

2014. 5 No.25

三井住友信託銀行

調査月報



時論	
<u>民意と市場の痼癢</u>	1
経済の動き	
<u>供給制約下で静かに累積するインフレ圧力</u>	
<u>～三つの過剰は、三つの不足へ～</u>	3
<u>家計所得・債務からみた中国住宅価格</u>	9

時論

民意と市場の痼癩

世界に妖怪が徘徊している。「民意と市場の痼癩(かんしゃく)」という妖怪が。

国民の民意を汲んだ諸政策を立案・実施していくことは、民主主義制度の下では当然のことである。しかし、民意を汲むというのは、それが単に「声大きい」ではなく、真に多数の人々の考え方を反映しているか、民意形成に誤解や情報不足はないかを確認し、場合によっては民意を説得するといった粘り強い作業を伴うはずだ。ところが昨今は、そうした作業を忌避し、とにかくにも国民から突き上げられないこと、いささかも疑問・質問・指摘の声が上がらないこと、換言すれば「民意の痼癩(かんしゃく)」を避ける政策に走る傾向が強まっているか。

このことが直感的に分かりやすいのは税財政・社会保障改革の分野であろう。社会保障費の増大が財政赤字拡大の主因の一つであることは明らかであるにもかかわらず、1兆円超に上る社会保障費の年間自然増加額を毎年2200億円圧縮するという2006年の「骨太の方針」が、絶対水準の削減が行われるかのごとき受け止められ方と相俟って、各層からの批判＝民意の痼癩を受けていつの間にか凍結され、その後も陽の目を見ていない。

金融の世界でも、近年の国際的な監督・規制においては「民意の痼癩」を引き起こすまいというスタンスが幅を利かせているように見える。

リーマン・ショック前のバーゼルⅡにおいては、内部格付手法を自己資本比率算定のインフラとして導入することにより、金融機関のリスク感応度を高め、貸出先の業況や債務返済能力の変動に応じた経営指導、事業拡大支援、不良債権処理等に迅速に当たらせ、成熟・縮小分野から成長分野へ生産要素をスムーズにシフトさせることを企図していた。そこには、金融機関に構造改革や経済成長の主導役を担わせようとの設計思想が見て取れた。

ところがリーマン・ショックが勃発し、欧米各国政府が大手金融機関等に巨額の公的資金を投入するや、近年の格差拡大に不安と不満をくすぶらせていた各国市民は、こうした事態を招いた金融機関の行動、政府の金融機関救済策に対して怒りを爆発させ、ニューヨークでは「ウォール街を占拠せよ」をスローガンに掲げた大規模なデモが発生、欧州でも政府や大手銀行への批判が強まった。

これに懲りた各国政府は、二度と「民意の痼癩」に見舞われたくないとの思いを強め、経済金融環境がどんなに悪化しても公的資金を使わないことが至上命題となり、金融機関の投融资に制約を与えること、金融機関自身に十分な備えをさせることに躍起になった。

金融機関に対する国際的な監督・規制は乱立・錯綜・複雑化し、バーゼルⅢでは既存自己資本比率規制の強化に加えて、レバレッジ比率・流動性カバレッジ比率・安全調達比率に係る規制が課せられ、各種業務規制を盛り込んだ米国ドット・フランク法は条文が30000ページを超え、実用的とは言い難い代物となった。G-SIFIs(Global Systemically Important Financial Institutions:グローバルなシステム上、重要な金融機関)の指定は、金融システムの安定性に資する面はあろうが、運用次第では、金融機関・預金者双方にモラルハザードが発生するリスクを伴う。

こうした動きの中、経済活動における金融の機能、金融機関の役割をどう考え、どう位置付けるかという建設的な議論は大きく後退してしまった感がある。

金融政策においては、先進主要国ではゼロ金利制約の下、「フォワードガイダンス」「市場との対話」と称して「市場の期待に働きかける言葉の効果」頼りとなっている。これを人々にお告げを述べる呪術師（シャーマン）になぞらえ、「中央銀行のマネタリー・シャーマン化」と表現する向きもある。

期待の維持に成功すれば、それが自己実現することはあり得るし、2012年のドラギマジックは、財政ファイナンスを正当化する論理のすり替えと見えなくもないが、まさにシャーマンのごとくであった。しかし別の見方をすれば、呪術師がまじないを唱えても願望が叶わないと知るや、株価・債券・通貨・その他の金融商品価格が大幅に下落する「市場の痼癩」をひたすら恐れ、市場の機嫌を取るための“良いとこ取り”の説明を連ね、自信満々の態度を演じ続けるという「中央銀行の市場の下僕化」が進行していると言えるのではないか。

「民意と市場の痼癩」には相応の理由・背景があり、そのすべてが理性を欠き、時の感情に走ったものとは言えないが、「痼癩」をひたすら恐れ、避けることを最優先する政策が積み重なるとすれば、その含意は重大なものがある。それは、経済合理性に沿った政策選択が阻害され、やがて市場の痼癩を慰撫し切れなくなり、長期的には健全な経済成長が損なわれかねない、ということである。

