

特集 マイナス金利下における金融・不動産市場

金融緩和が不動産市場に及ぼす影響

宮城大学事業構想学部 教授 田邊 信之
たなべ のぶゆき

「土地総合研究」に約1年半前に掲載された「超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響」¹では、超金融緩和期における不動産の価格形成について整理した。本稿では、不動産市場の構造変化を踏まえた上で、金融緩和が不動産市場に及ぼす影響について論じていくこととしたい。

1. 不動産市場の構造変化

不動産市場は1990年代のバブル崩壊の過程で、構造的に大きく変化した。金融緩和期に限らず、不動産市場の分析に際しては、まずこの点をきちんと整理しておく必要がある。構造変化の主たる内容は、次の3点に集約される。

第一点目は、土地神話の終焉による「不動産のマーケットサイクル」の顕在化である。土地神話とは、土地は将来にわたって価値が上昇し続ける「特別な資産」であるという認識である。戦後の日本において「土地神話」が生まれた要因については諸説あるが、少なくともその背景に高度経済成長があり、それが不動産の実需とともに、先高感から投機的需要をもたらした点については異論がないところであろう。

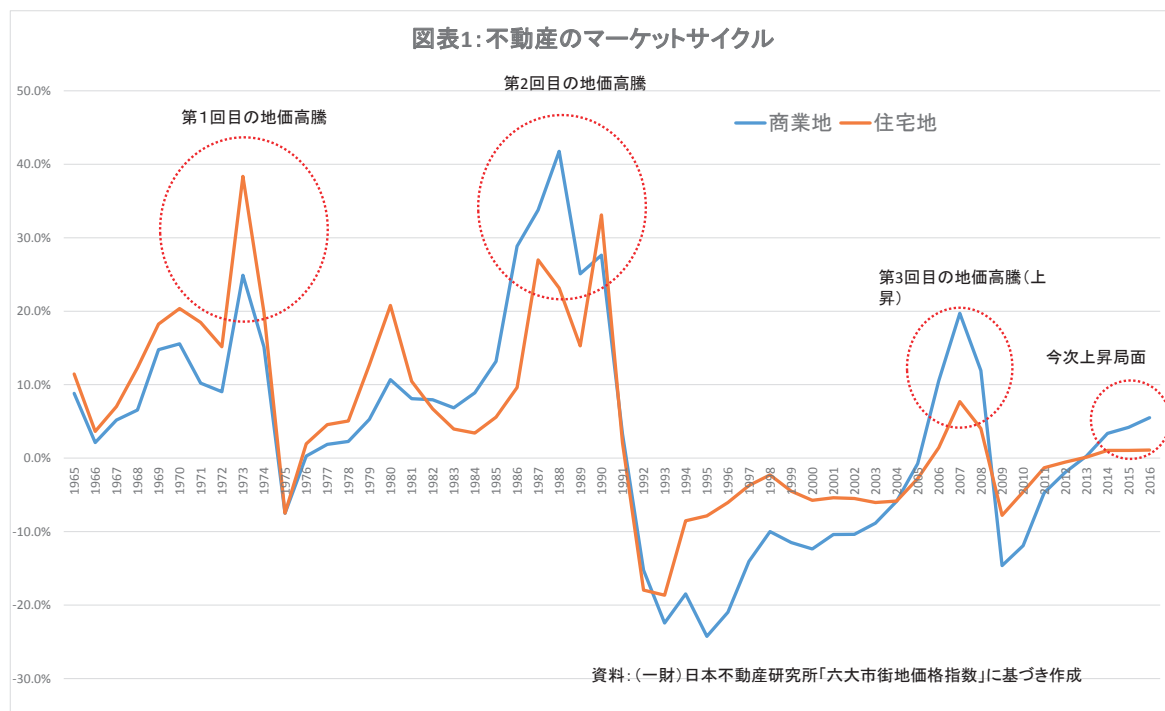
重要なことは、土地神話の終焉によって、不動産価格が一方向に上昇又は下降することがなくなったということである。その結果、顕在化したのが「不動産のマーケットサイクル」である。景気

と同様に、一定の周期で、不動産市況が上昇・下降局面を迎える事象である。多くの先進国では当然のこととなっているが、不動産価格が土地神話によって上昇し続けていた日本ではあまり認識されてこなかった。

だが、実際には戦後の日本の不動産市場でもマーケットサイクルが存在したことは明らかである（図表1）。過去のサイクルにおいて、不動産価格が最初に高騰したのは、高度経済成長期に向かう1960年代前半であり、大都市圏の工業地を中心に、その周辺の住宅地や商業地が値上がりした。第2回目の高騰期は1970年代前半であり、田中角栄内閣による「列島改造論」に触発され、実需と投機が入り混じる形で、国内の全用途の地価が高騰した。第3回目は、1980年代後半からの平成バブル期である。日本の経済力が最高潮に達し、東京の国際都市化が叫ばれる中で、これからは東京の不動産への需要が急増するという期待が高まったものである。東京から始まった地価高騰は東京圏全体へと広がり、大阪圏、名古屋圏へ、更には地方へと波及することとなった。そして第4回目が、規模的には小さいが、2000年代中頃の地価上昇である。日本の不動産投資市場が急成長した時期であり、一部の企業やファンドなどの投資が、主に大都市圏中心部において不動産価格の上昇を引き起こした。

このように見ると、もともと日本にも15年前後を周期とする不動産のマーケットサイクルがあっ

¹ 田邊信之(2014)「超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響」、土地総合研究第22巻第2号2014年春、pp23～32



たことがわかる。それが 90 年代のバブル崩壊まであまり認識されなかったのは、1975 年を除き、日本の不動産価格が上昇し続けていたからである。すなわち、バブル崩壊までは、サイクルの底になっても不動産価格の上昇率が低くなるだけであり、サイクルを強く意識する必要がなかったのである。しかし、不動産価格が周期的に上下するようになれば、ピーク近くで購入するとその後に生じた損失をカバーすることは容易ではなくなる。そこで、不動産のマーケットサイクルを強く認識する必要が生まれたのである。

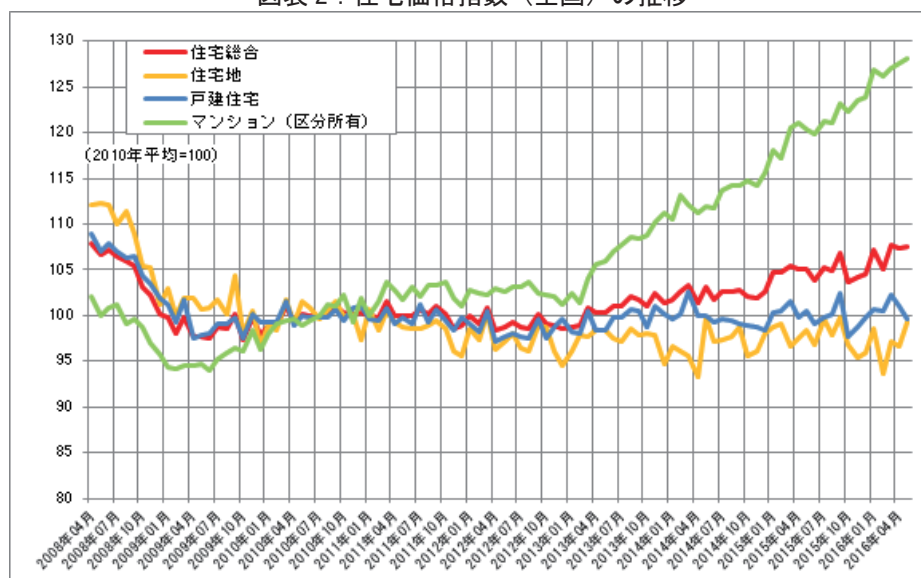
第二点目は、不動産価格が「一律に」動く時代ではなくなったということである。もちろん、不動産価格が全体としては、上昇あるいは下降基調になるといった方向性は存在する。だが、不動産が所在する地域や用途などによって、それぞれの価格の動きには大きな違いが見られるようになっている。

