

超金融緩和期の不動産市場を考える — 次回特集テーマの編集に先立って —

荒井 俊行

1. 本論の目的

(1-1. はじめに)

近時、不動産市場めぐり、取引の活発化、取引価格の上昇、海外投資家の積極的な購買行動など不動産に関する題材が新聞、雑誌、書籍などで取り上げられる頻度が日増しに多くなっている。これが景気の回復に伴う実需の動向を反映したものであれば問題はないが、例えば、日本不動産研究所の「不動産投資家調査」(2013年10月)によると、2020年の東京五輪開催決定の影響もあってか、2013年10月現在で、東京都区部(丸の内、大手町)におけるAクラスビル(優良ビル)の投資家の期待利回り(賃貸純収益(NOI)の不動産価額に対する割合:調査の中央値)は、21世紀以降では2008年7月に次いで低い4%に近いところまで低下してきており(これは投資利回りが低くとも不動産投資に踏み切る投資家が増えることを意味する)、将来これがバブル的な動きに転化することはないのか不安がないではない。そこで、そうした視点を踏まえ、次回2014年夏号(5月発行)の「土地総合研究」の特集のなかでこのテーマを取り上げ、アベノミクスによる金融緩和が続くであろう概ね1~2年先の展望を中心にして、有識者の方々の様々なご見解を紹介しようというのが今度の企画である。もっとも、その際に、2014年の景気動向については、少数ながら消費税増税の悪影響は存外に大きく、マイナス成長に陥るといった意見がある一方、消費税増税による一時的落ち込みがあ

るものの景気回復の基調はしっかりしているという多数説までかなりの幅があることに留意しておく必要がある。なお、アベノミクスの第三の矢である成長戦略の実施に伴う効果については、2014年2月13日現在、その全貌が明らかではないので、本論では明示的には考慮していない。

(1-2. バブル再燃の懸念)

経済学の入門的な教科書にいわゆるバブルが題材とされる例は比較的少ない。これは、バブルは、理論経済学が分析の前提とする合理的に行動する経済人の仮定や市場の情報の完全性の仮定からは起こり得ない現象であるとされているためである。

しかし現実には、非合理的なこともするし、間違った判断をすることもある実際の人間を基準に理論を組み立てる行動経済学の理論を引用するまでもなく、人々が非合理的な行動をとることはしばしばあり、理論経済学の情報の完全性などの仮定は空理空論に近いものである。このため、いわゆるバブルと言われる現象は歴史的に繰り返し起こっているのが実情である。最近では、1980年代後半の日本の地価・株式バブル、1990年代後半のアジア通貨危機をもたらした新興国バブル、2004年発の米国のサブプライム・ローン問題に象徴されるバブルが記憶に新しい。世界的な金融緩和が進行している現在にあっても、バブルの再来を危惧する声がある一方で、いわゆるバブル的現象は、ある種の景気に対する高揚感をもたらすため、こ

れを歓迎する向きもある。しかし、それが生じた後のダメージの大きさと正常化への困難さを考えれば、不動産事業者を含め、必ずしも静観していてよい状況であるとは思われない。言うまでもなく、不動産は公共的な性格の強い資産であり、不動産市場が長期的に健全に機能するためには、できる限り取引の過熱やバブル化が事前に回避されることが望ましいからである。このため、足元の現象をできるだけ客観的に把握し、関係者がこれを適時に公表・意見表明し、産・官・学が真摯な意見交換を行って、今後どうすべきなのかをそれぞれの立場から多面的に考える必要があるだろう。

アベノミクスの三本の矢、このうち特に、「消費者物価の前年比上昇率2%（物価安定の目標）を、2年程度の期間を念頭においてできるだけ早期に実現するために、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う」という第一の矢は、日本銀行により、2013年4月4日から本格的に実施に移された。これにより国債等の長期にわたる大量の買いオペ方針が決定され、市中金融機関にストックされた日本銀行預け金が、市中金融機関による貸出や外債購入等というリスクをとる運用の促進と、2012年11月の政権交代への可能性が高まった中で行われた衆議院の解散以降、人々にある程度織り込まれ始めていたインフレ期待を一層高める作用とが相俟って、実態経済の浮揚を図るという政策伝播の経路が目指された。しかし、これがどの程度実現し、また、今後の不動産市場にどのような影響をもたらすものなのかは必ずしも明らかではない。今回は、この金融政策を中心としたアベノミクスの不動産市場への影響をどう見るかについて、次号の特集において有識者に語ってもらうにあたり、参考になりそうな事項を、筆者が新聞、雑誌等の最近の記事をもとに、あらかじめ、その前座として整理を試みたものである。

2. 未だ十分な実効性が見られない 2%の物価上昇率目標のための金融政策

日本銀行の異次元の金融緩和を通じた物価上昇率目標を達成するために、デフレ・ギャップを埋める需要増加の生成経路としては以下の三つが考えられている。

第一は、短期金利に加え長期金利を含めたイールド・カーブ全体を下方にシフトさせ、企業の借り入れコストの引き下げ及び期待物価上昇率の上昇による実質金利の低下を通じて、設備投資を活性化させる経路である。このところ増勢が見られる設備投資ではあるが、能力増を伴わない更新投資が中心であること、本来伸びるべき機械、輸送、造船などの輸出関連企業の設備投資がここ十数年来続いている構造的な日本の交易条件の悪化を反映して、必ずしも順調とは言えないことなどの問題も指摘されている。これには日本銀行の金融緩和策により生じたゼロの短期金利の下で、長期の貸出金利の低下に直面している市中金融機関が、貸出増へのインセンティブを持ちにくいという事情も影響しているように思われる¹。

第二は、市中金融機関が日本銀行預け金を活用して、株式等のリスク資産の運用を増やし、その株価上昇等の資産効果を通じて個人消費が増えるという経路及び外債購入等を通じた円安により輸出（数量）が増えるという経路である。個人の一部に過ぎない資産保有階層に帰属する株価上昇の資産効果はこの一年で数十兆円に昇り、それ以外の家計に対する心理的効果が加わって、その消費拡大効果が相当大きいものであることは確かであるが、ここ1年で約20%も進んだ円安については、国内生産が一部輸入に代替し、輸入の減少をもたらしている反面、国内産業の空洞化、日本製品の質の問題に起因する輸出競争力の陰りもあり、輸出数量増はこれまでのところ十分には確認されていないところである。今後、これまでのようなペースでの円安進行が期待しにくいこともあって、輸出増が実現するかどうかは景気回復の動向を大きく左右することになろう。

第三は、期待への働きかけについてである。こ

¹ 2014年1月19日の日本経済新聞朝刊によると、現在、日本銀行は成長分野への融資を増やすため、市中金融機関に年0.1%の低利資金を貸し出して支援する制度の拡充を検討している。支援枠を現在の3.5兆円から7兆円に増やし、受付期限も1年延長する方向（最長融資期間4年）。民間資金需要を掘り起こして日本経済の成長につなげる狙いである。

れは、インフレ期待を高めることで買い控えを抑制するとともに実質金利を低下させ、消費、投資を活発化させることを目的とするが、インフレ期待にある程度の影響を与えるとされる現実の物価上昇率が徐々に上がってきているものの、その主因がこれまでのところ円安であり（コスト・プッシュ型）、中長期のインフレ期待により経済が拡大する経路（デマンド・プル型）についてはなお不十分なままだとの指摘がある。

