

2017. 3 No.59

三井住友信託銀行

調査月報



時論

地方創生の戦略、プロセス、キーワード.....1

経済の動き

2018年度までの内外経済見通し～外需に振り回される日本経済～.....3

アジアにおけるインフレの兆候.....12

過熱と低迷が混在する中国住宅市場.....19

ロンドンオフィス投資市場の海外資金動向.....23

時論

地方創生の戦略、プロセス、キーワード

最近は「トランプの政権の行方」や「働き方改革」に押され、やや注目度が低下した感があるが、政府の看板政策にして我が国の最重要課題であるのが「地方創生」である。

東京圏では人口増加が続くとともに、人口の集積がモノをいうサービス産業を中心に雇用機会が生まれ、それがますます人を引き付けるという人口の自己増殖が進んでいる。その一方、他のほとんどの道府県では人口減少に歯止めがかからないばかりか高齢化が一段と進み、経済活動は低迷し、商店街は衰退し、豊かな地域文化の保全もままならなくなっている。また、相続の増加に伴って、金融資産は被相続人(子供世代)が多く住む大都市圏(とりわけ東京圏)に加速度的にシフトするだろう。

多くの男女が会合う東京圏では婚姻数は確保されようが、長時間労働・長時間通勤・保育所不足は出産・育児を妨げ、日本全体の出生率を押し下げている。東京圏でもそう遠くない将来においては高齢化が急速に進み、高齢者・要介護者が激増、深刻な介護施設不足に直面して大量の“介護難民”が溢れることになる。

「東京一極集中の是正」は疑いのない国是のように見えるが、現在は勝ち組の東京圏もやがて負け組になるということであり、東京圏を悪者扱いしても建設的な議論にはならない。要するに今日の国の姿はどう見てもサステナブルなものではない。

このように考えると、地方創生は、「町おこし・村おこし」「一村一品運動」に止まることなく、「東京圏創生」であり、ひいては日本経済社会全体の「構造改革」にほかならないということである。

こうした視点に立って地方創生の戦略とプロセスを考えると、次のような『キーワード』を挙げることができる。

まずは何と言っても『経済的な自立と自律』である。行政単位を超えた一定規模の経済圏が存在し、圏内で『所得・需要・生産の好循環』が生まれること、そのための施策立案を自ら決められること、もっと有体に言えば、就学期を終えた後に他地域(特に東京圏)に行かなくとも、『若い人が結婚して、食べていける経済的基盤』を築くことである。

これを統治機構と財政面から支援するためにも、『補完性の原理(地域の問題は極力、基礎自治体で解決・処理し、それが叶わぬ問題のみ広域自治体や国が当たる)』『国から地方へ』の考え方を徹底させ、単なる事務移管ではなく『税源移譲』を伴った『地方分権』を推進することが必要であろう。

この点、昨今はあまり口の端に上らなくなった『地方分権』は、地方創生の有力な処方箋としてもっと議論の俎上に載せられるべきであろうし、各自治体が作成する事業・再生計画を政府が審査・認定し、交付金措置を講ずるという現在の地方創生策の思想は疑問なしとしない。

むしろ、地方主導による地方創生が進められれば成功が約束されるわけではなく、地方の課題・ミッションは質量とも容易ならざるものがある。

『経済的な自立と自律』の基本は、企業経営と同様、各地方の『比較優位の追求』—歴史、旧跡、文化、

芸能、観光名所、スポーツ、特産品など何でもよいであることは言うまでもない。しかし、必要な経営資源、生産要素が地方単独ですべて調達できるわけではないので、なりふり構わず『足らざるものは外から補う、分からないことは人に聞く』しかない。観光客のみならず、知恵、アイデア、人材、労働力、資金、販売先、アライアンス先等を、隣接地域から、全国から、世界から調達するという、グローバル企業さながらの『グローバル、ボーダレス、コスモポリタン』といった視野と発想が求められる。

このことは、ともすれば純血主義、あるいは歴史・地縁に起因する門閥意識が時々顔を出す土壌が残る中にあって、地方創生・再生を主導する人材像としてよく言われる『よそ者・若者・バカ者を受け入れる度量』が必要ということである（バカ者とは、従来にない発想と行動力を持ち、局面を打開できる人材という意味）。

『足らざるものは外から補う』には、『先端技術・サービスの活用』にも貪欲でなければならない。

北陸地方の某有名温泉旅館では、裏方の配膳はロボットを導入して省力化を図り、人間は接客サービスに特化して、おもてなしの質を上げているという。

また、その定義・姿はまだ漠然としているものの、新たな社会システムとして注目されるシェアリングエコノミーに着目し、ネットを介して、子供の見守りを頼みたい人と面倒を見られる人、日常生活上の細々した用事を依頼したい人とそれを引き受ける人をマッチングさせ、地方ならではの共助を支える仕組みを整える自治体も現れている。

地方は、ハイテク企業・ベンチャー企業のごとく『イノベータータイプ』でなくてはならないということである。

仮に地方が上記の条件を相応に満たしたとしても、その先にある姿はバラ色ではなく、痛みを伴うものとなるだろう。現在、約1億2600万人の人口は、2047年には約1億人まで減少する。今後30年間に東京都が2つなくなる規模であり、すべての地域で人口が減少することになる。

こうした人口動態の中では、現在の行政単位の市区町村（県も？）をすべて創生・再生させることは不可能と見なければならない。コンパクトシティどころではない『住民と施設の集中・集約』は不可避であろう。また、地方創生の施策の巧拙、適否、運不運、人材の有無等によってパフォーマンスに差が出てくることは避けられない。『地方間格差の残存・拡大を許容する覚悟』が求められることになる。

金融の役割はどうか。

今後、家計金融資産は地域別では大都市圏（とりわけ東京圏）、年代別では高齢者にますます偏在していく。また地方では、いわゆるシャッター街や耕作放棄地が増加し、生産資源の衰退と余剰が加速する。

こうした『カネの偏在の是正』『余剰資源の活用』に資するべく、各地方の実情に応じた創生・再生プラン構築のための知見の蓄積と提供、ソリューションのための業界を超えたアライアンスの組成、リスクをうまくシェアした資金供給（ないし運用商品）の設計など、単なる融資資金供給に止まらない多様な機能の涵養と発揮が求められよう。

（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。

2018 年度までの内外経済見通し ～外需に振り回される日本経済～

<要旨>

日本の 2016 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、外需が押し上げ、前期比年率 +1.0%と 4 四半期連続でプラス成長を維持した。内需は在庫調整の進展が押し下げ要因で、実質設備投資はプラス成長、個人消費も名目ではプラス成長を維持していることから、国内経済は堅調な推移をしているとみられる。

2017 年以降は世界経済の回復による外需に支えられる形で国内経済は緩やかな回復が維持され、2016 年度実質 GDP 成長率は +1.2%、2017 年度は +1.2%、2018 年度は +1.1%になると見込む。一方で、外需主導での景気回復は海外要因による不確実性を増大させ、2017 年の春以降、トランプ大統領の政治・政策決定、英国の Brexit 交渉の進展、欧州の大統領選挙・議会選挙等、日本経済は政治イベントに起因した外需の変動に振り回され易くなる。こうしたイベントの先行きは現状では見通せないものが多く、結果次第で金融市場は不安定な状況が続くことになる。

1. 10～12 月期実質 GDP 成長率

日本の 2016 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 +1.0%と 4 四半期連続でプラス成長を維持した(図表1)。成長率の押し上げ要因となったのは外需で、寄与度は前期比年率 +1.0%ポイントとなった。一方、内需の寄与度は +0.0%ポイントであるが、数字程には悪い内容ではない。押し下げ要因となったのは、2 四半期連続で実質 GDP 成長率にマイナス寄与となった在庫変動だが、これは在庫調整が進んだことによるものでプラスに評価できる。他の内需項目をみると、実質設備投資は前期比年率 +3.8%とプラス成長に転じている。実質個人消費も同 +0.0%と横ばいであるが、これは 2016 年末の生鮮食品価格の高騰によるもので、名目個人消費はプラス成長を維持しており、国内経済は堅調に推移しているとみることができる。

図表1 実質 GDP 成長率

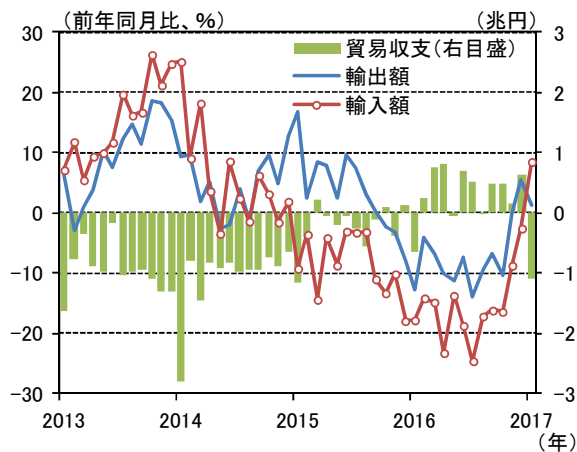
	(前期比年率、%)				
	2015 IV	2016 I II III IV			
実質GDP	▲ 1.2	+ 2.3	+ 1.8	+ 1.4	+ 1.0
個人消費	▲ 2.5	+ 1.4	+ 0.8	+ 1.3	+ 0.0
住宅投資	▲ 3.9	+ 5.9	+ 13.8	+ 9.9	+ 0.7
設備投資	+ 1.8	▲ 1.1	+ 5.1	▲ 1.3	+ 3.8
公的需要	+ 1.0	+ 3.8	▲ 2.7	+ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 3.0	+ 3.5	▲ 4.6	+ 8.5	+ 11.0
輸入	▲ 3.0	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 1.0	+ 5.4
寄与度 (前期比年率、%ポイント)					
内需	▲ 1.2	+ 0.9	+ 1.9	▲ 0.2	+ 0.0
在庫変動	▲ 0.2	▲ 0.8	+ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.5
その他	▲ 1.0	+ 1.7	+ 0.9	+ 0.9	+ 0.5
外需	+ 0.0	+ 1.4	▲ 0.1	+ 1.6	+ 1.0

(資料) 内閣府『国民経済計算』

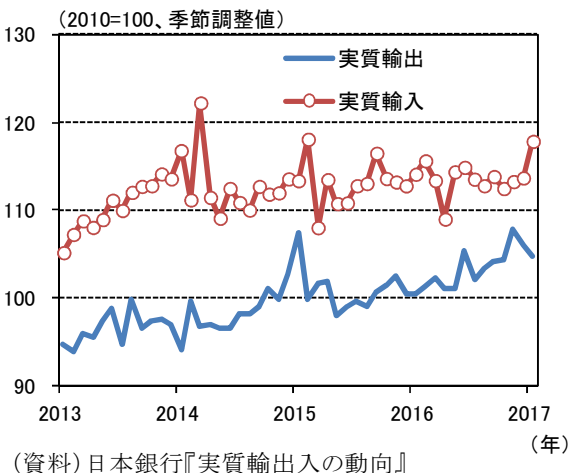
2. 日本経済を支える外需の動向

日本経済の牽引役となっている外需の動きをみると2016年後半以降、輸出・輸入共に急激に伸び率が加速している(図表2)。実質ベースでの動きをみても、輸出はトレンドとして着実に拡大を続けている姿がみてとれる(図表3)。

