

三井住友信託銀行

調査月報



時論

人口オーナスの進行と企業の金融資産動向..... 1

経済の動き

2017・2018年度の内外経済見通し

～内需主導の景気回復が持続～..... 5

米国におけるサービス価格と賃金の相関関係..... 14

エリア格差が拡大する賃貸住宅市場..... 20

時論

人口オーナスの進行と企業の金融資産動向

先月のこの稿にて、人口オーナス(人口の減少・高齢化・少子化が同時進行するとともに、経済社会に追加的にマイナスの影響が現れること)の進行の下での家計金融資産の現状と今後の見通しについて考察した。今回は、人口オーナス下の企業の金融資産動向、金融行動について考えてみたい。

周知のように、部門別の貯蓄投資差額(資金過不足)において、企業部門は家計部門を上回る我が国最大の貯蓄超過(資金余剰)部門である。90年代後半から貯蓄超過に転じ、その超過幅は2000年代に入ると家計部門を上回り、2010年以降は、家計部門が家計貯蓄率の低下に伴い貯蓄超過幅(資金余剰)を急速に縮小させる中、政府部門の投資超過(資金不足)のほとんどを企業部門の貯蓄超過(資金余剰)が埋め合わせる形となっている。

企業の金融資産も増加している。2016年度末では1211兆円となり、家計金融資産(1809兆円)には及ばないものの、リーマン・ショック後の2008年度からは457兆円増加しており、家計金融資産の増加分319兆円を上回るものとなった。このうち現預金残高は2010年度末の206兆円から2016年度末には268兆円まで積み上がっている。これは公的年金(GPIF、共済年金等)の資産213兆円を大きく上回る規模である。

このように、巨額の資金余剰を抱える企業の行動は、人口オーナスとどのような関係があるのだろうか。また経済合理性に沿ったものなのだろうか。

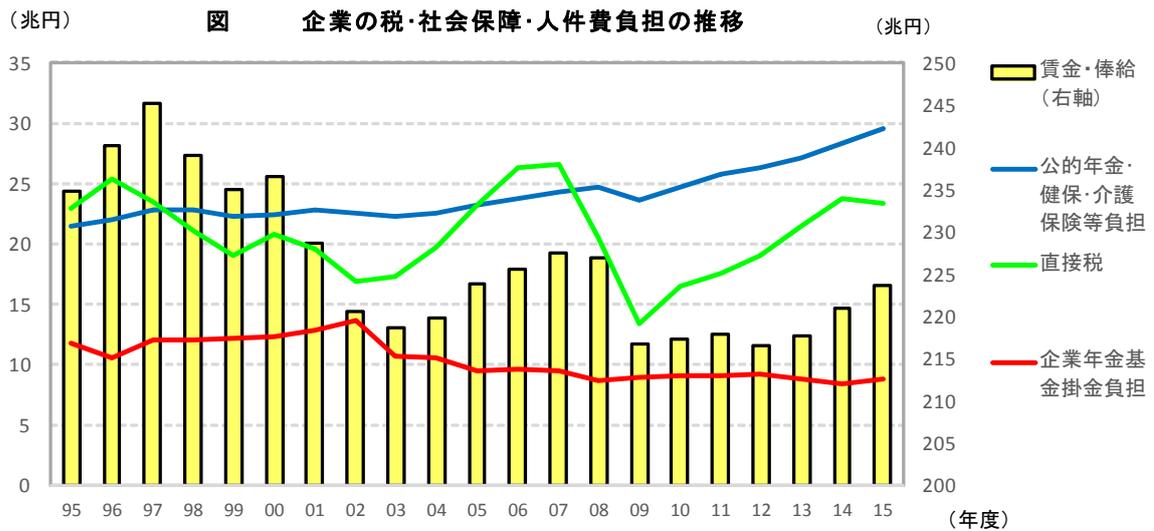
人口オーナスが企業の財務・金融・マインド面に影響を及ぼしていることは確かであろう。

第一に、企業の公的社会保障負担が着実に高まっている。

このことは、90年代半ば以降の企業の税・社会保障関連費用・人件費の推移を見ると、①賃金・俸給は景気に応じた増減はあるが抑制されており、(1997年度:245兆円→2015年度:224兆円)、②直接税も景気に応じた増減はあるが、中心水準は横ばい圏内と見られ、③企業年金基金(厚生年金基金、確定給付・確定拠出企業年金等)向け掛金負担は、厚生年金基金や従業員数の縮減に伴い減少傾向にある中で、④公的年金・健康保険・介護保険等の公的社会保障負担だけは2000年代半ば以降明らかな増加傾向にあり(2004年度:22.5兆円→2015年度:29.5兆円)、その水準は直接税を上回るまでになっていることから窺われる(→次頁図)。

第二に、企業年金基金においては、掛金を支払う若年層の減少、給付を受ける退職高齢者の増加を映じて、2000年代半ば以降は給付が掛金を上回っている。企業年金基金が人口動態を反映して成熟化してきた姿が窺われる。これは、母体企業にとっては財務面の重荷や懸念材料となっていると考えられる。実際、こうした人口動態に加えて、運用環境の悪化並びに年金債務算定上の割引率引下げにより、積立不足に係る追加拠出が恒常的に発生している^{注1)}。

注1) 国民経済計算においては、「雇主の帰属社会負担」に毎年2~3兆円計上されていることから窺われる。



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

第三に、期待成長率が下方屈折している。

「企業行動に関するアンケート調査(内閣府)」によると、期待成長率は90年代前半の2～3%から足元1%まで低下した。

人口オーナスの進行は、企業にとっては上記のように収益圧迫要因としてのみならず、労働力不足という成長制約要因としても強く意識されつつある。

このため、企業は雇用を絞り込むよりも、その確保と処遇改善に転換しつつあるが、これは今まで抑制してきた賃金・俸給を増加させるとともに、公的社会保障負担をさらに押し上げ、収益圧迫要因がさらに強まることになる。また、人口オーナスの進行が、その見通しの正否はともかく、国内市場の縮小観測につながっていることも間違いない。こうした背景を勘案すると、人口オーナスの進行が企業の期待成長率低下の有力な一因となるのは自然のことであろう。

さらに、かつて期待成長率には「向こう5年間>向こう3年間>次年度」という序列が存在したが、人口減少が明確に意識されるに連れて2000年代前半からはその序列がなくなり(生産年齢人口のピークは1995年、総人口のピークは2008年)、同じ水準に収斂している。現在より将来は成長率が高まるとの期待が消失したわけであり、人口オーナスを視野に入れた企業の期待成長率は、より構造的なものになりつつあることが窺われ、「成長戦略や規制改革によって期待成長率を引き上げる」ことに安易に期待できない。

第四に、企業部門の貯蓄超過(資金余剰)を常態化させるとともに、企業金融資産、保有現預金を増加させている。

企業部門の貯蓄投資差額(=資金過不足)の増減要因を見ると、2000年代入り以降の貯蓄超過(資金余剰)の大幅拡大は、営業余剰と受取配当金が増加する一方、支払利息と固定資本形成(設備投資)が大幅減少したためである(→次頁表1)。

また、企業金融資産の増減要因をみると、キャピタルゲイン/ロスではない実際の資金流入部分、資金流入部分の中でも外部資金に頼らない内部資金=貯蓄超過(資金余剰)が金融資産増加の中核となっている(→次頁表2)。金融資産増加の源泉を借入金やキャピタルゲインに頼る度合いを高めている家

計部門とは対照的であり、企業の金融資産は今後も堅調に増加していくことを予見させる姿である。

固定資本形成の減少の背景には期待成長率の低下があると考えられ、そのことが内需の好循環を弱め、デフレと低金利ひいては支払利息の減少という貯蓄超過原資を生み出していることを考えると、人口オーナスの進行は、企業部門の貯蓄超過の常態化と金融資産増加の有力な要因と言えよう。

表1 企業部門の貯蓄投資差額 (= 資金過不足) の推移

(兆円)

暦年	95-00平均	01-07平均	12-15平均
貯蓄投資差額=資金過不足	-1.2	21.6	28.5
受取	71.7	74.2	82.0
営業余剰	47.2	52.5	51.0
受取利息	5.9	4.5	5.4
受取配当金	2.2	4.9	10.2
支払	72.9	52.6	53.5
支払利息	21.8	8.6	4.6
支払配当金	4.9	9.9	15.8
直接税	19.0	18.8	18.1
固定資本形成	14.3	6.9	2.8

表2 企業金融資産の変動要因

(兆円)

暦年	95-00平均	01-07平均	12-15平均
金融資産増減	-7.1	15.8	89.5
運用			
現預金	2.1	0.8	11.2
有価証券	-0.6	0.9	-1.1
投信・株式持分	-2.0	2.0	2.9
先			
その他の金融資産	-10.1	5.3	22.5
資金流入	-10.9	11.6	37.0
貯蓄投資差額=資金過不足	-1.2	21.6	28.5
外部資金	-11.9	-10.8	16.2
借入金	-7.3	-7.0	4.5
キャピタルゲイン/ロス	1.9	3.1	50.4

(注) 数値は非金融法人企業部門。主要項目のみ掲載。
(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

以上のように、今後、人口オーナスがさらに進行する下では、公的社会保障負担と人件費の増加、企業年金基金に係る負担増、国内市場の縮小といった企業が直面する懸念・リスク・不確実性はさらにその度合いを高め、企業の期待成長率が上向いていくことも想定し難い。

企業部門の貯蓄超過は常態化し、企業金融資産も保有現預金もさらに積み上がり、金融機関から見ると借入需要が高まりにくいマクロ環境がなお続くとするのが、一応、妥当であろう。

しかしながら、下記の点を考えると、過度な悲観論や決めつけは禁物であろう。

企業金融資産の中身を今一度見ると、「その他の金融資産」が著増している。2012～2015 年度においては年平均 22.5 兆円の増加を見ており、現預金の増加(同 11.2 兆円)を大きく上回るペースで積み上がっている(→表 2)。

その中心は対外直接投資、すなわち海外企業の支配を目的とする買収・出資と見られる。このことは、「法人企業統計(財務省:全産業全規模)」において、こうした海外投融資活動が反映される投資有価証券投資(固定資産)が 2000 年代半ばから現預金を上回り、2015 年度には 269 兆円に上っている)ことから窺われる(現預金は 200 兆円)。

企業部門の貯蓄超過(資金余剰)の拡大と常態化の過程で、受取配当金が営業余剰を上回る増加を示しているのも、その表れであろう(95～00 年:年平均 2.2 兆円→12～15 年:同 10.2 兆円)。

企業は海外を中心に成長の活路を模索し、その開拓に当たっては従来型の設備投資ではなく、時間・技術・市場・人材を一気に買う直接投資に軸足を置き、その果実は受取配当金という形で享受していると言える。

また、上述のように固定資本形成と支払利息の大幅減少が貯蓄超過原資となっているが、支払配当金は大幅に増加し(95～00年:年平均4.9兆円→12～15年:同15.8兆円)、直接税(12～15年:同18.1兆円)に近い水準にまで高まっている(→表1)。企業は近年のコーポレートガバナンス強化、株主への利益還元要求の高まりという潮流に、積極的に対応していると推察される。

