

2017. 12 No.68

三井住友信託銀行

調査月報



時論

日本の金融システムは進化したのか.....1

経済の動き

2017・2018年度の内外経済見通し

～個人消費がマイナスも堅調な景気回復は維持～.....4

米国商業用不動産市場と実体経済のリンケージ.....12

時論

日本の金融システムは進化したのか

10 月から 11 月にかけて、「金融システムレポート(日本銀行)」「金融レポート(金融庁)」「平成 29 事務年度金融行政方針(同)」が公表され、政策当局の金融システムに係る現状認識と諸施策の基本方針が明らかになった。

その内容を大まかにまとめると、現在の金融システムの安定性は評価しつつも、金融機関に対しては伝統的銀行業務の収益力低下を指摘するとともに、顧客本位と持続可能性を両立させるビジネスモデルとガバナンスを確立し、以って日本経済の成長と国民の資産形成への貢献を求めるというものである。

こうした課題は、「FREE(市場原理が働く自由な市場)、FAIR(透明で信頼できる市場)、GLOBAL(国際的で時代を先取りする市場)」を掲げ、「1200 兆円(当時)にも上る個人金融資産がより有利に運用され」とともに、次代を担う成長産業へ供給し、21 世紀の高齢化社会において、我が国経済が活力を保っていく」ことを目指した「日本版金融ビッグバン(1996 年)」以来、表現や重点は変われども、綿々と続いている永遠のテーマであり、業界挙げて取り組むべきであることは疑いない。

だがこの約 20 年間を振り返ると、業態の相互参入、諸手数料の自由化、ディスクロージャーの強化、商品ラインナップの拡充など個々には多くの成果が積み上がったが、金融システム全体として見ると、真に高度化・進化があったとはいいがたい面がある。

第1に、金融仲介において公的マネーが肥大化しており、マネーの出し手・取り手双方において公的部門のウェイトが高まっている。

政府部門の資金調達額(2012～2016 年度平均:25.9 兆円)は国債大量発行を映じて、企業部門(同 13.5 兆円)、家計部門(同 5.3 兆円)を上回るとともに、それに応じるマネーの出し手金額においても、預金取扱機関^{注)}(同▲37.3 兆円)、社会保障基金(同▲5.4 兆円)が減少となる中で、日本銀行が大幅かつ突出した出し手(同 64.7 兆円)となっている。言うまでもなく、2012 年から始まった日銀の異次元金融緩和策にて行われた国債大量購入によるものである。

かくして出し手(日銀)と取り手(政府)とで経済主体は違うとは言え、資金需要の多くを公的部門が占め、その資金需要を公的部門の資金供給が満たす形となっている。

こうした姿は、価格(=金利)が日銀の長短金利コントロール策によって機能不全となっていることも勘案すると、価格機能を活用して最適な資金分配を行い、もって経済成長に資するという「FREE な金融市場」の理念から乖離している。わが国の金融システムにおいて、実質的社会主義経済化がジワジワと進行しているとすら言えるのではないか。

第2に、相対型間接金融(銀行貸出)の優位という日本の金融システムの伝統的特徴はなお維持されており、市場型間接金融と直接金融の拡大は限定的ないし頭打ちとなっている。

このことは、①民間企業の金融負債残高の構成(簿価ベース)を見ると、借入は長年続いた減少傾向から増勢に転じ、2016 年度には 400 兆円超となる一方、債務証券は 60～70 兆円、株式は 170 兆円弱で

注) 国内銀行、ゆうちょ銀行、中小企業金融機関、農林水産金融機関、在日外銀など。

頭打ちとなっていること、②発行されている債務証券の8割弱は国債が占め、その国債の約4割は日銀が保有しており、債務証券の種類・出し手・取り手の多様化は進んでいないこと、③株式保有全体に占める家計の構成比率はこの10年来、2割弱横ばいに止まっていること、④ここ数年の国内マネーの運用金額のうち、7割は現預金に向かい、事業債に向けられた金額はごく限られ、株式はマイナス(売り越し)となっていること一から窺われる。

金融仲介ルートの多様化が進んでいないということであり、銀行に集中しがちな信用・市場リスクを家計・企業に分散させることにより金融システムをより安定させるという日本版ビッグバン構想時の(隠れた?)目的も達成されているとは言えない。

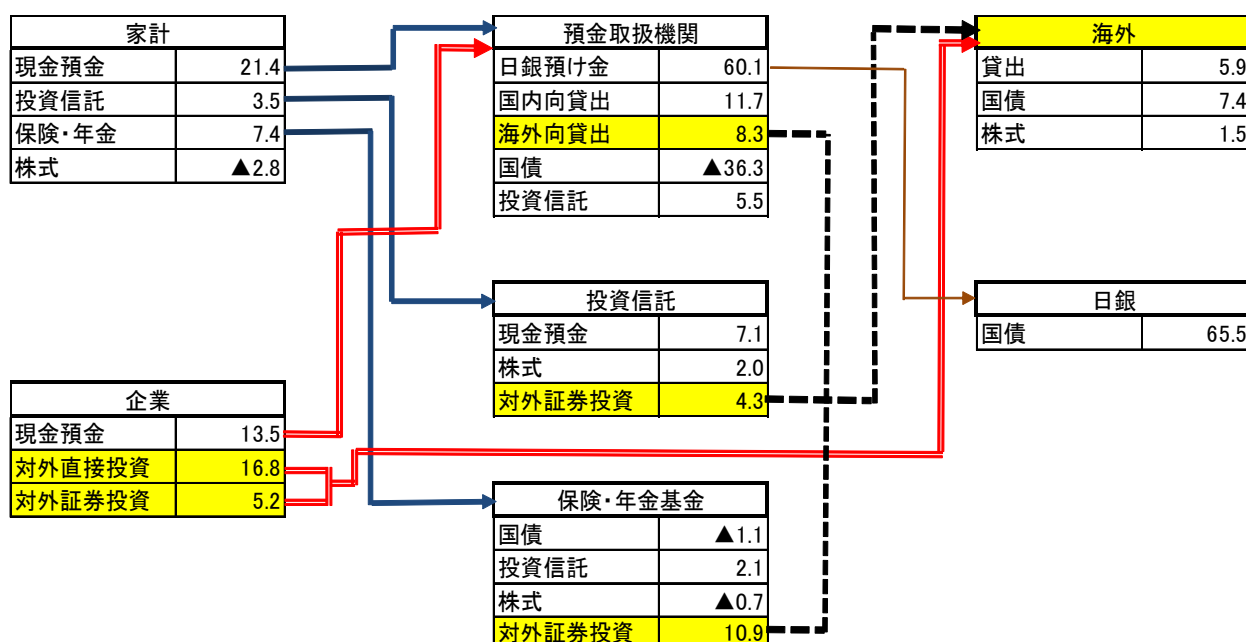
さらに言うと、資金調達面に限ってみれば、日本では米英流の「投資家資本主義」「株主主権主義」が直ちに成立する素地が乏しいということでもあり、現在推進されている「投資家(=株主)と投資先企業との対話を通じた企業の持続的成長」の中身・方法についても、米英直輸入ではなく、日本なりのアレンジが必要であろう。