3. バブルの定義

小幡績慶応義塾大学教授はバブルを「合理的に説明できる水準を超えて価格上昇が続き、最後には維持不可能となって暴落するもの」と定義している²。本論でもこれに従い、不動産バブル＝「不動産価格のファンダメンタルズを超える趨勢的な上昇とこれに続く急激な下落」ととらえておこう。

我々にとってイメージしやすい、日本の典型的な資産バブル期と言われる1986年ころから1990年ころまでを回顧してみると、一般物価水準は極めて安定した推移をたどる中で、不動産や株式などの資産価格が急騰した。この頃、日本は、ジャパン・アズ・ナンバーワンとの掛け声のもと、企業収益の増大、日本（東京）の国際金融センター化に伴う経済パフォーマンスの向上期待から、ある時期までは、日本の地価や株価が上がることは当然視されていたために、これをバブルだと明言する人はごく少数であった。従って、日本における資産価格の上昇は、ファンダメンタルズの成果であって、バブルではないとされた。こうした中で、その後も、企業及び国民各層の期待の自己増殖が広がり、当時の超金融緩和と多くの市中金融機関の放漫ともいえる貸出態度などが相乗的に作用して、資産価格のバブル化が大きく促進される結果になった。

4. バブルの基本的なメカニズム

人々は資産価格の上昇が継続すると期待するよ

² 小幡績『ハイブリッドバブル』ダイヤモンド社、2013年

うになると、ある程度のロットの資金調達ができる者は、そこに投資を集中することが最も高いリターンを上げる合理的で確実性の高い方法であると考えようになり、積極的に資産投資を行う。実際に、資産を買うと価格が上がる。価格が上がって含み益がでるから投資余力が増え、さらに価格が上がると予想するので継続的に投資が行われる。この段階で、売り行動が支配的になれば、バブルは事前に抑止されるのだが、投資が過熱し取引利回りが低下しても、金融緩和などを背景にレバレッジ（借入資金）効果を働かせた投資が可能になれば収益が増えるので、総投資額が増え、価格がさらに上がる。そこに資金がさらに流入すると、資産価格上昇の自己増殖が起こる。つまり、この段階に進むと、リスク認識の低下、リスク許容量の増加、借入資金制約の緩和、レバレッジの上昇、資産市場の流動性の高まり、資産価格の上昇といった一連の連鎖反応が起こる。

そして、価格がさらに上昇する段階を迎えると、弱気の市場参加者は売却に転じ、強気の市場参加者のみが市場に残り、彼らが価格支配力を強めるので、価格上昇が先鋭化し、プロシクリカリティ（増幅効果）が強まる。利益を出そうとして、資産を転売する市場参加者が次第に増え、買い一方だったバブル初期に比べて売却希望者が増大し、しかも価格の上昇中に譲渡益を出そうとするので、資産の保有期間も短縮される。加えて、価格変化の予兆に対する市場参加者の売買に対する反応が鋭敏化し、反応速度も早まるので、価格のボラティリティ（変動性）が上昇し、乱高下がみられるようになる。

こうした中で、期待の自己増殖に支えられていたバブルが何らかのきっかけで一方向的な値崩れを起こすと、高値でつかんだ資産を売り、儲けを出すチャンスを失いたくない市場参加者の一斉の売り行動が起こり、価格は一気に崩壊する。

5. 日本における1980年代後半の不動産市場でのバブル現象

1980年代後半における日本の不動産バブルも、基本的には上記のような資産価格の自己増殖メカ

ニズムが働いて生じたと考えられる。すなわち、当時の建築基準法の緩い用途規制制限の下、政府による大量かつ過大なビル床需要予測や都市圏の中心部での容積率緩和と政策の表明、さらには昭和40年代後半以来継続していたキャピタル・ゲインの吸収を目的とする土地譲渡所得税の重課制度の是正（特に居住用財産に対する買い換え特例制度の創設）などを背景に、不動産投資の期待収益率が大きく改善・上昇する中で、バブル化を可能にしたのが、当時の超金融緩和下における多くの市中金融機関の行き過ぎた不動産担保融資であった³。

この時期の不動産バブル現象に最終的に歯止めをかけ、不動産価格の自己増殖に崩壊・急落の引き金を引いたのが、遅きに失したとはいえ、1989年12月に日本銀行総裁に就任した三重野総裁による矢継ぎ早の金融引締め政策と1989年12月26日の大蔵省証券局長通達「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」と1990年3月27日の大蔵省銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」という当時の強力な行政指導をはじめとしたその後の総合的な土地対策であった。

6. バブルに対するクリーン・アップ論

グリーンズパン元連邦準備制度理事会（FRB）議長は、2002年8月に彼のよく知られたテーゼを「バブルの存在は破裂するまでわからず、また仮にわかっても容易には止められない。金融政策にできることは、破裂後の経済的コストを和らげ、次の経済成長につなげることである」と述べた。また、シティ・グループの最高経営責任者、チャールズ・プリンス氏は「As long as the music is playing,

you have to get up and dance.」と述べて、金融政策によるバブルの防止は不可能だとの見解を示した。このような立場に立てば、バブルが起こっても、少なくとも金融政策はそれを容認したうえで事後処理に万全を尽くせば足りるという対応になる。換言すれば、バブルの識別は難しく、また、資産価格の上昇を抑制するために金融引締め政策で対応した場合には、実態経済に望ましくない影響を与える以上、バブル崩壊後に事後的に金融緩和を行うことで経済への悪影響を抑えるしか方法はないというのである。これが、資産価格のバブルの膨張時にはバブルの抑制には動かずに、資産価格のバブル崩壊後、経済に対する逆風が生じた段階で初めて思い切った金融緩和と政策でバブル崩壊の悪影響を一掃するという、いわゆるクリーン・アップ論と称されるものである。これらの論者が資産における不動産の位置づけをどの程度意識していたかは不明であるが⁴、今日の時点では、不動産を含め、資産バブルがもたらしたその後の経済への影響の深刻さに鑑みれば、広範な指標が資産価格の変調を警告している場合や金融市場で過度な信用供給が生じているような場合には、そうした情報が示唆するリスクを考慮した政策を実行すべき必要性が一層強くなっていると受け止めるべきであろう⁵。

7. 短期的な効果についても未だ評価を定めにくいアベノミクス

（7-1. アベノミクスの概括的な評価）

今後、消費者物価水準の前年比上昇率2%を、2013年春から2年程の期間を念頭においた実現を目指して実施される大胆な量的・質的な異次元の

³ 先進諸国では需要不足に過剰設備、少子高齢化の進行も加わって潜在成長率が低下しているが、「潜在成長率の低下は一国の平均的な資本収益率の低下をもたらし、ミクロ的には収益性の高い投資プロジェクトが減少していることを意味する。そうした状況の下で、緩和的な金融環境が続くと、マネーは不動産市場などに向かいバブルが生じやすい」（河野龍太郎（BNPパリバ証券会社経済調査本部長・チーフエコノミスト）2013年12月24日『エコノミスト』）という指摘がある。