このように見ると、企業は人口オーナスの進行を前に萎縮するばかりで、投資も雇用も賃金も増やさず、キャッシュフローアウトをひたすら抑制して資金余剰を維持し、万一の事態に備えて現預金を積み上げ、企業価値最大化よりも倒産確率最小化を主目的とするかのごとき経営に邁進し、貸出市場は縮小の一途を辿る—という絵姿を描くのは、単純かつ早計であろう。設備投資や賃上げに慎重な企業がアベノミクス停滞の主犯と言わんばかりの論にも無理がある。

企業が将来を慎重に見ており、身構えており、備えを厚くしていることは確かであろうが、人口オーナスの進行に伴う負荷や制約の高まりを勘案すると当然のことであり、同時に人口オーナス進行の下にあっても、企業は攻めの姿勢も維持し、攻めと守りのバランスを模索し、新たな経営環境や制約条件への適応を図っているのであって、彼らなりに合理的な判断を下し、行動していると言えるであろう^{注2)}。

巨額の現預金は、将来のリスクや不確実性への備えとして従来以上に積み上げている面はあるが、総資産に占める現預金比率が格段に高まっているわけではなく、リスクテイクの投資実行時の待機資金という性格も帯びたものであろう(ただし、有価証券は微減、株式・投資信託は微増に止まっており、ピュアな金融資産運用—いわゆる財テカーに向けられる性格は薄いだろう)。

設備投資の伸び悩みが再三、指摘ないし批判されているが、企業の成長戦略が有形固定資産を積み上げる従来型設備投資から、企業買収・出資を企図した投資有価証券に軸足を移しつつあり、純粋な事業会社から投資会社の性格を強めていることの表れと見るべきだろう。

金融機関としては、企業の資金余剰の常態化や現預金の積み上がりを目を奪われて、貸出をはじめとする対企業ビジネスの先細りを前提とするのではなく、人口オーナスの進行の下で、多様化・複雑化する企業の課題・ニーズ・悩みを探り当て、総合的なソリューション提供を追求し続けるべきだろう。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

注2) ただし現在の日本経済において、企業も家計も直面する環境や制約の下でそれぞれなりに合理的に行動しているとしても、それらを合成すると経済全体の総需要や所得の伸びを抑制し、それが企業・家計の将来見通しをさらに慎重化させるという「悪い均衡」に陥っている可能性があり、現在の企業行動を全面的・無条件に肯定することもできない。

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

2017・2018年度の内外経済見通し

～内需主導の景気回復が持続～

<要旨>

日本の2017年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.0%と6四半期連続でプラス成長を維持し、2015年1～3月期以来の+4%を越える高い水準となった。内訳をみると、輸出がマイナスとなったが、内需の全ての項目が前期から伸びを強めており、国内の広い範囲で景気回復が持続していることが分かる。今回の牽引役は個人消費で、平均消費性向の回復で消費支出が雇用者報酬を上回る伸びを示した。

実質GDPの先行きをみると、2017年度は公共投資の経済効果が持続することで+2.0%の成長、2018年度については、公共投資の経済効果が剥落するものの、内需が堅調な成長を続けることで+1.2%の成長が見込まれる。

景気回復が続く日本経済にとって、米国の政治・経済の不透明感及び北朝鮮情勢がリスク要因となる。特に米国政治の機能不全は、間接的に他地域の地政学的リスクを高めることで、世界経済の減速や円高等を通じて、回復軌道に乗る日本経済が腰折れする要因となり得る。

1. 4～6月期実質GDP成長率

日本の2017年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+4.0%と6四半期連続でプラス成長を維持した(図表1)。内訳をみると、これまで日本経済の下支えとなってきた輸出がマイナスとなったが、内需の寄与度が前期比年率+5.1%ポイントと高く、外需がマイナス寄与になっても2015年1～3月期以来となる4%台と高い水準になった。また、内需の内訳をみると、全ての項目が前期から伸びを強めており、国内の広い範囲で景気回復が持続していることが分かる。

図表1 実質GDP成長率

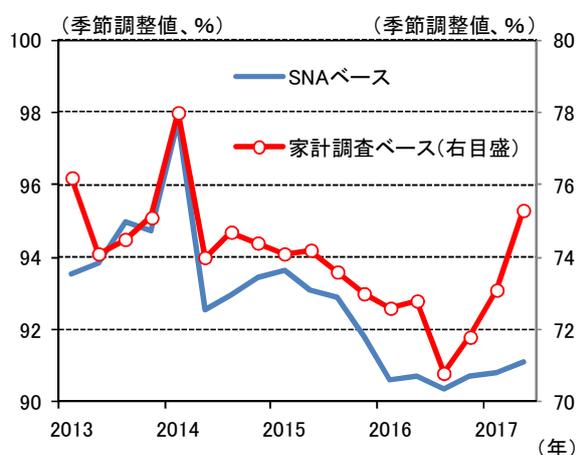
成長率	2016			2017	
	II	III	IV	I	II
実質GDP	+1.4	+1.3	+1.7	+1.5	+4.0
個人消費	+0.5	+1.6	+0.6	+1.5	+3.7
住宅投資	+13.3	+11.5	+1.0	+3.5	+6.0
設備投資	+2.7	+0.0	+8.9	+3.6	+9.9
公的需要	▲4.9	+0.0	▲1.8	+0.2	+5.1
輸出	▲3.4	+8.8	+13.2	+8.0	▲1.9
輸入	▲4.6	▲0.9	+5.5	+5.4	+5.6
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
内需	+1.1	▲0.4	+0.4	+1.0	+5.1
個人消費	+0.3	+0.9	+0.3	+0.9	+2.0
設備投資	+0.4	+0.0	+1.3	+0.6	+1.5
在庫変動	+1.3	▲1.6	▲0.8	▲0.6	+0.2
その他	▲0.9	+0.3	▲0.4	+0.1	+1.4
外需	+0.2	+1.6	+1.3	+0.5	▲1.1

(資料)内閣府『国民経済計算』

2. 個人消費・雇用環境・所得の先行き

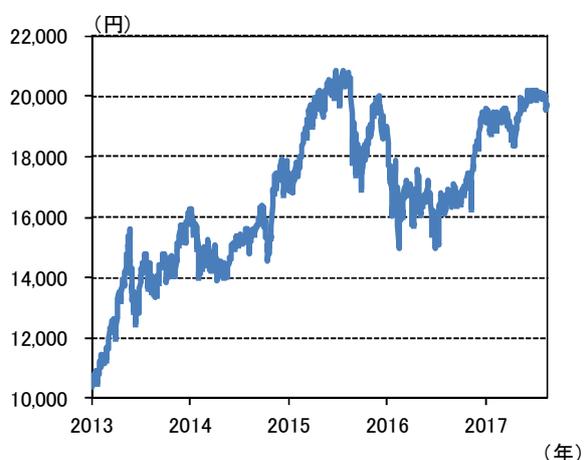
今回内需の一番の牽引役となったのは、前期に引き続き個人消費である。前期比年率+3.7%と前期の同+1.5%から2倍以上の伸びとなった。実質雇用者報酬の前期比年率+2.8%を上回る好調な消費増加の要因は足元で改善が続く平均消費性向にある(図表2)。2014年4月の消費増税後の反動や2016年初のマイナス金利導入による漠然とした先行き不安感などで平均消費性向も下降トレンドを続けてきたが、2016年末から、SNAベースと家計調査ベースのいずれにおいても底打ちの動きを見せた。更に足元では、増税やマイナス金利導入等のネガティブなイベントが無い中、好調な企業業績を背景にした2015年以来の日経平均2万円を超える株高等、景気回復を示唆するニュースが出ることで、平均消費性向が回復したと考えられる(図表3)。

図表2 平均消費性向の推移



(注) SNAの平均消費性向は『家計最終消費支出(除く持ち家の帰属家賃)÷名目雇用者報酬』で算出。家計調査については全国勤労者(含む農家)の平均消費性向を使用。
(資料) 内閣府『国民経済計算』、総務省『家計調査』

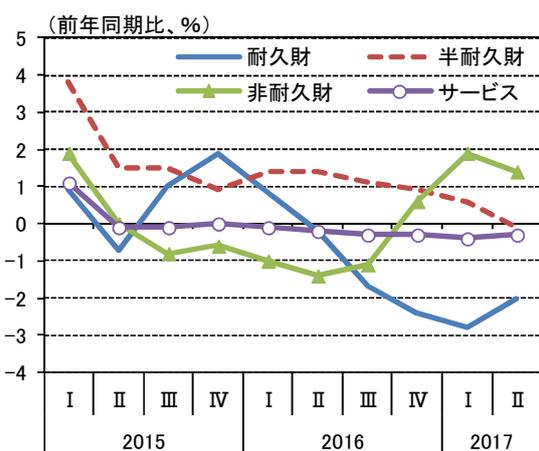
図表3 日経平均株価の推移



(資料) Factset

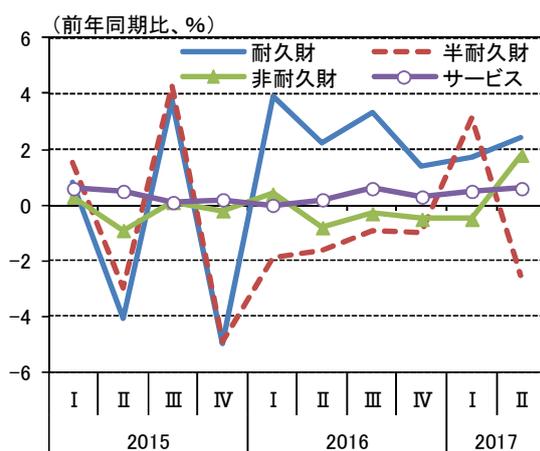
また、エネルギーを除く品目の物価上昇が緩やかなことも消費者マインドの改善に寄与したとみられる。財・サービス別にデフレーター動きをみると、エネルギー関連品目を含む非耐久消費財を除いた、3品目のデフレーター上昇率は低下し、マイナス圏に落ち込んでいる(次頁図表4)。こうした物価上昇の減速により消費者マインドが改善し、足元の消費増につながったとみられ、品目別にみた個人消費は、半耐久財を除き伸びを強めた(次頁図表5)。特に耐久消費財については、エコカー補助金や家電エコポイント制度等のリーマン・ショック後の景気対策や、消費増税による駆け込み需要で購入されていた耐久財が、買い替えサイクルを迎えたことで、足元の物価下落がその動きに拍車をかけたとみられる。