図表2 輸出入額の推移

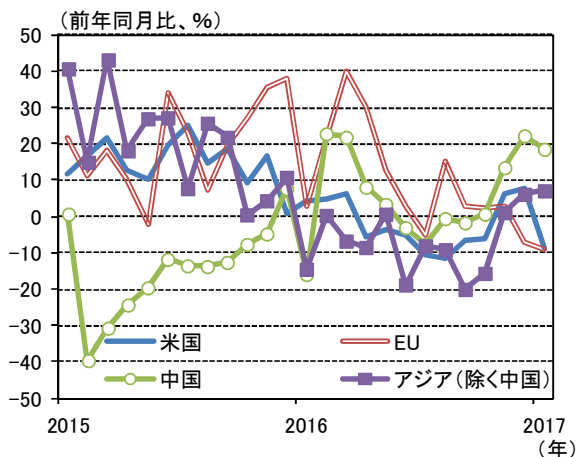


図表3 実質輸出入の推移

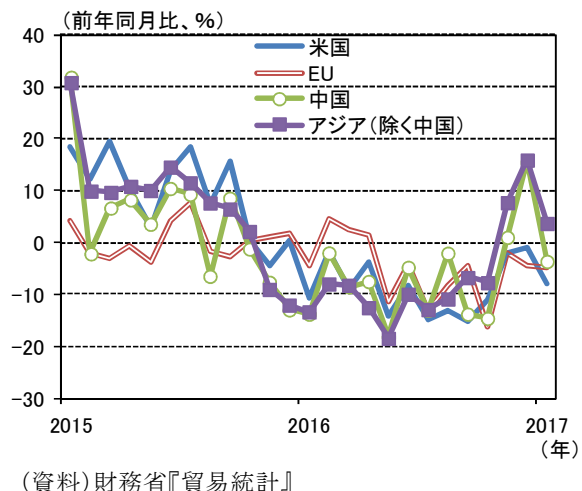


足元の好調の背景には中国、アジアを中心とした景気回復とIT需要の高まりがある。2017年1月は中国の春節の影響で下振れていると考えられるが、2016年11月から12月にかけては中国、アジア向けに、自動車をはじめとした輸送用機器や、スマートフォン向けの電子部品を含む電気機器の輸出が急増し、輸出全体を押し上げた(図表4、5)。

図表4 輸送用機器輸出の推移



図表5 電気機器輸出の推移



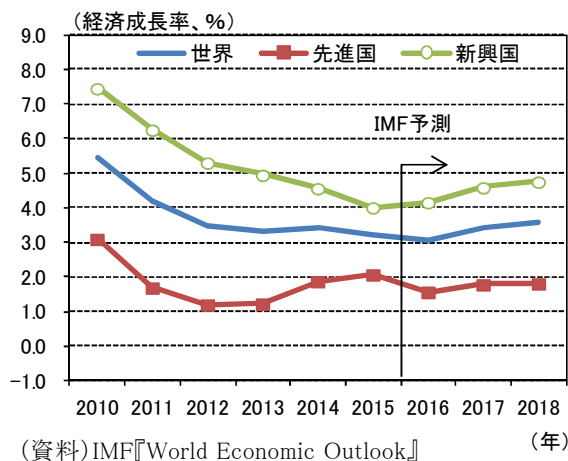
2016年半ば以降、製造業のPMIは世界的に改善が続き、足元では50を越える水準まで回復している。また、これまで下方修正を繰り返してきたIMFによる世界経済見通しも2017年1月に発表された最新の予測では下げ止まっており、好調な外需環境は2017年以降も持続する可能性が高いと予測している。IMFによると、世界、新興国共に2016年を底として2017年以降は徐々に成

長率が高まっていくとみられている(図表 6)。中でも新興国については 2018 年までに 5% 近い水準まで成長率が持ち直すとされており、新興国を中心とした世界経済の回復によって海外要因による景気押し上げが期待できるであろう。

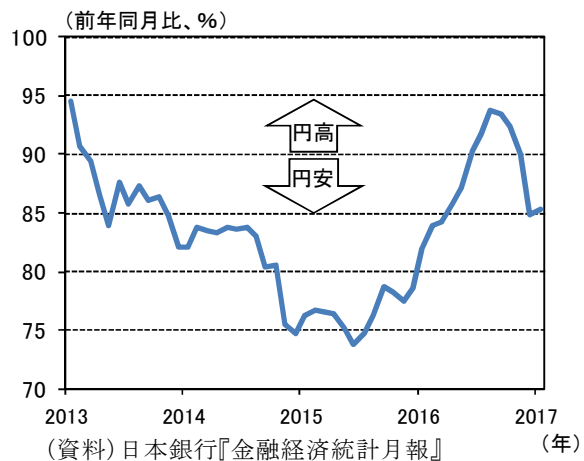
また足元の円安も輸出産業には追い風となる。2015 年後半以降続いた円高基調は、2016 年 11 月の大統領選でトランプ氏の勝利が確定した後に円安に転じた。これは、トランプ氏の大規模な財政政策による景気拡大期待の高まりなどから米国の長期金利が上昇し、日米の金利格差による円安圧力が高まったためである。足元の 2017 年 1 月時点では、名目実効為替レートでみて最も円高が進んだ 2016 年 8 月の水準と比較すると 9% 程度円安になっている(図表 7)。

以上の要因を勘案すると、良好な輸出環境が持続することとなり、実質輸出の成長率は 2016 年度には +2.7%、2017 年度は伸びが強まり 3.6%、2018 年度は若干減速するも伸びは続き +2.0% 程度の成長を見込む。

図表 6 世界の経済成長率



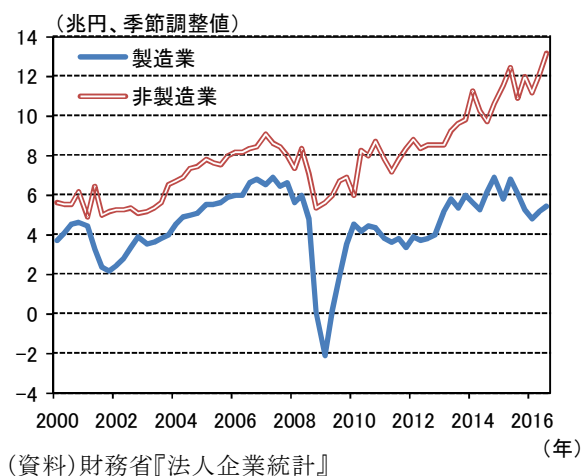
図表 7 名目実効為替レートの推移



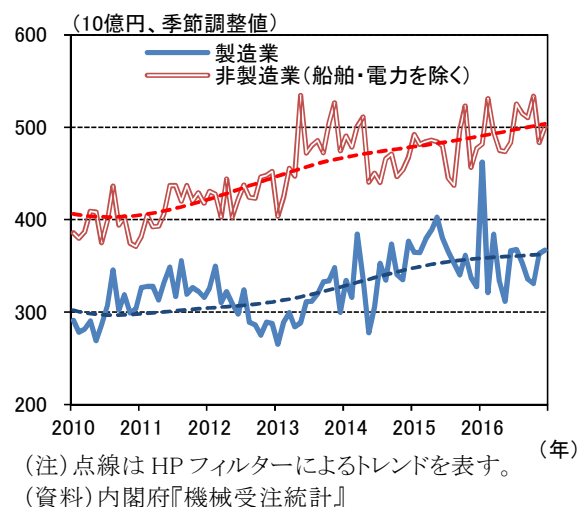
3. 設備投資と生産の動向

これまで、プラスとマイナス成長を繰り返し、不安定な動きとなっていた設備投資だが、前節でみた輸出の盛り上がりを受けて、2017 年度以降拡大が持続する可能性が高い。

図表 8 経常利益の推移

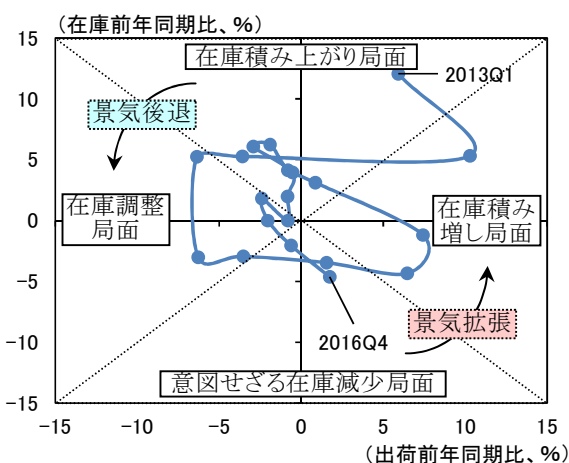


図表 9 機械受注額の推移



二期連続で実質 GDP 成長率の押し下げ要因となった在庫変動であるが、今後は在庫調整が一巡したことでプラス寄与に転じる可能性が高い。出荷・在庫バランスは明確にプラスに転じたことに加えて、在庫循環図でも足元では既に在庫調整の期間を抜け、景気回復に伴う出荷増による「意図せざる在庫減少局面」に入ったとみられる(図表 10、11)。2017 年以降の輸出増に加えて、上述した設備投資需要の回復による国内向け資本財を中心として、生産は拡大するものとみる。

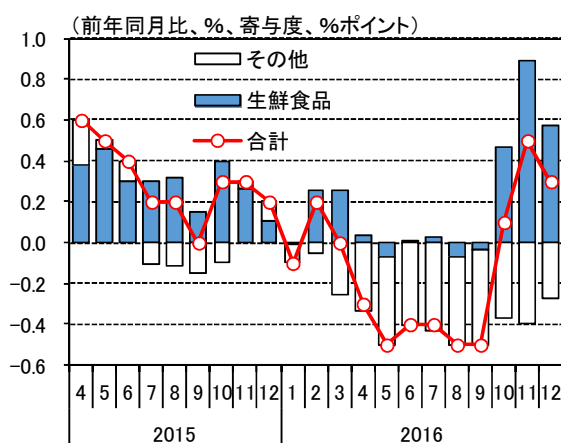
圖表 11 在庫循環圖



(資料) 經濟產業省『鉍工業指數』

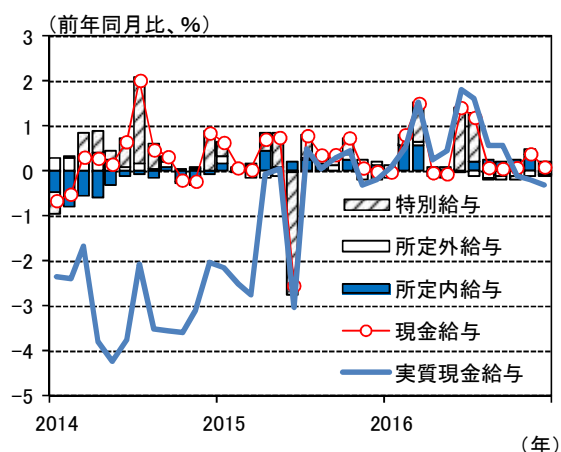
2016 年 10-12 月期の実質個人消費は前期比年率+0.0%と横ばいの動きであった。停滞の要因は、2016 年夏の天候不順によって、年末に起きた生鮮食品価格の高騰である。この価格高騰は 10-12 月の 3 ヶ月平均で、0.65%ポイント消費者物価(総合指数)の伸び率を押し上げた(次頁図表 12)。一方、この 3 ヶ月間の、前年同月比でみた労働者の名目所定内給与伸び率の平均は+0.3%程度となっており、名目給与の伸びを上回る物価上昇が実質所得を減少させ、消費者の消費意欲も減退することで、実質消費の停滞に繋がった(次頁図表 13)。しかし、名目個人消費が 2016 年以降プラス成長を続けていることを考慮すると、実勢として個人消費は堅調に推移していると考えられる(次頁図表 14)。

