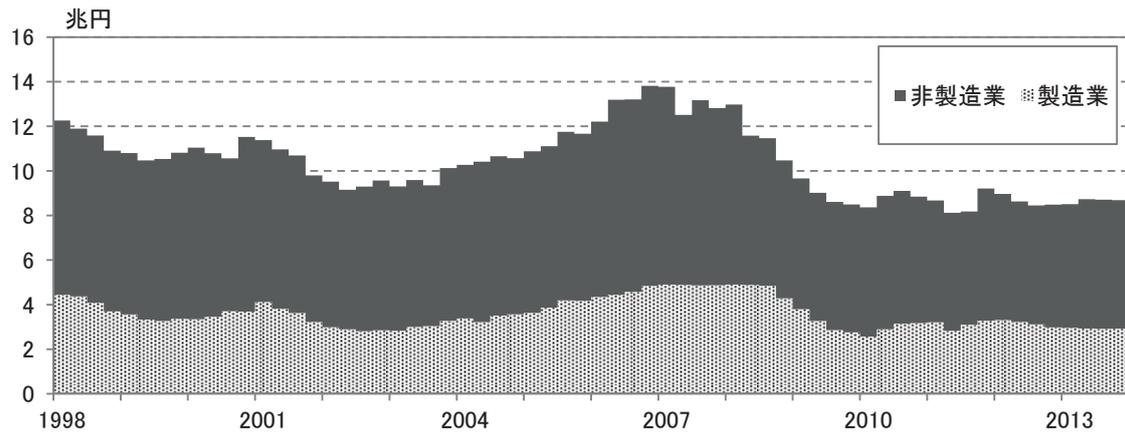
図7：日銀短観にみる設備投資額と土地投資額の推移



注：横軸は年度。設備投資額は土地を含みソフトウェアを除く。2013年度実績は3月時点の見込み。

出所：日本銀行

図8：法人企業統計にみる設備投資実績



注：金融保険業を除く全産業・ソフトウェアを除く。季節調整値。

出所：財務省

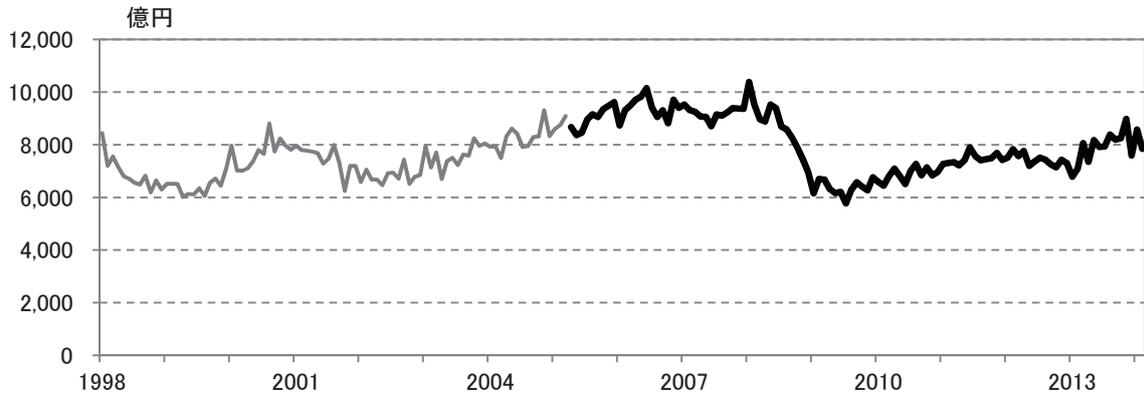
このように、不動産の実需は企業の生産要素需要に伴って生み出されるものと考えられる。紙幅の都合で詳述はしないが、このうち特に企業の設備投資動向と不動産の実需が密接に関係していると筆者は推測している。このため本稿では、企業の設備投資と不動産の実需の代理変数とイメージして議論を進めることにしたい。

### 実体経済と不動産市場

不動産に対する実需が盛り上がっていないという現実、いくつかのマクロ統計からも確認できる。たとえば日銀短観にみる設備投資額ならびに

土地投資額は、ここ数箇年度よりは高い水準にあるものの、前回の不動産市場の回復期（2006年～2008年頃）よりは低い水準に留まっている。2014年度の投資計画も2013年度を大幅に上回るものではない（図7）。法人企業統計における2013年第4四半期までの企業の設備投資実績をみてもその傾向は同じであり、2006年～08年頃の水準に比べれば直近の設備投資額は低位にある。（図8）。さらには、景気動向指数の先行系列に採用されている「実質機械受注（船舶・電力を除く民需）」は、企業の設備投資の先行きを占う指標と考えられているところ、これも確かに回復の途上にあるとは