図表4 財・サービス別のデフレターの推移



(資料)内閣府『国民経済計算』

図表5 財・サービス別実質消費の推移



(資料)内閣府『国民経済計算』

足元では消費者のマインドが改善した一方で、所得面は依然として力強さはみられない。2017年6月の失業率は2.8%となり、3、4月と同じく3%を下回る水準まで低下し、有効求人倍率は1.51倍と前月の1.49倍から上昇しており、労働市場の逼迫はさらに進んでいる(図表6)。しかし労働市場が完全雇用には達しているとみられる中でも、夏のボーナスにあたる特別給与が昨年よりも減少したことが押し下げ要因となり、名目賃金である現金給与は、前年同月比▲0.4%とマイナスとなった(図表7)。所定内給与は前年同月比+0.4%とプラスを維持しており、所得環境は悪化していないが、労働市場の逼迫度合いに比べると勢いに欠ける。但し、先行きをみると、好調な企業業績の持続が徐々にボーナスに反映されることで名目賃金上昇が見込める等プラス材料もある。また、労働市場の逼迫が引き続き名目賃金上昇の押し上げ圧力となるため、名目賃金の伸びが腰折れすることは無いとみられる。当部の物価上昇の見通しを前提とすると、実質でみた雇用者報酬は2017年度で0.6%、2018年度で0.8%と緩やかながらも、プラスの伸びを続けるとみる。

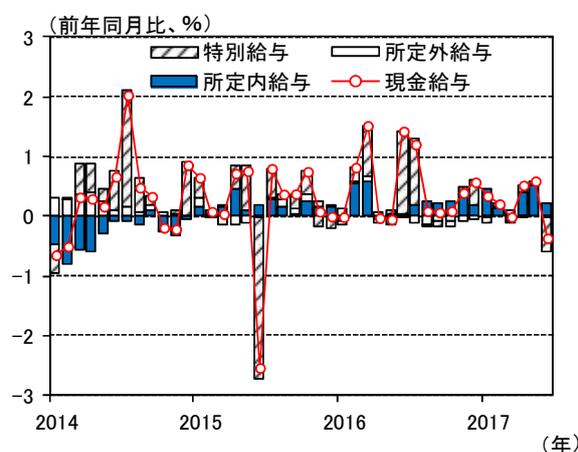
以上を踏まえると、実質消費の先行きについては、2017年度は平均消費性向の回復と所得増が重なることで、+1.7%と短期的に押し上がり、2018年度は+0.9%と実質雇用者報酬に見合う伸びになるとみる。

図表6 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7 現金給与額(名目賃金)の推移

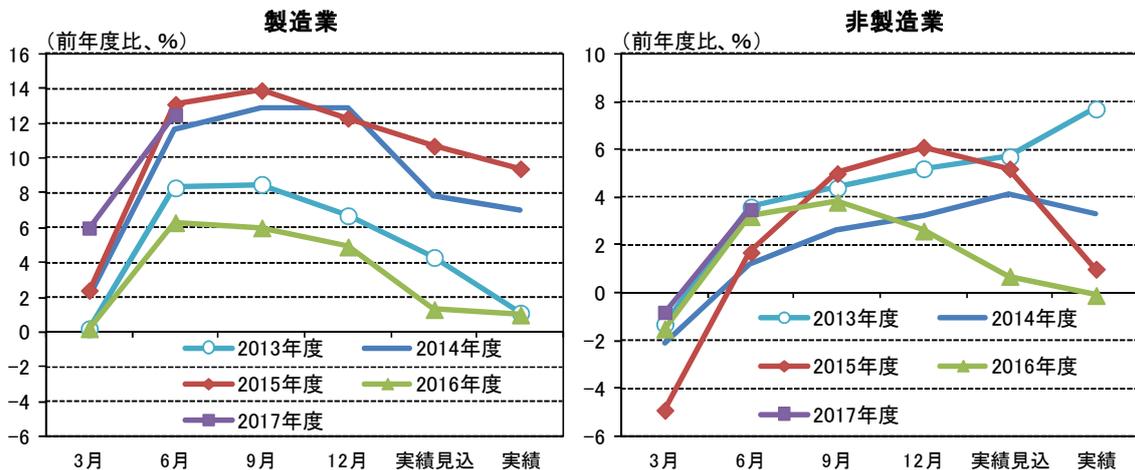


(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

3. 設備投資の先行き

設備投資は、企業の好調な収益環境を背景に前期比年率+9.9%と高い伸びを示した。6月の日銀短観によると、設備投資計画は製造・非製造業ともに過去5年で最も高い水準で推移しており、4～6月の高い設備投資の伸びは、この計画が順調に進んでいるためとみられる(図表8)。

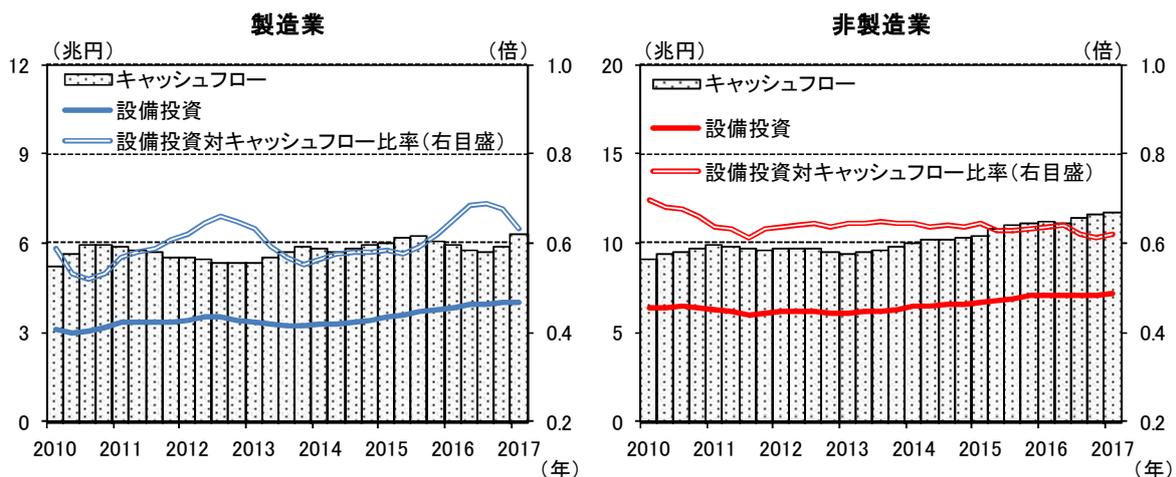
図表8 設備投資計画



(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

足元の設備投資対キャッシュフロー比率は製造業、非製造業で共に0.6倍程度と2010年以降、殆ど変化していないことから、企業は設備投資に対して慎重な部分も残しているが、後述するように世界経済の回復に合わせた輸出増も期待出来る。先行きも高水準の企業収益が維持され、設備投資も堅調な伸びで推移するとみられ、その成長率は2017年度は+4.6%、2018年度は+1.5%と見通し期間を通じてプラスを見込む(図表9)。

図表9 産業別にみたキャッシュフローと設備投資額の推移



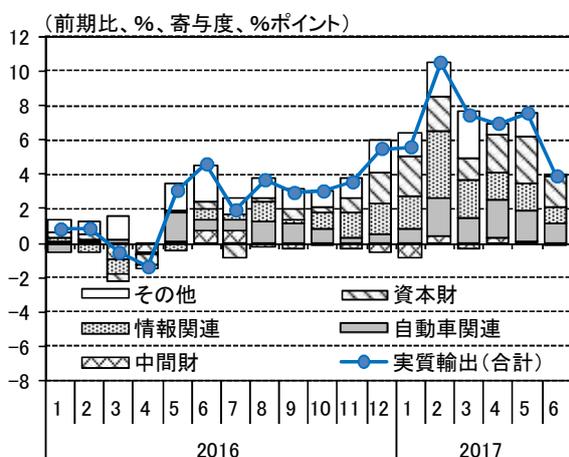
(注) キャッシュフロー＝経常利益(当期末)×0.5+減価償却費(当期末償却固定資産)。設備投資対キャッシュフロー比率＝設備投資額÷キャッシュフロー。設備投資額、経常利益、減価償却費は後方4四半期移動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。

(資料) 財務省『法人企業統計』

4. 外需の動向

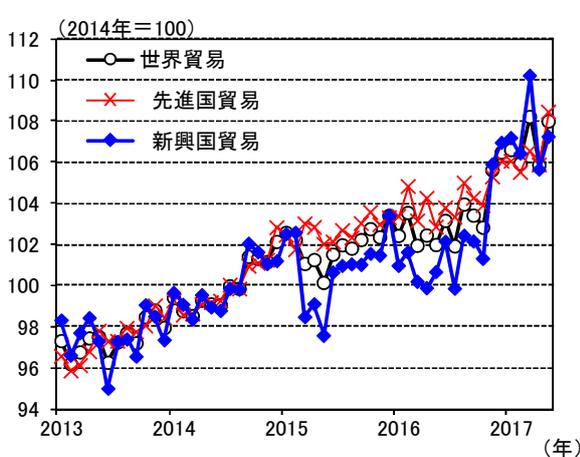
これまで日本経済を牽引した輸出は前期比年率▲1.9%と一年ぶりにマイナス成長となった。これまで中国、アジアで盛り上がっていたIT関連需要に対応した情報関連輸出が落ち着いたことによるものとみられる(図表10)。しかし、先行きについては過度に悲観する必要はない。世界貿易数量指数をみると増加トレンドが維持されており世界の貿易取引に減速の動きはみられず、またグローバルや新興国の製造業PMIも50を超える水準を維持していることから、4月以降に情報関連の代わりに寄与度が高まってきた資本財の需要が持続する可能性が高い(図表10、11、12)。今後も世界経済の回復に合わせた実質輸出の伸びが見込まれ、2017年度の実質輸出の伸びは+4.0%、2018年度は+2.4%と景気の牽引役として期待できる。

図表10 実質輸出の寄与度分解



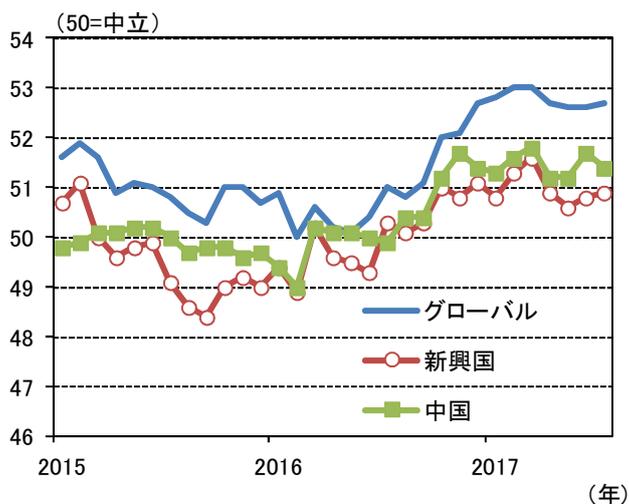
(注)2016年通関輸出額に占める各財のウエイトを使用。
(資料)日本銀行『実質輸出入の動向』