例えば、経済成長が続いていた 1971 年から 1985 年にかけて、住宅地の価格は東京圏では 4.0 倍、大阪圏では 3.7 倍、名古屋圏で 3.6 倍になり、地方圏（平均）の地価も 3.0 倍に上昇した（公示地

価ベース）。ところが、今回の市況の回復局面では、大都市圏や地方 4 市（札幌、仙台広島、福岡）では地価が上昇する一方で、地方圏（平均）では 20 年以上にわたって下落が続いている。全国一律に地価が高騰するという状況にはなっていない。

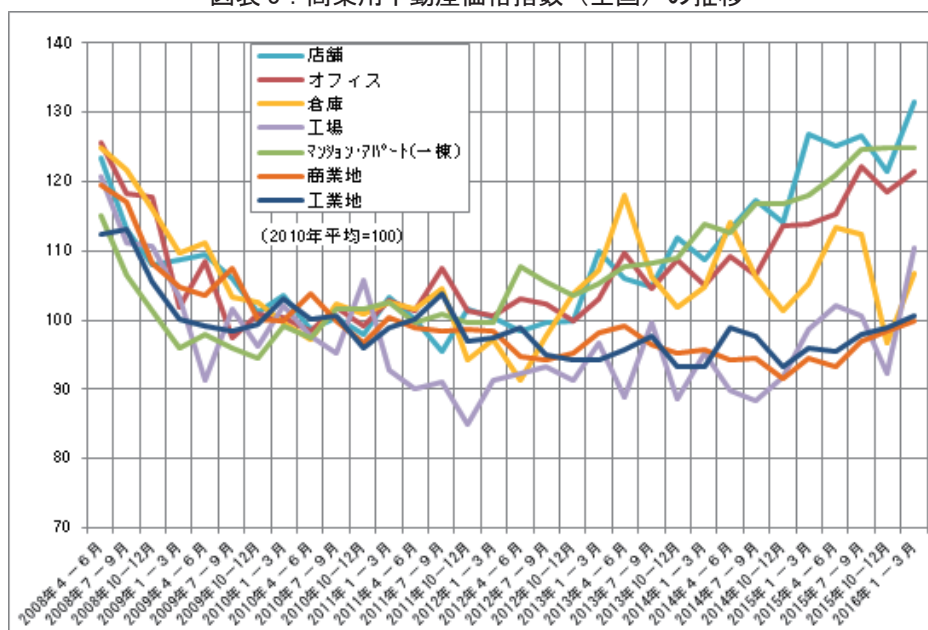
また、不動産の用途によっても、価格の動きには違いが見られる。今回の市況の回復局面で、不動産価格の上昇を牽引してきたのは、主に分譲マンションと投資用不動産である。戸建住宅の価格も上昇してはいるが、分譲マンションとは違って、穏やかな上昇に止まっている（図表 2）。投資対象となる商業用不動産でも、カネ余りや低金利などを背景に、資産価値は上昇（投資利回りは低下）基調にある（図表 3）。だが、分譲マンションと投資対象物件とでは、価格形成要因が異なるため、必ずしも同様の動きをするわけではない。分譲マンションの売行きは、住宅ローンなどの金利や個人の年収に大きく依存する。これに対して、投資用物件の価格形成には金利に加え、イールドスプレッド（不動産の投資利回りと長期資金の調達金利の差）、他の投資用資産とのリスク・リターンの裁定、為替動向（海外投資家の場合）などが影響

図表 2：住宅価格指数（全国）の推移



出所：国土交通省「不動産価格指数」より抜粋

図表 3：商業用不動産価格指数（全国）の推移



出所：国土交通省「不動産価格指数」より抜粋

する。

また不動産投資の対象が、これまでのようにオフィスビルや住宅に止まらず、物流施設、ホテル、ヘルスケア施設、インフラなどのオペレーショナルアセットへと拡大してきていることも、用途による価格の動きの違いをもたらしている。投資用アパートでは、節税が建設の主目的となっている場合もある。これらの違いを捨象して、不動産市

場の動向を「一律に」述べることは難しくなっている。

第三点目は、不動産市場と金融市場の関係が、従来に比べて一段と密接化しているということである。企業でも個人でも、売買金額が多額にのぼる不動産取引では、借入金を利用して購入することが多い。また、借入金の主たる担保は不動産である。このため、昔から不動産市場と金融市場（特

にデット)とは、相互に密接な関係を有してきた。これに加えて、日本の不動産投資市場の成長が、両者の関連性をいっそう深いものにさせているのである。

日本の不動産投資市場は着実に成長しており、現在では大型物件だけでも年間 3～5 兆円程度の売買が行われる市場となっている（都市未来総合研究所調査による）。また、J リートでは取引内容が開示されることもあり、その売買価格が不動産市場全体の価格形成に大きく影響を及ぼすものとなっている。不動産投資市場では、投資主体となるファンドなどが金融市場を通じ、証券化などの手法を用いて機関投資家などからエクイティ資金を調達することが多い。これにより、デットだけでなく、エクイティの面からも、金融市場と資本市場の関係が深まってきているのである。例えば、J リートでは投資口価格が低迷すると、増資による資金調達が難しくなり、結果的に物件取得を控える傾向にある。

2. 構造変化を踏まえた不動産市場の分析の視点

こうした不動産市場の構造変化によって、金融緩和がこれまでとは違った影響を市場にもたらす可能性がある。金融緩和と不動産のマーケットサイクルの関係についても、現時点では必ずしも明らかではない。これからは、不動産市場とエクイティ市場の関連もいっそう強くなることが予想され、この点についても単純に過去の延長線上で考えることはできない。また、不動産市場が「一律に」動くとは限らないので、セグメント化した分析が必要となる。すなわち、過去の延長として、金融緩和の影響を捉えるのではなく、市場の構造変化を踏まえた分析が求められているのである。そのためには、マクロ、セミマクロ、ミクロの 3 つの側面からの総合的な分析が不可欠となる。それぞれの要素が、過去とは変わってきているからである。

