

金融緩和と経済活動・不動産取引

関西外国語大学教授・九州大学名誉教授 堀江 康熙
ほりえ やすひろ

1. はじめに

我が国の経済活動は、近年持ち直し傾向を辿っている。これには、長期に亘り大幅な金融緩和政策が採られてきたことも影響している。長期債利回りのマイナス化をはじめとして金利は全般的に「超」低水準にあり、経済取引に付随する資金調達費用が大幅に低下したことは評価出来る。

もっとも、経済活動の拡大テンポ自体はかなり緩やかなものである。これには、少子高齢社会入りに伴い労働力・時間数が減少傾向にあること等を背景として、潜在成長力が低下していることが大きく響いている。また、企業の自己資本が充実した環境下では、資金量や金利面から経済活動に影響を及ぼし得る余地は、かなり限定されることも見逃せない。この間、現行の金融政策による名目金利引下げの余地は限界に近づいている一方、国債の大量購入をはじめとする現行の政策措置を続ける場合の副作用等にも考慮することが必要な局面となりつつある。

金融緩和の影響は、不動産取引にも波及している。不動産市場では住宅関連を中心に取引が増え、賃金や資材価格等工事費の膨張を背景に取引価格も上昇傾向にある。もっとも、そうした動きは大都市部に留まり、また建設業関連の賃金上昇等が他産業へと波及する可能性は小さい。現実にも地方圏では過疎化が進行しており、地方創生への取り組み等が一定の成果を挙げるには、長期に亘る努力が求められよう。経済活動は成長力

に見合った定常状態となりつつあり、今後の経済活動は民間の経済主体の対応如何であると考えられる。本稿は、多くのデータを活用しつつ、先ず金融政策の効果を現在の日本経済に即して位置付け、それとの関連で土地取引および地価の動向を検討していく。

2. 近年の金融・経済情勢

(金融「超」緩和とその効果)

1990年代末以降、日本銀行はゼロ金利政策そして量的緩和政策の名の下に大幅な金融緩和政策を続けた。そうした政策は2006年3月には一応終了し、政策変更を直接的に反映する操作目標としていたコールレート・オーバーナイト物も0.5%の水準に戻した状態にあった。しかし2008年秋以降は、米国の住宅バブル崩壊に端を発したグローバルな金融危機が強まったこと等を背景に、再び大幅な金融緩和に踏み切った(図表1を参照)。そして2010年10月には、包括的な金融緩和政策として実質ゼロ金利政策を実行し、2013年1月には物価安定の目標(インフレ目標)として消費者物価前年比上昇率2%を掲げた。

その後、同年4月に新総裁の下で異次元緩和、即ち量的・質的金融緩和(QQE: Quantitative- Qualitative Easing)政策を打ち出し、操作目標をそれまでのコールレートからマネタリーベースに変更するとともに、その目標値の大幅引き上げを実施した。そして2016年初には市中の銀行から預

(図表1)近年の金融政策の変化

政策名称・時期	操作目標・金融市場調節方針等	コミットメント
グローバルな金融危機の局面における対応 (2008/10月～2010/10月)	コールレート・オーバーナイト物の引下げ (0.5%→0.3%→0.2%→0.1%)	物価安定の下での持続的成長経路への復帰に向け、最大限貢献
包括的な金融緩和政策 (2010/10月～2013/4月)	実質ゼロ金利(コールレート・オーバーナイト物：0～0.1%) 物価安定の目標導入(前年比2%)	物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで継続
量的・質的金融緩和 (2013/4月～2016/1月)	操作目標をマネタリーベースに変更(2013年4月：年間約60～70兆円増加、2014/10月：約80兆円増加)	2%の物価安定目標が安定的に持続するために必要な時点まで継続
マイナス金利付き 量的・質的金融緩和 (2016/1月～)	日本銀行当座預金残高の一部階層(政策金利残高)に対して-0.1%のマイナス金利を適用	2%の物価安定目標が安定的に持続するために必要な時点まで継続
長短金利操作付き 量的・質的金融緩和 (2016/9月～)	政策金利残高に金利-0.1%を適用、10年もの国債利回りを0%程度に誘導(誘導方法は国債買入を軸)	長短金利の操作を行い、2%の物価安定目標が実現し安定するまで継続

(注)日本銀行資料等を基に作成した。

かっている日本銀行当座預金残高を基礎残高、マクロ残高そして政策金利残高の3階層に分け、政策金利残高に適用する金利を-0.1%とするマイナス金利政策に踏み切り、大規模な国債購入等によって金利水準全般の引き下げに努めた。更に同年9月には、長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策を実施した¹⁾。即ち、政策金利残高へのマイナス金利付与に加えて10年もの国債金利が概ねゼロ%程度で推移することを目指し、指値オペレーション等によるイールドカーブ・コントロール方式を導入、2%の物価安定目標が実現し安定するまでこれを継続する方針を打ち出した。

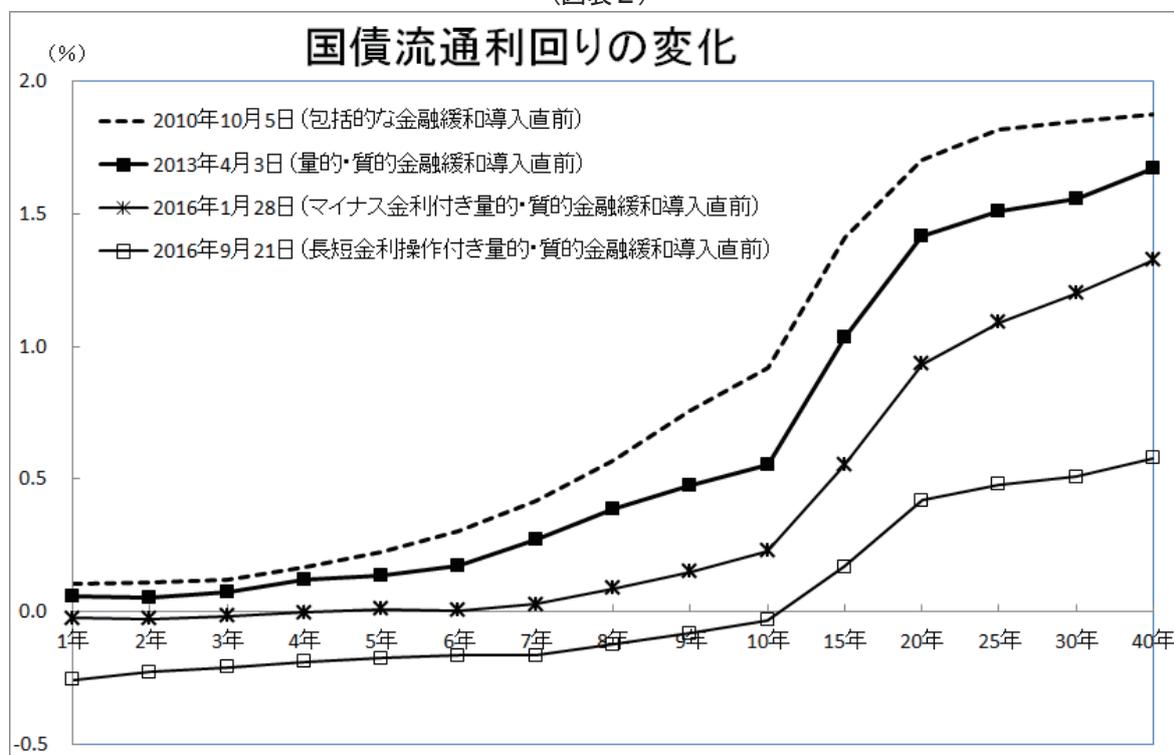
2016年初に導入されたマイナス金利は、日本銀

行が債券買オペ等により資金を供給しても民間銀行が(プラスの金利がつく)日本銀行当座預金を積み増す結果に留まる事態を避け、金融市場での資金運用を促すことを目指すものである。換言すれば、これは市場金利がプラスに留まる制約を取り除く措置である。勿論、預金金利や貸出金利をはじめとする全ての金利をマイナスとすることは難しいが、この政策措置はイールドカーブの起点でもある短期金融市場金利を一段と低下させることを通じて、短期から長期に至る金利水準全般をさらに押し下げることを目指したものである。その後打ち出された長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策は、全般的な金利水準引き下げ方針を更に強めたものである。2016年入り後の金融政策の特徴は、マネタリーベースではなく再び金利のコントロールを政策の中心として位置付けたところにある。

これらの政策措置を受けて、国債流通利回りは10年に至る期間についてマイナス化したほか、10年超の国債も以前と比べかなり低下する等、市場金利は全般的に低下した(図表2)。但し、大企業