図表 12 消費者物価(総合指数)の寄与度分解



(資料)総務省『消費者物価指数』

図表 13 現金給与の動き



(注) 実質現金給与は消費者物価指数(帰属家賃を除く総合)で実質化したものを使用。

(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』、総務省『消費者物価指数』

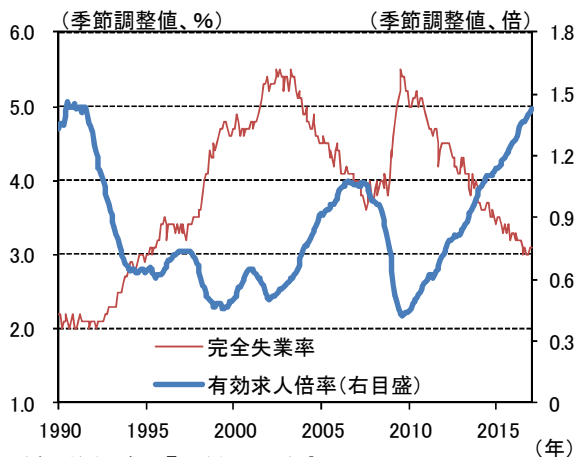
図表 14 名目個人消費の動き



(資料)内閣府『国民経済計算』

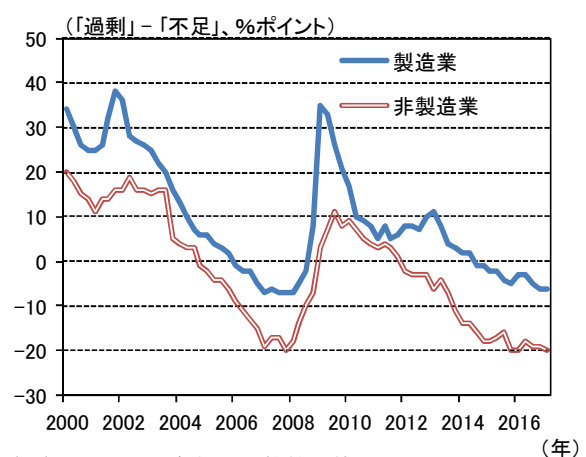
個人消費の先行きについては好材料が多い。まず雇用環境をみると、2016年12月時点での完全失業率は3.1%と引き続き低位で推移しており、有効求人倍率も1.43倍とバブル崩壊直前の1990年代初めと同水準まで上昇するなど、労働需給は一層引き締まっている(次頁図表15)。日銀短観の雇用人員判断DIは、製造業・非製造業共にリーマンショック前の水準と同程度まできており、先行きも需給が緩む兆しはみられない(次頁図表16)。

図表 15 失業率と有効求人倍率



(資料)総務省『労働力調査』、
厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表 16 大企業 雇用人員判断 DI

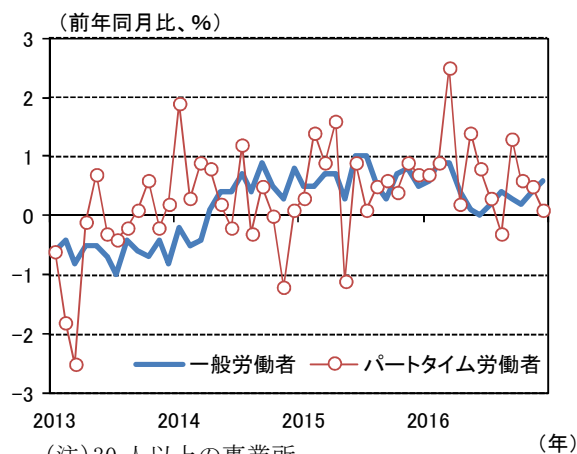


(注) 2017Q1 は先行きの数値を使用。

(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

労働需給の逼迫が続いていることで、所得環境の改善は続くものとみる。2016 年以降の労働者の名目賃金の上昇はパートタイム労働者を中心にしたものであったが、労働需給の更なる逼迫を受けて、一般労働者についても 2016 年半ばに落込んだ名目賃金の伸び率は高まり始めた。(図表 17)。原油価格上昇と円安の影響で今後物価も上昇していくとみられるが、労働需給逼迫を背景とした名目賃金の伸び率は物価の伸び率を上回る可能性が高く、緩やかではあるが実質賃金も上昇していくであろう。

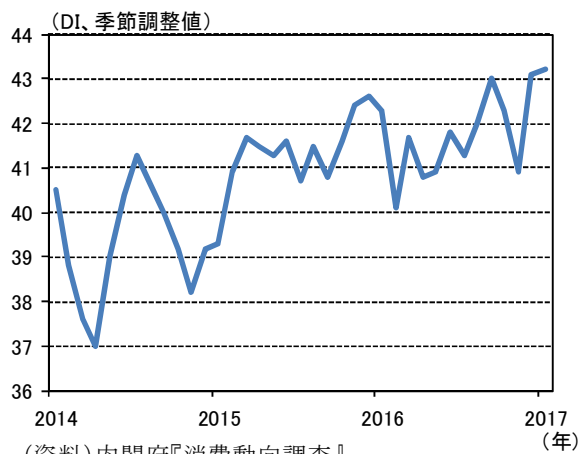
図表 17 就業形態別所定内給与の推移



(注) 30 人以上の事業所。

(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表 18 消費者態度指数



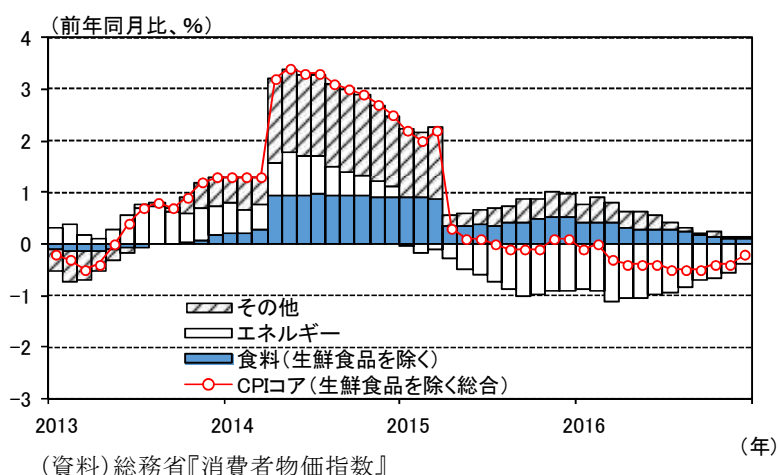
(資料)内閣府『消費動向調査』

こうした良好な雇用・所得環境から、消費者態度指数も足元では堅調さを保っておりマインド改善が進むと考えられる(図表 18)。また雇用者数も着実に増加しており、消費者全体の購買力も向上しているとみられることから、個人消費は現状程度の緩やかな拡大が続き、2016 年度は+0.6%、2017 年度は+0.7%、2018 年度は+0.6%程度の成長を見込む。

5. 物価と金融政策の動向

2016 年 12 月の CPI コアは前年同月比▲0.2%で 10 ヶ月連続でのマイナスとなっているが、原油価格上昇と円安の影響でエネルギー価格のマイナス寄与は着実に縮小している(図表 19)。2017 年第 1 四半期にはこのマイナス寄与がプラスに転じて、物価の押し上げ要因となろう。また、円安の進行で輸入財を中心とした他の財も価格が上昇するとみられ、2017 年以降は着実な物価上昇が期待できる。しかし、生鮮食品価格の高騰で消費意欲が減退し、実質消費が下振れるなど、マイナスのショックに対して脆弱な内需の元では需要要因からの物価上昇は見込めず、CPI コアの上昇は緩やかにならざるを得ない。CPI コアの上昇率は、2016 年度は▲0.2%、2017 年度はプラスに転じ+0.6%、2018 年度時点では+0.8%とわずかに+1%に届かない水準に留まるとみられ、日銀が目標とする+2%の到達は困難であろう。

図表 19 CPI コアの寄与度分解



更なる金融緩和を必要とする程弱くなく、引き締める程には強くもない足元の物価情勢を踏まえると、日銀の金融政策は、2017 年末迄は現状維持が最も可能性の高い選択肢となる。2018 年初めには失業率が 3.0%を下回る水準まで低下する中で、物価上昇も徐々に高まってくることから、現在「0%程度」としている 10 年国債利回りの誘導水準を、現在の元での上限とみられている「0.1%程度」へ引き上げられると想定している。

ただし、日銀が現在行っているイールドカーブコントロール(YCC)の持続可能性を考えると、日銀の意図しない形で長期金利の誘導水準引き上げを余儀なくされる可能性があるとする。YCC は、政策の持続性に対する疑念が強まると国債の売りが殺到し、長期金利水準を維持するための買入額が急増する。理論的には、日銀は国債を無制限に買うことで金利を押さえ込み続けられるが、実際には日銀への金利リスクの集中がどこまで許容されるかといった問題や、トランプ大統領が保護主義的な貿易政策を掲げる中で、日銀の異次元緩和を為替誘導策として批判する、といった政治的要因が、多額の国債購入継続への障害となり得る。そうした場合には YCC の継続にブレーキがかかり、日銀は金利の上昇を事後的に容認せざるを得ない状況に追い込まれることになり、長期金利の上昇を加速させる可能性がある。

6. まとめとリスク

以上を踏まえ 2018 年度までの日本経済の見通しを総括すると、世界経済の回復を背景に、着実に成長する外需に支えられる形で、内需は緩やかな拡大が維持されると予想される。2016 年度実質 GDP 成長率は+1.2%、2017 年度は公共投資を中心とする政府の経済対策の効果で+1.2%と横ばいを維持、2018 年度はこの効果が弱まることで若干ながら減速し+1.1%と見込む。

しかし、外需主導での景気回復は海外要因による不確実性を増大させ2017年の春以降、トランプ大統領の政治・政策決定、英国のBrexit交渉の進展、欧州の大統領選挙・議会選挙等、日本経済は政治イベントに起因した外需の変動に振り回され易くなる。

[前回の経済見通し\(2016 年12月号\)](#)でも述べた通り、トランプ大統領の財政拡大政策は短期的には日米双方にとってプラスとなり得るが、米国の中長期的な景気後退リスクを高めることになる。また、過度に保護主義的な貿易政策は円安から円高へのトレンドの転換を招く恐れもあり、日本の輸出に直接の打撃となる。

英国では、下院が EU からの離脱通告の権限をメイ首相に与える法案を可決した。上院でも承認されれば正式に離脱を通告し、3 月以降本格的に交渉が始まることになる。欧州でもオランダを皮切りに、フランスの大統領選挙、ドイツの議会選挙と主要国での選挙が続く。特にフランスでは、実質的に共和党のフィヨン候補、極右とされる国民戦線のルペン候補、独立系のマクロン候補の 3 人による三つ巴の戦いで、英国同様に EU からの離脱が争点となりやすい。新しく発表される月次世論調査の度に状況がめまぐるしく変化しており、混戦が予想される。こうしたイベントの先行きは現状では見通せないものが多く、日本経済にとって悪影響が想定される結果や、EU 解体を強く連想させるような結果が出た場合には、金融市場は不安定な状況が続くことになる。

(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。

総括表 2018年度までの内外経済見通し
(作成日：2017年2月24日)