図表11 世界貿易数量指数の推移



(資料)オランダ経済統計局

図表12 製造業PMI



(資料)Factset

5. 物価と金融政策の動向

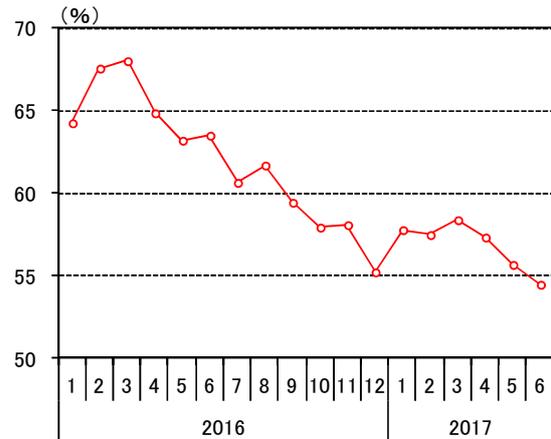
日銀は7月の展望レポートで、2017年度から2019年度までの物価見通しを下方修正するとともに、政策目標とする消費者物価上昇率+2%の達成時期を、「2019年度頃」に後ろ倒しにした(図表13)。目標達成時期は後ろ倒しになったものの、物価上昇品目の割合は減少傾向にあり、エネルギー価格以外の伸びは弱く、加えて格安スマートフォンの普及で、携帯電話や通信料の価格下落も押し下げ要因となっている足元の物価情勢に鑑みるに、依然として強気な姿勢と言える(図表14、15)。

図表13 日銀審議委員による消費者物価指数上昇率見通し中央値

	(前年比、%)			
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
2017年4月時点	▲ 0.3	+ 1.4	+ 1.7	+ 1.9
2017年7月時点	—	+ 1.1	+ 1.5	+ 1.8

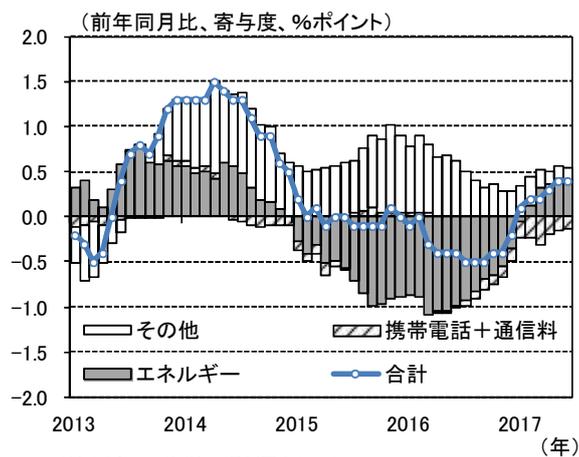
(資料) 日本銀行『経済・物価情勢の展望(2017年7月)』より抜粋

図表14 物価上昇品目の割合の推移



(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表15 CPIコアの寄与度分解



(注) 消費増税の影響を除く。

(資料) 総務省『消費者物価指数』

先行きについては、2017年度中はエネルギー価格が物価上昇の下支えとなることで0%台後半まで上昇し、エネルギーの押し上げ効果が剥落する2018年度以降は、景気回復の持続による需給ギャップ改善と、労働市場の逼迫を受けた賃金上昇を背景に緩やかな物価上昇が継続すると見込んでいる。この見通しを前提とすると、日本経済のプラス成長が続く中でも、大幅な円安や資

源価格の上昇等を前提としない限りは後ろ倒しとなった2019年頃の物価目標達成は困難となろう。強くもなく、弱くもない物価情勢が継続するとの見方に変更はなく、2017年度における日銀の金融政策は現状維持となるとみている。

但し、2018年度については現状「0%程度」としている10年国債利回りの誘導水準引上げを想定している。理由は海外金利の上昇にある。2017年6月に米国が4回目の利上げとバランスシート縮小開始まで視野に入ったことに続いてECB・BOE・カナダ中央銀行のトップからも金融緩和政策の転換を示唆する発言が相次いだことを反映し、6月後半から7月初にかけて各国の国債金利は上昇した(図表16、17)。

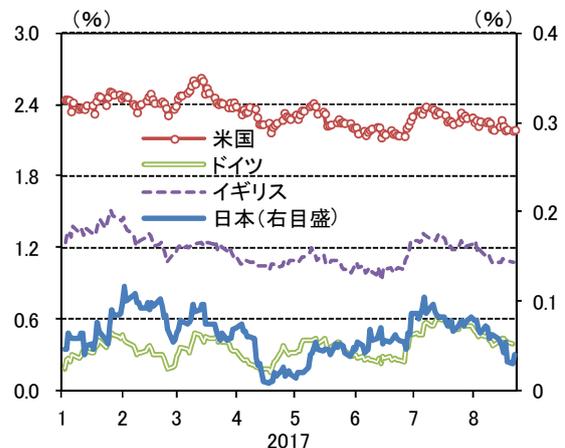
この動きを受けて日本国債の金利も上昇したが、足元では押さえ込みに成功したこともあり、落ち着きを見せている。しかし、海外中銀と日銀の政策スタンスの乖離拡大は、海外からの金利上昇圧力を強め、長期的に日銀が金利を押さえ込み続けることをより難しくすることになる。加えて、2018年度の物価上昇率が+1.0%まで高まる元では、誘導水準が引上げられる可能性は高いとみている。

図表 16 主要中銀総裁発言

<p>◆ECB ドラギ総裁 (2017/6/27)</p> <p>ECBは政策手段のパラメーターを調整することで景気回復に対応することが可能だ。これは政策スタンスを引き締めるためではなく、ほぼ同じに維持することが狙いだ</p>
<p>◆BOE カーニー総裁 (2017/6/28)</p> <p>英経済が完全稼働の状態に近づくにつれ中銀は利上げを実施する必要がある可能性があり、金融政策委員会(MPC)はこのことについて「向こう数カ月」以内に討議する</p>
<p>◆カナダ中銀 ポロズ総裁 (2017/6/28)・・・カナダ中銀は7月に0.25%の利上げ実施</p> <p>余剰生産能力が着実に使い果たされつつあるという全体的な状況に配慮する必要があることは明白だ。</p>

(資料)各種報道を元に作成

図表 17 各国 10年国債金利の推移



(資料)Bloomberg

6. まとめとリスク

今回の実質 GDP は、[前回の経済見通し\(2017年6月号\)](#)と比較して、想定以上の平均消費性向の回復や設備投資の伸びがみられたことで、内需項目が好調な伸びを示した上に、16年度2次補正予算による4～6月期の公共投資は前期比年率+5.1%と大幅な伸びを示し、大きな押し上げ要因となった。先行きをみると、2017年後半にかけてもこの経済効果が持続することで、2017年度の実質 GDP は+2.0%の高い成長が見込まれる。2018年度については、公共投資の経済効果が剥落するものの、内需が堅調な成長を続けることで+1.2%程度の成長に落ち着くと見込まれる。前回は、「輸出主導の状況から内需も経済を牽引する姿への変化」と評価したが、今回は内需が実質 GDP の成長を主導したことで自律的な景気回復の姿に近づいたといえる。

景気回復が続く日本経済にとって考慮すべきリスク要因は、[前回の経済見通し\(2017年6月号\)](#)で指摘していた、トランプ大統領による米国の政治・経済の不透明感及び北朝鮮情勢の地政学的リスクである。足元ではどちらも事態が悪化し、金融市場へ不安が波及している。米国では、トランプ政権の政策運営は機能不全に陥っている。オバマケア代替法案、債務上限引上げ、2018会計年度予算案、税制改革といった重要課題が進捗せず、議会との調整能力は全くないと言わざるを得ない状況にある。政権内の人事についても、重要閣僚の解任・辞任などが繰り返されており、不安定化の懸念は一向に払拭されていない。

北朝鮮情勢の緊張化は、こうしたトランプ政権の政治的空白を見て北朝鮮側が挑発的行動に出ている面があり、米国政治の停滞が長引き、混迷の度合いが強まることで、間接的に他地域の地政学的リスクを高める可能性がある。そうなった場合、金融市場の不安定化、世界経済の減速、円高等を通じて、回復を続ける日本経済が腰折れする要因となり得る。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@smtb.jp)

総括表 2017・2018年度までの内外経済見通し

(作成日：2017年8月24日)

	2017年度		2018年度		2017上	2017下	2018上	2018下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2010年基準>								
国内総支出	534.0	2.0	540.3	1.2	1.4	0.6	0.6	0.6
民間最終消費	302.4	1.7	305.2	0.9	1.2	0.4	0.5	0.5
民間住宅投資	16.7	3.8	16.9	1.2	1.8	1.6	0.9	0.9
民間設備投資	85.3	4.6	86.6	1.5	2.2	1.1	0.5	0.4
民間在庫品増加(実額)	-0.1	寄与度 -0.1	0.3	寄与度 0.0	4.5	3.2	1.8	0.7
政府最終消費	106.5	0.7	107.7	1.2	3.0	0.8	0.8	0.8
公的固定資本形成	26.8	8.2	27.7	3.5	5.7	3.7	1.6	1.5
財貨・サービス輸出	88.8	4.0	91.0	2.4	6.9	4.0	1.3	1.0
財貨・サービス輸入	92.5	4.5	95.1	2.9	5.1	10.6	6.0	1.7
内需寄与度	2.1	民需 1.5	1.2	民需 0.8	4.5	4.5	3.2	2.5
外需寄与度	0.0	公需 0.5	-0.1	公需 0.4				
<名目>								
国内総支出	550.3	2.3	559.3	1.6	1.4	1.1	0.5	1.1
GDPデフレーター	103.0	0.2	103.5	0.5	1.9	2.7	1.6	1.6
企業物価 * (10年=100)	98.4	1.7	99.3	1.0	-0.2	0.7	0.4	0.5
輸出物価 * (10年=100)	94.8	4.0	96.3	1.6	2.1	1.3	0.8	1.2
輸入物価 * (10年=100)	93.0	8.8	95.7	2.9	5.3	2.7	1.5	1.7
消費者物価 * (15年=100)	100.4	0.7	101.3	1.0	10.8	7.1	2.4	3.4
鉱工業生産 * (10年=100)	103.0	4.5	104.3	1.3	0.5	0.8	0.9	1.0
失業率 (%)	2.8	-0.1	2.7	0.0	5.3	3.8	1.7	0.9
雇用者数 *(万人)	5,834	1.0	5,891	1.0	1.2	1.2	1.0	0.9
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.6	-	0.8	-	0.4	0.7	0.7	0.8
新設住宅着工戸数 (万戸)	100.0	2.7	98.9	-1.1	98.9	97.1	100.0	97.5
貿易収支 (10億円)	6,549	-	6,060	-	3,415	3,134	3,076	2,984
輸出 *(10億円)	77,358	9.5	80,539	4.1	12.1	7.1	3.8	4.4
輸入 *(10億円)	70,809	9.1	74,479	5.2	11.8	6.7	5.2	5.1
第一次所得収支 (10億円)	19,293	-	20,050	-	9,512	9,781	9,797	10,254
経常収支 (10億円)	22,950	-	23,291	-	11,658	11,292	11,497	11,793
マネーサプライ *(M2, 兆円)	981.1	3.7	1015.5	3.5	3.8	3.6	3.5	3.5
ドル/円レート (円、期中平均)	111.4	-	112.4	-	111.4	111.5	112.1	112.7
輸入原油価格 (ドル/バレル)	54.3	-	57.9	-	53.6	54.9	56.9	58.9
米国実質GDP (10億ドル)	17,055	2.0	17,452	2.3	1.7	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。