不動産市場がマクロ経済や金融市場などの影響を受けるのは、いわば当然のことである。企業収

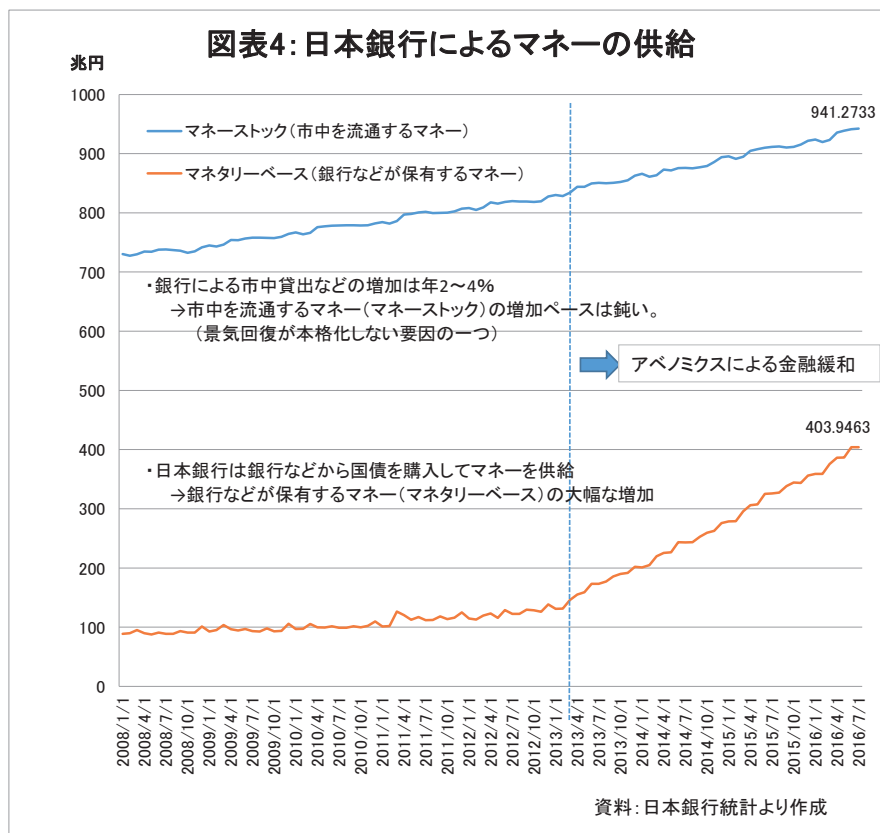
益や家計の収入、資金調達の容易性、金利などの影響で、不動産に対する需給バランスなどが変化するからである。日本の場合、住宅の供給制約があることから、他国に比べて、株価と住宅価格の相関性が高いという実証分析もある（吉田（2008））²。また、今後は金融市場の動きが、不動産のマーケットサイクルに影響を及ぼす可能性もある。その意味で、不動産市場の分析に際しては、マクロ的観点が不可欠である。しかしながら、現在では同じ不動産であっても、地域や用途によって市場の動きには違いが見られるようになっている。日本全体の数値を見て、不動産価格の高低や市場動向を議論するだけでは、必ずしも不動産市場の動きを捉えることはできなくなっている。

そこで重要になるのが、セミマクロの分析である。地域や用途などの違いに応じて、セグメント化して不動産市場を分析することが可能となる。90 年代とは異なり、現在では取引情報の開示や市場データの整備が進んだため、セミマクロレベルの分析を、かなりの程度まで精緻化することが可能になっている。

ただ、市場データを解釈する際には、個別企業の行動まで考慮する必要がある。不動産市場には、投資市場を中心に、他業種の事業法人や、機関投資家、海外投資家などが参入し、市場の多様化が進んでおり、各プレイヤーが過去と同様の行動をするとは限らないからである。また、過去の金融緩和・収縮期などの経験を通じて、最近は不動産業者の行動パターンそのものも変わってきている。

例えば、2008 年秋の世界的な金融危機の際、極端な金融収縮が生じ、多数の不動産会社やファンドが資金繰りに苦しんだことは記憶に新しい。J リートでも、1 社が経営破綻に陥ることとなった。だが、J リートに関する限り、融資額の総量が減少したわけではない。こうした現象を解明するには、個別企業・ファンドや各金融機関の融資スタンスといったミクロレベルでの分析が不可欠となる。

² 吉田二郎（2008）「ファイナンスにおける不動産の意味」、ARES 第 32 号、2008 年 3 月



3. 超金融緩和の不動産市場への影響

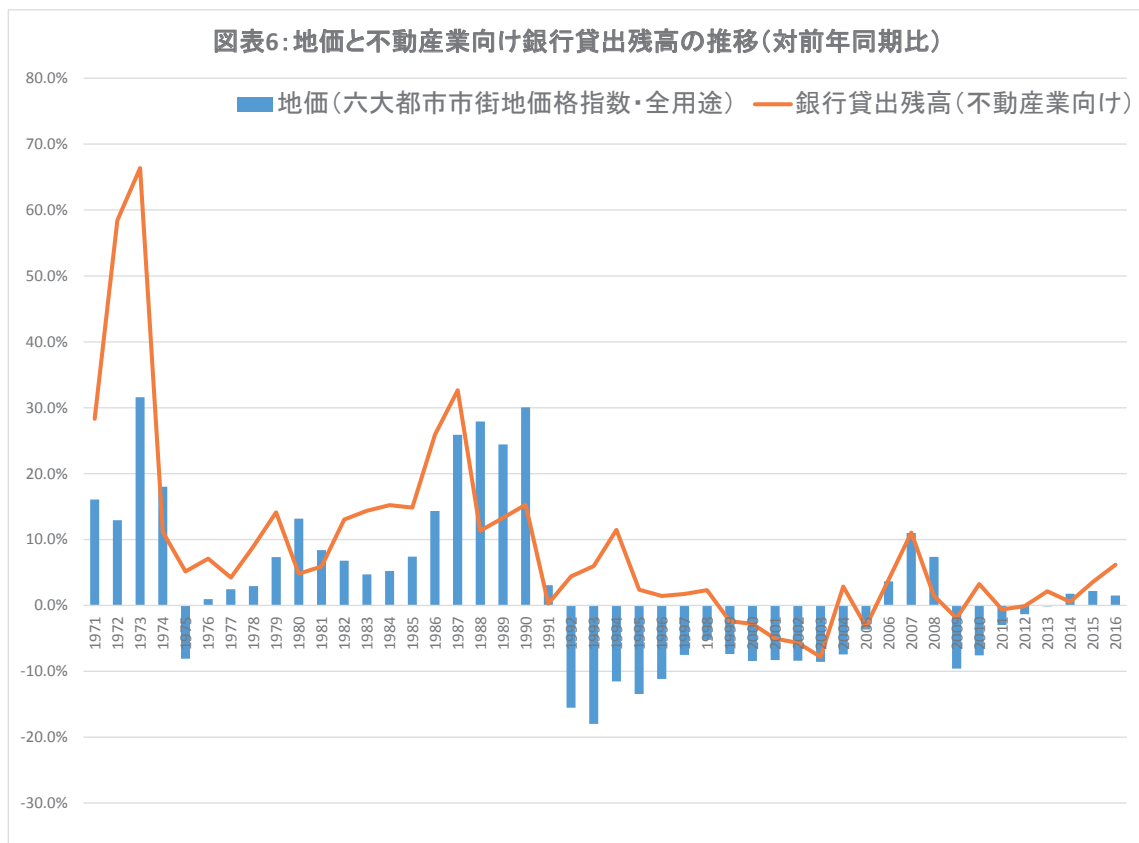
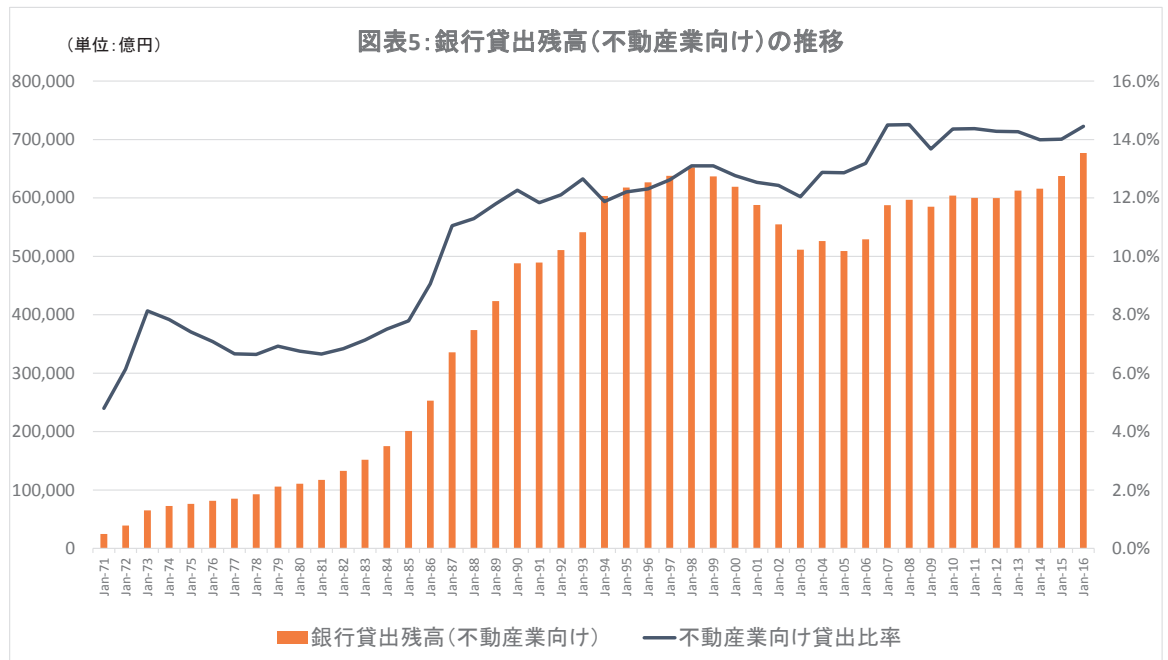
以上の認識を前提にして、近時の超金融緩和の不動産市場への影響について、主に資金の動きの側面から分析していくこととする。なお、セミマクロの観点からの分析に関しては、事業領域ごとの専門化が進んでおり、内容的にも多岐にわたるため、本稿ではマクロ的・ミクロ的側面からの分析を中心に置き必要な範囲においてセミマクロの観点にも触れることとしたい。

