

三井住友信託銀行

調査月報



時論

「働き方改革」という構造改革.....1

経済の動き

膨張を続ける中国民間債務がもたらすリスク

～グローバル経済金融レビュー 2017年冬～.....3

製造業の行動変化と鉱工業生産の動向

～短期的な回復と中長期的な停滞～.....10

米長期金利の上昇・低下反転サインを探る.....16

産業界の動き

新築マンションの販売不振に長期化の懸念

～割高な価格を一般取得層が敬遠～.....25

時論

「働き方改革」という構造改革

「アベノミクス」「(新) 三本の矢」がやや色褪せてきた中、声高に叫ばれているのが「働き方改革」である。経営者が年初の抱負を語る際の必須テーマであったし、安倍首相も通常国会の施政方針演説において「最大のチャレンジ」と位置付けた。今や「働き方改革」は国策中の国策となった感がある。

「働き方改革」の具体的な施策は「同一労働同一賃金」「長時間労働の是正」「多様で柔軟な働き方の選択」「女性と高齢者の就労促進」などであるが、これらを実現しようと思うと、長期継続雇用を主流とし、年功序列色の強い賃金制度を中核とする日本特有の雇用慣行の改革に行き着く。

すなわち、長期継続雇用を前提とするがゆえに、それに当てはまる正規社員とそうではない非正規社員の区別を生み、年功序列色が強いがゆえに勤続年数が長い正規社員と短い非正規社員との間で「同一労働賃金格差」が生まれ、働き方の選択は「多様で柔軟」どころか正規か非正規かという「二者択一」的なものとなり、将来の給与増加を当てにするがゆえに正規社員は企業に拘束されて「長時間労働の常態化」を招き、そうした労働環境は家事や育児を主に担う女性には容易に受け入れがたいものとなり、「女性の就労阻害」をもたらしている。

日本経済が抱える課題を克服する上でも、日本型雇用慣行は不適合を来している。

少子高齢化・人口減少が進行し、潜在成長率が低下している我が国では、労働力を成長・有望分野にスムーズにシフトさせて経済全体の生産性を高めること、高齢者や女性の労働力率を高めて労働力不足を緩和すること、出生率を高めて少子化に歯止めをかけること、個々の労働者の能力と生産性を高めること(＝人的資本の強化)－が必要である。

しかし、今日の日本型雇用慣行は、①長期継続雇用は産業・企業間の労働力の移動を硬直的なものにしている、②男性の家事・育児参加が不十分であるため、女性は出産を機に労働市場から退出したり、復帰する際に非正規社員となるのを避けるべく、子供を産むこと自体を躊躇する、あるいは育児休業を活用して正規社員に止まる場合でも、産む子供の数を抑えがちになる、③職業スキル向上機会が乏しい非正規社員が増加し、日本全体では人的資本が強化・蓄積されない－という具合に、日本経済の課題解決とは逆行する存在となっている。

このように考えると、「働き方改革」は単なる「働き方」の改革に止まらず、「日本型雇用慣行の改革」という日本経済の構造改革問題と捉えて取り組むことが求められるが、その際、次のような点には留意する必要があるだろう。

第一は、日本型雇用慣行に起因する上述の問題は従前から指摘され、長時間労働は社会問題視されているにも関わらず、国民の多くは日本型雇用慣行を根強く支持していることである。

「勤労生活に関する調査(『労働政策研究・研修機構』2016年9月調査)」によると、「終身雇用」「年功賃金」「組織との一体感を持つこと」を支持する人の割合はそれぞれ 87.9%、76.3%、88.9%と過去最高となった。また「一企業キャリア」を支持する人の割合(50.9%)は、「複数企業キャリア」(23.1%)を大きく上回っている。

第二は、日本型雇用慣行にも、日本の構造的課題を克服する上で有効な面があると考えられることである。

潜在成長率を左右する重要なファクターである TFP(全要素生産性)は人的資本の強化とイノベーションがカギを握る。この点から見れば、長期継続雇用には、①企業が人的投資を長期的・継続的に行うインセンティブが生まれる、②情報流通や協力関係が日常的に行われ、個人レベルでも組織レベルでも生産性が高まるケースがある、③人員配置が柔軟に行われるので、新技術導入や新規事業参入に対する抵抗が少ない、④企業単独あるいは他企業との共同による独自の技術に磨きを掛けやすいといった相応の利点は今日でも存在する。このことは、昨今の新製品・サービス開発の事例を見ても、我々が日常の現場で経験することでも、実感できることであろう。

第三は、改革すべき対象とされているものは、国が考え出し、制度化したものではなく、あくまで日本型雇用「慣行」であること、すなわち企業と国民が、経済状況に適応しつつ、経済合理性に沿いつつ、試行錯誤した結果、たどり着いたものである、ということである。

第四は、日本経済は今後も構造的な労働力不足が続くことから、賃金、労働時間、制度設計において、労働者の要求・ニーズが通りやすくなることである。市場メカニズムの面からは「働き方改革」が自ずから進むということでもある。

以上のように考えると、「働き方改革」ひいては「日本型雇用慣行改革」に当たっては、現在の雇用慣行が形成されたのと同じように、主役は企業と国民であるべきだろう。彼らが構造的労働力不足という追い風を活かしつつ、現在の諸制度・慣行のメリットとデメリット、変えるべきものと変えるべきでないものを吟味しつつ、それが生産性向上にもつながる施策を模索しつつ、自らの業界・企業・部署の実情を踏まえつつ、真に実効性ある制度・慣行を自主的・能動的に作り上げていくことを尊重すべきであろう。

国の役割は、成長戦略のように規制改革、国家戦略特区といった政府主導色を前面に出すことではないだろう。ただ、長時間労働や過剰業務負担による自殺者や心身不調者が後を絶たない現状は放置できるものではなく、現行法の規制監督の徹底ないし強化には一層の努力が傾けられるべきだろう。

私見では、AI(人工知能)やロボットの発達によって、職務の新陳代謝や陳腐化スピードが加速し、長期継続雇用を維持することは難しくなるであろうことを視野に入れ、個々の企業レベルにおいては、①メンバーシップ型偏重の社員構成を改めてジョブ型の割合を増やす、②年功序列的賃金カーブを徐々にフラット化し、その捻出原資を地域・時間限定正社員や非正規社員の賃金底上げに充てる一ことが求められよう。また金融機関には、転職に伴う収入中断や老後資金減少のリスクに個人レベルで対応できるような金融商品の開発(所得補償保険や個人型年金等)が期待される。

新たな日本型雇用慣行の姿は現時点では予見し難く、また無理に青写真を描く必要もないが、今年「働き方改革・日本型雇用慣行改革元年」となることは確かであろう。

(フェロー役員 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。

膨張を続ける中国民間債務がもたらすリスク

～グローバル経済金融レビュー 2017年冬～

<要旨>

中国の民間部門債務は拡大が続いており、その対GDP比は約210%と、バブル崩壊直前の日本の水準に達する。また、債務者の返済能力は悪化の一途を辿っている。

民間債務問題を今後さらに深刻化させるリスク要因としては、インフレの高進、資本流出の加速、それらに伴う金利上昇、企業部門の業績悪化、住宅市況の低迷などが挙げられる。程度の差はあるものの、これらのリスク要因には既に顕在化の兆しがみられる。

ただし、中国の民間債務問題は、これまでのところ、信用危機の発生などマクロ経済全体に重大な影響を与えるほどの状況には至っていない。危機が現実のものになるとすれば、上述した複数のリスク要因が相互に作用しながら増幅するという悪循環が形成された場合であろう。

中国の民間債務問題は、それ自体グローバル経済にとって重要なリスク要因であり、問題が深刻化した場合、世界経済、とりわけ貿易や投資の動向に大きな影響を与えることが懸念される。

[3か月前に公表した前回のレポート](#)以降の国際金融市場における最大のイベントは、11月に行われた米国の大統領選挙であった。トランプ氏が勝利したことが金融市場にとってサプライズとなった上に、その結果を受けた金融市場の反応が株価、金利、米ドル・レートの上昇であったことも、事前の大方の予想に反するものとなった。

米国金利上昇によって、新興国からの資金流出が加速するなどの変調が出たことは[先月の調査月報「トランプショック後の新興国マネーフロー」](#)で取り上げたところだが、2017年に入った直後、中国人民元レートが急上昇した。この動きの背景には、トランプ米次期政権の財政拡張策に対する思惑からドル高と米国金利上昇が進む中、中国当局が人民元の先安観払拭と資本流出の阻止を図ったことがある。これは、中国経済が金融面での脆さを抱える中で、政策当局が資金流出と元レート下落が加速するリスクを警戒していることを示す動きと解釈できる。

金融面での脆さの要因としては様々なものが考えられるが、今回は中国の民間部門債務に焦点を当て、現状やそれに起因するリスクについて考えてみたい。

1. 膨張する中国の民間債務、低下する債務返済能力

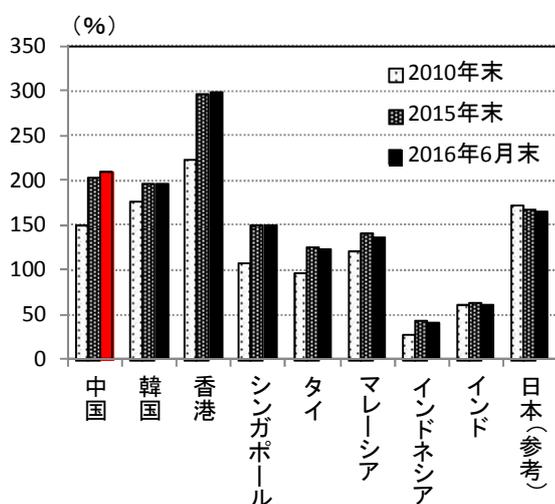
中国の民間部門債務は拡大が続いている。国際決済銀行(BIS)が2016年12月に公表した「非金融部門向け与信統計」(Credit to the non-financial sector)¹によると、2016年6月末時点にお

¹ 拙稿「中国を中心に高まる新興国民間債務リスク」(三井住友信託銀行調査月報2016年8月号)では2016年6月公表のBIS統計を用いたが、その後、同統計には過去に遡及して修正が加えられている。

ける中国民間部門の債務残高(金融を除く企業部門と家計部門(対家計民間非営利団体を含む)の合算。以下、「民間債務」という)は約 22 兆ドルで、2015 年末からの半年間で約 1 兆ドル増加した。この間、民間債務の対 GDP 比は 6.7%ポイント上昇し、209.4%(非金融企業部門 167.6%、家計部門 41.8%)となった。2010 年末比で見ると、民間債務対 GDP 比の上昇幅は 61.5%ポイントに達する。なお、209.4%という民間債務対 GDP 比は、日本がバブル崩壊直前の 1989 年末に記録した 208.0%とほぼ同水準である。過去の日本に照らせば、中国民間部門の債務規模は既に「過剰」なレベルに達しているといえる。

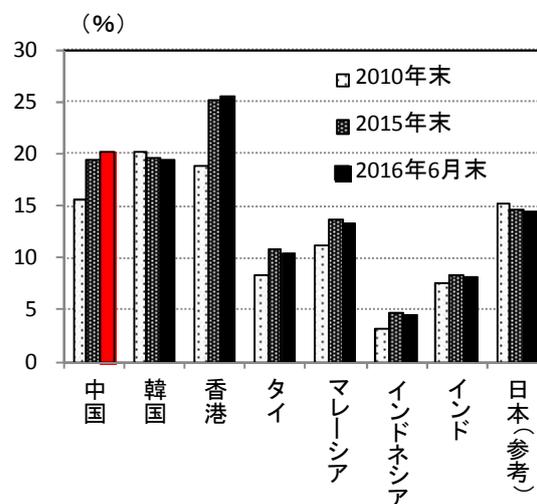
2016 年 6 月末時点における民間債務対 GDP 比、および 2010 年末から 2016 年 6 月末までの同上昇幅を他のアジア主要国・地域と比較すると、中国を上回るのはいずれも香港のみである(図表 1)。もっとも、その香港の数値を押し上げているのは、香港にある大陸中国系企業とみられる。

図表 1 アジア主要国の民間債務対 GDP 比



(資料) BIS

図表 2 アジア主要国の民間部門の DSR



(資料) BIS

景気回復を受けた借入需要の強まりを反映し、中国の社会融資総量²は、上記 BIS 統計が捕捉しない 7 月以降も、経済成長を上回る年率換算約 10%というペースで拡大している。これを踏まえると、同国の民間債務対 GDP 比は 2016 年末時点で 210%を超えているものと推測される。

債務残高が膨らむ中、中国民間部門の債務返済能力は悪化の一途を辿っている。BIS が 2016 年 12 月に公表した「デット・サービス・レシオ (DSR) 統計」(Debt service ratios for the private non-financial sector)によると、同国民間部門の 2016 年 6 月末時点における DSR は 20.1%と、2010 年末時点の 15.5%に比べ 4.6%ポイントも上昇している。なお、ここでいう DSR は、民間部門における債務返済額(分子)を、総可処分所得と利払い費用の和(分母)で除してもとめた比率で、数値が高いほど債務返済能力が悪化していることを表す³。

約 20%という DSR の水準は、先進国に比べると際立って高いとはいえないものの、アジア主要

² 社会融資総量とは、信託融資や委託融資といったシャドバンキングを含む経済全体の融資総額を指す。社会融資総量残高は 2016 年 6 月末の約 148 兆元から 12 月末には約 156 兆元に増大している。