⁴ 米国の住宅価格が高騰していた2005年時点で、グリーンズパン元FRB議長は、住宅価格の高騰について「局地的な小さな泡（フロス）」に過ぎないとの認識を、本人の「波乱の時代」と題する回顧録（訳本、2007年、日本経済新聞出版社）の中で示している。

⁵ こうしたクリーン・アップ論（FEDビューと言われる）の考え方に対し、金融緩和の継続はバブルの生成を促すものであり、それを防ぐためには予防的な金融引締めが必要であるとの見方（いわゆる *leaning against the wind*）は、BISビューと言われる。

金融緩和政策（具体的には金融市場調整の操作目標を、無担保コールレートからマネタリー・ベースに変更し、年間 60 兆円～70 兆円に相当するペースで増加するように金融市場調整を行う量的緩和政策及び長期国債買い入れの平均残存期間を、現状の 3 年弱から国債発行残高の平均並みの 7 年程度にする質的緩和政策を行い、さまざまなルートを通じて、人々のインフレ期待を醸成し、实体经济の拡大を図ることを目標とする）の効果や影響をどのように評価すべきであろうか。

これまでのところ、アベノミクスが、人々のデフレ懸念を払拭し、前向きな明るいマインドをもたらしたところまでは肯定的な評価が多く、大方のコンセンサスを得ているが、円安の進行、物価上昇率のマイナスからプラスへの転換を通じて、まずは実質賃金の低下による雇用増を実現し、次の段階で雇用増により雇用者のマクロの給与総額が物価上昇率を上回って増大することで、所期の目的である実態経済をデマンド・プル型の拡大基調に乗せるというシナリオについては、未だ景気動向関連指標により確認できる状況には至っていない。

(7-2. 消費の動向)

具体的に消費の動向を見ると、消費の回復が果たしてアベノミクスによりもたらされた基調の変化を伴う効果なのか、株価上昇に伴う資産効果が一部の消費者層に生じたものに過ぎないのか、消費税の駆け込み需要の影響が大きいのかは必ずしも判然とせず、少なくとも現在のところ、産業構造のサービス経済化を反映した 4 割に迫る高い非正規雇用者比率の問題もあり、実質の雇用者給与総額の拡大は実現が難しいと見られている。だからこそ現在、今春の春闘での正規雇用のベースアップの成否と並んで、同一労働の非正規雇用者の正規雇用化、定期昇給等の課題が大きな関心を呼んでいるわけである。

(7-3. 設備投資の動向)

設備投資についても、動意が見られるものの、交易条件の構造的な悪化の影響もあり、その拡大

が明確には確認されているわけではない。マネタリー・ベースの飛躍的拡大（2014 年 1 月の前年同月比増加率は 51.9%）により、市中金融機関の貸し出し態度は軟化してきているにもかかわらず、市中金融機関の貸出によってはじめて実現するマネー・ストックの伸び率（2013 年 12 月の M2 の対前年同月比増加率は 4.2%）や全国銀行の貸出残高の伸び率（2013 年 12 月の対前年同月比の増加率は 2.6%）は驚くほど小さい。これは、企業の保有する内部留保額（約 220 兆円）が大きいという事情もあるが、将来の経済成長を規定する新事業創出等に対する民間の資金需要が伸びていないことを物語るものではないか。膨大なマネタリー・ベースを増やしているがマネー・ストックは目立って増えていないということは、大局的に見て量的・質的金融緩和政策は効果を上げていないのではないかとこの意見が根強い。

(7-4. 日本銀行政策審議委員からの問題提起)

こうした中で、1 月 10 日の日本経済新聞朝刊の報道によれば、白井さゆり日本銀行政策審議委員が「インフレによる実質所得の急激な減少や、企業の販売価格での慎重な行動を考慮すると、現時点では金融緩和の効果が出尽くすにはある程度の時間がかかる」と述べ、追加金融緩和の必要性に言及したとされる。

また、佐藤健裕政策審議委員は「追加的な緩和手段は物価や経済の期待の転換を図ると言う点では逆効果」と強調し、木内登英政策審議委員も「現在の大規模な緩和が長期化あるいは強化されれば、副作用がプラス効果を上回る可能性がある」と述べるなど委員間の意見の違いが浮き彫りにされている。

更に、1 月 22 日の日本経済新聞夕刊によれば、同日の日本銀行金融政策決定会合において、上記と同様の趣旨で、白井さゆり委員が「国内の雇用・所得の改善ペースにも言及すべきだ」、また、木内登英委員が「量的・質的金融緩和を 2 年程度の集約対応措置と位置つけるべきだ」と、第一の矢の既定方針に対する疑念とも受け取れる意見が公式の場で表明されていることが注目される。

8. アベノミクスと資産価格

今後、日本銀行の国債等の大量購入が継続され、短期金利がゼロの下で長期貸出金利が低下して、長短金利差が縮小し、市中金融機関の収益基盤が徐々に切り崩されて、銀行が満期変換の活動からの利益を出しにくくなると、市中金融機関は別の収益機会を求めることになり、それが新たなリスクを生みだしかねないという指摘がある。具体的には、運用益の拡大を目指す投資資金がよりリスクの高い資産に向かう可能性を警戒する声である。

これについて、主に米国を念頭に置いた発言ではあるが、日本経済新聞 2014 年 1 月 8 日朝刊によれば、2013 年にノーベル経済学賞を受賞したロバート・シラーエール大学教授が、12 月 1 日のドイツ週刊誌シュピーゲルに「最も懸念されるのは米株式市場の活況だ。米経済がなお弱いからだ」と語り、「まだ警鐘を鳴らす段階ではないが、多くの国で株式相場が高値にあり、一部不動産市場では急激に価格が上がっている」との見方を表明し、「世界はなお、バブルに対して脆弱性を抱えている」と警告した⁶。また、レーガン政権で行政管理予算局長を務めたデイビッド・ストックマン氏もテレビ番組で「FRB は米株式市場に巨大バブルを作り出しただけでなく、世界中で多くの資産価格の過熱を引き起こした」と主張した。

9. 当面の不動産市場の行方

(9-1. 足元の不動産指標の動き)

⁶ シラー教授は、1981 年、米国の長期間にわたる株価と配当データを用い、人々が将来の配当を合理的に予想しているとは考えられないほど株価の変動が激しいことを実証し、また、1987 年のブラック・マンデーが起こると、直ちに投資家調査を行い、株価暴落に際してプロの投資家がどのように情動に動かされて、認知、判断、行動したかを浮き彫りにして、これを「根拠なき熱狂」という著書に著した。この本の中で、シラー教授は、米国の 1990 年代末期の IT (情報技術) バブルが、まさにファンダメンタルから乖離したバブルであることを指摘し、政府にバブルを助長する政策を直ちに変更するよう主張した。本書が出版されたのが 2000 年 3 月で、その後、IT バブルが破裂したこと、IT バブルの崩壊を予言した本としてベストセラーにもなったことが有名である。

