

不動産鑑定士論文式試験

令和5年 本試験問題一 経済学

※問題は、国土交通省ホームページをご覧ください。

<https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/kanteishi/shiken.html>

〔問題1〕（50点）

次の(1)及び(2)の各設問に答えなさい。

(1) 建物や工場施設などの資本（ K ）と労働力（ L ）を利用して、ある財（ y ）を生産する生産者を考える。生産関数は $y = K^{\frac{1}{2}} L^{\frac{1}{2}}$ だとする。なお、資本1単位の価格（レンタル料）と労働1単位の価格（賃金率）はそれぞれ10で等しいとする。また、この生産者は常に36単位の財を生産している（ $y=36$ ）。以下の設問に答えなさい。

- ① この生産技術は規模に関して収穫一定である。その理由を式を用いて説明しなさい。
- ② 資本の投入量が $\bar{K}=16$ で固定されているとする。労働力の投入量は自由に調整できる。36単位の財の生産に必要な最小費用を求め、それが最小である理由を説明しなさい。ただし、費用とは各生産要素の1単位の価格×投入量の合計を意味する。
- ③ 資本も労働力も自由に選べるとする。36単位の財の生産に必要な最小費用を求め、それが最小である理由を説明しなさい。

(2) 隣り合う2軒の家であるA家とB家を考える。それぞれの家の住人はいつも音楽を鑑賞しており、自身の音楽鑑賞からは正の満足を得ているが、隣の家から聞こえてくる音楽は迷惑に感じている。A家の住人の効用関数は $u_A = 4x_A - \frac{x_A^2}{2} - 2x_B$ であり、B家の住人の効用関数は同様に $u_B = 6x_B - \frac{x_B^2}{2} - x_A$ だとする。ここで、 x_A はA家の住人の音楽鑑賞時間、 x_B はB家の住人の音楽鑑賞時間であり、 $0 \leq x_A \leq 8$ と $0 \leq x_B \leq 12$ を想定する。以下の設問に答えなさい。

- ① 各家の住人は他の家の住人への影響を考えずに、それぞれの効用を最大化するように音楽鑑賞時間を決めるとする。各家の住人の音楽鑑賞時間を求めなさい。
- ② 2つの家の住人は話し合うことで、効用の合計を最大化するように音楽鑑賞時間を決めることに合意した。このときの各家の音楽鑑賞時間を求めなさい。
- ③ 本問は外部性に関する問題である。外部性にまつわるコースの定理の主張内容を明確に説明しなさい。

【解答例】

(1)について

①生産規模を拡大したとき生産量がどれだけ増加するかを「規模の経済性」といい，全ての生産要素の投入量を t 倍すると（ただし $t > 1$ ），生産量も t 倍になる場合を「規模に関して収穫一定である」という。従って，生産関数の資本（ K ）と労働（ L ）の量をそれぞれ t 倍して（ tK, tL ）とすると，生産量（ y ）が t 倍になるかを検証する。

生産関数 $y = K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}$ の K と L をそれぞれ t 倍すると，

$$(tK)^{\frac{1}{2}}(tL)^{\frac{1}{2}} = (t^{\frac{1}{2}} \cdot K^{\frac{1}{2}})(t^{\frac{1}{2}} \cdot L^{\frac{1}{2}}) = t^{\frac{1}{2}} \cdot t^{\frac{1}{2}} \cdot K^{\frac{1}{2}} \cdot L^{\frac{1}{2}} = t^{\frac{1}{2} + \frac{1}{2}} \cdot K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}} = t \cdot K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}} = t \cdot y$$