第3に、国内の家計・企業マネーが国内のリスクマネーの供給役を十分果たしておらず、海外マネーに頼る度合いが高いことである。

このことは、2016年度の経済主体別の運用金額に如実に現れている(→図)。すなわち、①家計が株式▲2.8兆円、保険・年金基金が株式▲0.7兆円、預金取扱機関が国債▲36.3兆円、それぞれ売り越して国内のリスクマネーの出し手として後退する一方、②海外マネーは株式1.5兆円、国債7.4兆円の買い越しを通じて国内リスクマネーの出し手となっている。

リスク回避的な国内マネーは、預金取扱機関、投資信託、保険・年金基金を経由して相当規模が海外(海外向け貸出、対外証券投資)へ向かっている。国内の超低金利環境を嫌気し、世界経済の成長を取り込むべく、海外に運用資金を回すのは合理的であり、本当に国内のリスクマネーが不足しているのであれば海外マネーを国内に呼び込むのも必要であろう。

図 2016年度のマネーフロー(各経済主体の形態別運用金額:兆円)



(注) 預金取扱機関の海外向け貸出は、海外部門の民間金融機関借入にて代用。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」を元に作成。

しかし、1800兆円超の家計金融資産、1200兆円超の企業金融資産が存在する中で、国内マネーが海外リスクを、海外マネーが国内リスクをテイクしているというのは、“ちぐはぐ感”が否めない。

以上のような現状は、豊富な国内貯蓄が新たな成長分野・事業・企業に向かい、「新たな」ゆえのリスクをテイクするとともに、金融機関の目利き力や市場の価格機能を通じたチェック&モニタリング機能が発揮され、「新たな」を「豊かな」「大きな」「持続的な」ものに発展させ、以って人口オーナス下の日本の課題解決につながる—という「日本版ビッグバン」以来、追求しているあらまほしき姿とは距離がある。

こうしたマネーフロー構造は、前回「[日本経済が陥った“千日手均衡”](#)」にて指摘した「千日手均衡」の金融の世界における反映であり、独立・単独に現れた事象ではない。

すなわち、日本経済には人口オーナスの進行とともに、「リスク資産運用も消費も増やさない家計」「生産設備も負債も増やさない企業(ただし対外直接投資は増やしている)」「財政再建を先送りする政府」の三者が互いに出方を探り合い、様子見を決め込む千日手均衡が成立した。千日手均衡の成立によって、物価も、トリクルダウンも、潜在成長率も、将来期待も高まらなくなった。これに日銀の異次元金融緩和策による国債大量購入という異例の政策が加わった。

このため、企業が新たな事業や成長領域に踏み込む動きも、企業の資金需要も弱いものとなり、金融市場では金利機能が働かない公的マネーの領域が拡大し、市場型間接金融や直接金融を担う多様なリスクの出し手・取り手も生まれにくくなった。こうして、国内マネーが国内のリスクマネーの出し手たりえず、新たな成長領域に挑戦するリスクマネーの取り手も現れず、国内マネーの少なからぬ部分が海外に出ていくこととなった。

こうしたことを勘案すると、これも前回指摘したように、「リスク資産運用に消極的な家計」「投資や賃上げを躊躇する企業」「資金需要の掘り起こしに不熱心な金融機関」を個別・単独に批判したり、そのみを変えさせることに拘るのは筋違いであり、効果的でもない。また、巷間よく飛び交う「将来不安の払拭がポイントだ」との指摘は、「千日手均衡を打開するためには、千日手均衡を打開することが必要だ」と言っているのと同義であり、あまり意味がない。必要なのは、様々な規制・制度・税制改革をパッケージとして打ち出し、経済主体が一斉に動き出す状況を作り出すことであろう。

とは言え、現状の維持・追認をいつまでも続けるわけにも行かない。金融機関には個別顧客に対するソリューションや助言等の提供だけでなく、千日手均衡を揺さぶり、前向き均衡の動きを引き出すシナリオ構想力、成長分野・事業を見極める先見性、これを実現するため業種を超えたアライアンスを構築する組織組合力・調整力といった、ファイナンサーを超えた機能・役割が求められているように思う。

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

※ 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

～個人消費がマイナスも堅調な景気回復は維持～

<要旨>

日本の 2017 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 +1.4% と 7 四半期連続でプラス成長を維持した。個人消費がマイナス、輸出がプラスになり、外需が再び経済回復を主導する形となったが、中身をみると設備投資や生産拡大による在庫変動が内需の押し上げ要因となっており、企業部門を中心とした景気回復は続いているとみられる。

先行きは、良好な雇用環境の下、足元で弱含んでいる所得の持ち直しが進むことで、個人消費が支えられ、内外需がバランス良く景気回復を支える姿へ戻るとみられ、2017 年度の実質 GDP 成長率は +1.5%、2018 年度は +1.1% と、1% を上回るペースで景気回復が続くと見込む。

先行きのリスクとして引き続き海外情勢に注意する必要がある。アジアでは北朝鮮情勢の膠着状態長期化や、痛みを伴う改革推進による中国経済減速、欧米では、米国のトランプ政治停滞で債務上限問題が先送りされることによる景気下振れ、英国と EU の Brexit 交渉難航が挙げられる。いずれも先行きが不透明な状況が長引くことで、世界経済の減速や円高によって景気回復を続ける日本が腰折れする要因となり得る。

1. 7～9 月期実質 GDP 成長率

日本の 2017 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 +1.4% と 7 四半期連続でプラス成長を維持した(図表1)。先期に実質 GDP 成長率の押し上げ要因となった個人消費がマイナスになった一方、輸出がプラスに転じ輸入がマイナスになることで、外需が再び経済回復を主導する形となった。内需の中身をみると、個人消費に加えて、住宅投資がマイナスになる等、個人部門は総じて弱さがみられたが、海外経済の回復や円安による好調な利益環境を背景に、設備投資や生産拡大による在庫変動が内需の押し上げ要因となっており、企業部門を中心とした景気回復は続いているとみられる。

