

近年の金融経済環境と不動産取引の動向

堀江, 康熙
関西外国語大学外国語学部 : 教授 | 九州大学 : 名誉教授

<https://doi.org/10.15017/1806672>

出版情報 : 経済学研究. 83 (5/6), pp.19-49, 2017-03-31. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :

近年の金融経済環境と不動産取引の動向

堀 江 康 熙

1. はじめに

我が国の経済活動は持ち直し傾向を辿っている。これには長期に亘る企業の自助努力に加えて金融の「超」緩和政策も影響しており、長期債利回りのマイナス化をはじめとして金利の大幅低下から資金調達費用が大幅に低下したことは、経済活動への刺激策として評価出来る。

もっとも、経済の拡大テンポ自体は緩やかであり、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、かなり限定されてきたことも見逃せない。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となってきた。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経済主体の対応如何であると考えられる。

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加しており、取引価格も上昇傾向にあるほか、建設関連では賃金・雇用も明確な拡大傾向を辿っている。もっとも、住宅関係や店舗・事務所をはじめとする既存の建物付取引と比べると、着工床面積は伸び悩んでいる。また、取引拡大の動きは大都市部に留まり、建設業関連の賃金上昇等が他産業へと波及する傾向も窺われない。他方で地方圏では過疎化が加速しており、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。

こうした分野に関する先行研究は多数存在する。しかし、金融政策と不動産市場を結び付けた研究例は少ない。例えば、マイナス金利政策以降の局面を織り込んだ前者の分野の例として早川（2016）・宮尾（2016）があり、金融政策の経緯および有効性に関して綿密な裏付け分析を行っている。しかし、不動産市場の動向等には殆ど触れられていない。西村（2016）も金融政策については詳述しているが、不動産市場の分析は行っていない。また後者については土地総合研究所（2014）他があるが、不動産市場の現状調査が主体で、金融緩和政策との具体的な関連を示すものではない。この点、吉野（2016）が両者の関連を注意深く分析しているのが目立つ。

以下では、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無担保コールレート・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

(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(誘導方法は国債購入を軸)	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。

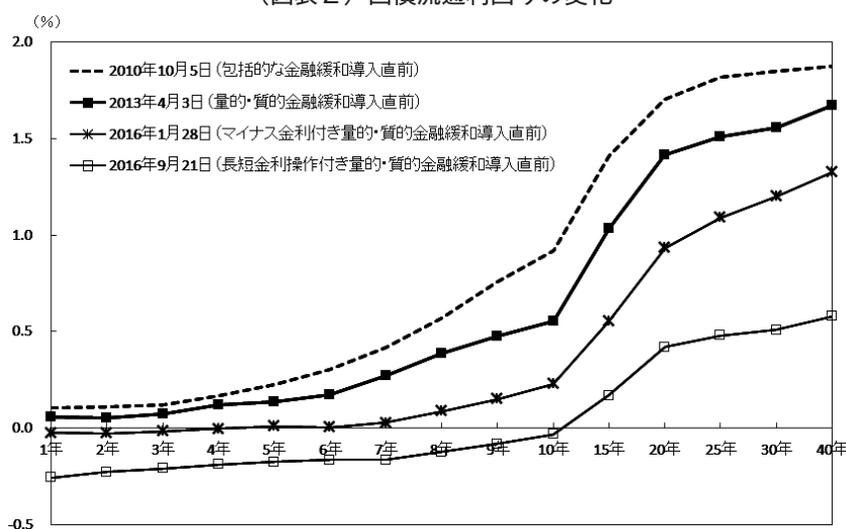
1) 日本銀行は2016年9月21日に「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証(日本銀行[2016B])を発表し、同時に「金融緩和強化のための新しい枠組み:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(日本銀行[2016C])を決定した。前者ではマイナス金利の効果、自然利子率の動向、貸出金利等への波及をはじめとする多くの事項について現状および留意点等を取り挙げている。それ以前に発表された黒田(2016B)に於いても、概ね同様の論点がり挙げられている。

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のである。

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となる事態を避け、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。その後に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年超の国債の利回りも以前と比べ低下する等、市場金利の水準は全般的に低下した（図表2）。但し、大企業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、その限りで経済活動との関連では債券の金利よりも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9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0.763%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2016年末には117円へと下落した。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

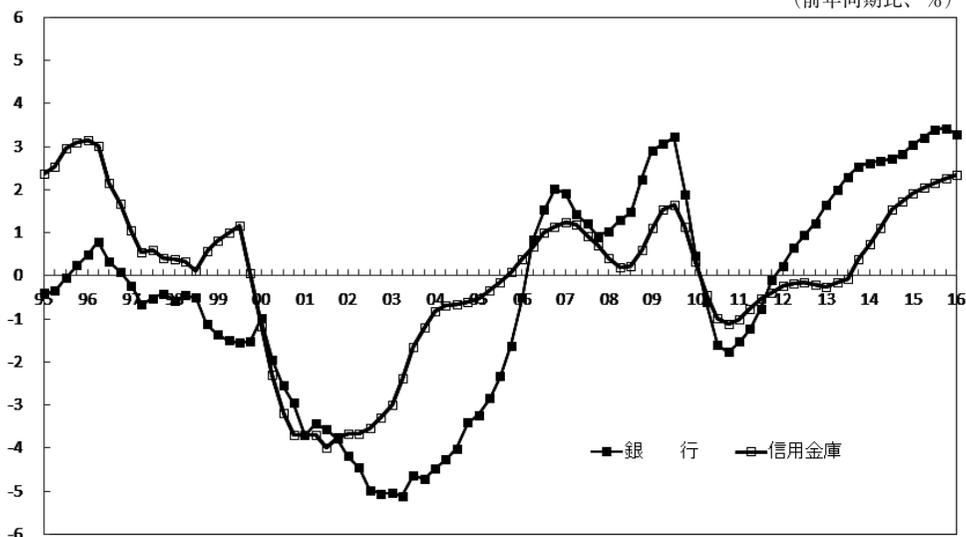
（図表2）国債流通利回りの変化



（注）財務省資料より作成した。

(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。

きいが、量的・質的緩和導入前と比べればかなりの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年は平均で0.3%となった。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、日本銀行の打ち出した前年比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、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。

(金融政策と実質金利)

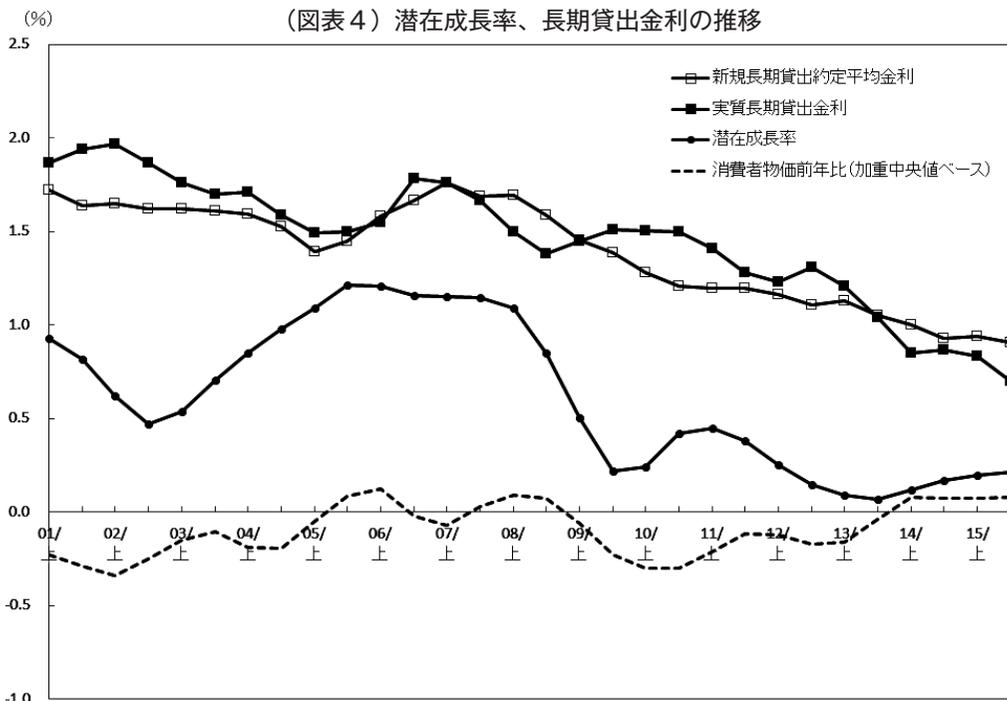
もっとも、金融緩和の効果もあり GDP でみた経済活動は拡大基調にあるとはいえ、先行きそのテ

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。

ンボが1990年代初までのような勢いに戻るとみることが難しい。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子率（この場合は予想インフレ率を控除した長期実質金利、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子率（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、自然利子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名目長期貸出金利から下記のように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



(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。

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。消費者物価指数をそのまま利用してインフレ予想を具体的な計数で示すことは、消費税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）、その値はマイナス状態が続いた後、近年はややプラス気味となっている。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持ち直し、多少はプラス方向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。

（金融政策の波及経路と有効性）

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、国債の大量購入によっ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ることを通じて、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と認識されるようになっ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⁾。これまで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中心に考える限りでは成果に乏しいといえる。