³ 厳密に言えば、企業部門の利払い費用には金融仲介費用と配当支払い額を含む一方、家計部門の利払い費用からは金融仲介費用は控除される。詳細については、“BIS database for debt service ratio for the private non-financial sector” (http://www.bis.org/statistics/dsr/dsr_doc.pdf) を参照。

国・地域間で比較すると香港に次ぐ高さである。しかも、その香港に関しては、前述同様、在香港中国企業が押し上げ要因になっているものと推測される(前頁図表2)。

中国民間部門のDSRについて懸念されるのは、それが2010年代を通じ一貫して上昇基調にあることである。以下に言及する複数のリスク要因の動向次第では、DSRは今後さらに上昇し、民間債務問題はデフォルトの急増、さらに信用危機の発生につながっていく可能性がある。

2. 民間債務問題をめぐるリスク要因

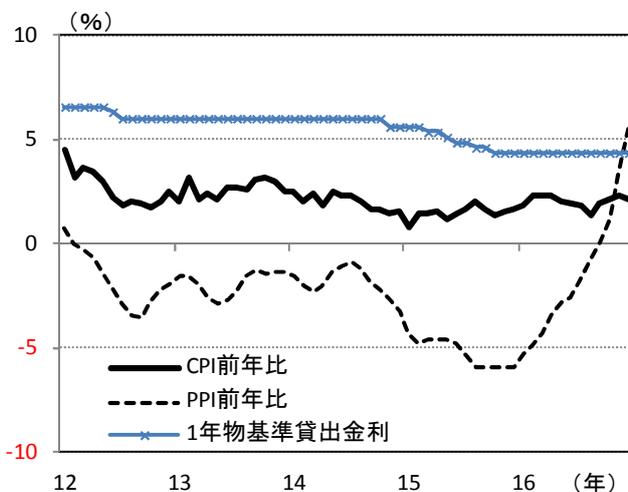
民間債務問題を深刻化させる主なリスク要因としては、インフレの高進や資本流出の加速、それらに伴う金利上昇、企業部門の業績悪化、住宅市況の低迷などが挙げられる。程度の差はあるものの、これらのリスク要因には既に顕在化の兆しがみられる。

(1) インフレの高進

2016年12月14～16日に北京で開催された中央経済工作会議(翌年の経済計画等を策定する中国共産党と中国政府の合同会議)を受け、中国当局の金融政策の方針は、従来の「穏健」(慎重)から「**穏健中性**」(慎重で中立的)という表現に改められた。このことは、中国当局が2014年以降続けてきた緩和的な金融政策スタンスを中立方向に転じたことを意味する。

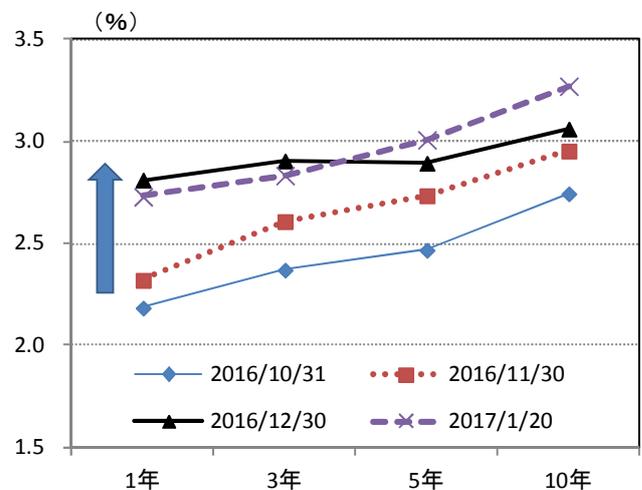
そうした中、インフレは足元で上昇の兆候を示している。中国国家統計局によると、2016年12月における消費者物価指数(CPI)は、前年同月比2.1%増と比較的緩やかな伸びにとどまる一方、生産者物価指数(PPI)は、前年同月比5.5%増と2011年9月以来の高い伸びを記録し、2012年3月から2016年8月まで続いたマイナス圏から完全に脱した(図表3)。PPIの持続的上昇はタイムラグを伴いながらCPIに影響することで、今後、中国人民銀行に対し利上げ圧力を強めていくものと予想する。実際、先行きのインフレ上昇を織り込んだ形で、中国の中長期金利は2016年秋以降上昇基調にある(図表4)。金利上昇は、DSRの分子を構成する利払い負担を増大させ、民間部門の債務返済能力悪化をもたらす可能性が高い。

図表3 中国のインフレ率・政策金利



(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行

図表4 中国国債のイールドカーブ

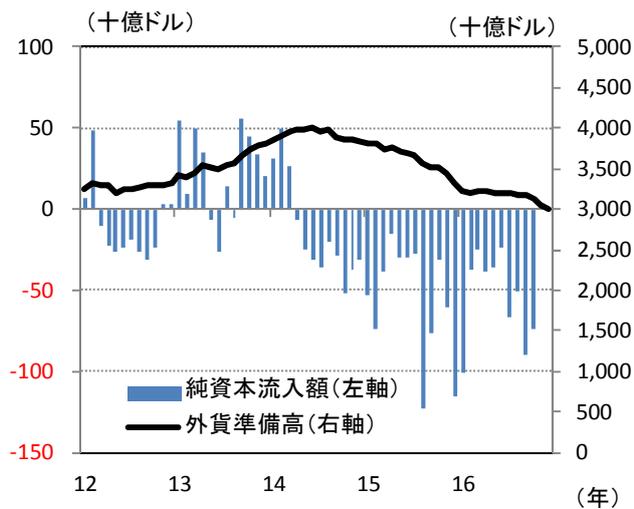


(資料) 中国人民銀行

(2) 資本流出の加速

国際金融協会(IIF)の推計によると、中国では2014年4月以降、一貫して資本の流出超過が続いている。外貨準備高も減少が続いており、2014年央の約4兆ドルから2016年12月には約3兆ドルに縮小した。この間の減少額は約1兆ドルにおよぶ(図表5)。外貨準備高の急減は、資本流出の阻止と通貨の防衛を目的とした中国当局によるドル売り介入を反映したものとみられるが、人民元の対ドル相場は、2016年半ば以降、元安が加速しており⁴(図表6)、外貨準備の取り崩しは、通貨防衛にも資本流出阻止にも効果を挙げていないように見える。

図表5 対中純資本流入・外貨準備高



(資料) 中国国家统计局、IIF

図表6 元対ドル為替レート・CFETS 人民元指数(週次)



(資料) 中国外為取引センター(CFETS)

米国が段階的に利上げを行っていくことが見込まれる中、中国当局は今後、資本流出および人民元下落を阻止するための手段として、米国債の売却や資本取引規制に加え、短期金利操作をより能動的に採用する可能性があるとする。実際、香港のオフショア人民元市場では、2017年初旬、中国系銀行が人民元の供給を絞ったことで、銀行間翌日物金利が一時100%超に跳ね上がるという事態が起こったが、この金利暴騰は人民元の先安観払拭および資本流出の阻止を図った中国当局の関与に起因するものとみられている。もっとも、規模が限られるオフショア市場への関与はいわば小手先の策に過ぎない。直接的かつ持続的な効果を狙うためには、オンショア市場、すなわち中国本土での短期金利操作が有用であり、中国当局は早晚それに踏み切るものと予測する。だが、オンショア短期金利の引き上げは、副作用として、短期借入への依存が大きい国内債務者の資金調達を困難にし、資金繰り破綻が噴出するリスクを高めることになるだろう。

たしかに、理屈上、中国当局には、変動為替相場制に移行することで、国内金利を低水準に維持する代わりに対ドル・レートの変動を市場に委ねる、という選択も可能である。しかし、仮にそのような選択がなされた場合、少なくとも短期的には、人民元の先安観の広がりから、資本流出圧力はさらに増大する。また、ドル高元安の加速によって、ドル調達を行っている中国企業の対外債務返済能力は一層悪化することになる。したがって、当面現実的なオプションとはならないとみる⁵。

⁴ ただし、通貨バスケット指数であるCFETS 人民元指数で見ると、2016年央以降、人民元の下落には歯止めがかかっており、米金利の上昇に牽引された「ドル高」という側面も強い。

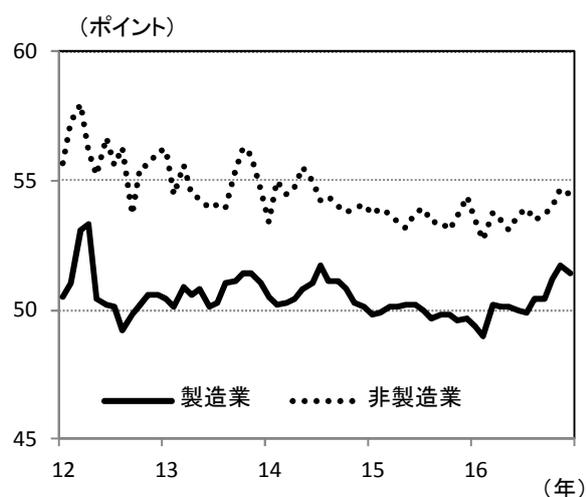
⁵ 2017年1月18日付ロイター記事によると、中国企業のドル建て起債額は2016年だけで1,100億ドルにおよぶ。

(3) 企業部門の業績悪化

中国の企業景気は堅調に推移している。中国国家统计局の購買担当者景気指数(PMI)は、製造業・非製造業ともに上向きであり、好不況の節目である50ポイントを一時下回っていた製造業指数も、2016年8月以降は一貫して50を超えている(図表7)。

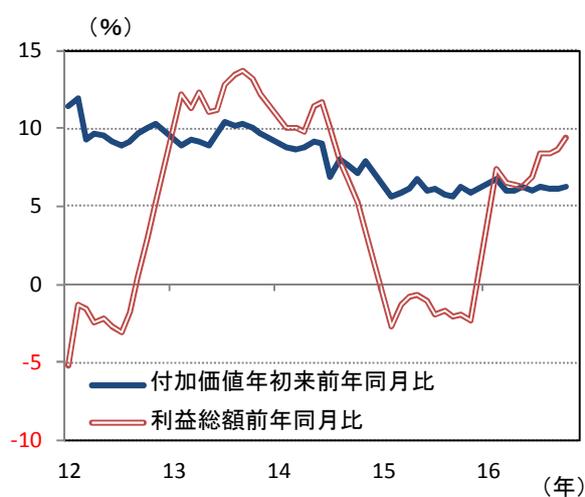
そうした中、工業部門企業の利益総額は2016年に入ってからV字回復を遂げている(図表8)。しかし、利益の伸びは資源価格の上昇に伴う資源関連部門の回復に牽引された一時的な現象である可能性が高く、持続性という点では期待できない。つまり、民間部門全体としてみると、債務返済能力好転の材料とならないということである。

図表7 製造業・非製造業別 PMI



(資料) 中国国家统计局

図表8 工業部門企業付加価値・利益総額前年同月比



(資料) 中国国家统计局

それを示すように、回復基調の景気とは裏腹に、2016年、中国では社債のデフォルトが件数・金額ともに激増した。2016年12月28日付中国・経済参考報(電子版)⁶によると、社債のデフォルト件数およびデフォルト額は、2014年の6件/13億元、2015年の22件/124億元に対し、2016年は61件/369億元に達している(データ元は金融情報会社 Wind 資訊)。前年に比べると、件数・金額ともに3倍増である。

同記事によれば、中国における2016年の公募社債のデフォルト率は、11月時点までで0.56%と引き続き低水準である。ただし、2014年のわずか0.07%、2015年の0.45%に比べると明らかに上昇している(中国3大格付け会社の一角・中誠信国際信用評級による算定)。そうした中、社債の発行市場は2016年秋以降、信用スプレッド(社債の対国債利回りプレミアム)の拡大を伴う形で急速に悪化し、2016年12月1~25日の純発行額(単月の発行額と償還額の差)は大幅なマイナスとなった⁷。中国の社債市場は、期間1年以内の短期債を含め、2017年中に5.5兆元を超える巨額の償還圧力にさらされることになるが、企業業績の改善も市場環境の好転も期待できない中、社債のデフォルトはさらに増加するものと予測する。

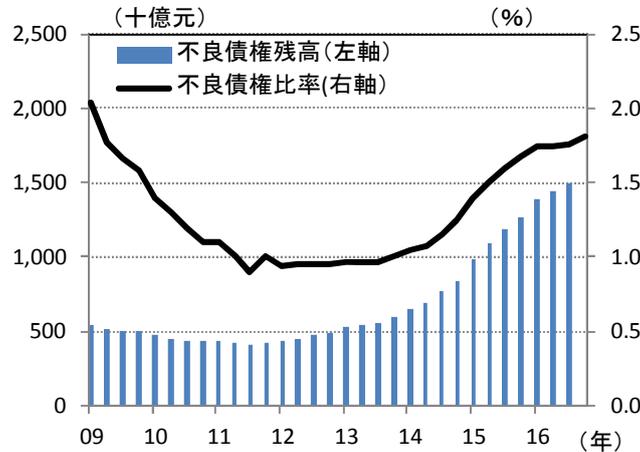
他方、銀行資産の質も、緩やかながら悪化傾向にある。中国銀行業監督管理委員会によると、