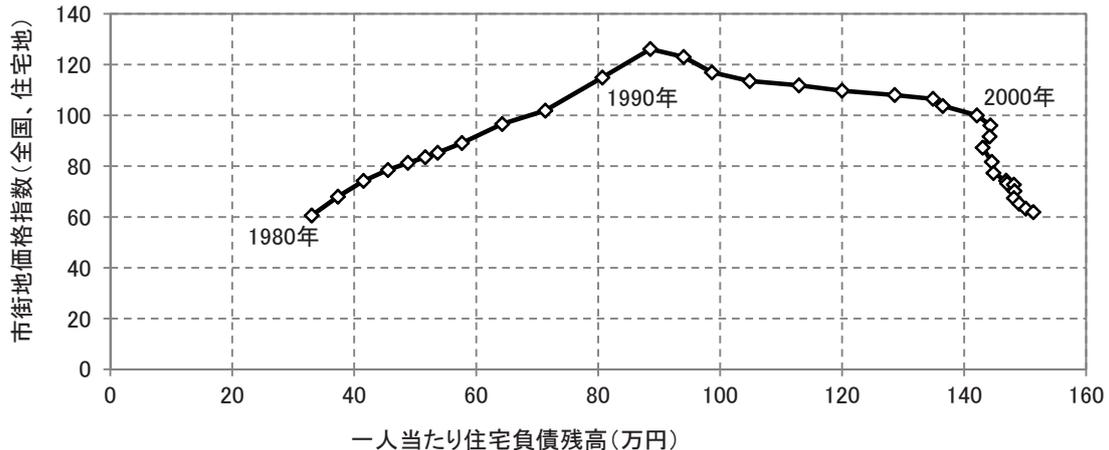
図9：実質機械受注（船舶・電力を除く民需）



注：2005年3月以前（細淡色線）は携帯電話を除く。季節調整系列。名目額を企業物価指数（資本財・国内品）で除して実質化している。

出所：日本銀行

図10：住宅ローン残高と住宅地地価の推移（1980年～2013年）



注：住宅負債残高は資金循環統計における民間金融機関貸出のうち住宅貸付と公的金融機関貸出のうち住宅貸付の和。市街地価格指数は毎年3月末時点。人口は各月1月現在人口の4月データまたは各年10月1日現在人口の当年と前年の平均。

出所：日本銀行

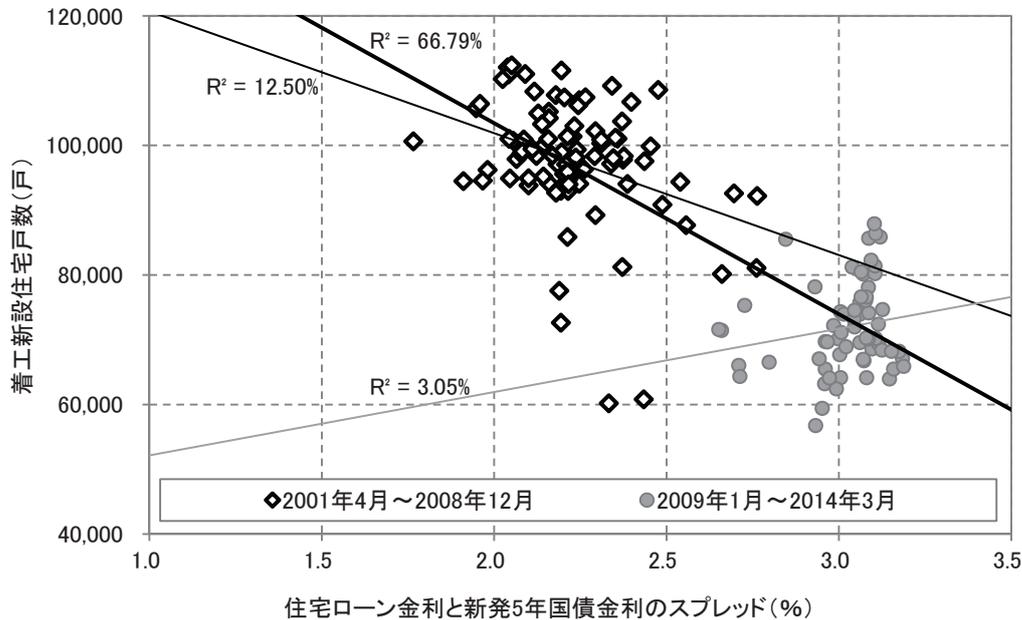
いえ、その水準はやはり前回の不動産市場の回復期に比べて低位に留まっている（図9）。

