

金融緩和政策と住宅価格の関係 —金融危機後の日本と諸外国の比較—

麗澤大学 経済学部 准教授／(一財)土地総合研究所 客員主任研究員 大越 利之
おおこし としゆき

1. はじめに

昨今の世界的な金融緩和政策は住宅市場にどのような影響を及ぼしているだろうか。本特集号が「マイナス金利下における金融・不動産市場」と題されるように、金融政策と住宅市場は密接に関係していると考えられる。実際に日本の1980年代後半や米国の2000年代の経験を振り返ると、金融当局による低金利政策は住宅価格の上昇に先行していた。

近年では、米国の住宅価格バブルの崩壊に端を発する金融危機を契機に、マクロ経済における住宅金融の役割を見直す動きが進んでおり、金融政策と住宅価格の関係、金融政策が住宅価格変動に及ぼす影響についての研究が蓄積されてきている (Del Negro and Otrok 2007, Goodhart and Hofmann 2008 など)。しかしながら、Kuttner (2012) は、金利低下と住宅価格の関係に関する多くの先行研究において、必ずしも両者の関係性を肯定できるような確たる証拠は得られていないとしている。最近の実証研究では、Jordà et al. (2014) が先進14か国の長期データを用い、歴史的に金融緩和期には銀行貸出の増加を通じ、住宅価格が上昇してきたことを示した。一方で、日本のバブル崩壊以降のデータを用いた大越(2014a, b)では、金融政策ショックが住宅価格に対して有意に影響を及ぼしているという分析結果は得られていない。

金融緩和が住宅価格上昇の要因となるということの妥当性は、過去の経験からも一見自明である

ように思われるが、先行研究における分析結果の相違の理由はどこにあるのだろうか。本稿は、金融危機以降にマイナス金利政策を含む非伝統的な金融政策を採用している各国の住宅市場の動向を踏まえながら、金融政策がどのような経路で住宅価格に影響を及ぼすのか、また、どのような条件下で金融政策の影響が観察されないのかについて考察する。

2. 金融政策と住宅価格の関係：経済モデル

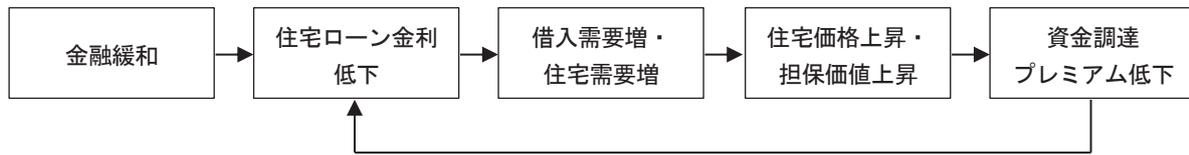
本節では、金融政策がいかなる経路を通じて住宅価格に影響を及ぼすのか、また、住宅価格の変動がいかんして実体経済に影響を及ぼすのかを考えるため、金融政策と実体経済の関係、ひいては金融政策と住宅価格の関係を説明する代表的な金融政策効果の波及経路に関する経済モデルを概観する。

(1) 金利経路

金利経路は、中央銀行による短期金利のコントロールが、時間軸効果などを通じて長期金利を変動させると、財市場における金利感応的な需要項目(実体経済)に影響を与えるという伝統的な金融政策効果の波及経路である。住宅投資が金利感応的であるとすれば、金融緩和により金利が低下すると、住宅投資が促進され、住宅価格も上昇するはずである¹。

¹ 吉川(1996)は、金利と設備投資や住宅投資などの需要項目にはあまり有意な関係が見られないとしている。

図表 1. 信用経路（住宅価格）



しかしながら、最近の金融政策効果の波及経路に関する研究では、「金利の低下が需要を喚起する」といった単純なメカニズムではなく、以下に示すような企業の資金調達手段である銀行貸出に起因する波及メカニズムの分析に主眼が置かれている。