⁶ http://www.jjckb.cn/2016-12/28/c_135937142.htm

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-23/china-inc-struggling-to-sell-bonds-poses-quandary-for-economy>

商業銀行部門の不良債権比率は、2016年12月末時点で1.81%と2%に迫る。絶対水準としては低くみえるものの、世界金融危機直後の2009年前半の水準に相当し、警戒を要する(図表9)。

図表9 中国商業銀行部門不良債権残高・比率

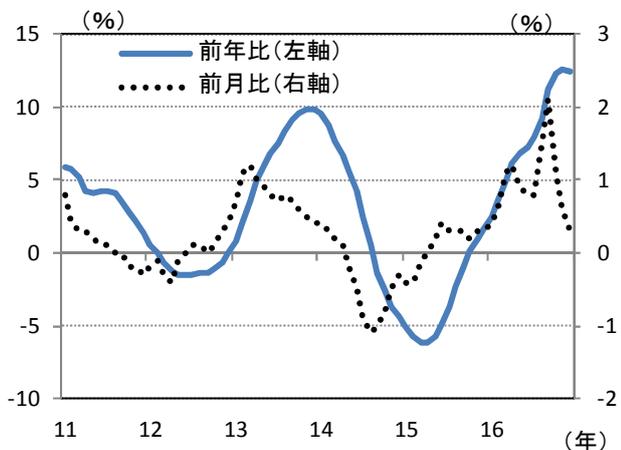


(資料) 中国銀行業監督管理委員会

(4) 住宅市況の低迷

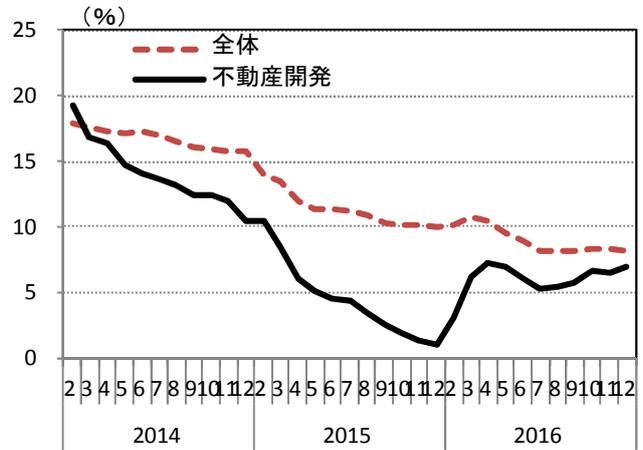
好調を維持してきた住宅市況にも陰りがみえる。2016年12月の中国主要70都市平均新築住宅価格の前年同月比騰落率(中国国家统计局に基づきロイターが算出)は、12.4%増と引き続き高い伸びとなったが、前月比(同)でみると、0.3%増にとどまり、失速が鮮明である(図表10)。うち最も過熱感が出ていた南部の深圳では3か月連続で前月比マイナスを記録、また上海でもマイナスに転じるなど、価格上昇は頭打ちとなっている。不動産価格抑制策が要因であるが、経験的にいえば、深圳や上海など一線都市における価格下落は、この先中国全土に波及していく可能性が高い。住宅市況の悪化は、2016年以降持ち直しつつあった不動産開発投資(図表11。都市部固定資産投資全体の2割弱を構成)に打撃を与え、不動産開発関連向け与信の大規模なデフォルトを引き起こすリスクを孕む。

図表10 中国主要70都市新築住宅価格騰落率



(資料) ロイター

図表11 固定資産投資年初来前年同月比増減率



(資料) 中国国家统计局

金利上昇も住宅市況にとって潜在的なリスク要因である。低金利はこれまで住宅ローンの拡大を促し、住宅バブルを膨らませてきたが、前述のとおり、金融政策が転換点を迎える中、その逆回転が始まる可能性が高い。すなわち、住宅ローン金利の上昇が住宅取得意欲を急激に冷やし、住宅バブルを破裂させ、不動産開発業者の破綻を引き起こすという連鎖である。また、金利上昇は、家計部門にとっても懸念材料である。住宅ローン債務者の利払い負担を拡大し、その債務返済能力を悪化させるためである。

3. まとめと今後の見通し

本稿では、中国民間部門における債務拡大および債務返済能力の悪化を BIS 統計から確認した上で、インフレの高進、資本流出の加速、それらに伴う金利上昇、企業部門の業績悪化、住宅市況の悪化といったリスク要因が今後、民間債務問題を深刻化させていく可能性があるとする見通しを示した。

一方で、中国経済が2016年に達成した6.7%増という底堅い成長率をみる限り、民間債務問題は、これまでのところ、信用危機の発生などマクロ経済全体に重大な影響を与えるほどの状況には至っていないといえる。

既に言及したとおり、上述のリスク要因の間には顕在化の度合いに隔たりがある。資本流出は差し迫った問題になりつつあるものの、金利上昇は始まったばかりであり、企業部門の業績は危機という水準からはほど遠い。中国において民間債務問題が信用危機に至るとすれば、複数のリスク要因が相互に作用しながら増幅していくという悪循環が形成されたときであろう。たとえば、①インフレの高進／資本流出の加速→②金利の上昇→③企業部門の業績悪化／住宅市況の低迷→④国内景況感の悪化→⑤資本流出の加速／元安の進行→⑥金利の上昇／企業部門の信用スプレッド拡大→⑦デフォルトの増加、といった負の連鎖が反復的につくられるときである。

仮にトランプ米大統領が公約どおりの保護主義政策を導入し、中国に対し強硬姿勢で臨んだ場合、以上にみた悪循環には、対米輸出の急減がリスク要因として新たに加わることになる。2016年における中国の対米輸出額の前年比減少率は5.9%にのぼったが、さらなる対米輸出の落ち込みは、特に企業部門の対外債務返済能力の低下という点で懸念される。

最後に、グローバル経済という観点から、中国の民間債務問題が深刻化した場合に起こりうる事態について、2点指摘しておきたい。

第一に、世界貿易低迷の深刻化・長期化である。中国民間部門の需要減少に伴い、対中輸出依存度の高い国・地域を中心に、貿易は伸び悩み、経済は下振れリスクが高まろう。

第二に、世界的な投資停滞である。中国当局は問題深刻化の過程で、その責任を外国企業に転嫁し、排他的な経済政策を打ち出すものとみられる。その結果、対中直接投資は急激に冷え込むことが予想される。また、近年著しいペースで増加を続けてきた中国企業の対外直接投資も、調達余力低下により縮小に転じる公算が大きく、世界全体の投資額を押し下げることになる。

以上を踏まえると、中国の民間債務問題は、依然危機的状況からは距離があるものの、中国経済のみならず、世界経済をみる上でも、もはや無視できない局面にきているものと考えられる。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@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。

製造業の行動変化と鉱工業生産の動向

～短期的な回復と中長期的な停滞～

<要旨>

2014年以降、実質輸出は増加トレンドにあり、先行きも世界経済の持ち直しから更に増加していくことが見込まれる一方、国内の生産は停滞が続いている。

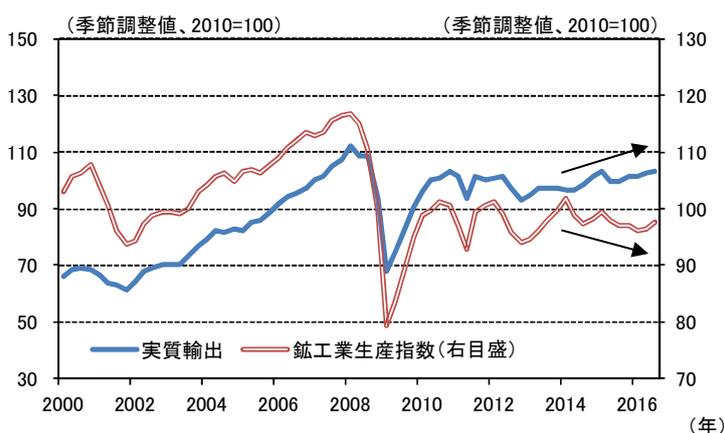
在庫循環の観点から短期的な動きを考察すると、日本の製造業は在庫調整局面を脱却しつつあり、今後は生産が徐々に回復に向かうことが予想される。しかし、IT技術の進歩や生産の効率化の結果、一部の業種で在庫変動が小さくなっていることで、生産全体で見た場合、リーマンショック前までに見られたような力強い拡大は見込みづらい。

また、日本の経済成長が低迷する中、製造業が設備投資に対して慎重になり、生産能力の向上を意図した設備投資を控えることで、生産能力が持続的に低下しており、中長期的にみても過去の水準まで生産が回復することも見込めない。今後はかつてのような円安や外需による製造業主導の景気回復は期待できないであろう。

1. 停滞が続く鉱工業生産

リーマンショック以降、鉱工業生産は停滞が続いている。実質輸出が2014年半ば頃から増加トレンドにあるのに対して、鉱工業生産は小幅に上下を繰り返した後、足元では横ばいの動きが長引いている(図表1)。実質輸出が回復する中で、生産が停滞するという姿は、生産と実質輸出がほぼ平行に動いていた2000年代とは異なる状況となっている。そこで本稿では足元での生産が停滞している原因を、過去の景気回復局面との比較で分析すると共に、先行きを考察する。

図表1 実質輸出と鉱工業生産指数の推移



(資料) 経済産業省『鉱工業指数』、日本銀行『実質輸出入の動向』

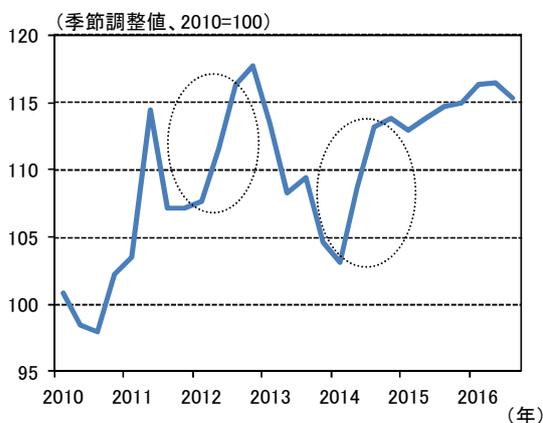
2. 在庫循環からみた生産の動向

足元の生産停滞の原因の一つには、2010年以降上昇した高い在庫率がある。2010年以降、2011年の東日本大震災による一時的な出荷の急減による影響を除き、二度の大きな在庫率上昇局面があった(図表2)。一度目は2012年頃からで、中国をはじめとする新興国経済の減速が鮮明になったことで、リーマンショック後に回復を続けた輸出向け出荷が減った(図表3、4)。

その後、2014年の消費増税の駆け込み需要で一時在庫率が低下するも、駆け込み需要の反動が長引く中で国内出荷が減少し、二度目の在庫率上昇の期間が続いた。また2015年夏以降はチャイナショックの影響で輸出向け出荷が減少したことも在庫率の押し上げ要因となった。

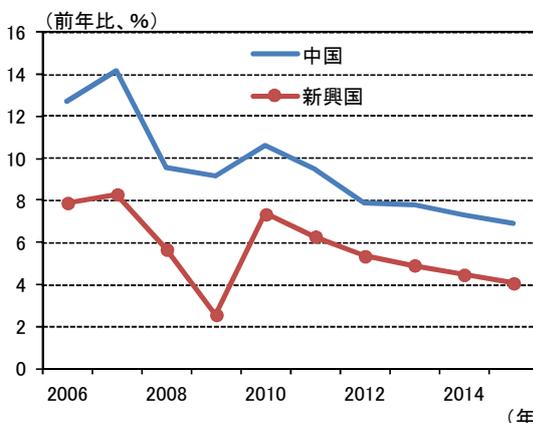
また、この期間の在庫率の変化を主要業種別にみると、2010年以降大きく上昇したのは電子部品・デバイスで、足元でも2010年から比較すると、5割程度高い水準で推移している(図表5)。

図表2 在庫率指数の推移



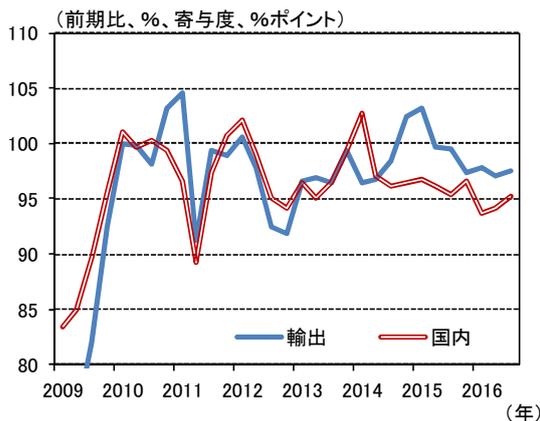
(資料)経済産業省『鉱工業指数』

図表3 中国と新興国経済のGDP成長率



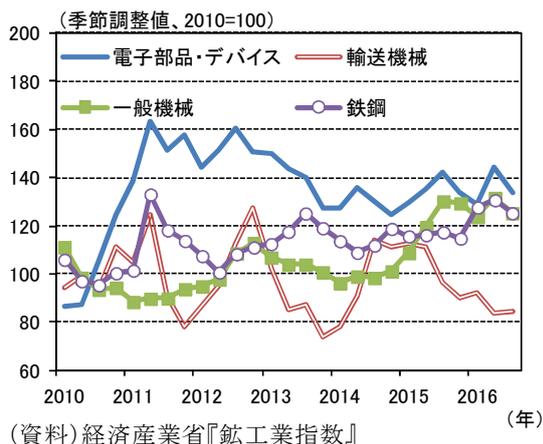
(資料)IMF『World Economic Outlook October 2016』