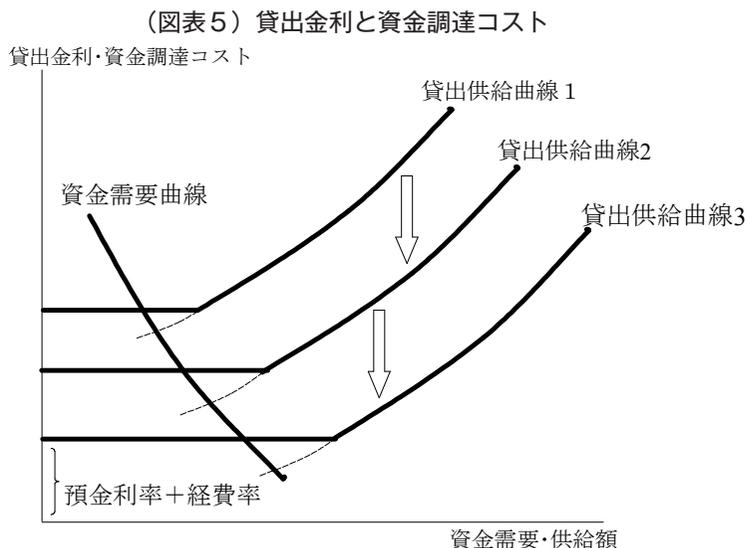
3) 日本銀行（2016B）では、他の主要国と比べて我が国の場合はインフレ予想が適恰的期待形成の度合いが強いことを指摘している。もっとも、インフレ予想は短期的な金融の繁閑よりも、原油価格の上昇や海外景気の拡大、国内の経済活動の一層の拡大等に左右される面が強い。なお、各種消費者物価コア指標については、川本・中浜・法眼（2015）および白塚（2015）を参照されたい。

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、その増加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。マネタリーベースを増やしても、日本銀行の緩和姿勢の強まりを通じて市場金利を抑えていく以上の意義は無い。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1/3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マネタリーベースよりも金利水準のコントロールをメインに据えたことは、それなりに評価出来る。

（貸出金利引き下げは限界）

昨今の金融政策の波及経路に於いて重視すべきは、中堅以下の企業の主たる資金調達先でもある金融機関の貸出金利動向である。図表4に示される如く、貸出金利は低下傾向を辿っている。しかし、預金利率は既に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、現状では金融機関側のコスト引下げの余地は限界に近づきつつある。これは即、貸出金利の引き下げも限界となりつつあることを意味する。

図表5を基にこうした状況を図式的にみておこう。預金金利の低下および人件費等の経費引下げ努力を背景に、銀行の貸出供給曲線は下方シフトを続けてきたと考えられる（貸出供給曲線は1→2→3へ）。この場合、資金需要が高まるならば（需要曲線の右方シフト）、貸出供給曲線が下方シフトし



（注）資金調達コストは資金調達利率と単位当たりの経費（経費率）の和としている。

でも相対的に高い金利での貸出も可能である。しかし、昨今の経済情勢下では資金需要がそれほど高まらず、金利はその時点に於ける最低水準に留まる状態が続いたのである（図上水平の部分に於ける交差）。この場合、銀行サイドに多少のコスト低下余力があるならば、より低い金利でより多くの貸出も可能であったと考えられるが（図上破線部分での交差）、貸出金利を資金調達コストよりも低くすることは出来ず、貸出金利の低下は次第に限界に近づいている。

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乏しい。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年を経過した。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に達し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ながらも、国債の大量購入に伴う副作用ないし歪みに配慮し、その購入量削減等を検討していくことが重要である。

（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。我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

4) 中期的には、自然利子率と潜在成長率（労働増加率を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、伊藤他（2006）、日本銀行（2016A）、黒田（2016A）等を参照されたい。

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多少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し難いところにある。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が回復した状態、換言すれば経済活動が潜在成長率に見合った水準となってきていることを意味する。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、経済活動は既に低成長下の均衡ないし「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、とくに労働力需給や企業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12月は1.43倍）、1991年以来の高さとなっているほか、完全失業率も1995年以来の低さとなり（同3.1%）、完全雇用の状態となりつつある。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、デフレ期に増えると思われる倒産動向も、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、低い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っていく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。

（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、国内では少子高齢社会の進行による需要伸び悩み見通しが強い一方、グローバル化の下でイノベーション中心の産業構造へと転換が進んでいるなかで、新たなビジネスモデル確立に企業がなお手間取っていることが響いていると推察される。これが、前記のように過去最高並みの企業収益率の下でも賃上げが進まないほか、正規雇用の増加を躊躇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影響している。即ち、財務面に於いていわゆるグローバル・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に展開している大手企業に関して、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されてきた。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指摘が強いなかでは、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となることに繋がる可能性もある。

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躊躇うこととなる。つまり、企業が財務面でグローバル・スタンダード的な側面を強く意識し過ぎると、それに対して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のである。このような企業の経営環境・経営行動の下では、雇用者の処遇面での改善は遅れる可能性が大きい。もっとも近年は、少子化が進行しておりマクロ的な雇用環境が持直してきていることを考慮すると、雇用形態・賃金水準ともに改善していく見通しが強い。

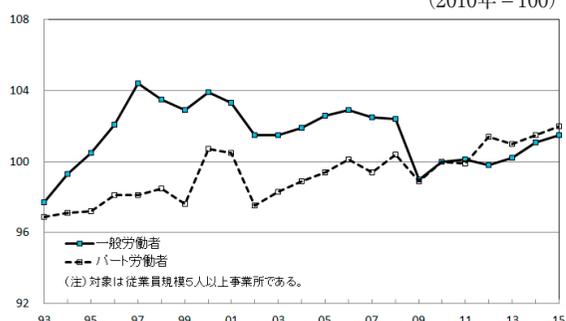
ただ、企業の慎重な投資姿勢は、潜在成長率を低下させている大きな背景ともなっている。その改善には、現在の日本経済が既に定常状態にあり大きな拡大は難しいが落ち込む懸念は小さいこと、少子化に伴い先行きは（正規雇用化・賃金引き上げ等による）労働力確保が重要となること等を企業側が認識していくことが必須となる。そうしたなかで、各種の規制緩和等を含めて経営環境の改善措置を講じていくことが重要となろう。

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6(1)、なお後掲図表24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者のウエイト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である一方、非消費支出は18%増え、この結果として可処分所得

(図表6) 賃金・所得・消費支出の推移の推移

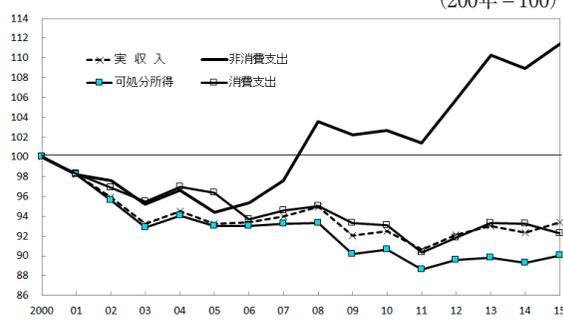
(1) 常用労働者名目賃金指数

(2010年=100)



(2) 勤労者世帯の所得・消費推移

(200年=100)



(注) (1) は厚生労働省「毎月勤労統計調査」、(2) は総務省「家計調査報告」より作成した。

は3%強減少している(図表6(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。そしてそれは、近年の労働力需給の改善傾向の下では緩やかながら実現していく可能性が大きい。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成熟経済の下では、政策当局の対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、短期的な政策効果については多くを期待し難い。その限りで民間経済主体である企業・家計は、公的当局の政策に頼ることなく自助努力により対応していくことが重要となる。そして、それは既に行われてきたことでもある。例えば1990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。近年の経済環境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. 経済活動と不動産価格

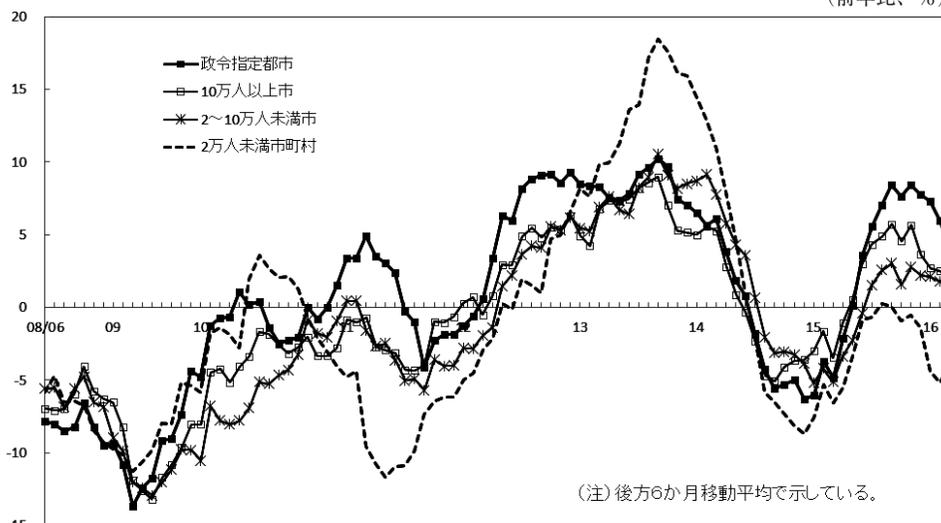
(土地取引と地価)