(2) 信用経路

資金の貸手である銀行は、借手企業の健全性や投資プロジェクトの成功確率に関する情報を十分に有していない（貸手と借手の間に情報の非対称性がある）ため、銀行は借手企業のモラル・ハザードを防ぐために、借手企業やその事業について情報収集活動（モニタリング）を行う必要がある。情報収集活動には高い費用（モニタリング・コスト、エージェンシー・コスト）を要するため、銀行は保有する情報の少ない借手に対し、相対的に高い金利（プレミアム）を要求する。さらに、信用リスクが極めて大きいと判断すれば、その企業への貸付自体をとりやめ、他の一部の企業に資金を集中させる信用割当が生じる可能性もある。こうした状況の下で金融引締めを行えば、金利の上昇により資金の借入需要が減退し、マクロ経済全体の投資が減少する²。さらに、景気悪化に伴い資産価格が低下すると、借手企業のバランス・シートが悪化し、銀行が要求する金利（プレミアム）はさらに上昇し、資金需要もいっそう減少する³。

ここで、信用経路のモデルをもとに金融緩和政策と住宅価格の関係について考えてみよう。一般に、住宅購入資金は金融機関からの借入によって

調達され、他の資金調達手段へのシフトは困難であるから、住宅需要者は借入制約に直面していると考えられる。金融緩和により、住宅ローン金利が低下し、住宅需要が拡大すると、次第に住宅市場の需給は逼迫し住宅価格が上昇する。住宅価格の上昇に伴い担保価値が上昇すれば、家計の借入制約が緩和され（プレミアムが低下し）、さらなる借入需要および住宅需要の増大、住宅価格の上昇につながる（図表 1）。

(3) リスク・テイクを促す経路

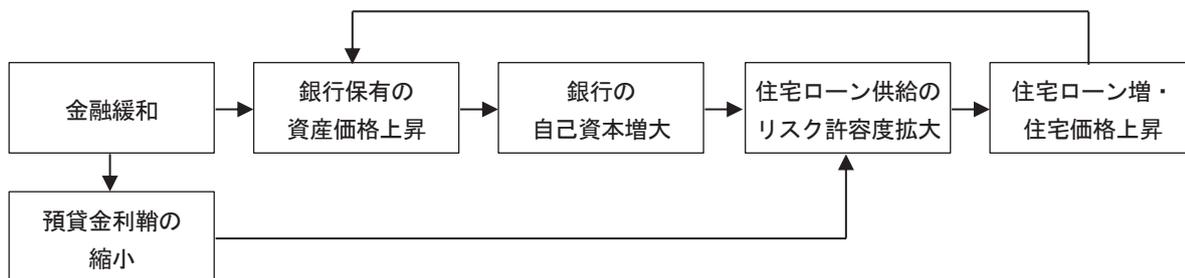
リスク・テイクを促す経路(risk taking channel)は、中央銀行による金融緩和と政策が、銀行のリスク許容度の拡大を誘発する効果である(Borio and Zhu 2012)。金融緩和により銀行の保有する資産価格が上昇すると、それに伴い銀行の自己資本も増大する。これにより資金の入手可能性が改善されると銀行の貸出に対するリスク許容度が高まり、銀行は高収益・高リスクの投資を行うことができるようになる。さらに、持続的な金融緩和により低金利が継続する状況下では、銀行の預金・貸出金利鞘は縮小するため、銀行は収益を維持するために、より高リスクの貸出を行うインセンティブをもつようになる。このように、リスク・テイクを促す経路も信用経路と同様に、資産価格の変動が、金融政策の銀行貸出や景気に及ぼす影響を増幅させる効果をもつと考えられる。

リスク・テイクを促す経路が機能するのであれば、金融緩和期には住宅市場においても銀行の住宅ローン供給に対するリスク許容度が増し、貸出量の増加を通じて住宅取引が活発化し、住宅価格が上昇するというサイクルにつながると考えられる（図表 2）。

² 代表的な研究は Bernanke and Gertler(1989)、Bernanke et al.(1996)。他に多数の理論的、実証的研究がある。

³ 資産価格の変動が実体経済への影響を増幅させる現象をフィナンシャル・アクセラレーターという。

図表 2. リスク・テイクを促す経路（住宅価格）



図表 3. マイナス金利政策導入の背景：各国比較

	導入決定時期	マイナス金利政策導入の背景
日本	2016年1月	目標インフレ率 2%の達成・イールドカーブ全体の引き下げ
ユーロ圏	2014年6月	目標を下回る低インフレ状態の長期化への対応
スウェーデン	2015年2月	目標インフレ率 2%の速やかな達成
デンマーク	2014年9月	為替レートの安定(ユーロ・ペッグ)
スイス	2014年12月	スイスフラン高圧力の緩和