図表1 実質 GDP 成長率

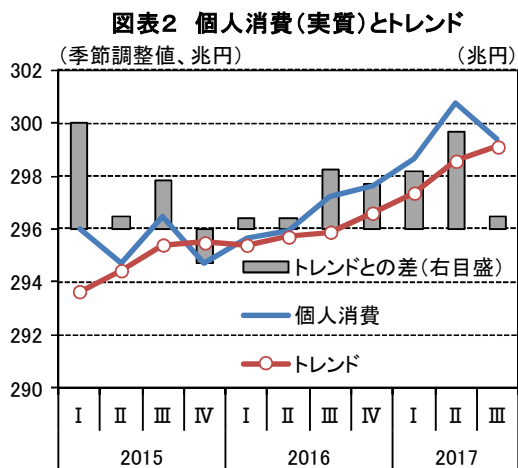
成長率	2016		2017		
	III	IV	I	II	III
実質GDP	+ 0.9	+ 1.6	+ 1.0	+ 2.6	+ 1.4
個人消費	+ 1.7	+ 0.5	+ 1.4	+ 2.8	▲ 1.8
住宅投資	+ 12.3	+ 1.1	+ 3.5	+ 4.6	▲ 3.5
設備投資	▲ 0.4	+ 7.6	+ 2.0	+ 1.9	+ 1.0
公的需要	+ 0.6	▲ 2.0	+ 0.0	+ 6.5	▲ 2.4
輸出	+ 8.7	+ 12.6	+ 8.0	▲ 0.8	+ 6.0
輸入	+ 0.3	+ 5.0	+ 5.6	+ 5.7	▲ 6.2
寄与度 (前期比年率、%ポイント)					
内需	▲ 0.6	+ 0.3	+ 0.6	+ 3.6	▲ 0.6
個人消費	+ 1.0	+ 0.3	+ 0.8	+ 1.6	▲ 1.0
設備投資	▲ 0.1	+ 1.1	+ 0.3	+ 0.3	+ 0.2
在庫変動	▲ 2.0	▲ 0.7	▲ 0.6	+ 0.0	+ 1.0
その他	+ 0.5	▲ 0.4	+ 0.1	+ 1.7	▲ 0.8
外需	+ 1.4	+ 1.3	+ 0.5	▲ 1.0	+ 2.0

(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

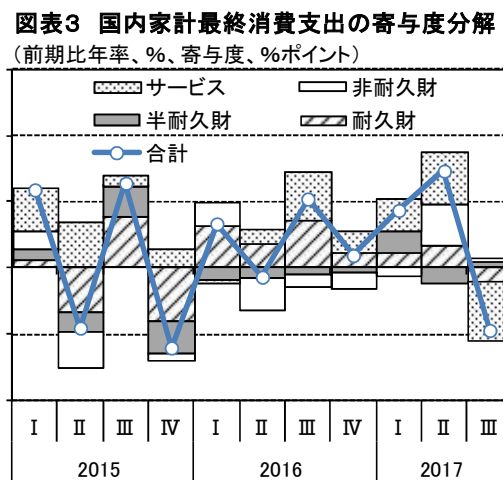
4～6月期に前期比年率2.8%の伸びを示し経済成長の主役を担った個人消費は、今期は同▲1.8%とマイナスに落ち込んだ。この一番の要因は4～6月期からの反動とみている。図表2は個人消費の動きとそのトレンドを並べてみたもので、これによると4～6月期の個人消費は過去の動きからみたトレンド水準から大きく乖離していることが分かる(図表2)。4～6月期は株高によるマインド改善や、耐久財サイクル等の特殊要因で一時的に個人消費が押し上がり、今期はトレンド水準に回帰した動きをしたとみている。

また、今夏の天候不順も個人消費を押し下げた可能性が高い。個人消費の動きを財・サービス別にみると、これまで個人消費を支えてきたサービスへの支出がマイナスに転じている(図表3)。第3次産業指数からサービスの動きを追うと、娯楽業や宿泊業がマイナス寄与となり、指数を押し下げていることが分かる(図表4)。このことから、夏の悪天候で、消費者が夏休みのレジャーを控えたことで個人消費の押し下げ圧力となった可能性が高いとみている。

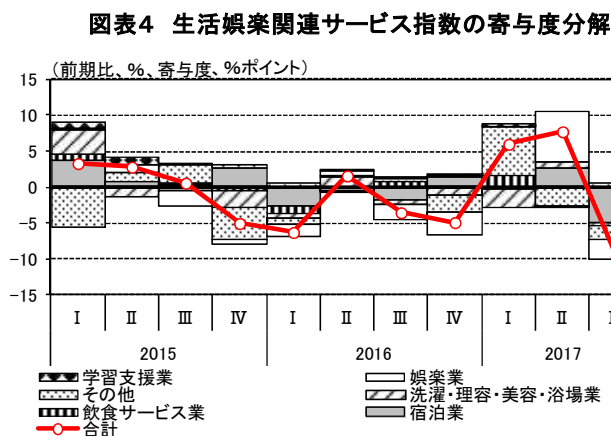


(注)トレンドには後方4四半期平均を使用。

(資料)内閣府『国民経済計算』



(資料)内閣府『国民経済計算』



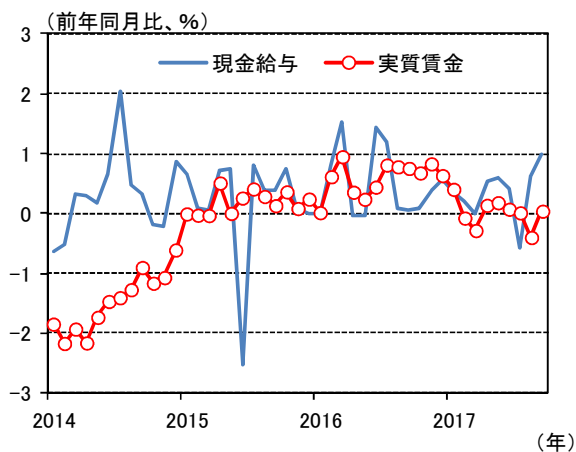
(注)自動車整備業を除く。

(資料)経済産業省『第3次産業活動指数』

個人消費はマイナスとなったが、従来の見通しと比べて所得面では前向きな動きが出始めている。9月の現金給与は前年同月比+0.9%と0%台後半を維持し、後述する9月のCPIコアの同+0.7%と同程度の伸びを示したことで、弱含んでいた実質賃金も持ち直してきた(図表5)。こうした背景にあるのは、労働市場の逼迫である。9月の失業率は2.8%となり6月から4ヶ月連続で自然失業率の水準とみられる3%を下回っている(図表6)。足元では労働市場の逼迫が賃金上昇につながってこなかったが、人手不足が深刻化するに従って徐々に波及し始めたとみられる。