このように、企業等の自助努力に加えて長期に亘る大幅な金融緩和政策を背景として、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。そうした金利低下・量的緩和の影響は、不動産市場にも及んできており、大都市等では取引が活発化しその価格も上昇傾向にあるほか、投機的な取引拡大の動きもみられる。もっとも、不動産価格が明確に上昇しているのは大都市圏、それも将来的にも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、関連統計を使用しつつ検討していこう。

先ず、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)

(図表7) 人口規模別にみた土地取引件数

(前年比、%)



(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。

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、政令指定都市（政令市）をはじめする4グループに纏めている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~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、地方の小都市や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、取引が活発であること等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活発化している一方、人口減少傾向と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

6) 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

(変化率、%)

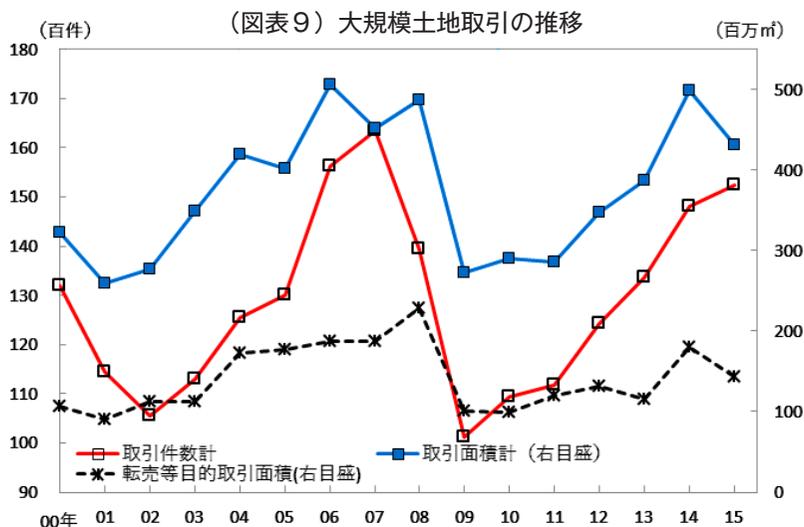
都市規模	地 価 (10→15年)	予想人口 (10→40年)	人 口 (10→15年)	相関係数	土地取引件数 (09・10→14・15年)	
					相関係数	相関係数
(196) 政令市等	(12.6) 4.7	(10.0) -8.9	(4.2) 1.9	0.316	(23.7) 15.8	0.290
人口 (91) 20万人～	(9.2) -4.8	(8.7) -15.1	(2.0) -0.3	0.578	(14.2) 7.2	0.072
(132) 10～20万人	(8.2) -6.8	(10.3) -17.2	(2.9) -1.0	0.381	(35.4) 8.3	0.216
(252) 5～10万人	(8.9) -7.8	(13.7) -18.7	(3.7) -2.0	0.408	(42.5) 8.8	0.155
(400) 2～5万人	(8.9) -12.4	(14.0) -25.3	(4.2) -3.7	0.484	(39.6) 8.5	0.199
(285) 1～2万人	(9.0) -14.8	(15.3) -30.2	(4.8) -5.8	0.349	(111.1) 18.0	-0.076
(512) 1万人未満	(14.0) -15.6	(17.3) -36.2	(11.6) -9.5	0.630	(54.4) 5.2	0.106
(1,868) 計	(12.5) -10.5	(16.9) -25.4	(7.9) -4.4	0.599	(58.7) 9.8	0.075

- (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。

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年間の平均のベースで使用した)。

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2010年代入り後、土地取引自体は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年間でみる限り、地価が上昇している地域は政令指定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。



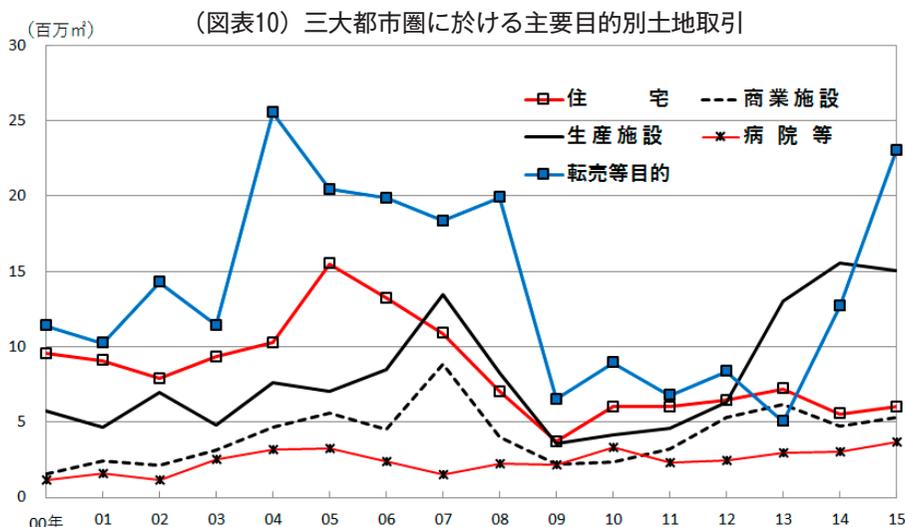
(注) 国土交通省「土地取引規制実態統計」による。取引面積計と転売等目的取引面積との相関係数は0.875である。

(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、そ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、取引件数と取引面積は概ね同様の傾向を示しているが、近年はやや異なる動きもみせていることや、上記のように取引件数と地価との関係は必ずしも高くはないことを考慮し、以下では主として取引規模、即ち面積を使用する。

こうした大規模土地取引は、基本的には経済活動の動きを反映していると考えられるが、金融緩和に伴う資金調達コストの低下および先行きの需要動向の変化等を見据えた売買差益の獲得目的ないし投機的な取引の影響も考えられる。そこで、こうした大規模土地取引のうち、資産保有・転売目的(転売等目的)の取引面積の推移をみると、2015年の場合こうした取引面積が全体の33.4%を占めている。転売等目的の取引には、いわゆる「仮需」ないし「投機」的な取引が多く含まれていると考えられる。こうした目的の取引は、2010年前後の時期と比べ増えている。同取引は、件数ベースで12.1%を占めるに留まるだけに、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。その振れは大きく、また2007～2009年および2013～2015年の変化およびその規

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。



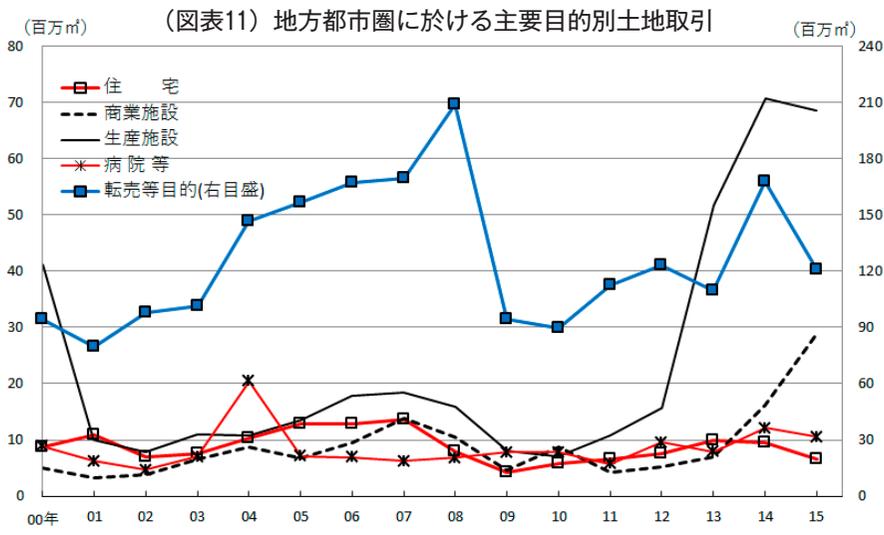
(注) 国土交通省「土地取引規制実態統計」による。三大都市圏は、首都圏（東京都および埼玉・千葉・神奈川県）、名古屋圏（愛知・三重県）、大阪圏（京都・大阪府および兵庫県）の計9都府県を指す。

模が、全体の傾向と概ね一致することが目につく。即ち、面積ベースでみた転売等目的の取引が全体の変化を説明している時期が多く、転売等目的の取引の動向は土地取引の変動をみるに際して大きな意味を持つ。

そこで、大規模土地取引に関して主要な利用目的別、且つ三大都市圏（9都府県、以下大都市圏）とそれ以外圏、即ち地方都市圏（38道県）に分けてみておこう。大都市圏では、経済活動の拡大を反映して生産施設や商業施設の取引面積が増加傾向にあり、同様の事情から病院等の取引も緩やかながら増加している（図表10）。一方、転売等目的の取引面積は、リーマンショック後の先行き不安等を映じて2009年以降大きく落ち込んだ状態にあったが、2014年以降再び急速に増えてきていることが特徴である。他方、地方都市圏では同様の事情を反映して生産施設や商業施設の取引は増加基調にある（図表11）。しかし転売等目的の取引は2009年に落ち込んだ後2014年に回復したが、その後は一服状態にある。