となり，生産量（ y ）が t 倍となるので，この生産関数を持つ生産技術は規模に関して収穫一定である。

②資本投入量（ K ）が $\bar{K} = 16$ に固定されているならば，財の量（ y ）を 36 単位生産するために必要な労働投入量（ L ）は，生産関数より以下のように求められる。

$$y = K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}} \Rightarrow 36 = (16)^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}} \Rightarrow 36 = 4L^{\frac{1}{2}} \Rightarrow 9 = L^{\frac{1}{2}} \Rightarrow L^{\frac{1}{2}} = 9 \Rightarrow (L^{\frac{1}{2}})^2 = 9^2 \\ \therefore L = 81$$

よって労働投入量（ L ）は最低でも 81 単位必要となる。この時に必要な費用は，資本にかかる費用が「資本 1 単位の価格 10×16 単位 $= 160$ 」，労働力にかかる費用が「労働 1 単位の価格 10×81 単位 $= 810$ 」となり，総費用が「 $160 + 810 = 970$ （答）」となる。

この労働投入量は固定された資本投入量の下で財を 36 単位生産するために最低限必要な量であり，生産関数 $y = K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}$ においては労働投入量（ L ）をこれよりも減らすと生産量（ y ）が減ってしまうため，労働にかかる費用をこれ以上削減することはできない。また，資本投入量（ K ）は固定されており，資本にかかるコストも同様に削減できないため，前述の総費用 970 が最小費用となる（答）。

③費用最小化となる条件を導出するため，生産関数 $y = K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}$ より，労働の限界生産力 MPL と資本の限界生産力 MPK を計算し，技術的限界代替率 $MRTS$ を求める。

$$MPL : \frac{\partial y}{\partial L} = \frac{1}{2} K^{\frac{1}{2}} L^{-\frac{1}{2}} \quad (\text{労働を 1 単位増やした時にどれだけ生産量が増えるか})$$

$$MPK : \frac{\partial y}{\partial K} = \frac{1}{2} K^{-\frac{1}{2}} L^{\frac{1}{2}} \quad (\text{資本を 1 単位増やした時にどれだけ生産量が増えるか})$$

この2つの比率である技術的限界代替率 $MRTS$ を求める。

$$MRTS : \frac{MPL}{MPK} = \frac{\frac{1}{2}K^{\frac{1}{2}}L^{-\frac{1}{2}}}{\frac{1}{2}K^{-\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}} = \frac{K^{\frac{1}{2}}L^{-\frac{1}{2}}}{K^{-\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}} = \frac{K^{\frac{1}{2}}L^{-\frac{1}{2}}}{K^{-\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}} \times \frac{K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}}{K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}} = \frac{K^{\frac{1}{2}} \cdot K^{\frac{1}{2}} \cdot L^{-\frac{1}{2}} \cdot L^{\frac{1}{2}}}{K^{-\frac{1}{2}} \cdot K^{\frac{1}{2}} \cdot L^{\frac{1}{2}} \cdot L^{\frac{1}{2}}} = \frac{K^{\frac{1}{2}+\frac{1}{2}} \cdot L^{-\frac{1}{2}+\frac{1}{2}}}{K^{-\frac{1}{2}+\frac{1}{2}} \cdot L^{\frac{1}{2}+\frac{1}{2}}} = \frac{K}{L}$$

この技術的限界代替率 $MRTS$ とは生産量を一定に維持しながら資本を労働によって代替する場合に、労働投入量を1単位増やすなら、何単位の資本投入量を減らすことができるかを示す比率である。この時に増える労働の費用よりも、減らすことのできる資本の費用の方が多いならば、差し引きすると総費用が減少するため、資本を労働によって代替することで総費用を削減できる。ここで、増加する労働の費用は労働1単位の価格なので設問の条件より10、減らすことのできる資本の費用は代替される資本の量 $MRTS$ に資本1単位の価格10を掛けた額になるため、労働1単位によって資本を代替する際に削減できる総費用は「 $(MRTS \times 10) - 10$ 」となる。総費用を最小化するためには、削減できる総費用の額がゼロになるまで資本を労働で代替すればよいので、その条件は「 $(MRTS \times 10) - 10 = 0$ 」となる。よって、

$$\frac{K}{L} \times 10 - 10 = 0 \Rightarrow \frac{10K}{L} = 10 \Rightarrow 10K = 10L \Rightarrow K = L \text{ が費用最小化条件となる。}$$