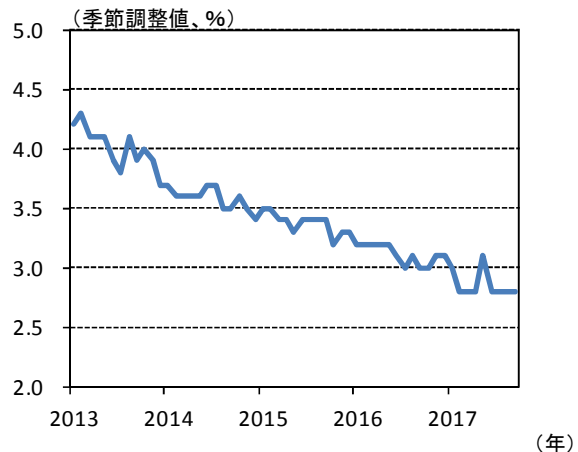
先行きをみると、労働需給の逼迫が他業種より進んでいる宅配便業界で、サービス価格引き上げを通じた賃上げの動きが出てきたことがプラス材料となる。2017年10月以降、宅配便各社がサービス価格値上げの動きを見せはじめた。値上げによって得られた利益の一部は、人手不足への対応のために、労働者の賃金等、待遇改善の原資になるとみられる。こうした動きは現時点では一部の業界に限られるが、人手不足が更に深刻化することで、他の業種へ波及していく可能性は高いとみており、今後も持ち直していくことが見込まれる。当部の物価上昇の見通しを前提とすると、実質雇用者報酬は2017年度で0.5%、2018年度で0.7%と緩やかなプラス成長を続け、個人消費は、2017年度+1.0%と4～6月期の特殊要因による押し上げの影響で、実質雇用者報酬の伸びを上回るが、2018年度は+0.7%と落ち着いた実質雇用者報酬に見合った動きになると見込む。

図表5 現金給与額(名目賃金)と実質賃金の推移



(注) 実質賃金は、現金給与をCPIコアで実質化した。
(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6 失業率



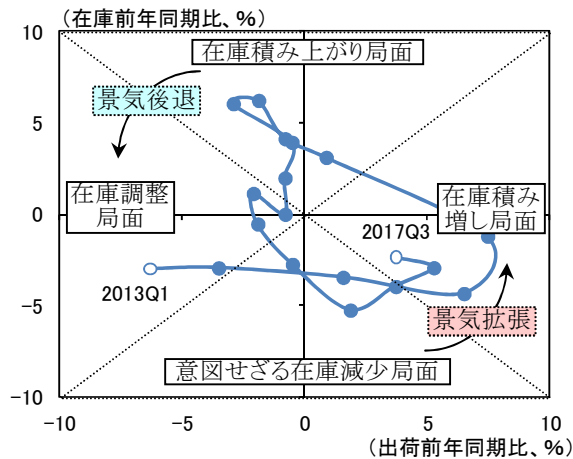
(資料) 総務省『労働力調査』

3. 設備投資・生産の先行き

設備投資は、企業の好調な収益環境を背景に前期比年率+1.0%と4～6月期の同+1.9%からは若干の減速はあったものの堅調な伸びを示した。先行きについては[前回の経済見通し\(2017年9月号\)](#)で示した、世界経済の回復による輸出増と円安によって高水準の企業収益が維持され、設備投資も堅調な伸びを示す、という見方は変更していない。この見方に加えて、足元の在庫の動きは今後の設備投資の動きを予測する上でプラス材料になる。今期の実質GDP成長率においては、在庫変動がプラス寄与になったことにみられるように、足元では国内の生産活動は景気拡張期に当たる「在庫積み増し局面」にある(次頁図表7)。この在庫の積み増しは、出荷内訳の内容から輸出向けによるものとみられ、今後も世界経済の回復に合わせて出荷増、生産増のサイク

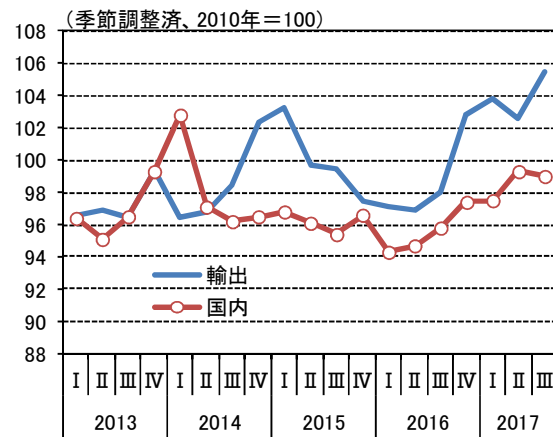
ルが続くことが想定される(図表8)。生産の拡大に伴って、設備更新を意図した設備投資需要が見込まれることから、設備投資は堅調な伸びを示し、2017年度は+2.2%、2018年度は本稿二節でみた賃金上昇が、企業のコスト増となるため収益に若干のブレーキがかかることから+1.7%と減速するも、見通し期間を通じてプラスの成長を見込む。

図表7 在庫循環図



(資料)経済産業省『鉱工業指数』

図表8 鉱工業出荷内訳

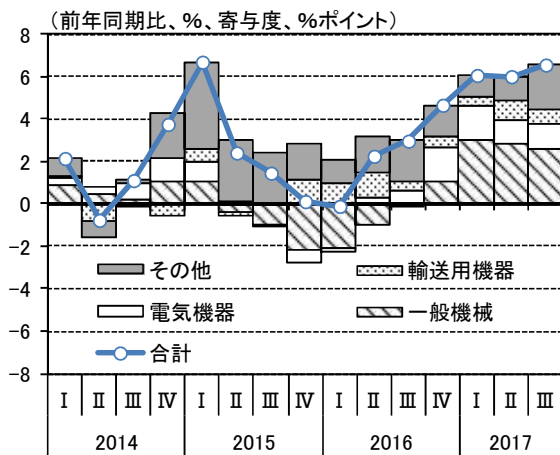


(資料)経済産業省『鉱工業出荷内訳表』

4. 輸出の動向

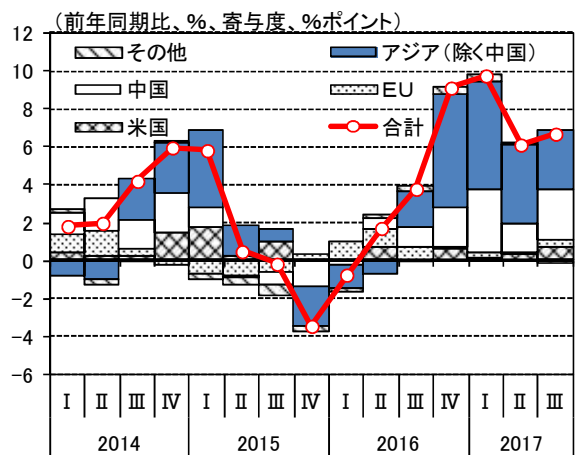
4～6月期にマイナスに落ち込んだ実質輸出は、情報関連財を含む電気機器が持ち直したことで、前期比年率+6.0%とプラスに転じ、7～9月期の実質GDP成長率押し上げの主因となった(次頁図表9)。電気機器の輸出先を国・地域別にみると、4～6月期に落ち込んだ中国向けが回復すると共に、これまで不振が続いていた米国も寄与度のプラス幅を伸ばしており、米国景気の持続もIT需要を支えていることが伺える(次頁図表10)。また、今夏については新型iPhoneが発表される等、ITサイクルによる追い風があったことも電気機器輸出が好調な動きをみせた一要因とみられる。先行きについては、後述するアジア、欧米での地政学的リスクはあるが、先進国と新興国のいずれも製造業PMIは50を超える水準を維持していることから、グローバルな経済回復が続くとの見方がメインシナリオである(次頁図表11)。貿易指数も世界経済の回復に合わせて増加トレンドを維持しており、今後も安定した実質輸出の伸びが期待出来る(次頁図表12)。2017年度の実質輸出の伸びは+5.0%、2018年度は+3.0%と景気の下支え役が続くであろう。