このように、大都市圏・地方都市圏ともに生産施設や商業施設等の取引が拡大基調にあり、これらは経済活動の持ち直し等を背景とする、いわば「実需」に裏付けされた取引と考えられる。他方、大都市圏では先行きの需要動向等を見越した「投機」ないし「仮需」的な動きが拡大しており、地方圏に於ける一服状態とは対照的である。こうした「仮需」的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。そしてこうした取引は、全体としての価格動向にも大きく影響していると考えられる。

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の件数をみると、東京圏とともに、それ以外の地域でも増えているのが



(注) 国土交通省「土地取引規制実態統計」による。地方都市圏は、三大都市圏に含まれる9都府県を除く38道県を指す。

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。

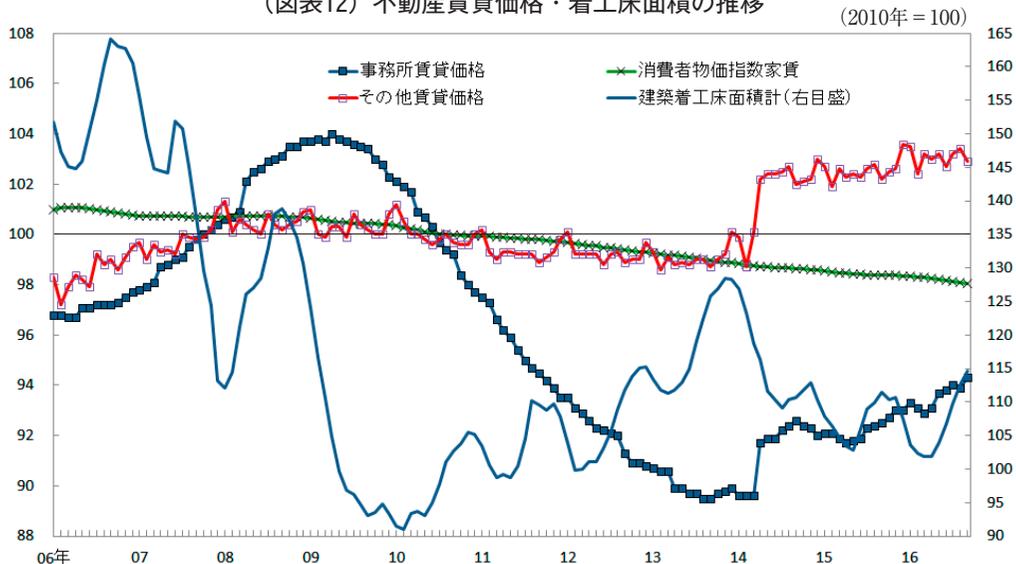
(不動産賃貸と新規着工)

不動産取引は、土地のほか建物付不動産の取引も含まれている。そして後者、即ち主として中古ないし既存物件の取引動向は、不動産の賃貸価格およびそれを目安とする不動産価格の動きと密接に結び付いていると考えられる(以下では建物付不動産取引を中古ないし既存物件取引と同義としている)。そこで先ず図表12を基に、建物の賃貸価格の推移をみておこう。事務所賃貸価格およびその他賃貸価格(店舗・ホテル・倉庫・駐車場)は、日本銀行調査(企業向けサービス価格指数)、消費者物価指数家賃は総務省調査、建築着工床面積は国土交通省調査により、新規のほか増築・改築による着工も含まれている。

リーマンショックおよびその後の東日本大震災の影響を映じて、事務所賃貸価格が大幅に低下したほか、その他賃貸価格も低下基調にあったが、その後は景気持ち直しや2014年4月の消費税引き上げ等を映じて上昇傾向にある。とくに事務所賃貸価格は低い水準からの持ち直し傾向が明確となっている。他方、消費者物価指数の家賃に関しては、ほぼ一貫して低下基調を辿っている。この間、着工床面積は2010年代前半と比べれば近年は多少持ち直したとは言え、なお低水準状態にある。但し、景気を持ち直しや前記の転売目的の取引増加は、事務所等の企業向け不動産賃貸価格の持ち直し傾向とも関連していると考えられる。そしてまた、こうした賃貸価格の上昇基調が大都市圏を中心に不動産の取引価格の上昇に結び付いている可能性が大きい。

ここで、着工床面積を用途別にみておこう。図表13は、最近10年間の推移を示したものである。全体として居住用・非居住用ともに近年に至るも2000年代半頃の水準を取り戻すには至らず、とくに非

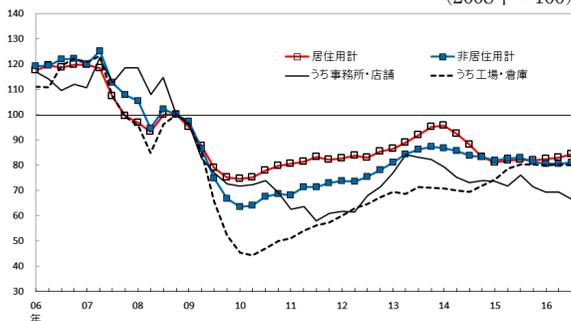
(図表12) 不動産賃貸価格・着工床面積の推移



(注) 事務所賃貸価格およびその他賃貸価格(店舗・ホテル・倉庫・駐車場)は日本銀行「企業向けサービス価格指数」、建築着工床面積は国土交通省「建築着工統計調査報告」による。何れも、後方6ヶ月移動平均値である。

(図表13) 用途別新規着工床面積

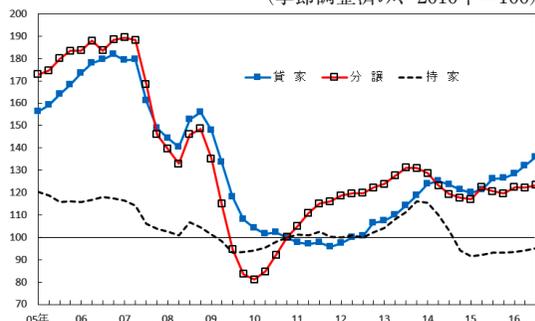
(2008年 = 100)



(注) 国土交通省「建築着工統計調査報告」より作成した。後方4期移動平均で表示している。

(図表14) タイプ別着工新設住宅戸数

(季節調整済み、2010年 = 100)



(注) 資料出所および表示方法は図表13と同一である。

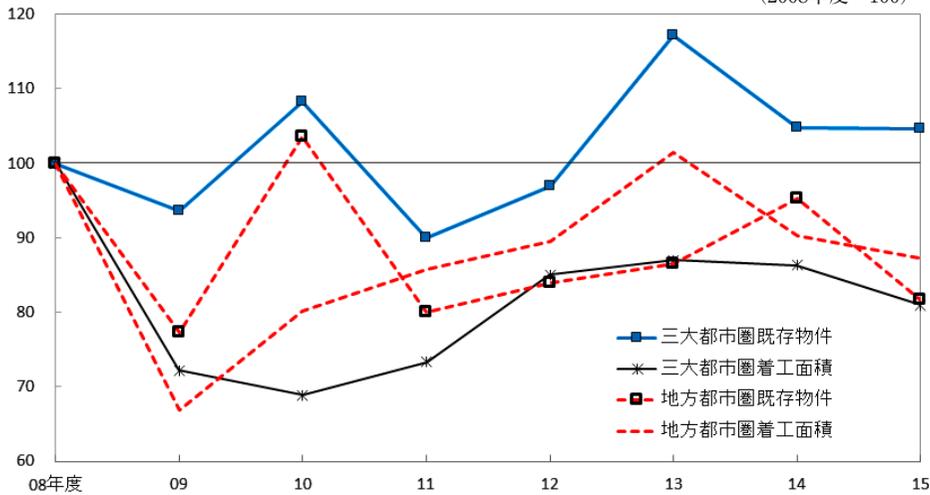
居住用は概ね横這い圏内の動きに留まっている。他方、居住用は全体としてやや持ち直し気味となっており、とくに貸家が増加傾向を辿っていることが目立つ(図表14)。後述のようにこれには金融緩和の持続に加えて相続税制の改正によるアパート等の建築増加も響いていると考えられる。分譲も回復気味であるが、持家は一頃の水準を下回った状態にある。

(非居住用不動産の取引と着工床面積・不動産価格)

こうした分析を踏まえ、ここで前記の三大都市圏(10都府県)・地方都市圏(37道県)毎に居住用と

(図表15) 面積ベース非居住用建物の取引・着工状況

(2008年度 = 100)