	2016年度		2017年度		2018年度		2016上	2016下	2017上	2017下	2018上	2018下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%	実額	前年度比%						
<実質・2010年基準>												
国内総支出	523.4	1.2	529.6	1.2	535.3	1.1	0.9 1.0	0.5 1.4	0.6 1.1	0.6 1.2	0.6 1.1	0.5 1.1
民間最終消費	296.9	0.6	299.0	0.7	300.8	0.6	0.6 0.4	0.3 0.8	0.4 0.7	0.3 0.7	0.4 0.6	0.3 0.7
民間住宅投資	16.0	6.1	15.7	-1.6	16.0	1.9	5.3 6.0	1.0 6.2	-2.2 -1.1	0.3 -2.0	1.1 1.6	1.2 2.1
民間設備投資	81.0	1.8	82.6	2.0	84.0	1.6	1.0 1.5	1.0 2.0	1.0 1.9	1.1 2.1	0.9 1.9	0.5 1.4
民間在庫品増加(実額)	1.2	寄与度 -0.2	0.4	寄与度 -0.1	0.2	寄与度 -0.0	2.0	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2
政府最終消費	106.2	0.8	107.3	1.0	108.5	1.0	-0.3 1.3	0.7 0.4	0.5 1.2	0.4 0.9	0.6 0.9	0.6 1.2
公的固定資本形成	25.0	-2.1	26.1	4.2	26.8	2.8	0.2 -2.0	-1.9 -2.2	3.3 1.9	3.0 5.9	1.2 4.7	0.7 1.4
財貨・サービス輸出	85.1	2.7	88.2	3.6	90.0	2.0	0.3 0.8	4.0 4.5	1.1 5.0	1.1 2.4	1.0 1.9	1.0 2.2
財貨・サービス輸入	88.3	-1.0	89.8	1.7	91.0	1.3	-1.6 -1.9	1.3 -0.2	0.7 1.9	0.7 1.5	0.7 1.3	0.6 1.4
内需寄与度	0.6	民需 0.5	0.8	民需 0.4	0.9	民需 0.6						
外需寄与度	0.6	公需 0.1	0.3	公需 0.4	0.1	公需 0.3						
<名目>												
国内総支出	538.2	1.1	545.1	1.3	552.3	1.3	0.8 1.1	0.3 1.1	1.0 1.2	0.2 1.4	1.0 1.1	0.4 1.5
GDPデフレーター	102.8	-0.1	102.9	0.1	103.2	0.2	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.0	0.4
企業物価 * (10年=100)	99.5	-2.3	100.8	1.3	101.9	1.1	-4.0	-0.5	1.2	1.5	1.2	1.0
輸出物価 * (10年=100)	100.7	-8.0	103.2	2.4	104.0	0.8	-12.6	-3.2	3.4	1.5	0.9	0.7
輸入物価 * (10年=100)	94.8	-12.2	102.0	7.5	106.1	4.0	-20.9	-2.3	8.0	7.1	5.1	3.1
消費者物価 * (15年=100)	99.7	-0.2	100.3	0.6	101.1	0.8	-0.4	0.0	0.4	0.6	0.7	0.8
鉱工業生産 * (10年=100)	98.7	1.4	101.8	3.1	103.3	1.5	-0.7	3.4	4.4	1.9	1.7	1.3
失業率 (%)	3.1	-0.2	3.0	0.0	2.9	0.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9
雇用者数 * (万人)	5,742	1.4	5,770	0.4	5,793	0.4	1.6	1.3	0.5	0.5	0.4	0.4
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.8	—	0.4	—	0.6	—	1.2	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
新設住宅着工戸数 (万戸)	98.3	6.8	97.4	-1.0	98.7	1.4	98.5	94.6	96.0	98.2	98.3	98.5
貿易収支 (10億円)	5,363	—	4,171	—	2,503	—	3,018	2,345	3,066	1,105	1,802	701
輸出 * (10億円)	69,156	-5.5	72,407	4.7	74,273	2.6	-10.8	0.1	6.0	3.5	2.5	2.6
輸入 * (10億円)	63,793	-12.1	68,237	7.0	71,770	5.2	-19.8	-3.9	6.5	7.4	6.7	3.8
第一次所得収支 (10億円)	17,743	—	19,580	—	20,472	—	9,271	8,472	9,794	9,786	10,228	10,244
経常収支 (10億円)	20,389	—	21,597	—	20,932	—	10,438	9,950	11,332	10,265	10,506	10,425
マネーサプライ * (M2, 兆円)	946.5	3.5	977.7	3.3	1009.0	3.2	3.4	3.6	3.3	3.3	3.2	3.2
ドル/円レート (円、期中平均)	109.0	—	116.0	—	117.1	—	105.3	112.8	115.7	116.3	116.9	117.3
輸入原油価格 (ドル/バレル)	45.2	—	49.5	—	53.5	—	43.9	46.5	48.5	50.5	52.5	54.5
米国実質GDP (10億ドル)	16,660	1.6	17,050	2.3	17,446	2.3	1.0	2.6	2.2	2.3	2.3	2.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	2016/4-6	7-9	10-12	2017/1-3	4-6	7-9	10-12	2018/1-3	4-6	7-9	10-12	2019/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.06	-0.06	-0.06	-0.08	-0.06	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	-0.11	-0.12	0.00	0.06	0.07	0.08	0.08	0.12	0.15	0.16	0.16	0.17
ドル/円レート (期間平均値)	108.2	102.4	109.3	116.2	115.6	115.9	116.2	116.5	116.8	117.0	117.2	117.4

→予測



アジアにおけるインフレの兆候

<要旨>

米欧同様、アジア地域でも消費者物価は上昇ペースを速めている。上昇率の水準自体は全体的に依然低いものの、消費者物価よりも「川上」に位置する生産者物価や卸売物価の急速な上昇からは、さらなる物価上昇の兆しが垣間見える。

生産者物価や卸売物価の押し上げ要因となっているのは、コモディティ価格の上昇であり、エネルギー価格の反発のほか、食品価格の高騰が寄与している。

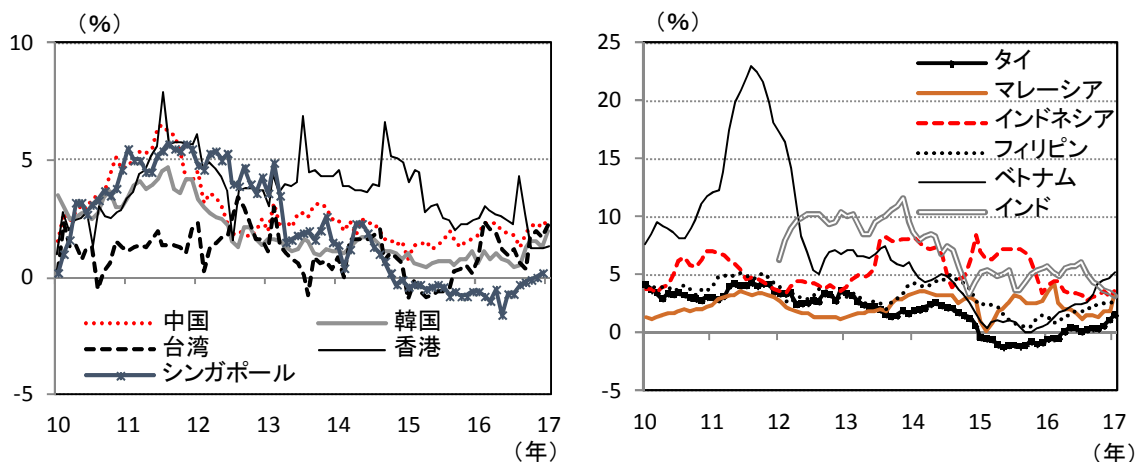
アジア主要国の金融政策は、低インフレを背景におよそ5年にわたって緩和的な状況が続いてきたが、足元で観測されるインフレの兆候を勘案すると、こうした緩和の時代は早晚終焉を迎える可能性が高い。それは異常な低金利からの「正常化」と呼ぶべき現象であるが、インフレが為替相場下落と重なった場合、最悪のシナリオとして、スタグフレーションに陥るというリスクを孕む点には留意が必要である。

1. 上昇ペースを速めるアジア主要国・地域の消費者物価

米国の2017年1月における消費者物価指数(CPI)の前年同月比上昇率(以下、上昇率という)は+2.5%と約5年ぶりとなる高い伸びを示した。この予想外のCPI上昇を受け、市場ではインフレ懸念が高まり、早期利上げ観測が急速に強まった。ユーロ圏でも1月のCPIは前年同月比+1.8%と約4年ぶりの上昇を記録しており、先進国では物価上昇が明確になりつつある。

他方、アジア主要国・地域(中国、アジアNIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)、ASEAN5(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム))。以下、単に主要国という)においても、CPIは、2016年以降、全体的に上昇ペースを速める傾向にある(図表1)。

図表1 アジア主要国 CPI 上昇率



(資料) 各国中銀等

たしかに、上昇率の水準に着目する限り、アジア主要国においてインフレは目下のところ差し迫ったリスクになっているとはいえない。直近 2017 年 1 月の CPI 上昇率を国別にみると、+5%を上回るのはベトナムのみであり、3%を上回る国もマレーシア、インドネシア、インドにとどまる。

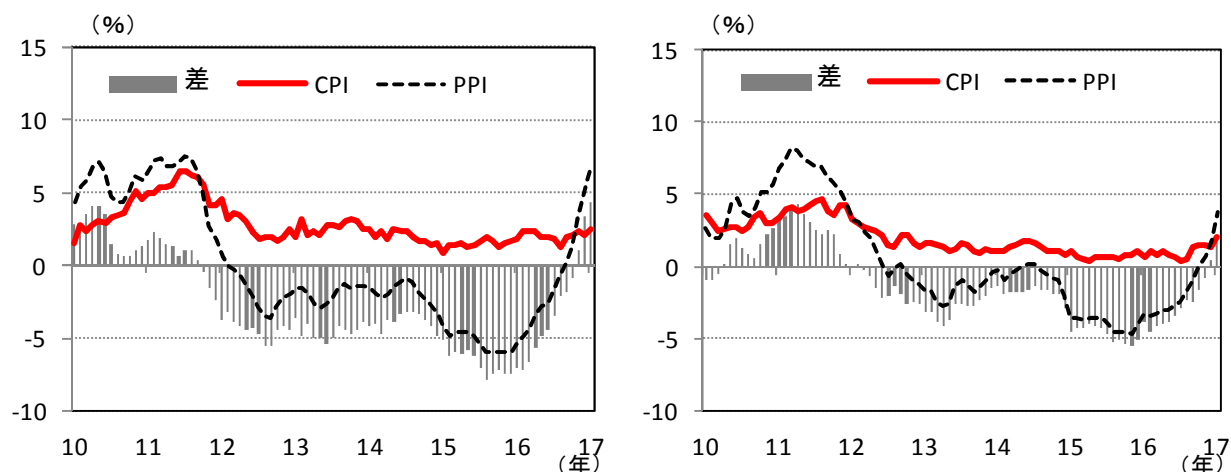
しかし、CPI よりも「川上」に位置する物価指数である生産者物価指数 (PPI) や卸売物価指数 (WPI) の変化からは、さらなる物価上昇の兆候が垣間見える。

2. 急上昇する生産者物価・卸売物価

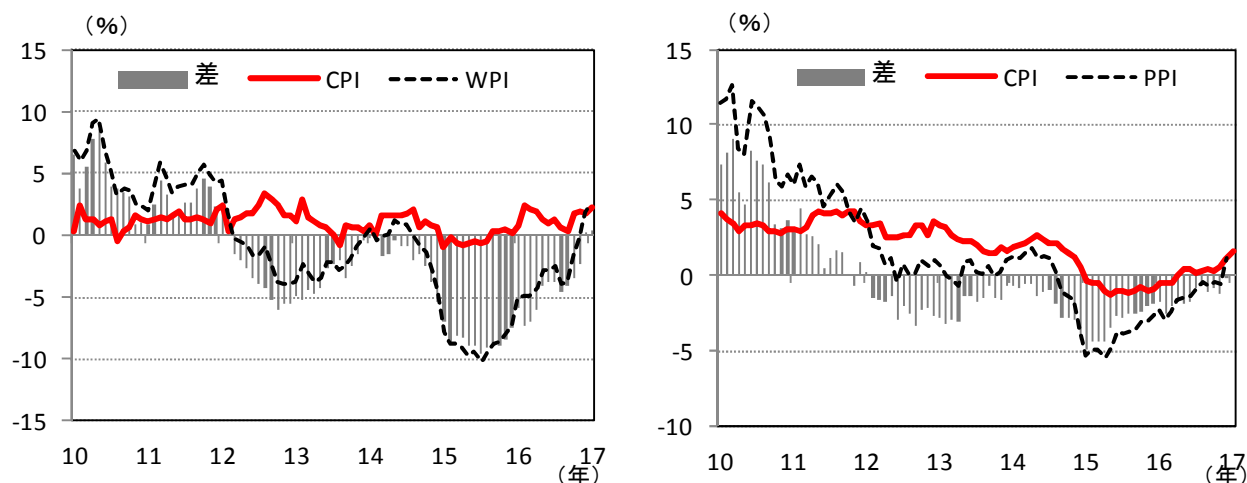
図表 2 は、アジア主要国における 2010 年以降の CPI、WPI もしくは PPI の上昇率、および両者の差の推移をみたものである。各々のグラフからは、①CPI 上昇率は長期間にわたり低水準かつ安定的に推移してきたこと、②PPI や WPI の上昇率は 2015 年を通じ大幅なマイナスに落ち込んだが、その後急激にマイナス幅を縮小していったこと、③PPI や WPI の上昇率は 2016 年末から 2017 年初にかけて CPI を逆転していること、の 3 点が概ね共通した現象としてみてとれる。