不動産市場の足元の状況を日本銀行の短観等の指標でみると、まず「企業の土地取得額」は、実績値のデータがある 2012 年までを見る限り、全産業、不動産業ともに、底打ちの気配はあるものの低水準で推移している。また、「金融機関の貸し出し態度 DI」は、全産業、不動産業ともに、大企業ほど緩くなっているとの評価が表れており、その評価がこのところ期を追って強まっている。更に、2013 年 12 月末までの全国銀行の全産業及び不動産業に対する貸出残高の対前年同月比の伸び率は、いずれも低率の微増にとどまっているが、不動産業への貸し出し残高の伸びが相対的に小さいため、全産業に対する不動産業への融資比率は低下が続いている。

次にジョーズ ラング ラサル株式会社の「グローバル・マーケット・パースペクティブ」により、最近の土地投資額の動きを補完的に追ってみると、2013 年 (暦年ベース、以下この項において同じ) の日本における商業用不動産の取引金額は 4 兆円に達し、2012 年の 2 兆円から倍増している。この 4 兆円という数値は、21 世紀に入り最も景況感のよかった 2007 年時点の 7 兆円には及ばないが、取引の活発化は自明である。日本における商業用不動産の最大の買い手は、資金調達に直接金融を主体とする J-REIT 投資法人であるが、2013 年の J-REIT 投資法人の取得額は 2.2 兆円と、これまで、2012 年の 7800 億円の 3 倍近い増加である。このように 2013 年に入ってから不動産取引の活発化は疑いようがない。

景気回復の段階を迎えると、不動産取引額の増大に伴いある程度の地価上昇が生じる。このことは 2013 年 7 月の都道府県地価調査において、東京圏、商業地の地価上昇地点数割合が過半数 (54.2%) を超えたこと、国土交通省の「主要都市高度利用地地価動向調査」(地価 LOOK レポート)によれば、2013 年 7 月～9 月期の地価上昇地点数が 150 地点中 107 地点に昇ったことにも示される。問題はこれらの取引価格が収益見込みを反映した妥当なものにとどまるかどうかということである。

J-REIT の分配金利回りはこのところ 3% 台後半で推移している。10 年国債利回りよりも概ね

300bp (1bp (ベースポイント) =0.01%) 以上上回っていることから、2014年初の時点では、アナリストの間では概ね妥当なスプレッドが維持されているとの評価である。しかし今後、不動産価格が上昇し、両者間のスプレッドが300bpを切り、過去最少の250bpを大きく下回ると、不動産市場の過熱、バブル化の兆しを心配すべき局面に入ってくるのではないだろうか。

同様のアプローチが実物不動産の投資利回りについてもあてはまる。日本不動産研究所の「不動産投資家調査」によれば、近時、リスク・プレミアムの低下や純収益 (NOI) の期待成長率の上昇を背景に、東京都心部の商業用不動産等に対する投資家の期待利回りの低下が続くとともに、大阪圏、名古屋圏にも波及している動向が窺え、依然として高水準の空室面積や中長期的な人口減が歯止め要因になるとの意見もあるが、場合によっては、バブル的な兆しも懸念される。具体的には、海外投資家の動向、公的年金基金等の資産運用方針の変更、成長戦略の具体化の度合い等不確定な要因も多いが、仮にこれらが現状とあまり変化がないことを前提に考えても、東京都区部 (丸の内、大手町) のAクラスビルの期待利回りが現在の4%強を割り込む状況も想定可能となる。東京圏以外の大阪圏、名古屋圏を含めて都心部の商業用不動産等の価格が収益価格から乖離する要注意の段階を迎えるのかどうか注視してゆく必要があるだろう (本項に関連する各種データについては巻末の参考図表1~5に表示)。

(9-2. 不動産市場の三つの可能性)

以上を踏まえ、最後にこれから生ずる当面の不動産市場の行方について、ここでは、大きく3つの可能性を指摘しよう。なお、世界の経済・金融の統合が急速に進んでいる現在、これらのシナリオは、今後懸念される様々なリスク、例えば、11月の中間選挙を控えた米国の財政の壁 (フィスカル・クリフ) による混乱、不安定な欧州経済の危機の再燃、中国経済のシャドーバンキング規制による変調、米国のQE3の縮小による新興国からの資金流出がもたらす金融危機など、一国ないし地

域のトラブルが顕在化すると、その影響が世界経済のマルチ・スピード化の中で、瞬時に広く世界に伝播していく状況下、以下のシナリオも大きく変わる可能性があることに留意が必要である。

第一は、ファンダメンタルズの改善に見合って不動産市場が活発化している米国と同様のシナリオを日本でも描くことである。米国において2000年代後半以降に実施されたFRBによる長期債の大量購入とこれに伴う低金利政策がインフレ期待を高め、米国経済はこのところ比較的堅調に推移している (IMFの2014年1月の予測では、2014年 (暦年) の米国の実質成長率は2.8%)。このため、QE3が2014年1月から低減に向けて舵を切ったのと同様に、日本においても、これから1年後をめどに、物価上昇率目標の達成と実体経済の回復基調とが確認された上で、順次、量的・質的金融緩和と政策が正常な姿に戻され、局所的な動きを別にすれば、不動産市場のバブル的な動きを伴うことなく、経済は好循環軌道に乗るというシナリオである (実需回復による経済効果発現型)。ただこの場合でも、超金融緩和の状態が一挙に解消するわけではないので、条件次第では、不動産市場の活況が過熱に転じ、バブル的な動きが誘発される恐れは否定できないであろう。

第二は、アベノミクスが所期の効果を上げられないケースである。すなわち、インフレ期待への変化は認められるものの、消費者の実質賃金が思うよう改善せず、また、円安や実質長期金利の低下にもかかわらず、企業の輸出や設備投資が、生産拠点の海外移転・製品輸出競争力の低下等の影響や技術革新の低迷により今後も低水準のまま推移する。更に、次第に公共投資が牽引力を失うとともに、短期金利がゼロで推移する中で、長短金利構造のフラット化による市中金融機関の収益構造の悪化から、日銀預け金が滞留し、市中金融機関の貸出行動の拡大も見込みにくいいため、ファンダメンタルズの変化を通じたデマンド・プル型の実態経済への影響は限定的なものにとどまり、不動産市場への影響も大きなものとはならないというシナリオである (経済効果限定型)。

第三は、アベノミクスが所期の効果を上げられ

ないという意味では第二のケースと同様であるが、金融市場⁷に変調が見られるケースである。今後もアベノミクスの効果として期待されていた消費の拡大や円安による輸出増の改善のテンポは緩やかに推移する。また、今年4月の消費税増税後、社会保険料を含め、10兆円規模の国民の追加負担増に伴う需要の反動減が今年7～9月期以降も根強く残る。しかし、金融市場では、膨れ上がった民間金融機関の日銀預け金がトリガーとなって、行き場を失って拡大を続けるマネー・ストックが不動産を含む資産市場に流入し、欧米に比べリスクが小さいとみられる日本市場への海外投資家による一層積極的な不動産投資行動が加わって、資産インフレ期待が高まり、不動産市場のバブル化が誘発されるというシナリオである（資産市場バブル型）。

10. 中期的に見たアベノミクスの課題

(10-1. 当面の低金利と将来の金利上昇)

中期的にアベノミクスの次のステップを展望すると、別の新たな課題も浮き彫りになる。それらを織り込んで視野を広げて考えることは、長期的な将来の不動産市場を鳥瞰するうえでも有意義であると思う。最後に、そのいくつかをこの機会に紹介しよう。