(注) 国土交通省「不動産取引件数・面積」(既存物件)および「建築着工統計調査報告」(着工面積)による。

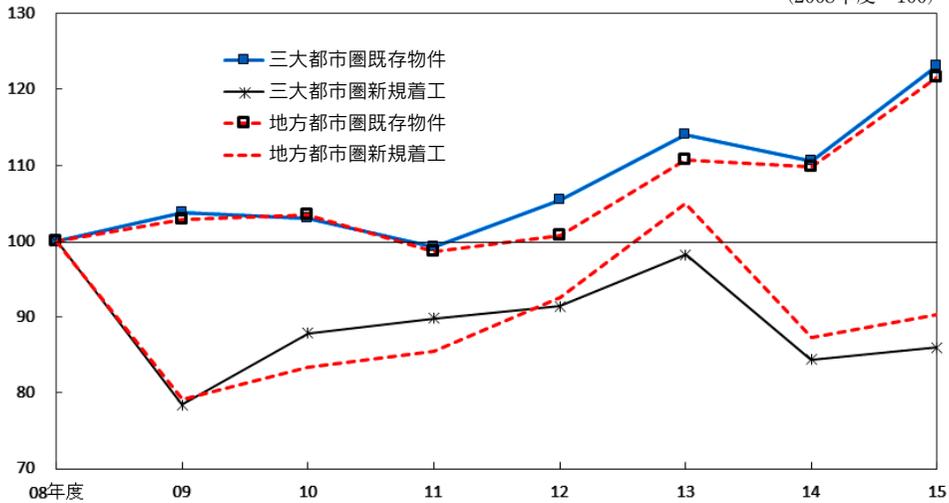
非居住用に分け、建物付不動産関係の取引活動状況を新規着工ベースと既存物件取引ベースに分けてみておこう。何れも国土交通省の統計に基づいており、既存物件取引(商業用不動産)は文字通り中古物件が殆どで、新規着工には文字通りの新規のほか増築・改築も含まれる(本統計の三大都市圏には、大規模土地取引に於ける9都府県のほか岐阜県も含む)。先ず、図表15を基にすると、非住居用(オフィス・店舗・工場等)については地方都市圏は新規着工・中古取引ともに低迷している。但し、三大都市圏についても新規着工は伸び悩んでいる一方、既存の中古物件の取引面積は相対的に底堅く推移している。また、居住用については、新規着工は三大都市圏および地方都市圏ともに多少持ち直し気味ではあるが活発とは言いがたい(図表16。前記のように貸家は増加傾向にある)一方、既存物件の取引面積が両都市圏ともに拡大傾向を辿っていることが目につく。

こうした動きから判断すると、注目すべきは三大都市圏に於ける既存建物付物件、とくに非居住用物件の取引動向である。そこで、三大都市圏に於ける建物付不動産取引面積および新規着工面積を主要用途別にみておこう(「用途」は登記上の区分である)。図表17(1)および(2)をみると、中古物件についてオフィス・倉庫は取引面積が増加基調にある。店舗は一頃と比べれば回復しているが、増加基調は明らかではなく、工場については概ね横這い圏内の動きにある。他方、新規の建築着工に関しては倉庫が拡大基調にあるほか、オフィスも低水準から回復気味ではあるが、全体として以前の水準に回復するには至らない状態にある。つまり、三大都市圏に於ける非居住用建物について主要用途別にみる限り、全体として中古物件の取引は以前の水準を取り戻すなど拡大傾向にある一方、新規の着工はごく一部を除いて低迷状態が続いているのである。

このように、新規・中古を含む不動産関連の取引活動をみる限り、拡大傾向にあるのは新規ではなく中古物件の取引である。そこで、こうした土地および(中古)建物付物件の価格の動きを検討しよ

(図表16) 面積ベース居住用建物の取引・着工状況

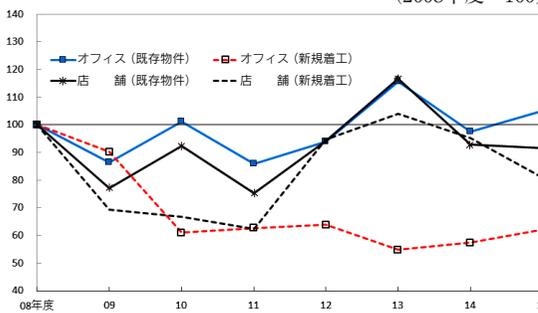
(2008年度 = 100)



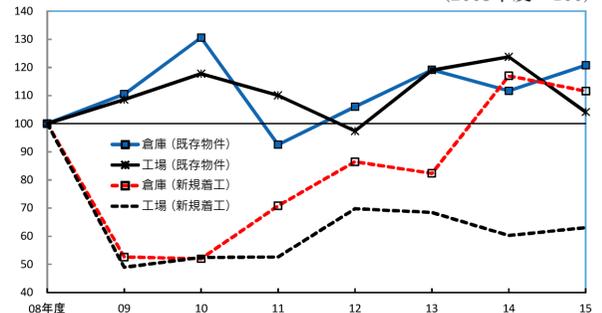
- (注) 1. 資料出所は図表15と同一である。
 2. 既存物件は一戸建・マンション（区分所有）およびマンション・アパート（一棟）の合計、着工床面積は居住専用住宅および居住専用準住宅の合計である。

(図表17) 三大都市圏に於ける主要用途別取引・着工状況

(1) 三大都市圏に於ける店舗・オフィスの取引・着工 (2008年度 = 100)



(2) 三大都市圏に於ける倉庫・工場の取引・着工 (2008年度 = 100)



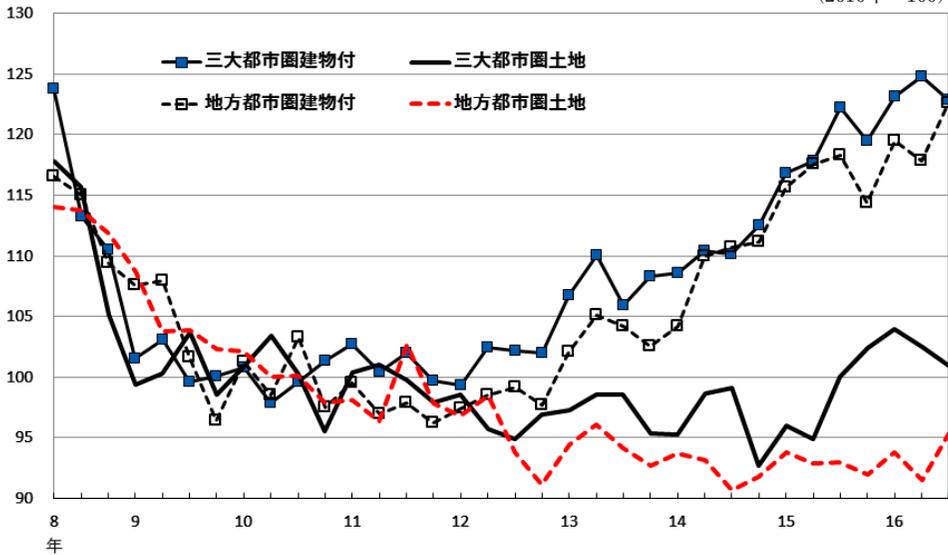
(注) 資料出所等は図表16と同一である。

う。図表18は、国土交通省調査による商業用不動産価格指数（2010年 = 100）を東京・大阪等の三大都市圏と地方都市圏別、且つ建物付（中古）と土地のみの取引に分けて示している⁸⁾。リーマンショック等の影響を受けて2000年代末にかけて不動産価格はどれも大幅に下落した後、低迷状態が続いたが、2013年以降は建物付が上昇傾向に転じ、そうした傾向はとくに三大都市圏に於いて明確である。三大

8) 本統計は、2008年4～6月期以降のみ存在する。この場合の三大都市圏（大都市圏）は、首都圏4都県（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）の計10都府県、地方都市圏はその他37道県である。

(図表18) 不動産価格指数の推移

(2010年=100)



- (注) 1. 国土交通省「不動産価格指数（商業用不動産）」による。
 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）の計10都府県、地方都市圏はその他の道県である。

都市圏では土地の取引価格も上昇してきている一方、地方都市圏では土地の取引価格は引き続き下落気味に推移している。この点は、前出の図表8で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、三大都市圏に於ける建物付不動産取引を中心に生じていると言えよう。またこのように上昇が目立つ三大都市圏の建物付不動産の取引価格も、漸く2008年当時の水準に戻したに留まっている。

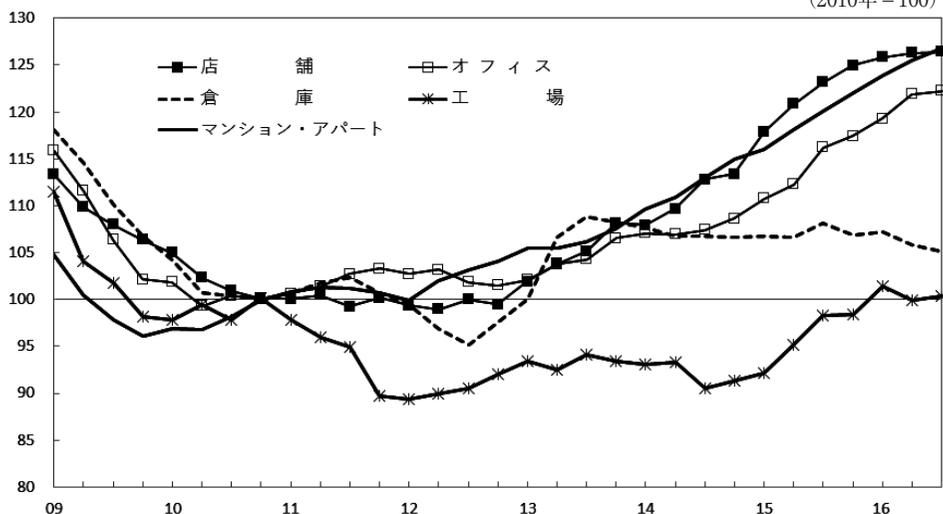
これを基にすれば、不動産価格の上昇は全国的ではなく大都市圏中心に建物付に関して、金融の大幅緩和実施と歩調を揃えたように集中的に生じている現象である。図表12で示されるように不動産の賃貸サービス価格は事務所や店舗等をはじめとして上昇してきているとはいえ、図表18で窺われるほどの上昇とは大きく異なっている。不動産価格は、それから予想される賃貸料等のキャッシュフローの割引現在価値を合計した値（それにリスク・プレミアムが加わる）を基本として決定されると思われる。対象とする統計の相異等を考慮しても、近年の不動産価格はこうしたいわゆるファンダメンタル価格とはかなり異なっている。その限りでは、とくに大都市圏の中古物件および土地に関しては、資金調達コストの低下等を背景として、図表9および10でみた転売目的の取引、即ち投機的な動きも影響している可能性が大きいと考えられる。

