

2018. 4 No.72

三井住友信託銀行

調査月報



時論

仮想通貨論議に見る通貨と市場経済の本質..... 1

経済の動き

米金利上昇への耐性を強めた東南アジア通貨..... 3

女性、高齢者の雇用・所得環境の日欧比較..... 10

国内主要都市 オフィス市場の展望～需給バランスの鍵は供給動向～..... 15

時 論

仮想通貨論議に見る通貨と市場経済の本質

少々旧聞に属するが、1 月 26 日未明に仮想通貨交換業者コインチェックから 580 億円相当の仮想通貨 NEM(ネム)が外部に不正流出する事件が発生した。これを機に、仮想通貨に関する様々な議論が沸き起こっている。

大勢の見方としては、仮想通貨の技術的インフラであるブロックチェーンの将来性は疑いないとしても、法的強制力がなく、中央銀行や貴金属等による価値の裏付けもなく、それ自体の価格が大きく乱高下し、仮想通貨交換業者の経営管理にも少なからぬ疑念が残るとあっては、仮想通貨は、①一般的交換手段、②価値の尺度、③価値の保蔵手段という通貨の三大機能を満たせず、過度な期待は禁物—といったところに収斂しているようである。

こうした仮想通貨そのものにフォーカスした議論とともに、「そもそも通貨と何か」という根本的な疑問に思い至った方も少なくなかったようで、このテーマを探究した名著「貨幣論(岩井克人著)」が注目され、岩井氏も多くのメディアに登場され、自説・見解を開陳された。

我々が通貨として使用している紙幣は、単に〇〇円と印刷された一片の紙切れに過ぎず、それ自体の使用価値はほとんどない。このようなものが、なぜ〇〇円という額面通りの価値があると信じられ、モノの価値尺度として使用され、人々はこれを保蔵し、何か買いたいときはこれを相手に渡し、渡された相手はこれを何の疑いもなく受け入れるのだろうか。

この点を解明することが、回り道ながらも仮想通貨なるものの行く末を考える際には、有用な視点を提供してくれるのではないか。

岩井氏のような知の巨人による「通貨とは何か」という深い洞察に、筆者の理解が及ぶのかどうか怪しいところであるが、筆者なりにまとめると、①「何か特定のモノ」が通貨として使われ、価値の尺度となるのは、「何か特定のモノ」がすべてのモノとの交換可能性を有し、同時にすべてのモノは「何か特定のモノ」との交換可能性を有しているためである、②「何か特定のモノ」とすべてのモノとが相互に交換可能性を有しているのは、手に入れたモノの等価交換として「何か特定のモノ」を相手に渡しても、相手はそれを受け取ってくれることが期待できるためである、③相手が「何か特定のモノ」を受け取ってくれるのは、相手が手に入れたモノの等価交換としてそれを「相手の相手」に渡しても、「相手の相手」は受け取ってくれることが期待できるためである、④その「相手の相手」が「何か特定のモノ」を受け取ってくれるのは、「相手の相手の相手」が…(キリがないので以下省略)、⑤このような「期待の連鎖」によって、「何か特定のモノ」は通貨となって流通するという現実が生まれる、⑥「期待の連鎖」が持続するのは、「何か特定のモノ」が通貨として日々、流通するという現実があるためである(=「期待の連鎖の自己循環」が成立しているためである)、⑦よって通貨として使われる「何か特定のモノ」は、ある程度耐久性があり、偽造が困難であり、持ち運びができるものであれば、貝殻でも金属片でも電子情報でも何でも良い—というのがエッセンスである。

すなわち、通貨の成立と存続のためには、通貨自体が金・銀のような素材としての価値を持つことも、国家によって価値を保証してもらうことも、法令によって強制通用力を付与されることも必要なく、「通貨は人々が通貨として使用されれば通貨となる」ということになる。