図表4 出荷内訳の推移



(資料)経済産業省『鉱工業出荷内訳表』

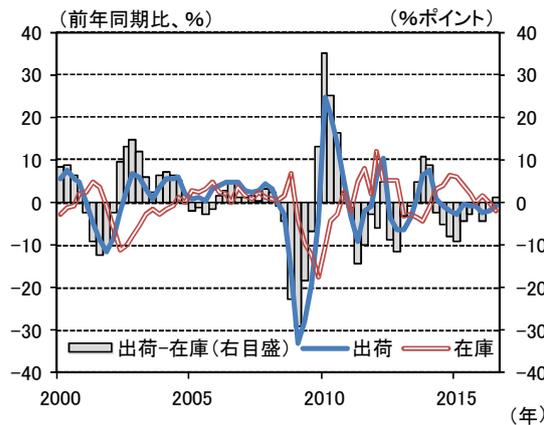
図表5 業種別の在庫率指数の推移



(資料)経済産業省『鉱工業指数』

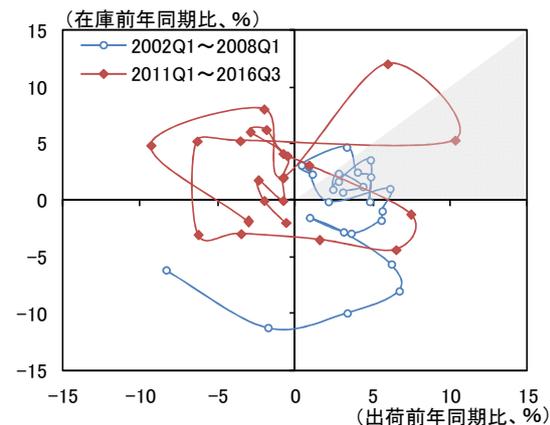
足元では、出荷・在庫バランスがプラスに転じはじめていたり、在庫循環図の動きをみると、現在の日本経済は、既に在庫調整局面を抜け、出荷が伸びていく局面に差し掛かっているとみられる(図表6、7)。このまま、世界経済の回復が続くことで、生産も徐々に回復に向かうとみられる。

図表6 出荷・在庫バランス



(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

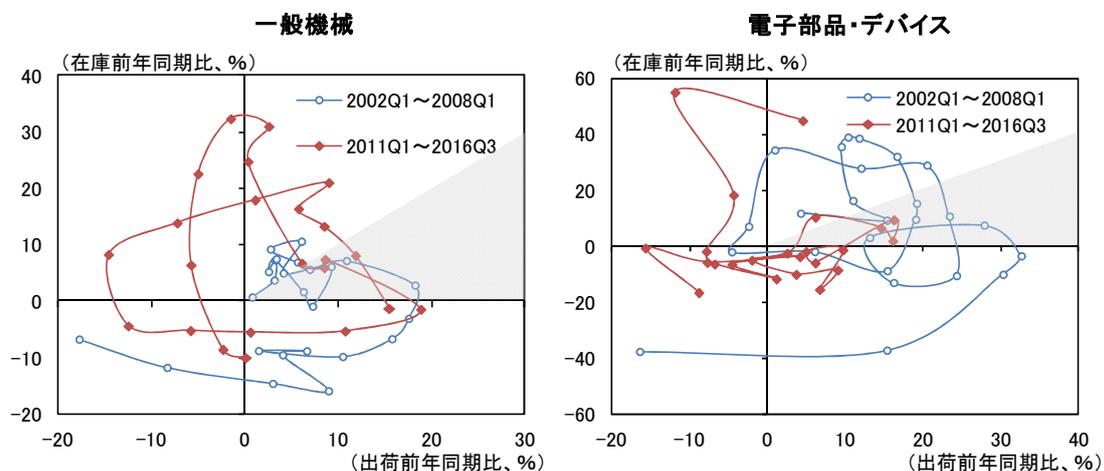
図表7 在庫循環図



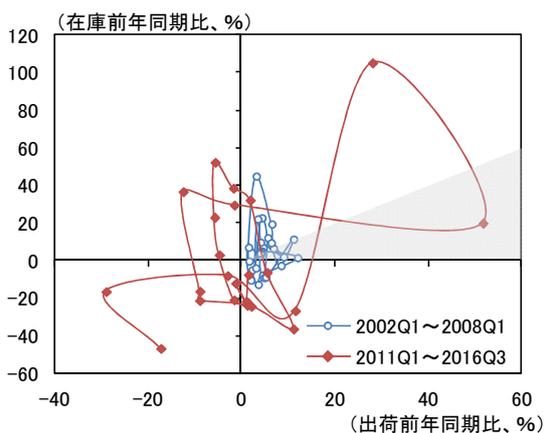
(注) 網掛け部分は景気拡大に伴う前向きな在庫積み増し期間。
(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

しかし、在庫循環に基づく生産の回復は、リーマンショック前までのような大幅な上昇は期待できない。その主因は、過去と同様の景気拡大に伴う積極的な在庫積み増しが一部の主要業種で行われなくなったことである。業種別に在庫循環図をみると、過去には景気拡大期に出荷が伸びる元で在庫の伸びが加速する、前向きな在庫積み増し期間が相応の間続いていた(図表7、8の網掛け部分)。一方で、2011年以降の局面においては、前向きな在庫積み増し該当する期間が、電子・部品デバイスでは3四半期、輸送機械と鉄鋼では1四半期と明らかに期間が短くなっている(図表8)。また、特に、電子・部品デバイスの変化は顕著で、2011年Q1以降、在庫増を示した期間は僅か7四半期となっており、前掲図表5でみた、この期間の在庫率の上昇は専ら出荷の増減が要因となっていることが分かる。理由として考えられるのは、こうした業種ではIT技術の発達やグローバルな競争環境下で在庫管理、生産の効率化が進んだ結果、在庫変動が小さくなっていることが挙げられる。過去には製造業全体としても、景気回復に伴い生産が拡大することで前向きな在庫の積み増しの期間が長かったが(図表7)、技術進歩の結果、一部の業種で在庫を積み増す期間が短縮されたことで在庫変動が小さくなった。そのためこうした業種の生産による押し上げ効果も小さくなり、生産全体の動きが小幅なものにとどまっていると考えられる。在庫循環の観点から、今後生産の拡大が見込めるものの、その度合いは過去と比べて小さなものになると考えられる。

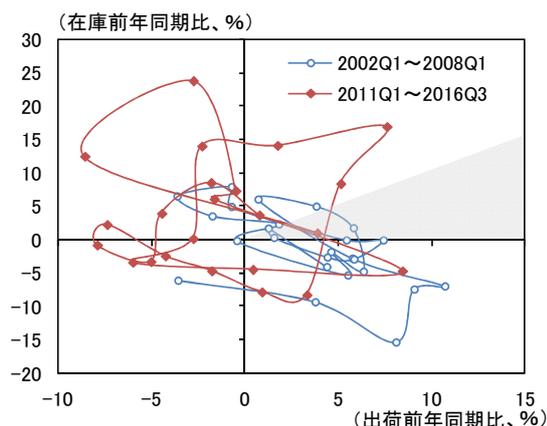
図表8 業種別の在庫循環図



輸送機械



鉄鋼



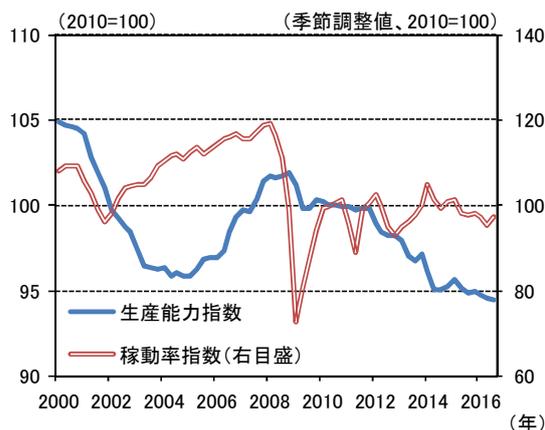
(注) 網掛け部分は景気拡大に伴う前向きな在庫積み増し期間。

(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

2. 生産能力からみた生産の先行き

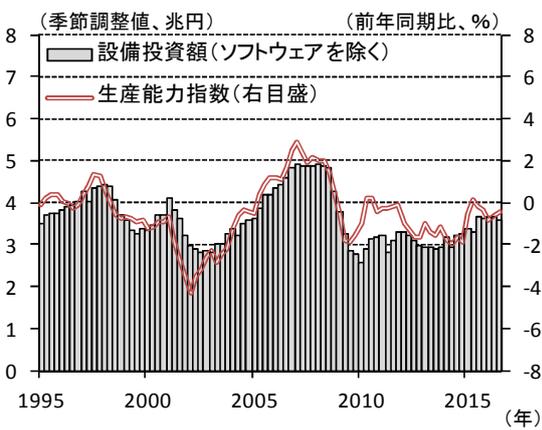
前節では在庫循環という短期的な側面から生産の先行きをみたが、中長期的にも、過去のように生産が大きく拡大していくという姿は描き難い。その要因の一つとして製造業の生産能力の持続的な低下がある。2000年代における景気回復局面では、円安と世界的な景気回復による輸出拡大で、製造業の稼働率が大きく伸び、その後遅れる形で生産能力も上昇した(図表9)。しかし、今次局面では足元の輸出の伸びに対して、稼働率は横ばいで推移し生産能力は下降を続けている。生産能力が高まらない中であっては、この先更なる内外需の盛り上がりに対して生産が追いつかない可能性が出てくる。

図表9 生産能力と稼働率指数の推移



(資料) 経済産業省『鉱工業指数』

図表10 製造業の設備投資額と生産能力指数



(注) 設備投資は全規模製造業を使用。

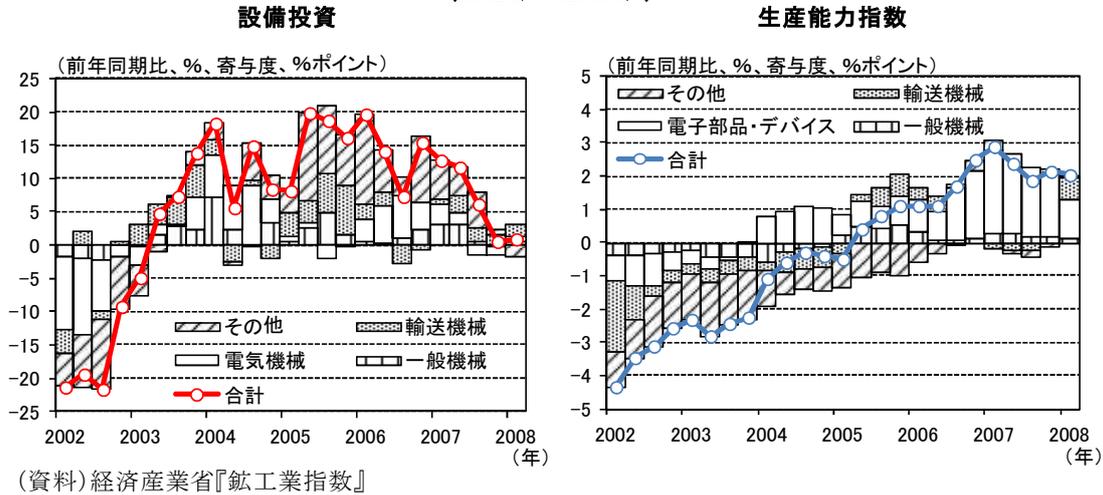
(資料) 経済産業省『鉱工業指数』、財務省『法人企業統計』

生産能力の落ち込みの要因は、設備投資の伸び悩みである。そこで、法人企業統計ベースの製造業の設備投資額と、生産能力指数の前年同期比の動きをみると、ほぼ同じ動きをしていることが分かる(図表10)。過去の景気拡大期は設備投資額が増加するにつれて、生産能力も向上しているが、リーマンショック以降の設備投資額はほぼ横ばいで推移しており、生産能力の伸び率は

マイナスの局面が多い。

過去の景気拡大局面と足元で、業種別に設備投資と生産能力の動きを比較してみると、過去の景気拡大局面では、デジタル家電の需要増に伴い、電気機械の設備投資が大きくプラスに寄与しており、電子部品・デバイスの伸びが生産能力を押し上げていることが分かる(図表 11)。