以上のとおり、金融政策が实体经济を刺激して不動産市場の需要を喚起する、という経路は、少なくとも現在までのところごく微弱にしか機能していないことがわかる。

ところで、ここまでは主に企業行動に議論を絞ったが、家計による住宅需要が金融政策によって喚起される、という証拠に乏しいことも言及しておきたい。たとえば図10は、住宅ローンの拡大と住宅地地価の推移を2軸上に示している。バブル

期以前は与信の拡大に地価の上昇が伴っていたが、バブル崩壊後はその関係性は失われた。わが国において、量的な与信の拡大が不動産市況を牽引していないことを如実に示している。また図11には、住宅ローン金利（国債金利とのスプレッド）と住宅着工戸数の関係を示した。作図した期間全体を通してみれば、住宅ローン金利が高いときに住宅着工が少なく、という想定通りの関係性が看取されるが、便宜的に2008年以前とそれ以降に時期を区切ればその関係性が成り立たないことがわかる。特に2009年以降は想定とは逆の相関すら示して

図 11：住宅ローン金利と着工新設住宅戸数の推移（2001年4月～2014年3月）



注：住宅ローン金利は三井住友銀行の固定金利特約型・5年。新発5年国債金利は当該月または直近入札日における入札結果の募入平均利回り。着工新設住宅戸数は季節調整値。

出所：財務省、三井住友銀行、国土交通省

いる。住宅ローン金利の動きは、家計による不動産取得時期の意思決定には影響する可能性が高いが、ベースとなる需要そのものの増減に影響を与えると考えるのは短絡的である。

### 金融・資本市場を通じた不動産の需要形成

緩慢であった実需の回復に比して、金融・資本市場からの資金流入によって形成される不動産市場、いわば不動産投資市場は、昨年を通じて一貫して活発であった。たとえばJ-REITについて見ると、その投資口価格は2012年の後半から回復基調を辿っており、それを受けて各銘柄がエクイティの調達を積極化した。2013年通年のエクイティの調達額は1兆1181億円となり、J-REIT開設以来の活況となった(図12)。それに呼応して、J-REITによる物件の取得も盛んであった。その総額は2兆2947億円に上り、これも通年としては史上最高を記録した(図13)。このほか私募リートや私募ファンドなども含め、証券化不動産市場のプレイヤーは昨年来非常に積極的に物件を取得している。金融緩和によって市場参加者が危険資産への投

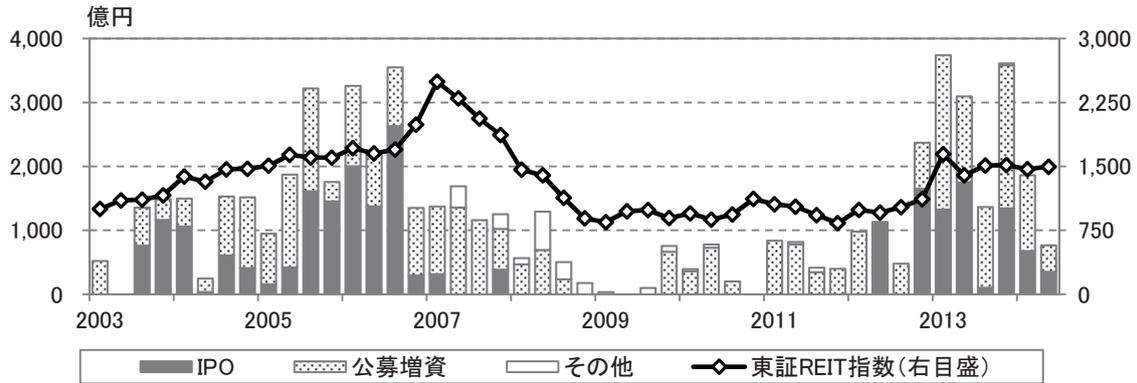
資に傾斜することは「ポートフォリオ・リバランス効果」と呼ばれているが、こと不動産投資市場はその効果を楽しんだといえる。そして、昨年来の不動産市場の回復の主因は、実需の拡大ではなく、不動産投資市場における物件取得意欲の高まりであった、と総括することができる。