以上の岩井理論に拠って立つと、ブロックチェーンという技術によって偽造される懸念は極めて低く、ネット上で容易に受け渡しができ、紙幣のような磨耗もない仮想通貨は、政府が「仮想通貨は円やドルなどの法定通貨ではなく、その価値が保証されているものではない(金融庁 HP)」と決め付けようが、黒田日銀総裁から「仮想通貨は仮想通貨と言え変えるべき」と言われようが、人々が通貨として重宝し、使用する人が増え、実際に通貨として日々流通するようになれば(=「期待の連鎖の自己循環」が起これば)、通貨の三大機能を満たすようになり、円と並ぶ一人前の通貨となる可能性が理屈上はあることになる。

ただ現実には、預けていたものが一夜にして不正アクセスによって消失したり、1つの仮想通貨が運営方法を巡る交換業者間の意見対立から2つに分裂したり、そうしたことが起こらないように管理する公共的機関が存在しなかったり、交換可能性ではなく専らそれ自体の値上がりにより大きな価値を見出されるようでは、現在の仮想通貨は「人々が通貨として使用するがゆえに通貨となる」という「期待の連鎖の自己循環」を具備する可能性は今のところ低く、通貨にはなりえないと見るべきだろう。

この「期待の連鎖の自己循環」は、通貨を通貨たらしめるだけでなく、通常の金融の世界の至るところで発生している。

財政事情が先進国中最悪である日本の国債金利が、先進国中最低であり続けているのは、「自分以外の市場参加者は国債金利の上昇は当面はないと考えて行動するだろう」と期待して行動し、その期待と行動は自分以外の市場参加者に連鎖し、それによって国債金利は上昇しないという現実が生まれ、その現実が期待を再生産し、それが現実を持続させ…という具合に、「国債金利が上がらないのは、国債金利が上がるからである」という「期待の連鎖の自己循環」の側面が強いことは明らかであろう。

米国FRBが利上げ局面に入っても、新興国市場では2013年のバーナンキ・ショックのような動揺が見られないのも、「新興国から資金が流出していないのは、新興国から資金が流出していないためである」という「期待と連鎖の自己循環」が作用しているためかもしれない。

当然のことながら、何らかのきっかけで期待が変化すれば「期待の連鎖の自己循環」の帰結も大きく変わることになる。金融市場や資産市場であれば、バブルの生成と崩壊、マネーの巻き戻しによる信用収縮かもしれないし、通貨であれば「通貨ではなくなるがゆえに通貨でなくなる」ことにより、自国内で自国通貨ではなく外国通貨(ドルなど)が流通したり、極端な場合は通貨からの逃避＝ハイパーインフレを招くことになる。

このように、空気のように当たり前かつ必須の存在である通貨からして、「期待の連鎖の自己循環」という目に見えない漠としたものによって支えられて通貨になっているに過ぎず、その通貨を基盤とする経済金融活動も「期待の連鎖と自己循環」から不離のものであるとは、我々が身を置く市場経済は何と危うく、心許なく、本来的に不安定なものなのであろうか。

仮想通貨を巡る議論は、通貨ひいては市場経済の本質を改めて考え直す機会を我々に与えてくれたように思う。

【参考文献】岩井克人(1998)『貨幣論』ちくま学芸文庫

(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。

米金利上昇への耐性を強めた東南アジア通貨

～グローバル経済金融レビュー 2018 年春～

＜要旨＞

2018 年初以降、米国の長期金利が上昇しているが、東南アジア主要国通貨の反応は、2013 年に発生した市場の混乱「テーパー・タントラム」の際とは異なり、これまでのところ限定的である。金利上昇ペースが緩慢であり、またこの基調が当面続くものと期待されていることのほか、東南アジア経済をめぐる楽観、輸入インフレへの耐性向上、国際収支の改善、信用力の向上がその背景として挙げられる。