財政が破たんすれば国民生活は壊滅的な打撃を受け、金融機関が複雑化し過ぎた規制対応に多大なエネルギーを割くばかりでは、経済成長を支えるマネーの供給、革新的な金融サービスの開発は覚束ない。増税や規制強化が「痼癩」の声が上がらない、あるいは声は上がっても大きくならないところに集中すれば、公平な分配や負担を歪めることになる。株価下落を恐れて政策金利引き上げが遅れ、異例時の金融政策収束（出口戦略）に手間取ると、資産バブルの温床を作りかねない。

今後の経済金融環境を見通す上で、諸政策が市場や人々に与える期待を見るだけでなく、「民意と市場の痼癩」という妖怪の存在も、今後、十分視野に入れておく必要がある。

(調査部長 金木 利公 Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

供給制約下で静かに累積するインフレ圧力

～三つの過剰は、三つの不足へ～

<要旨>

バブル崩壊後の日本経済は、過剰資本、過剰雇用、過剰負債のいわゆる“三つの過剰”への対応に苦しんできた。しかし、長期間にわたって設備、雇用、負債の削減を続けてきた結果、足元では生産設備や雇用の不足による供給制約が物価上昇要因となりつつある。モノの価格に関しては国内の生産能力低下と輸入浸透度の上昇から、輸入製品の価格が一次産品のように為替や国際商品市況などの外的な影響を受け易くなる変化が進展している。サービスの価格においては雇用情勢が逼迫する中で賃金上昇が価格上昇につながるとともに、建設業で顕著となっているように人手不足が経済成長のボトルネックとなりつつある。今後は雇用不足が運輸や飲食など他の業種に広がっていく可能性もある。

このようなモノとヒトの不足が直ちに消費者物価を押し上げ、インフレを引き起こすという可能性は低いと考えるが、雇用のひっ迫が消費者物価に大きなウエイトを占めるサービス物価への持続的な上昇圧力となることから、中長期的に物価は低下しにくくなるとともに、徐々に下限を切り上げていくことが予想される。将来的な物価の姿を考える上では設備や雇用の供給制約要因を無視しえなくなっている。

1. 上昇が続く消費者物価

消費者物価の上昇が続いている。日銀が物価目標のターゲットとしている生鮮食品を除くベースの消費者物価は目標値の2%には到達していないものの、生活実感に最も近いと言われている帰属家賃を除く消費者物価は既に2%近辺まで上昇している。(図表1)

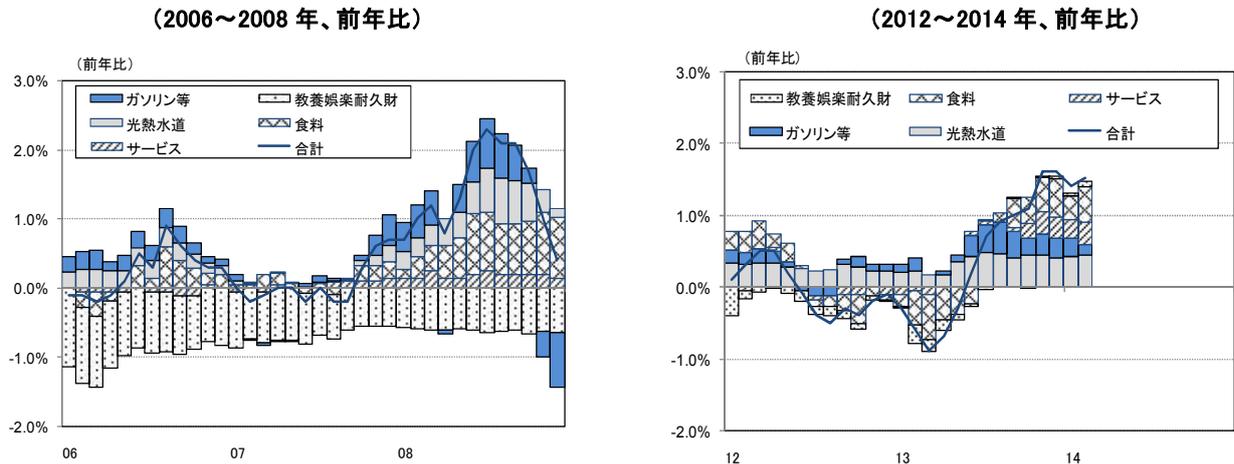
図表1 消費者物価上昇率(帰属家賃を除く総合、前年比)



(資料)総務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

足元での消費者物価の上昇要因を直近の物価上昇局面であった 2006～2008 年と比較すると物価押し上げに寄与している品目の違いが目につく。今回は国際商品市況の上昇による食品やエネルギー関連などの影響が大きかったが、今回はガソリンや光熱費などに加えて、長期間物価押し下げに寄与していた教養娯楽耐久財(テレビ、パソコン、携帯電話などの情報通信機器)やサービスなどがプラスに転じている。(図表 2)

