

日本銀行の「三次元緩和」～不動産投資市場の堅実性は維持されるか

日本銀行は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入することになりました。公表文において、これまでの「量」「質」に並ぶ三つ目の次元として「金利」を掲げていることから、日銀自身が今回の決定を金融緩和政策の重大な節目であると捉えていることが窺えます。これは直接的に不動産市場を変化させるような政策変更ではありませんが、市場参加者の行動の規律が弛緩するような事態には警戒が必要です。

アベノミクスの第1の矢である「量的・質的金融緩和」が導入されてから間もなく丸3年。これまでの間、円安や株高が実現し、低金利環境が不動産市況の回復を支えてきたことは疑いありません。

ただし日銀の金融政策はあくまで「物価上昇率2%」を目的としたもの。日銀は従来から、その実現に必要な状況においては「あらゆる手段」を排除せず、「躊躇なく調整を行う」と説明してきました。

金融緩和にはいずれ限界が訪れる、という疑念が囁かれる中、マイナス金利政策はその「あらゆる手段」のうち数少ない有力な候補だと考えられてきました。去る1月29日に公表された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、日銀に残された貴重なカードを切って見せることで、物価目標に対する日銀の決意を改めて内外に示すものとなりました。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、従来の「量」および「質」への働きかけに加え、三つ目の次元として「金利」に働きかけようと試みるものです。2013年4月4日以来維持されてきた「量的・質的金融緩和」の枠組みを拡張するものであり、わが国の金融緩和政策は新しい局面を迎えたといえます。

ところで今回の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、金融市場への悪影響を可能な限り軽減するための技術的な工夫を施しています。その点においては優れているといえますが、政策の意図や作用機序を理解しづらい、という側面もありました。日銀からの公表があった後、1月29日午後の株式相場が乱高下しましたが、筆者はその主因として、この政策に対する市場関係者の理解が広まるのに時間がかかったことが挙げられるのではないかと考えています。

今回導入されたマイナス金利政策とは、日銀当座預金の追加的な積み増しに対してマイナスの金利を付ける、という政策です。従来の量的緩和政策は今

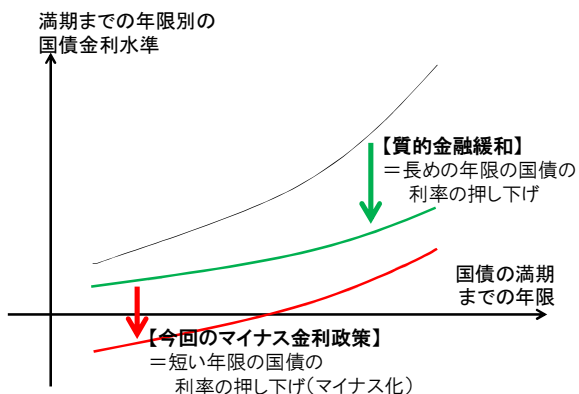
図表:これまでの金融政策の歩み

2013年1月22日 「物価安定の目標」	<ul style="list-style-type: none"> 2012年2月に導入した「中長期的な物価安定の目標」を放棄 「2%という目標を明確」にすることは、持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当
2013年4月4日 「量的・質的金融緩和」	<p>「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」</p> <p>【量的緩和】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60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調整を行う</p> <p>【質的緩和】長期国債買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</p>
2014年10月31日 「追加緩和」	<ul style="list-style-type: none"> マネタリーベースが年間約80兆円(約10～20兆円追加)に相当するペースで増加するよう金融市場調整を行う 資産買入れ額の拡大および平均残存年限の長期化 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 長期国債: 年間残高が80兆円(約30兆円追加)に相当するペースで増加するよう買入れ ✓ 長期国債: 買入れの平均残存期間を7～10年程度に延長
2015年12月18日 「『量的・質的金融緩和』を補完するための諸措置」	<ul style="list-style-type: none"> 長期国債の買入れの平均残存期間を、来年からは7年～12年程度とする
2016年1月29日 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」	<ul style="list-style-type: none"> 日銀当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用 「量」「質」に「マイナス金利」を加えた3つの次元で、追加緩和が可能なスキームとした

後も継続しますから、放っておくとこれまでと同様、民間の金融機関は日銀に売り渡した国債の代金をそのまま日銀当座預金に積み増すことになります。そこで日銀はマイナス金利政策を通じて、日銀当座預金の増加として生み出される民間金融機関の短期的な資金余剰を、日銀当座預金に預けたままにするのではなく、金融市場で運用すべし、と促しているのです

よりきちんとした表現を使うと、今回のマイナス金利政策は、“短期金融市場における金利を押し下げることを通じてイールドカーブ全体を押し下げること”を意図したもの、ということになります。