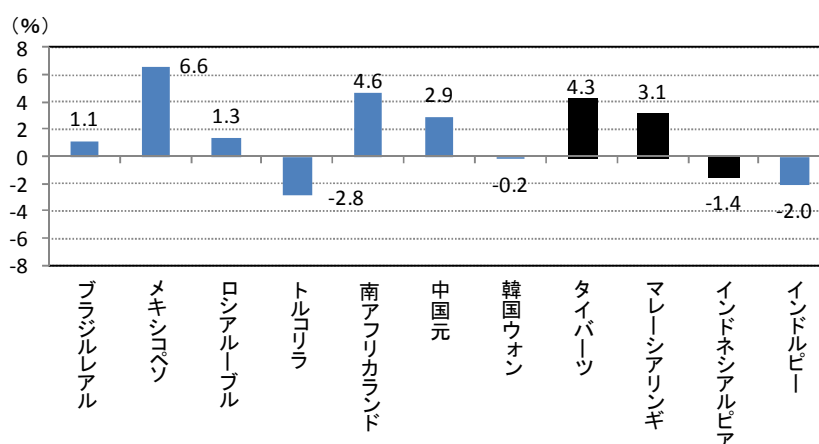
今後の利上げについて、FRB は市場に十分織り込ませながら引き続き緩やかに実施していくものとみられ、短中期的なスパンでみると、テーパー・タントラムの再来は、メインシナリオではなくリスクシナリオである。また、そうしたリスクシナリオが現実化した場合であっても、東南アジア主要国に対するネガティブな影響はさほど大きくならないとみる。

1. 米金利上昇と新興国通貨

米国の 10 年国債利回りは、2017 年 9 月上旬の 2.0% 近辺を底として上昇に転じると、2018 年初以降、2 月後半にかけて上昇ペースが加速し、2018 年 3 月 21 日現在、2.9% 近辺で推移している。年初以降における金利上昇の主な契機としては、一般教書演説におけるトランプ大統領の 1.5 兆ドル規模のインフラ投資の呼びかけ（2018 年 1 月 30 日）、1 月雇用統計における平均時給の高い伸びが引き起こしたインフレ懸念台頭（2 月 2 日）が挙げられる。

米国の長期金利上昇は、米国株の乱高下を引き起こすと同時に、米国外の株式相場にも動揺を与えている。だが、懸念された新興国為替市場への「伝染」はこれまでのところ限定的である。

図表1 主要新興国通貨の年初来対ドル為替相場騰落率（～2018 年 3 月 21 日）



（資料） CEIC、ロイター

前頁図表1は2018年年初来の主要新興国通貨の対ドル為替相場の騰落率(3月21日まで)を示したものである。いずれも変化幅は比較的小さく、最も売られたトルコ・リラでさえ3%弱の下落にとどまる。3月21日には米連邦準備理事会(FRB)が3か月ぶりの利上げを決定しているが、織り込み済みだったこともあり新興国市場の反応は小さかった。

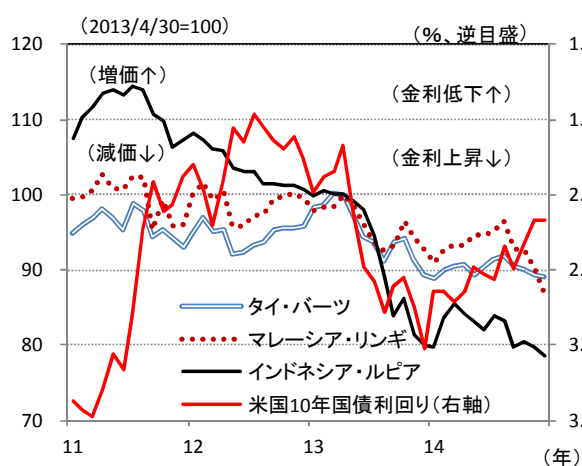
2013年の「テーパー・タントラム」時には揃って下落した東南アジア主要国(本稿では、特に断らない限り、タイ、マレーシア、インドネシアを指す)の通貨に関していえば、タイ・バーツとマレーシア・リンギは上昇、インドネシア・ルピアは下落しているとはいえ小幅にとどまっている。

本稿では、かつてアジア通貨危機によって暴落し、また近年はテーパー・タントラムに際し減価した東南アジア主要国通貨における米金利上昇に対する耐性向上について検証した。