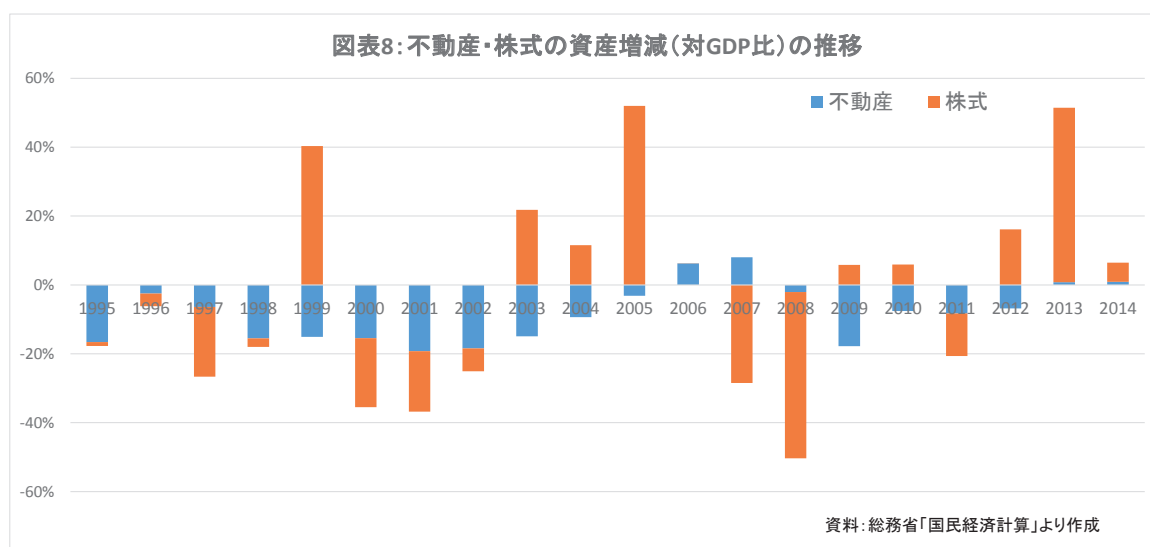
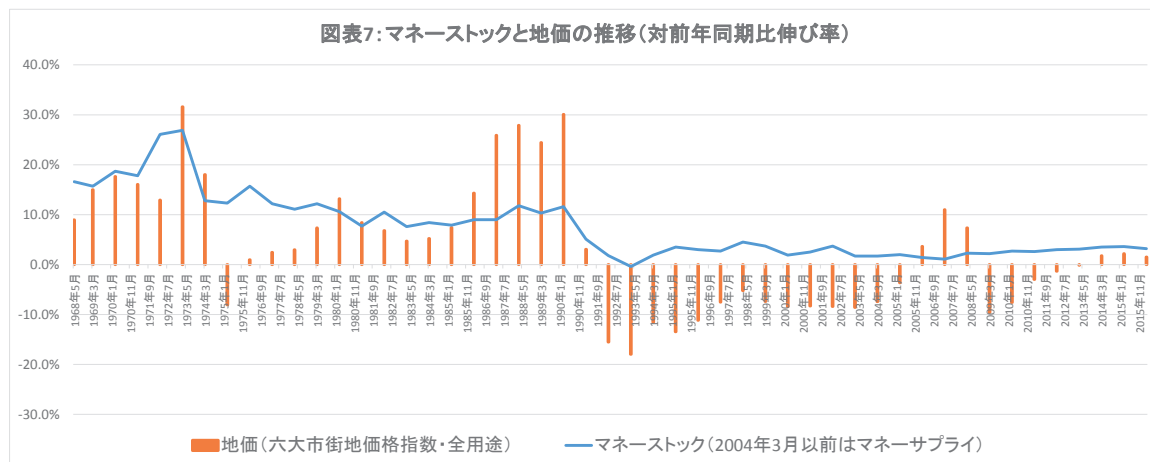
(1) マクロ的観点からの分析

まず、現在の金融市場の動きを見ると、アベノミクスの導入(2013年4月)から現在(2016年8月)までの間で、マネタリーベース(銀行などが保有するマネー)が146兆円から400兆円を超える水準にまで3倍近く増加したのに対し、マネースtock(市中を流通するマネー)は834兆円から約950兆円と2割程度しか増えていない(図表4)。このため、現在のところ、マネタリーベースの増加ほどには、景気浮揚効果が発揮できていな

い。だが、100兆円を超えるマネースtockが増加し、長短金利の低位安定(マイナス金利を含む)が続いていることからすれば、現局面は「超金融緩和」の状態にあると言ってよいだろう。

銀行の不動産業向け貸出も、世界的な金融危機を脱した2009年頃から増加基調にあり、Jリートでも増資(P.O.)による資金調達が続いている(図表5)。だが、現在のところ、80年代のような急ピッチでのデットの増加は見られず、銀行の貸出残高に占める不動産業向け貸出の比率も若干上昇しているにすぎない。不動産価格と銀行貸出残高には昔から高い相関性があるが、過去の推移と比べてみても、現在の超金融緩和が両者に異常な数値をもたらしているとは言えない(図表6)。不動産価格とマネースtockの推移にも一定の相関性があるが、前述したように、そもそも現在のマネースtockの伸び率は過去の水準と比べて高い水準にあるわけではない。このことも、不動産価格の突出した上昇が見られない一因になっていると考えられる(図表7)。





なお、マネースtockに関しては、①高度経済成長期にはそもそもマネースtockの伸び率が高かったこと、②その中でもマネースtockが急増した1970年代前半には、資産インフレが起きただけでなく一般物価水準も急上昇したこと、③マネースtockの伸び率がそれほど高くなかった80年代後半のバブル期や2000年代中頃の地価上昇期には、資産インフレは起きたものの、一般物価水準はそれほど上昇しなかったことに留意する必要がある。

マネーの側面からだけでなく、日本の経済力(対GDP比)と比べても、近時の不動産の資産価値の上昇は限定的であり、現段階で金融緩和が直接的に不動産価格の異常な高騰を招いていることはない(図表8)。

しかしながら、不動産投資市場では、物件の取得競争から取引利回りが低下してきており、(一財)日本不動産研究所の「不動産投資家調査」によれば、大手町・丸の内のAクラスビルに投資する際の期待利回りは3.7%と、リーマンショック直前の3.8%を下回る水準にまで低下している。ワンルームマンション(東京・城南地区)の期待利回りも4.7%と過去最低水準を記録しており、節税効果を重視した投資用アパートでは、立地に劣る物件の空室が目立つようになっている。東京都心部のオフィスビルで、投資利回りが2~3%の実取引も散見される。また、地方銀行の不動産業向け貸出の伸び率は、ここ数年間、大手銀行を上回っており、特に一部の地方銀行では個人のアパート向けローンの増加が顕著なものとなっている。