図表9 商品別実質輸出の寄与度分解



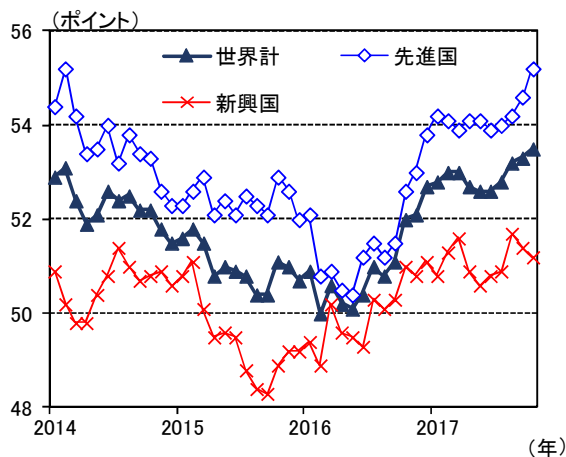
(注) 商品別に、対応する輸出物価指数で実質化。
 (資料) 財務省『貿易統計』、日本銀行『企業物価指数』

図表10 地域別実質輸出の寄与度分解(電気機器)



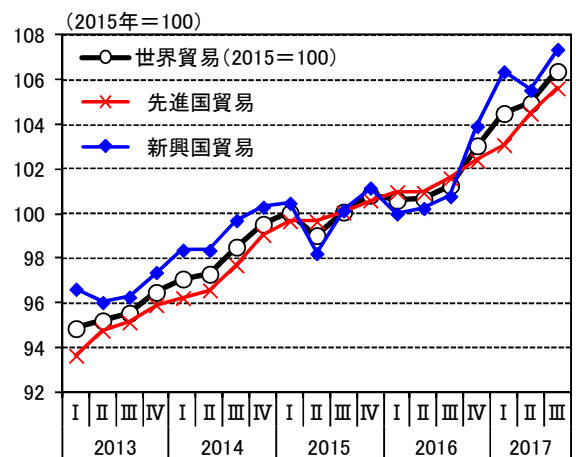
(資料) 財務省『貿易統計』、日本銀行『企業物価指数』

図表11 製造業 PMI



(資料) オランダ経済統計局

図表12 世界貿易指数



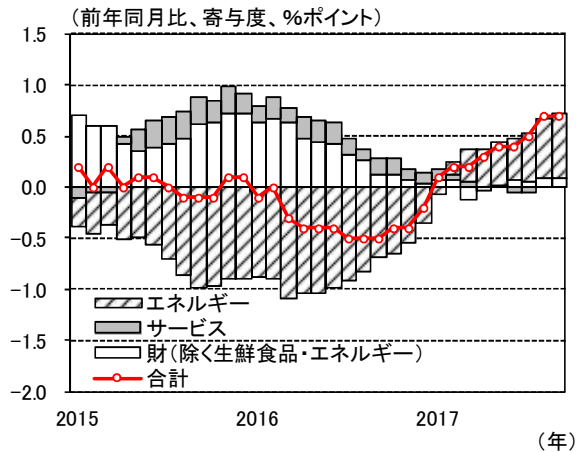
(資料) QUICK Factset

5. 物価と金融政策

(1) 物価動向

生鮮食品を除いたCPIコアは、2017年9月には前年同月比+0.7%まで伸びが高まってきている（次頁図表13）。しかし、物価上昇の牽引役は依然としてエネルギー価格の上昇によるもので、食料品とエネルギーを除いたCPIコアコアは前年同月比0%と横ばいを維持している（次頁図表14）。8月には物価上昇品目の割合も一時上昇の動きを見せていたが、9月には再び下落し、物価情勢が弱いままであることを示唆している。

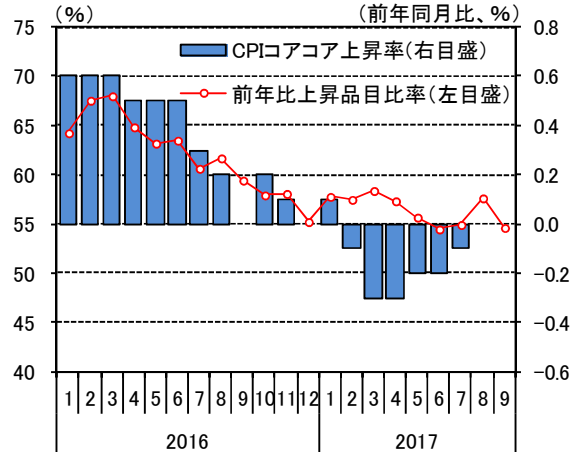
図表 13 CPIコアの寄与度分解



(注) 消費増税の影響を除く。

(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表 14 CPIコアコアと物価上昇品目の割合



(資料) 総務省『消費者物価指数』

先行きについては、今後エネルギー価格による押し上げ効果が剥落して、物価上昇圧力が弱まるものの、足元の原油価格上昇がこの動きを鈍らせる、という[前回の経済見通し\(2017年9月号\)](#)で提示した基本的な見方に変更はない。加えて足元では、本稿二節でみた宅配便各社のサービス価格の値上げのように、人手不足を原因としたコスト増を消費者に転化し、物価押し上げ効果が期待出来る環境になってきた。今後は1%に届かないものの緩やかな物価上昇は続くとみられ、2017年度は0.7%、2018年度+0.8%の物価上昇になると見込む。

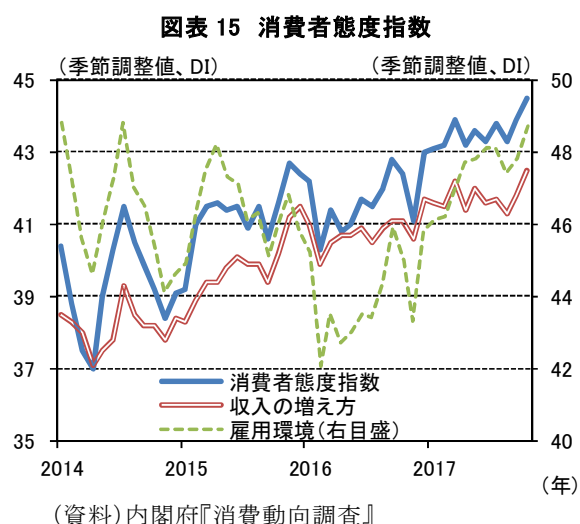
(2) 金融政策の先行き

日銀の目標達成には遠いが、緩やかながら上昇を続ける物価情勢と、物価上昇を加速させる程の強さがない国内景気回復が持続する下では、日銀の政策スタンスは引締め・緩和、そのどちらにも至らず現状維持がメインシナリオとなる。一方で海外の主要中央銀行が金融緩和の出口に向かい始めている。米国では、9月のFOMC決定通りにFRBによるバランスシートの縮小が10月から開始されると共に、12月の利上げがほぼ確実視され、英国ではBOEが11月のMPCにおいて、失業率の低下が示唆する持続的なスラックの縮小によるインフレ圧力の高まりを根拠として、0.25%から0.50%への政策金利引き上げを決定した。ECBは10月に①2018年9月までの期間延長と②月額600億ユーロから300億ユーロへの資産買取額の減額を内容とする資産買取プログラムの変更を決定した。ECBの決定は利上げには至っていないものの、実質的にはテーパリングと考えられ金融正常化へ進み始めている。