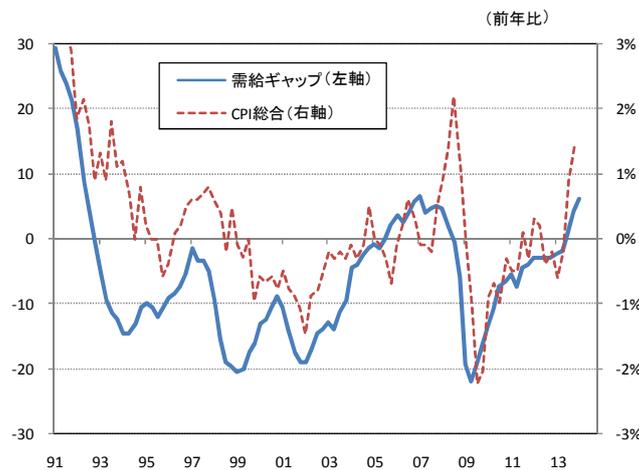
図表 2 要因別消費者物価上昇率



資料:総務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表 3 は日銀短観の設備投資判断 DI と雇用人員判断 DI から簡便的に需給ギャップを試算したものであるが、バブル崩壊後の最高値に接近しており足元の設備不足、人手不足が既に物価押し上げに影響している可能性がある。

図表 3 需給ギャップと消費者物価(総合)上昇率



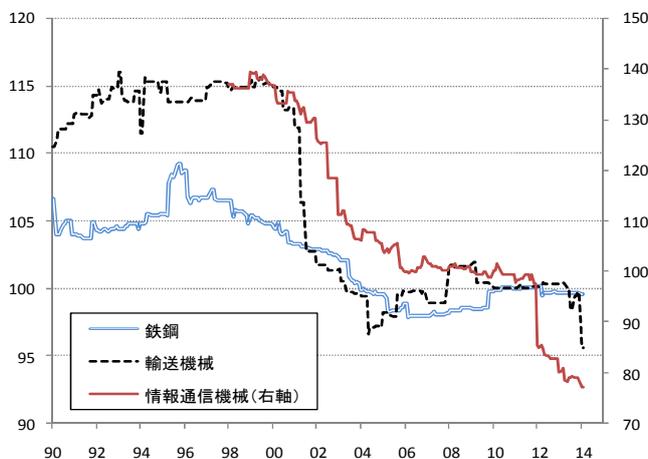
(注)需給ギャップは日銀短観における生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI を労働分配率等でウェイト付けし作成
 (資料)総務省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

2. 供給制約につながる設備不足

バブル崩壊後の日本経済は、過剰資本、過剰雇用、過剰負債のいわゆる“三つの過剰”への対応に苦しんできた。しかし、設備、雇用、負債の削減を続けてきた結果、足元では生産設備不足、人手不足という“二つの不足”が物価押し上げ要因となりつつある。

図表4は製造業の生産能力を見たものであるが、国内の高コスト構造から製造業が生産拠点の海外移転を進めてきた結果として国内の生産能力は総じて低下している。中でも情報通信機器は東日本大震災以降に生産能力が大幅に低下している。その一方で、図表5にあるように輸入浸透度は急速に高まっており、情報通信機械では50%近い水準にまで上昇している。

図表4 製造業の生産能力指数(2010年=100)



(資料) 経済産業省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表5 業種別輸入浸透度



(注) 輸入浸透度=輸入品/総供給

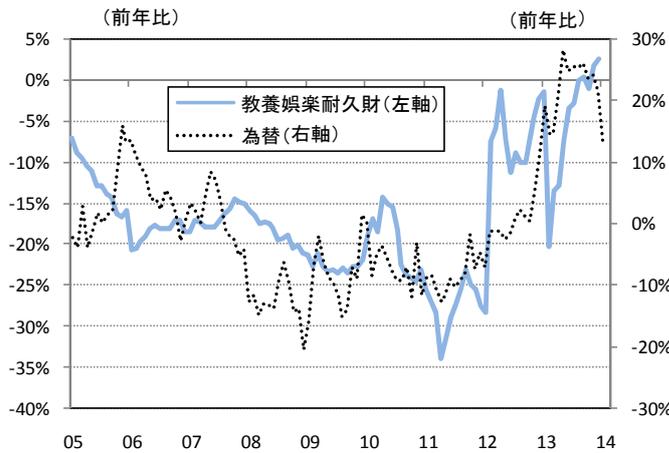
(資料) 経済産業省資料より三井住友信託銀行調査部作成

従来は円安により円建ての輸入品価格が上昇した場合には、国内生産へのシフトが進むことにより一定の物価抑制効果が発揮されてきたが、国内の生産能力減少による供給余力の低下が輸入浸透度の上昇につながり、国内品への代替効果が働きにくくなり、円安の影響が製品価格にダイレクトに反映されやすくなっている可能性がある。

次頁図表6は教養娯楽耐久財の消費者物価と為替の動きを比較したものであるが、為替の円安転換とともに輸入浸透度が上昇している教養娯楽耐久財(≒情報通信機器)の物価が急速に上昇に転じている事が確認できる。このことは前述したような国内の生産能力の低下と輸入浸透度の上昇により、輸入製品の価格が一次産品のように為替や国際商品市況などの外的な影響をより強く受け易くなったことが影響している可能性がある。

現時点では輸入浸透度が上昇している品目は情報通信機器や繊維製品など一部にとどまっているが、今後も国内での設備投資の抑制が進むと、設備の老朽化などから輸入浸透度が上昇していく品目が拡大していくことが見込まれる。