¹⁾ 日本銀行は2016年9月21日に「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総合的な検証(日本銀行[2016B])を発表し、同時に「金融緩和強化のための新しい枠組み：長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(日本銀行[2016C])を決定した。前者ではマイナス金利の効果、自然利子率の動向、貸出金利等への波及をはじめとする多くの事項について現状および留意点等を取り挙げている。それ以前に発表された黒田(2016B)に於いても、概ね同様の論点を取り挙げられている。

(図表2)



(注)財務省資料より作成した。

は証券市場での調達も容易である一方、中堅以下の企業は外部資金調達手段として引き続き金融機関借入が大きな役割を果たしており、経済活動との関連では貸出金利の動向が重要となる。そこで新規実行ベースの長期貸出約定平均金利について、例えば「量的・質的金融緩和」導入直前の2013年3月末と2016年8月末を比べると、既に低い水準であったことから幅は限定的であるが、1.008%から0.813%へと低下している(日本銀行調査による)等、企業向けや住宅関連を中心に下がっている。また外国為替相場も、金融緩和を背景に2012年頃の1ドル80円前後から2015年には120円前後へと下落した。為替相場は、海外情勢とくに米国金融市場の影響を受けて変動が大きく、2016年入り後は円高気味となっているが、量的・質的緩和導入前と比べれば円安状態で推移している。

このほか物価も、経済活動が緩やかながら持ち直し傾向にあること等を背景に、食料とエネルギーを除く消費者物価指数の前年比は、2012年度下期の-0.6%前後から2016年入り後はプラスとな

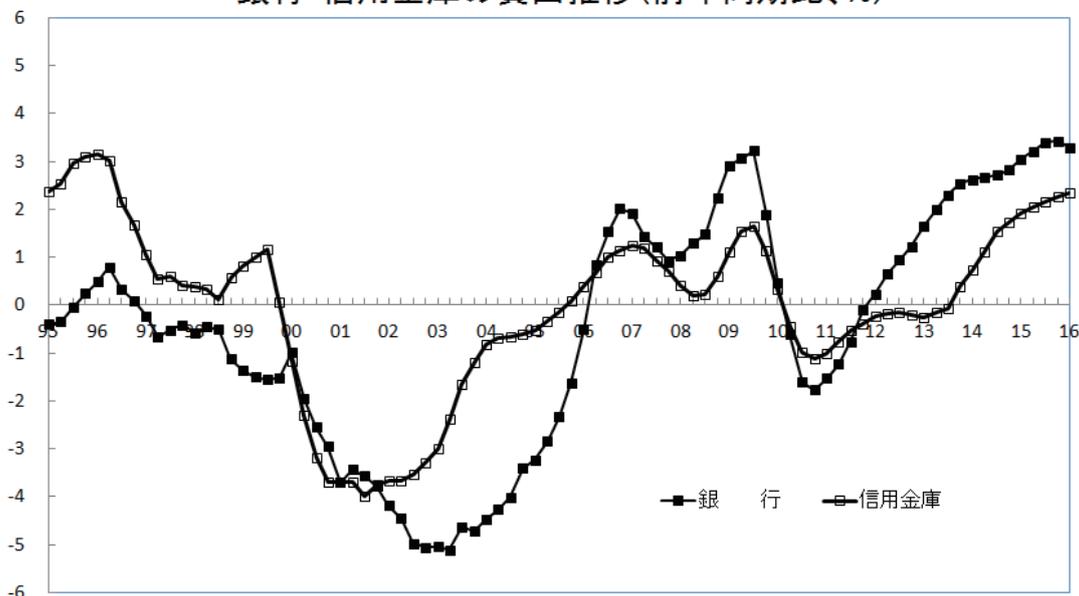
っている。この点、企業物価指数(国内需要財)は、2016年入り後に原材料が前年比1割強下落しているが、最終財等の下落幅は小さく、企業向けサービス価格指数は上昇している。原油価格の落ち着き等の影響もあり、日本銀行が打ち出した前年比2%のインフレ目標の達成にはほど遠いが、その限りでは以前のような物価の下落基調といったデフレ色は払拭された状況にあると判断される。この結果、名目長期金利から予想インフレ率を控除した実質金利の水準も、一頃と比べればかなり低下している(後掲図表4を参照)。

他方、財務省の「法人企業統計」をみると、長期に亘り低下傾向にあった企業の負債比率は下げ止まりつつあり²⁾、90年代後半以降蔓延していた企業の債務過剰感も概ね解消されたと考えられる。このような状況を反映して、経済活動のいわば基盤とも言うべき諸条件は、かなり改善したと判断される。そして現実にも、図表3にみられる如く、

²⁾ この点については、小島・藤原(2016)、日本銀行(2016A)等を参照されたい。

(図表3)

銀行・信用金庫の貸出推移(前年同期比、%)



(注)日本銀行「預金・貸出関連統計」より作成した。平残ベースで、後方4期移動平均で表示している。

銀行・信用金庫の貸出は中小企業向けや消費者(住宅)向けを中心に前年比増加基調を辿っている。

(実質金利と金融政策の有効性)

もともと、GDP でみた経済活動は拡大基調にあるとはいえ、先行きそのテンポが1990年代初までのような勢いに戻るとみることは難しい。金融は経済の循環を滑らかにする血液の役割を果たすに留まる。金融政策は、短期的に主として資金調達サイドへの働きかけを通じて経済活動に影響することは出来るが、中期的にそれを続けることは難しい。また、近年の長期に亘る金融緩和政策の効果が減退しているように窺われることには、別の事情も作用していると推察される。

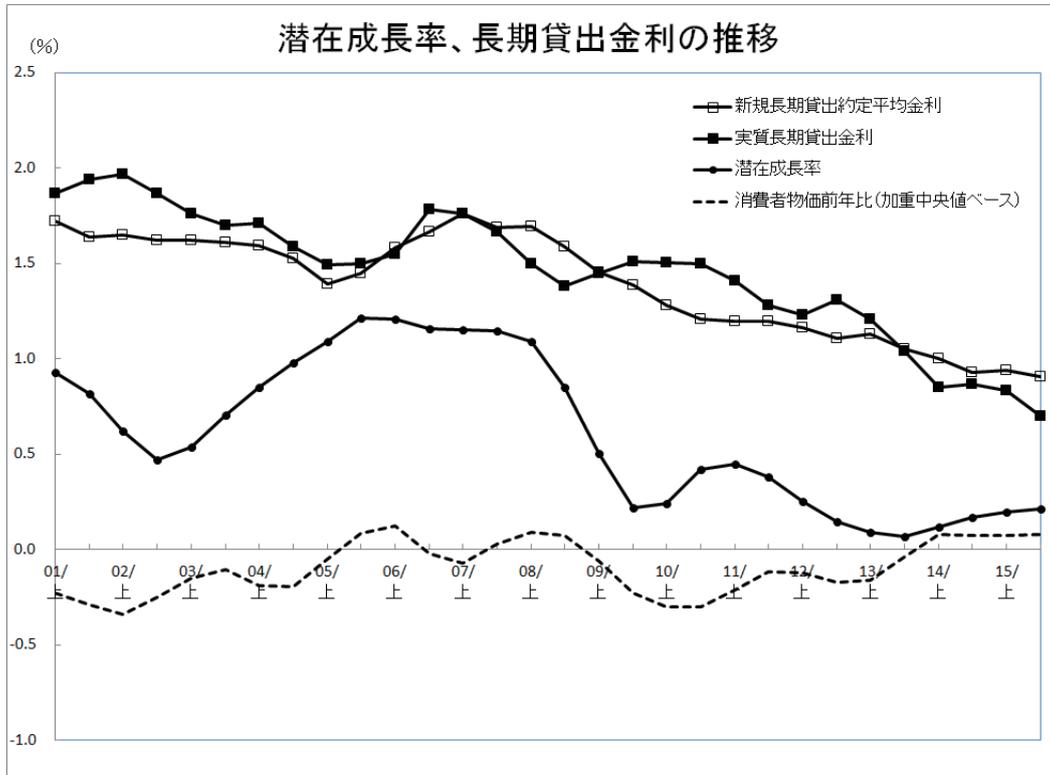
経済活動は、「お金」即ち金融面の需給から決定される利率(この場合は予想インフレ率を控除した実質金利、①)と、実物貯蓄と実物投資の関係即ち経済活動面から決定される自然利率(②)との均衡状態の下で安定すると考えられる。これを基にすると、二十一世紀入り後に金融の「超」緩和政策が持続したにも拘わらず、その有効性が以前と比べ減退しているようにみられる背景には、

物価が下落気味な状況の長期化に伴う実質金利低下の遅れもあるが、自然利率の低下の影響も大きいとみられる。この点について、図表4を参考にしつつ考えていこう(但し実質長期貸出金利は下記のように名目長期貸出金利から加工した消費者物価の伸び率を差し引いて算出した値である)。