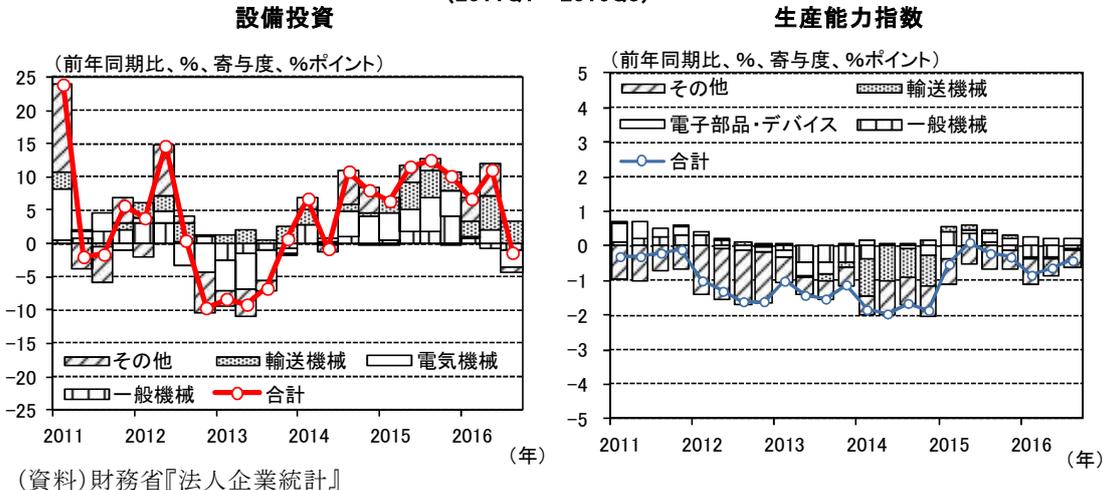
図表 11 設備投資と生産能力指数の寄与度分解①
(2002Q1～2008Q1)



一方、2011年以降の設備投資は、電気機械、輸送機械等の主要業種で、プラスとマイナスを繰り返し安定した動きをみせておらず、この期間、製造工業全体の生産能力は低下を続けている(図表 12)。また、過去の生産能力を牽引していた電子部品・デバイスも近年では寄与度を縮小させている。

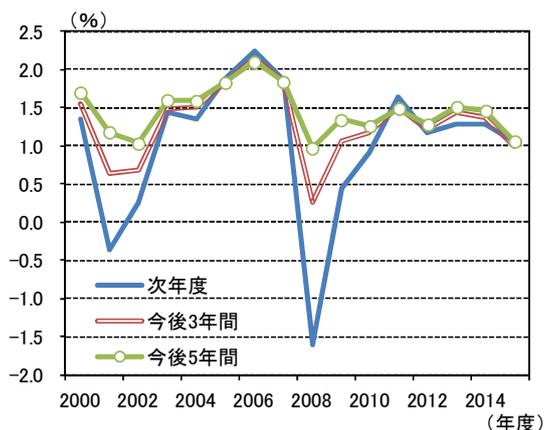
設備投資が生産能力の向上に繋がっていない現状に鑑みるに、足元で行われている設備投資の動きは生産能力の向上を目的とした大規模なものではなく、設備の小規模な更新や維持を目的としたものにシフトしている可能性が高い。特にその動きは、スマートフォン等の小型製品向けの生産が増した電子部品・デバイス産業において大きいと考えられる。こうした製品は頻繁にアップデートが行われるため、生産サイクルが短縮化しており、大規模投資による生産能力の向上よりも、小規模な設備の更新を繰り返すことで対処しているとみられる。

図表 12 設備投資と生産能力指数の寄与度分解②
(2011Q1～2016Q3)



2000年代と今回の局面における製造業の設備投資行動の違いは、日本経済に対する期待成長率の低下が影響していると考えられる。当時と足元の期待成長率を比較すると、過去には5年先まで2%を超える水準で経済成長を続けるとみていたが、足元では1%程度まで低下している(図表13)。日本の経済成長や実需の伸びが見込めない中で、製造業が設備投資に対して慎重になったことが足元での生産能力の低下を招いていると考えられ、中長期にみて過去のような生産能力の大幅な向上は期待できない可能性が高く、生産も過去の水準まで回復するとは考え難い。

図表13 製造業の実質経済成長率の見通し



(資料)内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

本稿でみたような製造業の主要業種における投資・生産行動の変化からみると、今後はかつてのような円安や海外景気回復による輸出増加を基点とした製造業主導の景気回復は期待できないであろう。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@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。

米長期金利の上昇・低下反転サインを探る

<要旨>

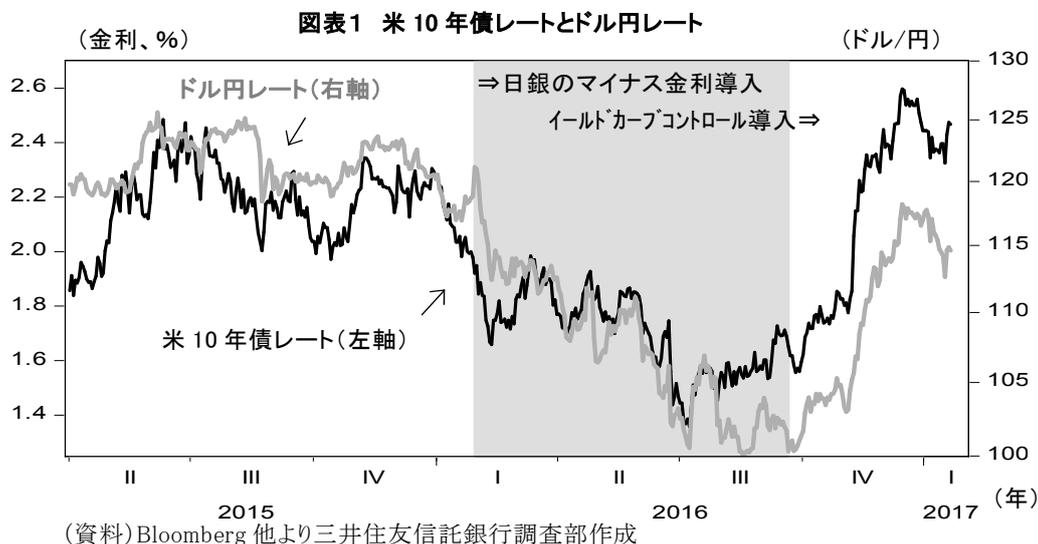
米国長期金利の推移には、大転換でなくとも上昇と低下が反転する局面がある。小さな反転でも続くと市場全般の転換の引き金になるため、金利反転の近さが把握できれば変化に備えられる。そこで、期待インフレ率と実質金利の水準から長期金利が反転しやすい状況を考察した。米10年債レートの下限を期待インフレ率と定め、これに過去1年で観察される実質金利の最大値を加えた水準を上限と見做せば、これら上下限に接近すると金利反転の可能性が高まる。実際に2014年以降の日次で転換サインが現れたのは26回あり、米長期金利は想定通りの方向へと反転し、他の金融指標にも変化が及んだ。

下限となる期待インフレ率は銅価格など世界景気と相関が高く、上限を左右する実質金利は米国の短期と長期の成長ペースに依存し、自然利子率とも関連深い。米国第一を掲げるトランプ政権の施策が、国内投資拡大に結び付けば、実質金利を押し上げるが、施策への懸念が増えれば実質金利を押し下げよう。他方、保護主義や米連邦準備制度(FED)の慎重な利上げは、期待インフレ率を押し上げる。実現する政策の組み合わせを、インフレ期待と実質金利に結び付けることで、状況に応じた金利予測に活用できよう。

1. 米長期金利の反転と金融市場の変化

米国を最優先に掲げるトランプ政権の政策動向が視界不良のなか、2017年の金融環境を左右するひとつが米長期金利水準の行き先である。本稿では、期待インフレ率と実質金利の水準から米長期金利の適正レンジと反転可能性を考察する枠組みを提示し、将来を展望したい。

米長期金利の推移には大転換でなくとも上昇と低下が反転する局面があり、市場の局面転換の引き金になり易い。為替レートを例にとれば、米長期金利が低下に転じると円高が進み、上昇すると円安に振れる。過去1年でも、米10年債レートが1%半ばから2%半ばの範囲内で変化するだけで、日銀の政策と余り関係なく、ドル円レートは100円から120円の間で大きく振れた(図表1)。



金利反転に伴う影響は株と金利の関係にも表れる。米株価(S&P500)の推移と並べると、2016年の後半は、米10年債レートが反転上昇し株価に追いつく変化があった(図表2)。この結果、株価と金利の相関は、プラス(金利と株価が同じ方向に変化)からマイナス(金利と株価が逆の方向に変化)へと変わり、足元では再びプラスの相関へと入れ替わっている(図表3)。図表2・3で示した網掛けは、日次ベースの金利変動が激しかった局面を示しており、こうした変化が契機となって、その後の長期金利と株価の相関が転換しやすい。



(注) 金利と株価変化の相関は60日移動相関で計算。網掛けは金利の日次変化が1標準偏差超の期間。

(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

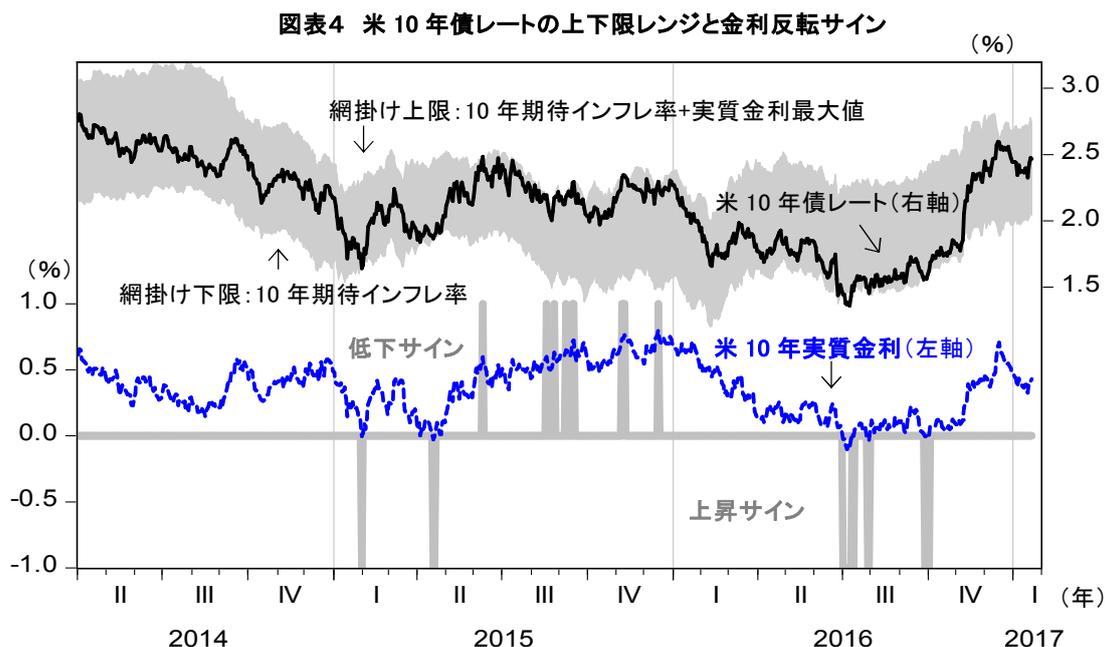
2. 期待インフレ率と実質金利を用いた米10年債レートの反転サイン

このように、小さな金利反転でも続けば市場全般の局面転換の引き金になるため、長期金利の反転の近さが予め把握できれば、先行き変化に備えることができる。そこで、米10年物価連動債から日々観察できる期待インフレ率と実質金利の水準より米10年債レートの適正範囲を割り出し、その範囲から逸脱しそうな局面では金利が反転し易いと考え、反転サインの作成を試みた。

具体的には、長期金利の下限を期待インフレ率と定め、これに実質金利、すなわち名目金利から期待インフレ率を差し引いたインフレ調整後の利回りの過去1年の最大値を加えた水準を上限と

見做し、これら上下限に金利が接近すると金利反転の可能性が高まると考えた。この背景には、名目金利が期待インフレ率を下回ると、インフレ調整後の利回りはマイナスとなり、行き過ぎた低下に歯止めがかかる。また、実質金利は将来の経済成長ペースの期待を反映するので、直近の実質金利の最大値を上回るほどに金利上昇が続けば、引き締め要因となって金利は低下し易い。

実際に、過去3年間の長期金利と算出した上下限を比べると、観察される米10年債レートの水準は上下限のレンジ内を推移している(図表4)。2016年後半からは、下限である期待インフレ率の上昇に伴い長期金利が反転上昇へと移行した。その前の2016年前半の金利低下局面では、実質金利(図表4点線)が当時の過去1年間のピーク水準から低下していることが読み取れる。



(注) 網掛けは米10年債レートの上下限。サインは上下限にヒットした時点を、1(低下)、-1(上昇)で示す。

実質金利最大値は米10年実質金利の後方260日移動最大値を日次でアップデートしたもの。

(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

日次ベースで試算した上限と下限にヒットした時点を長期金利の方向転換シグナルとすると、2014年以降では、上昇サインと低下サイン合計で26回のシグナルが生じたことがわかった。次頁図表5は、これら金利反転サインが出てからの長期金利・株・為替レートの変化を、サイン発生から10営業日より60営業日後までの平均的な変化幅で比較している。

米10年債レートの変化をみると、金利上昇サイン発生後から60営業日の平均変化幅は39ベースポイント(bp)、すなわち0.39%ポイントであったのに対し、低下サイン発生後の変化幅はマイナス19bpであった。いずれも転換サインが想定する方向へと長期金利は変化し、平均値で見れば金利上昇への変化幅が金利低下の変化幅を上回る。

ドル円レートは、米金利上昇に伴って円安方向へと平均して2～3円、円高方向に1～2円ほど振れる傾向にある。株価は、平均で見れば金利上昇に伴い日米とも上昇する傾向にあるが、日本株のほうが円安・円高を伴う分、変化の規模が大きい。これらはいずれも、ここ数年の日々の市場変化から観察される傾向に概ね即した特徴である。