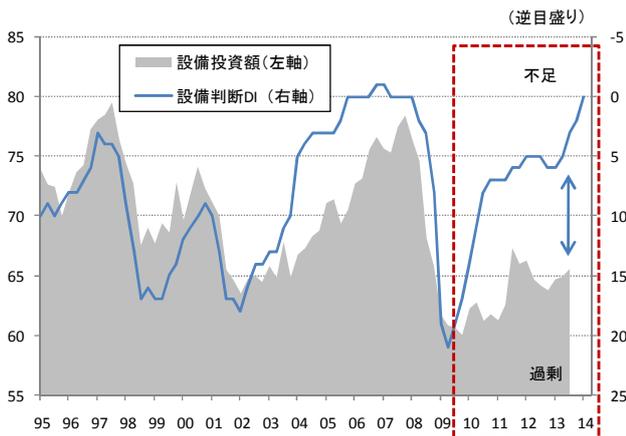
図表6 消費者物価(教養娯楽耐久財)と為替



(資料)総務省資料より三井住友信託銀行調査部作成

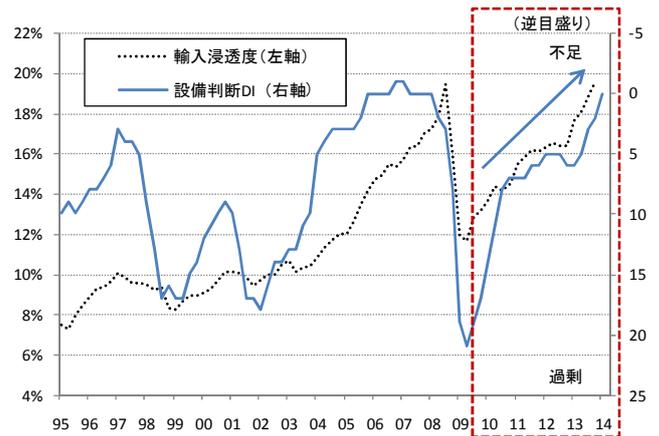
日銀短観からは企業が設備投資の抑制を続けている姿が読み取れる。図表7は日銀短観の生産設備DIと名目設備投資額を比較したものであるが、かつては設備の不足感と設備投資の動向には強い連動性がみられていたが、リーマンショック以降は設備不足感が高まる中でも企業の投資は抑制が続いており、企業が国内への投資に対して慎重なスタンス続けていることを窺い知る事ができる。因果関係までは説明できないものの、図表8にあるように生産設備判断DIと設備投資の連動が薄れる一方で、生産設備判断DIと輸入浸透度の相関が強まっているかのような動きも見えており、企業が国内での生産設備不足を海外からの調達で充当していると考えられるのではないか。

図表7 設備過不足感と設備投資額



(資料)内閣府、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表8 設備過不足感と輸入浸透度



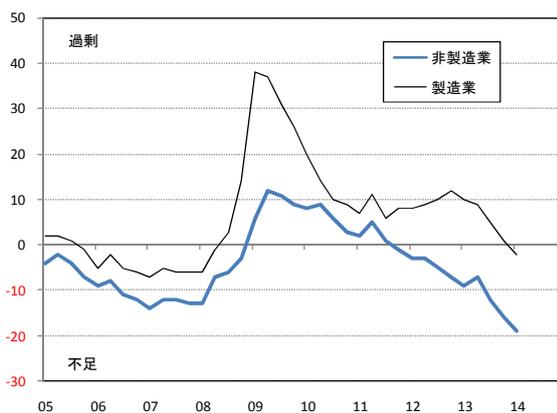
(資料)経済産業省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

3. 長期化・固定化する雇用ミスマッチ

4月8日に行われた黒田日銀総裁の会見において「(日銀の推計による)構造的失業率は大体3%台半ばとっており、3.6%という失業率はそれに近い、ほぼ等しいくらいになっている」と足元の雇用情勢が完全雇用に近い状態にあると述べている。

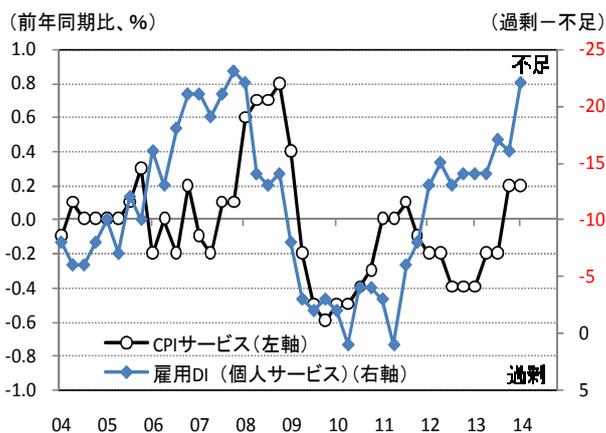
もう一つの不足である雇用においては、将来的な高齢化人口減少社会が確実な中でさらに深刻な状況が垣間見えており、日銀短観の雇用人員判断DIを見ると非製造業の雇用不足感の高まりが示され、サービス価格の一部には既に雇用不足の影響が表れ始めている。(図表9、10)