3. マイナス金利下における住宅価格：各国の状況

金融危機後、各国の金融当局は量的緩和政策などの非伝統的金融政策の採用に踏み切り、欧州ではユーロ圏、スウェーデン、デンマーク、スイスにおいてマイナス金利政策が導入された。日本銀行も2%のインフレ率の達成を目指し、2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。各国でマイナス金利政策の採用に至った背景は異なるものの、大まかに日本、ユーロ圏、スウェーデンはインフレ目標達成のための「量的緩和+マイナス金利政策」、スイス、デンマークは為替レート安定のための「マイナス金利政策」と2つに分類できる（図表3）。以下に、最近の金融緩和期における各国の住宅価格、住宅ローン残高およびインフレ率の推移を示す。

(1) 住宅価格と住宅ローン残高

近年の各国の住宅価格の推移をみると、スウェーデンの住宅価格が急激に上昇している（図表4）。次いで、ドイツ、スイス、デンマーク、日本の順に住宅価格が上昇傾向にある。ただし、ユーロ圏全体では大きな変動は観察されない。一方で、ド

イツでは住宅価格が大きく上昇していることから、ユーロ圏内の各国間で住宅価格の動向に格差があることがうかがえる。

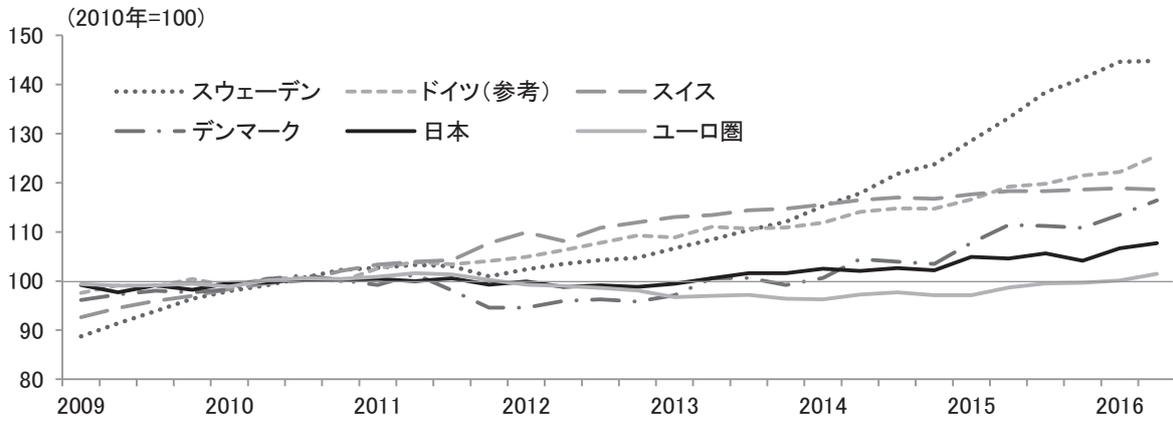
次に、住宅ローン残高をみると、2010年以降すべての国において増加傾向にあり、前年を上回る水準で推移している（図表5）。量的緩和やマイナス金利といった非伝統的な金融緩和策を背景に、住宅ローンの貸出供給や借入需要が拡大していると考えられる。

ただし、住宅価格の上昇速度、住宅ローン残高の伸びの大きさは各国で異なる。日本の状況を他国と比較すると、これらの動きは緩慢に見える。日本においては第2節で示した3つの金融政策効果の波及経路が他国よりも機能していないことが示唆される。