### 不動産投資市場の活況は「バブル」ではない

さて、J-REITのIPO(新規銘柄上場)が盛んになったことは上述のとおりであるが、筆者はJ-REIT市場が量的のみならず質的にも拡大していることに注目している。具体的には、流通施設やショッピングモール、宿泊施設などに特化した銘柄の登場である。さらに2014年はヘルスケア・リートの上場も見込まれている。これらは収益を上げるために特別なノウハウが必要な資産、いわゆるオペレーショナル・アセットである。

企業経営においては、資産を所有する主体と資産から果実を生み出す主体とが分離していることが一般的である(いわゆる「所有と経営の分離」)。J-REIT市場におけるオペレーショナル・アセット

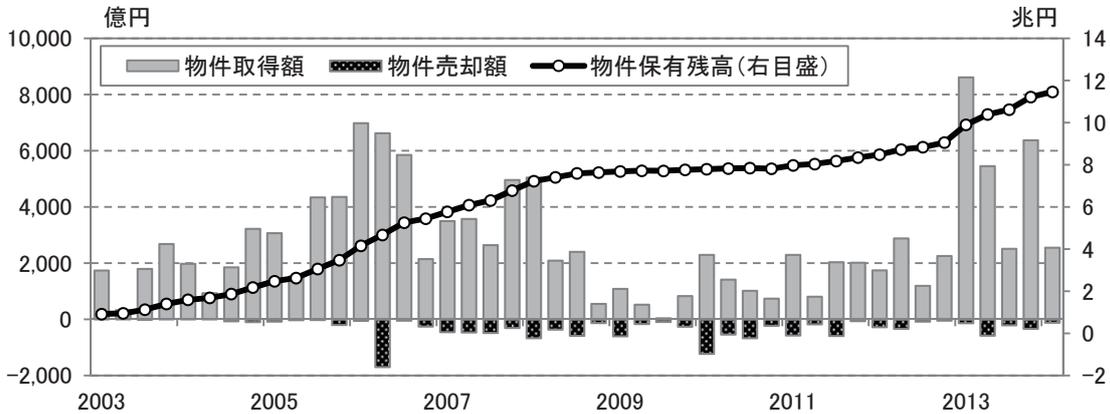
図 12 : J-REIT によるエクイティ調達額と東証 REIT 指数



注：東証 REIT 指数は各期最終取引日の終値。2014 年第 2 四半期は 4 月まで。

出所：不動産証券化協会、日本取引所グループ

図 13 : J-REIT による物件の取得・売却と保有残高



注：2014 年第 1 四半期は 2 月まで。

出所：不動産証券化協会

の拡大は、不動産投資市場も「所有と経営の分離」から無縁でいられないことを象徴している。そして、現代の金融・資本市場における「所有と経営の分離」を実現する主要な原理は、所有者・出資者に対する説明責任とコーポレート・ガバナンスである。不動産投資市場においても、これらの原理がますます重要視される時代が訪れているといえる。

不動産投資市場における説明責任とはすなわち、ファンド・マネジャー、アセット・マネジャー、プロパティ・マネジャー、アセットのオペレータなどの主体が、投資家にとって合理的な判断と行動を執り、これを投資家に報告するよう求められる、ということである。また不動産市場におけるコーポレート・ガバナンスは、そうした主体が投

資家の利益に反する判断・行動を執らないような体制を確保することである。

不動産の価格形成を考える上でも、これらの原理は決定的に重要である。不動産投資市場においてこれらの原理が定着しつつある現在、投資家が要求する利回りを損なうような不動産投資や、根拠のない楽観的な「出口」を想定するような不動産投資は許容され難しくなっている。これはすなわち、バブル的な価格形成が生じる可能性が低くなっていることを意味している。