図表9 雇用人員判断DI



(資料)内閣府、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

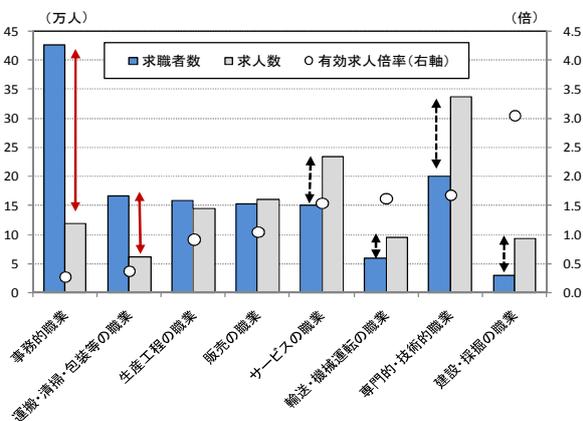
図表10 雇用判断DIとサービス物価



(資料)総務省、日本銀行資料より三井住友信託銀行調査部作成

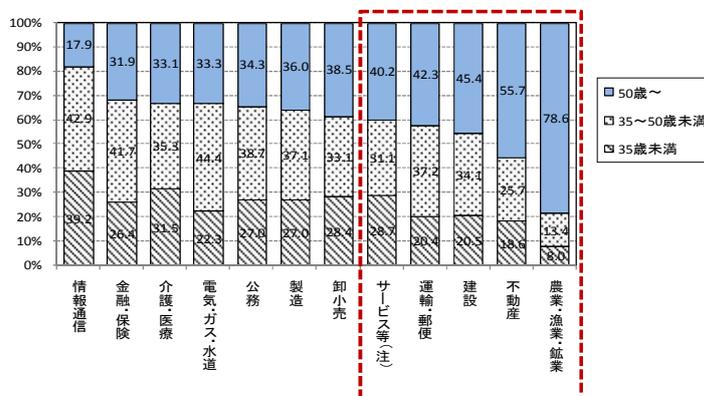
また2014年2月時点の職種別の求職者数、求人数を見ると、人手不足の深刻化が伝えられている建設以外でもサービス、運輸などで有効求人倍率が上昇している。建設においては有効求人倍率が既に3倍を超えており、東北地方における復興や景気対策による公共工事の執行が遅延するなど人手不足が経済成長のボトルネックとなりつつあるが、今後は運輸や飲食など他の業種に広がる懸念がある。(図表11)

図表11 職種別求職者数、有効求人倍率



(資料)厚生労働省資料より三井住友信託銀行調査部作成

図表12 産業別年齢別就業者比率



(注) サービス等は介護・医療を除く

(資料)厚生労働省資料より三井住友信託銀行調査部作成

さらに建設など非製造業の雇用構造は50歳以上の就業者が多いなど高齢化している業種が多く、新規雇用が増加しなければ中長期的に就業者数が減少しやすい構造となっている。(前頁図表12)

一方で求職者数は事務など一部の職種に集中しており、事務系の有効求人倍率は0.28倍と低水準にとどまっております、約30万人の求職超過の状況にある。高齢化・人口減少の更なる進行、低下が続く日本の労働参加率などを考えると、偏在が強まっている求職者数の流動化を進めることが不可避の状況にある。

4. 物価は3層構造へ

こうしたモノとヒトの不足が直ちに消費者物価を押し上げインフレにつながっていくという可能性は低いと考える。しかし、構造的な人手不足により消費者物価の約50%を占めるサービス物価に上昇圧力がかかるということは、物価が下がりにくくなる事につながるとともに、物価の下限が切りあがっていくことを意味している。欧米の例を見てもサービス物価は下方硬直性が強いことが一般的であり、日本のサービス物価も正常化に向かうといえることができるのかもしれない。

一方で、設備不足による国内生産能力の低下は一層の輸入浸透度の上昇につながり、従来以上に為替の影響を受けやすくなる可能性があり、円安に対する物価感応度が一層高まっていくことが予想される。

物価に関してもう一点無視しえない要因は財政面からの物価押し上げ要因である。4月から公共授業料無償化に対する所得制限の導入や高齢者医療費負担の自己負担分増加が実施され、消費者物価の押し上げ要因となるが、国と地方を合わせて約1,000兆円という長期負債残高という巨額な財政赤字を考えると、財政制約からの物価押し上げ効果も断続的に影響してくることが見込まれる。

当面の物価見通しとしては、昨年来の円安効果一巡により夏場にかけて物価上昇率は一旦鈍化することが見込まれているが、中長期的な物価を考える上では前述してきたような供給制約要因を加味して3層構造で考える必要がある。一層部分はサービス価格の動きで、ウエイトが大きいですが、変動は小さく、人手不足などを反映した持続的な上昇が予想される、二層部分は為替や商品市況の影響を強く受けるモノの価格で、為替変動への感応度が高まることから今後変動が大きくなっていくことが予想される。三層部分は財政要因による公共料金や医療になど公共サービスであるが、断続的な物価押し上げ要因となることが見込まれる。官民のサービス物価が持続的に上昇圧力を高める中で、為替変動により短期的な方向性が決まるような姿が予想され、様々な供給制約により物価が下がりにくくなるということができよう。