2. テーパー・タントラムを振り返る

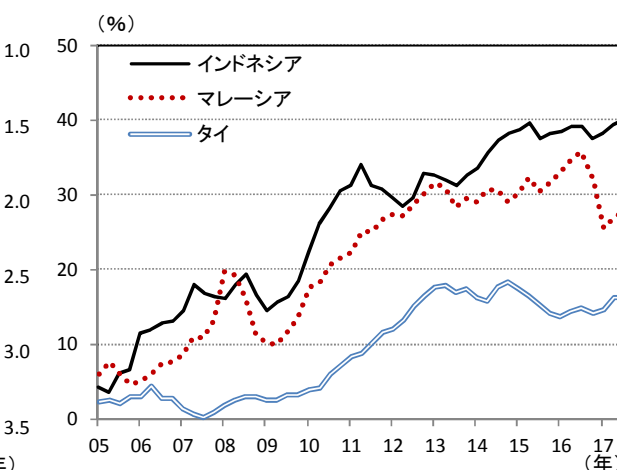
テーパー・タントラムとは、2013年5月22日、バーナンキ元FRB議長が議会証言の中で「近い将来における資産の買い入れ縮小の可能性」に言及したことを起点に、当時2%を割る水準にとどまっていた米国の10年国債利回りが同年末にかけて3%近辺まで上昇し、金融市場、特に新興国の為替市場に与えたショックを指す。当時、新興国通貨の中で最も売られたのは、インドネシア・ルピア、インド・ルピー、ブラジル・レアル、トルコ・リラ、南アフリカ・ランドからなる「フラジャイル5」(脆弱な5通貨)のなかでもインドネシア・ルピアであり、インドネシア中銀は通貨防衛のための利上げを余儀なくされた。他のフラジャイル5通貨国と同様、インドネシアが経常収支赤字国だったことがグローバル・マネーの狙い撃ちにあった理由である。もっとも、図表2が示すとおり、テーパー・タントラムに際しては、米国の長期金利が急上昇する中、フラジャイル5の域外にあったタイ・バーツやマレーシア・リンギも、バーナンキ発言からの3か月間で1割弱下落している。

図表2 東南アジア主要国の対ドル為替と
米国10年国債利回り(2012~14年、月次)



(資料) CEIC

図表3 自国通貨建て政府債残高に占める
外国人投資家保有比率



(資料) ADB, AsianBondsOnline

東南アジア主要国通貨が米金利の動向に左右されやすくなっていたことの理由の一つとしては、2010年代以降、自国通貨建て政府債市場において外国人投資家の参入が拡大していったことがしばしば指摘される。

前頁図表3は、東南アジア主要国における自国通貨建て政府債残高に占める外国人投資家の保有比率の推移を示したものである。2008 年末時点における自国通貨建て政府債残高に占める外国人保有比率は、タイで3%、マレーシアで 11%、インドネシアで 17%に過ぎなかったが、2012 年末には、タイが 16%、マレーシアが 30%、インドネシアが 33%とそれぞれ大幅に上昇している。外国人投資家比率の上昇は、これらの国の自国通貨建て政府債が外国人投資家にとって魅力あるアセットクラスへと発展していったことの表れである反面、政府債市場や為替市場におけるグローバル・マネーの影響力を強めたことを意味する。

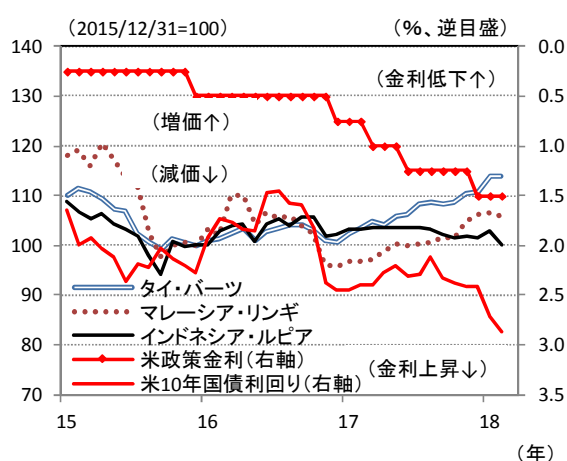
この比率は、直近 2017 年 9 月末時点で見ると、タイが 16%、マレーシアが 28%、インドネシアが 40%となっており、2012 年末時点と比較すると、タイとマレーシアでは横這い、インドネシアでは 7%ポイント上昇している。