図表 9 : 上場不動産会社の収支動向

(単位:億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
売上高	17,280(100)	20,021(100)	22,918(100)	27,466(100)	33,057(100)
営業利益	2,535(14.7)	3,098(15.5)	3,698(16.1)	4,370(15.9)	5,435(16.4)
金融収支	▲1,350(7.8)	▲1,456(7.3)	▲1,642(7.2)	▲2,090(7.6)	▲3,188(9.6)
経常利益	1,634(9.5)	2,068(10.3)	2,573(11.3)	3,007(11.0)	3,237(9.8)
税引後利益	736(4.3)	972(4.9)	1,196(5.2)	1,511(5.5)	1,633(4.9)
減価償却額	457	511	561	710	797

(注) 1. 対象: 1・2部上場不動産会社のうち26社を抽出

2. () 内は対売上高比率

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 : 上場不動産会社の資金移動表

(単位:億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
経常収入	18,292	21,716	24,124	29,338	34,153
経常支出	▲18,054	▲23,200	▲23,117	▲27,125	▲37,375
経常収支	237	▲1,484	1,007	2,213	▲3,221
(経常収支比率、%)	101.3%	93.6%	104.3%	108.2%	91.4%
損益要因	2,250	2,770	3,352	4,001	4,369
運転資金要因	▲2,012	▲4,254	▲2,345	▲1,788	▲7,591
棚卸資産	▲2,501	▲4,641	▲3,219	▲4,501	▲8,102
特別損益・決算・設備等収支	▲4,398	▲5,723	▲7,008	▲9,161	▲8,920
財務収支	4,399	8,798	7,022	7,186	11,638
総合収支	238	1,591	1,020	238	▲503

(注) 1. 対象: 1・2部上場不動産会社のうち26社を抽出

2. () 内は対売上高比率

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)

斯かる市場の実態や統計上のタイムラグなども勘案すると、現在のところ、超金融緩和によって不動産市場全体が過熱化する状態にはなっていないものの、超金融緩和が過熱化しやすい土壌をもたらしているという側面は否定できないところであろう。不動産のマーケットサイクルにおける回復・上昇期(2009年～)が既に長期間にわたって継続していることも考慮すると、一部の過熱化した動きが全体に拡散しないように留意することが必要である。

(2) ミクロ的観点からの分析

ここでは、過去の金融緩和下における不動産価格の高騰期並びにその転換期に、企業やファンドの財務諸表に現れた変化を整理したうえで、現在の局面における金融緩和の影響を分析することとする。

①90年代のバブル崩壊前後の局面

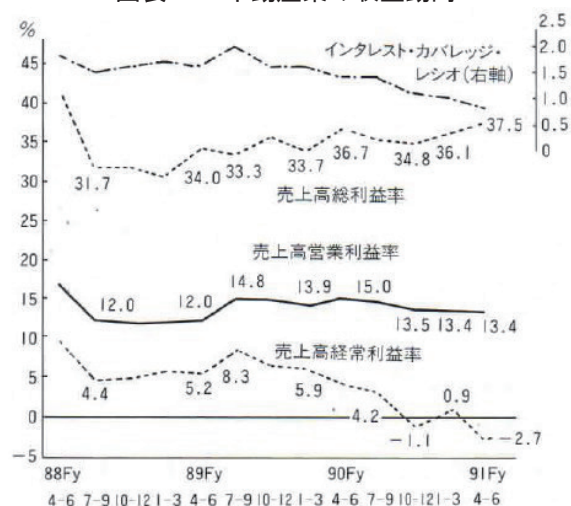
図表9、10は、90年代のバブル崩壊前後における上場不動産会社の財務諸表を、損益と資金繰りの両面から分析したデータである。これらから、バブル崩壊の前後において、金利負担の上昇以外には、損益面において直ちに大きな変化が生じたわけではないことがわかる。相対的に簿価の低い販売用不動産を早めに売却して一定の利益を確保することも可能であること、賃貸不動産では賃料更改までにタイムラグが生じることなどが、その要因であると考えられる。

一方、資金繰り面を見ると、1990年度には経常収支がマイナスに転じており、バブル崩壊の影響が現れていることがわかる。その主たる理由は、運転資金要因の悪化にあり、棚卸資産(販売用不動産など)の増加がその根本的な原因となっている。これは、販売用不動産の売行きが悪化し、企業の在庫負担が重くなったことを意味する。

上場会社に限らず、不動産会社全体についての財務比率の推移を示したものが図表 11 である。ここでも、上場会社の場合と同様に、91 年度になっても営業利益率はそれほど低下していない。ただし、上場会社に比べて金利負担が重くのしかかり、経常利益率はマイナスに落ち込んでいる。90 年からの日本銀行による金利の引上げが、徐々に損益を圧迫した様子がうかがえる。

金融緩和期に多くの不動産会社は積極的な投資を展開したが、日本銀行による金利の引上げや大蔵省による不動産業向け貸出規制が実施される中で、本業の損益が悪化し、金利負担の上昇、販売悪化による資金繰りの逼迫という事態に陥ったことが推測される。

図表 11：不動産業の収益動向



資料：大蔵省「法人企業統計」を基に作成

②2008年の金融危機前後の局面

次に 2008 年の世界的な金融危機の影響について、財務諸表や個別取引などの内容が広く開示されている J リートを事例として見ていくことにする。この時期には、極端な金融収縮が起き、多くの企業やファンドが、資金繰りに苦慮する事態に陥った。J リートも例外ではなく、それまでは金融緩和が続く中で、銀行からも金融資本市場からも、容易に成長資金の調達や借換えができたのだが、金融危機を境に環境が一変することとなった。

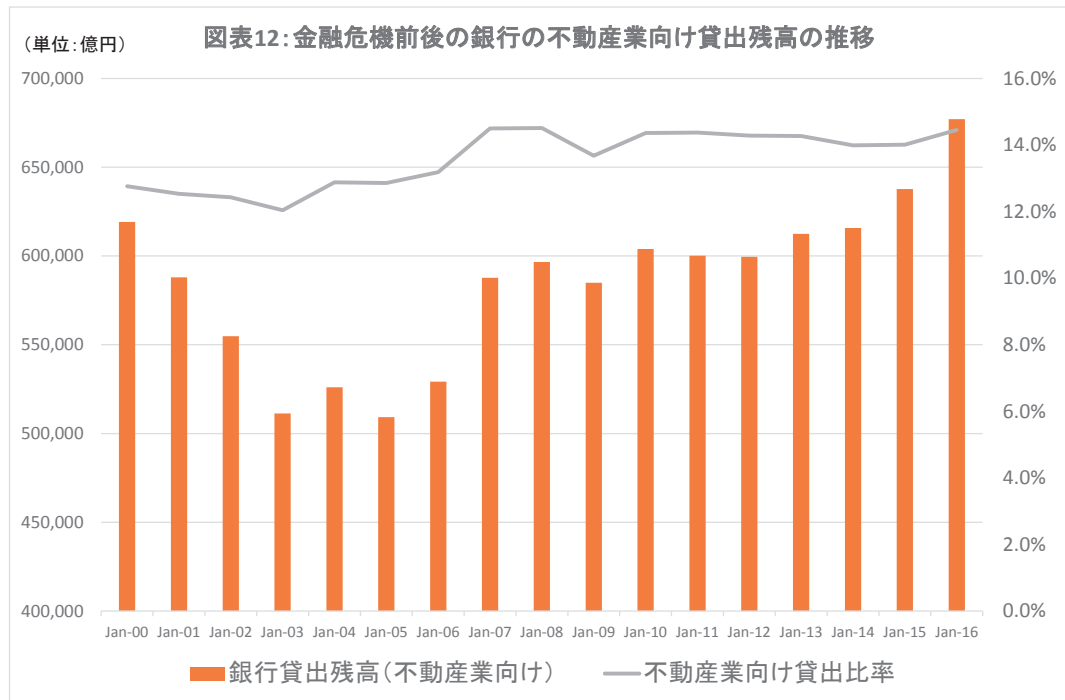
こうした動きを、銀行の貸出残高の推移で検証すると、確かに金融危機の前後で不動産業向け貸