(2) インフレ率

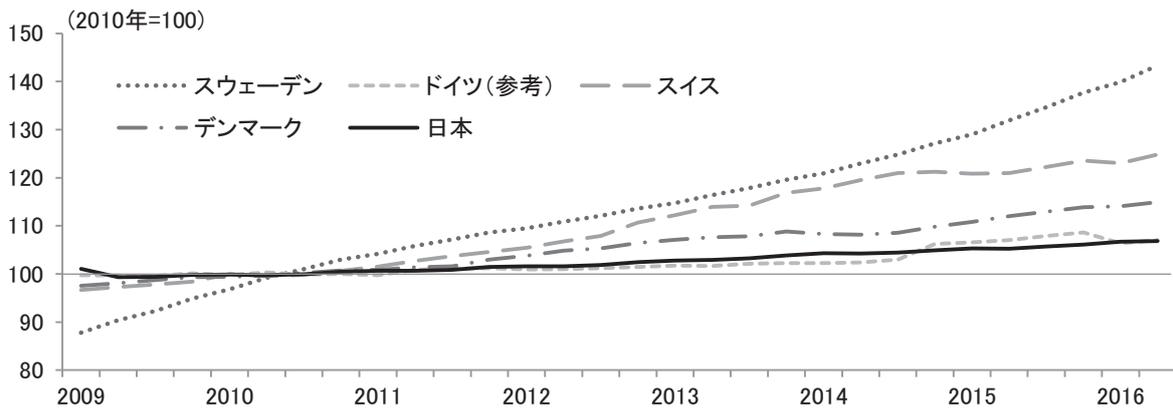
インフレ率（CPI総合）をみると、2016年9月平均で、スウェーデンおよびユーロ圏は1%を下回り、日本は-0.5%とデフレの状況にある。このところ、それぞれの国のインフレ率は、目標水準を下回って推移していることがわかる（図表6）。

図4. 住宅価格の推移



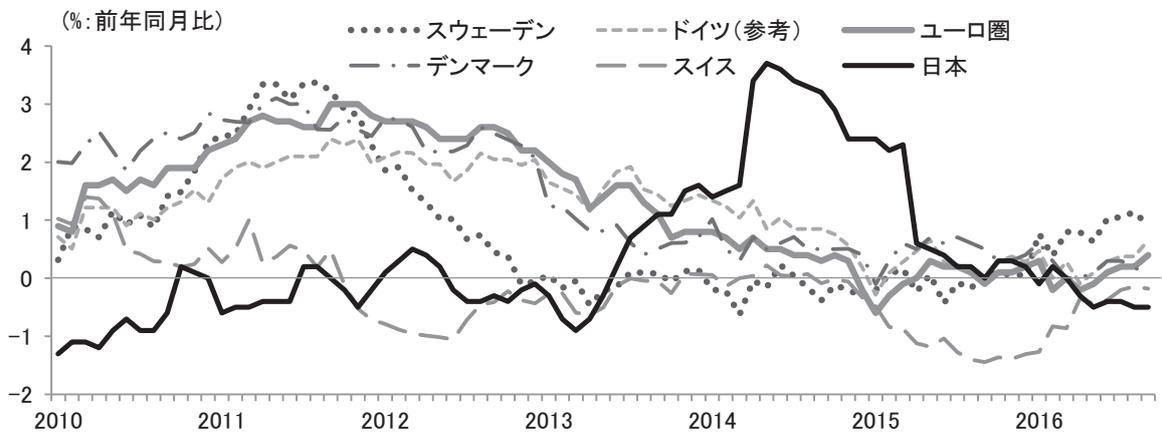
出所：OECD

図5. 住宅ローン残高の推移



出所：住宅金融支援機構（日本）、各国中央銀行（スウェーデン、ドイツ、スイス、デンマーク）

図6. インフレ率の推移



出所：OECD

こうした状況から、これらの国において、今後も金融緩和が当面継続されることが予想される。

為替レートの安定を目標とするスイス、デンマークの金融当局についても、欧州中央銀行が金融緩和を継続するのであれば、その緩和スタンスを受け入れることになるだろう。

日本と比較すると金融政策効果の波及経路が強く機能していると考えられるこれらの欧州諸国において、今後もマイナス金利などの金融緩和政策が継続されれば、住宅バブルにつながる恐れもある。スウェーデンの中央銀行であるRiksbankは、低金利を背景とした家計の住宅ローン負債残高の拡大と住宅価格の急激な上昇が金融システムに深刻な脆弱性をもたらす可能性があるとして警鐘を鳴らしている。過去をみれば、信用拡大を伴うバブルの後には深刻な景気後退に陥った多くの経験があり、特に最近の米国発の金融危機以降、金融システムに悪影響を及ぼしかねない住宅価格の上昇に対し各国の金融当局は監視を強めている。