この条件式 $K = L$ を生産関数に代入すると、 $y = K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}} = (L)^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}} = L$ となり、 $K = L$ より $y = L = K$ が成り立つ。財の生産量は $y = 36$ なので、 $L = K = 36$ となり、費用が最小化されるとき労働投入量と資本投入量はそれぞれ36単位ずつになる。よって、労働にかかる費用が「労働1単位の価格10×36単位＝360」、資本にかかる費用が「資本1単位の価格10×36単位＝360」となり、その合計「360+360＝720（答）」が総費用となる。

この費用が最小である理由は、次のように説明できる。生産量 $y = 36$ のまま労働投入量を36単位から1単位増やして $L = 37$ とすると、生産関数式 $y = 36 = K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}$ より $K < 36$ となるので、技術的限界代替率 $MRTS = \frac{K}{L} < 1$ となる。つまり労働投入量を1単位増やすことで減らせる資本投入量は1単位よりも少なくなり、労働と資本の1単位の費用は等しいので、労働の増加費用が資本の費用減少分よりも多くなり、総費用が増えてしまう。また、生産量 $y = 36$ のまま、労働投入量を逆に1単位減らして $L = 35$ とすると、生産関数式 $y = 36 = K^{\frac{1}{2}}L^{\frac{1}{2}}$ より $K > 36$ となるので

技術的限界代替率 $MRTS = \frac{K}{L} > 1$ となる。つまり労働投入量を1単位減らすと生産量を維持するために増やさなければならない資本投入量は1単位よりも多くなり、労働と資本の1単位の費用

は等しいので，資本の増加費用が労働の費用減少分を超え，総費用はやはり増えてしまう。したがって，労働と資本をこれ以上代替すると費用は必ず増えてしまうため，費用が最小化されていることになる（答）。

(2)について

①他家の住人の鑑賞時間を所与として，各家の住人の効用関数から効用が最大となる音楽鑑賞時間を求める。

$$\text{A家住人の効用関数：} u_A = 4x_A - \frac{x_A^2}{2} - 2x_B \quad (0 \leq x_A \leq 8)$$

この効用関数が最大値をとるときの x_A は，効用関数を x_A で微分して導関数を求め，それが0に等しいときの x_A を求めればよい。

$$\frac{du_A}{dx_A} = 4 - 2 \cdot \frac{x_A}{2} = 4 - x_A \quad \Rightarrow \quad \frac{du_A}{dx_A} = 0 \text{ より } 4 - x_A = 0 \quad \Rightarrow \quad x_A = 4 \quad (\text{答})$$

$$\text{B 家住人の効用関数：} u_B = 6x_B - \frac{x_B^2}{2} - x_A \quad (0 \leq x_B \leq 12)$$

この効用関数が最大値をとるときの x_B は，効用関数を x_B で微分して導関数を求め，それが0に等しいときの x_B を求めればよい。

$$\frac{du_B}{dx_B} = 6 - 2 \cdot \frac{x_B}{2} = 6 - x_B \quad \Rightarrow \quad \frac{du_B}{dx_B} = 0 \text{ より } 6 - x_B = 0 \quad \Rightarrow \quad x_B = 6 \quad (\text{答})$$

したがってA家住人が4時間，B家住人が6時間の鑑賞時間となる（答）。

②各家の住人の効用を合計した関数が，最大値をとるときの各住人の鑑賞時間を求める。

$$\begin{aligned} \text{両家の住人の効用の合計：} u_{A+B} &= \left(4x_A - \frac{x_A^2}{2} - 2x_B \right) + \left(6x_B - \frac{x_B^2}{2} - x_A \right) \\ &= 4x_A - x_A - \frac{x_A^2}{2} + 6x_B - 2x_B - \frac{x_B^2}{2} \\ &= 3x_A - \frac{x_A^2}{2} + 4x_B - \frac{x_B^2}{2} \quad (0 \leq x_A \leq 8 \text{ 及び } 0 \leq x_B \leq 12) \end{aligned}$$