(用途別不動産価格の動向)

ここで、商業用不動産取引のうち建物付不動産について価格の推移を主要用途別にみておこう。図

(図表19) 用途別不動産価格指数

(2010年=100)



(注) 国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」による。後方4期移動平均で描いている。

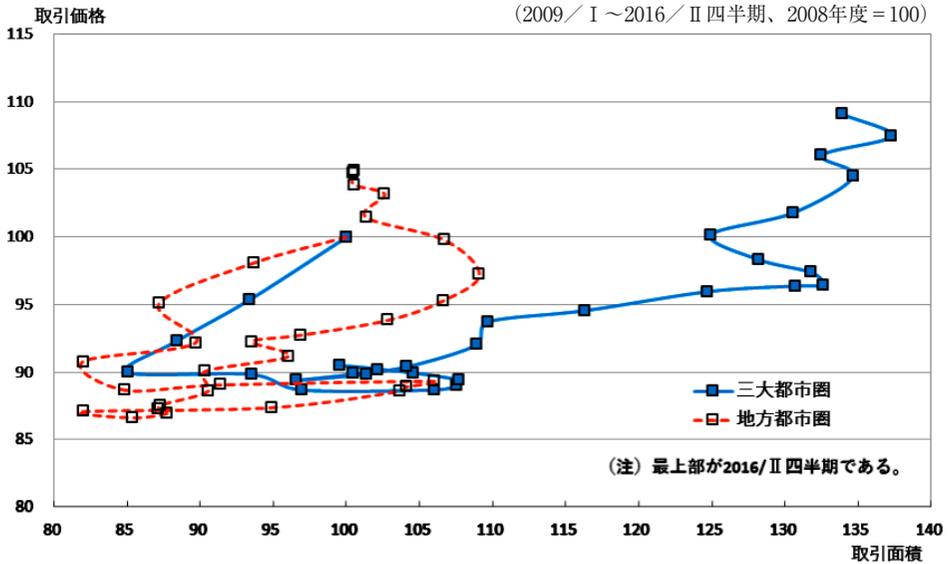
表19は、2010年を基準とした用途別価格指数である。何れも、リーマンショック後にはかなり下落し、2010年代初期には低迷状態が続いた。しかしその後は、店舗、オフィスやマンション・アパートがかなりのテンポで上昇傾向を辿っていることが目につく。他方、工場・倉庫は一頃と比べて持ち直しているが、上昇力は相対的に弱い状態が続いている。このことは、経済活動が全体として持ち直しているとは言え、製造業関係では規模の新規拡大にまでは至らないこと、不動産需要は大都市部に於ける既存の物件が中心、即ち情報・サービス関連等の店舗やオフィス関係、そして後述のような事情を背景とするマンション・アパートが中心となっていることを物語っている。

こうした動きを念頭に置きつつ、ここで建物付不動産取引の面積と価格との関係のみておこう。図表20は、2008年度=100として横軸に建物付不動産の取引面積、縦軸に同価格指数を示しており、何れもグラフ上の右端が最近時点を表している。全体としてみれば、三大都市圏に於いて近年は右上りの関係、即ち取引面積の拡大とともに価格が上昇しているように窺われる(同図右側)⁹⁾。他方、地方都市圏に於いても価格は上昇しているが、三大都市圏ほどではなく、また取引面積も近年は伸び悩んでいる。

そこで、三大都市圏と地方都市圏に分けて用途別にみておこう。先ずマンション・アパートの取引面積および価格については、2012年頃を境にほぼ一貫して増加・上昇傾向を辿っており、これは大都市圏・地方都市圏に共通した現象である(図表21)。これは、例えば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」が、東京都を中心に上昇傾向を辿っていること等からも窺われる。それ以外の店舗、オフィスについては(図表22(1))、三大都市圏では価格が

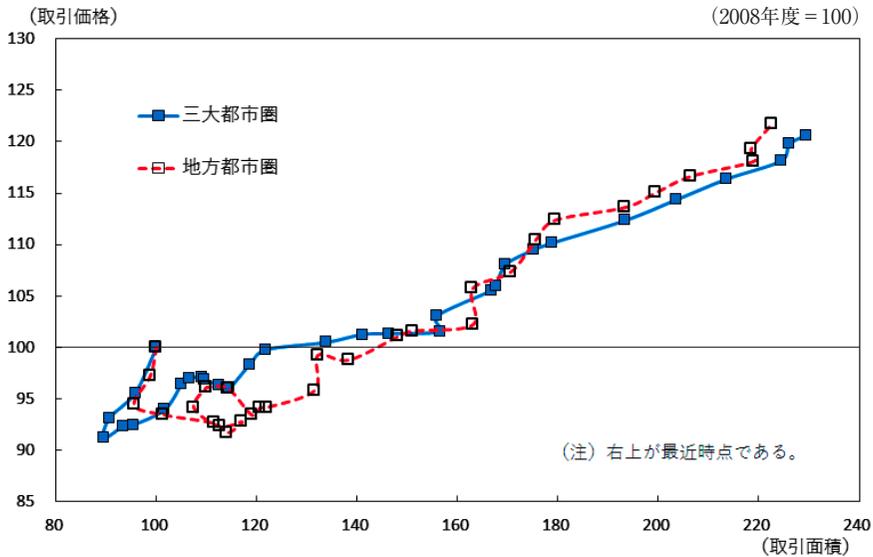
9) 図は省略しているが、不動産の取引件数と価格とについてみても、同様に右上がりの関係が窺われる。

(図表20) 都市圏別不動産取引の面積と価格



(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II期である。

(図表21) マンション・アパートの一棟ベース取引面積と価格

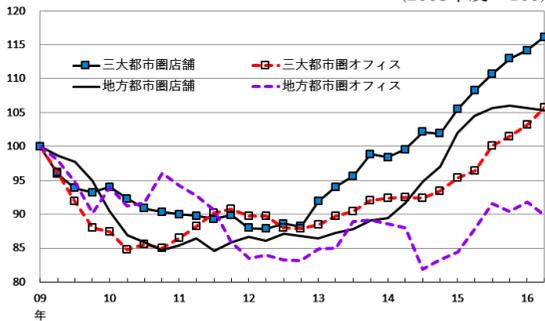


(注) 統計の出所および作成方法は図表20と同一である。

(図表22) 都市圏別・用途別価格動向

(1) 店舗・オフィスの取引価格

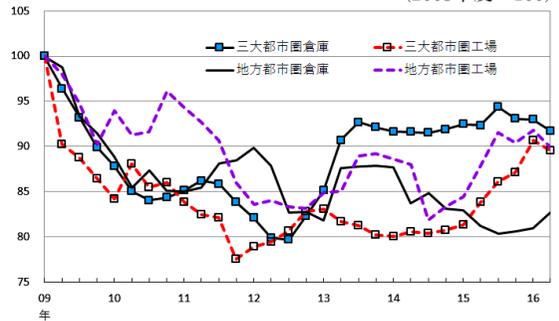
(2008年度 = 100)



(注) 統計の出所および作成方法は図表19と同一である。

(2) 倉庫・工場の取引価格

(2008年度 = 100)



ともに上昇傾向にあるが、地方都市圏ではオフィス価格は低迷しており、店舗も上昇一服の状態にある。他方、倉庫、工場の価格は三大都市圏に於いても伸び悩んでおり、地方都市圏の倉庫は低迷状態が続いている（図表22(2)）。このことは、経済活動の持ち直しを反映して取引面積は拡大しているものの、価格上昇力は不足気味であることを表している。

このように用途別にみると、三大都市圏ではマンション・アパートをはじめ店舗やオフィスで取引価格が上昇傾向にある。これには、長期に亘る金融「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背景となっていると考えられる¹⁰⁾。倉庫・工場等の生産・流通関連取引の伸び悩みについては、大規模な工場取得等には直結しない方向への産業構造の調整・再編を表しているともみられる（後掲図表27も参照）。

なお図は省略しているが、マンション・アパート（一棟取引）以外の商業用不動産取引の件数と価格の関係について、店舗取引については取引件数の増加とともに価格も上昇するといった傾向が窺われるが、それ以外のオフィス、倉庫や工場については両者の間に明確な傾向ないし関係は窺われない。因みに、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しても、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¹¹⁾。