	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	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.04	0.09	0.09	0.09	0.12	0.15	0.15	0.15
ドル/円レート	111.1	111.7	111.3	111.7	112.0	112.3	112.6	112.9

(期間平均値)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点ですべて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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

米国におけるサービス価格と賃金の相関関係

<要旨>

9月 FOMC において、米国・連邦準備制度(FRB)によるバランス・シート縮小開始の決定が確実視される中、市場関係者の関心はその後の追加利上げの有無に移っている。

FRB は米国の景気及び物価の見通しに対して強気の姿勢を崩していない。確かに、雇用市場は極めて堅調に推移している。ただし、物価については、昨年から本年初にかけてインフレ率の上昇がみられたものの、その後は低調な推移が続いている。そのため、市場関係者の中には、今後の物価の見通し及び利上げに対して懐疑的な見方も根強く存在する。

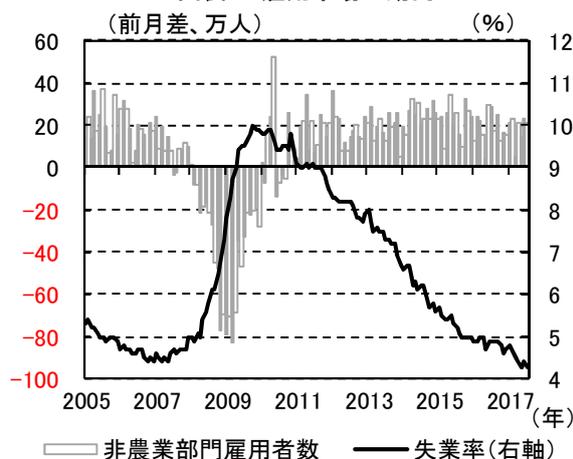
本稿での考察を踏まえると、サービス部門での賃金と物価の強い相関が維持されていることから、サービス業における好業績の継続に伴う賃金上昇が物価の上昇圧力として作用し、年間2回程度の追加利上げをサポートする環境が醸成されるものと考えられる。

1. 米国の実体経済と物価動向について

米国経済は堅調に推移しており、連邦準備制度(FRB)は、これまでの一連の利上げに加え、来月の FOMC でバランス・シート縮小開始を決定することが確実視されている。

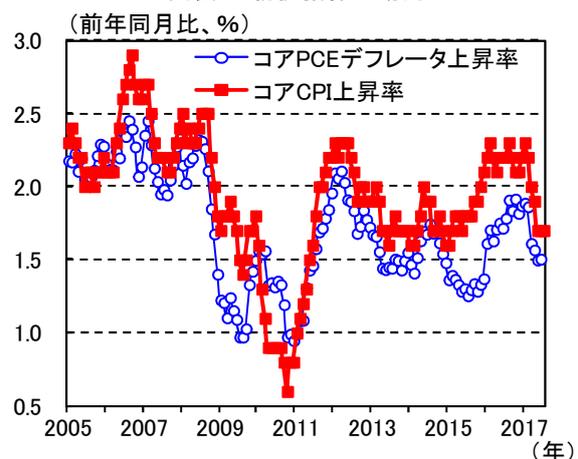
米国の雇用市場は、非農業部門雇用者数が対前月比で毎月 20 万人近い増加幅を維持していることに加え、失業率も 4.3%にまで低下するなど、極めて堅調に推移している(図表1)。その一方で、インフレ率は昨年から本年初にかけて上昇したものの、その後は低下に転じ、足許でも横這いに留まっている(図表2)。リーマン・ショック発生前の、失業率と非農業部門雇用者数の対前月比増加幅の推移が似通っている 2006 年当時と比較しても、現在のインフレ率は明らかに低い。

図表1 雇用市場の動向



(資料) 米国労働省

図表2 物価指標の動向



(資料) 米国労働省

「雇用の最大化」と「物価の安定」という、いわゆる「デュアル・マンデート(2つの使命)」が課されている FRB にとって、雇用面では完全雇用に近い状態にありながら、物価上昇がみられない現在の状況は、これまで直面してきた経済状況とは異なるものである。

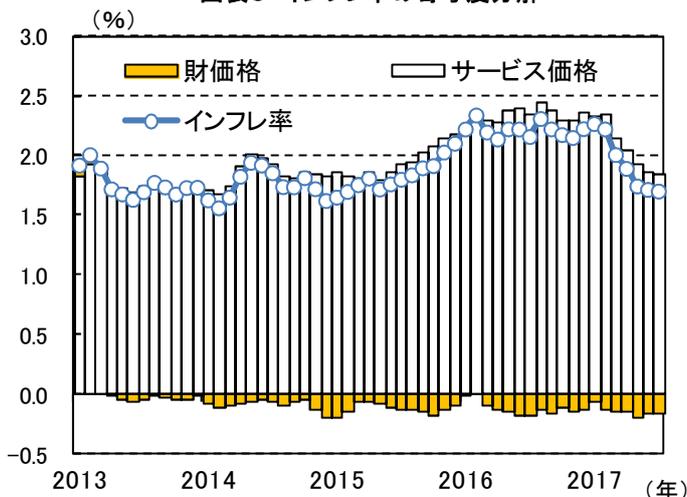
テクノロジーの進展や新興国からの安価な製品の流入等により、インフレ率が世界的に趨勢的な低下傾向にあることは以前から指摘されている。インフレよりもデフレへの対処が困難であるとの認識が金融政策当局や市場関係者の間で共有されている中、金融引締めを急げば、物価の上昇率が低下するディスインフレから物価が下落するデフレに向かってしまうのではとの声も聞かれる。こうした情勢下、バランス・シートの縮小開始に続き、年末末から来年にかけて追加利上げの継続を目論むFRBにとって、物価動向は今後の政策判断に大きな影響を与える。

そこで、本稿では、コアCPI(消費者物価指数)¹を対象に、足許での米国のインフレ率低下の背景について検証するとともに、今後の物価上昇の可能性について検討する。

2. 2017年以降のインフレ率低下の背景

図表3は、インフレ率(コアCPIの対前年比上昇率)について、財価格とサービス価格に関する寄与度分解を行ったものであるが、サービス価格の寄与度の影響が大きいことが分かる。さらに仔細にみると、特に、直近のピークである今年1月から足許7月にかけては、インフレ率が0.6%ポイント程度低下しており、寄与度ベースでみると、イエレン議長が指摘している「携帯電話サービス²」の押し下げ効果が最も大きく、次いで、「医療サービス」「新車」の影響が大きいことが分かる(図表4)。

図表3 インフレ率の寄与度分解



(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

図表4 インフレ率低下の主要構成項目の寄与度

インフレ率		▲0.60%
主要構成項目	教育と通信	▲0.19%
	うち携帯電話サービス	▲0.17%
	住宅(除く、家庭用エネルギー)	▲0.16%
	医療	▲0.14%
	うち医療サービス	▲0.11%
	うち処方薬	▲0.03%
	輸送(除く、モーター燃料)	▲0.08%
	うち新車	▲0.07%
	衣類・衣料品	▲0.06%

(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

それぞれについて下落の背景を探ると、まず、「携帯電話サービス」については、通信大手4社間の競争が激しく、そのうち1社が今年2月から「無制限プラン³」の提供を再開したことが挙げられる。品質調整がCPIに反映されることにより、「携帯電話サービス」は対前年比13%超の下落率を記録し、インフレ率を0.2%ポイント程度押し下げたことが分かる(図表5)。尤も、この押し下げ効果

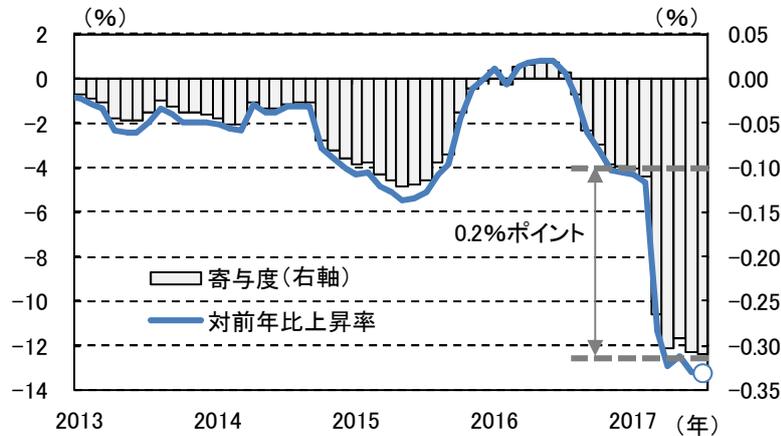
¹ FRBは、具体的に参照する物価指数として、消費者物価指数よりもコアPCE(個人消費支出)デフレータを重視していると言われている。両者で集計対象や構成項目ウェイトの違い等はあるものの、概ね似通った傾向がみられる。

² イエレン議長は、下押し要因として「処方薬」についても言及している。ただし、コアCPIでは「処方薬」のウェイトは小さく、寄与度ベースでみても「処方薬」の下押し圧力は0.03%ポイント程度に留まる。

³ 日本でいうところの「使いたい放題」「かけ放題」等の料金プランに相当。「無制限」を謳ってはいるものの、実際には、使用通信量に上限が設けられており、通信量同一での料金引下げに加え、CPI算出の際の品質調整により、料金が一定の場合でも通信量が拡充された場合にはコアCPIを押し下げる効果を持つ。

は来年3月には剥落するものであり、「無制限プラン」に関する料金プランが現在のまま据え置かれれば、インフレ率は0.2%ポイント程度上昇することになる。

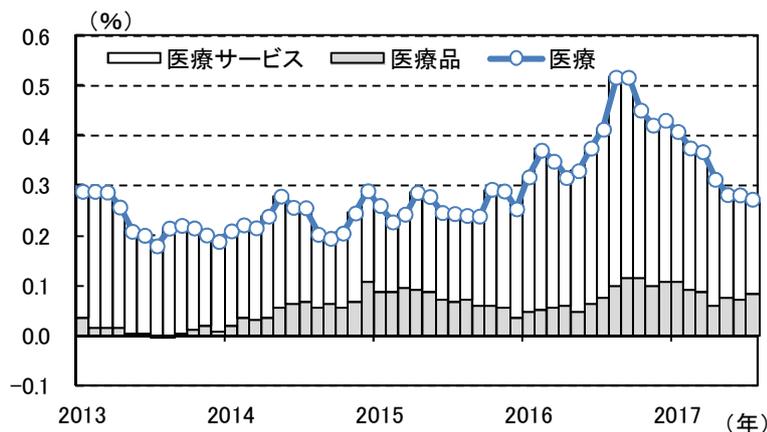
図表5 「携帯電話サービス」の対前年比上昇率とインフレ率に対する寄与度



(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

「医療サービス」については、「医療保険改革法(所謂、オバマケア)」が完全施行された2014年以降、医療サービス需要の増加によるとみられる診療費の上昇を主因に2016年9月にかけてプラスの寄与度を拡大した。ただし、昨年のトランプ大統領の誕生を受け、オバマケア廃止が取り沙汰されたことから、その後、急速に低下した(図表6)。尤も、オバマケアの撤廃については、2,000万人ともいわれる無保険者を再び生み出しかねないことから、民主党のみならず共和党内からも反対意見が出されており、オバマケアの縮小を企図した代替法案さえ議会を通過出来ていない。こうしたことから、オバマケア撤廃による需要減少と継続的な診療費下落は現実的ではなく、一層の下押し余地は限定的と考えられる。