第一は「当面の低金利」と「将来の金利上昇」との関係はどう理解すべきかという問題である。当面の低金利を優先して、国債の大量発行と日本銀行による市中金融機関からの国債を中心とした債券の間接的な買取りが継続され、財政再建が先送りされても、しばらくの間、財政信認を保つことは可能であろう。しかし、その先送りのコストは存外に大きく、いずれ債務残高の累積を通じた金利の急騰とインフレの昂進に繋がる恐れが強い。これを回避する一つの方法は、デフレ脱却が鮮明になれば、物価上昇率目標2%にあまりこだわらずに、アベノミクスの効果の発現に応じてマネタリー・ベースの拡大をマイルドなものとして、長

期金利の高騰リスクを抑え、併せて明確なプログラムに基づく本格的財政再建に着手することである。

(10-2. 長期金利に影響を与える二つのコンポーネント)

ここで長期金利を巡る議論として『経済セミナー12.1月合併号』（日本評論社）に示された日本経済研究センター理事長の岩田一政氏の指摘を示そう。

「長期金利と言うものは大きく2つのコンポーネントから成り立っています。1つは、マーケットが期待する先行きの短期金利がどうなるかという部分。もう一つは、ある程度期間の長い資産を持つと、その期間に、金利が変動するリスクがあるわけで、そのリスクに関してプレミアムを払う必要があります。（中央銀行が将来どのような政策をとるかアナウンスするという）フォワード・ガイダンスは、先行きの短期金利に影響を与えるチャンネルを通じて、長期金利の低下を促すと考えられます」、「ノースウエスタン大学のA.クリシュナマシーの論文は非常に興味深いものです。FRBはMBS（資産担保証券）と国債を買っているけれども、どちらがより効果があったかについて明らかにMBSだと主張しています⁸。買う資産やその量をどうするかがターム・プレミアムに大きな影響力をもっていることがわかります」と、長期金利が将来の期待された短期金利により影響を受ける側面と量的緩和政策の内容により影響を受ける側面との二つの構成要素に言及している。

⁸ MBSの大量購入は、金融仲介機関の自己資本比率の引き上げ、証券化商品の市場価格の押し上げ（含み損の減少）、MBSの金利低下による住宅ローン金利引き下げという複数の波及効果をもたらした一方、長期国債の購入は長期国債金利をある程度押し下げたが、類似の資産を含む民間部門の金利低下には波及しなかったという慶応義塾大学の深尾光洋教授の2014年1月28日、「量的緩和時代の金融政策」（日本経済研究センター）の指摘が参考になる。

⁷ アベノミクス下の銀行行動については、大阪大学教授小川一夫『リスク取り収益力向上を』（日本経済新聞、経済教室）、2014年2月12日が参考になる。

(10-3. 資産価格への影響が大きいとされるターム・プレミアム)

さらに、同氏は上記発言に先立って、2013年10月29日の日本経済研究センターホームページにおける「アベノミクスとケインズの公開書簡」と題する論考の中で、上記発言を裏付けるコメントを行っていて、「長期金利は、将来の期待された短期金利とターム・プレミアムに分解することができる。前者はフォワード・ガイダンスに影響を受け、後者は量的拡大によって長期国債の稀少性が増大することを通じて影響を受ける。ジェレミー・スタインFRB理事らの実証分析によれば、将来の期待された実質短期金利は、非金融部門の実質投資決定に影響を与え、ターム・プレミアムの低下は、資産価格に大きな影響を与える」とし、長期金利を決定する二つの要素が、それぞれフロー、ストックの重要な経済変数である「実質投資」と「資産価格」に影響を与えるという視点、とりわけ、ターム・プレミアムの資産価格への影響を重視している点が注目される。

この見解は、本論脚注5で示したBISビューの範疇に属するものであり、手段が金融政策の中立性を乱すことがなく、かつ、効果が明確であれば、有力な政策の選択肢であると考えられるが、その先駆的な試みとの評価もある昨年5月22日のバーナンキ前FRB議長が議会証言として行ったQE3縮小発言が、どのように人々の予想に影響し、ターム・プレミアムに波及したのか、その経路や影響度が未解明であることから、ターム・プレミアムを通じた波及効果の実務への適用のためにはなお多くの検討課題がある。このため、資産価格への働きかけの経路についても、当面はマクロ・プルーデンス政策の有効性を高める方向での検討が行われることが先決であるように思われる⁹。

⁹ バーナンキ前FRB議長発言に関連したターム・プレミアムに関する議論の経緯や考え方については、みずほ総合研究所 市場調査部 シニアエコノミスト 小野亮 『ターム・プレミアム上昇の意味』(みずほインサイト、2013年7月)が参考になる。

(10-4. 景気回復と金融システムの安定)

第二は、第一の問題と裏腹の問題でもあるのだが、「景気回復」と「金融システムの安定」との優先順位をどう理解するのかという問題である。日本銀行の当面の金融政策の目標は年2%程度の物価上昇を実現することであるから、このことは現在の低金利政策や資産購入による量的・質的緩和政策が当面継続されることを意味する(場合によっては、効果が不十分だとして、近いうちに追加的な金融緩和措置が新たに発動される可能性を示唆する向きもある)。低い金利水準が将来にわたり継続すると見込まれるということは、景気回復を促し、物価上昇をもたらすために必要である反面、金融システムの安定と言う観点から見ると、金融システムにおけるリスクの蓄積を促す要因となる。とりわけ、量的緩和政策の一つの目的がポートフォリオ・リバランス効果を通じた資産価格の上昇を目指しているとする、日本銀行はいずれデフレ脱却という目的と、金融システムの安定という目的との間で、難しい選択に直面することが予想される。具体的には、デフレから脱却してゆく過程において、一部の金融商品あるいは不動産の価格上昇が顕著に見られた場合に、こうした資産価格上昇に政策的に反応してゆくのかどうか。対応しなければバブル化が誘発される恐れがあり、反対に対応すれば、マクロ経済全体に悪影響を与え、デフレ脱却を腰折れさせる恐れが生ずる。

(10-5. 世界的に続けられている金融システムの安定化に向けた模索)

こうした中、金融緩和を続けるコストの一つとして懸念される資産バブルに対しては、金融機関に対する自己資本比率規制(いわゆるバーゼルⅢ)が順次強化されている中で、金融機関が過剰なリスクをとることのないよう、さらなる金融規制論が台頭する可能性がある。2014年1月15日の日本経済新聞の「経済教室」において、日本総合研究所の翁百合理事が2015年7月から適用される金融規制改革法(通称「ドット・フランク法」)の一条項として、銀行の健全性の観点から利益追求を目的とする投機的取引などリスクが高い取引を禁

止するいわゆる「ボルカー・ルール」に言及しているのはその適例である。同様に、1月21日の日本経済新聞の「経済教室」において、慶応義塾大学の庄司克宏教授は、EUでの金融システムの安定をめざし、今年11月に欧州中央銀行を中核とする「単一銀行監督機構」が設立される動き等を紹介している。

(10-6. バブルを加速させる恐れを持っている資本移動が自由な現代の金融引締め)