この関数が最大値をとるときの x_A および x_B は，各変数 x_A ， x_B で偏微分して偏導関数をそれぞれ求め，各偏導関数が0に等しいときの x_A および x_B を求めればよい。

$$x_A \text{ で偏微分：} \frac{\partial u_{A+B}}{\partial x_A} = 3 - 2 \cdot \frac{x_A}{2} = 3 - x_A \quad \Rightarrow \quad \frac{\partial u_{A+B}}{\partial x_A} = 0 \text{ より } 3 - x_A = 0 \quad \Rightarrow \quad x_A = 3 \quad (\text{答})$$

よって $x_A = 3$ （答）。

この解答・解説の著作権はTAC（株）のものであり、無断転載・転用を禁じます

$$x_B \text{ で偏微分 : } \frac{\partial u_{A+B}}{\partial x_B} = 4 - 2 \cdot \frac{x_B}{2} = 4 - x_B \Rightarrow \frac{\partial u_{A+B}}{\partial x_B} = 0 \text{ より } 4 - x_B = 0 \Rightarrow x_B = 4 \text{ (答)}$$

したがってA家住人が3時間、B家住人が4時間の鑑賞時間となる（答）。

③コースの定理とは、以下の前提条件を満たす場合、外部性によって発生する非効率性を当事者間の自発的な交渉によって解決できるという主張である。

前提条件：

1. 権利関係が明確であること
2. 交渉にかかる費用がゼロ、もしくは無視し得るほど小さいこと（答）

この設問での設定では、お互いの効用関数に相手の音楽鑑賞時間による効用の減少分が含まれており、各自が相手への影響を考えず効用最大化するように行動すると、問①よりA家住人が4時間、B家住人が6時間の鑑賞時間となり、各住人の効用は次のようになる。

$$\text{A家住人の効用関数} u_A \text{ に } x_A = 4, x_B = 6 \text{ を代入 : } u_A = 4(4) - \frac{(4)^2}{2} - 2(6) = 16 - 8 - 12 = -4$$

$$\text{B家住人の効用関数} u_B \text{ に } x_A = 4, x_B = 6 \text{ を代入 : } u_B = 6(6) - \frac{(6)^2}{2} - (4) = 36 - 18 - 8 = 14$$

したがって、A家住人の効用はマイナスになってしまい、両者の効用の合計は10となる。

しかし、両者の効用の合計が最大となるように鑑賞時間を決めると問②よりA家住人が3時間、B家住人が4時間となり、各住人の効用は次のようになる。

$$\text{A家住人の効用関数} u_A \text{ に } x_A = 3, x_B = 4 \text{ を代入 : } u_A = 4(3) - \frac{(3)^2}{2} - 2(4) = 12 - 4.5 - 8 = -0.5$$

$$\text{B家住人の効用関数} u_B \text{ に } x_A = 3, x_B = 4 \text{ を代入 : } u_B = 6(4) - \frac{(4)^2}{2} - (3) = 24 - 8 - 3 = 13$$

よってA家住人の効用は未だマイナスだが、①の場合よりも効用は増えており、両者の効用の合計も12.5に増える。増えた効用分の2.5を金銭などで補償する交渉を行うことで、①の場合に比べてお互いに効用を増やすことが可能である。

〔問題 2〕（50 点）

- (1) 下記は，海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場に関する文章である。以下の①及び②の各設問に答えなさい。