図表6 「医療」の対前年比上昇率とインフレ率に対する寄与度



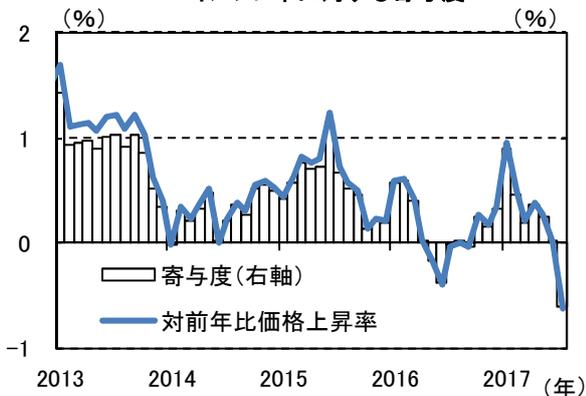
(注)「医療サービス」「医療品」は、「医療」の内訳項目。なお、「処方薬」は、「医療品」に含まれる。

(資料)米国労働省、三井住友信託銀行調査部

また、「新車」については、直近の7月に対前年比上昇率が昨年9月以来のマイナスに転じたことから、インフレ率を0.03%程度押し下げたことが分かる(図表7)。これは、昨年の販売奨励金の

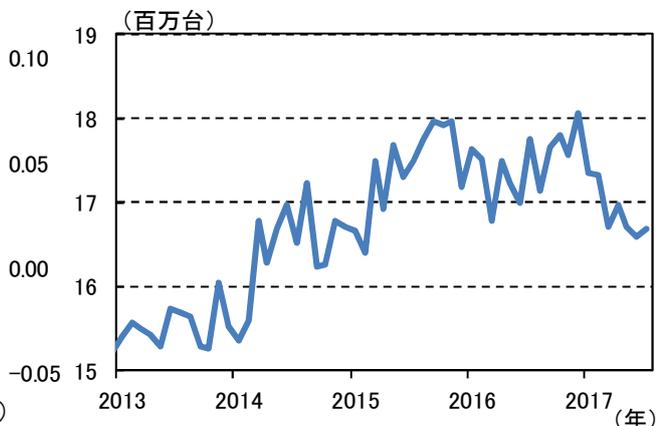
積増し等による販売促進が需要を先食いする形となり、今年入り後の販売を低調なものにしていると考えられる。尤も、新車販売台数をみると、7月には漸く底打ちの兆候がみられており、マイナス寄与も徐々に縮小に向かうことが期待される(図表8)。

図表7 「新車」の対前年比上昇率と
インフレ率に対する寄与度



(資料) 米国労働省

図表8 新車販売台数

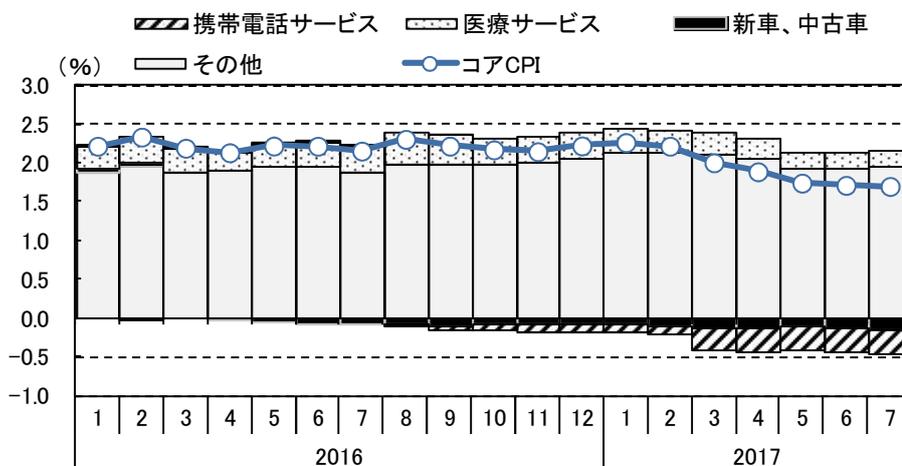


(資料) Bloomberg

3. 期待インフレ率低下と低インフレ長期化の可能性について

こうした材料を踏まえると、2017年入り後のコアCPIでみたインフレ率低下は、7割程度が一部品目の価格上昇の弱まりによるものであり、時を経てその影響が一巡すれば、再びインフレ率に対するプラス方向の寄与も回復する一時的な現象であると考えられる。ただし、インフレ率低下の全てがこれらの特殊要因だけで説明できるわけではない。実際、こうした特殊要因を除いた部分を見ると、大きな下振れはないものの、今年1月をピークに若干低下し、足許でも2%近傍での動きに留まっている(図表9の「その他」)。したがって、一部品目だけでなくそれ以外の広範な品目でデフレーションが発生している可能性や、デフレーションが一時的なものではなく基調的なものとなっている可能性についても検証する必要がある。

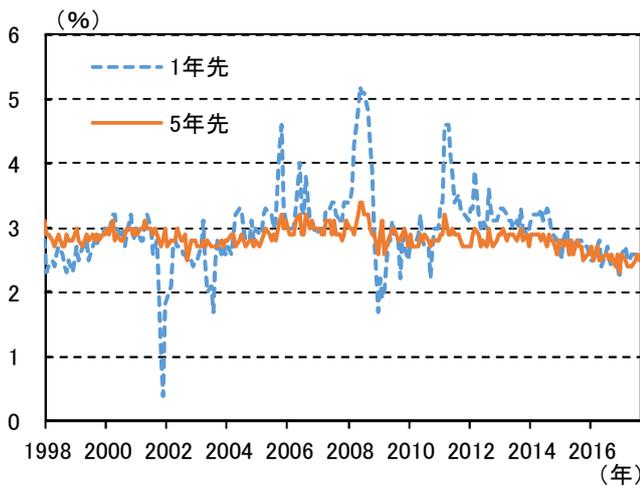
図表9 コアCPIの寄与度分解



(資料) 米国労働省、三井住友信託銀行調査部

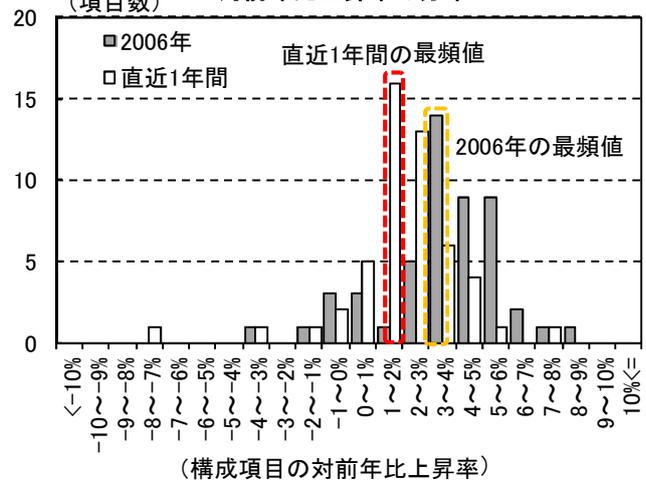
この点については、例えば、ミシガン大学が公表する期待インフレ率に関するサーベイ調査では、リーマン・ショック後の期待インフレ率の低下傾向が明確に観察される(図表 10)。また、コア CPI サービス価格を構成する 51 項目の対前年比価格上昇について、その分布の変化を確認すると、2006 年と直近 1 年間の平均では、対前年上昇率の最頻値⁴や分布そのものが左側にシフトしており、この事実からも期待インフレ率が低下している可能性を指摘できる(図表 11)。FRB が物価見通しに対する強気の姿勢を崩さない一方、FRB の見解に懐疑的な見方を示す市場関係者が相応に存在する背景には、こうした期待インフレ率の低下が、この 20 年間に亘って日本が直面しているデフレ現象が米国でも生じつつあるのではないかと懸念があるものと考えられる。

図表 10 期待インフレ率



(資料) ミシガン大学

図表 11 コア CPI サービス価格構成項目の対前年比上昇率の分布



(資料) 米国労働省、三井住友信託銀行調査部

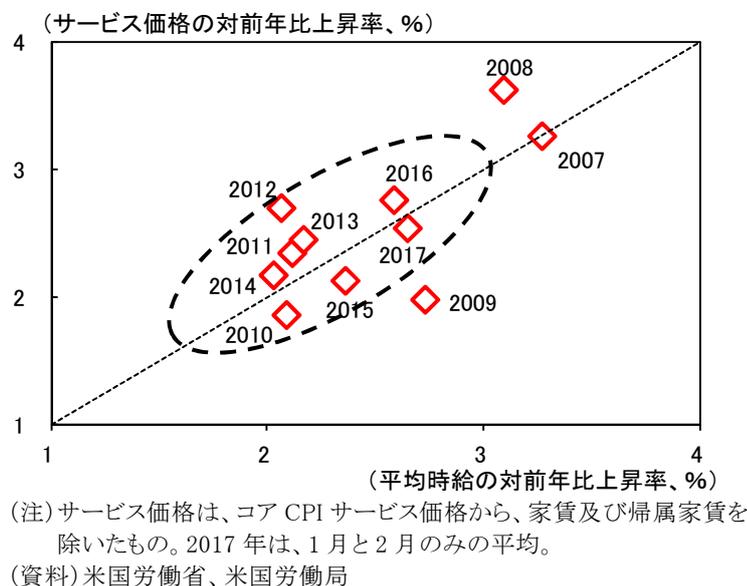
確かに、テクノロジーの進展や新興国からの安価な製品の流入等により、インフレ率が世界的に趨勢的な低下傾向にあることは以前から指摘されており、そうした側面も否定できない。しかし、1990 年代後半に米国で「ニューエコノミー論」が持て囃され、景気循環の消滅やインフレ率の低下が喧伝されていた際も、実際には、その後、期待インフレ率やコア CPI は上昇に転じたという経緯があるように、足許の状況だけで物価は上昇しないと結論付けるには早計に過ぎると思われる。重要な点は、過去と比較すれば小幅に留まるかもしれないとはいえ、物価を上昇させるメカニズムが機能しているかどうかという点である。