### 今後の不動産市況の展開

ここまでに論じたとおり、金融緩和は不動産の実需よりも、不動産投資市場における投資意欲に強く働き掛けている。現今の不動産市場の回復は

不動産投資市場によって牽引されているが、金融・資本市場の原理が不動産投資市場にもたらされている昨今、現在の市況をバブル的であると捉えることは適当ではない。もっとも、バブルの懸念が一切なしとはしない。以下ではまず、主に外国人投資家の動向がバブルのきっかけになりえることに触れる。その後、日本の不動産市場が実需に基づいた息の長い成長を遂げるためには日本の都市政策が重要であることを私見として述べる。

### 東京はロンドンと似ているか？：やはりバブルは起こらない

2000年代の後半に米国、スペイン、アイルランド等の住宅市場で生じたバブルとその崩壊の主因は、相対的に信用の低い家計（サブプライム層）に対する過度の与信であった。これを「サブプライム・ローン問題」と称するのは的を射ている。すなわち、将来の担保物件価値の上昇や借り手の所得の増加についての楽観的な見通しに立脚して、本来であれば与信が可能でない水準にまで住宅ローン貸し込む行為が横行していたのである。一方わが国においては目下、これと同じメカニズムでバブルが形成される懸念は皆無である、と行って差し支えないだろう。わが国の住宅ローンの貸し手は、基本的には借り手の現在の所得水準をその返済の引き当てとしているのであり、金融機関による過度なリスクテイクが住宅価格を押し上げる地合いにはない。またそのことが、先述のとおり、わが国において住宅ローンの量的拡大が住宅市場を牽引しえないことの背景でもある。

これとは別のバブル形成メカニズムとして考えられるのは、これまでに述べたような金融・資本市場の原理に従わないプレーヤーが不動産投資市場に流入して相場を形成する事態である。典型的には、国内外の超富裕層による日本の不動産への投資が想定される。そして、この事態が実際に生じている都市がある。イギリス・ロンドンである。

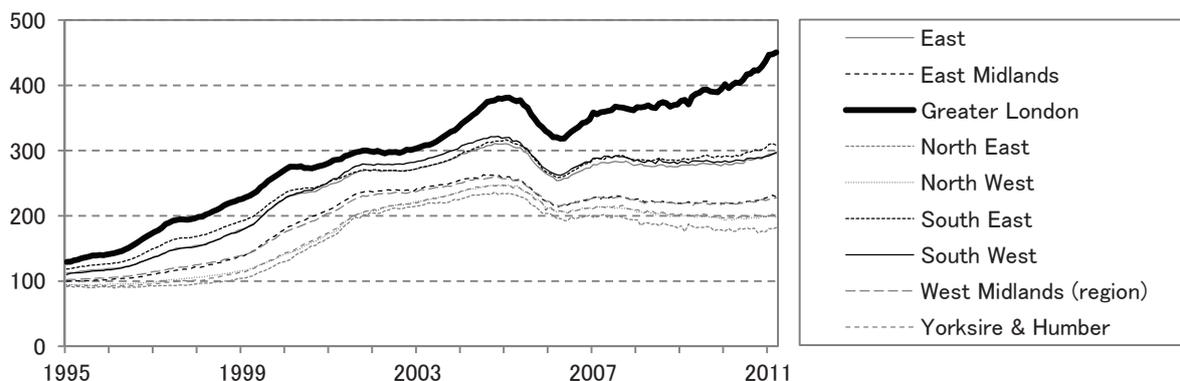
大ロンドンを含むイングランドの地域別住宅価格指数の推移を図14に示した。足下では各地域の住宅市場に回復の兆しも見られるとはいえ、ロン

ドンの住宅価格上昇ペースは顕著である。この背景には、英国に共通するマクロ経済的な要因ではなく、ロンドンに特有の原因があると考えべきだ。それがロンドンに対する外国人投資家の流入である。彼らはロンドンの住宅を資金の安全逃避先と目している。また、英国に子女を住まわせて教育を受けさせたい、という意識もあるようだ。いずれにせよ、利回りや出口戦略といった考え方に依拠しないプレーヤーが相場を牽引している状況にある。

日本においても、外国人投資家に対する差別的な制度が存在しないことや緩和的な金融環境が継続していることを背景に、円安に振れたことも相俟って、外国人投資家対日不動産投資に傾斜する環境が整っている。実際、日本のディベロッパーが海外のディベロッパーと協業のもと、国内の物件を海外の個人投資家に売却する、という動きが徐々にではあるが広がっている。住宅に限らず、外国の機関投資家が大規模な不動産取引に参画している事例も報じられている。