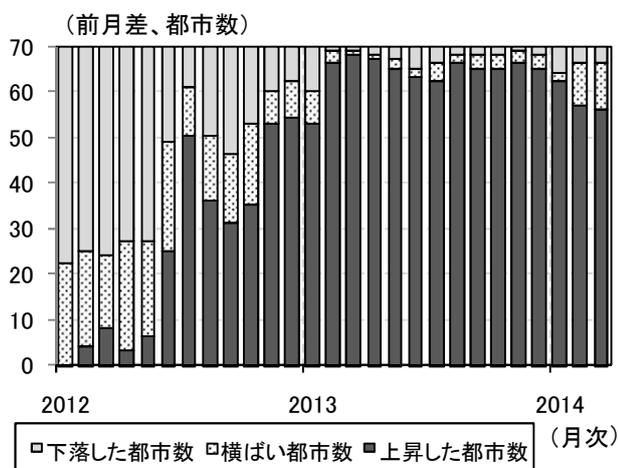
需要回復による良い物価上昇に加えて、供給制約による悪い物価上昇が見えつつある中で、物価安定化での成長持続というシナリオは徐々にナローパスとなりつつあるのではないかと。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

しかし2014年に入ってから、年明け以降の新築住宅価格の動きに変化が見られる。図表1は主要70都市の単純平均でみた価格推移であったが、主要70都市別に住宅価格を取り出し、前月からの変化を見ると、2013年には70都市のうち60都市以上で上昇していたのに対し、今年に入ってからでは上昇都市数が減少し、前月から横ばいの都市数が増えてきている(図表2)。

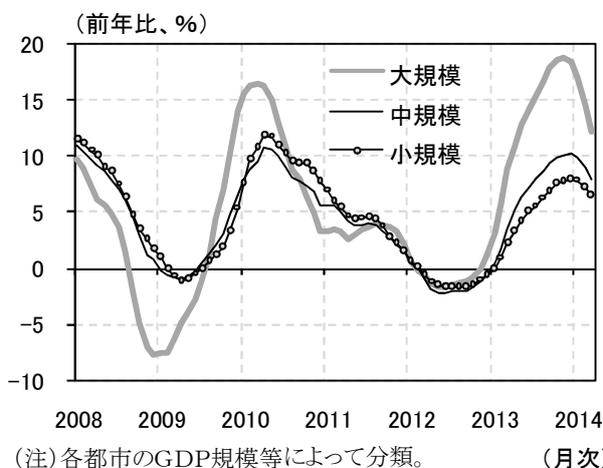
主要都市を規模別に分けて新築住宅価格の動きを見たのが図表3である。大規模都市では相対的に規模の小さい中規模、小規模の都市に比べて住宅価格の振れ幅が大きく、かつ1-2カ月先行して動いていることが分かる。直近を見ても、大規模都市は昨年よりいち早く伸び率の鈍化が始まっており、前年比で大きく上昇していた分だけ減速幅も大きくなっている。

図表2 主要70都市新築住宅価格(中国)



(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表3 主要70都市新築住宅価格(規模別)



(注) 各都市のGDP規模等によって分類。(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

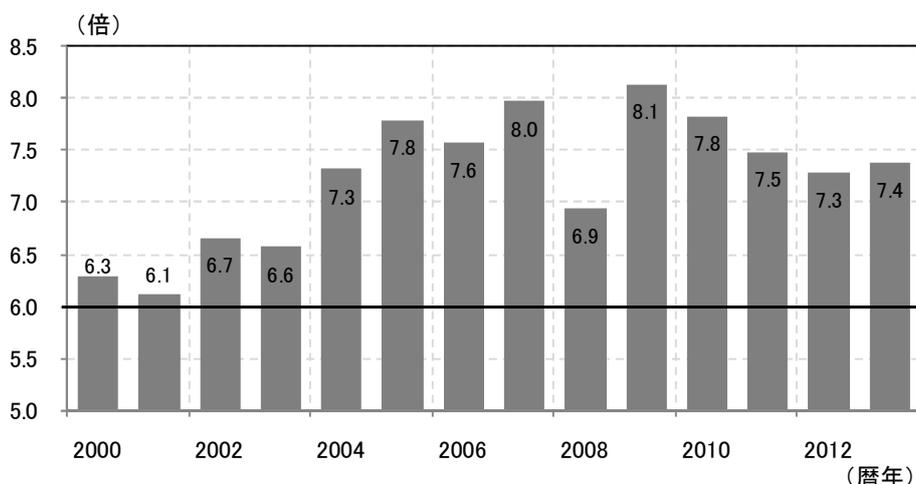
確かに、こうした中国住宅価格の減速は、リーマン・ショック以降2度目の住宅価格上昇ペース加速に対する当局の価格規制が効果を表し始めたともみられることも可能であろう。また、大都市での価格上昇ペース減速幅が大きくなっていることは、全国一律の価格統制から地域別の状況に合わせた価格コントロールに政策スタンスを移しつつある政策当局の姿勢を反映したものと読める。