次に、バブルを予防するという前提に立つと、さらなる金融規制の強化・発動前に、段階的な金融引締めを行うことが無条件に望ましいのかという点が問題となるが、必ずしもそうはならないとの指摘がある。この点について、1月24日の日本経済新聞の「経済教室」において、慶応義塾大学の桜川昌哉教授は、「強力な金融引締めでバブルを崩壊させることはできるが、小刻みな引締めでバブルを制御して崩壊の悪影響を小さくするメカニズムは見つかっていない。むしろ最近の研究では、バブル期の引締めがかえってバブルを加速させる可能性を示唆している」との問題提起を行っている。これは、国際的な資金移動が自由な時代には、新興国に生じている予備的な外貨準備を含む過剰貯蓄等が、他国の金融引締めに伴う金利上昇により、当該他国の国内に大量の資金流入をもたらす、この面からバブルを加速させることがありうるというのである。こうした判断の下に、同教授はQE3の縮小もFFレート（FRBが短期金融市場を操作する目的で調整する政策金利）を据え置いたまま、量的緩和を終了させることが最も望ましい政策ではないかとの判断を示されている¹⁰。

¹⁰ 2014年1月29日には、米国がQE3の縮小を強める中（緩和額を750億ドルから650億ドルに縮小）、トルコが通貨流出に伴うリラの下落により生ずるインフレと経常収支の構造的な赤字に起因する信用不安を防止するため、国内景気への悪影響を認識しつつも、短期金利（翌日物貸出金利）を年4.25%引き上げて、年12%にすると決定した。新興国は、国内景気を犠牲にしても、米国の金利上昇に起因する資金流失に伴うインフレ及び信用不安の防止を優先する姿勢を明確にしている、日本経済新聞編集委員の滝田洋一氏による2月3

以上、金融緩和の出口と金融規制強化の入りのポリシーミックスをどう調和させるのかは今後の大きな課題であり、緩和政策の早すぎる解除と規制強化の強すぎる影響が実体経済の回復をとん挫させること、反対に、出口を失った緩和政策の継続と骨抜き規制が資産バブル（これは財政破たんリスクでもある）を再燃させることから、これらはいずれも悪いポリシーミックスの典型となるが、ここにさらに、金融緩和政策の解除が国際資本移動を通じてバブルを加速させる金融市場の世界的統合に伴うリスクも加味しなければならないという難しい問題が登場しているのである。

(10-7. 金融抑圧と将来への懸念)

第三は、日本銀行による長期国債の大量買取りが継続されれば、長期金利は、不自然な形での低金利を続け、ハーバード大学のカーメン・ラインハート教授らの言う人為的な低金利政策としての「金融抑圧（Financial Repression）」が日本でも続くのではないかという問題である。日本のマクロの資金収支構造は事後的に（経常収支=輸出-輸入）=（民間貯蓄・投資バランス=国民所得-個人消費-設備投資）+（財政収支=税収-政府支出）で示されるから、この定義式から、これまでは経常収支が黒字で、民間部門も貯蓄超過であったので、財政赤字のファイナンスも現実にその大半の90%以上を国内で賄うことができたと思われる。しかし、今後、長期国債の大量発行により、引き続き公的債務を増加させなければいけない状況が続けば、国債のマネタイゼーション（貨幣化）となる財政ファイナンスの色彩がさらに強まり、財

日の朝刊記事「核心」での言葉を借りれば「1997年のアジア通貨危機を教訓に、市場の動揺に正面から取り組む」政策に踏み切っている。同様の状況にあるフラジャイル・ファイブ（トルコのほか、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカを指す）の動向が心配されている。トルコに続き、1月30日には、南アフリカが、政策金利を5.0%から5.5%に引き上げた。長期的には、流動性枯渇への対応（通貨スワップ協定等）、域内通貨のドル基軸体制からの脱却（決済通貨のローカル化）、IMFと地域金融機関との補完関係の強化が望まれる。

政再建が遠のく。一方で、国内の民間貯蓄は高齢化により縮小傾向に向かうことが確実であること、また、経常収支の赤字構造が強まる気配がますます濃厚であることから、マクロの資金収支を均衡させるためには、財政収支の赤字分の補てんを海外投資家の国債購入資金に依存する傾向が強まらざるを得ない。この場合、国債は海外投資家の目線で取引されることになり、金融抑圧下にある低金利国債を購入する海外投資家はリスク・プレミアムを求めることが確実であるから、国債利回りは上昇し、金利の高騰による利払い費の増加から財政破綻懸念が強まるとともに、国内資金の海外逃避による円安などを通じたインフレが進み、これがさらに金利高騰を招くという悪循環を昂進させ、結果として、望ましくない形で公的債務の圧縮が実現される恐れがある。

こうしたプロセスは、第二次大戦を通じて戦時調達を多額の国債で賄った英国が辿った途であり、各国の財政当局が歴史的にも選択肢として採用を余儀なくされた手法でもあるが、預金者や年金生活者、保険契約者、国債保有者の多大の犠牲の上に成り立つものであるため、このような事態の招来前に、ソブリン・リスクを回避するためにも、社会保障制度改革、地方分権推進政策を含めて、プライマリー・バランスの黒字化をはじめとする財政健全化に向けた計画的な歩みを一日も早く始めることが重要である。

(10-8. 金融政策・財政政策と議会制民主主義)

第四は、望ましい金融政策の実施と議会制民主主義下での政治的な摩擦との調整の問題である。この点については、資産バブルや過大なレバレッジの使用を抑え、金融システムに潜むシステムミック・リスクをモニターし、経済の安定性を損なうリスクを管理するため、自己資本規制強化、貸倒引当率の引き上げ、担保掛目の強化等のマクロ及びミクロのプルーデシヤル政策を採用しようとの提案に対し、「バブル期には金融機関は多大の収益を得ることができ、これを政治家のロビー活動に使うことができる。このため好況時に規制を強化するのは非常に難しい（ので、中央銀行に実施

の独立性が認められている）金利政策それ自体をある程度バブル抑制に使うことが提案されるようになった」との慶応義塾大学の深尾光洋教授の所見がある（2014年1月28日「量的緩和時代の金融政策」（日本経済研究センター））。デフレ脱却が展望できる状況が視野に入ってきた現在、万が一の場合に備えた金融危機管理の面から、関係者がこうした課題を忌避せずに俎上に載せることが望まれる。

同様の課題は第二の矢に関連した財政政策についても存在する。政府は「2015年度の基礎的財政収支の名目GDP比を2010年度に比べ半減する」、「2020年度に同収支を黒字にする」、「2020年度以降は債務のGDP比率を引き下げていく」という方針（2013年6月14日閣議決定）を打ち出しているが、消費税率10%への引上げ以降の道筋は、最重要の社会保障制度改革による受益と負担の在り方をはじめとして藪の中である。最終的には、国民負担のさらなる増加を伴う不人気の増税法案による解決を図るしか方法がないにしても、政治的な配慮もあり、現時点では、2020年での基礎的財政収支の均衡を想定せざるを得なかったと考えたとしても、あながち誤った認識だとは言えないであろう。こうした中で、ギリシャの例を持ち出すまでもなく、「不都合な事実」にも目を向け、内外から財政信認に想定外の疑念が向けられることのないよう、客観的で信頼できる透明な情報が国民をはじめ関係者に提供されなければならない。いづれにしても、上記に述べた様々な事情を踏まえると、量的・質的金融緩和政策が必要とされるここ1年内外の間に、実効性の高い財政再建、成長戦略を実行に移し、日本銀行による量的・質的金融緩和政策への過度の依存状態から早期に脱却することが必要であるように思われる¹¹。