海外中銀が金融正常化へ向かう道筋が具体化していくことで、現状維持を選択し続ける日銀との金融政策スタンスの乖離が広がった今の状況は、[前回の経済見通し\(2017年9月号\)](#)の時よりも、金利上昇圧力は更に高まっており、日銀の金利コントロールを益々難しくさせているとみている。本稿では、海外からの金利上昇圧力が高まっていくことで、日銀は現在「0%程度」に置いている10年国債金利の誘導水準を、2018年4～6月期頃に「0.1%程度」に引き上げざるを得ない状況に置かれるとみているが、海外中銀の動向次第では引き上げの時期や上げ幅の拡大ペースが早まる可能性はある。但し、緩やかではあるが景気回復が続き、物価も着実に上昇を続ける現在の経済状況に鑑みるに、長期金利の上昇が小幅であれば、景気に対しては中立的になるため、日銀の受動的な政策変更が日本経済に大きなインパクトを与えるとはみていない。

6. まとめとリスク

今回の実質GDPは、個人消費が特殊要因で下降れたことを除き、日本経済は堅調な回復が続いていると評価出来る。マイナスに落ち込んだ個人消費であるが、消費者のマインドは弱くなっていないため、堅調な所得・雇用環境が続くことで、10～12月期にはプラスに持ち直す可能性が高く、外需と内需がバランス良く景気回復を支える姿へ戻るとみられる(図表15)。先行きをみても、国内には日本経済にとってマイナスとなる材料が少なく、堅調な景気回復は続くと考えられ、2017年度の実質GDP成長率は+1.5%、2018年度は公共投資の経済効果が剥落し+1.1%と減速するも、いずれも1%を上回るペースで景気回復が続くと見込む。



好調な企業部門は世界経済の回復に拠っている部分が大きいため、先行きのリスクとして引き続き海外情勢に注意する必要がある。まず、アジアに目を向けると、足元では特に北朝鮮情勢の膠着状態長期化が挙げられる。また中国についても、過剰設備、過剰債務の解消を進めながらも、安定成長を維持するという難度の高い運営で、難しい舵取りが求められるため、新指導部の経済運営のスタンスも大きなリスク要因となる。

欧米でも、米国のトランプ政治の停滞により債務上限問題が先送りされることで、国内景気を下振れさせる可能性があり、英国とEUのBrexit交渉では、債務清算等の離脱協定や貿易・金融関係に影響する新枠組協定等の交渉が難航することが考えられる。このいずれも先行きが不透明な状況が長引くことで、グローバル金融市場の動揺を招き易くなり、世界経済の減速や円高によって景気回復を続ける日本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11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	531.1	1.5	537.0	1.1	0.9 1.5	0.5 1.4	0.6 1.1	0.6 1.2
民間最終消費	300.3	1.0	302.4	0.7	0.6 1.2	0.2 0.8	0.4 0.6	0.4 0.8
民間住宅投資	16.4	2.1	16.5	0.7	1.1 3.4	-0.1 0.8	0.5 0.6	0.5 0.7
民間設備投資	83.3	2.2	84.8	1.7	0.8 2.9	0.8 1.7	1.0 1.7	0.8 1.8
民間在庫品増加(実額)	-0.1	寄与度 -0.1	0.2	寄与度 0.1	-0.5	0.3	0.3	0.3
政府最終消費	106.5	0.7	107.7	1.1	0.5 0.7	0.2 0.8	0.6 0.8	0.8 1.4
公的固定資本形成	25.4	2.7	25.6	0.9	4.5 2.0	-0.7 3.2	0.8 0.7	0.8 1.0
財貨・サービス輸出	89.7	5.0	92.3	3.0	1.5 6.6	1.8 3.5	1.4 3.1	1.4 2.9
財貨・サービス輸入	90.7	2.5	92.6	2.1	1.3 3.2	0.5 1.8	1.3 1.8	1.1 2.4
内需寄与度	1.0	内需 0.8	0.9	内需 0.7				
外需寄与度	0.4	公需 0.3	0.2	公需 0.3				
<名目>								
国内総支出	547.8	1.8	558.3	1.9	0.9 1.4	1.3 2.3	0.5 1.9	1.4 2.0
GDPデフレーター	103.1	0.4	104.0	0.8	-0.2	0.9	0.8	0.8
企業物価 * (10年=100)	98.5	1.8	99.6	1.1	2.3	1.4	1.1	1.2
輸出物価 * (10年=100)	95.5	4.6	97.2	1.8	6.5	2.8	1.9	1.7
輸入物価 * (10年=100)	93.5	9.5	96.4	3.1	12.1	7.1	2.8	3.5
消費者物価 * (15年=100)	100.4	0.7	101.2	0.8	0.5	0.8	0.8	0.8
鉱工業生産 * (10年=100)	102.8	4.3	104.3	1.4	5.0	3.7	1.9	1.0
失業率 (%)	2.8	-0.1	2.7	0.0	2.8	2.7	2.7	2.6
雇用者数 * (万人)	5,842	1.2	5,913	1.2	1.4	1.4	1.2	1.2
1人当雇用者報酬伸び率 (%)	0.5	—	0.7	—	0.4	0.6	0.7	0.7
新設住宅着工戸数 (万戸)	97.8	0.4	97.7	-0.1	97.9	97.9	96.4	99.1
貿易収支 (10億円)	7,368	—	10,716	—	2,456	4,912	4,990	5,727
輸出 * (10億円)	77,883	10.2	82,828	6.3	11.6	8.9	8.1	4.7
輸入 * (10億円)	70,515	8.6	72,112	2.3	14.4	3.6	1.4	3.1
第一次所得収支 (10億円)	19,074	—	20,242	—	9,224	9,851	9,881	10,362
経常収支 (10億円)	23,911	—	29,441	—	10,229	13,682	14,115	15,326
マネーサプライ * (M2, 兆円)	982.1	3.8	1016.4	3.5	4.0	3.6	3.5	3.5
ドル/円レート (円、期中平均)	112.1	—	114.1	—	111.0	113.1	113.8	114.4
輸入原油価格 (ドル/バレル)	52.0	—	56.5	—	51.5	52.6	55.5	57.5
米国実質GDP (10億ドル)	17,089	2.2	17,500	2.4	1.8	2.9	2.3	2.2