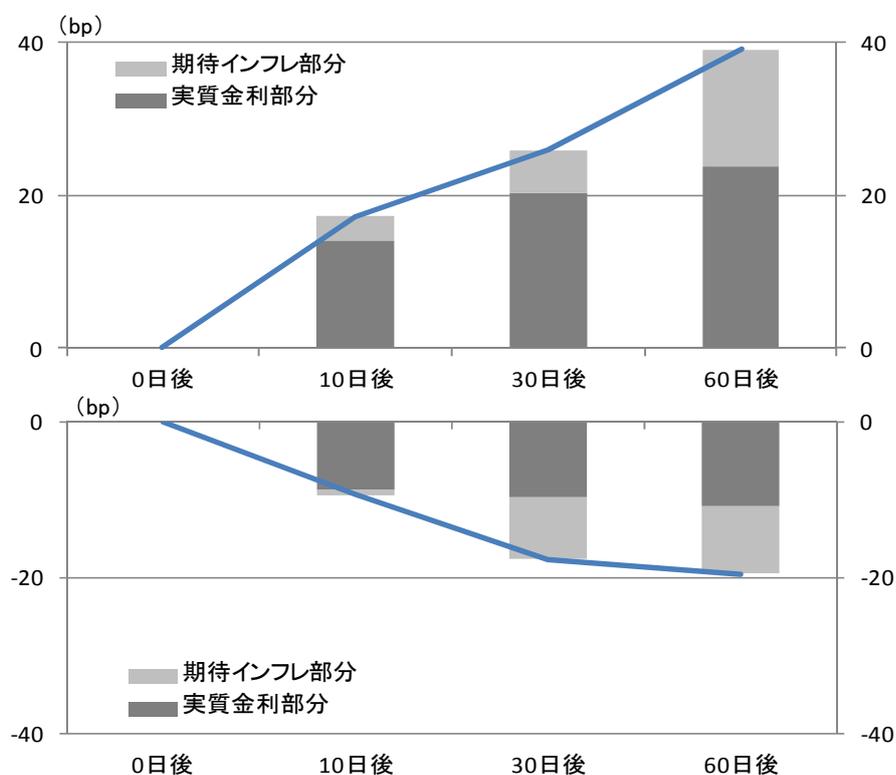
図表5 金利反転サイン発生後の金融市場の変化幅

		10日後	30日後	60日後
金利上昇サイン	米10年債レート(名目) bp	17.2	25.9	39.1
	米10年債レート(実質)	14.0	20.4	23.8
	期待インフレ率	3.2	5.5	15.3
	ドル円レート 円	2.4	1.1	3.2
	S&P500 %	1.5	1.8	2.1
	TOPIX %	3.4	4.2	7.8
金利低下サイン	米10年債レート(名目) bp	-9.5	-17.7	-19.6
	米10年債レート(実質)	-8.8	-9.7	-11.0
	期待インフレ率	-0.7	-7.9	-8.6
	ドル円レート 円	-0.7	-1.8	-1.0
	S&P500 %	-1.9	-0.9	-1.6
	TOPIX %	-1.0	-2.5	-2.5

(資料)図表4の上昇低下サインを用いて計算。三井住友信託銀行調査部作成

長期金利の変化のうち興味深いのは、実質金利と期待インフレ率それぞれの動きにある。米10年債レートの変化幅への寄与を実質金利と期待インフレ部分に要因分解すると、サイン発生後60日という長い期間では、両者の寄与は拮抗するが、10日までの変化の大半は実質金利の寄与による(図表6)。言い換えれば、実質金利が先に変化し、時間差とともに期待インフレの変化が追いついていく傾向にある。実質金利が先行するということであり、変化の源泉としては実質金利に影響を及ぼす経済指標や政策動向がより重要ということになる。

図表6 反転サイン発生後の長期金利変化の要因分解(上段:上昇サイン、下段:低下サイン)



(資料)図表5の要因分解から三井住友信託銀行調査部作成

なお局面変化のシグナルとしては、別名「恐怖指数」と呼ばれる VIX 指数がある。VIX 指数は S&P500 を対象とした株式オプション取引の値動きを元に算出・公表している指数で、その数値が高ければ投資家が相場の先行きに不透明感を持ち、株式市場の不確実性とリスクオフを示すシグナルとなる。算出した金利反転サインと VIX 指数を比べると、2015 年後半や 2016 年後半のように、金利低下サインと上昇サインそれぞれが VIX 指数の急騰に遅れて生じるケースもあれば、単独でサインが生じているケースもあり、時期と反転方向の点で両者は補完関係にある(図表7、8)。



(資料) 金利と株価の相関は両者変化の 60 日移動相関。Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

例えば VIX 指数が急騰した 2015 年半ばのケースでは、直後に金利低下サインも出ており、暫く株価と金利いずれも下落が続く局面であることを示唆し、株価と金利の相関も 2015 年末まで約半年間プラスが続いた。対して、2016 年半ばの VIX 急騰局面では、金利下限の目安である期待インフレ率を米 10 年債レートが下回ったため、長期金利は反転上昇サインが出ており、VIX 指数の落ち着きと共に、金利は上昇に転じて株価と金利の相関はプラスからマイナスへと変化した。

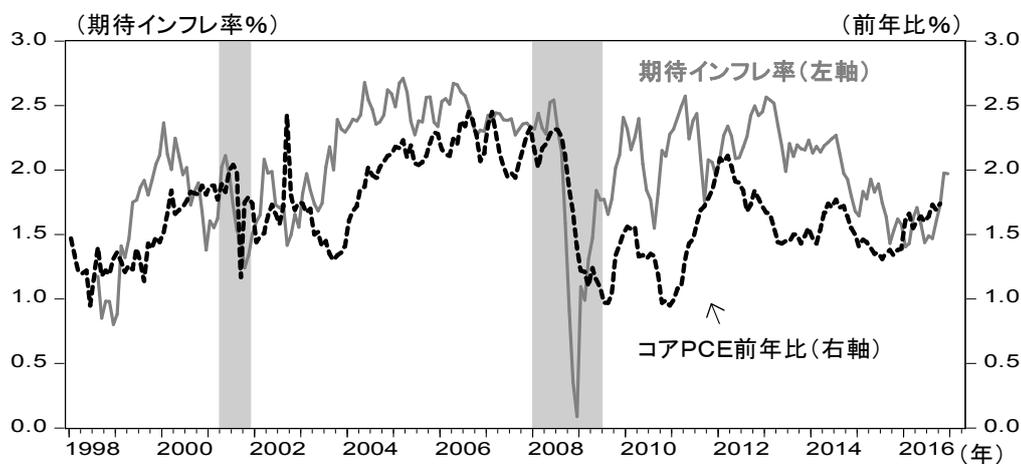
相関は変化の方向が同じかどうかを示す指標なので、相関がプラスの局面では金利と株の変化が同じ方向であることは言えても、両者が共に上昇するのか下落する局面なのかはわかりにくい。このように、株価の不確実性を示す VIX 指数と長期金利の反転サインを組み合わせることで、株式市場と債券市場双方の局面変化の地合いを捉えることができる。

3. 金利反転サインとマクロ経済指標との関連付け

ここまで、米長期金利の上下限から逸脱する状況を金利反転サインとして、やや機械的にシグナルの特徴をみてきたが、その背景にある経済環境変化とはどのように結びつけられるだろうか。期待インフレ率や実質金利は文字通り将来の「期待」が織り込まれるため、経済指標や政策動向から両者に及ぼす影響へと関連付けることができれば、より先の状況変化が展望できよう。

図表9は、経済指標の例として、米連邦準備制度(FED)の2%インフレ目標で用いられるコアPCE前年比と期待インフレ率の推移を比較している。期待インフレ率(図表9実線)の方がコアPCEインフレ率(同点線)よりも高めに推移し、傾向として期待インフレ率が先に動きやすい。また、コアPCEインフレ率が上昇する局面では、期待インフレ率の高止まりも続く傾向にある。

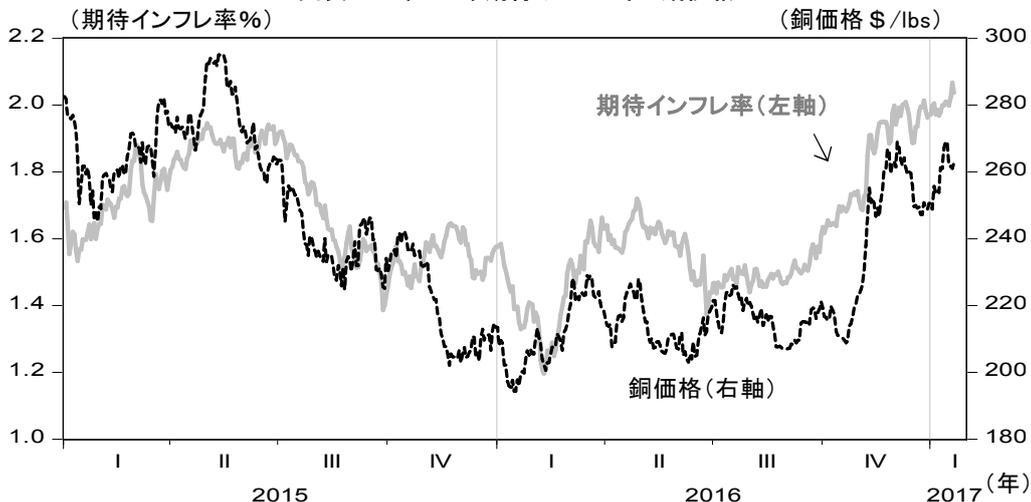
図表9 米10年期待インフレ率と月次インフレ指標



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

月次のインフレ指標よりも先に動く特徴こそ、期待インフレ率が先行き期待を反映しているともいえる。日次ベースで期待インフレ率に影響を及ぼすのは、銅価格などの商品市況データである。図表10は、銅価格と期待インフレ率の推移を比較しているが、両者の変動は概ね一致する。建設や産業用機械製造で使用する銅の価格は、中国の景況感や米国内のインフラ需要を反映するため、グローバルな景気動向や米国の財政政策の実現可能性を映し予測に活用できるだろう。

図表10 米10年期待インフレ率と銅価格



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

米10年債レートの実質金利部分はどうか。実質金利は経済全体の実質リターンであり先10年の中期的な成長トレンドの期待が織り込まれている。図表11は、1998年から現在までの米10年債の実質金利水準を自然利子率と比較している。自然利子率とは、経済が過熱もせず需要不足でもない潜在成長率に一致した状況で実現する実質金利水準であり、実質リターンでもある。

実質金利のトレンドはサンフランシスコ連銀が推計公表する自然利子率に一致し、近年は低下傾向にある。また、自然利子率からの乖離は、短期的な成長ペースに依存し、直近ではアトランタ連銀により推計公表される米国GDP成長率のリアルタイムの成長予測値(ナウキャスト)が示す変動と似た動きとなる。2%程度の米成長率は0.5%前後の実質金利水準に一致する(図表11)。



まとめると、実質金利水準を左右するのは、短期的には足元の成長ペースであり、長期的には自然利子率の水準に依存する。この先、短期的な成長ペースが高まると予想するならば実質金利は上向き易い。さらにその先も長期金利の行き先を左右するかどうかは、投資拡大による生産性上昇など中長期の成長ペース(潜在成長率)が高まると予想できるか否かに依存する。図表12はこのうち、公表されるナウキャストの日次データから、短期的な予想のみ試みた。点線はナウキャストの水準を半年ずらして並べている。実質金利は概ね過去1年間の成長ペースを反映して推移していることが読み取れ、2017年の前半は、実質金利の水準は高まり易い状況にある。