¹¹ 財政収支の均衡に関連して、2011年7月「外国の立法」（国立国会図書館調査及び立法考査局編）によれば、イギリスにおいて、2011年に「予算責任及び会計検査法」と言う注目すべき法律が制定されている。イギリスでも、財政赤字削減が大きな課題であるが、経済予測上の判断を財務大臣が行っていたため、これが楽観的な高めの経済予測を前提にした甘い財政見通しを導

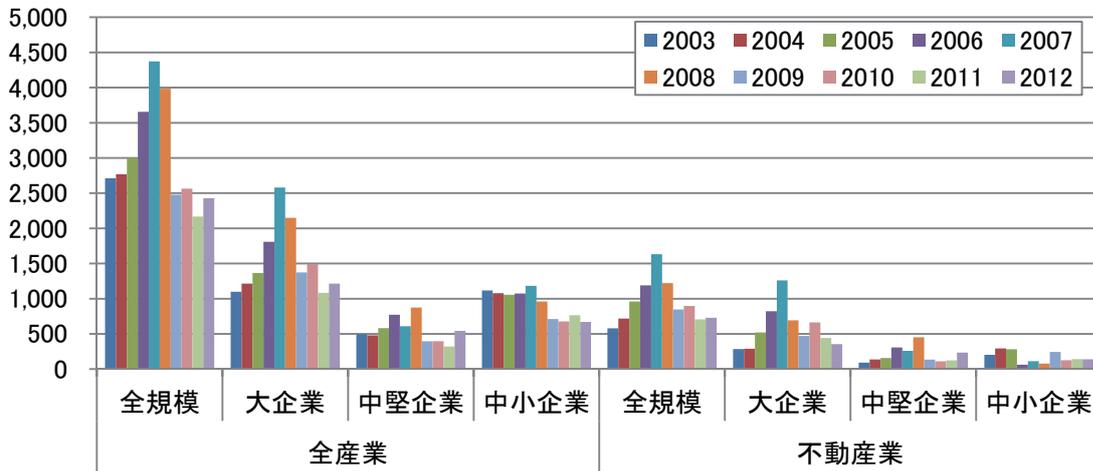
11. 終わりに

以上のようなテーマなども含め、次回の特集では、茨木秀行氏（内閣府参事官）、竹田陽介氏（上智大学教授）、田邊信行氏（宮城大学教授）、長谷川徳之輔氏（明海大学名誉教授）、山崎福寿氏（日本大学教授）（お名前は五十音順）にご所見を伺うことを予定している。なお、本論の記述は、2014年2月13日現在のものである。このテーマに十分な見識を持たない筆者は、このノートを整理するために、この1か月間、本論で記したような、関係の新聞、雑誌を時間の許す範囲で読み込むよう努めたが、特に金融緩和を巡っては、これが日本の将来の浮沈を左右する問題であるだけに、興味深い報道、知的な刺激を受ける問題提起やその解決方策の提案が、日々、産、官、学から実に活発に行われている現状に驚いた。また、今回のリサーチを通じて、金融事情には、混沌とした部分が少なくなく、諸情勢は絶えず変化の過程にあるため、日々刻々さまざまな事象が生起し、しかも予見し難いものが少なくないことも実感した。今後も正確なデータ・情報の把握に努め、消費税増税後の7月～9月期の経済の状況がある程度明らかになる年末頃には、これらのデータ・情報を基に、本論の次のステップに向けた検討を行いたいと考えている（2月13日記す）。

く潜在要因になってきたことから、その信頼性を高めるため、財政の持続性に関し検証と報告をさせる法律上の組織として独立の予算責任局を設けるとともに、5名以上をもって構成される予算責任局の委員については、下院財務委員会の一定の同意等が必要とされることになった。

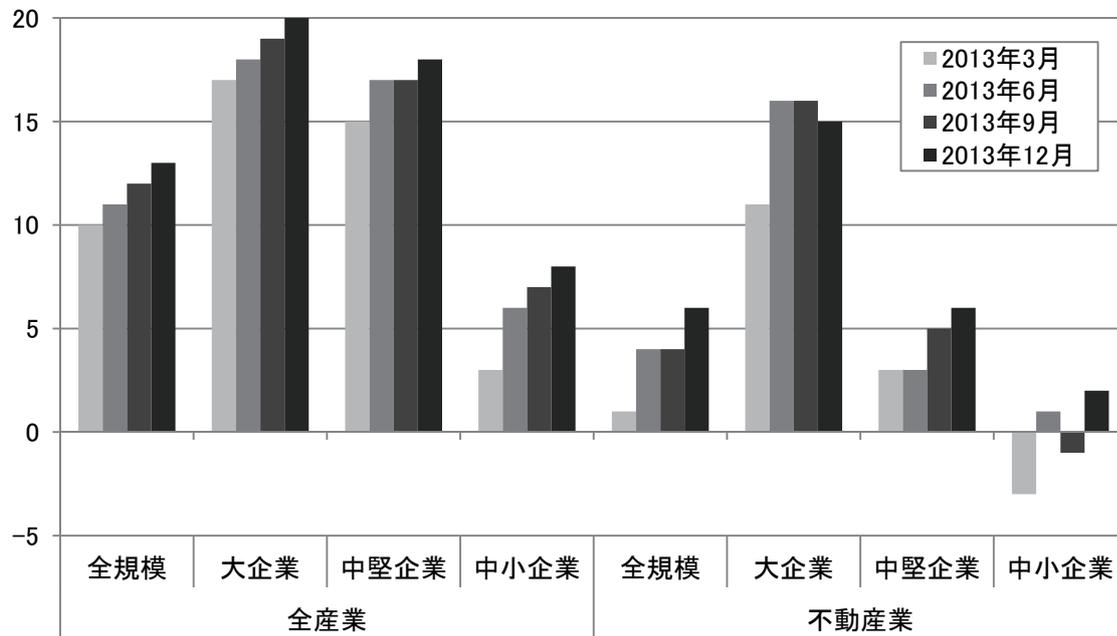
(本文「9-1. 足元の不動産指標の動き」関係の参考図表)

図表 1. 土地投資額 (10 億円)