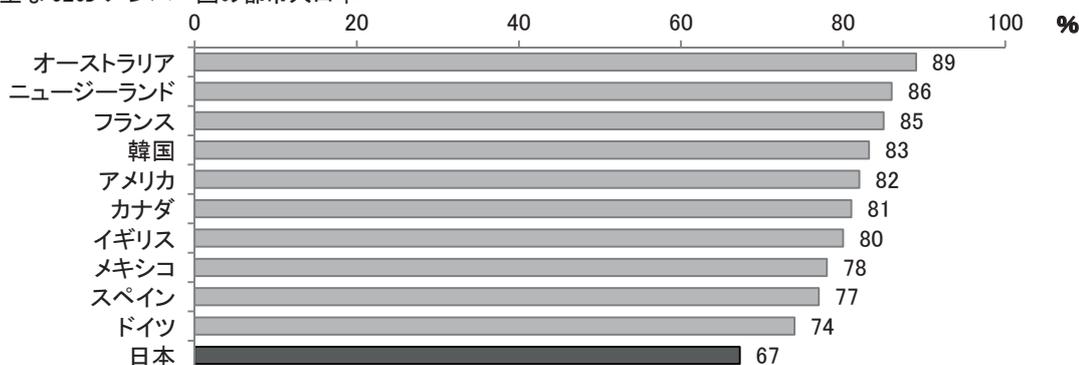
今後、外国人投資家が従来の相場観とは逸脱した価格水準で東京都心のプライム物件の取得を進め、一般の投資家もこれに追従する形で不動産価格が高騰していく、というシナリオが想定されなくもない。ただし筆者は、東京とロンドンでは事情が異なるため、このシナリオの蓋然性は低いと考えている。東京はロンドンと比べ、そして日本は英国と比べ、相対的に大きな不動産市場を有する。近い将来、外国勢による物件取得が相場を形成するほどの存在感を持つ、と考えることは現実的ではない。そして東京は開発規制の強いロンドンと異なり、不動産の新規供給余地があり、需給が引き締まった状況は永続しない。こうしたことから、今後も引き続き、従来相場と比べて高額な取引が散見される可能性はあっても、それによって基調的な相場の動きが牽引される事態は起こりにくいと考えることが妥当である。現在のところ、こうした経路によるバブル形成も心配するには及ばないだろう。

図 14：イングランドの地域別住宅価格指数（1995年=100）



Data produced by Land Registry © Crown copyright 2014

図 15：主な OECD メンバー国の都市人口率



注：韓国は 2011 年、それ以外は 2010 年。日本は国勢調査による DID 人口率。

出所：総務省（日本）、CIA（それ以外）

### 都市集積の高度化による不動産投資機会の拡大

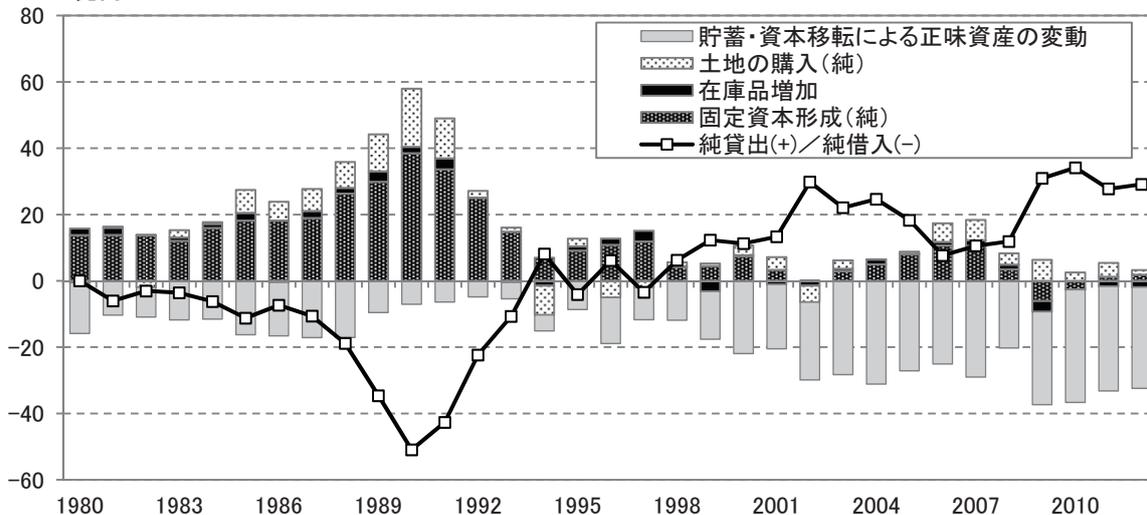
日本の都市化は遅れている。2010年の国勢調査によると、わが国の人口集中地区（DID）の人口は 67.3%に過ぎず、ほぼ 3分の1の国民が人口の希薄な地域に居住している。都市人口率を国際間で比較できる統計の一例として、CIAの「World Factbook」による主要国のデータを図 15に掲げた。先進国のうち、たとえば地方分権が進展しているとされるドイツよりも日本の都市人口率は低いのである。なお、「World Factbook」は 2011年時点の日本の都市人口率を 91.3%としているが、これは市域の人口の割合に基づいて推計されているものと考えられ、「平成の大合併」を経た現在、人口稠密地域における人口の割合を正確に反映しているとは言い難い。