(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	-0.06	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.04	0.05	0.07	0.08	0.12	0.15	0.15	0.15
ドル/円レート	111.1	111.0	112.9	113.4	113.7	114.0	114.3	114.6

(期間平均値)

※ 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。



米国商業用不動産市場と 実体経済のリンケージ

<要旨>

米国の商業用不動産市場は、実需面から見れば、短期的には新規供給の増加等により市況が弱含む局面も想定されるものの、良好な実体経済を背景に、中長期的にはこれまでの上昇トレンドを維持することが期待される。

その一方で、米国・連邦準備制度理事会による歴史的な低金利政策の正常化が見込まれる中、何らかの事象を契機に長期金利が大幅に急上昇し、良好な実需にも関わらず商業用不動産市場が調整局面入りする事態もないとは言えない。

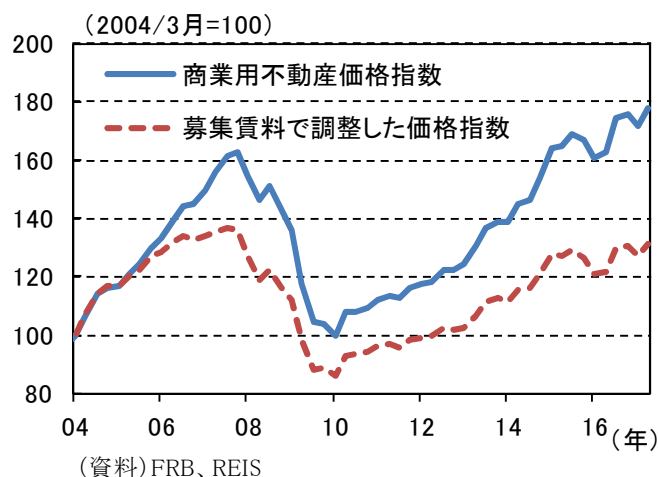
米国の歴史を振り返れば、金融環境の変化による不動産市場の変調が銀行を經由して経済危機に発展するという事象は、1980年代のS&L危機、2000年代のリーマン・ショック等、度々観察されている。大手行や中堅規模の銀行が、足元で商業用不動産向け貸出を増加させていることもあり、こうした動向にも注意する必要がある。

1. 商業用不動産市場の動向

イエレン議長等による市場とのコミュニケーションが奏功していることもあり、現在のところ、連邦準備制度理事会（FRB）による利上げは大きな混乱を引き起こしてはいない。ただし、今年には既に2回の利上げが実施されたことに加え、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げも確実視されており、また、FOMCメンバーの見通しでは2018年も計3回の利上げが見込まれている。

米国の商業用不動産については、地域別に仔細にみると価格上昇ペースに鈍化傾向がみられるところもあるものの、全般的には上昇トレンドを維持している（図表1）。価格水準については、

図表1 商業用不動産価格指数



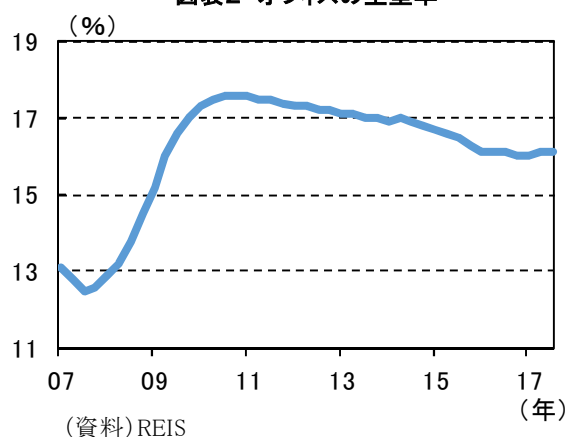
賃料で調整した指数¹で見れば、ほぼリーマン・ショック時と同水準であり、現在の価格水準が過大なものとは言えないが、今後、FRBによる追加利上げのペースが加速すれば、商業用不動産市場もある程度の調整を余儀なくされるとの見方をする向きは少なくない。

そこで、本稿では、商業用不動産市場の足元の状況を確認するとともに、商業用不動産価格が下落するような事態が発生した場合の、米国経済への影響について検討する。

2. 商業用不動産の足元の状況と見通し

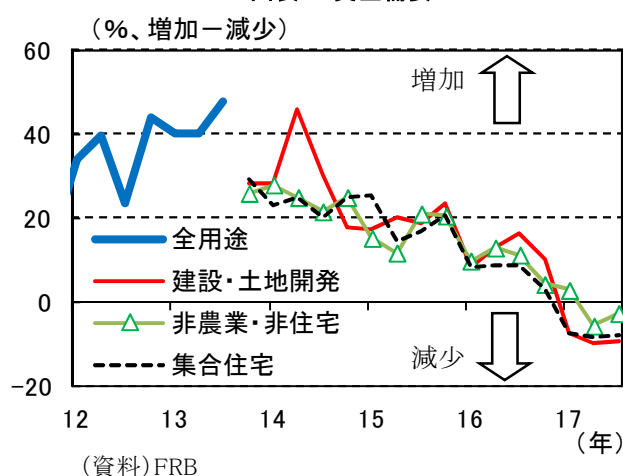
足元の商業用不動産市場を見ると、2016年後半以降、オフィスの新規供給が需要を上回って推移している。また、2011年頃から一貫して低下傾向にあった空室率も、足元で下げ止まりの兆しが見られる(図表2)。実際、地域によっては、新規供給に伴う需給の緩みにより、オフィス賃料等の上昇ペースが鈍化するところも見られている。

図表2 オフィスの空室率



FRBが四半期毎に実施している「シニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ」での商業用不動産向け貸出の貸出基準及び資金需要の推移を見ても、資金需要には以前ほどの力強さが見られなくなっている(図表3)。

図表3 資金需要



¹ 「商業用不動産価格指数」を実質化するために調整したもの。物価指数の構成項目には賃料が含まれているため、ここでは実質化するための指数として「オフィス賃料」を用いた。

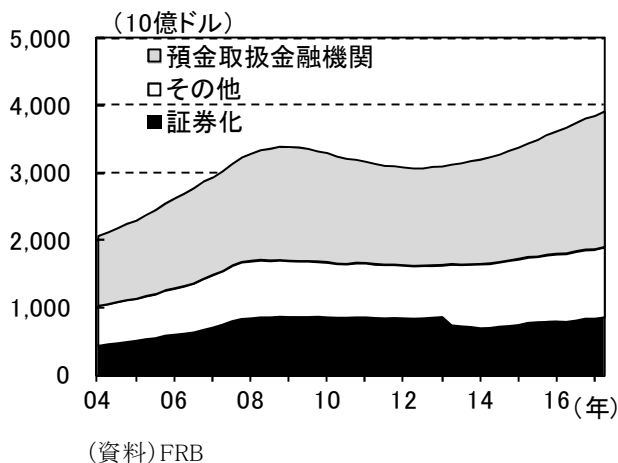
ただし、先行きを見通すと、米国経済は2四半期連続で3%を超える経済成長を遂げており、雇用市場は堅調で人口も増加し続けている。足元の商業用不動産価格がリーマン・ショック時を上回る高値圏にあることから、金利上昇等が引き金となり調整局面入りすることを警戒する向きもあるが、金利上昇が物価上昇(オフィス賃料上昇)に見合うものであれば、中長期的にはオフィス需要等も相応に増加し、商業用不動産価格も以前の上昇トレンドに回帰するものと期待される。