図表 2 アジア主要国 CPI 上昇率、PPI もしくは WPI 上昇率、両者の差

(左:中国、右:韓国)

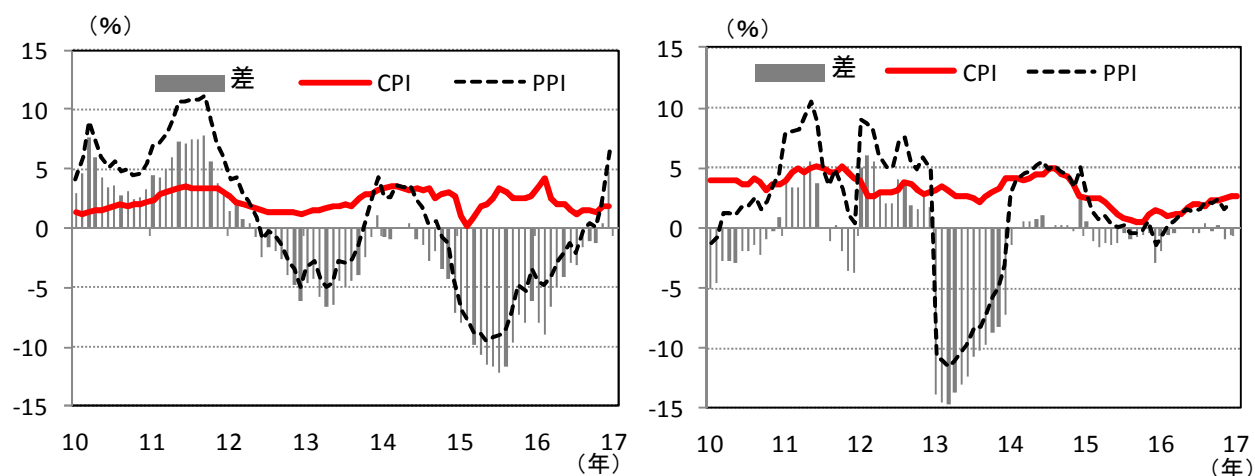


(左:台湾、右:タイ)



図表2 アジア主要国 CPI 前年同月比および PPI もしくは WPI 前年同月比と両者の差(続き)

(左:マレーシア、右:フィリピン)



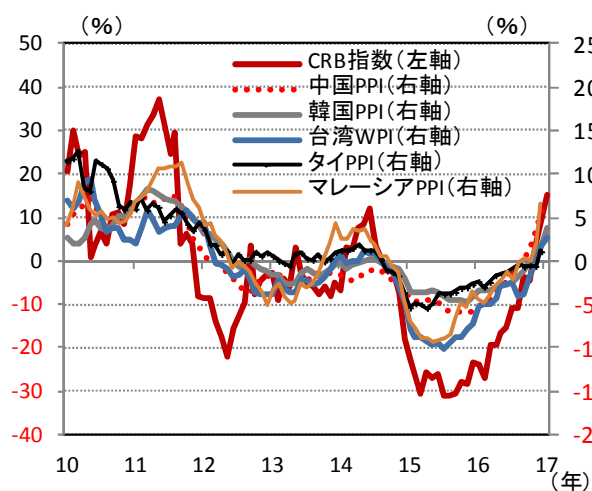
(資料) CEIC、各国中銀

3. コスト・プッシュ・インフレ要因としてのコモディティ価格

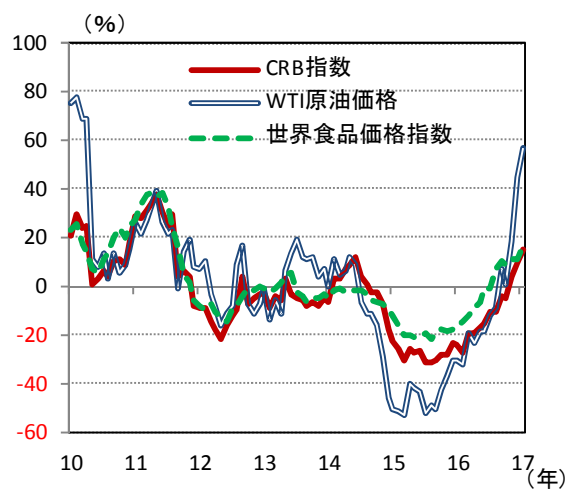
PPI や WPI を押し上げているのは、それらよりもさらに「川上」に位置するコモディティ価格である。図表3は、代表的な商品先物指数であるトムソンロイター・コアコモディティCRB指数と、中国、韓国、タイ、マレーシアのPPI、台湾のWPIの上昇率の推移をみたものであるが、このグラフからは、CRB指数の上昇率とPPIおよびWPIの上昇率の間には、振れ幅に違いはあるものの、高い連動性があり、前者は後者に対し1か月から1四半期程度の先行性があることがみてとれる。

足元のコモディティ価格の上昇要因としては、図表4が示すとおり、指数全体の約4分の1を構成する原油をはじめとするエネルギー価格の急反発のほか、食料価格の高騰も寄与している。

図表3 CRB指数、PPI、WPIの上昇率



(資料) CEIC、各国中銀

図表4 CRB指数、WTI原油先物価格、
世界食品価格指数の上昇率

(資料) CEIC、FAO

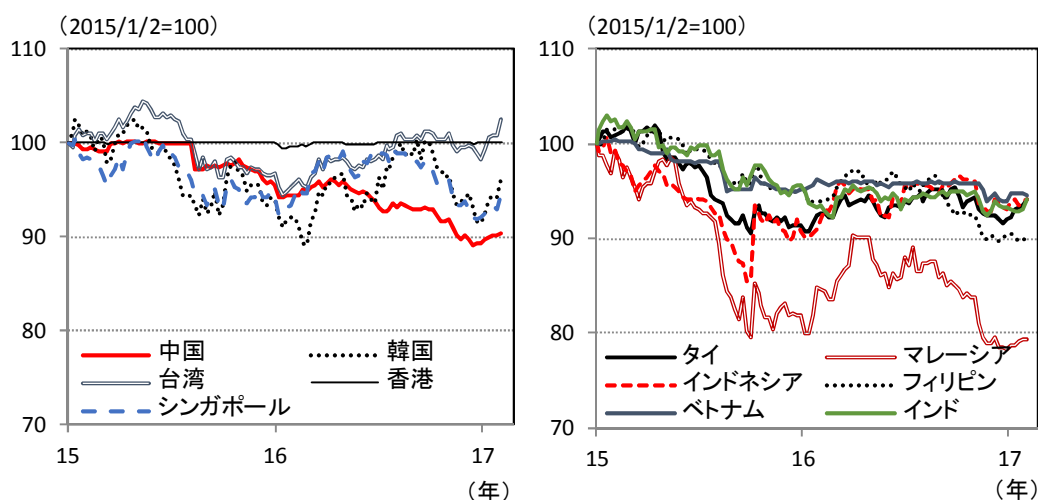
通常、PPI や WPI は CPI に先行する。したがって、コモディティ価格の上昇に伴って足元で急激に上昇している PPI や WPI は、今後、CPI に波及していく公算が大きい。これまでのところ、その影響がさほど顕著ではないのは、最終需要の弱さに加え、PPI や WPI の上昇率が最近までマイナス圏に沈んでいたことが挙げられる。だが、2016 年末以降、PPI や WPI の上昇が基調として定着しつつある中、最終需要が大きく落ち込まない限り、CPI も PPI や WPI を後追いする形で上昇ペースを拡大していくものと予想する。

特に、エネルギーや食品が CPI に高い割合を占める国、具体的にはインドネシアやフィリピン、インド¹では、他のアジア主要国に比べ、CPI はより速いペースで上昇していく可能性が高いものと見込む。

4. コスト・プッシュ・インフレ要因としての通貨下落

為替相場の下落も、原材料や中間財などの輸入物価の上昇を通じ PPI や WPI を押し上げ、最終的に CPI を引き上げる要因として重要であるが、その影響はアジア主要国でも既に現れつつあるものとみる。

図表 5 アジア通貨の対米ドル為替レート (2015 年 1 月 2 日を 100 として指数化)



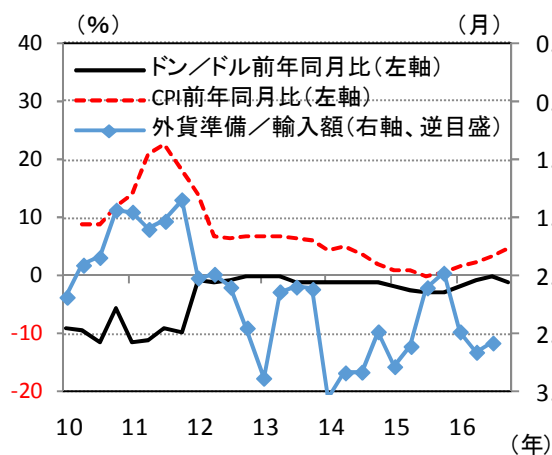
(資料) 各国中銀等

アジア通貨は、台湾元や香港ドルを除き、2016 年半ば以降、米金利の上昇などを受け米ドルに対し減価傾向にあり、さらに 2016 年 11 月のトランプ・ショックはこの傾向を後押しした(図表 5)。2017 年以降はやや持ち直しているものの、今後の米国の利上げペース次第では、ファンダメンタルズに脆弱性を抱える国、たとえば経常収支赤字国、あるいは重債務国、また政治リスクや地政学リスクが高い国の通貨は、「テーパータントラム」²が発生した 2013 年同様、一段の下落を迫られる可能性がある。

¹ IMF, “Regional Economic Outlook: Asia Pacific 2010”, Data 2.3 Emerging Asia: Food and Energy Weights in Consumer Price Index Baskets 参照。

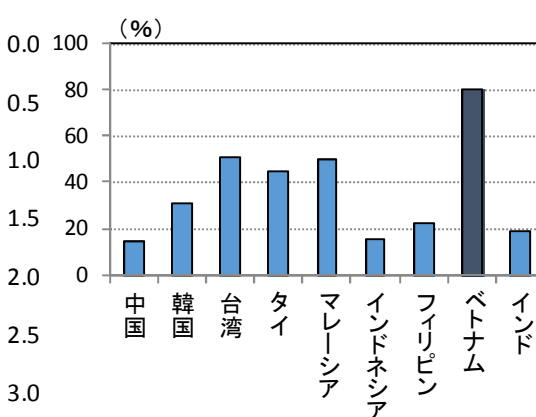
² 2013 年 5 月にバーナンキ前米連銀議長が議会証言の中で近い将来における量的緩和の縮小を示唆したことにより発生した市場の混乱。特に「フラジャイル 5」と総称されたインドネシア、インド、ブラジル、トルコ、南アフリカの通貨は市場で売り浴びさせられた。