一般に、一国の経済が発展する際、都市への人

口流入が伴う。この経験則は、経済発展に伴って産業構造が変容することを意味するだけに留まらない。高水準の経済活動を実現するためには、都市の集積の外部性が決定的に重要な役割を果たしているのである。

さて、経済学の教科書では、企業の設備投資に係る意思決定は次のようなプロセスによるものと説明されている。すなわち、企業が外部から調達する資金の利回り（銀行からの借入金利、出資者が要求する利益率）と、ある投資案件から得られるであろう利回りとを比較し、前者が高ければ企業は当該投資を実行せず、後者が高ければ企業は当該投資を実行する。長らく続く緩和的な金融環境下にあっても企業が設備投資に積極的でないのは、低利回りを實現する投資機会すら枯渇していると企業が信じていることの表れといえよう。

図 16 : 民間非金融法人の資本調達勘定  
兆円



注：1993年以前は93SNA（2000年基準）、それ以降は93SNA（2005年基準）。横軸は年度。

出所：内閣府

こうした状況を打破すべく期待が寄せられているのが、アベノミクスの第三の矢である成長戦略である。筆者は、都市の集積を高度化するよう促すことが、最も有望な成長戦略と考えている。集積の外部性を活用して不動産の収益性を底上げすれば、不動産投資の事業機会がより一層生み出されるはずだ。いきおい、そこには資金需要が発生し、日銀の金庫に眠っている低コストの資金が市中に出回っていくことになる。このとき、金融緩和が不動産の実需に結びついた、といえる。実需に支えられて、不動産市況の回復はより裾野の広い、そしてより息の長いものとなるだろう。

具体的には、いわゆるコンパクトシティ化を全国の主要都市で推進することが望まれる。現在、国際戦略特区の創設の一環として「容積率や都市計画に関する規制の特例」が設けられることになっているが、こうした個別地域の取り組みに留まらず、国土のあり方という大きな文脈で捉え直した上で踏み込んだ議論がなされることを期待したい。

### さいごに

国民経済計算上、民間企業はすでに長らく貯蓄超過主体である。図 16 に示したとおり、1990 年

代半ばまでは、企業は営業活動等から稼得した資金（「貯蓄・資本移転による正味資産の変動」）を超過して投資を行っていたため、マクロで見れば資金不足主体であった（「純貸出(+)/純借入(-)」が負）。しかしそれ以降は、稼得した資金を投資に費やしきれず、資金余剰主体となった。企業は余った資金を負債の返済や貯蓄（金融資産での運用）に充ててきたのである。この現象について、家計や企業の貯蓄超過が政府の起債を支えている、と好意的に捉えることもできようが、民間企業が外部成長への意欲を失っている状況は日本の経済にとって正常な事態であると言ひ難い。

「大胆な金融緩和」によって、確かに経済主体の予想インフレ率は高まっているのかもしれない。しかし、経済成長に対する企業や家計の期待はどうだろうか。わが国には経済成長の機会が乏しい、という凝り固まった信念ははまだ和らいでいないのではないか。

こうした信念を打破する役割を金融当局にのみ負わせるのは酷である。政府による適切な政策と、民間部門におけるアントレプレナーシップを歓迎する社会風土の構築も不可欠であろう。そして不動産市場こそが、経済成長の機会を大いに秘めているフロンティアであると筆者は信じている。