世界的にインフレ圧力が続くもとで，各国中央銀行は速いペースで利上げを進めており，当面，金融緩和縮小ないし金融引締め傾向が続くとみられる。(略) 急速な利上げが続くもとで，資産価格の調整 _(B) や 為替市場の変動 _(A)，新興国からの資本流出を通じて，グローバルな金融環境が一段とタイト化し，ひいては海外経済が下振れるリスクがある。

出典) 日本銀行「経済・物価情勢の展望（2022 年 10 月）」（2022 年 10 月 31 日）より一部抜粋

- ① 式 1 から式 4 をもとに，日本の金融緩和政策に伴う為替市場の変動（上記文章の下線部(A)）について考察する。

下記文章の空欄（アからオ）に入る最も適切な用語を答えなさい。なお，空欄アには「黒字」「赤字」のいずれかを，空欄イには具体的な数値を，空欄ウには「上昇」「低下」のいずれかをそれぞれ記入すること。また，空欄エには「増価」「減価」のいずれかを，空欄オには，「垂直」「水平」のいずれかをそれぞれ記入すること。

開放経済における財市場の均衡式： $Y = C(Y - T) + I(i_R) + G + NX(Z, Y - T)$ …式 1

Y：実質国内総生産，C：消費関数，T：租税，I：投資関数， i_R ：実質利子率，

G：政府支出，NX：純輸出（輸出－輸入）関数，Z：実質為替レート

実質為替レートの式： $Z = E \cdot P^* / P$ …式 2

Z：実質為替レート，E：名目為替レート， P^* ：外国の物価水準，P：自国の物価水準

貨幣市場の均衡式： $M/P = L_1 Y - L_2 i$ …式 3

M：貨幣供給量，P：物価水準， L_1 ：貨幣需要の所得反応係数，Y：実質国内総生産，

L_2 ：貨幣需要の利子反応係数， i ：名目利子率

外国為替市場の均衡式（利子裁定の均衡式）： $i = i^* + (E^e - E) / E$ …式 4

i ：名目利子率， i^* ：外国の名目利子率， E^e ：期待為替レート，E：名目為替レート

式1をもとに、所得から税金を控除した可処分所得は、消費と貯蓄の和に等しくなることに留意すれば、金融緩和政策によって実質利子率が低下すると、経常収支は、**ア**となる関係が導かれる。当該結果は、純輸出（輸出－輸入）は国内の貯蓄と投資の差で決まるというISバランスを示す。

式2に基づくと、絶対的購買力平價が成立するときには、実質為替レートは、**イ**となる。つまり、自国と外国の物価が等しくなるように名目為替レートが変化することを意味する。

式3を変換して、名目利子率について解くと、実質貨幣供給量の増加は、名目利子率の**ウ**をもたらすことがわかる。

式4を変換して、名目為替レートについて解くと、外国の名目利子率を一定として、自国の名目利子率が低下すると、自国通貨は、**エ**することがわかる。

式4をもとに、将来の名目為替レートが現在の為替レートに等しいとする静学的期待形成を仮定すると、式4の右辺の第2項はゼロになる。このとき、内外の金利差に対する資本移動の感応度は無限大となることを意味する。したがって、国際収支（対外経済取引）の均衡を表すBP曲線（横軸は実質国内総生産、縦軸は利子率（下記②の留意点c）参照）の傾きは、**オ**になる。なお、BP曲線上では、国際収支はゼロに保たれており、外国為替市場は均衡状態にあることに留意する。

② 今後の為替市場の変動（上記文章の下線部(A)）において、日本の金融緩和政策のもとに円安（円の為替レートの減価）が予想されているものと仮定する。以下の小問②－1から小問②－3に答えなさい。なお、解答に際しては、下記3点に留意すること。