賃金と物価が相互に作用して下落するデフレスパイラルに陥った日本の経験を踏まえると、今後の米国の物価動向がこうしたディスインフレ傾向から脱することができるかどうかについては、賃金の動向が鍵になると思われる。次頁の図表 12 は、2007 年以降の、サービス部門の価格と賃金それぞれの対前年比上昇率をプロットしたものである(ただし、「住宅」に含まれる「家賃」「帰属家賃」は賃金との関係が薄いと考えられることから除外している)。この図表の 45 度線を下回る領域は、賃金の対前年比上昇率よりもサービス価格の上昇率が低いことから、企業の利潤が減少させるほどの低価格でサービスの提供が行われていることを意味している。日本の経験は、45 度線を下回る領域に留まる企業が広範に上った場合、次第に業績の悪化に伴う賃金の下落を招き、続いて、購買力の低下から更なる価格低迷を引き起こすというデフレスパイラルに陥る可能性を示唆している。米国では、リーマン・ショック後、一旦は 45 度線を下回る水準に低下したものの、その後

⁴ 最も発生頻度の高い価格変化率(分布の「山」に相当するポイント)。

は、速やかに45度線近傍に位置する関係を回復していることがみてとれる。また、その後は、緩やかながらも45度線上を左下から右上方向に移動しており、既に賃金とともに物価も上昇する過程に入っていることから、デフレスパイラルには陥っていない。

図表 12 サービス部門の価格と賃金の相関関係



こうしたことから、期待インフレ率の低下は確認されるものの、まだ固定化されたものとはいえ、引続きサービス業の好調な業績が期待されることから、今後、雇用の逼迫を反映して賃金が上昇し、物価にも再び上昇圧力が働くと考えられる。このように、追加利上げをサポートする環境が徐々に醸成されることが予想される。尤も、加速度的にインフレ率が高まる状況ではなく、年間2回程度の追加利上げをサポートするものに留まると考えられる。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

エリア格差が拡大する賃貸住宅市場

<要旨>

日本全体では、賃貸住宅の空家率は18.8%だが、都市により空家率の水準は大きく異なり、東京などの大都市でも空家率が上昇している都市もある。

賃貸住宅の需要量は、総世帯数と総世帯に対する借家世帯の割合で表せ、これと新規供給量との需給バランスの変化で空家率は上下する。

空家率を変動させる要因について、県庁所在地47都市の動向を見ると、福岡市などは需要が増加している割に新規供給は少なく、需給バランスが改善している可能性が高い。一方、需要の伸びは鈍いにもかかわらず新規供給が多く、需給バランス悪化の懸念がある都市も相応に存在している。

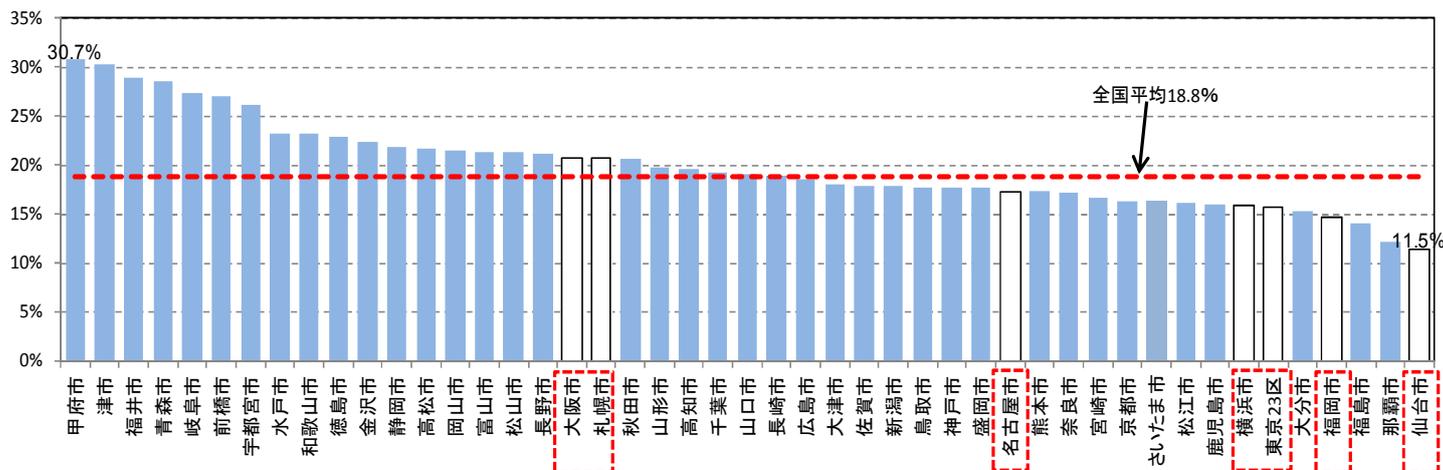
人口減少下で需要面から見た賃貸住宅の適地が限られていくなか、都市やエリア毎に異なる状況を理解し、各都市・エリアに適切な賃貸住宅供給が行われることが望まれる。

1. 賃貸住宅の空家率は18.8%

日本の人口が減少していく中で、住宅については空家の増加が問題になっている。なかでも、アパートなどの賃貸住宅については、最近1～2年の新設着工数が増えているため、供給過剰を懸念する見方が強まっている。

5年ごとに実施されている総務省「住宅・土地統計調査」¹の直近2013年調査によると、日本全国の賃貸住宅数は2,281万戸、うち空家は429万戸で空家率は18.8%である。これを県庁所在地47都市ごとに見ると、最も高い甲府市30.7%から、最も低い仙台市11.5%まで、かなり大きなバラつきがみられる(図表1)。

図表1 賃貸住宅の空家率(2013年、赤枠は主要7都市)



(資料)総務省「住宅・土地統計調査」

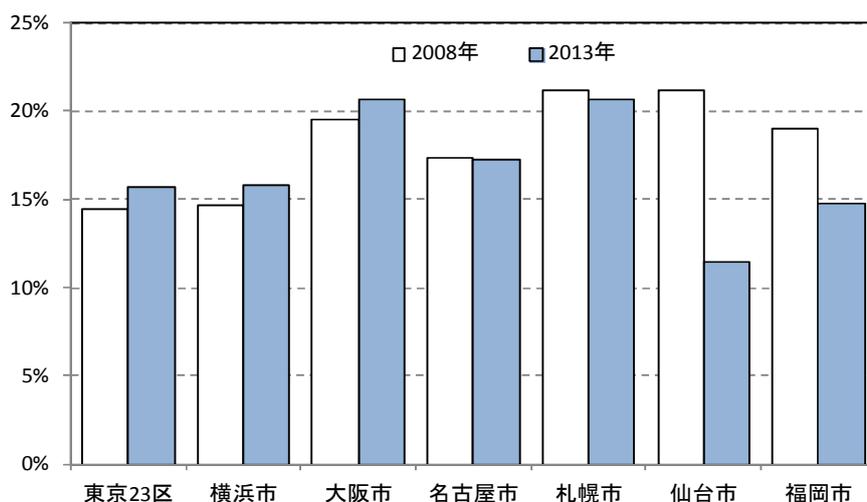
¹ 総務省「住宅・土地統計調査」は5年に一度実施。直近調査は2013年、次回調査は2018年。

また、47都市の中で、主要7都市(東京23区、大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡)に着目すると、大阪市と札幌市の空家率は全国平均を上回っているが、他の5都市は全国平均を下回ったところに位置している。

2. 空家率は東京・大阪・横浜が上昇、札幌・仙台・福岡が低下

主要7都市の空家率を、2008年調査と比較すると、東京23区・横浜市・大阪市が上昇し、札幌市・仙台市・福岡市は低下している(図表2)。

図表2 主要7都市 空家率の変化



(資料)総務省「住宅・土地統計調査」

東京23区・横浜市・大阪市といった大都市の空家率が上昇し、札幌市・仙台市・福岡市など地方都市のほうが低下していることは意外かもしれないが、以下では、主要7都市の空家率が変化した要因を検証する。

主要7都市の賃貸住宅に対する需要(借家世帯数)と供給(賃貸住宅数)について、2008年から2013年の動きを示したのが図表3である。

図表3 主要7都市 賃貸住宅の需要と供給

	賃貸住宅空家率			【需要】借家世帯数(千世帯)			【供給】賃貸住宅数(千戸)		
	2008年	2013年	変化	2008年	2013年	増減率	2008年	2013年	増減率
東京23区	14.5%	15.7%	↑	2,093	2,284	9.1%	2,448	2,709	10.7%
大阪市	19.5%	20.7%	↑	676	728	7.6%	840	918	9.2%
横浜市	14.7%	15.8%	↑	559	599	7.0%	655	711	8.5%
名古屋市	17.3%	17.3%	→	474	554	16.9%	574	670	16.8%
札幌市	21.2%	20.6%	↓	400	402	0.5%	507	506	-0.3%
仙台市	21.2%	11.5%	↓	223	259	16.0%	283	292	3.3%
福岡市	19.0%	14.7%	↓	387	454	17.5%	478	533	11.6%
全国	18.8%	18.8%	→	17,770	18,519	4.2%	21,897	22,811	4.2%

(資料)総務省「住宅・土地統計調査」

空家率が上昇した3都市(東京・大阪・横浜)は、借家世帯数は増加していたが、借家世帯数以上に賃貸住宅数が増加したため空家率が上昇した。名古屋も大幅に賃貸住宅数が増加したが、それを吸収するだけ借家世帯数が伸び、空家率は横ばいを維持していた。

空家率が低下した3都市については、札幌は借家世帯数がほとんど伸びなかったものの、賃貸住宅数が7都市の中で唯一減少していた。仙台は震災復興需要を含め、借家世帯数が大きく増加したことが、空家率低下の要因といえる。福岡は、名古屋に次いで賃貸住宅数が増加したが、借家世帯数は名古屋以上に増加し、空家率は大きく低下している。

また、需要を示す借家世帯数は、総世帯数と借家率(総世帯数に対する借家世帯数の割合)で表すことができる。つまり、総世帯数の増加と、借家率の上昇が大きいほど借家世帯数は増加するということである。

2008～2013年の主要7都市の総世帯数と借家率の動きをみると、借家世帯数の伸びが大きかった名古屋・仙台・福岡は、総世帯数の増加率が高く、かつ借家率も上昇していたことが分かる(図表4)。