図表 6 ベトナムの CPI、輸入カバー率、ドン対ドル為替相場



(資料) CEIC

図表 7 アジア主要国の輸入依存度



(資料) ADB

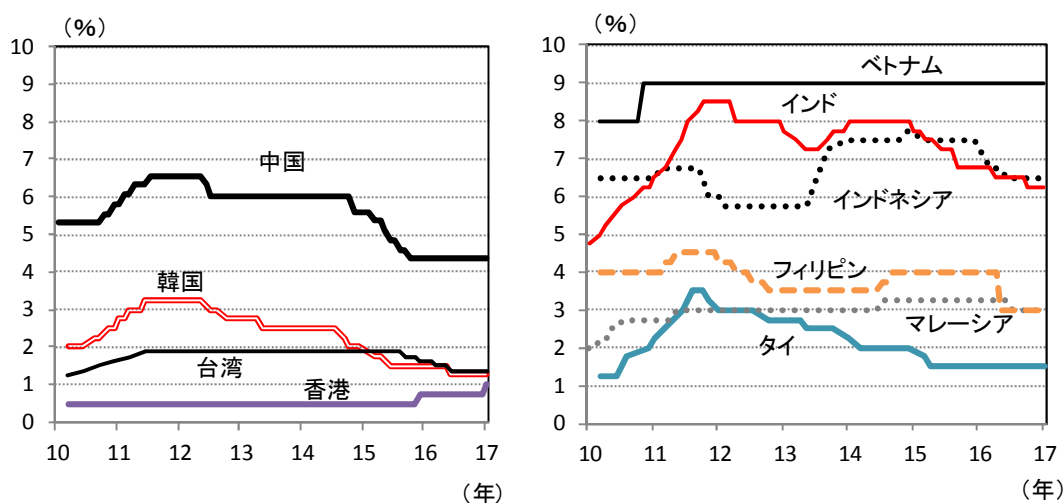
為替相場下落に起因するコスト・プッシュ・インフレについて、この先、特に強く警戒すべきアジア主要国としては、ベトナムが挙げられる。ベトナムの外貨準備の輸入カバー率(外貨準備の対月間輸入額)は健全性の基準とされる3か月を下回る状況がほぼ一貫して続いている(図表6)。これは通貨ドンが外貨準備不足という構造的脆弱性を抱えることを意味する。また、80%におよぶ輸入依存度(輸入額の対名目GDP比)の高さも、同国で輸入インフレが引き起こりやすい原因となっている(図表7)。実際、ドンの大幅安に起因する輸入物価の上昇により、同国は2011年6月から同10月にかけて年率20%を超える大幅なインフレに直面している。

5. まとめと今後の見通し

アジア主要国の政策金利の推移をみると、2015年12月と2016年12月の2度、米国に追随して利上げを行った香港を除けば、歴史的な低インフレを背景に、概ね緩和的な金融政策が実施されてきた(次頁図表8)。しかし、低インフレが過去のものになりつつある中、およそ5年にわたって続いてきた緩和の時代は、早晩、終焉を迎える可能性が高いものと予想する。

金融政策上インフレ・ターゲティング制を採用しているアジア主要国としては、韓国、タイ、インドネシア、フィリピン、インドが挙げられるが、直近のCPI上昇率はいずれも既に目標の下限を上回っている。少なくともこれらの国ではさらなる金融緩和策がとられる可能性は低く、むしろ中長期的な見通しとしては引き締め方向とみるのが妥当である(次頁図表9)。とはいえ、うちインドネシア、フィリピン、インドに関していえば、伝統的には高インフレ・高金利の経済であり、局面の転換はこれまでの異常な低金利状態からの「正常化」というべきである。むしろ、穏健なペースでのインフレは最終需要の回復を伴うものであれば、歓迎すべきともいえる。

図表8 アジア主要国の政策金利



(資料) 各国中銀等

図表9 インフレ・ターゲティング制採用国とその概要

	インフレ目標(%)	対象期間	CPI前年比上昇率(%) (2017年1月)
韓国	2.0	2016-18年	+2.0
タイ	2.5±1.5	2017年	+1.6
インドネシア	4.0±1.0	2017年	+3.5
フィリピン	3.0±1.0	2017-18年	+2.7
インド	4.0±2.0	2017-21年度	+3.2

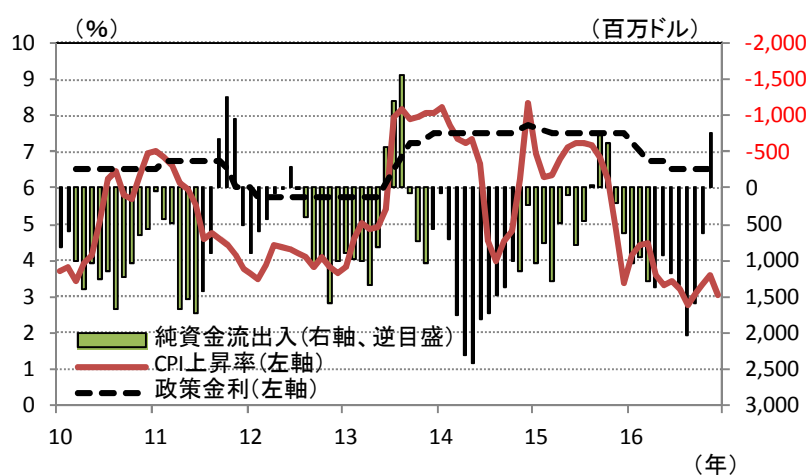
(資料) 各国中銀

警戒すべきシナリオは、インフレが通貨下落と重なるケース、すなわち輸入インフレの高進である。米金利の「想定外」の上昇、およびこれに伴う資金流出が、新興国通貨の下落を想定するうえで当面最もありうるケースである。この場合、当該国は通貨防衛のための利上げを迫られることになるが、金融政策による為替相場操縦が奏功するには大胆な金利引き上げが必要であり、それには景気悪化という代償を伴う。仮に利上げの幅が期待はずれの小幅なものにとどまった場合、市場からの通貨下落圧力、資金流出圧力はさらに強まり、輸入インフレには一層拍車がかかる。結果、当該国は追加利上げを余儀なくされるという悪循環に陥り、最悪の場合、不況とインフレが同時に起こるスタグフレーションのリスクに晒されることになる。

スタグフレーションというレベルには至らなかったものの、そうした状況に近づいた例としては、2013年のインドネシアが記憶に新しい(次頁図表10)。上述したとおり、「テーパータントラム」の直撃を受けた同国では、大規模な資金流出が起こる中、政策金利の引き上げにもかかわらず、通貨ルピアの下落に歯止めはかからず、CPIは跳ね上がり、実質GDP成長率は従前の5%台から4%台に押し下げられた。

より悪いシナリオとしては、為替相場の急落がコモディティ価格の上昇と同時に発生するケースが挙げられる。二重のコスト・プッシュ・インフレは、当該国により深刻なリスクを与えることになる。この点において、アジア主要国のうち最も留意を要する国として、前述したとおり、ベトナムを指摘しておきたい。

図表 10 インドネシアの CPI 上昇率(前年同月比)、政策金利、純資金流出入(3 か月移動平均)



(資料) 国際金融協会 (IIF)、各国中銀

(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。

過熱と低迷が混在する中国住宅市場

＜要旨＞

中国の住宅市場は、住宅価格抑制策の強化を受け、足元では主要都市の価格高騰に一服の兆しがある。これまで金融緩和を追い風に住宅ローンが住宅需要を後押ししたが、大都市を中心に投資マネーの集中も招いた。

2017 年は安定成長を優先する政策方針の下、住宅市場は規制緩和から規制強化への政策変更に応じる形で、循環的な調整局面に入り、住宅価格に下落圧力がかかる可能性が高い。

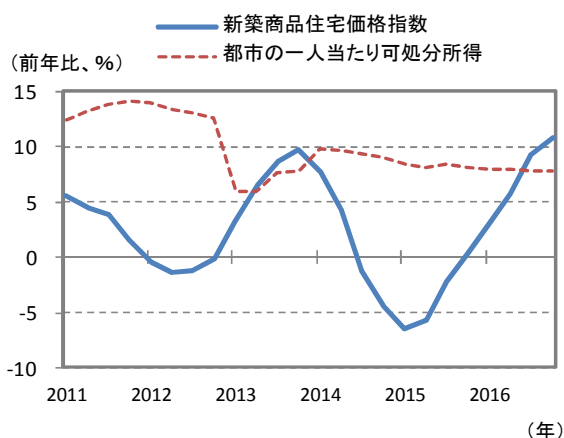
但し、都市によって過熱と低迷が混在し、「まだら模様」というのが実態であるため、政策のアクセルとブレーキの踏み分けは難しさを増す。価格抑制策がきつくなり過ぎたり、金融引締が全国一律的に適用された場合、過剰な住宅在庫が残る中堅中小都市の住宅市況に深いダメージを及ぼす。逆に政策変更の遅れや不徹底が長期化した場合、住宅価格が再上昇に転じ、下落時の変動幅拡大リスクにも注意が必要となる。

1. 住宅価格の急上昇にブレーキ

中国における都市の新築住宅価格の上昇率が、3 年振りに都市住民の可処分所得の伸びを上回る状況に至ったところで(図表 1)、当局の政策の軸足はアクセルからブレーキに移り、2016 年 10 月の国慶節の前後から、20 都市以上で住宅ローン規制等の住宅価格抑制策が強化された。

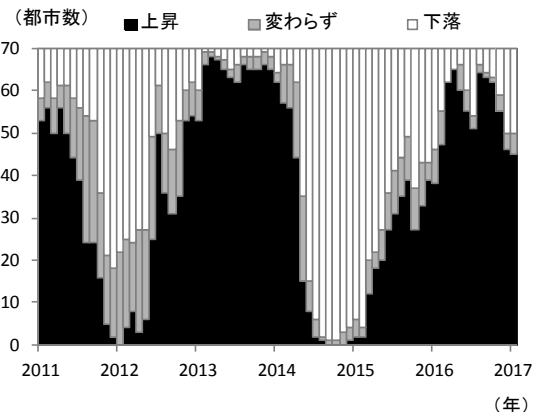
これに伴い、住宅価格の急上昇には一服の兆しが表れている。国家統計局が公表した 2017 年 1 月の new 築住宅価格をみると、70 大中都市の内、下落したのは 20 都市と昨年 12 月同様であり、上昇は 45 都市、横ばいは 5 都市となった(図表 2)。公式統計は、当局のコントロールがある程度効いていることを示唆するが、下落した各都市の下落幅は 0.5% 以下と小幅な価格調整に留まっており、北京は横ばい、広州は上昇など、大都市を中心に過熱感が消えたわけではない。今後、もっと効きの強いブレーキを踏むタイミングを探っていく状況にある、と考えられる。

図表 1 新築住宅価格と都市の一人当たり可処分所得



(注) 新築商品住宅価格指数は各年 3、6、9、12 月の 70 大中都市の単純平均。(資料) CEIC

図表 2 70 大中都市の新築住宅価格
(前月比変動の都市数)



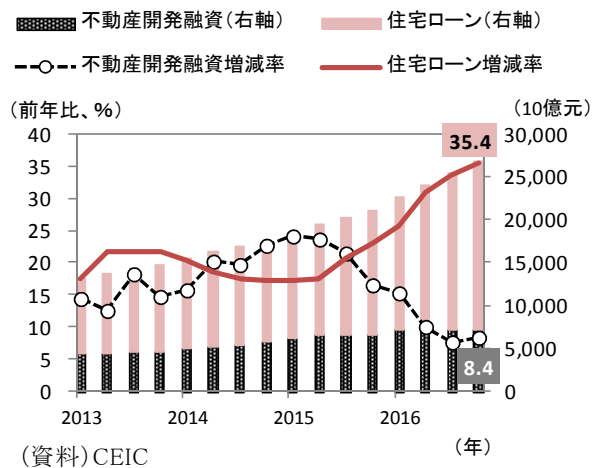
(資料) CEIC

昨年後半から当局の政策スタンスが変化した背景には、主要都市における住宅価格の行き過ぎに対する強い警戒感がある。

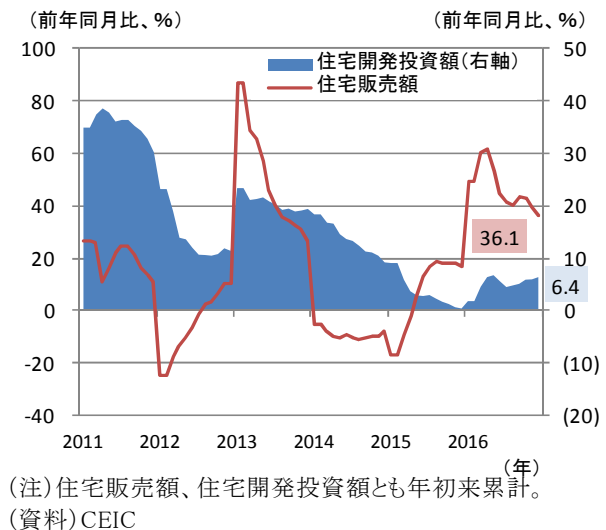
中国の住宅市場は全体として、住宅ローンの急増が需要の回復を後押ししてきた。住宅ローン残高は、2016 年 12 月末時点で約 20 兆元（約 330 兆円）、前年比 +35.4% と大幅に増え、過去 3 年間で 2 倍に膨れ上がった（図表 3）。それに伴って中国全体の住宅販売額は 2016 年、前年比 +36.1% と 3 年振りに大幅な増加を記録した（図表 4）。この動きは、金融緩和を追い風に住宅の一次取得や買い替えといった実需を顕在化させた、という側面はあるが、それだけでは捉え切れないだろう。なぜなら、大都市を中心に大量に供給されてきた投資用物件が、中国国内の投資マネーを再び吸収するかたちで価格高騰を先導した、という側面もあるからだ。