【留意点】

- a) 本設問では、自国の経済状況として、資本移動が完全に自由である小国の開放経済（対外経済取引を考慮）を仮定すること。つまり、自国の経済規模が世界の資本市場に比べて小さく、自国の金融政策によって外国の利子率（ i^* ）は変化しないものとする。
- b) 円安によって純輸出（NX）が増加するものと仮定すること。つまり、マーシャル＝ラーナー条件は満たされているものとする。
- c) 本設問では、物価水準は一定と仮定すること。つまり、名目利子率（ i ）と実質利子率（ i_R ）は等しいことに留意すること。したがって、小問②－3の図の作成において、図の縦軸は利子率と表記すること（①の文章のBP曲線に関する記述内容を参照）。

小問②－1 自国の金融緩和政策によって、自国の名目利子率はどうに変化するのか、①の式3を参考にして説明しなさい。

小問②－2 自国通貨である円の為替レートが減価する（円安になる）と、変動為替相場制度のもとで実質国内総生産はどうに変化するのか、①の式1、式2及び式4を参考にして説明しなさい。

小問②－3 上記小問②－1及び小問②－2の結果を踏まえて、変動為替相場制度における自国の金

融緩和政策の効果を図に示しなさい。ただし、図の横軸には実質国内総生産を、縦軸には利子率をそれぞれ示すこと。また、図には、IS曲線、LM曲線、BP曲線をそれぞれ明示すること。

- (2) 図1は、不動産価格指数（商業用不動産：オフィス）、J-REITの海外投資家の買越金額累計額及び実質実効為替レート指数の推移を示している。2013年以降のデータの挙動をみると、実質実効為替レート指数の低下（円安）に伴ってJ-REITの海外投資家の買越金額累計額は増加し、不動産価格指数（商業用不動産：オフィス）も上昇している傾向が見て取れる。

(1)の文章の下線部(B)に示される「資産価格の調整」という観点から、なぜ海外投資家は、日本への不動産投資を拡大させているのか、そのメカニズムを(1)①の式2、式3及び式4を適宜参照して説明しなさい。なお、解答に際しては、下記4点に留意した上で、自己の考えを述べること。

【留意点】

- ・日本銀行は2013年4月4日の政策委員会・金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の導入を決定している。当該政策は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指して、安定的に持続するまで継続される。併せて、日本銀行によるJ-REITの買入れも実施されている。
- ・J-REITは、多くの投資家から集めた資金で、オフィスビルなど複数の不動産を購入し、当該賃貸収入や売却益を投資家に分配する金融商品である。
- ・金融緩和政策が継続されると、今年の変化は、来年も引き続き生じるものと予想されることから、期待為替レート（ E^e ）も当該予想に即応して変化ようになる（①の式4参照）。
- ・2022年6月10日には、財務省、金融庁、日本銀行の間で、国際金融資本市場に係る情報交換会合が開催され、急速な円安の進行が見られ、憂慮されるとの認識が共有された。