2. 家計からみた中国住宅価格の水準

(1) 住宅価格と家計可処分所得の比率

ただし注目すべきは今回の中国住宅価格の下落が前回2009年時と比べて大きくなる要因があるのかどうかという点にある。まず、家計の側から見た住宅価格水準を比較してみたい。住宅価格がどの程度割高であるかを確認するために、住宅価格と可処分所得の比率を取り上げた。例えば図表4に示した都市部の同比率を見ると、2000年代初め頃に6倍台であった同比率が2007年までに8倍台まで上昇していた。その後リーマン・ショックが発生した2008年こそ住宅価格の伸び悩みで一時的に6倍台にまで低下したが、翌年2009年には再び8倍を超える水準にまで上昇している。2011年以降は価格上昇が一段落したこともあり、同比率は7倍台まで低下している。

図表4 住宅価格/可処分所得比率（都市部全体）



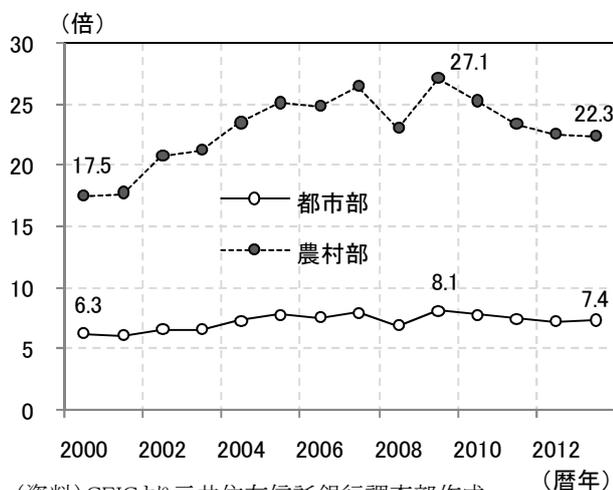
(注) 1. $(1\text{m}^2\text{あたり住宅価格} \times \text{一人あたり居住面積}) / \text{一人あたり可処分所得}$ で計算。
 2. 直近2013年の一人あたり居住面積はタイムトレンドによる単回帰により算出。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

こうしてみると2009年から2010年にかけての住宅価格上昇時と比べて、足元2013年は家計にとって住宅価格の割高感が緩和されているものの、長期の時系列推移をみると、2000年前半の水準に比べまだ相当高い水準にある。

(2) 住宅の買い手の裾野の広がり

次に、この「住宅価格/可処分所得比率」をさらに地域に分け、農村部について見てみたものが図表5である。農村部は都市部よりも一人あたり可処分所得（純収入）が少ないことから同比率は都市部よりも高い。そして農村部も都市部と同様に、2000年に17.5倍であったものが2009年に27.1倍にまで上昇、その後低下しているとはいえ2013年も22.3倍と高水準にある。さらに2000年と比べ農村部と都市部との開きが大きくなっており、この間農民の方がより都市部住民より住宅購入に対するハードルが上がってきたことも分かる。

図表5 住宅価格/可処分所得比率（都市農村別）



(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表6 住宅価格/可処分所得比率（都市部、階層別）

	下位層	中位層	上位層
2000年	10.9	6.7	4.2
2001年	10.9	6.6	4.0
2002年	14.0	7.7	4.4
2003年	14.0	7.6	4.2
2004年	15.5	8.4	4.6
2005年	16.7	8.9	4.7
2006年	16.0	8.7	4.7
2007年	16.9	9.1	4.9
2008年	14.9	7.8	4.2
2009年	17.1	9.1	4.9
2010年	16.1	8.7	4.8
2011年	15.3	8.3	4.6
2012年	14.3	8.0	4.5

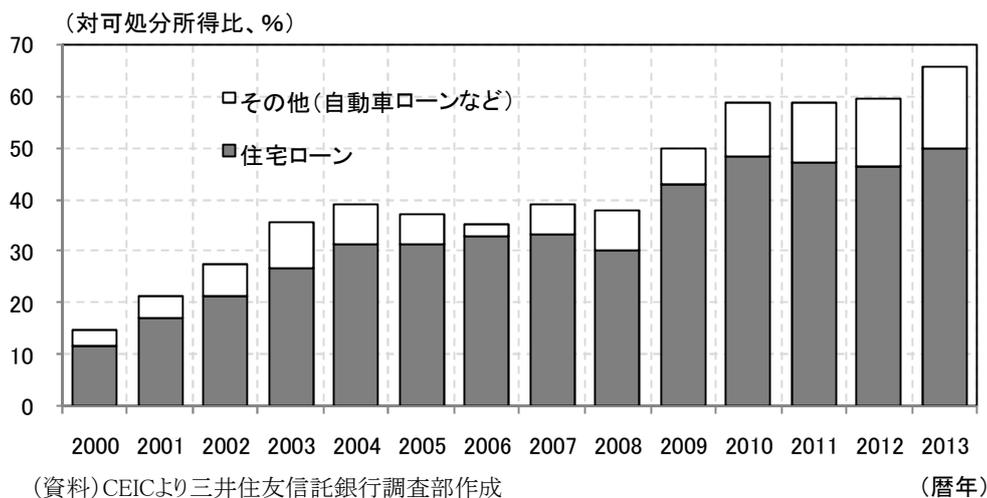
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