これらを併せて勘案すると、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

10) 国土交通省「新設住宅着工・利用関係戸数」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。

11) 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。

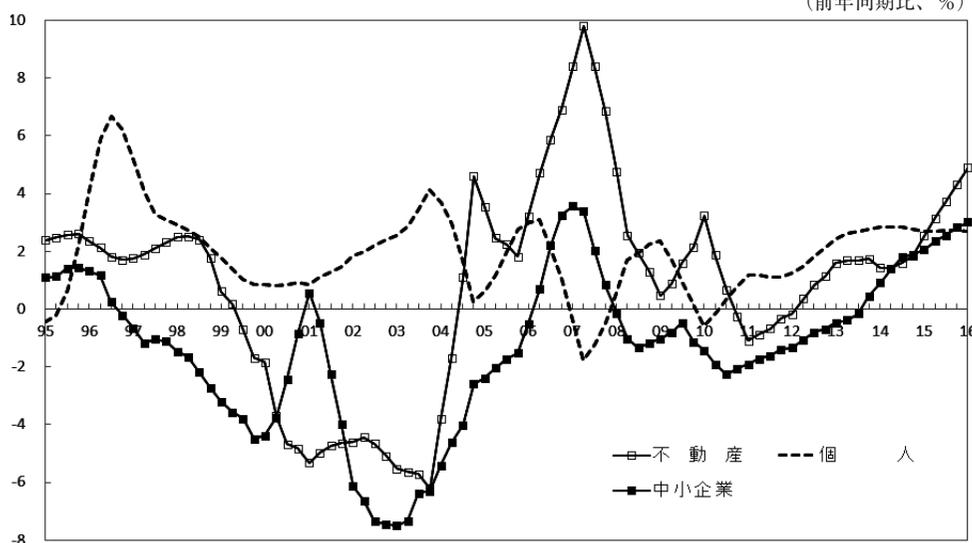
途を中心に需要が増えていることも響いている。しかし、取引面積や件数で見れば一頃と比べ建物付不動産需要が増えているとはいえ、住宅や店舗以外では両者の関係は必ずしも明確なものとは言い難い。近年の金融緩和は住宅資金借入コストの低減等を通じて不動産取引を活発化させる1つの背景となっているが、地域経済の低迷状態が続いていることもあり、バブル期のようにそれが全般的な不動産価格の急騰に結び付く可能性は小さいと考えられる。

(不動産向け貸出の動向)

このように、大都市圏の中古物件の取引拡大が目につき、とくに、住宅関連は新規（貸家中心）・中古ともに増加傾向を辿っており、不動産価格も全体として上昇している。こうした不動産取引の拡大に伴って資金調達額も増大している。これを日本銀行「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からみておこう（図表23）。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、また参考として中小企業向けも併せて示している。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はないだけに、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）

(図表23) 銀行・信金の貸出動向

(前年同期比、%)



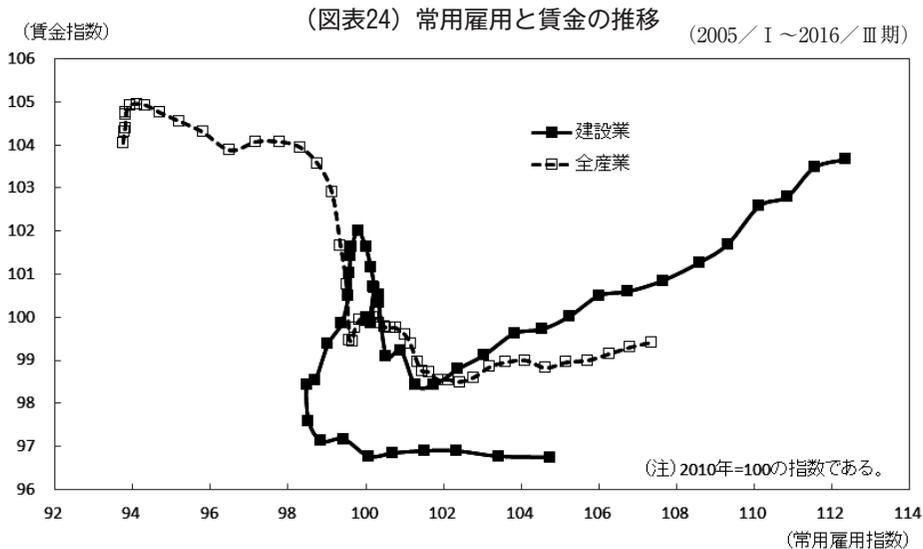
(注) 日本銀行「預金・貸出関連統計」より作成した。平残ベースで、後方4期移動平均で表示している。

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ェイト上昇が確認される。

(不動産取引と雇用・賃金)

前記のように建物付き不動産価格が全体として上昇傾向にあり、これには上記のように資金調達コストの低下および緩やかとは言え一頃と比べた需要の増加の影響が大きいとみられる。他方、新規着工については非居住用は伸び悩みとは言え一頃と比べれば増加しているほか、居住用は貸家等が増加傾向にあり、それが工事費の膨張を通じて不動産の取引価格に影響している可能性もある。それは具体的は、労働力需給の引き締めり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24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、2000年代後半の水準と比べかなり低い水準に留まっている。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おり、既に近年のピークであった2000年代末の水準を上回っているのが目につく。また日本銀行「企業物価指数」によれば、消費財や機械設備を表す資本財の価格が低迷状態を脱していない反面、建設用材料価格は2013年以降はかなり上昇している¹²⁾。



- (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。

12) 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。

前記のように、大規模土地取引のうち資産保有不いし転売を目的とした「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、賃金をはじめとする建築費の膨張も背景となっ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. 不動産価格の変動に関する検証

(不動産価格の変動要因)

これまでの分析を踏まえ、ここで不動産価格の変動要因を考えていこう。被説明変数は、国土交通省調査による商業用不動産価格指数の前年比である。前記のようにこの指数は、売買が行われた不動産（土地のみおよび建物付土地）の価格を指数化したものである。本指数の対象である不動産の場合、短時日では供給が限られ大きな変化はないと考えられることから、本稿では不動産価格の変動要因として、①資金調達コスト要因、②需要要因、③高齢化等を背景とする都市への集中を表す住宅需要要因、そして、④投機的要因を取り挙げる。

まず、①資金調達コスト要因の指標として、新規長期貸出約定平均金利（実質、以下、実質長期貸出金利）を使用する。この値が低下すると資金調達費用が減少し、不動産取引を活発化させる方向に作用する。次に、②需要動向を具体的に表す指標として、鉱工業生産（前年比）ないし実質GDP（前年比）を取り挙げる。これらの指標で示される経済活動が上向くと、工場・倉庫やオフィス・店舗の土地・建物需要が増えるほか、所得の増加から住宅（マンション・アパート建設を含む、高齢化に伴う都市部への移動の影響を除く）に対する需要も増えると考えられる。

そして、③主として町村部から都市部への人口移動に伴う住宅需要を表す要因として、住所移動者数を取り挙げる。この場合、県外からの移動者は期末月に集中する傾向があり、これはいわゆる転勤族を反映した動きと推察される。転勤族の場合、前任者の居住家屋の利用等により住居が確保されることも多く、必ずしも新規の住宅需要には結び付かない可能性がある。この点、県内の移動についても同様の事情があるが、例えば高齢化による町村部から都市部への移動等を表す面も強いと考えられる。そこで本稿では、都道府県内の住所移動者数合計、ないしその値に県外からの移動者数を加えた移動者数合計値の両タイプの計数（何れも前年比）を使用する。これらは何れも、総務省「住民基本台帳」による。この場合、住民の転居等により過疎化した市町村では不動産価格が下落していると推察されるが、元の住民による不動産処分が行われない限り、統計上は取引価格の下落が計上されることはなく、都市部集中に伴う需要増＝価格上昇のみが不動産価格指数に反映されることとなる。その限りでは、売買取引のない地域を含む全国的な調査である国土交通省「都道府県別地価調査」等の動きと差が生ずる可能性があると言えよう。この①～③については、これら変数の変化が現実の土地取

引に結び付き価格変動を惹き起こすラグを考慮し、後方2期移動平均値（最大半年間のラグを見込む）としている。

最後に、④投機目的による取引については、大規模土地取引統計に於ける「資産保有・転売目的」の取引面積を取り挙げる。同取引の全てが投機目的という訳ではないが、その大半は転売によるキャピタル・ゲイン狙いであると推察される。全体に占めるそのウエイトは、件数が少ないとは言え面積のベースでは全体の3割以上を占めているだけに、その動向が不動産価格に大きく影響すると考えられる。勿論、こうした投機的取引の動向は資金調達コスト等によっても左右されるが、前記のような容積率緩和措置や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等、先行きの需要動向を見越して変化するところが大きいと考えられる。具体的な変数として、同取引の面積が全体に占める割合を使用する。この値は振れ等も大きいと考えられることから、後方4期移動平均値としている。対象期間は、不動産価格指数の作成公表が2008/Ⅱ期以降であるため、2009/Ⅱ～2016/Ⅱ期とした。

（計測結果と解釈）

計測結果は、図表25に示され、当てはまりはよく、変数も殆どが有意である。とくに、実質長期貸出金利のパラメーターは計測した各ケースで安定しており、この結果を基にする限り、1%ポイントの金利低下が不動産価格指数を前年比10%前後引き上げる結果となる。資金調達コストの変化が不動産取引の変化を通じて不動産価格に大きく影響することが明確である。

生産活動の拡大も、工場・倉庫やオフィス需要等の増加を通じて不動産価格の引き上げ要因として作用する。都市部への移動等に伴う住宅等の需要変化も不動産価格の変化要因となることが確認される。また、取引総面積に占める投機目的による保有の割合に関してもパラメーターは安定的で、この割合の前年比1%ポイントの上昇は不動産価格指数を前年比0.2%引き上げる方向に作用する結果となる。