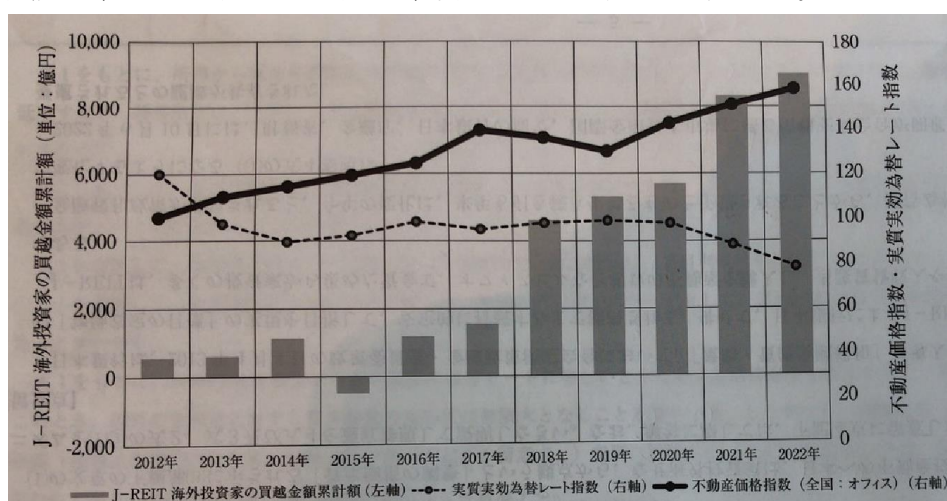


図1 不動産価格指数（商業用オフィス）、J-REIT海外投資家の買越金額累計額及び実質実効為替レート指数の推移

注) 不動産価格指数（商業用不動産：オフィス）は，全国における土地・建物一体のオフィスの価格指数を示す。当該価格指数は，2010 年を 100 として算定し，季節調整値を示す。なお，使用データには，取引事例データに加えて，不動産信託受益権取引に係る J－REIT データも含まれていることに留意する。実質実効為替レートは，複数の通貨の為替レートの加重平均値を示す。本設問では，実質実効為替レート指数は，2010 年を 100 に修正の上，算定している。実質実効為替レート指数の低下は，円安を示す。

出典) 国土交通省「不動産価格指数（商業用不動産）」，日本銀行「実質実効為替レート」，株式会社東京証券取引所「REIT 年間売買状況」

〔問題 2〕（50点）

【解答例】

(1) 小問①

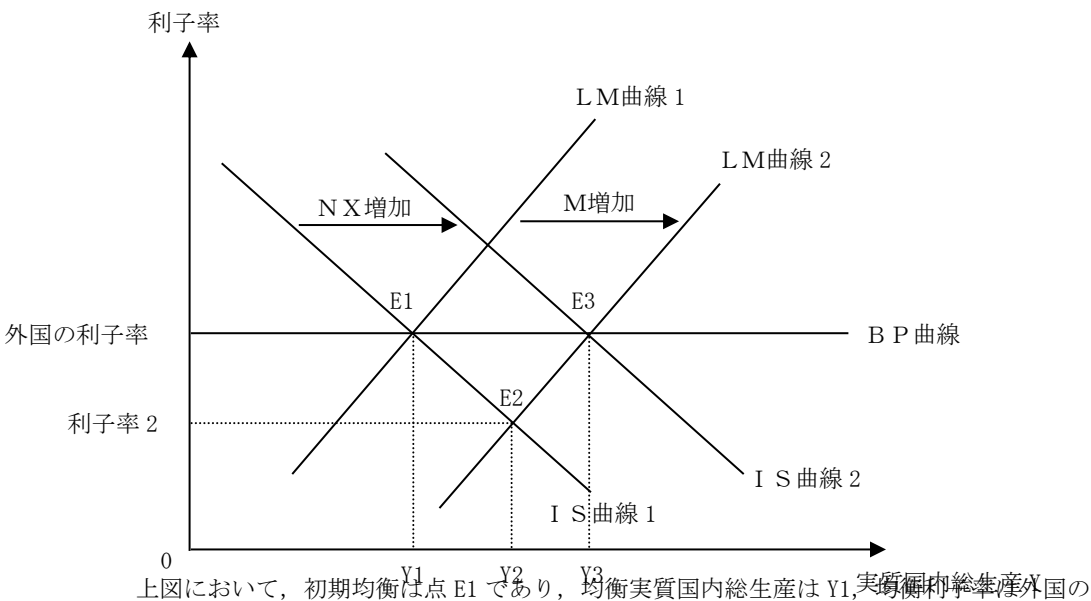
ア	赤字	イ	1	ウ	低下	エ	減価	オ	水平
---	----	---	---	---	----	---	----	---	----

小問②

小問②-1 自国の名目利利率は低下する。なぜならば，自国の金融緩和政策による貨幣供給量 M の増加により，式 3 の左辺が増加して貨幣市場が超過供給になるが，貨幣市場が再び均衡するためには，実質国内総生産 Y が一定の下では，式 3 の右辺の第 2 項の名目利利率が低下する必要があるためである。