出残高が減少していることがわかる（図表 12）。不動産業向け貸出残高は 2008 年 3 月末には 59.7 兆円だったが、2009 年 3 月末には 58.5 兆円へと ▲1.2 兆円（前期比 ▲2.0%）も減少している。一方で、この間の銀行の全貸出残高は、411.1 兆円から 427.7 兆円へと増加しており、銀行の不動産業向け貸出比率は 14.5%から 13.7%へと大きく低下している。この数値だけを見ると、金融収縮期において、銀行が不動産業向け貸出を絞り、他産業に貸出を振り向けた可能性があるという解釈もできる。但し、本統計では、不動産購入などに利用される借入であっても、一般事業会社が借入れをしている場合には、不動産業向け貸出から除外されるため、そうした資金の入り繰りがあった可能性もある。

J リートに限定すると、全レンダーの J リート向け貸出残高は、2008 年 9 月には 2 兆 8489 億円だったが、2009 年 12 月には 3 兆 24 億円へと増加している（㈱不動産経済研究所「レンダーデータ集」による）。このことは、当時、多くの J リートが銀行などとの借換え交渉で苦慮したという認識と相反するようにも思われる。だが、多くの J リートは不動産に長期安定的に投資することを目的としているのにもかかわらず、金利負担を軽減するため、資金調達の相当割合を期限 1 年以内の短期資金に依存していた。短期資金は、金融危機の間に、借換えのタイミングが来る可能性が高いため、J リートのこうした行動が借換え問題を大きくした面もある。

そうであるにしても、ほとんどの J リートが結果的に何らかの形で借換え資金を確保できたのは、官民を挙げた市場のセーフティネットの構築³に加え、J リート自体の財務基盤が安定していたことが主たる理由だと考えられる。図表 13 は、金融危機直前の J リートの財務状況を示したものである。経営不安が噂されたリートであっても、保有不動産の投資利回りや含み益率、自己資本比率などから見て、通常であれば経営破綻に陥るような

³ 不動産市場安定化ファンドの創設、日本銀行による J リートの買入れなど



図表 13 : 金融危機直前の J リートの財務状況

	経営不安が噂されたリート(8社)	左記以外のリート(34社)
保有不動産の投資利回り(注1)	5.0%	5.7%
含み益率(注2)	107%	113%

	経営不安が噂されたリート(6社)	左記リーートのスポンサー会社(6社)
自己資本比率	45.5%	26.6%

(注 1) NOI 利回りを利用。NOI 利回り = NOI(営業損益 + 減価償却費) ÷ 不動産簿価

(注 2) 含み益率 = 不動産の鑑定価格 ÷ 不動産の簿価

(注 3) 数値は金融危機直前である 2008 年 7 月に最も近い決算期のものを用いて計算。

出所：田邊信之「J-REIT の再生はグローバルな市場間競争に勝ち残ることが鍵」(ARES NO.42)

状況にはなかったことは明らかである。一部の交渉は難航したもの、銀行などの与信機関は最終的には合理的な判断をして借換えなどに応じたものと推測される。

一方で、J リート向けの貸出残高の総額はほぼ横這いだったにしても、個々の銀行により、金融危機の際の与信姿勢には違いがあったのも事実である。また、金融危機を通じて、不動産会社やファンドが再認識したことは、「デットの怖さ」である。株主価値の重要性は言うまでもないが、株価の下落や配当の減少が直接的に経営破綻に結びつくことはない(間接的な影響は大きい)。だが、デットの借換えを拒絶されると、その時点から資金繰りに窮し、最悪の場合には経営破綻に至ってし

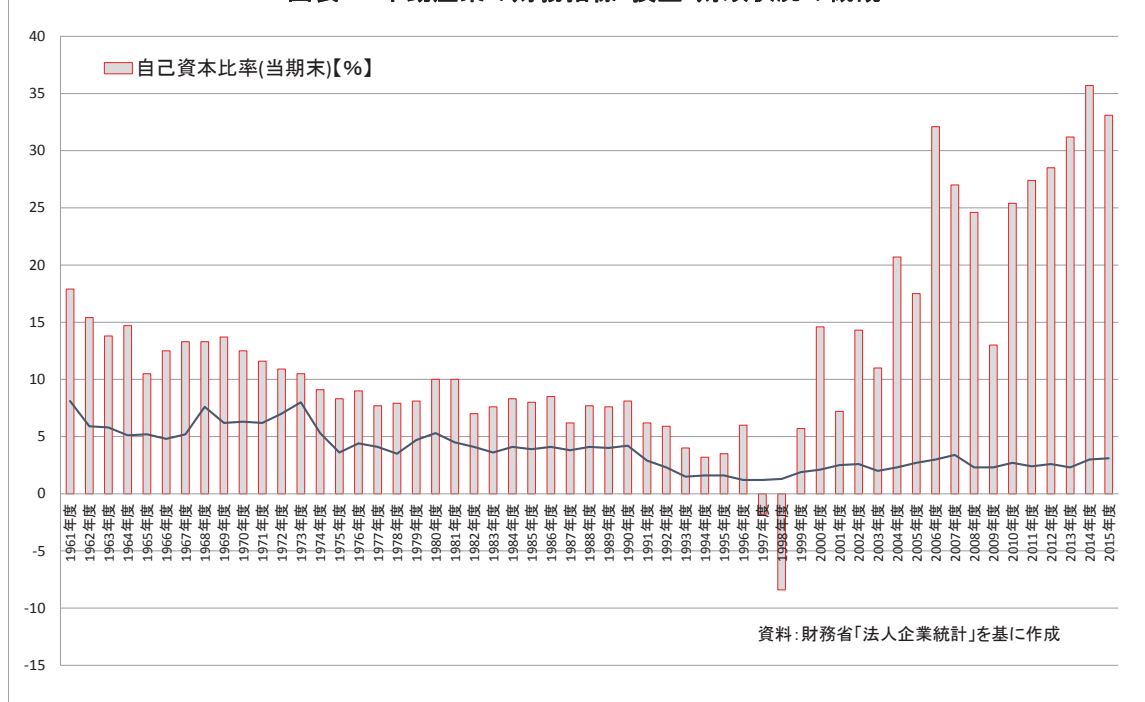
まう。

このように、金融緩和の下で豊富な流動性が供給されているとしても、それがどのような態様で不動産業に供給されているのか、銀行などの与信姿勢がどうであるかによって、金融収縮時における不動産会社やファンドの行動、ひいては市場への影響は大きく異なってくると考えられる。