3. テーパー・タントラム 2.0 が起きていない理由

グローバル・マネーの重要性が高まる中、東南アジア主要国を含む新興国の通貨をめぐっては、米国の利上げ再開がもたらすテーパー・タントラムの再来¹、すなわち「テーパー・タントラム 2.0」に対する懸念が 2015 年頃からくすぶり続けてきた。

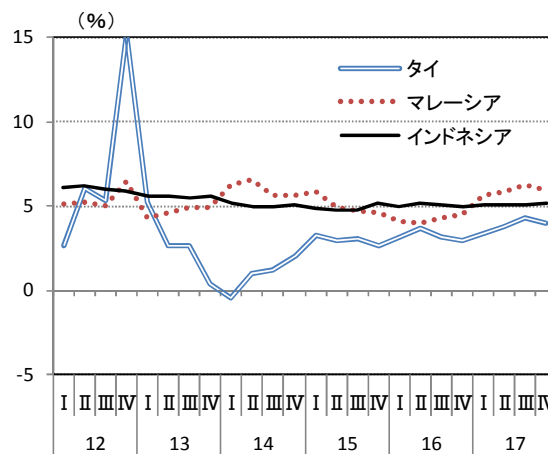
だが図表4が示すとおり、2015 年 12 月の米連邦準備理事会 (FRB) の利上げ再開、また以降の段階的利上げに対しても、東南アジア主要国通貨は特段反応を示してこなかった。また冒頭に述べたとおり、2018 年初以降の米国長期金利上昇に際しても、東南アジア主要国通貨の対ドル相場は反応薄であり、インドネシア・ルピアは小幅に売られたにとどまり、タイ・バーツとマレーシア・リンギについてはむしろ増価基調にある。

図表4 東南アジア主要国の対ドル為替相場
米国 10 年国債利回り・政策金利 (2015～、月次)



(資料) CEIC

図表5 実質 GDP 成長率
(前年同期比)



(資料) CEIC

2018 年初以降の米国長期金利上昇にもかかわらず、懸念されたテーパー・タントラム 2.0 はこれまでのところ杞憂に終わっており、東南アジアの主要通貨についていえば、上述のとおり反応薄で

¹ たとえば、ブルームバーグ電子版 2015 年 3 月 17 日付「「テーパー・タントラム」の再来、IMF 専務理事が警告」参照。

ある。その要因としては、主に以下が考えられる。

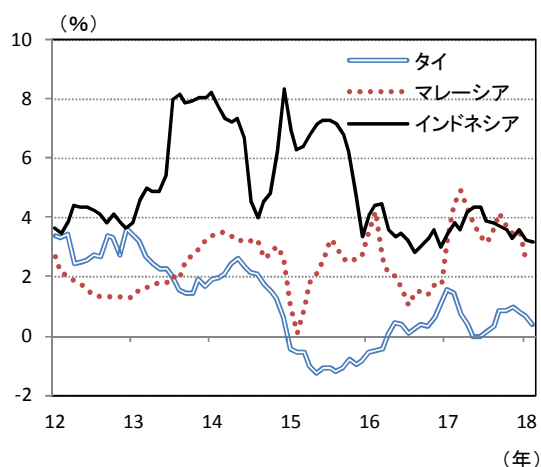
第一に、米国長期金利の上昇ペースは2013年のテーパー・タントラム時に比べ緩慢であり、そうした中、先行きの金利上昇ペースをめぐっては「緩やかな上昇」が市場のコンセンサスとなっていること。2013年における長期金利の急上昇は、量的緩和縮小や利上げ再開の時期が不透明な中で、市場の過剰反応によって引き起こされたものといえるが、今回、市場は段階的な利上げを経験済みであり、そのことが長期金利の動きを比較的落ち着いたものにしてしているとみられる。

第二に、熱すぎず冷たすぎない「適温経済」(ゴルディロックス)が当面続くというシナリオが世界的に支配的な中、東南アジア景気の先行きにも楽観が広がっていること。前頁図表5が示すとおり、東南アジア主要国の2017年通年の実質GDP成長率をみると、タイが前年比+3.9%、マレーシアが同+5.9%、インドネシアが同+5.1%と堅調であるものの、2013年前後に比べ高いというわけではない。より重要なことは、先行きに対する楽観が当時に比べ強いということである。