4. 金融政策効果の波及経路の機能の差異に関する仮説：未成熟な住宅市場と住宅金融

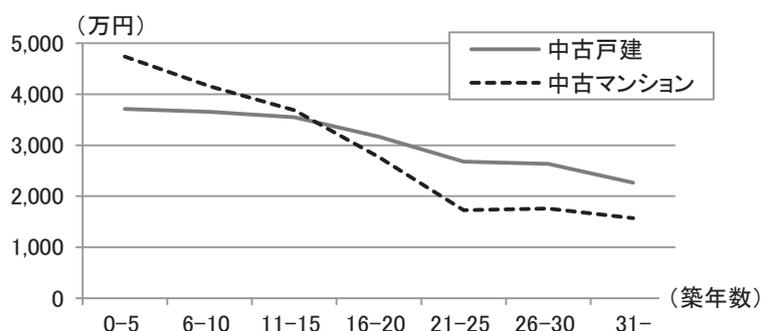
前節で示したように、マイナス金利政策を導入している各国間で、住宅ローン残高や住宅価格の伸びに大きな差異が見られ、特に日本ではそれらの動きが緩慢である。また、バブル崩壊以降の日本を分析対象とした大越(2014a, b)によると、金融政策ショックが住宅価格に影響を与えるという有意な結果は得られていない。緩和的な金融環境が長期化している日本において住宅価格の上昇速度や住宅ローン融資の伸びが緩やかな理由として、人口減少による住宅需要の減少、90年代のバブル崩壊後のデフレマインドの定着など、様々な要

図表 7. 中古住宅流通割合：諸外国との比較

	①新設住宅 (千戸)	②中古住宅 (千戸)	②÷(①+②) 中古住宅割合
日本(2013)	980	169	14.7%
アメリカ(2014)	1,003	4,940	83.1%
イギリス(2013)	160	1,074	84.2%
フランス(2013)	332	719	68.4%

出所：国土交通省

図表 8. 首都圏の築年数別 中古住宅の平均成約価格 (2015 年)



出所：東日本不動産流通機構

因が考えられるが、「各国間で金融政策の波及経路の機能の強弱に差が生じる原因の1つは、各国の住宅取引慣行や住宅金融市場の相違にある」という作業仮説が考えられるのではないかと。

日本と他の先進国との住宅取引慣行の大きな違いとして、日本では中古住宅取引数の割合が極めて低いことが指摘されている(図表7)。中古住宅の品質に関する情報の非対称性の問題や、住宅仲介業者によるモラル・ハザードの問題⁴など、多様な原因が考えられるが、いずれにしても日本の中古住宅流通市場が未成熟であるために、結果として日本の住宅価格は経年と共に急速に低下する傾向がある(図表8)。日本では、住宅ローン融資制度としてアメリカなどで普及しているノンリコース・ローン(非遡及型融資制度)⁵ではなく、リ

⁴ 日本では、いわゆる両手仲介が認められており、仲介業者が依頼人である売り手や買い手にとって利益相反となるような取引を行うインセンティブをもつことがある。

⁵ 債務不履行時に担保住宅以外の資産に対して請求権が及ばない。

コース・ローン（遡及型融資制度）による住宅ローン供給が主流であるが⁶、経年による住宅資産の価値、ひいては住宅の担保評価額が急速に低下する日本では、ノンリコース・ローンによる住宅ローン供給は貸手にとってのリスクが大きいことがその理由の1つであると考えられる。他国と比較して、住宅価格が経年と共に急速に低下するような日本の住宅取引慣行が、金融機関による住宅資金供給の障害となっていることが示唆される⁷。

このような日本の住宅市場および住宅金融市場の性質を背景に、日本では金融政策効果の住宅価格への波及経路としての金利経路、信用経路、リスク・テイクを促す経路が機能する素地が弱められていると推察される。