3. 不動産市況の悪化が銀行に与える影響

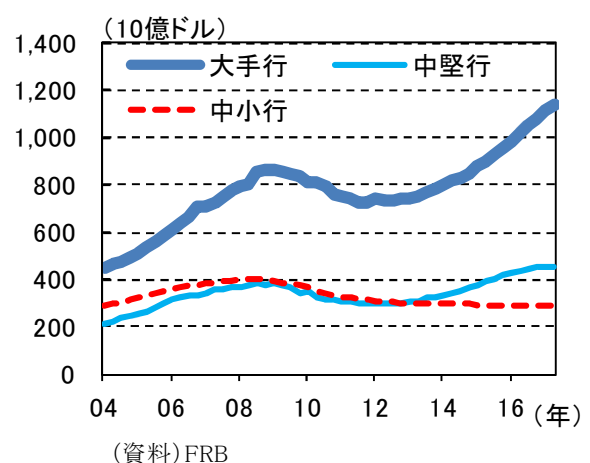
リーマン・ショック時には、商業用不動産市場に大きな調整が生じた結果、銀行のバランス・シートが毀損し、貸出も減少した。特に、中堅以下の規模の銀行からの融資に頼らざるを得ない中小企業にとっては、このことは非常に深刻な問題であり、実体経済の収縮を招くこととなった。

商業用不動産向け貸出の増加については、リーマン・ショック以後も、銀行等の預金取扱金融機関による貸出増加が最も大きく寄与している(図表4)。仔細にみると、大手行に加え、中堅行も貸出を増加させている(図表5)。

図表4 商業用不動産向け貸出の貸出割合



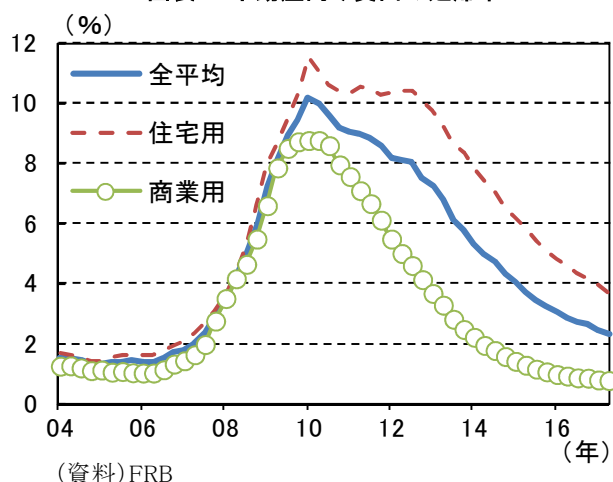
図表5 商業用不動産向け貸出(商業銀行)



足元の商業用不動産向け貸出の延滞率や不良債権比率は現状では低いものの、こうした指標が低水準であることは、歴史的な低金利政策に支えられている要因もあるので、今後の金利上昇次第では様相が大きく変化する可能性がある。このことは、ストレス事象の発生、例えば、米国の長期金利が物価水準(オフィス賃料等)の推移から大きく乖離するほど上昇し商業用不動産価格が調整局面入りした場合、銀行のバランス・シートを相応に毀損させる可能性があることを示唆する。前述のように、大手行・中堅行が商業用不動産向け貸出を増加させる中、銀行貸出の減少を通じたルートで米国経済が悪化するメカニズムは残っていることを意味する(次頁図表6、7)。

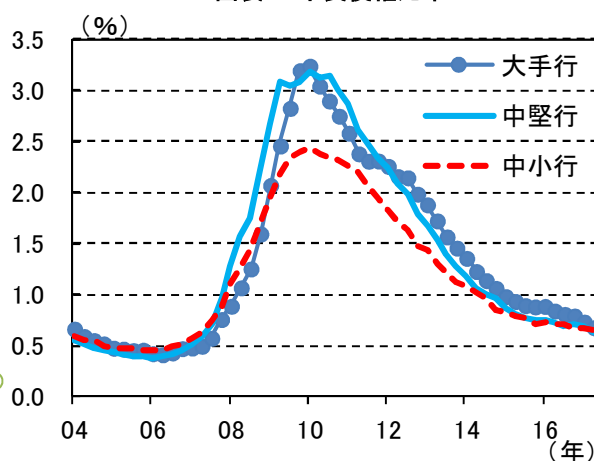
また、図表4で示されている預金取扱金融機関以外の貸出主体を見ても、「証券化」、「その他(生命保険等)」の残高は、引続き、一定の割合を占めている。こうした状況からも、実需面で特段の問題がなくとも、海外資金を含めて銀行貸出以外の資金が商業用不動産市場から一斉に逃避し、「売りが売りを呼ぶ」という事象が突発的に発生する可能性を依然内包していることも指摘できる。

図表6 不動産向け貸出の延滞率



(資料)FRB

図表7 不良債権比率



(資料)FDIC

(注)「大手行」は資産規模 100 億ドル以上、「中堅行」は資産規模 100 億ドル未満 10 億以上、「中小行」は資産規模 10 億ドル未満、の商業銀行。

4. まとめ

一昨年、昨年と年1回のペースに過ぎなかった利上げも、2017 は計3回実施されることが確実視されていることに加え、2018 年も3回の利上げが見込まれるなど、FRB が金利の正常化を推し進めている。実体経済の動向や金融市場へのインパクトを無視してまで、FRB が利上げペースを加速させるとは想定しにくい。FRB のバランス・シート縮小開始やトランプ政権下の税制改革がもたらす財政赤字の拡大等、これまでよりも長期金利に上昇圧力が生じ易い状況が生まれていることも確かである。

米国の商業用不動産市場は、短期的には弱含む局面がみられる可能性はあるものの、実体経済の良好なファンダメンタルズに支えられ、FRB が推し進める緩やかな利上げの下で、中長期的にはこれまでの上昇トレンドに沿って推移することが期待される。ただし、金融市場の地合が軟化中、何らかの事象をきっかけに長期金利の大幅な上昇が生じ、商業用不動産市場が調整する可能性も排除できない。勿論、仮に、商業用不動産市場が調整する場合であっても、資本規制の導入等もあり銀行には一定の耐性が備わっていることから、リーマン・ショックが当時の様相のまま再発するとは考えにくい。とはいえ、これまでも銀行を経由した経済危機が度々発生した経緯もあり、そうしたルートにも、引き続き目を配る必要がある。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@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。