

## 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

We analyze the sources of Japan's housing price increases since 2010. We evaluate the impact of unconventional monetary policy by the Bank of Japan and abroad on Japanese housing prices by estimating a small open economy dynamic stochastic general equilibrium model (SOE-DSGE). We find the following results. First, the impulse response of house prices confirms that housing prices are strongly affected by monetary policy shocks in Japan. Second, the historical decomposition confirms that the recent housing price increases are due to monetary easing shock in Japan since 2010 and the waned foreign demand shock that had been seen after the great financial crisis. Finally, we find that monetary policy shocks in the United States have not posed a significant impact on the Japanese housing market.

**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. はじめに

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. 図表 1 は, Krippner(2013)および Wu and Xia(2016)がそれぞれ日本と米国を対象に推定した, 実効下限 (Effective Lower Bound: ELB) 到達後の仮想的な政策金利であるシャドーレートの推移を示したものである. ELB 到達後も, 非伝統的金融政策により日本および米国で大規模な金融緩和が行われたことを示唆している. さらに図表 2 でわかるように, この間, 日本の為替レートは大幅に下落し, 経常収支はプラスに転じており, 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.

もっともシャドーレートが大幅に低下しているにもかかわらず, 日本の CPI インフ

レ率は 2010 年以降の 5 年間で約 5%ポイントと緩やかな上昇に留まり, その一方で, 日本の住宅価格は約 15%ポイントという大幅な上昇を示している (図表 3). インフレーションが停滞し, 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. 本稿は, 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.

そこで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.