まず、名目金利から予想インフレ率を控除した実質金利(①)は、従来必ずしも十分に低下していた訳ではない。短期の名目金利(日本銀行の操作目標でもあるコールレート・オーバーナイト物金利)は、1990年代のゼロ金利政策以降、多少の変動はあるにせよ事実上ゼロ水準で推移してきた。しかし、企業活動と関係の強い(名目)新規長期貸出金利の水準は、短期金利とは別に2000年代後半まで下げ渋った状態にあった。他方で消費者物価が長期に亘り下落気味で推移するなかでは予想インフレ率もマイナスとなり、この結果として実質金利は高止まり状態が続いたのである。

近年は、上記のようにマイナス金利政策を含む「超」緩和政策の持続に伴って名目金利水準全般(貸出金利を含む)が低下している。一方、インフレ予想を具体的な計数として示すことは、消費税

(図表4)



(注) 1. 潜在成長率、新規長期貸出約定平均金利、消費者物価前年比(加重中央値ベース)は、何れも日本銀行ホームページ掲載資料による。
 2. 加重中央値ベースの消費者物価指数は、消費者物価変動分布の上下各 47.5%を控除した中央 5%分の平均値で、本図では後方 2 期移動平均値を使用している。

による上昇率の変動等もあり難しいが、日本銀行が算出している消費者物価の加重中央値を 1 つの代理変数として使用すると(図表 4)、マイナス状態が続いた後、近年はややプラスとなっている。この計数を基にすると、物価上昇予想はマイナスの状況から多少プラスとなってきたと考えられる。その結果として、名目金利の低下もあり図表 4 にみられるように実質金利は低下傾向を辿っているのである。

但し、現行の金融政策の在り方については、操作目標や政策手段等に関する疑問が大きい。日本銀行は操作目標としてマネタリーベース(事実上は日本銀行当座預金)を掲げ、国債を大量に購入して名目金利の低下を促進し、他方でそれと組み合わせつつインフレ目標に強くコミットすることで物価上昇予想に働きかけ、実質金利の低下を促してきた。もっとも、既に大幅に膨らんだマネタリ

ーベースの規模に拘わり過ぎることには、大きな意味が無い。勿論、2000 年代初までのように金融危機を背景に流動性リスクが広がった時期には、マネタリーベースの増大は金融機関の資金繰り不安を解消するうえで重要な措置であったが、昨今はそうした状況からほど遠い。

インフレ予想の醸成を目指したマネタリーベースの大量供給の持続は、「マネタリーベースの増額・2%のインフレ目標への強く明確なコミットメント → 名目金利の低下・インフレ予想の高まり → 実質金利の低下 → 経済活動の活発化」といったメカニズムの作用を想定した政策措置である(黒田[2016A]ほか)。もっとも、マネタリーベースの増額や政策当局のコミットメントのみで(プラスの)インフレ予想が強まる可能性は小さい。むしろ因果関係としては、「経済活動の活発化 → インフレ予想の高まり」といった逆方向の経路が強く

作用し、金融緩和はそれを助長する役割を果たすと考えられる(そしてそうした経済状況となれば金融の大幅緩和は不要となる)。現実には物価水準が下落基調にあるなかでは、マネタリーベースの増額を持続しても、そのみでインフレ予想を醸成していくことは難しい。前記のように近年はデフレ予想が後退し、若干ながら(プラスの)インフレ予想が生じていると判断される。ただこれには企業収益の拡大にみられるように、経済活動が一頃の不振状態を脱したことが大きな背景となっており、金融政策の直接的な影響は限定的と推察される³⁾。その限りで昨今のマネタリーベースを基本に据えた政策は、インフレ目標との関連を含めて成果に乏しいといえる。

また、大半が金融機関の手元流動性であるマネタリーベースは、それを貸出等の増加に結び付けていく必要がある。この点、経済活動の環境は民間企業の自己資本充実に代表されるように、Overdraft Economy から Auto Economy へと変化しており、資金のアベイラビリティの改善を通じて経済活動へ影響し得る余地は、以前と比べ小さくなっている。マネタリーベースは、日本銀行の緩和姿勢を通じて市場金利を抑えていく以上の意義は無いのである。更に、マネタリーベース増額を目指した大規模な国債購入は、その持続性への疑問(市中での購入量に限界がある)や、国債保有層の偏り(日本銀行が国債残高の三分の一を保有)に伴う同市場の流動性の低下および市場金利指標としての性格の稀薄化懸念といった問題のほか、将来的に国債価格の下落が生じた場合に中央銀行の財務内容を悪化させる可能性(=通貨に対する信認の後退)も大きい。2016年入り後の金融政策が金利水準のコントロールをメインに据え、マネタリーベースの重視度合いを後退させたことは、そ

れなりに評価出来る。

他方、金融機関の預金利率はゼロ近傍の水準で推移しているほか、人件費等の経費もかなり削減されてきており、コスト面の引き下げは限界となっている。それだけに、市場金利が小幅にマイナスとなっても、既に1%を割り込んでいる名目長期貸出金利が、更にかかなりの幅で低下する余地は残されていないと考えられる。一方、原油価格等の動向にもよるが、インフレ予想が急速に高まる環境も醸成されてはいない。これらを併せてみると、実質長期貸出金利の更なる低下を通じた経済活動への刺激効果は、限界に近づいていると考えられる。むしろ金融機関サイドでは、貸出金利の低下から預貸金利鞘が縮小傾向を辿っているだけに、貸出の不良債権化による損失発生に過敏となり、貸出姿勢を慎重なものとする可能性も無しとしない。

このように現行の金融政策の効果については、金利水準の全般的な低下を促した点で評価出来るが、それに伴う歪みも膨らんできている。2%のインフレ目標についても、それを掲げて4年近く経過した。この間、デフレ予想が後退したとはいえ、今後もその目標が短期間で達成される見通しは低い。他方、金融機関の収益動向等を勘案すると金利水準は下限に近い状態にあり、金融面からの景気刺激効果は概ね限界となりつつあると判断される。今後の金融政策は、全般的な低金利水準の維持に努めつつも、国債の大量購入に伴う副作用ないし歪みに配慮し、その量の削減をはじめとする、いわゆる「出口」戦略を展望しつつ行動することが重要となろう。

(経済活動は既に均衡状態)

一方、自然利子率⁽²⁾は現実の生産量を潜在的な生産量に一致させ、物価が安定する均衡実質利子率、換言すれば完全雇用の下で成立する実質金利である。現実の金利がこの水準を上回ると、生産量が潜在生産量の水準を下回り物価の下落・デフレ現象が発生する。自然利子率は中立利子率ないし実物利子率とも呼ばれ、中期的には概ねその

³⁾ 日本銀行(2016B)では、他の主要国と比べてわが国の場合はインフレ予想が適格的期待形成の度合いが強いことを指摘している。もっとも、インフレ予想は短期的な金融の繁閑よりも、原油価格の上昇や海外景気の拡大、国内の経済活動の一層の拡大等に左右される面が強い。なお、各種消費者物価コア指標については、川本・中浜・法眼(2015)および白塚(2015)を参照されたい。

国の潜在成長率に対応する⁴⁾。

潜在成長率は実物要因、即ち労働時間数、労働者数、資本ストック、そして全要素生産性により規定され、金融政策で短期的・直接的に左右することは出来ない。わが国では労働時間数が近年減少傾向を辿っており、高齢社会入りから労働者数も減少気味に推移しているほか、長期に亘る経済活動の伸び悩みを背景に資本蓄積率も低下した状況にある。また、低成長が続くなかで生産性向上も小幅となっていると推察される。日本銀行の推計によれば、全要素生産性は2000年代初期の1%程度から近年は0.2~0.3%程度に落ち込んでいる。この結果、潜在成長率も同推計では1990年代初の3~4%程度から2000年代中頃には1%程度へ、そして近年は0.2%程度にまで低下している⁵⁾。潜在成長率を正確に見極めることは難しく、実際にはこうした計数よりも高いことも有り得ようが、これを大きく上回るとみることは難しい。このような潜在成長率の低下は、自然利子率の低下として反映されている。

これらの考察を踏まえると、近年も経済活動が緩やかなものに留まっていることには、金融面で成立する実質金利(①)よりも、自然利子率(潜在成長率、②)の低下が大きく影響していると考えられる。即ち、これまで金融市場に於ける実質金利が下がった一方で、実物利子率も低下傾向を辿り、両者が乖離した状況が続いたのである。但しこの点については、図表4に示されるように実質金利(①)は未だ潜在成長率(②)を上回っているとはいえ、差が僅かとなったことも事実である。

問題は両者ともに極めて低い水準にあり、今後実質金利が更に低下しても大きな効果を期待する

ことは難しいところにある。むしろこうした両利子率が低水準のなかでかなり接近していることは、経済の需給バランスの回復、換言すれば経済活動が概ね潜在成長率に見合った水準となってきたことを意味する。勿論、高齢社会入りのなかで経済活動が縮小傾向を辿っている地域もなお多く、その意味では経済活動に地域間の跛行性が色濃く存在し、その対応も重要となる。しかし日本経済全体としてみると、経済活動は既に均衡ないし「定常」の状態にあり、中期的にそれが大きく上振れしていく可能性は小さいとみられる。