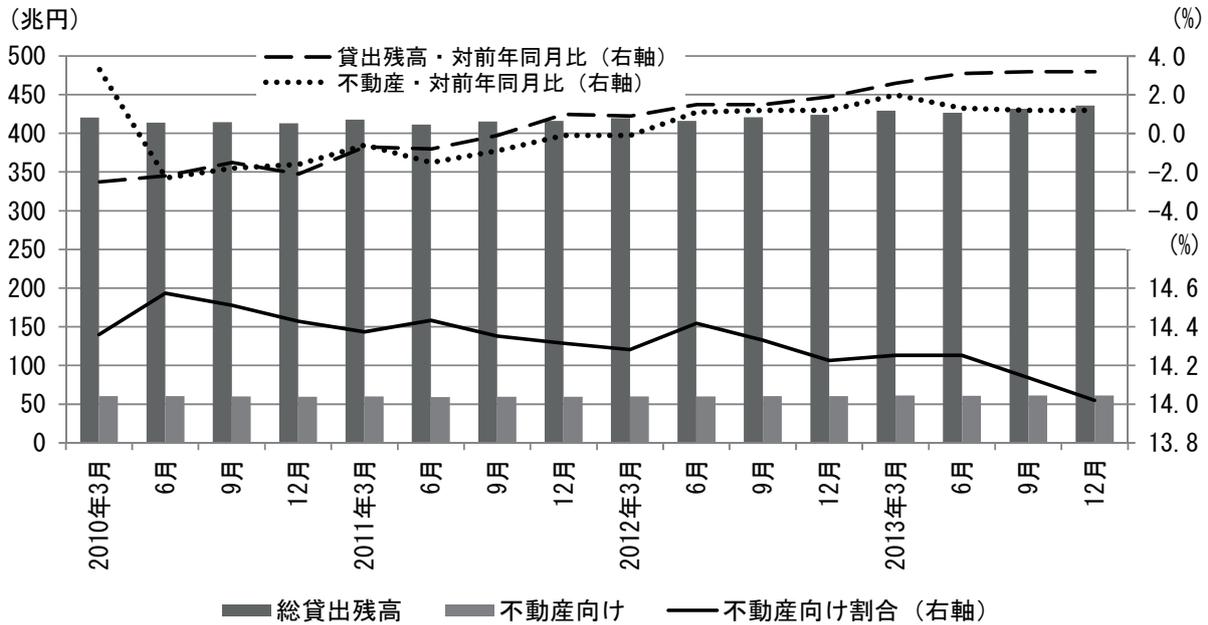
出所：日本銀行「短観」

図表 2. 金融機関の貸出態度 DI (「緩い」 - 「厳しい」)



出所：日本銀行「短観」

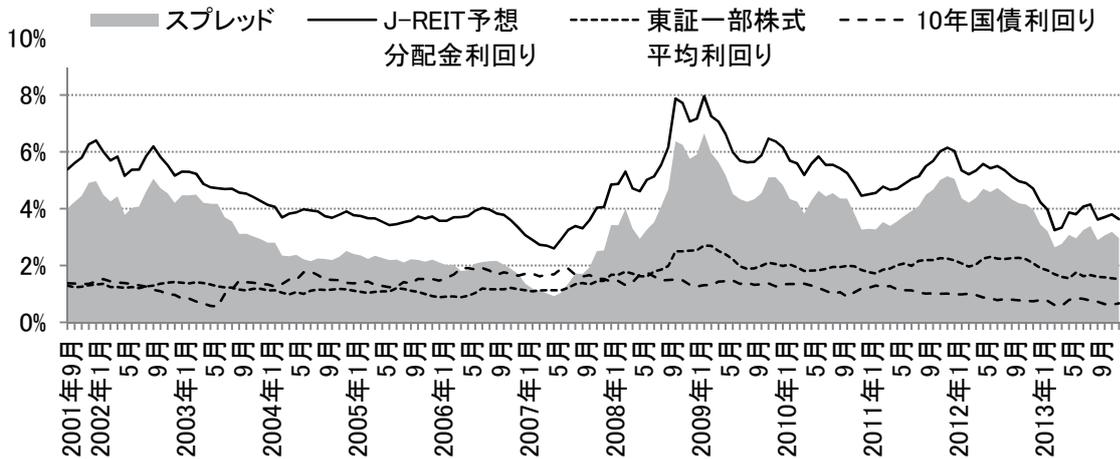
図表.3 国内銀行貸出残高



出所：日本銀行「金融経済統計月報」

注. 総貸出残高は国内銀行の銀行勘定と信託勘定の合計。不動産向け貸出残高は国内銀行の銀行勘定、信託勘定、海外店勘定（国内向け）の合計。

図表.4 J-REIT 分配金平均利回り



出所：一般社団法人不動産証券化協会、東京証券取引所、財務省

注1. J-REIT 予想分配金利回りは、以下の算出式で得られる各銘柄の分配金利回りの時価総額加重平均値（月末値）。

$$\text{予想分配金利回り} = (\text{当期予想分配金} + \text{次期予想分配金}) / \text{投資口価格}$$

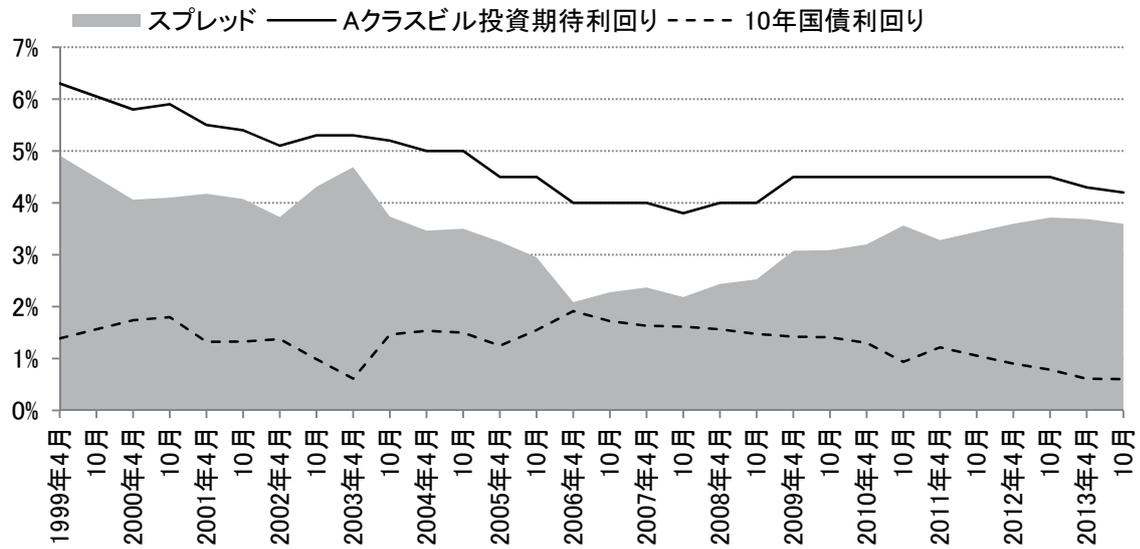
注2. 株式平均利回りは、以下の算出式で得られる単純平均利回り（月中平均）。

$$\text{単純平均利回り} = 1 \text{株当たり平均配当金} \div \text{単純株価平均} \times 100$$

注3. 10年国債利回りは、流通市場における実勢価格に基づいて算出された値（月中平均）

注4. スプレッド = J-REIT 予想分配金利回り - 10年国債利回り

図表 5. 不動産投資家期待利回り



出所：一般社団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」、財務省「国債金利情報」

注 1. Aクラスビルの定義：「丸の内、大手町地区」「最寄り駅より徒歩5分以内」「地区5年未満」

「延床面積 50,000 m²以上」「基準階貸室面積 1,500 m²以上」等。

注 2. 10年国債利回りは、流通市場における実勢価格に基づいて算出された値（月末値）。

注 3. スプレッド = Aクラスビル投資期待利回り - 10年国債利回り

[あらい としゆき]
 [(一財)土地総合研究所 専務理事]