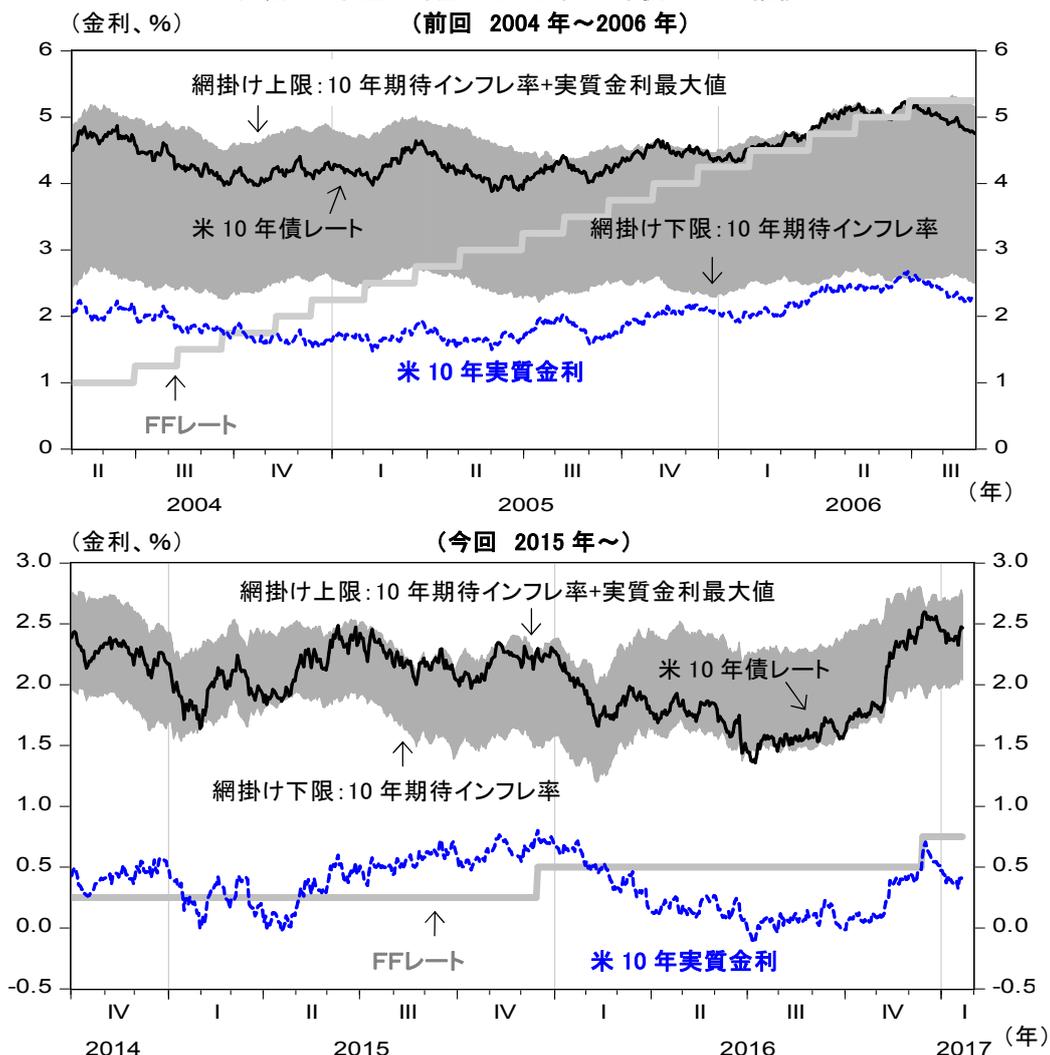


4. 金融政策との関連付け

関連付けの最後として、米金融政策が期待インフレ率と実質金利に及ぼす影響を整理したい。財政政策は減税や公共投資を通じて実質金利に影響を及ぼすのに対し、金融政策はどちらかといえば期待インフレ率を左右しよう。もともと金融政策目標には物価安定があるため、インフレ率が加速する局面での早いペースの利上げは、ドル高等により期待インフレ率の抑制が予想できる。

例えば、前回の利上げ局面では、2004年6月から2006年6月にかけて年8回ある公開市場委員会(FOMC)において、政策金利であるフェデラルファンド(FE)レートは毎回25bp、3年間で計17回という早いペースで引き上げられた。このとき期待インフレ率はFEDの目標とする2%を上回る2.5%超の水準から2%程度まで抑えられることになった。他方で、実質金利は景気拡大の長期化により2%からわずかに低下した後は横ばい上昇していった(図表13 上段)。対して、2015年12月に始まる今回の利上げペースは前回よりもゆっくりで、今年(2017年)の利上げ回数も年2回もしくは3回が予想されている。期待インフレ率は今のところ2%前後で安定しており、実質金利も0.5%程度と前回と比べていずれも低い(図表13 下段)。景気拡大の継続と慎重な利上げの組み合わせからは、期待インフレ率と実質金利いずれもゆっくりと上昇していく可能性が高いことになる。

図表13 利上げ局面における米10年債レートの推移
(前回 2004年～2006年)



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

5. まとめと今後の展望

2017年は大きな流れとして、世界的な政策の方向性は、財政緊縮と金融緩和強化から財政拡張と金融緩和維持という組み合わせへの転換が進行中である。加えて、自国最優先を掲げるトランプ新政権の政策動向が、米国長期金利の行先を一層不透明にさせている。展開してきた長期金利の枠組みを使うと、どのようなシナリオが描けるだろうか。

長期金利が最も上昇しやすい組み合わせは、自国最優先の政策が国内投資の拡大を促し、FEDによる慎重な利上げと新政権によるドル高抑制と保護主義が図られるケースである。このときには、長期的にも成長率とインフレ期待が高まるため、実質金利と期待インフレ率とも金利上昇要因となる。前頁図表13下段で示した現時点の米10年債レートの上下限に当てはめると、現在の2.0～2.75%の範囲から2.25～3.00%へと少なくとも25bpほど上昇し3%水準が視野に入る。

他方で、理念なき余りに米国第一の政策が、将来の不安と政策不確実性を高める場合には、短期的には国内成長にプラスであっても、長期の成長期待を押し下げる。これに、足元予想されている2%超の成長率改善とインフレ率の2%接近を背景に、年3～4回の速いペースでの利上げが組み合わさる場合には、期待インフレ率と実質金利はさほど高まらず、長期金利の上昇を抑制しよう。米10年債レートの上下限レンジは現行の2.0～2.75%程度で横ばいとなりやすい。

双方の実現可能性を見極めるポイントは、低迷している国内企業設備投資が実際に上向くかどうか、トランプ政権下の財政拡張政策のもと、FEDの利上げペースが予想される年2～3回の利上げから3～4回の利上げに転換するかどうか、という点となる。ただし、いずれのケースでも、レンジそのものに大差ないとしても、実際の米10年債レートの振る舞いは、レンジ内で反転する状況が十分想定され内外の金融市場にも影響を及ぼそう。

実現する政策の組み合わせと公表される経済指標の推移を、インフレ期待と実質金利に結び付け、米長期金利の適正レンジや反転サインの枠組みを用いることで、状況に応じた長期金利予測に活かすことができよう。

(木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

新築マンションの販売不振に長期化の懸念 ～割高な価格を一般取得層が敬遠～

＜要旨＞

2015年後半から新築マンション販売が低迷している。特に、一般取得層を主な顧客層とするマンションについて、発売戸数がかなり減少し、契約が低調である。

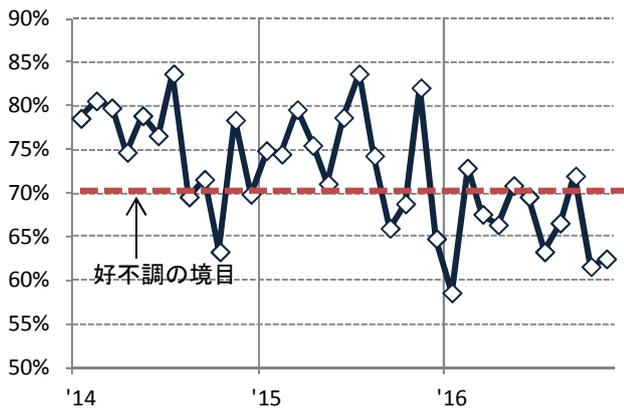
新築マンションの発売価格は、2012年から30%近く上昇している。しかし、一般取得層の世帯年収の増加が緩やかであるため、この価格上昇に一般取得層がついていけなくなっているとみられる。その結果、一般取得層の一部が、新築マンションよりも割安となっている中古マンションや建売住宅、一時的には賃貸住宅にも流れていると考えられる。

新築マンション需要の早期回復は難しいと予想している。外部アンケートによれば、一般取得層において、現在の住宅価格を相当高いと考え、買い時ではないと判断する人が増加している。とりわけ、新築マンションの価格上昇は急であるため、この傾向が強いと推察される。当面、新築マンションの発売価格は多少調整される程度とみられ、需要は暫く低迷する懸念が強い。

1. 新築マンション販売の低迷

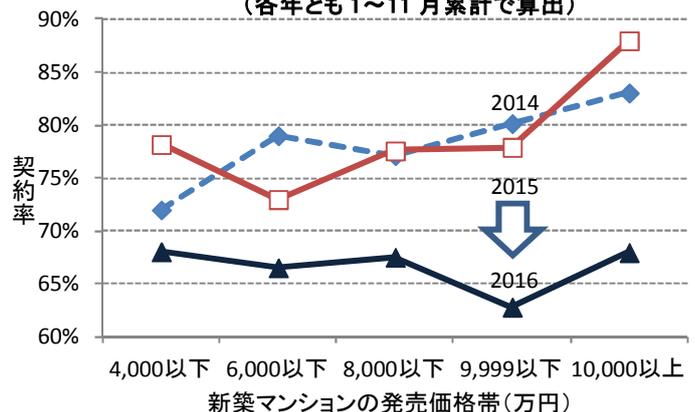
新築マンションの売れ行きは、2015年後半から鈍くなり始め、2016年に入ってから一段と低迷している。図表1は、(株)不動産経済研究所が発表する首都圏新築マンションの初月契約率(=初月契約戸数÷初月発売戸数)の推移を示したものである。一般に、その契約率が70%をわると、市況が悪いと判断されており、2016年は殆どの月で70%に届いていない。価格帯別にみても、全価格帯で2016年の契約率が2015年より落ち込んでいることを確認できる(図表2)。

図表1 首都圏新築マンションの初月契約率推移



(資料) (株)不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』

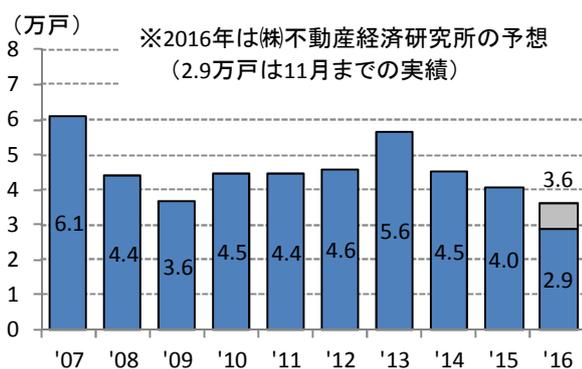
図表2 首都圏新築マンションの価格帯別契約率
(各年とも1～11月累計で算出)



(資料) (株)不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』

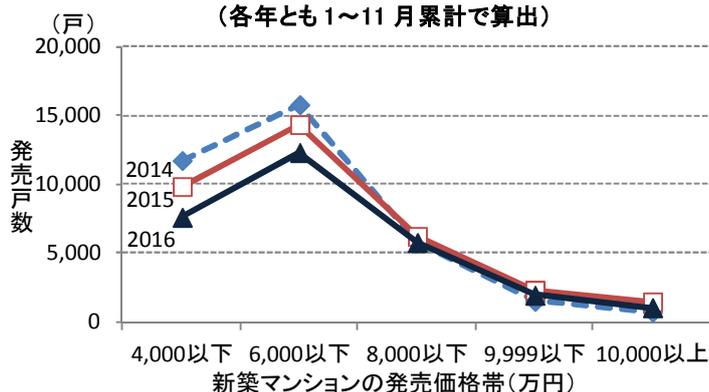
2016年の発売戸数は3.6万戸と、多くの新興ディベロッパーが破綻した直後の2009年と同程度まで減少する見込みである(次頁図表3)。価格帯別の発売戸数をみると、一般取得層を主な顧客層とし、ボリュームゾーンである6,000万円以下の落ち込みが大きい(次頁図表4)。契約率の低迷と合わせて考えると、一般取得層を顧客とする新築マンションの市況は、特に悪化していると言える。

図表3 首都圏新築マンションの発売戸数推移



(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』

図表4 首都圏新築マンションの価格帯別発売戸数 (各年とも1～11月累計で算出)



(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』

2. 新築マンションの価格高騰に一般取得層がつかなくなった

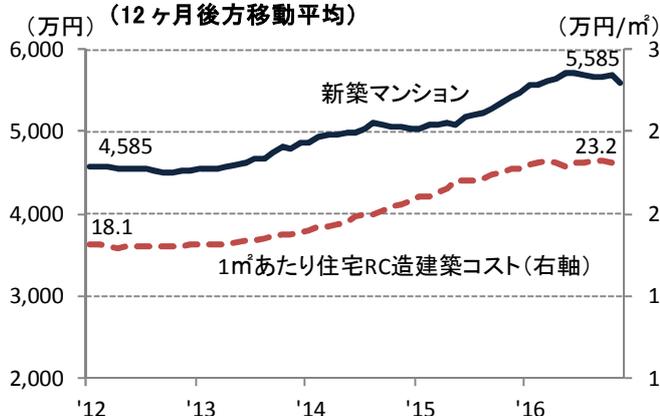
上記のような新築マンション市況悪化の背景としては、価格高騰により一般取得層の取得意欲が減退し、それが売れ行き不振に繋がっていることが考えられる。

まず、平均発売価格は、2013年中頃の4,600万円程度から+30%近く上昇し、2016年半ば以降は5,600万円前後で高止まりしている(図表5)。バブル期に次ぐ高値まで上昇した要因としては、RC造の建築コスト上昇(2013年前半18万円/㎡前後→2016年11月23.2万円/㎡へ+28%上昇)が大きい。これは、建設会社が建設技能労働者の労務費上昇を見越し、建築コストに価格転嫁したためである。また、特に都心部のような好立地のところでは、用地費がかなり上昇していることも影響している。

一方、関東エリアにおける平均世帯年収は、2011年の742万円を底に2016年の797万円まで徐々に増加している(図表6)。しかし、それ以上のペースで新築マンション価格が高騰した結果、年収倍率(新築マンション平均価格÷平均世帯年収)が2012年の6.0倍から2016年の7.0倍まで上昇した。