経済活動が低位ながら既に均衡状態にあると判断されることは、とくに労働力や収益面からも窺われる。労働力需給をみると、有効求人倍率は既に1.0倍を大きく上回り(2016年9月は1.38倍)、既往ピークに近づいているほか、完全失業率もここ20年来の低さとなり(同3.0%)、完全雇用の状態に近づきつつある。また企業収益も、例えば日本銀行の全国企業短期経済観測調査、あるいは財務省の法人企業統計によれば、売上高経常利益率は各企業規模ともに概ね過去のピークを上回る水準に達している。このほか金融緩和の長期化もあり、デフレ期に随伴して増加する倒産動向も落ち着いた状態が続いている。

このように近年の経済活動は、全体として概ね潜在成長率の水準に見合ってきている。そうした環境下では、現実の経済の拡大テンポが緩やかであることは、いわば当然ともいえる。労働力面を別として、資本ストックの増加や全要素生産性の向上によって潜在成長率が高まらない限り、現実の経済活動が現在の軌道から大きく上振れしていく可能性は見込み難い。巷間取り沙汰され、また前向きに取り組まれているTPP協定交渉あるいは地方創生の推進等については、経済活動へのプラス効果も予想し得るが、それによって生産性が大きく上昇し経済活動全体が再び盛り上がりつつあるとは見做し難いのである。このことは、少子高齢社会入りや人口の減少傾向等を含めて、経済活動が成熟したことを表すともいえる。

⁴⁾ 中期的には、自然利子率と潜在成長率(労働増加率が0と近似すれば、概ね技術進歩率に等しくなる)との間には、

$$\text{自然利子率} = \text{時間選好率} + (\text{相対的リスク回避度} \times \text{潜在成長率})$$

といった関係が存在する。時間選好率が潜在成長率と比べ十分に小さく、また相対的リスク回避度が1に近い場合には、自然利子率は潜在成長率に等しくなる。

⁵⁾ この点については、伊藤智他(2006)、日本銀行(2016A)、黒田(2016A)等を参照されたい。

(需要面の動向)

ただ、経済活動のテンポが潜在成長率に見合ってきたとは言え、企業の投資行動および家計の消費行動について、いまだ少し活発化する余地はないものか。この点について需要サイドの伸び悩みの背景等を考えてみよう。

近年の投資をはじめとする企業の活動姿勢は、なお慎重の域を脱していない。これには企業の経営環境が、ICT 革新とグローバル化の下でイノベーション中心へと変化したものの、新たなビジネスモデルの確立になお戸惑っていることがあると推察される。これが、前記のように過去最高並みの企業収益の下でも賃上げが進まないほか、正規雇用増加をためらう姿勢を崩さない大きな要因となっていると考えられる。

これには、とくに大企業の場合、国際比較をすると利益率が低いとされていることも響いている。即ち、財務面等のグローバル・スタンダード化が進むとともに、外国人投資家の対象となり易い国際的展開企業に関しては利益率の水準が話題となり、その引き上げが急務という主張が強くなってきた。利益率の水準については当該国に固有の歴史的な経緯等もあり、その水準が相対的に低いことを理由として経営の不備を指摘するにはかなり無理がある。しかし、企業経営者はそのような批判が強いなかでは、利益確保に一層の注意を払うこととなる。その行動自体は、経営の効率性を高める方向に作用する。反面、こうした傾向が行き過ぎると、①先行き不透明感が強い環境下では新たな投資による利益獲得に十分な自信を持たず、それがとくに人件費等が割高である国内での投資行動が不活発であることに繋がっている可能性がある。

また、②企業は経費節減に努めている。とくに人件費に関しては、一旦正社員として採用する、ないし賃金を引き上げると、それを例えば非正規雇用に戻す、ないし賃金水準を引き下げることは難しい。そのため先行きの拡大見通しを立て難い状況下で、企業は正社員の増加や賃金の引き上げをためらうこととなる。つまり、企業が財務面で

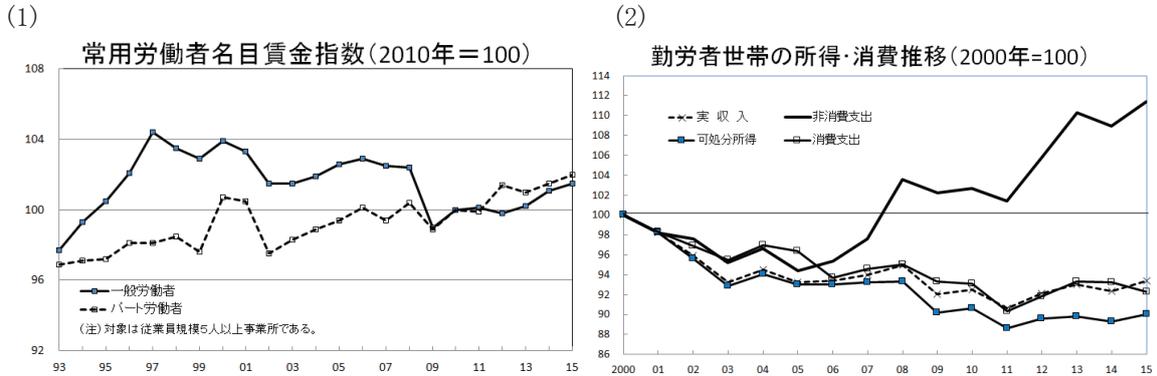
のグローバル・スタンダードを強く意識し過ぎると、過剰反応を惹き起こし賃金引き上げ・正規雇用増加に慎重となる可能性を否定出来ない。このような企業の経営環境・経営行動の下では、マクロ的な労働力需給を示す雇用指標が改善しても、雇用者の処遇面での改善はかなり遅れる可能性が大きいのである。

こうした企業の姿勢は、潜在成長率を低下させている大きな背景ともなっている。その改善には、現在の日本経済が既に定常状態にあり大きな拡大は難しいが落ち込む懸念は小さいこと、少子化に伴い先行きは(正規雇用確保・賃金引き上げ等による)労働力確保が重要となること等を企業側が認識していくことが必須となる。そうしたなかで、各種の規制緩和等を含めて経営環境の改善措置を講じていくことが重要となろう。

他方、個人消費についても伸び悩み状態が続いている。この背景として、先ず既述のような企業サイドの事情から、賃金上昇率(=所得の伸び)が緩やかであることが指摘出来る。もっとも、厚生労働省調査による常用労働者名目賃金指数(事業規模5人以上)は、一般労働者・パート労働者ともに近年は上昇傾向を辿っており(図表5(1)、なお後掲図表13も参照)、賃金の伸び悩みにはその水準が相対的に低い非正規雇用のウエイトの上昇も響いていると考えられる。こうした名目上の収入伸び悩みに加えて、高齢社会入りから非消費支出(税金・社会保険料)の負担が大幅に増えていることも見逃せない。総務省「家計調査報告」によると、2015年の2人以上勤労者世帯の実収入、即ち税等を含む所得は、10年前と比べ横這い状態にある一方、非消費支出は18%増え、この結果として可処分所得は3%強減少している(図表5(2))。こうした可処分所得の状態が消費の動向にも反映している。個人消費については、企業の正規雇用増加・賃金引き上げ努力により拡大の余地があると言えよう。なお輸出に関しては、一頃と比べ円安となっているとはいえ、海外景気の動向もあり大きな伸長は予想し難い。

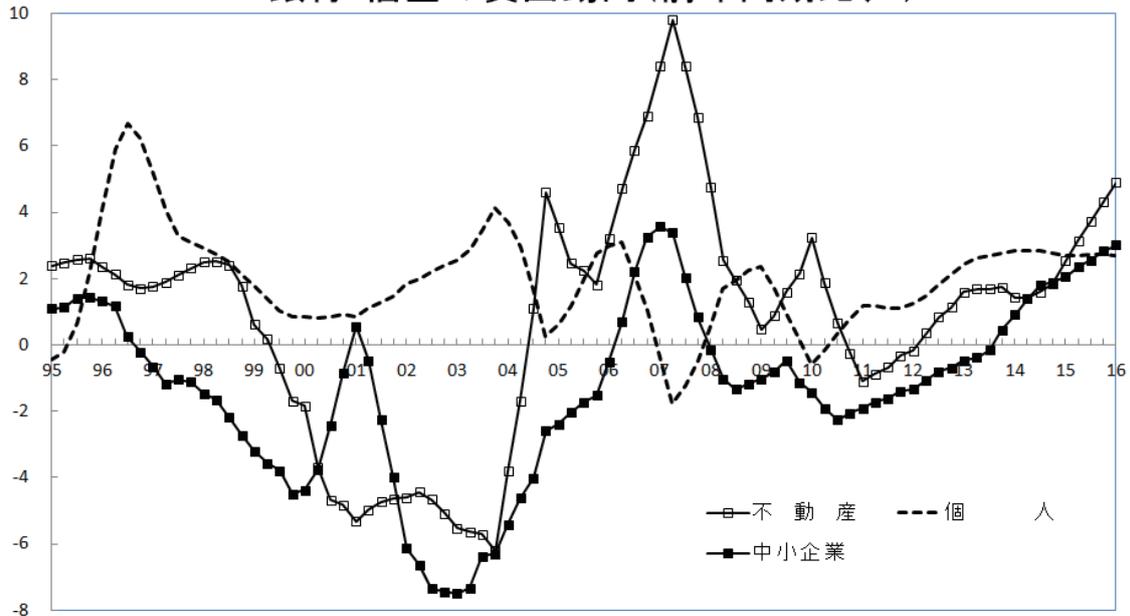
潜在成長率が低下したなかでは、政策当局の対

(図表5) 賃金・所得・消費支出の推移の推移



(図表6)