たとえば、IMFは2018年1月に「世界経済見通し」(WEO)の「改訂見通し」を公表しているが、そのタイトルは「Brighter Prospects, Optimistic Markets, Challenges Ahead」(邦訳版は「さらに明るい見通し、楽観的な市場、待ち受ける課題」)であった。その中で、2018年の世界のGDP成長率見通しについて、IMFは前回2017年10月の3.7%から3.9%へと0.2%ポイント上方修正し、ASEAN主要5カ国についても、同様に5.2%から5.3%へと0.1%ポイント上方修正している。これはテーパー・タントラムを迎えた2013年の状況とは対照的で、欧州債務危機の余韻が残る中、当時のIMFは経済見通しを相次いで下方修正していた²。象徴的なことであるが、テーパー・タントラム発生直後の2013年7月に公表されたWEO「改訂見通し」のタイトルは「Growing Pains」(邦訳版は「産みの苦しみ」)と、悲観的なものだった。

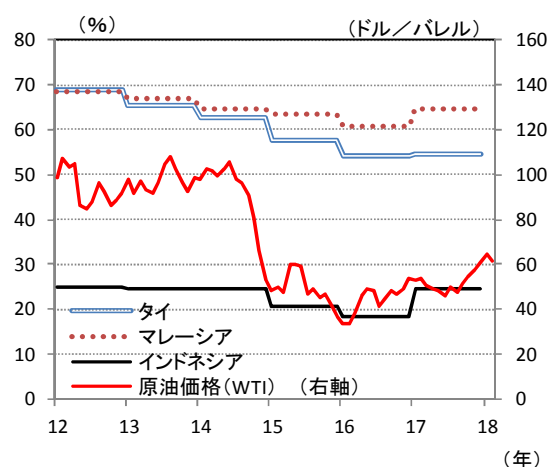
以上の2点は東南アジア主要国のみならず新興国全般にも概ね共通する要因といえるが、そうした共通要因に加え、東南アジア主要国を国毎にみると、以下のような個別要因も通貨の安定をもたらしている。

図表6 CPI前年同月比上昇率



(資料) CEIC

図表7 輸入対GDP比と原油価格



(資料) CEIC

² 具体的にみると、IMFは2013年1月のWEO改訂版において、同年の世界経済について前回WEOから0.1%ポイント下方修正し、続く2013年4月のWEOではさらに0.2%ポイントの下方修正をした。また2013年7月の経済見通し改訂版では、中国の2014年の成長見通しを前回2013年4月の8.3%から7.7%へと0.6%ポイントも引き下げている。

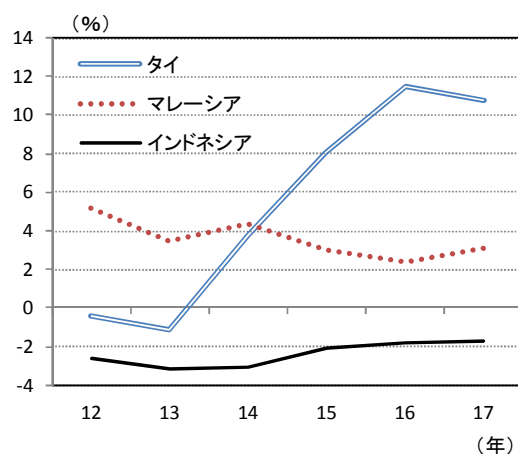
第一に、低インフレの継続により金融政策の柔軟性が向上し、通貨の信認が強まったこと。これは特にタイについてあてはまる。

前頁図表6は東南アジア主要国のCPI前年同月比上昇率の推移をみたものだが、タイでは2014年9月以降、一貫して2%を下回っている。その理由の一つとして考えられるのは、原油価格の下落がもたらした輸入依存度の低下、これに伴う輸入インフレに対する耐性向上である。前頁図表7が示すとおり、同国の輸入対GDP比は2012年の68.7%から2017年には54.6%に低下している。これは、原油価格が2014年後半、従前の1バレル100ドル前後から50ドル近辺まで一気に下落したことに伴い、燃料輸入額が急減したことに主に起因する。