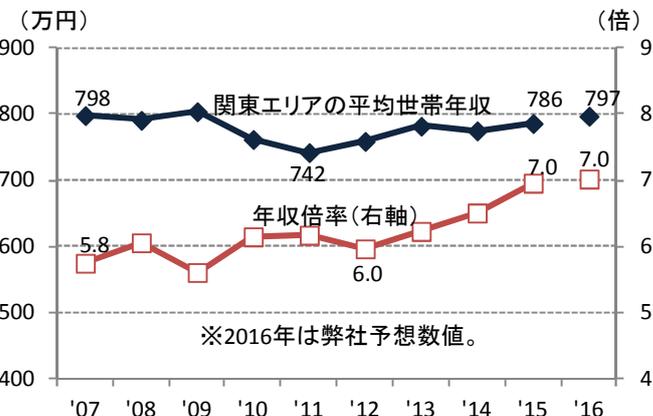
この心理的な負担は、一般取得層にとって非常に大きいものと考えられる。たとえ金利が歴史的に低水準にあり、住宅ローン減税の拡大があっても、一般取得層が新築マンションをこのタイミングでわざわざ買う必然性は乏しい。

図表5 首都圏新築マンション価格と建築コストの推移 (12ヶ月後方移動平均)



(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』、国土交通省『建築着工統計調査報告』より弊社作成

図表6 首都圏新築マンションの年収倍率推移



(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』、総務省『家計調査(貯蓄・負債編)』より弊社作成

3. 一般取得層はどこへ消えたのか

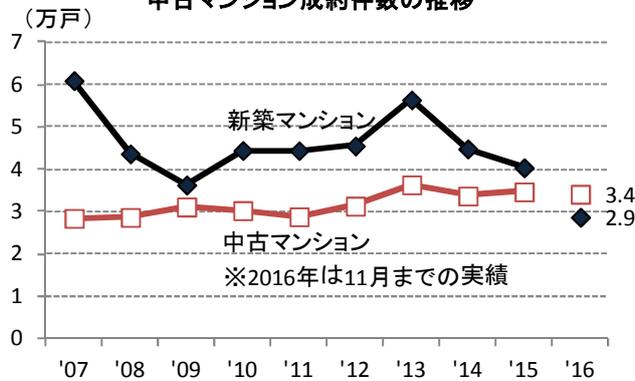
一般取得層による新築マンションの取得が難しくなったとは言え、ライフステージに応じて広い住宅に住む必要がある。そこで、新築マンションに代わる住宅需要の受け皿となったのが「中古マンション」、「建売住宅」、「賃貸住宅」と考えられる。

(1) 中古マンション

中古マンション(首都圏)の成約件数は、堅調に推移しており、長期に亘って増加傾向である。2016年には通期で初めて新築マンションの発売戸数を上回ると予想される(図表7)。

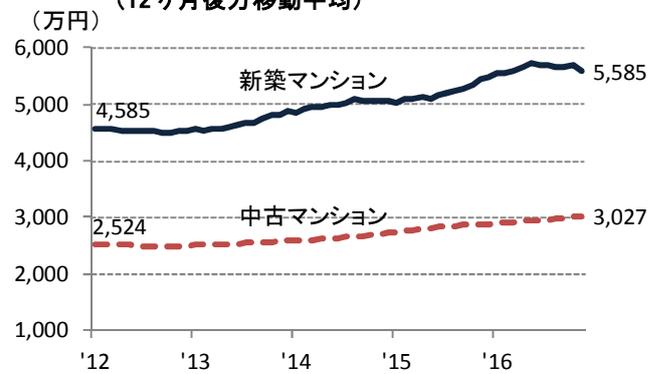
図表8の通り、中古マンションの価格は2013年中頃の2,500万円から2016年11月の3,027万円まで+20%程度上昇している。しかし、新築マンションの価格上昇(+30%弱)よりは緩やかであることから、中古マンションの割安感が高まっている。

図表7 首都圏の新築マンション発売戸数と中古マンション成約件数の推移



(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』、(公財)不動産流通推進センター『REINS』より弊社作成

図表8 首都圏の中古マンションと新築マンションの価格推移 (12ヶ月後方移動平均)

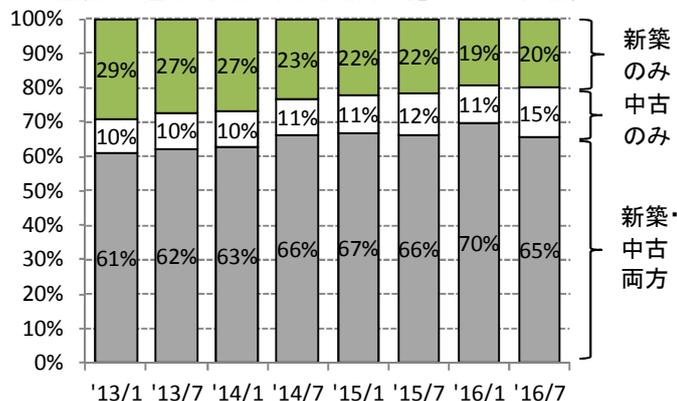


(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏のマンション市場動向』、(公財)不動産流通推進センター『REINS』より弊社作成

ここで、野村不動産アーバンネット(株)が行う住宅購入検討者を対象とした「住宅購入に関する意識調査アンケート(以下、同アンケート)」を確認する。同アンケートでは、マンション・戸建を問わず、新築・中古住宅の検討状況を聞いている。図表9の通り、「新築住宅のみ」を検討する人は、2013年1月の29%から2016年7月の20%へ徐々に減少した。その分、中古住宅を検討に入れる人(「中古住宅のみ」と「新築・中古住宅両方」の合計)の比率が上昇している。

つまり、新築物件(特に新築マンション)の価格高騰を一因に、中古マンション等の中古物件を検討する人が増加しているとみられる。

図表9 住宅「新築・中古検討状況」アンケート結果

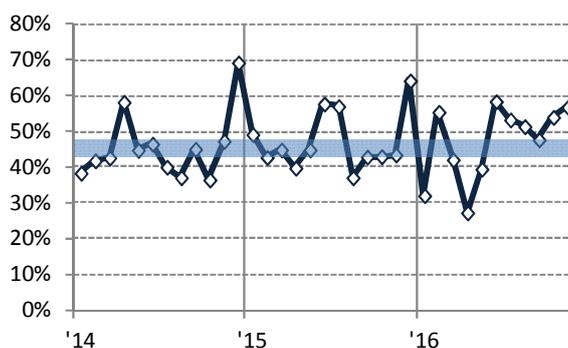


(資料) 野村不動産アーバンネット(株)『住宅購入に関する意識調査アンケート』

(2) 建売住宅

新築マンションの高騰により、建売住宅にも住宅需要が一定数流れているとみられる。建売住宅(首都圏)の契約率は、40%台半ばを中心に安定的に推移しており、2015年後半から販売不振の新築マンションより好調である(図表 10)。首都圏中心に建売住宅を販売する某大手建売業者の話によれば、「戸建の新築マンションに対する割安感が住宅購入検討者に評価されている」とのことだった。

図表 10 首都圏建売住宅の契約率推移



(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏の建売市場動向』

図表 11 の通り、建売住宅と新築マンションの発売価格は、2013 年半ばまで、ほぼ同額で推移していた。その後、新築マンション価格が建売住宅に比して大幅に上昇したことから、建売住宅の割安感が一層高まっていると考えられる。建売住宅では、木造の建築コスト上昇が緩やかだったため、発売価格はやや高くなる程度に留まったとみられる(図表 12)。

図表 11 首都圏の建売住宅と新築マンションの価格推移
(万円) (12ヶ月後方移動平均)



図表 12 首都圏建売住宅価格と建築コストの推移
(万円) (12ヶ月後方移動平均)



(資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏のマンション・建売市場動向』 (資料) ㈱不動産経済研究所『首都圏の建売市場動向』、国土交通省『建築着工統計調査報告』より弊社作成

(3) 賃貸住宅

某住宅系リートの話によると、「都内のファミリータイプマンションへの賃貸ニーズが高まっている」とのことである。その要因分析として、「本来は都内の新築マンションを取得したいが、価格が余りにも高いため、当面の住まいとして賃貸が選ばれている」と説明していた。

次頁図表 13 は、㈱東京カンテイが発表する「首都圏分譲マンションの平均募集賃料(分譲マンションで賃貸にまわされている物件が対象)」の推移を示したものである。2,500～2,700 円/㎡の範囲で概ね変動しており、比較的安定している。このため、価格上昇が続く新築・中古マンションの取得を急がずに、賃料の変動が小さい賃貸住宅を選ぶ人が一定数存在すると推測される。

図表 13 首都圏の分譲マンション賃料推移



(資料) ㈱東京カンテイ『分譲マンション賃料月別推移』

ここまでを整理すると、新築マンションとの比較で割安感が高まっている中古マンションや建売住宅に、一部の住宅需要が向かっていると考えられる。更に、現在の価格水準で住宅を取得したくない人々は、賃貸住宅に流れていると推察できる。

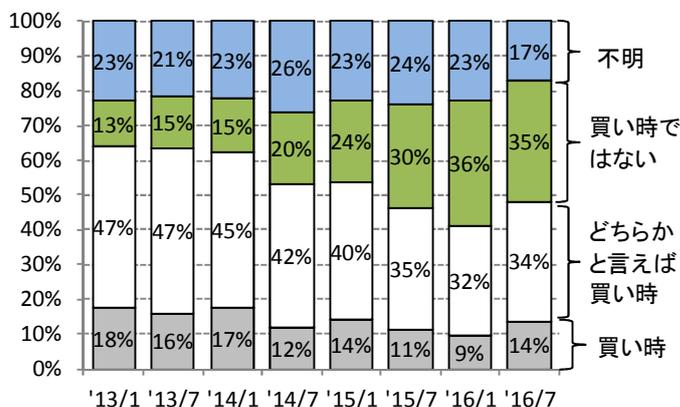
4. 新築マンション需要回復の可能性

分譲会社の多くが、今後の売れ行きに比較的楽観的な見通しを持っていた。具体的には、「リーマンショック前後で多くの新興ディベロッパーが破綻し、新築マンション分譲を行う企業数が少なくなり、供給が絞られた。そのため、価格を少し調整すれば、需要が回復し、問題なく売れるだろう。」という見方である。先述のとおり、新築マンションの発売戸数は、2007年の6.1万戸から、2016年の3.6万戸へ相当絞られている。

また、現在、新築マンションの主要プレーヤーは、総合不動産大手、鉄道系・商社系不動産子会社となっており、財務体力に比較的余裕のある先が多い。そのような先は、完成在庫を多少抱えることを厭わないとみられ、発売価格を大きく引き下げて販売を急ぐとは考えにくい。そのため、当面、新築マンションの発売価格は少々下がる程度と推察される。

一方で、需要側の市況判断として、同アンケートの住宅が買い時か否かを聞いた調査を確認する。図表 14 の通り、「買い時ではない」と判断する人の比率は、2013年1月の13%から2016年7月の35%まで大幅に上昇している。

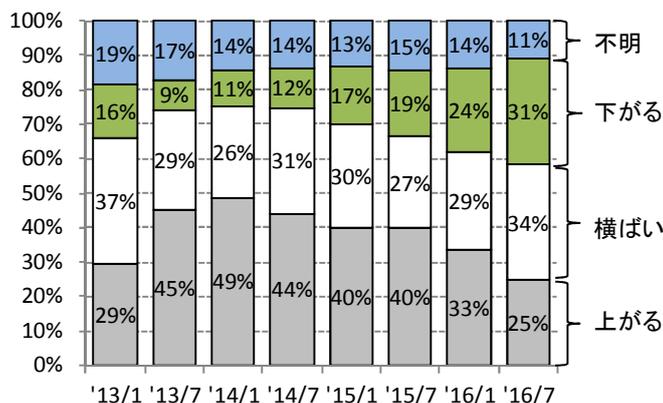
図表 14 住宅「買い時」アンケート結果



(資料) 野村不動産アーバンネット㈱『住宅購入に関する意識調査アンケート』

同アンケートでは、住宅価格が今後上がると思うか否かも質問している。住宅価格が「下がる」とみている人の比率が2013年7月の9%を底に2016年7月の31%まで著しく上昇しているのに対して、「上がる」が2014年1月の49%をピークとして2016年7月に25%へ低下している(図表15)。住宅購入検討者は現在の価格水準を高すぎると考えており、そろそろ下落に転じると考えているようである。

図表15 住宅「価格見通し」アンケート結果



(資料)野村不動産アーバンネット㈱『住宅購入に関する意識調査アンケート』

以上を総合すると、現在、住宅の価格水準が余りにも高いため、買い時ではないと判断する人が増えていると理解できる。とりわけ、新築マンションの価格上昇が急なため、中古マンション・建売住宅に対する割高感が強まっており、買い時ではないと感じている人が特に多いと推察できる。

したがって、筆者は新築マンションについては、価格を少々引き下げる程度では売れ行きは回復しないと予想している。

もともと、売れ行きの低迷が半永久的に続くとも考えていない。2016年に続き、2017年の販売不振が続けば、不動産各社の財務負担が一層増すこととなる。2018～2020年には複数の大規模プロジェクトの竣工が計画されており、今後、不動産各社は多額の資金を必要とする。かかる中、新築マンション販売も滞れば、財務バランスの悪化度合いが大きくなる。そのため、販売価格が必要に見合う価格に相当程度調整されることで、売れ行きは相応に回復するとみている。

(産業調査第三チーム 深山 敬大:Miyama_Takahiro@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。