銀行・信金の貸出動向 (前年同期比、%)



(注) 日本銀行「預金・貸出関連統計」より作成した。平線ベースで、後方4期移動平均で表示している。

応は中期的な視点から取り組むべき規制緩和等の措置に限られ、短期的な効果については多くを期待し難い。その限りでは、公的な政策に頼ることなく、企業および家計が自助努力により対応していくことが重要である。そして、それは既に行われてきたことでもある。例えば90年代後半以降の十数年に亘り、企業が低成長経済への対応をそれなりに進めてきたことにも表れている。近年のような成熟経済下に於ける経済政策の中心は、経済全体としての中期的な展望ないし方向を明確なも

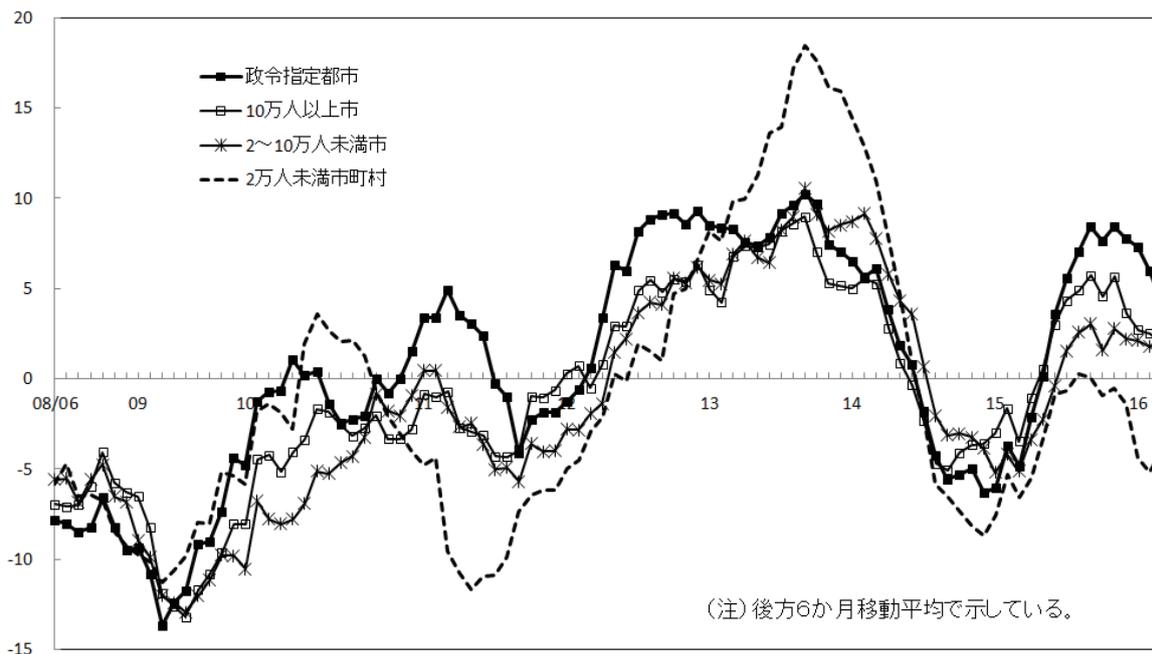
のとし、各種規制を可能な限り緩和する等により民間経済主体が活動し易くしていくところにある。

3. 経済活動と土地取引・地価動向 (土地取引と地価動向)

このように、金融面の大幅な緩和政策等を背景として、経済活動は概ね潜在成長率に見合った動きに近づいてきている。そうしたなかで、大都市等では土地取引が活発化しているほか、地価も上昇傾向にある。もっとも、明確に上昇しているの

(図表7)

人口規模別にみた土地取引件数(前年比、%)



(注) 後方6か月移動平均で示している。

- (注) 1. 国土交通省「土地取引規制基礎調査概況調査」より作成した。人口区分は2015年国勢調査を基本とした。政令指定都市には、東京都区部のほか都下の市を含む。10万人以上市には政令指定都市を除く。また、2～10万人未満市には町を含む。
2. 振幅を均して見る観点から、後方6か月移動平均で示している。

は大都市圏、それも将来的な人口減少が緩やかと見込まれる地域に限られている。この点について実情に即しつつ検討しよう。

先ず、日本銀行「預金・貸出関連統計」を用いて銀行および信用金庫に於ける不動産業向け・個人向けの貸出動向をみておこう(図表6)。前年比のベースは振れが大きいので、後方4期移動平均で示している。個人向けは住宅ローンが主体で、参考として中小企業向けも併せて示している。これをみると、個人向けが根強い増加基調を示しているほか、不動産業向けの伸びが高まっているのが目につく。また、中小企業向け貸出も近年は増加傾向を辿っている。これをみると、景気全般の持ち直し傾向とともに、不動産取引に関連した資金需要も増加している。不動産を含む個人向けや中小企業向けは通常、1件当たりの貸出金額が小さく信用リスクは相対的に大きいことから、貸出金利は高めに設定されている。近年は景気が緩やかながら拡大しているほか、信用リスクが大きく

なっている訳でもないだけに、金融機関側が相対的に金利水準の高いこうした貸出に注力していることが背景となっている。地域銀行を営業地盤でタイプ分けして取り挙げた堀江・有岡(2016)では、何れのタイプについても最近10年間で個人向け貸出のウエイト上昇が確認される。

こうした資金需要面の動向を踏まえて、国土交通省「土地取引規制基礎調査概況調査」を基に、土地取引件数の推移(前年同月比)をみておこう。図表7は、全国1,868の市区町村における土地取引を対象に、人口規模を基準として4グループ化している⁶⁾。何れのグループも、2000年代後半のリーマンショックから東日本大震災にかけての時期は概ね前年水準割れの状態が続き、その後2012～2014年初頃にかけて伸びを高め、2014年央～

⁶⁾ 以下で検討する比較時点の計数存在の有無を考慮し、政令指定都市のうち相模原・新潟・浜松・堺・岡山・熊本の6市については、区毎ではなく市ベースの計数を使用している。

(図表8) 都市規模別にみた人口・地価・土地取引の動向

都市規模	地 価 (10→15年)	予 想 人 口 (10→40年)	人 口		土地取引件数	
			(10→15年)	相関係数	(09・10→14・15年)	相関係数
(196) 政 令 市 等	(12.6) 4.7	(10.0) - 8.9	(4.2) 1.9		(23.7) 15.8	
(91) 人 口 2 0 万 人 ~	(9.2) - 4.8	(8.7) -15.1	(2.0) - 0.3		(14.2) 7.2	
(132) 10 ~ 20 万 人	(8.2) - 6.8	(10.3) -17.2	(2.9) - 1.0		(35.4) 8.3	
(252) 5 ~ 10 万 人	(8.9) - 7.8	(13.7) -18.7	(3.7) - 2.0		(42.5) 8.8	
(400) 2 ~ 5 万 人	(8.9) -12.4	(14.0) -25.3	(4.2) - 3.7		(39.6) 8.5	
(285) 1 ~ 2 万 人	(9.0) -14.8	(15.3) -30.2	(4.8) - 5.8		(111.1) 18.0	
(512) 1 万 人 未 満	(14.0) -15.6	(17.3) -36.2	(11.6) - 9.5		(54.4) 5.2	
(1,868) 計	(12.5) -10.5	(16.9) -25.4	(7.9) - 4.4		(58.7) 9.8	