小問②-2 自国通貨である円の為替レートが減価する（円安になる）と，純輸出の増加と投資の増加により，変動為替相場制度のもとで実質国内総生産は増加する。なぜならば，①の式 2 より，円安は式 2 の右辺の名目為替レート E の上昇による実質為替レート Z の上昇をもたらすが， Z の上昇は，式 1 の右辺の純輸出 NX を増加させる。一方，①の式 4 より，円安は式 4 の右辺の第 2 項の低下を通じて式 4 左辺の名目利利率を低下させて，式 1 の右辺の投資 I を増加させる。式 1 の右辺の純輸出 NX と投資 I の増加により，式 1 の右辺が増加して財市場が超過需要になるが，財市場が再び均衡するためには，左辺の実質国内総生産 Y が増加する必要があるためである。

小問②-3



利子率と一致している。自国の金融緩和政策により、LM曲線はLM曲線1からLM曲線2へ右方シフトし、実質国内総生産はY2に増加し、利子率は利子率2へ低下する。実質国内総生産がY2に増加したのは、利子率が利子率2へ低下して投資が増加したためである。金融緩和政策による円安は、純輸出を増加させるため、IS曲線はIS曲線1からIS曲線2へ右方シフトし、最終的な均衡は、点E3で示される。点E3では、均衡実質国内総生産はY3、均衡利子率は外国の利子率と一致している。

変動為替相場制度のもとでの金融緩和政策は、閉鎖経済のもとでの金融緩和政策よりも均衡実質国内総生産をより大きく増加させるという意味で、非常に有効な政策である。なお、本モデルでは、金融緩和政策の実施前後の均衡利子率は外国の利子率と一致しているため、最終的な均衡である点E3では、投資は金融緩和政策の実施前と同水準であり、均衡実質国内総生産がY1からY3に増加した原因は、すべて円安による純輸出の増加である。

(2)海外投資家が日本への不動産投資を拡大させているのは、対日不動産投資が次の点で魅力的であるためである。

対日不動産投資の魅力の第1は、日本の不動産価格は、式2の実質為替レートの上昇に示される円安により割安であるためである。海外投資家は、例えば、以前と同額のドル貨幣量で、以前よりもより大きな円金額の日本不動産を購入できる。

魅力の第2は、日本の不動産価格は将来的に更なる上昇を期待できることである。日本銀行の金融緩和政策は、式3から現在の名目利子率の下落をもたらすのみならず、金融緩和政策継続表明は、将来の名目利子率の下落を予想させるためである。予想インフレ率一定の下で、名目利子率の下落は、実質利子率の下落をもたらす、不動産価格の上昇をもたらすことになる。また、金融緩和政策継続表明は、式4より、期待為替レートの上昇によりさらなる円安をもたらすことになり、財務省、金融庁、日本銀行にとっても急速な円安が共有認識になっていることから、今後も海外投資家による日本の不動産に対する新規の買いが増加することが期待されるため、日本の不動産価格は将来的に更なる上昇を期待できる。さらに、金融緩和政策継続に起因する日本の将来のインフレ進行の可能性から、実質利子率の下落による不動産価格の上昇も期待できる。

魅力の第3は、日本の不動産価格の下落リスクがかなり低いことである。世界的に金融引締め政策を実施している諸国が多い中、日本は例外的に金融緩和政策の継続を表明しており、利子率上昇による不動産価格の下落リスクはかなり低いものである。

魅力の第4は、海外投資家のポートフォリオのリスク・ヘッジのためである。海外投資家は、海外の金融当局による金融引締めに伴う利子率上昇に起因する不動産価格の下落に直面しているが、利上げの可能性がかなり低い日本の不動産を保有すれば、海外に保有する不動産価格の下落を日本の不動産価格の上昇で相殺できる可能性が高くなる。