図表：従来の質的緩和政策と今回のマイナス金利政策の狙い（イールドカーブの形状への効果の模式図）



今回のマイナス金利政策は、イールドカーブを押し下げることが狙いとしている点において、従来の量的・質的金融緩和と変わりありません。従って、今後金融環境に何らかの不連続な変化が起こる、と理解するのは早計です。

もっとも、今回のマイナス金利政策が無益であると言いたい訳ではありません。まず心理的な効果が重要です。「金利水準がマイナス」という外見上のインパクトもさることながら、日銀は今後いくらでも金利のマイナス幅を広げられる、というイメージの創出にも着目したいところです。

市場原理を通じた効果も絶大だと考えられます。

日銀の狙いどおり、今回のマイナス金利政策はイールドカーブの押し下げにめざましい効果を発揮するはずですが、まず、短期金融市場や短期国債市場ではマイナス金利が常態化するでしょう。余剰資金のある民間金融機関は、マイナス金利の日銀当座預金で運用するくらいなら、より小さいマイナス幅の金利で済むような運用先を見つけようとするはずですが、

比較的長い年限の国債（例えば 10 年国債など）についても金利押し下げの効果が及びます。日銀当座預金の積み増しにマイナスの金利がつく、ということは、日銀の買いオペに応じることが民間金融機関のコスト要因になる、ということです。したがって、日銀がこれまでと同じペースで国債を買い入れ続けるためには、相応の高い価格（＝低い金利）を金融機関に支払わなければなりません。長期国債についても、従来よりゼロに近い、あるいはゼロを割り込むような金利水準が定着するものと考えられます。

ここで改めて重要な論点は、イールドカーブ（すなわち国債金利）を押し下げることが経済全体にどのように影響を与えるのか、ということです。

理想的には、金利の低下によって企業や家計が銀行からの借入れを増やし、その資金が消費や投資に向けられ、日本の総需要が押し上げられ、結果として物価も上昇する、という経路が考えられます。実際これまでの間、銀行の貸出残高はじわじわと伸びてきています。

さてそれでは、今回のマイナス金利政策は、貸出残高の増加ペースを高める効果（ポートフォリオ・リバランス効果）を有するのでしょうか。筆者はこの効果は限定的にしか作用しないだろうと考えています。その理由は 2 点あります。

1 点目には、今回のマイナス金利は民間の金融機関の資金調達コストを劇的に低下させるものではな

い、ということです。日本の民間金融機関の最大の資金調達源は、家計や企業が金融機関に預け入れる預金です。今回のマイナス金利の導入は、預金金利を引き下げることの意味しませんし、意図していません。そして預金金利をマイナスにすることは事実上不可能だろうと思います。金融機関の経営判断として預金金利をさらに切り下げる、ということはあるかもしれませんが、預金金利をマイナスにできないとすれば、それによる金融機関のコスト削減の余地はごく限られている、ということになります。

もう1点は、長らく低金利環境が続いている状況下において、金融機関の与信行動に価格原理が十分に機能していない可能性が高い、ということです。これまで貸出金利がかなり圧縮されてきた中、金融機関はリスクの高い与信先に高金利で貸し込むのではなく、厳格に与信先を審査・選別する、という行動を取るようになってきているものと見受けられます。マイナス金利は金融機関の審査態度を変革するものではありませんから、おのずと与信先の裾野が広がる効果も小さいだろうと考えられます。

不動産市場においても同様です。今回の金融政策の変更がたちどころに不動産の需給に影響を与えるものではないと考えます。

しかしながら、国債利率の更なる低下はマクロ全体で見れば資金運用がより困難となる状況を意味します。こうした金融環境が継続するとの見通しが定着するなら、不動産市場や REIT 市場において、投資家や事業者が要求する利回りの水準が一段と圧縮されることになるでしょう。

弊所はこれまで、2016 年は期待利回りが下げ渋る可能性が高い、と指摘してきました。しかしその前提条件は変化しているかもしれません。昨年 12 月に開催された弊所の定例講演会においても、筆者は景気回復のもたつきによる下振れリスクのみを指摘しました。ここに至って、金融政策に端を発する不動産市場の過熱のリスクについても警戒が必要であることを改めて認識した次第です。

当面は不動産市場を巡るデットファイナンスの状況を注視していきたいと考えています。不動産業向け貸出残高は2015年以降早いペースで増加しており、これが市場参加者のリスクに対する堅実な態度と整合的であるといえるのかどうか、まだ判断が付きかねています。2月12日に発表される日銀の「貸出先別貸出金」には注目です。さらには、非銀行部門からの不動産向けファイナンスについても、健全性が保たれているのかどうか気がかりです。

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。