図表4 総世帯数増減と借家率の変化

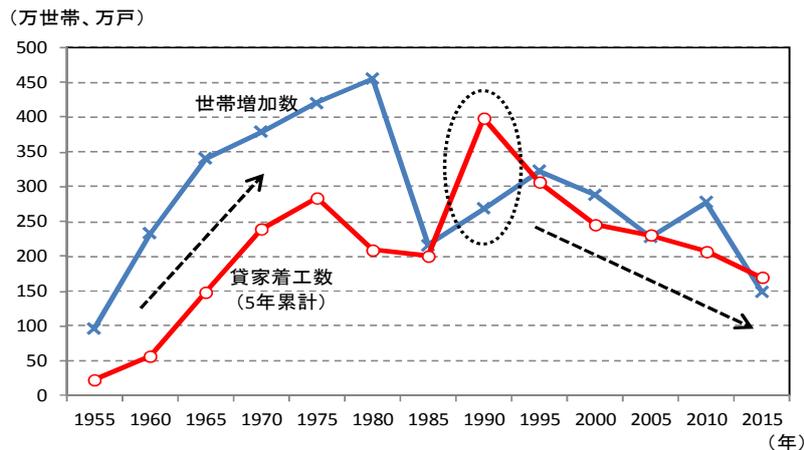
	借家世帯数(千世帯)			総世帯数(千世帯)			借家率		
	2008年	2013年	増減率	2008年	2013年	増減率	2008年	2013年	変化幅
東京23区	2,093	2,284	9.1%	4,178	4,602	10.1%	50.1%	49.6%	-0.5%
大阪市	676	728	7.6%	1,262	1,343	6.4%	53.6%	54.2%	0.6%
名古屋市	474	554	16.9%	960	1,097	14.3%	49.4%	50.5%	1.1%
札幌市	400	402	0.5%	841	861	2.4%	47.5%	46.6%	-0.9%
仙台市	223	259	16.0%	446	503	12.8%	50.0%	51.4%	1.4%
横浜市	559	599	7.0%	1,490	1,581	6.1%	37.5%	37.9%	0.4%
福岡市	387	454	17.5%	671	745	10.9%	57.6%	61.0%	3.4%
全国	17,770	18,519	4.2%	49,598	52,102	5.0%	35.8%	35.5%	-0.3%

(資料)総務省「住宅・土地統計調査」

このように、各都市の需要と供給のバランスにより、空家率は上昇あるいは低下する。フローの需要と供給の関係を、賃貸住宅の建築戸数(貸家着工)と世帯増加数の推移でみると、日本全体では貸家着工と世帯増加数は同じ方向に動いており(次頁図表5)、長期的には需要の増減に見合った供給が行われていると言える。

しかし、1980年代後半のバブル期に、世帯増加数を大きく上回る貸家着工があったように、短期的には金融環境や税制の変化により、賃貸住宅の供給量に振れが生じ需給バランスが崩れることには注意が必要である。

図表5 世帯増加数と貸家着工(全国)



(資料) 総務省「国勢調査」、国土交通省「住宅着工統計」

3. 需給バランスが改善している都市とは？

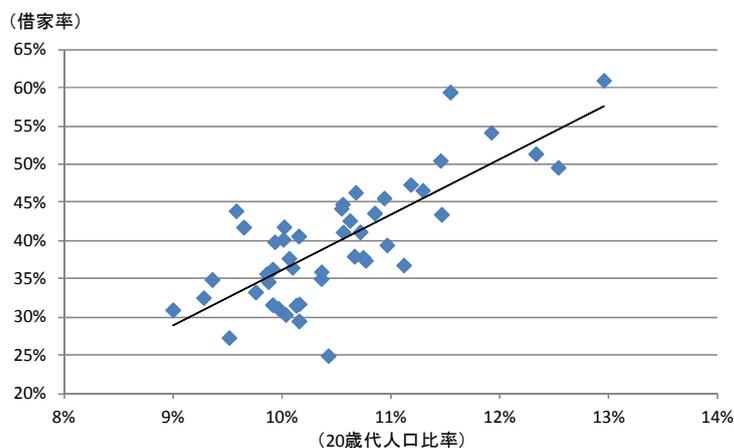
ここまでは、主要7都市を取り上げて、賃貸住宅の空家率が変化する要因について見てきた。「住宅・土地統計調査」が次に実施されるのは2018年なので、現時点での空家率は分からないが、これまでの分析を踏まえ、県庁所在地47都市について需給バランスの推測を試みる。

日本全体を見た場合、2014～2016年累計の貸家着工戸数は1,159千戸と、その前の3年間(2011～2013年)に比べ+20.7%増加しており、供給が増加しているのは間違いない。

一方、「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数調査」によれば、2016年の世帯数は55,812千世帯と2013年比で1,217千世帯(+2.2%)増加している。

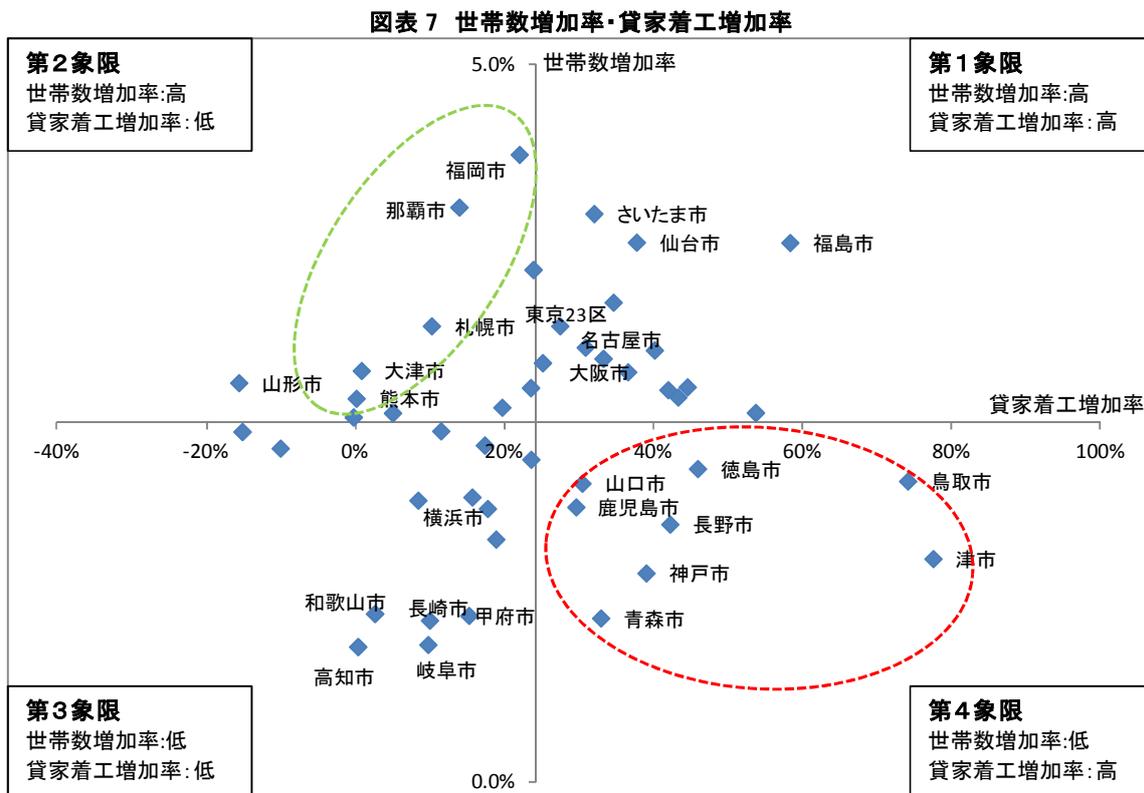
借家率は分からないものの、賃貸住宅の主な需要層は20歳代の世帯であり、20歳代人口の比率が高い都市ほど借家率が高い傾向がある(図表6)。2016年の20歳代人口は全国で1,245万人(2013年比▲5.0%)と減少しており、47都市の中に20歳代人口が増加している都市はない。したがって人口構成的には借家率は低下トレンドが見込まれるが、20歳代人口の減少ペースにより、各都市での低下スピードは異なると考えられる。

図表6 47都市 借家率と20歳代人口比率(2013年)



(資料) 総務省「住宅・土地統計調査」、「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数調査」

次の図表7は、47都市の世帯数増加率を縦軸、貸家着工増加率を横軸にプロットしたものである。両軸は各増加率の47都市平均で交わるようにしている。



(資料)総務省「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数調査」、国土交通省「住宅着工統計」
 世帯数増加率:2016年世帯数の2013年比
 貸家着工増加率:2014～2016年累計の2011～2013年累計比

この図表7で左上の第2象限にある都市は、世帯数増加率が高い割りに貸家着工増加率が低い、『需給バランス改善の可能性が高い都市』とみることができる。ここには、福岡市・那覇市・札幌市など11都市が入る。

併せて図表8の20歳代人口増減率を見ると、福岡市は20歳代人口増減率でも上位グループにあり、借家率低下懸念の少ない需給堅調な都市とみることができる。しかし第2象限に入っている、熊本市のように20歳代人口増減率の下位グループに入っている都市もあり、これらの都市は、世帯数増加率は高いが、借家率の低下が大きい可能性がある。

一方、右下の第4象限は世帯数増加率は低いが貸家着工増加率が高い、『需給バランス悪化の懸念がある都市』となる。ここには鳥取市・津市など8都市が含まれる。

この第4象限に入る都市の中には、20歳代人口の減少率が大きい都市が多く、借家率低下が加わることで、賃貸住宅の需給バランスが一層緩む懸念がある。

図表8 20歳代人口増減率

上位10都市		下位10都市	
福島市	-0.8%	鳥取市	-7.9%
金沢市	-0.9%	鹿児島市	-7.1%
さいたま市	-1.2%	奈良市	-7.0%
東京23区	-2.6%	神戸市	-6.8%
広島市	-2.7%	長崎市	-6.8%
大阪市	-2.9%	山口市	-6.7%
名古屋市	-3.0%	那覇市	-6.6%
福岡市	-3.3%	青森市	-6.4%
千葉市	-3.4%	福井市	-6.0%
松江市	-3.6%	熊本市	-5.9%

(資料)総務省「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数調査」

残る第1象限と第3象限に含まれる28都市は、世帯数増加率は高く(低く)、貸家着工増加率も高い(低い)、『需給バランスの変化は大きくないとみられる都市』ということになる。主要7都市のうち、札幌市と福岡市を除く5都市はこれに当てはまる。

4. 人口の二極化で限られていく賃貸住宅適地

以上のように、一口に「日本の賃貸住宅の2割近くが空家」と言っても、世帯数の増減や20歳代人口の減少スピードの違いにより賃貸住宅需要の強さは異なり、それに対する賃貸住宅の供給(貸家着工)状況も様々であるため、都市ごとの空家率はかなり異なった動きをしている。

日本全体の人口動態を見れば、東京をはじめとする大都市圏や各地方圏における中核都市への人口集中が生じているが、その裏側には人口が減少し高齢化が進む都市や町が存在する。

このような二極化が進めば、賃貸住宅の需要が見込める所と見込めない所の格差が開き、賃貸住宅建設の適地は限られていき、供給の振れにより需給バランスが大きく悪化するエリアが生じることも考えられる。加えて、先に見た通り、地方の中核都市の中にも、需給バランスの悪化が懸念される都市もある。

本稿では県庁所在地47都市の状況を見てきたが、それ以外の都市も含め、都市やエリアにより異なる状況を理解し、各都市・エリアに適切な賃貸住宅供給が行われることが望まれる。

(不動産調査チーム 小林 俊二 : Kobayashi_Shunji@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。