

異次元緩和 2 年 ～前回の地価上昇局面とは異なる不動産金融環境

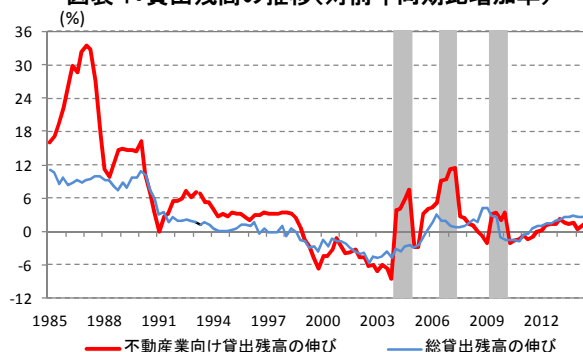
2013 年 4 月 4 日に「量的・質的金融緩和」が導入されて丸 2 年が経ちました。この間、日本銀行が期待する「ポートフォリオ・リバランス効果」は不動産市場にはあまり及んでいないようです。そのことが前回の地価上昇局面と現在の不動産市況回復との大きな相違でもあります。もっとも、金融機関が堅実な貸出態度を堅持することは、不動産市場の安定的な発展にはむしろ不可欠な条件であるといえるかもしれません。

2013 年 4 月 4 日に日本銀行が「量的・質的金融緩和」(QQE)の導入を公表した際、筆者はその効果に懐疑的な印象を持っていました。しかし、QQE が日本経済に与えた心理的な効果には今や疑問の余地がありません。この“釈明”については、昨年末に出版された「超金融緩和期における不動産市場の行方」(一般財団法人土地総合研究所編、東洋経済新報社)に寄稿させていただいた拙著をご参照ください。

さて、QQE の波及経路として、日銀は 3 つの経路を示しています。すなわち「①リスク・プレミアムへの働き掛け」「②ポートフォリオ・リバランス効果」「③市場や経済主体の期待の転換」です。このうち①の経路は、株価や不動産価格の回復などとして顕在化しています。また③については、期待物価上昇率を引き上げるには十分な効果を発揮していないという批判もありますが、少なくとも世の中の雰囲気の前向きにする、という意味合いでは一定の効果があつたものと筆者は評価しています。

一方、②のポートフォリオ・リバランス効果、つまり金融機関等がリスク資産での運用や貸出を積極化する、という現象は実際に起きているのでしょうか。図表 1 には貸出先別貸出金のうち、不動産業向け貸出残高と総貸出残高の伸びを示しました。不動産業向けのデータについては、途中で統計の組み替えにより連続していない時期(グラフ上では網掛け部で示しました)がありますので、注意が必要です。

図表 1: 貸出残高の推移(対前年同期比増加率)



(出所) 日本銀行

総貸出残高は 2011 年第 3 四半期から、不動産業向け貸出残高は 2012 年第 1 四半期から、それぞれ昨年同期比ベースでプラスに転じました。したがって、QQE を直接的な要因として金融機関の融資が拡大に転じた、と結論づけるのは適切ではありません。

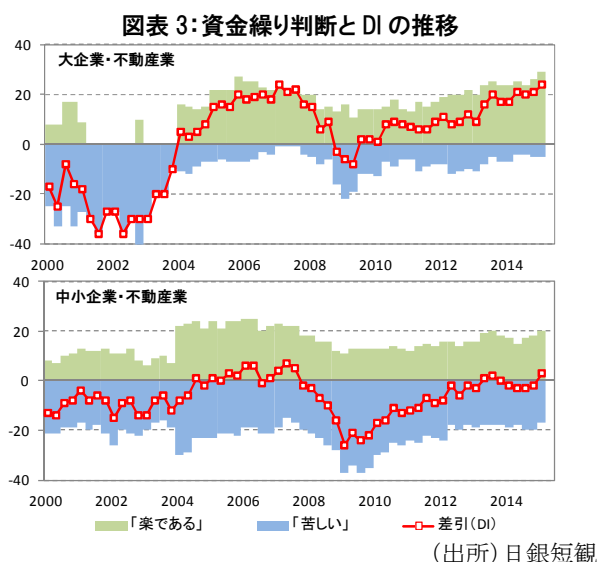
ただし筆者はその事実よりも、貸出残高の増加のペースに着目しています。前年同期と比較できる 2006 年第 2 四半期と直近 2014 年第 4 四半期を比較すると、総貸出残高の伸びはほぼ同水準でした。しかし不動産業向け貸出残高の伸びは全く異なります(図表 2)。

図表 2: 貸出残高の伸び(前年同期比): 8 年前との比較

	不動産業向け 貸出残高	総貸出残高
2006 年 6 月末	5.1 %	3.2 %
2014 年末	2.3 %	3.2 %

(出所) 日本銀行

不動産業向け貸出の伸びが緩慢である背景には、2006 年当時と現在との間で、資金の取り手の顔ぶれが異なることが挙げられます。当時は新興のマンションディベロッパーやハイリスク・ハイリターンを追求する不動産ファンドなどが盛んに資金調達をしていました。しかし現在、そうしたプレイヤーの活動は低調に留まっており、金融機関から潤沢な資金を得ているのは相対的に信用力の高い不動産会社が主、という状況にあります。この状況を直接示す訳ではありませんが、**図表 3** には日銀短観にみる不動産業の資金繰り DI を企業規模別に示しました。



大企業の資金繰り DI は、足下で前回の不動産価格上昇局面と同程度の水準にまで回復しています。一方、2005 年から 2007 年頃にかけて、中小企業でも資金繰り判断 DI ははっきりとプラスに振れていましたが、足下ではその動きが長続きしていません。昨今、不動産市場を取り巻く金融環境は確かに緩和的ではあるのですが、不動産プレイヤーが等し並みに潤沢な資金を得ている状況とはいえません。金融機関は融資先や融資案件を堅実に選別しているのです。

このことをもって「不動産市場に金融政策の効果が及んでいない」と批判的に捉える向きもあるかもしれませんが、筆者はむしろ歓迎すべきことだと理解しています。もし金融機関の態度が楽観化し、強気の見通しに基づいて物件取得を狙うプレイヤーが与信を受けられるようになれば、確かに「QQE がポートフォリオ・リバランス効果を通じて不動産価格を押し上げた」ということになるかもしれません。しかしそれは合理的な不動産価格形成とは考えられません。

足下では不動産向け貸出残高の伸び率の上昇が見られます。日銀短観の本年 3 月調査では、統計の見直しがあったとはいえ、不動産業の資金繰り判断 DI に急回復が見られました。これらがバブル的な動きの前兆でないことを筆者は期待し、信じています。

吉野薫(よしの・かおる)

一般財団法人 日本不動産研究所 不動産エコノミスト

東京大学経済学部卒、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。
日系大手シンクタンクのリサーチ・コンサルティング部門を経て、
一般財団法人日本不動産研究所にて現職。
現在、国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当している。
専門は都市経済学、経済政策。
著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」(フォレスト出版)、
「Q & A 会社のしくみ 50」(日本経済新聞出版社、共著)がある。



一般財団法人日本不動産研究所(以下、弊所)は、本稿に記載された内容について信頼に足る情報源の活用に留意するなど、その正確性に万全を期しておりますが、誤謬がないことを保証するものではありません。また、将来に関する見通し・予測の当否について弊所は一切の責任を負いません。なお、本稿で述べられた意見・見解は筆者個人に属するものであり、弊所の意見・見解を代表するものではありません。