(注) 1. 町村を含む。地価は国土交通省「都道府県別地価調査」(2010年、2015年)、人口は国勢調査(2010年、2015年)および国立社会保障・人口問題研究所「日本の地域別将来推計人口(平成25(2013)年3月推計)」(2013年3月)、土地取引件数は国土交通省「土地取引規制基礎調査概況調査」(2009年、2010年、2014年、2015年)を使用した。国立社会保障・人口問題研究所の推計では福島県の人口は市区町村別に公表されていないため、総務省「住民基本台帳」の人口変化(2009→2014年)を用いて推計した。土地取引件数は、2009・2010年平均→2014・2015年平均の伸び率である。何れも、各都市規模に於ける変動(増減)率の平均値である。

2. ()内は標準偏差値で、相関係数は地価変動率との相関である。

3. 政令市(政令指定都市)等には東京都区部のほか都下の市を含む。県庁所在都市は政令指定都市を除いている。比較年次の計数が不明のため、相模原市・浜松市・堺市および熊本市は区毎ではなく市合計のベースである。土地取引件数が年間10件未満の町村を除いている。

2015年にかけて落込み、その後は再び伸び率が回復・そして低下するといったパターンを描いている。

全体として、2000年代のような大きなマイナス状態は生じていないなかで、大都市(政令指定都市や10万人以上市)では伸び率が高い反面、近年は2万人未満市町村ではマイナス状態が続いていることが目につく。これは、とくに地方の小都市ないし町村では人口減少が続いており、土地取引が活発となる要因が少ないこと、他方、大都市部では経済活動の回復が相対的に早いことや地方圏からの人口流入等もあり、土地取引も活発であることを反映していると考えられる。このように、土地取引は規模の大きい都市では活発化している一方、人口減少傾向に見舞われている地方の小都市

等では減少した状態が続いている。

それでは、こうした土地取引件数の変動は地価と連動しているのだろうか。図表8は、最近5年間の地価の動向と、人口変動および土地取引件数(全取引のベース)との相関係数を都市の人口規模別にみたもので、参考として国立社会保障・人口問題研究所による2040年にかけての人口変動予測も併せて示している。地価は国土交通省「都道府県別地価調査」を使用し、都市規模別の統計は図表7と同一ながら区分は更に細分化している。相関係数は地価変動率との相関である(土地取引件数は変動が大きいことを考慮し、2年間の平均ベースとした)。

これをみると、先行き人口減少見込みの大きい小規模の市町村地域ほど、既に人口が減少傾向を

辿っているほか、地価もそうした人口動向を反映して下落傾向を強めている。こうした人口動向とそれを反映する経済活動即ち地価動向は密接に関わっており、人口変化と地価変動との相関係数は、何れの都市規模に於いても高い。他方、土地取引件数自体と地価との相関係数はかなり低い(政令市等でも低い)。

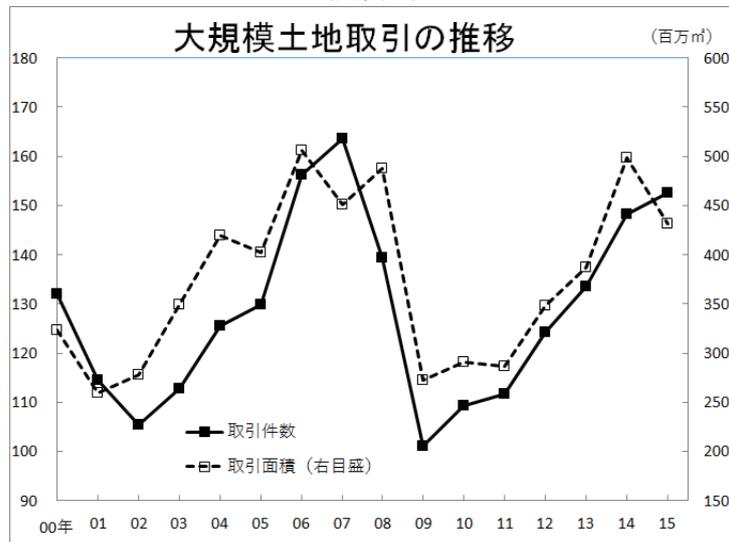
このことは土地取引自体が活発となってきているとは言え、それがその儘地価動向に跳ね返っている訳ではないことを表している。そして、近年の5年間でみれば、地価が上昇している地域は政令市等の大都市に限られ、中規模都市以下の地域ではかなりの下落となっている。それは、人口減少(=過疎化)に伴う経済活動の停滞を背景として生じていると考えられるだけに、土地取引の件数が増えても、地価を引き上げるほどの影響力は無いことを表している。

(大規模土地取引の動向)

土地取引件数は全ての取引を網羅しているが、取引の規模を示している訳ではない。そこで次に、国土交通省「土地取引規制実態統計」による大規模土地取引の動向をみておこう。本統計は一定規模以上の土地取引件数・面積を集計した統計であり、取引金額も大きくなるとみられ、経済活動との結び付きも強まると考えられる⁷⁾。図表9によると、2000年代後半に取引件数・面積ともに増加傾向を辿った後、2000年代末～2010年代初のリーマンショックそして東日本大震災の時期に大きく落込み、その後は再び増加基調にある。これをみる限り一定規模以上の土地取引は、振れを伴いつつも近年は増える傾向にあると判断される。なお、

⁷⁾ 本統計は、国土利用計画法に基づく大規模な土地(市街化区域：2千㎡以上、その他の都市計画区域：5千㎡以上、都市計画区域外：1万㎡以上)の売買等の契約を行った場合の届け出を集計したものである。

(図表9)



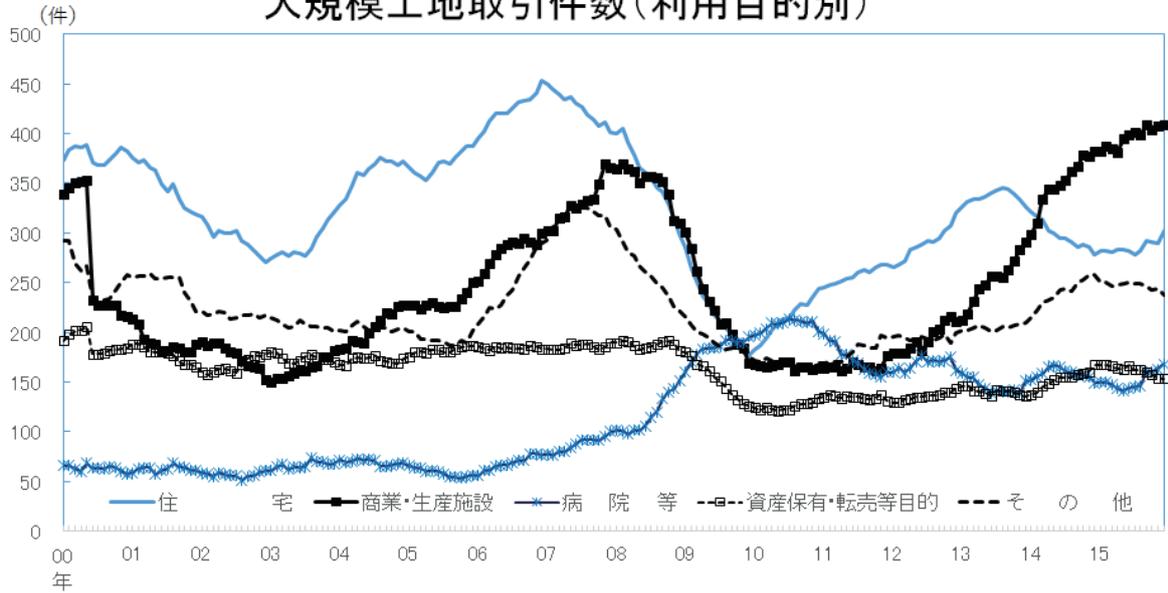
(注)国土交通省「土地取引規制実態統計」による。

取引件数と取引面積は概ね同様の傾向を示していることから、以下では主として取引件数を使用していく。

こうした大規模土地取引件数を利用目的別に内訳をみると(図表10)、近年は商業・生産施設が明確な増加傾向にあるほか、住宅も高水準を保っている。反面、資産保有・転売については低水準で推移しており、その限りで近年の件数ベースの大規模土地取引の増加は「実需」に基づいたものが主体で、資産保有ないし転売を目的とするいわゆる「仮需」ないし「投機」的な要素は少ない。もっとも、後者は面積ベースで全体の三分之一を占めており、近年やや伸び悩み気味とはいえ2010年前後の時期と比べ増えている。資産保有・転売目的の取引について、件数と比べ面積の割合が大きい(2015年の場合、件数が12.1%に対し面積は33.4%)ことは、大規模土地取引のなかでもとりわけ規模の大きな取引がこうした目的で行われていることを意味する。このような取引は金融環境等如何でかなり変化し、不動産市場全体に及ぼす影響も大きいだけに、取引動向の監視とともに行き過ぎた行動に備えた規制措置等の検討も必要となろう。なお図は省略しているが、東京圏(首都4都県)、本州中央部(近畿・東海・北陸)およびその他の道県に分けて大規模土地取引件数をみると、

