

## 非伝統的金融政策が日本の住宅市場に及ぼす効果

The effect of unconventional monetary policy on the Japanese housing market

敦賀 智裕\*

Tomohiro Tsuruga\*

\*大阪大学大学院経済学研究科

2010 年以降の日本の住宅価格上昇の要因を分析するため、小規模開放経済動学的確率的一般均衡モデル (SOE-DSGE) を推計し、日本銀行による非伝統的な金融政策が日本の住宅価格に与える影響を評価した。その結果、以下のような結果が得られた。第一に、日本の住宅価格が金融政策ショックの影響を強く受けていることを確認した。第二に、最近の住宅価格の上昇が、2010 年以降の日本の金融緩和ショックと、大規模金融危機後に見られた外需ショックによるものであることを確認した。最後に、米国の金融政策ショックは日本の住宅市場に大きな影響を与えていないことを明らかにした。

**Keywords:** 住宅価格 (Housing Price), 金融摩擦 (Financial Friction), 非伝統的金融政策 (Unconventional Monetary Policy), シャドーレート (Shadow Rate)

## 1. 問題意識

世界的な金融危機 (Global Financial Crisis: GFC) 以降、日本を含む多くの中央銀行が大幅な金融緩和に取り組んできた。政策金利が実効下限金利 (ELB) に直面し、中央銀行は大規模な資産買い入れを含む非伝統的金融政策を推進してきた。この下でシャドーレートは大幅に低下している (図表 1)。為替レートは大幅に減価し、住宅価格に対してプラスの海外ショックが生じていた可能性を示している (図表 2)。

もっとも日本の CPI インフレ率は 2010 年以降、緩やかな上昇に留まり、その一方で、日本の住宅価格は大幅な上昇を示している (図表 3)。インフレ率が停滞し、中央銀行が緩和的な金融政策を継続すれば、住宅価格に対して強い押し上げ作用を及ぼす可能性がある。こうした傾向が、海外の金融緩和によってさらに強化されている可能性もある。本研究は、近年の住宅価格の大きな変動が、これらの金融緩和が住宅価格に不釣り合いな影響を与えてきたことによ

るのではないかと、海外の積極的な金融緩和が国内の住宅価格に過度に影響を与えるのではないかと、そして住宅価格の大きな変動が経済のファンダメンタルズから大きく乖離しているのではないかと問いに答えることを目的とする。

## 2. 研究方法

住宅セクターを含む小国開放経済の動学的確率的一般均衡 (Small Open Economy - Dynamic Stochastic General Equilibrium: SOE-DSGE) モデルを構築する。具体的には Bouda (2015) を次のように拡張した。短期金利の実効下限に到達した後の非伝統的金融政策の効果の評価するため、モデルにシャドーレートを導入した。また、Bouda(2015) では単純な外生的ショックとして定義されていた海外セクターを充実させ、ニューケインジアン型 IS 曲線、ニューケインジアン型フィリップス曲線、シャドーレートに対するテイラー・ルールという 3 つの方程式からなるニューケインジアン