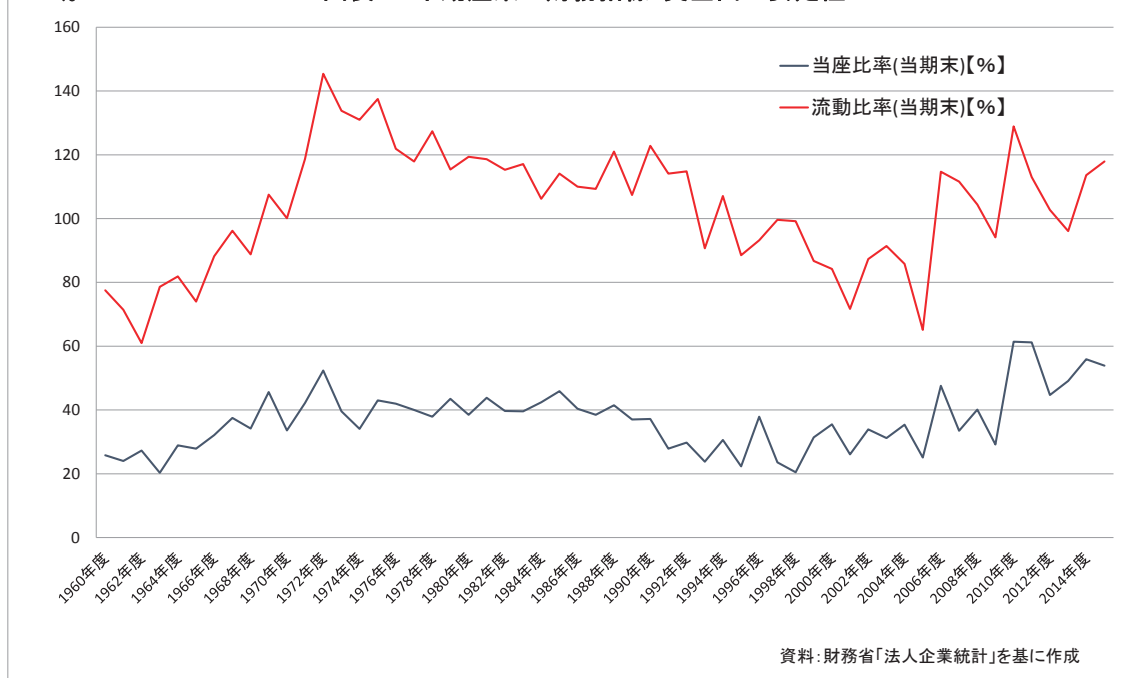
③今回の不動産価格の回復・上昇局面

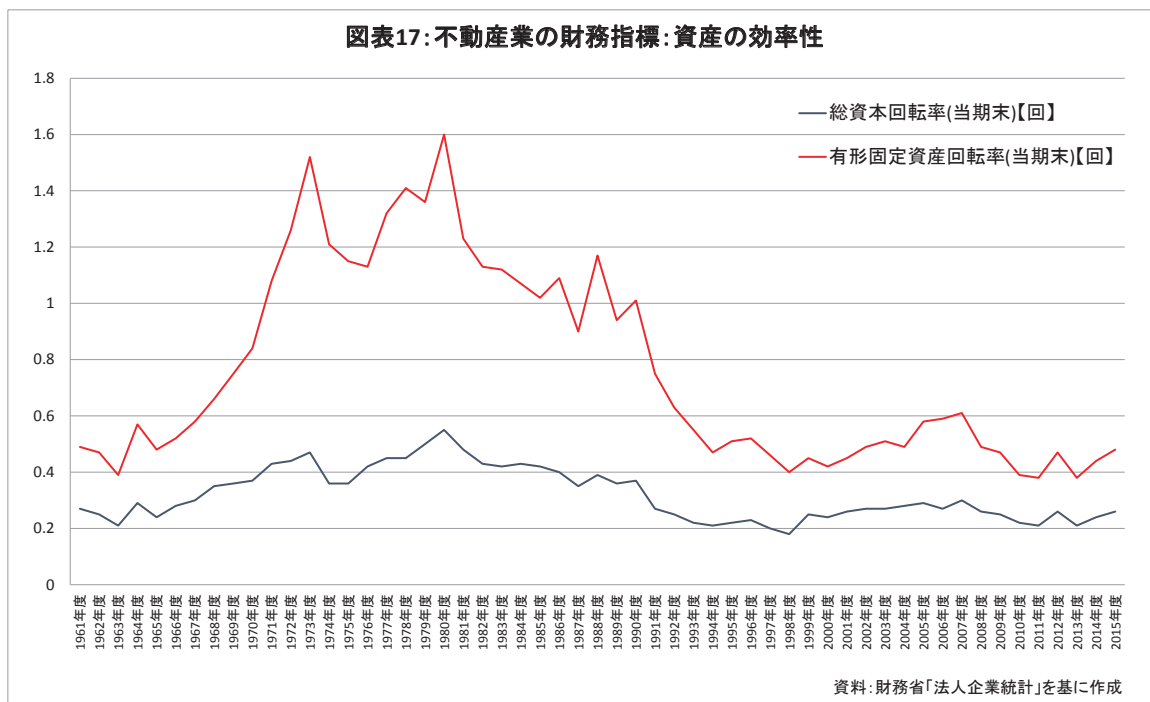
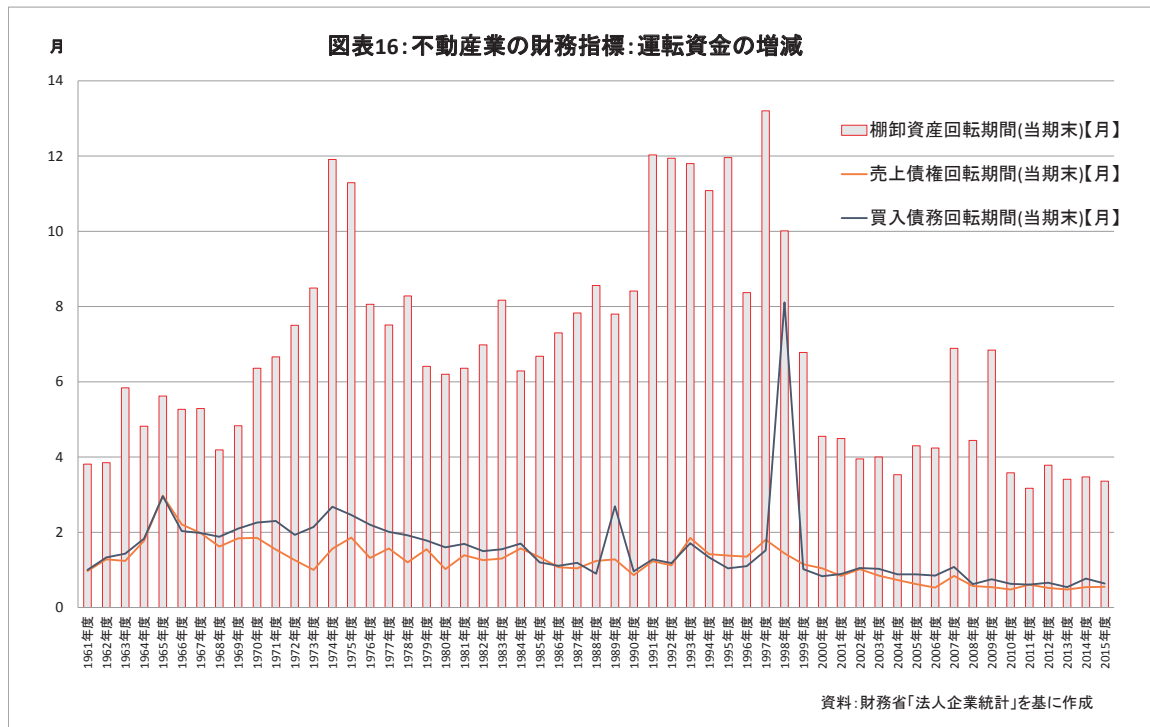
不動産業全体の財務指標の動きを、1960 年代から時系列でグラフ化したものが図表 14～18 である。過去の金融緩和による不動産価格の高騰期との比較を踏まえて分析すると、現在の局面については次のように整理することができる。