図表26は、使用した主要変数の推移を示している。これをみる限り、最近の不動産価格の前年比上昇には、実質長期貸出金利が低下傾向にあることに加えて、実質GDPで示される経済活動の持ち直し傾向が響いていると考えられる。一方、県内人口移動や取引面積に占める投機目的の割合等が不動産価格の引き上げへ及ぼす影響は、現状では一服状態にあると判断される。もっとも、投機目的については振れが大きいだけに、先行きの需要見通し如何では不動産価格の大きな押し下げ要因として作用する可能性もある。

5. 経済活動と不動産取引

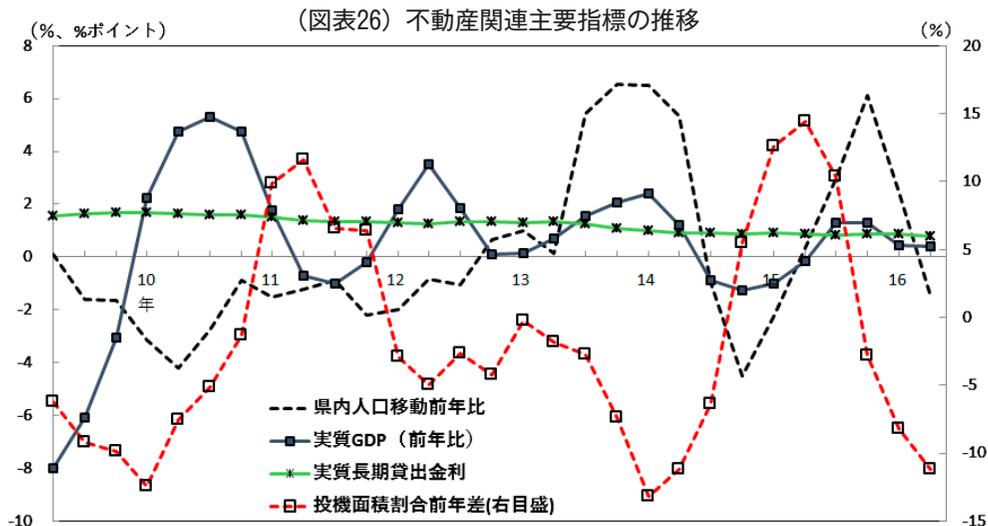
（経済活動と不動産取引の位置付け）

以上の分析を図表27を基に纏めておこう。我が国の経済活動は、1990年代以降続いてきた企業の自助努力のほか、長期に亘る金融「超」緩和政策による資金調達コストの低下も加わり、緩やかながら拡大傾向を辿っている。こうしたなかで、一方のグローバル化に伴う産業構造の調整・再編の進行、他方で少子高齢化に端を発する都市部への人口移動といった環境変化に見舞われている。そしてそれ

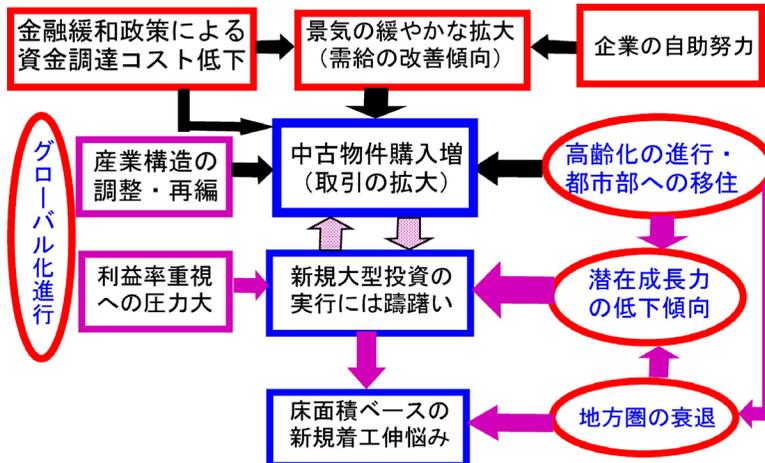
(図表25) 不動産価格指数の変動要因

	ケース1	ケース2	ケース3
実質長期貸出金利	-9.26821*** (4.8)	-9.24527*** (5.1)	-10.18039*** (8.4)
鉱工業生産前年比	0.20932*** (3.3)	0.21043*** (3.1)	
実質 GDP 前年比			0.85316*** (5.8)
県内の移動者数	0.29169** (2.1)		0.14793 (1.1)
県外からの流入を含む移動者数合計		0.22879** (2.2)	
総面積に占める投機目的の割合	0.21354*** (3.4)	0.19914*** (3.8)	0.19247*** (4.4)
自由度調整済み決定係数([F値])	0.688 [16.4***]	0.678 [15.7***]	0.749 [21.9***]

- (注) 1. 計測期間は、2009/Ⅱ期～2016/Ⅱ期で、定数項の記載は省略した。()内はt値、[]内はF値で、***は1%水準、**は5%水準で有意であることを示す。Whiteの修正を行っている。
2. 被説明変数は、国土交通省「不動産価格指数：商業用不動産総合」(前年同期比)である。実質長期貸出金利は日本銀行「新規長期貸出約定平均金利」および「消費者物価指数加重中央値」の前年同期比(後方2期移動平均)より算出した。鉱工業生産は経済産業省、実質GDPは内閣府資料による(何れも後方2期移動平均値を使用した)。県内の移動者数および県外からの流入を含む移動者数は、総務省「住民基本台帳人口移動報告」の前年比(後方2期移動平均)である。総面積に占める投機目的の割合は、国土交通省「土地取引規制実態統計届出等の受理・処理状況」に於ける利用目的別のなかの「資産保有・転売等目的」の取引面積が全取引面積に占める割合の前年同期差(後方4期移動平均)を使用した。



(図表27) 経済環境の変化と不動産取引



を反映して、とくに大都市部に於いて建物付不動産および土地取引が活発となっており、それが不動産価格の上昇となって表れている。その限りで図表27の中古物件購入増は、図表25の計測結果と結びついていると言えよう。

もっとも企業は、一方でグローバル化に伴う利益率重視への圧力の強まり、他方で高齢化等に伴う地方圏の衰退・潜在成長力の低下（需要見通し難）を背景に、国内に於ける工場建設等の新規大型投資の実行には慎重姿勢を採っている。つまり、近年の緩やかな景気回復には既存の事務所・店舗等の取得で対処し、新規の着工等には至らない状態が続いていると考えられるのである。そして、産業構造の調整過程で生ずる転廃業やリストラ進行の結果として事務所や店舗等を手放す企業も多いとみられ、それが既存不動産取引の供給サイドとして登場しているとみられる。また大都市に於けるそうした取引のなかには、転売等目的を目的とするいわゆる投機的な取引もかなり含まれると推察される。

(金融環境と不動産取引)

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)大都市部に於けるマンション・アパート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や賃金上昇がこれまでのところ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・賃金が既にかなり増加・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状態となってきているだけに、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。その限りで近年の金融政策は、それまでの量的・質的緩和政策とも併せて全般的な金利水準の低下を実現する等、一定の効果を発揮している点は評価出来よう。

もつとも、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、不動産取引も多方面で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、取引が増えているマンション・アパートについても、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¹³⁾。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、それが取引価格を押し上げている可能性が大きい。その先行きの動向は不透明である。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、緩やかとはいえ供給が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。不動産業界で生じている取引の活発化が、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、現状は以前と比べて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。その意味では、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れる。

このように現行の金融政策の効果が飽和点に達しつつあるだけに、今後の経済活動は定常状態のなかでの、民間経済主体の自助努力ないし対応如何となろう。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、我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。大幅な金融緩和の「副作用」的な現象は、既に都市部に於ける投機的な土地取引の拡大傾向としても生じている。こうした「行き過ぎた」金融緩和については、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も勘案しつつ、是正していくことが求められる。即ち、国債買入の減額やマイナス金利政策終了後の対応等について、早急に検討すべきである。

付記：本論文は堀江（2016）を、その後の分析結果を加え大幅に加筆修正したものである。作成に際して、日本銀行 阿部 廉企画役補佐、土地総合研究所 荒井俊行専務理事、福岡大学 有岡律子教授、東京国際大学 上林敬宗教授より有益なコメントを戴いた。

13) 総務省統計局調査によると、空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。

[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
- 土地総合研究所 (2014) 『超金融緩和期における不動産市場の動向』東洋経済新報社
- 西村清彦 (2016) 「世界経済三つの地殻変動と金融・財政政策の「政策飽和」」『土地総合研究』2016年秋号 土地総合研究所
- 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
- 早川英男 (2016) 『金融政策の「誤解」』慶應義塾大学出版会
- 堀江康熙 (2016) 「金融緩和と経済活動・不動産取引」『土地総合研究』2016年秋号 (75～91頁) 土地総合研究所
- 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 (13～49頁) 2016年3月 九州大学経済学会
- 宮尾龍蔵 (2016) 『非伝統的金融政策』有斐閣
- 吉野 薫 (2016) 「長期化する金融緩和と熱狂なき不動産市場」『土地総合研究』2016年秋号 土地総合研究所

[関西外国語大学外国語学部 教授、九州大学名誉教授]