(図表 10)

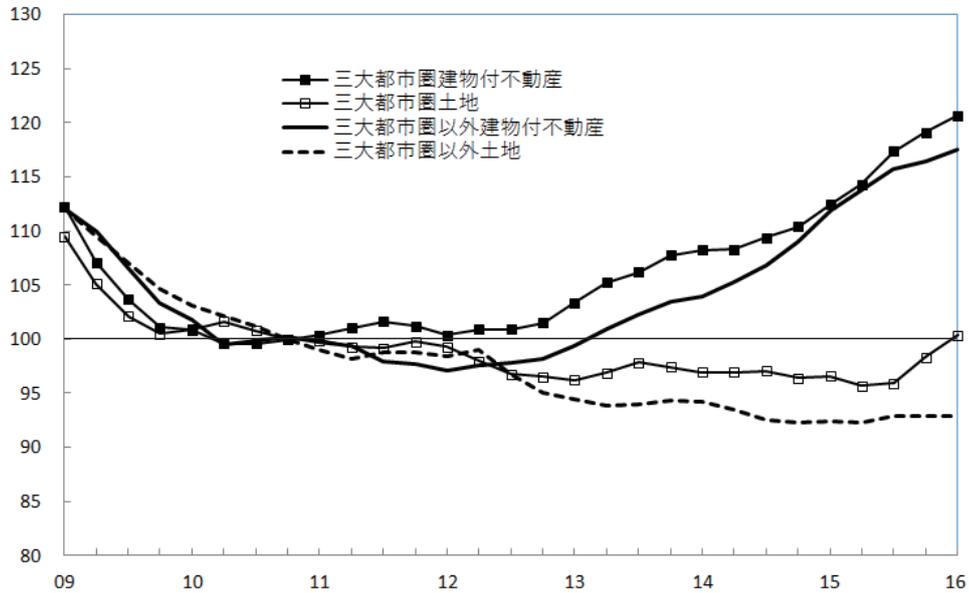
大規模土地取引件数(利用目的別)



(注)国土交通省「土地取引規制実態統計」より作成した。後方12か月移動平均で表示している。

(図表 11)

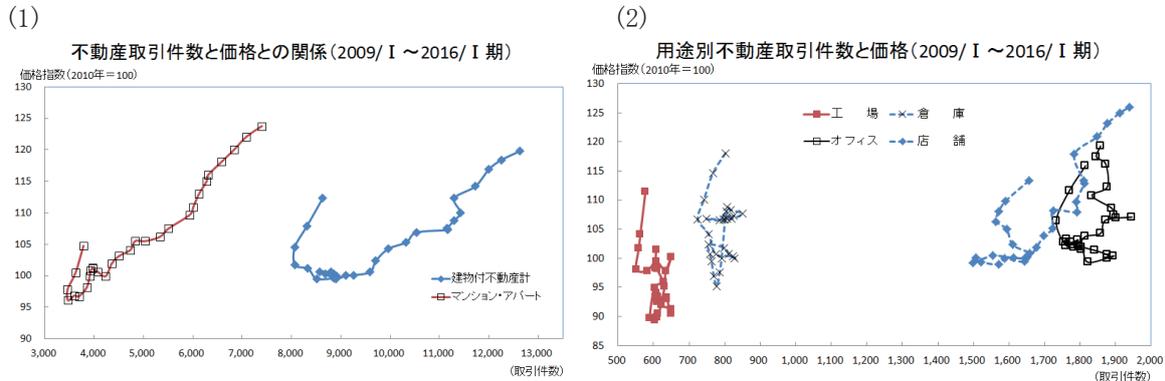
地域別不動産価格指数(2010年=100)



(注) 1. 国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」より作成した。後方4期移動平均で示している。

2. 三大都市圏は、南関東圏(東京都および埼玉・千葉・神奈川県)、名古屋圏(岐阜・愛知・三重県)、京阪神圏(京都・大阪府および兵庫県)の10都府県である。

(図表 12) 不動産取引件数と価格の関係



(注) 国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」および「不動産取引件数・面積」より作成した。後方4期移動平均で示しており、何れも右端が2016年I期である。

東京圏とともに、それ以外の地域でも増えているのが目につく。その限りでは、東京以外の大阪・名古屋等の大都市圏の動きも注目される。

(不動産取引と価格)

それでは、こうした近年の大規模土地取引件数の増加傾向は、その取引価格(不動産価格)の上昇要因となっているのであろうか。図表11は商業用不動産取引の価格(国土交通省調査)について、三大都市圏とそれ以外の地域に分け、それぞれ建物付と土地のみの取引に分けて示したものである。三大都市圏およびそれ以外の地域ともに、建物付不動産価格が明確な上昇傾向を辿っているのに対し、土地のみの不動産価格については三大都市圏で近年やや上昇しているものの、その他の地域では引き続き低下傾向を脱していない点が注目される。これは、前出の図表8に於いて地方圏の地価がかなり下落していることにも対応する。その限りでは、近年の不動産価格の上昇は、建物付不動産取引を中心に生じていると言えよう。

そこで、商業用不動産取引のうち建物付不動産について、用途別に取引件数と価格との関係をみておこう。図表12は、横軸に建物付不動産の取引件数、縦軸に同価格指数(2010年=100)を示しており、何れもグラフ上の右端が最近時点を表している。建物付不動産取引全体としてみれば、近年は右上りの関係、即ち不動産取引件数の増加とと

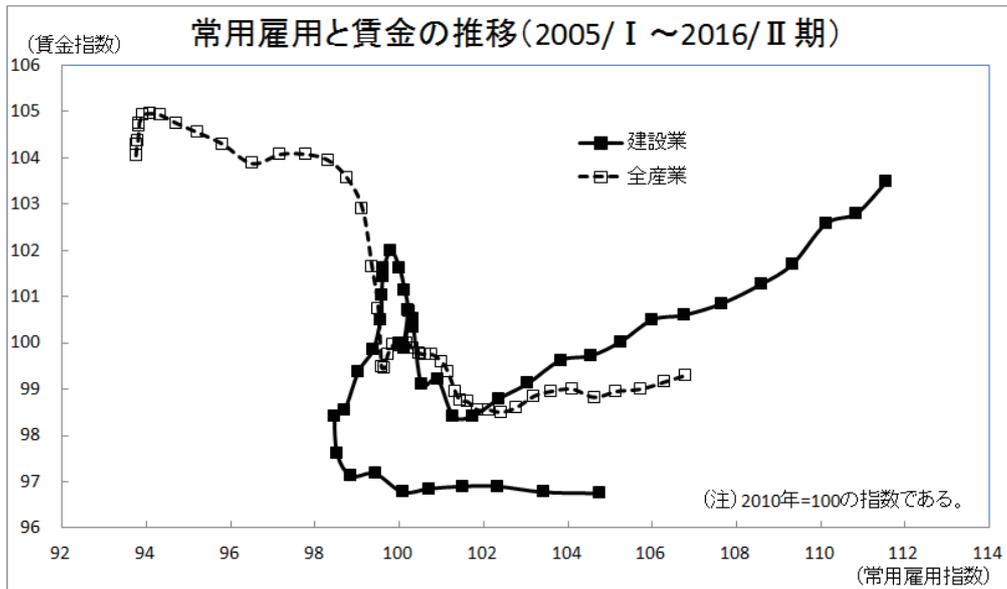
もに価格が上昇しているように窺われる(同図(1)右側)。また、何れの用途についても一頃と比べ不動産の取引件数ないし需要が増えており、それが不動産価格上昇の1つの背景となっていると考えられる。

そうした取引件数と価格との関係は、とくにマンション・アパートについて明確である(同図(1)左側)。これは、首都圏の中古マンションを対象とする日本不動産研究所調査による「不動研住宅価格指数」も、東京都を中心に同様に上昇傾向を辿っていることから窺われる。それ以外の用途については(同図(2))、店舗取引に関しても概ね同様の傾向が窺われる。こうした関係の背景には金融「超」緩和政策の下で、金融機関側の貸出態度が前向きとなっていることや、住宅資金の調達費用が低下していることに加えて、相続関係の税制改正や容積率緩和措置の影響、地方圏から大都市圏への人口の流入・都市部再開発計画の進行、あるいはインバウンド需要拡大に伴う飲食店・ホテル需要増加予想等があると考えられる⁸⁾。

もっとも、オフィス、倉庫や工場については両

⁸⁾ 国土交通省「新設住宅着工・利用関係別戸数」をみると、持家や分譲住宅と比べ近年は貸家が高い伸びを続けていることが目につく。これには借入金利面の有利化に加えて2015年1月の相続税制の改正を背景に、団塊世代が相続対策上有利な不動産運用(アパート建築)を増やしていること等の影響も考えられる。なお、日本銀行によるREIT買入が不動産価格に響いている可能性もある。