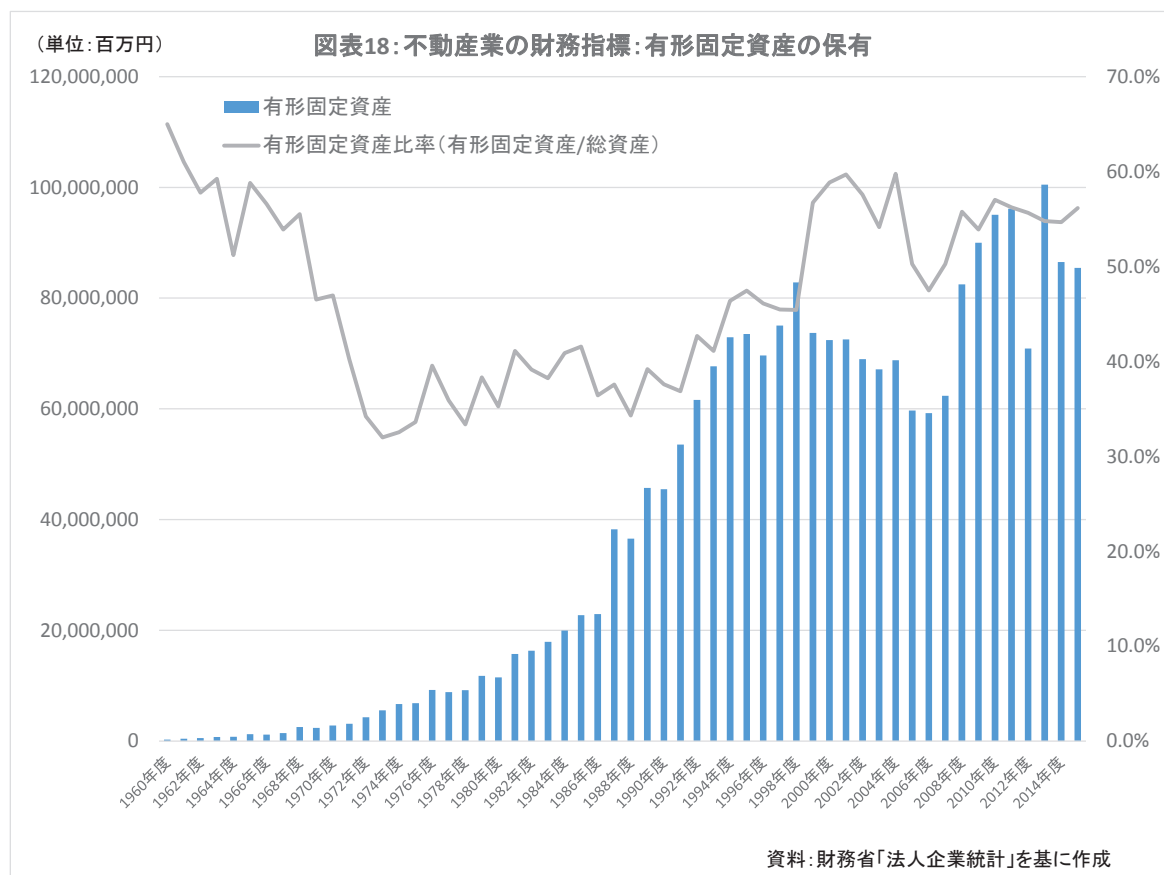
図表14:不動産業の財務指標:損益・財政状況の概観



図表15:不動産業の財務指標:資金面の安定性







まず、不動産業全体では、90年代のバブル崩壊後、着実に収益は改善してきており、総資本営業利益率も安定的に推移している。金融緩和により金利負担も低いため、資本蓄積も進み、直近の自己資本比率は過去最高の30～35%にまで達している(図表14)。超金融緩和とそれに伴う景気回復によって、本業の収益を確保するとともに、低金利のメリットを享受していることがわかる。

資金繰りも安定しており、当座比率や流動比率は絶対水準は高くないものの、金融危機後も着実に改善している(図表15)。過去の金融緩和期(70年代前半、90年前後、2000年代中頃)には企業は業容拡大を目指して、棚卸資産(販売用不動産)を大きく積み上げる傾向があったが、今回はそうした動きはほとんど見られず、慎重な投資スタンスを維持している(図表16)。売上債権回転期間と買入債務回転期間がともに低下しているのは、物件の売買主体が共に資金繰りに余裕があること物語っている。

資産効率も改善しており、直近では総資本回転率、有形固定資産回転率はともに上昇している(図表17)。とはいえ、中長期的な資産効率は、高度経済成長期に大きく向上した後は、基本的には低下基調にある。1970年代頃から、不動産業はオフィスビルや賃貸住宅などの安定的な収益を生み出す賃貸資産の保有を志向してきたが、売上高は高度経済成長期ほどには伸びていないことがその一つの要因である(図表18)。また、金融収縮期になると、有形固定資産を売却して、資金の確保、資産効率の改善を図ってきたことがわかる。

金融緩和期には総じて景気が上向きに転じ、不動産価格も回復に向かう傾向があるため、一般に不動産業の損益、資金繰りともに改善する。だが、これまでの分析から明らかなように、以前の金融緩和期とは不動産業の財政状況や経営スタンスには変化が見られるため、今後はそうした変化を反映した市場分析が求められる。また、有形固定資産の保有比率が上昇していることから、販売用不

動産だけでなく、賃貸用不動産などの投資物件に関しても、金融収縮期に備えた流動性が問われるようになってきている点も留意すべきである。

4. 総括

日本の不動産市場は、戦後の高度経済成長期を経て、「土地神話」を前提とした一定の枠組みの中で順調に成長してきた。しかし、90年代のバブル崩壊により、「不動産のマーケットサイクル」が顕在化するとともに、不動産価格が地域や用途に関わらず、ほぼ「一律」の動きを示した時代は終焉を迎えた。また、バブル崩壊の過程で、不動産の流動化が進展したことを背景に、不動産投資市場が急成長し、多様なプレイヤーが市場に参入するとともに、不動産市場と金融市場との融合も進展した。

こうした不動産市場の変革の中で、金融緩和期あるいは収縮期における不動産会社やファンドの反応も、市場全体の動きも、従来とは異なっており、過去の延長線だけで金融緩和期の影響を語ることは難しくなっている。もちろん、金融緩和が市場に及ぼす普遍的な影響も存在する。例えば、金融緩和が不動産市場への過熱感をもたらす誘因として機能することは、多くの先行研究でも明らかにされているところである。また、行動経済学の研究から、バブルが生じる要因として、人々の間でハーディング現象（群れとして行動すること）が起きることも指摘されている。

だが、本稿の「3. ミクロ的観点からの分析」でも整理したように、不動産市場のプレイヤーや行動原理が多様化し、金融緩和期における行動パターンも従来とは変わってきている。銀行の行動も変化しており、一方で不動産市場はこれまで以上に証券市場の影響も受けるようになってきている。従って、金融緩和の不動産市場への影響を分析するには、マクロ、セミマクロ、ミクロの観点からの総合的な検討が必要になってきていると言える。

本稿の分析によれば、少なくとも現段階において、超金融緩和が不動産市場全体の価格高騰を招

いているということはない。大都市圏の中心部で突出した価格での売買取引も散見されるが、多くのプレイヤーは合理的な判断に基づき慎重な姿勢を堅持している。だが、物件取得難が過当な価格競争をもたらすことはないか、ベースマネーの増加がマネーストックの大幅な増加に結びついたときに市場に過熱感が生じることがないか、金融緩和の継続が不動産のマーケットサイクルの上昇期を長引かせ、それが不動産の不適切な価格形成につながることはないか、金融機関の行動に変化をもたらす外的要因（競争環境、国内外の規制など）がないかなど、市場に変化をもたらす数多くの要素が存在する。構造変化後の不動産市場のあり方がある程度見えてくるまでは、前述した総合的なアプローチで市場分析に取り組むことが必要である。