住宅が投資、投機の対象という市場特性が強いからこそ、当局がその過熱感を警戒して価格抑制策を強めるのは当然といえる。2017 年秋に予定される中国共産党の党大会を控え、一般大衆が抱く不満—既得権層ばかり得をする—に対応する、といった政治的な配慮もあると推察される。

図表 3 住宅ローン、不動産開発融資の推移



図表 4 住宅販売額、住宅開発投資額の増減率



2. 過熱と低迷が混在する、まだら模様の住宅市況

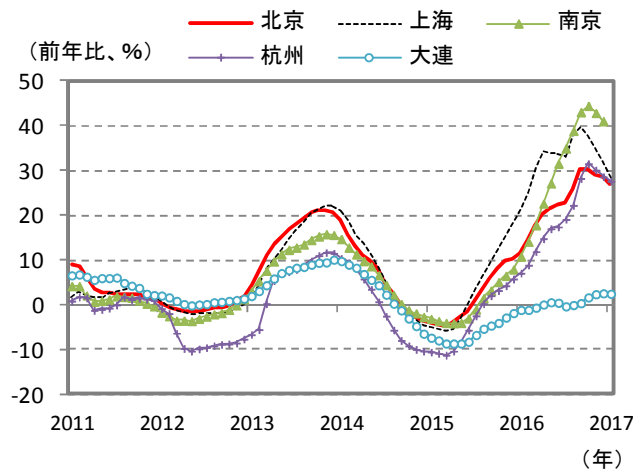
都市毎の市況を俯瞰すると、大都市における住宅価格の上昇が先行した。北京や上海、深圳、広州といった大都市（いわゆる一線都市）の新築住宅価格は、2015 年に上昇へ転じ、2016 年に入ってから前年に比べて 3 割程度高い水準に達した（次頁図表 5）。一線都市に追随するように、南京や杭州をはじめ多くの主要都市（二線都市）にも住宅価格の上昇が拡散した。

一方、住宅価格の上昇に乗り遅れた地方都市も少なくない。とりわけ素材や生産設備、造船等の重厚長大型産業に依存してきた都市では、業績不振企業の整理淘汰や人員の配置転換等の重荷も相まって住宅需要の底入れに時間を要している。例えば、図表 5 に示した大連をはじめ、長春など中国東北地方を代表する二線都市では、住宅在庫の過剰感の解消が遅れ気味である。更に、主要都市の統計に必ずしも含まれない中堅中小都市（三線、四線都市及びそれ以下の都市）においても、景気対策の下で行われた需要予測の甘い都市整備や住宅開発に起因し、需給

バランスの回復が遅れているケースは相当残っているとみられる。

中国の住宅市場は現状、過熱感の強い都市と、低迷が長期化する都市が混在する、「まだら模様」を呈している、と考えられる。

図表 5 主要都市における新築住宅価格変動率



(資料)CEIC

3. 今後の見通し～政策に呼応して調整局面入り。難しさを増すアクセルとブレーキの踏み分け

2016 年 12 月に開催された中央経済工作会议(中国共産党と中国政府の合同会議)において、2017 年の経済政策の基調と定められた「稳中求進(安定の中で前進を求める)」の下、不動産に関しては在庫解消の継続的な推進に加え、「不動産市場の安定的かつ健全な発展」が取り上げられた。「住宅は住むもので投機の対象ではない」と強調され、「バブルの発生抑制、価格の乱高下防止」といった方針が示された。

2017 年は安定成長を優先した政策方針の下、中国の住宅市場は全体として、規制緩和から規制強化への政策スタンスの変化に呼応する形で、循環的な調整局面に入り、住宅価格に下落圧力がかかる可能性は高い。

但し、中国各地に過熱と低迷がひしめき合うため、政策のアクセルとブレーキの踏み分けは難しさを増していく、とみる。

例えば、一線都市や一部の二線都市など過熱気味の都市では、利上げを含めて金融引締が急がれる状況に入っているが(次頁図表 6 の内、⑤の段階)、それ以外の主要都市では、住宅ローン規制の強化、不動産投資や投機規制の強化に加え、引締気味の金融環境へ、需給バランスに応じたきめ細かい調整が欠かせない(同②～④の段階)。市況低迷が長引く都市では、過剰在庫の解消が遅れているため、更なる需要でこ入れ策や、金融緩和の継続が求められる(同⑦～⑩の段階)。

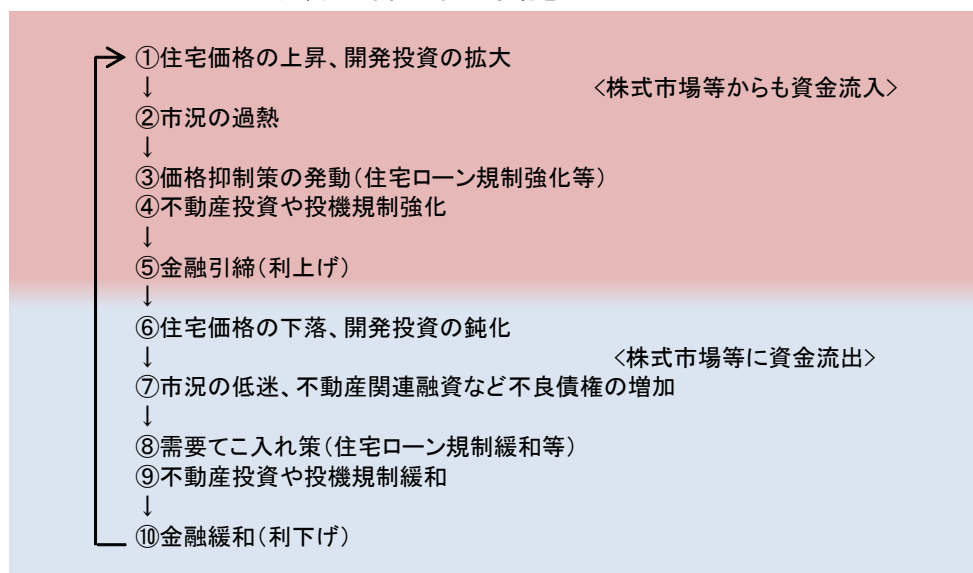
つまり、住宅市場を巡るサイクルにおける居所が、都市によって全く異なるため、政策運営は二兎を追う、三兎を追う状況に直面する。価格抑制策がきつくなり過ぎたり、金融引締が全国一律的に適用された場合には、過剰な住宅在庫が残る、特に中堅中小都市の住宅市況に深いダメージを及ぼすことが懸念される。在庫を抱える中小デベロッパーの経営は、近時の住宅販売の急回復

やシャドーバンキングを通じた資金調達で一息ついてはいたが、再び悪化する。そうした悪影響が中小金融機関の経営不安などを招く可能性もある。さらに、グローバルに金利の上昇が進む中、住宅価格の下落と金利の上昇が重なることによって、過剰債務を抱える企業部門(含不動産)の返済問題の深刻化に加えて、住宅ローンを増やす家計部門にも影響が波及し、個人消費の腰折れについても気を配る必要がある。

逆に、こうした影響に配慮するあまり、政策変更の遅れや不徹底の長期化を招く可能性もある。その場合、住宅価格が再上昇に転じ、下落時の変動幅が拡大するリスクがある。その結果、不動産開発融資や住宅ローンの質が劣化し、土地関連収入に頼る地方財政も苦しくなる。そして、銀行等の不良債権の増加、中小金融機関の資金繰り悪化、金融システムの不安定化、景気の悪化、住宅価格の更なる下落といった、中国経済の失速に繋がる悪循環に陥りかねない。

このようなシナリオを意識せざるを得ない背景として、需給バランスや価格の形成を歪めてきた、住宅への過剰投資と、投機が存在があげられる。この問題は、中国本土から国境を越える資金移動に対する厳しい規制と、規制金利体系が長く続いた下、投資マネーが収益機会を求めて、規制の抜け道を見つける「規制裁定」も働いて、株式や金融商品と共に、住宅それ自体を投資や投機の受け皿としてきた経緯がある。住宅の投機資産化と、バブルの生成と崩壊リスクの循環的なサイクルを断ち切るためには、現在執られている価格調整的な規制の強化と緩和の踏み分けでは不十分である。不動産や金融、対外開放を含めて諸制度を包括的に改革する必要性を当局は認識しているが、解決の道筋と将来像は不透明である。住宅市場の暗転を起点とした中国経済の不安定化に対して、引続き一定の注意が必要と考えている。

図表 6 中国の住宅市場を巡るサイクル



(資料) 三井住友信託銀行作成

(海外調査チーム 柳瀬 豊 : Yanase_Yutaka@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。

ロンドンオフィス投資市場の海外資金動向

<要旨>

ロンドンは、従来から金融センターの地位や歴史的なブランド、投資市場の透明性などを背景に、国境を越えた不動産投資を嗜好する海外投資家にとって魅力的な市場とされてきた。不動産投資にて代表的なオフィス市場では、海外からの不動産投資資金（以下、海外資金）が取引額の 7 割近くに及び、その流入が市況に与える影響は大きい。リーマンショック以降の期間では、海外資金取引額の変動要因として賃貸市況の改善が重要となっている。尚、同期間ではポンド安が海外資金を増加させる効果は見られない。

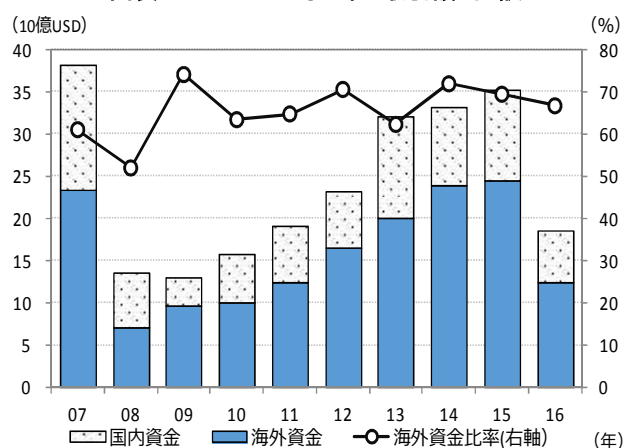
2017 年 3 月にも英国の EU 離脱交渉が開始される公算が高まっている。今後のロンドン市場では、政治環境の変化による先行き不透明感の高まりで企業のオフィス需要が鈍化し、予定されるオフィス新規供給の増加と相俟って、賃貸需給の緩和が見込まれる。そのため海外資金の取引額は当面低水準で推移すると考えられる。

2017 年は、英国外でもトランプ大統領の政権運営や米国の追加利上げ等、政治経済・金融環境の変化が見込まれるが、賃貸市況に引き付けて検討することで、投資市場の先行きをある程度予想することが出来よう。