また同比率を都市部の所得階層別に分けたのが図表6である。これをみると、どの所得階層においても前回上昇時の2009年と比べ、直近2012年は同比率が低下していることが分かる。しかしこれら都市部の中位層や下位層における同比率はそれぞれ直近8.0倍、14.3倍と過去に比べて高い水準にあり、上位層との差は縮小していない。これらの所得層にとって住宅価格が依然割高であることに変わりはなく、中国の住宅市場の裾野は狭いままであることが示唆される。言い換えれば、住宅市場の裾野が狭い分、限られた層の所得状況や投資態度の変化に左右されるため、その価格変動が大きくなり易いことを示している。

(3) 家計の債務負担

最後に、家計にとっての債務負担がどの程度重いかをしてみる。図表7は都市部における「家計債務残高/可処分所得比率」を見たものである。これをみると2000年初めに10%台であったものが2000年代半ばには40%近くに達し、さらにリーマン・ショック後の2度の上昇時に大幅に伸び、足元2013年は60%を超えている。また最近では住宅ローンに加え、自動車ローンなどを含むその他の増加も同比率を押し上げる要因となっており、家計全体として債務負担感が高まってきていることが分かる。

図表7 家計債務残高/可処分所得比率（都市部）



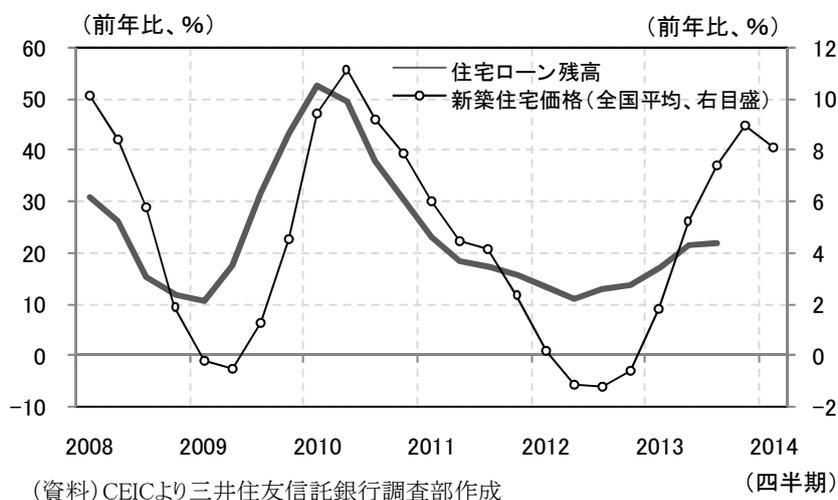
3. 銀行以外からの借入れ増加は住宅価格の調整幅を大きくする可能性

なお、足元では住宅ローン残高と住宅価格の関係にも変化が見られるのが過去とは異なる大きな特徴となっている。図表8において両者の前年比を比べてみると、これまでは住宅ローン残高が住宅価格に1-2四半期先行する形で動いていたものの、2013年以降はこの連動性が若干弱まっているように見える。さらに前回2009年の住宅価格の大幅上昇時と比べ、足元2013年は住宅ローン残高がさほど伸びていないにも拘わらず住宅価格が大幅に上昇している。

こうした足元における住宅ローン残高と住宅価格の関係性に変化が見られる要因として、頭金引き上げなどで銀行からの融資を受けづらくなった家計が銀行以外からの借入れを増やし投機目的で住宅購入を行っていることが想定される。こうした銀行以外からの借入れは、一般的に銀

行からの借り入れと比べて金利が高く、不安定な資金源であることが想定され、そのため住宅価格の調整幅がさらに拡大する可能性も考えられる。

図表 8 住宅ローン残高と新築住宅価格



以上みてきたように、2013年以降、中国住宅価格はリーマン・ショック以降2度目となる大幅な上昇局面に入っていたが、今年に入ってからそのペースが明らかに減速している。この動きは、政策当局による規制が効果を発揮し始めたと見ることができる一方、住宅の買い手の裾野が狭いままであることや、家計可処分所得比で見た債務残高水準が上昇していること、そしてここ数年投機目的を主とした銀行以外の借り入れが住宅価格を押し上げてきた可能性があるなど、政策当局が意図する以上に住宅価格に対する下押し圧力が強まる可能性がある。

こうした住宅価格を含む不動産価格調整が仮に前回のよう横ばいといった軽微なものではなく大きなものとなった場合には、中国の銀行の担保価値の引き下げに繋がり、これによって銀行貸出が抑制されることで、景気全体にマイナスの影響を及ぼし、これが不良債権の増加をもたらす可能性がある。加えて一部の地方政府では土地利用権の売却収入への依存度が高いため、不動産価格下落は直ちに地方政府の歳入減につながる構造にある。地方政府債務の過半は銀行借入のため、例えば地方政府傘下の融資平台等がデフォルトに追い込まれると中国の銀行資産内容の劣化を通じて金融システムへと影響が及ぶ可能性もある。今のところ中国の住宅市場において急激な価格調整圧力が顕在化しているわけではないが、大幅な下落に転じた場合には影響する範囲が広がるのが想定されるだけに、その行方には注意を要しよう。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。