5. おわりに

最後に、2016年9月に導入が決定された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が住宅市場に及ぼす影響について考える。その前に「量的・質的金融緩和」に「マイナス金利付き」が加えられたことによる住宅市場への影響の変化について期待されることを金融政策効果の波及経路のモデルを用いて整理してみよう⁸。まず「量的・質的金融緩和」の下では、第2節で示した3つの波及経路が機能することが想定される。ここに「マイナス金利」が加わるとどうなるであろうか。2016年2月末ごろから長期金利（10年物国債利回り）もマイナス圏に突入し、同年7月には-0.3%近傍まで低下した⁹。長期金利の低下に伴い住宅ローン金利も低下するとすれば、さらに3つの経路を通じて住宅ローン需要が拡大する。また、預金金利についてはゼロ下限制約が残るため、預貸金利鞘が縮小し、よりリスク・テイクを促す経路がより強く働くことが期待される。次に「長短金利操作付き」

が「マイナス金利付き」にとって代わるとどのような変化が期待されるであろうか。短期金利は日銀当座預金のうち政策金利残高に-0.1%を適用したまま、長期金利はマイナス化している10年物国債利回りを0%程度にコントロールしようとするものであるが、長期金利の上昇は住宅需要にとって負の効果を及ぼすと考えられる。しかし現実には、そもそもマイナス金利の導入は金融機関にとって副作用の方が大きいという意見が散見された。預貸金利鞘が縮小する中で、融資に係る費用を低減できなければ、さらなる貸出金利の引き下げは銀行の経営環境を悪化させるため、リスク・テイクの拡大は現実的ではないのだろう。「長短金利操作付き」への変更により、イールドカーブの形状が正常化すれば、上述の波及経路よりも金融機関の経営環境の改善の効果が強く作用する可能性もある。

量的・質的緩和が導入されて以降の日本の状況を概観すると、金融政策が銀行の貸出行動を通じて住宅市場に強い影響を与えていたとは言い難い。本稿では、日本において金融政策の波及経路の機能が弱い理由が「未成熟な住宅流通市場を背景とした住宅融資制度」にあるという新しい仮説を提示した。金融危機以降、世界各国において緩和的な金融政策が採用され、活発な経済活動を促す一方で、住宅ローン債務の拡大とともに、急激な住宅価格の上昇が観察されている国もある。歴史上、住宅バブルは金融危機が起きる発端となってきたことから、マクロ経済における住宅金融の役割を見直す動きが進むなかで、多様な視点から金融政策と住宅価格の関係性を明らかにすることは、政策的な観点からも意義がある。

参考文献

- [1] Bernanke, B and Gertler, M (1989) "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations" *American Economic Review*, 79(1), 14-31.
- [2] Bernanke, B and Gertler, M and Gilchrist, S (1989) "The Financial Accelerator and the Flight to Quality" *The Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.

⁶ 瀬古(2014)

⁷ ノンリコース・ローンが望ましい融資制度であるということを示唆するものではない。

⁸ ここでは、第4節で提示した「日本において3つの金融政策効果の波及経路の機能が弱まっている可能性がある」という仮説は考慮しない。

⁹ 国債金利情報（財務省）

- [3] Borio, C and Zhu, H (2012) “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?,” *Journal of Financial Stability*, 8(4), 236-251.
- [4] Del Negro, M and Otrok, C (2007), “99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom across States” , *Journal of Monetary Economics*, 54(7), 1962-1985.
- [5] Goodhart, C and Hoffmann, D (2008), “House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy” , *Oxford Review of Economic Policy*, 24(1), 180-205.
- [6] Jordà, Ò, Schularick, M and A M Taylor (2014), “Betting the House” , NBER Working Paper No. 20771.
- [7] Kuttner, K (2012), “Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun,” Williams College, Department of Economics Working Paper 2012-01
- [8] 大越利之 (2014a) 「金融政策と不動産価格の関係：バブル崩壊以降の日本について」, 土地総合研究所 (編) 『超金融緩和期における不動産市場の行方』, 東洋経済新報社, 37-49.
- [9] 大越利之 (2014b) 「金融政策と不動産価格の関係：不動産価格指数を用いた実証分析」, 日本金融学会 2014 年度秋季大会, 2014 年 10 月, 山口大学, mimeo.
- [10] 瀬古美喜 (2014) 『日本の住宅市場と家計行動』, 東京大学出版会.
- [11] 吉川洋 (1996) 『金融政策と日本経済』, 日本経済新聞社.