1. オフィス投資市場へ流入する海外資金

ロンドンでは、従来から金融センターの地位や歴史的なブランド、投資市場の透明性などを背景に、国境を越えた不動産投資を嗜好する海外投資家にとって魅力的な市場とされてきた。不動産投資にて代表的なオフィス市場では、海外資金が取引額の 7 割近くに及び、圧倒的な存在感を有している（図表 1）。投資家層は金融機関や年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、個人富裕層まで幅広く、投資家籍も欧米や中東、アジアなど多様性が見られることが特徴である。

図表 1 ロンドンのオフィス取引額 内訳



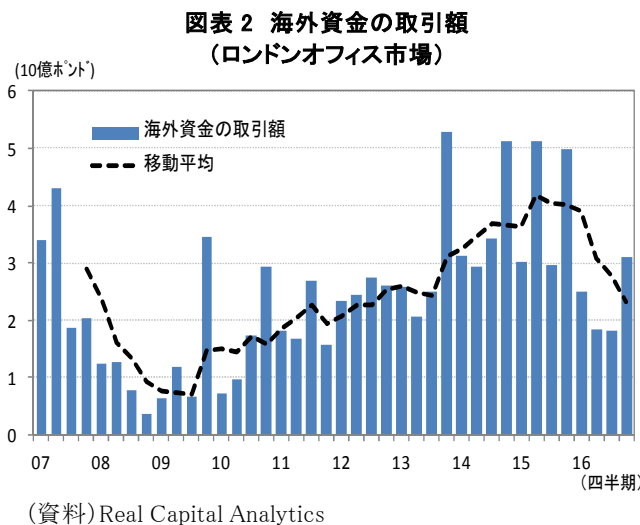
(資料) Real Capital Analytics

投資市場の需給の影響を受けるオフィス価格は、投資資金量とその趨勢を左右する側面も大きい。特にロンドンでは、取引額に占める割合の高い海外資金の動向が価格動向に大きな影響を

与えることになろう。2017 年 3 月にはEUとの離脱交渉が本格的に開始される公算が高まっている。そのような環境変化に先立ち、オフィス投資市場にて存在感を有する海外資金が、どのような要因で変動するかを分析し、今後の市況判断に役立てたい。

2. 投資市場における海外資金の変動要因

初めにロンドンオフィス投資市場における海外資金の過去推移を確認したい(図表 2)。海外資金の取引額は、リーマンショック前の 2007 年にピークアウトし大幅な減少を示したが、2009 年に底を打った。その後 2015 年まで増加傾向を示したが、2016 年に入ると再び減少傾向を鮮明にしている。



この変動要因について海外不動産投資家の目線から検討してみたい。不動産は株・債券と比較して流動性が劣ることから長期投資が原則であるが、そのリターンの源泉は賃料収入を主としたインカムゲインと、価格上昇に伴うキャピタルゲインである。

インカムゲインは、物件のキャッシュフローに影響する賃貸市況の動向が重要となろう。一方、キャピタルゲインの増加をもたらす価格上昇は、キャッシュフローの増加に加えて期待利回りの低下で生じる。理論的には期待利回りの構成要素は次の考え方が基本である。

$$\text{「期待利回り} = \text{リスクフリーレート} + \text{リスクプレミアム} - \text{キャッシュフローの期待成長率}」$$

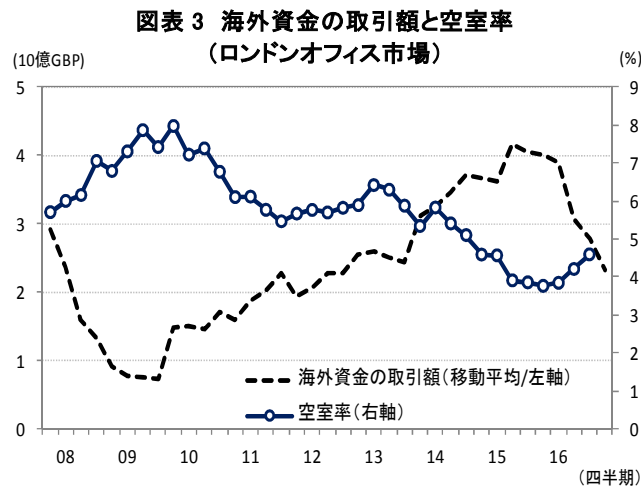
リスクプレミアムを一定と仮定すれば、期待利回りの低下はリスクフリーレートの低下と、キャッシュフローの期待成長率の上昇で決まるため、インカムゲインと同様にキャッシュフローの期待成長率を上昇させる賃貸市況の動向と、リスクフリーレートとされる国債金利の低下が重要となる。

加えて、「投資先通貨の下落が、海外投資家にとっての不動産価格を割安にするため、海外資金の取引増加要因となる」との見方もある。この見方に従い、為替レートの影響も検討すべき要因と考える。

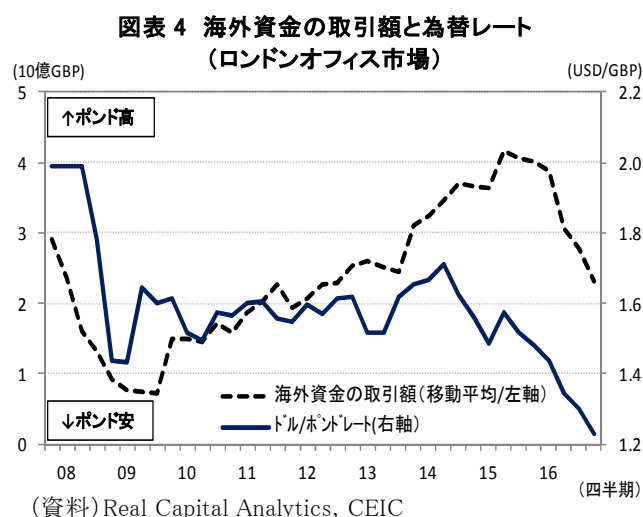
以上の考察を基にして、①賃貸市況を代表する空室率、②リスクフリーレートを代表する 10 年国

債金利、③為替レートとして名目実効為替レートの 3 つの指標を取り上げ海外資金の変動に対する影響について定量分析を行った(詳細は補論参照)。

分析結果を踏まえると、海外資金の変動には賃貸市況が影響を与えていると分かった。これは賃貸市場で空室率が低下し需給が引締まることで、賃料上昇によるキャッシュフローの成長期待が高まり、投資家マインドを改善するためと考えられる。実際に比較してみても、空室率の低下に伴って海外資金の取引額が増加する関係性が確認できる(図表 3)。

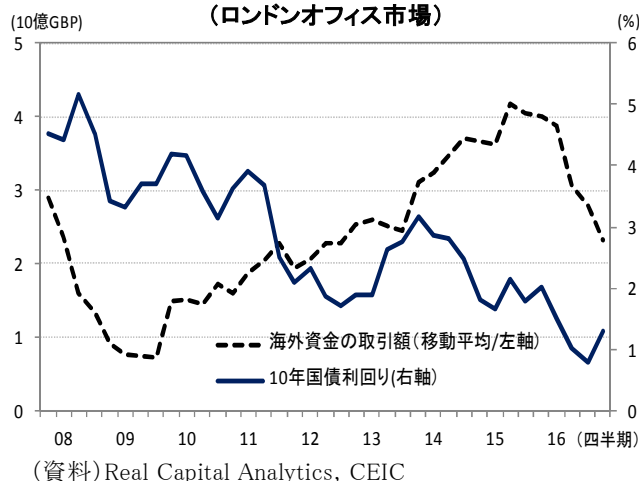


また為替レートについては、ポンド安が海外資金を増加させる関係性は見られず、「投資先通貨の下落が、海外投資家にとっての不動産価格を割安にするため、海外資金の取引増加要因となる」との見方は採用できない。むしろ 2010 年以降の期間においては、不動産を含めた海外から英国への資金流入がポンド高をもたらしていた可能性が指摘できる(図表 4)。



尚、分析期間においては海外資金の変動に対する金利の影響は見られなかった。国債金利の水準は、リーマンショック後より金融当局の大規模緩和によって経済実態とは乖離した低下傾向を示しており、因果関係を推定できなかった可能性がある(次頁、図表 5)。但し、今後の金利上昇が海外資金動向に影響を与えないとは言い切れない。

図表 5 海外資金の取引額と国債金利
(ロンドンオフィス市場)



したがって、ロンドン市場では金利や為替レートよりも空室率が海外資金の変動に安定的な影響を与えており、賃貸市況の動向が投資市場の海外資金動向にとって重要となる。

3. 今後の海外資金動向 展望

今後のオフィス賃貸市場の見通しから、向こう1～2年の海外資金の動向を展望したい。

ロンドンでは、2016年6月の国民投票前後より先行き不透明感の高まりでオフィス需要が鈍化傾向を示した。現時点でもEU離脱の交渉過程は判然とせず、先行き不透明感は解消していない。足許で英国経済は堅調に推移するも、進行中のポンド安が消費者物価の上昇を通じて景気の下押し圧力になるであろう。かかる環境下、ポンド安により海外資金が増加するとの声も聞かれるが、本稿の分析を踏まえると、先行き不透明感が解消されない中で企業のオフィス需要は鈍化し、一方でオフィス新規供給の増加が予定されていることから、空室率は上昇することが見込まれる。そのため海外資金の取引額は当面低水準で推移すると考えられる。

以上が本稿の分析を基にした海外資金動向の展望である。2017年は英国のEU離脱交渉の開始に加え、トランプ大統領の政権運営や米国の追加利上げなど投資環境を大きく変えるイベントが待ち構える。しかし政治経済・金融の環境変化が起きても賃貸市況に引き付けて検討することで、ある程度投資市場の先行きを予想することができよう。

(不動産調査チーム 岩橋 淳樹 : Iwahashi_Junki@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。

※ 補論：ロンドンオフィス投資市場における海外資金の変動要因に関する定量分析

海外資金による取引額に対して①空室率、②国債金利(10年国債利回り)、③為替レート(名目実効為替レート)が与える影響について、下記のモデルを用いて重回帰分析を行う。

$$\text{海外資金取引額}_i = \beta_1 + \beta_2 \times \text{空室率}_i + \beta_3 \times \text{国債金利}_i + \beta_4 \times \text{為替レート}_i + u_i$$

符号条件: $\beta_1 > 0, \beta_2 < 0, \beta_3 < 0, \beta_4 < 0$

モデルでは、i年における空室率の低下・国債金利の低下・為替レートの低下(ポンド安)が、海外資金取引額を増加させると想定している。推定結果は図表6に示した通りである。

図表6 海外資金取引額の変動要因 推定結果

説明変数	β	標準誤差	t値	P値		
空室率(%)	-354	130	-2.72	0.0122	※	○
金利(%)	-44	107	-0.42	0.6815		○
為替レート	84	19	4.37	0.0002	※※	×
R2	0.86					
Adjusted R2	0.84					

注1. 推定期間は2010Q1～2016Q3。リーマンショックの影響を鑑み2007年～2009年の期間を除外。

注2. 空室率のデータソースは、Cushman & Wakefield。

注3. 金利のデータソースはCEIC、英国10年国債利回りを使用

注4. 為替レートのデータソースはBIS、名目実効為替レートを使用

注5. 海外資金取引額のデータソースはReal Capital Analytics。ドル建データを移動平均の後、各期末の為替レートにて現地通貨建に変換。

注6. 「※※」は1%水準で有意、「※」は5%水準で有意

注7. 「○」は符号条件を満たす、「×」は符号条件を満たさない

推定結果は、空室率が有意に影響を与え、符号条件を満たすことが示された。故に、空室率の低下が海外資金取引額を増加させていると言える。また、為替レートは、有意水準を満たしたが、符号条件を満たさなかった。為替レートの低下が海外資金取引額を増加させているのではなく、符号条件が逆の結果となったことを踏まえると、不動産を含む海外からの資金流入が結果として為替レートの上昇をもたらしていると考えられる。尚、金利は有意な結果を得られなかった。

整理すると、推計期間における海外資金取引額の変動には、国債金利の低下や為替レートの低下(ポンド安)よりも空室率の低下が安定的な影響を与えている。つまりオフィス賃貸市況が海外資金の動向を左右していると言える。