(図表 13)



(注) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」による。従業員規模5人以上を対象とした。
 2. 後方4期移動平均で表示している。何れも右端が最近時点である。

者の中に明確な傾向ないし関係は窺われない。因みに、建物付不動産取引件数と取引価格の前年比ベースの相関係数を使途別に算出すると、アパート・マンションおよび店舗で一定の相関が存在する以外は、総じてかなり低い結果となる⁹⁾。

このように、近年の大都市部を中心とする建物付不動産価格の上昇には、一部の用途を中心に需要が増えていることも響いている。しかし、一頃と比べ建物付不動産需要が増えている(図表9で何れの用途も最近時点が右側にある)とはいえ、住宅や店舗以外では両者の関係は必ずしも明確なものとは言い難い。近年の金融緩和は住宅資金借入コストの低減等を通じて不動産取引を活性化させる1つの背景となっているが、地域経済の低迷状態が続いていることもあり、バブル期のようにそれが全般的な不動産価格の急騰に結び付く可能性は小さいと考えられる。

⁹⁾ 両者の相関係数は、商業用不動産計で0.422(三大都市圏0.442)、アパート・マンション0.422(同0.422)、店舗0.346(同0.413)、オフィス0.259(同0.277)、倉庫0.023(同0.046)、工場0.001(同0.047)である。取引件数の振れが大きいことから、何れも後方4期移動平均で計算している。

(供給サイドの要因)

もともと、建物付き不動産価格が全体として上昇傾向にあることは事実で、これには上記のように緩やかとは言え一頃と比べた需要の増加のほか、供給サイドの要因も響いていると推察される。それは工事費の膨張に表れており、具体的は労働力需給の引き締め傾向を背景とした人件費の上昇および資材価格の上昇等である。

この点についてみておこう。図表13は、常用雇用指数と賃金指数との関係を示したものである(何れも右端が最近時点である)。全産業のベースでみると雇用が小幅ながら増加傾向にある反面、賃金の上昇テンポは緩慢である。これに対し、建設業では常用雇用が大きく伸びるとともに、賃金もかなりの上昇傾向を辿っているのが目につく。また図は省略したが、日本銀行「企業物価指数」によれば、消費財や機械設備を表す資本財価格が低迷状態を脱していない反面、建設用材料価格が2013年以降はかなり上昇している¹⁰⁾。

¹⁰⁾ 自民党が政権に復帰する直前の2012年7~12月と2016年1~6月の企業物価指数を比べると、国内需要財は原材料の下落(同期間中-10.6%)から、全体としても下落している(同-5.2%)。しかし、最終需要財である

前記のように、大規模土地取引のうち資産保有しない転売を目的とした「仮需」や「投機」的な取引は、件数は少ないが規模の大きい取引が引き続き高水準にある。これを併せて考えれば、近年の建物付不動産価格の上昇傾向は、都市部の住宅関係需要の増加および仮需的な動きがみられるなかで、大都市圏を主体とする土地取得価格の上昇のほかに、賃金や資材価格をはじめとする建築費の膨張を背景として生じていると推察される。現状は「超」低金利政策等の効果とも相俟って、不動産関係市場は住宅を中心に一頃と比べれば持ち直しているが、後述のようにそうした傾向の持続性については不確定要素が多いと言えよう。

4. 経済活動と金融政策の有効性

近年の不動産取引件数の活発化そして取引価格の上昇傾向は、金融緩和が1つの大きな背景となっていると考えられ、現実に不動産関連の貸出も増加基調を辿っている。その中心は、(投機的な需要を含む)大都市部に於けるアパート・マンションや店舗関係取引の活発化である。そしてこれを裏付けるように、全産業でみた人員増・賃金上昇が緩やかであるなかで、建設関連では資材価格が上昇しているほか、人員・賃金もかなり増加・上昇している。こうした傾向が続くと、労働市場が完全雇用に近い状態に近づいているだけに、企業が何時までも非正規の形態で雇用を確保し賃金水準を抑えることは難しくなり、他の業界にも正規雇用増・賃金上昇の動きが広がる可能性もある。このような状況となれば、それが全体としての消費の持ち直しへ繋がるといった「好循環」が作用することも、1つのシナリオとしては考えられる。近年の金融政策は、それまでの量的・質的緩和政策とも併せて全般的な金利の引き下げを実現しており、それが不動産関連で一定の効果を発揮している点は評価

消費財・資本財は小幅ながら上昇している(同0.7%、2.4%)ほか、建設用材料はかなりの上昇となっている(同6.5%)。なお、企業向けサービス価格指数のうち、不動産賃貸料は同2.4%上昇している。但し、2016年入り後、最終需要財および建設用材料は何れも前年水準割れの状態にある。

出来よう。

もともと、経済活動全般の持ち直しは緩やかなものに留まっており、不動産取引も全体が活発となった訳ではない。地方圏では、人口減少の顕在化もあり土地取引価格は低下基調を脱していない。また、取引が増えているアパート・マンションについても、空室率は上昇傾向にあり、供給圧力が強まっていることも見逃せない¹¹⁾。更に、大規模取引のなかに大口として含まれている仮需的取引についても、先行きは不透明である。全体として人口が減少傾向にあり、都市環境整備・ホテル建設等による需要増加は概ね東京等の大都市圏に限られる。そうしたなかでは、供給が現状のテンポで増える状態が続くと、不動産市場全体が供給過多に陥る懸念も強い(その場合には仮需的な動きの反動も加わる)。その意味では、先行きも不動産の取引件数増・価格上昇が続いていくとは考え難く、それは大都市部に留まるとみられる。不動産業界の一部で生じている取引活発化の影響が、経済全体に波及していく可能性は小さい。

市場金利のマイナス化をはじめとする金融の「超」緩和政策については、前記のように現状を大きく上回る効果を期待することは難しい。それは日本銀行による国債の大量買入の持続性に関わる問題とともに、そうした緩和効果の波及に関してネックが強まっているとみられるところにある。2016年9月に打ち出された長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策も、引き続き2%のインフレ目標達成を目指しているが、具体的な目処等が明確ではなく、現状は物価の下落予想が後退したに留まる。他方で金融機関側では、預貸金利鞘が既にかかなり縮小しており、預金利率がゼロに近い状態が続いていることや経費節減努力も長期に亘り進められてきたことを併せ考慮すると、貸出金利を更に引き下げる余地は乏しいとみられる。その限りでは、資金需要者に対する資金調達コスト面からの刺激効果は限界に近づきつつあると判断さ

¹¹⁾ 総務省統計局調査によると、空き室率は全体として上昇傾向にあり、とくに人口減が生じている地方圏で高くなっている。

れる。

現行の市場金利のマイナス化をはじめとする金融政策については、その限界が強まったとみられるだけに、今後の経済活動は定常状態となりつつあるなかでの、民間自身の対応如何となろう。他方で、定常状態を巡る不確実性と金融政策運営の関係は、わが国だけでなく各国の中央銀行が共通して直面している課題でもある。それだけに我が国としては、中期的に通常の金融環境へ復帰していく観点から、出口戦略を模索する必要がある。その場合、将来的に発生する可能性のある日本銀行の債券関係損失、あるいは財政再建が進まない場合のリスク等を勘案しつつ、対策を考えていくことが求められる。即ち、国債の大規模買入を持続することの是非や、マイナス金利政策終了後の対応等について、早急に検討すべき時期となったのである。

[参考文献]

- 伊藤智他(2006)「GDP ギャップと潜在成長率の新推計」『日銀レビュー 2006-J-8』2006年5月、日本銀行
- 川本卓司・中浜 萌・法眼吉彦(2015)「消費者物価コア指標とその特性」『日銀レビュー 2015-J-11』2015年11月、日本銀行
- 小島治樹・藤原茂章(2016)「最近のわが国企業のバランスシート調整について」『日銀レビュー 2016-J-14』2016年8月、日本銀行
- 黒田東彦(2016A)「デフレからの脱却に向けて：理論と実践」6月20日 慶應義塾大学における講演 日本銀行ホームページ
- 黒田東彦(2016B)「金融緩和政策の「総括的な検証」—考え方とアプローチ—」9月5日きさらぎ会における講演 日本銀行ホームページ
- 白塚重典(2015)「消費者物価コア指標のパフォーマンスについて」『日銀レビュー 2015-J-12』2015年11月、日本銀行
- 日本銀行(2016A)「需給ギャップと潜在成長率」日本銀行ホームページ 2016年7月
- 日本銀行(2016B)「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」日本銀行ホームページ 2016年9月
- 日本銀行(2016C)「金融緩和強化のための新しい枠組み：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」日本銀行ホームページ 2016年9月
- 堀江康熙・有岡律子(2016)「経営環境の変化と地域銀行の対応」『経済学研究』第82巻第5・6合併号 2016年3月 九州大学経済学会