第二に、国際収支が改善基調にあること。これは、油価下落等に伴う貿易収支の改善により経常収支が赤字から大幅な黒字に転じたタイのほか、テーパー・タントラムが直撃したインドネシアにあてはまる。

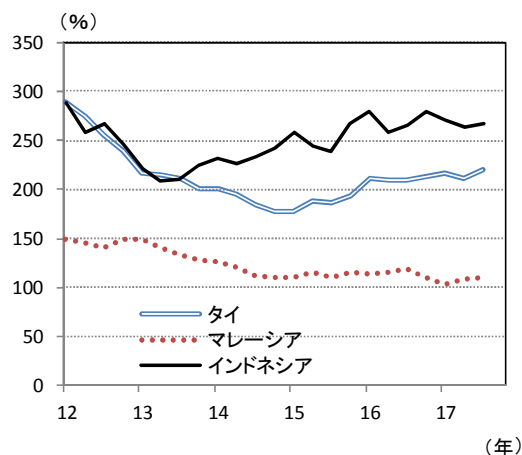
図表8が示すように、インドネシアの経常収支は、引き続き赤字ではあるものの改善基調にある。2013年と2017年の経常収支赤字の対GDP比を比較すると、輸入の減少が寄与し、3.2%から1.7%に大きく縮小している。

図表8 経常収支対GDP比



(資料) IMF、CEIC

図表9 外貨準備高(金を除く)対短期対外債務比率



(資料) CEIC

国際収支の改善に伴い、為替介入の原資となる外貨準備の蓄積も進んでいる。図表9が示すとおり、インドネシアの外貨準備高対短期対外債務比率はテーパー・タントラム直前である2013年3月末時点の222%から直近2017年9月末には267%へと上昇しており、通貨下落圧力に対する耐性はテーパー・タントラム当時に比べて増している。

第三に、これはインドネシアに固有の要因であるが、米格付け会社S&Pが、2017年5月、現実的な予算編成による財政赤字拡大リスクの低減を理由として、同国の格付けを従前の「BB+」から「BBB-」に引き上げたこと。この格上げによりインドネシア国債が三大格付け会社からそろって「投資適格級」のお墨付きを得たことも、ルピアの信認を高めた。

4. テーパー・タントラム 2.0 の潜在的要因と想定されるインパクト

これまでのところ「適温経済」が続くという暗黙の前提の下、米国の長期金利上昇は懸念されたテーパー・タントラム 2.0 をもたらしていない。では、仮に今後テーパー・タントラム 2.0 が起こるとすると、どのような経路がありうるであろうか。それには米国発と欧州発という二つの経路が想定される。

第一の、そしてより重要な経路は、想定外のペースでの米国の量的緩和縮小や利上げ、それに伴う長期金利の上昇である。米国における賃金や物価の上昇ペースが市場の期待に沿った形で緩やかなものである限り、金利の上昇ペースも引き続き穏健なものにとどまろう。しかし、逆にいえば、インフレが市場の思惑を上回るペースで進み、FRB が市場の予想を超えて利上げを加速していった場合—現時点ではメインシナリオではなく、リスクシナリオとみているが—、「低インフレ・低金利・景気拡大」という適温経済の基本条件³に疑念が広がり、市場参加者は「適温経済」の持続という前提の見直しを迫られることになる。それは、新興国資産を含め、低金利・低インフレ下で買い進まれてきた資産に対し、売り圧力を高めよう。

米国発でテーパー・タントラム 2.0 が発生した場合、東南アジア主要国通貨のうち、相対的に最も売られそうなのは、インドネシア・ルピアである。一方、タイ・バーツとマレーシア・リングへのインパクトは比較的軽微にとどまるものとみられる。

インドネシアは引き続き経常収支赤字国であり、自国通貨建て政府債市場における外国人投資家保有比率に関していえば、2013 年時点に比べてもさらに高まっている。もっとも、同国のファンダメンタルズや信用力は当時に比べ改善しており、これを勘案すると、テーパー・タントラム時並みの急落は、可能性としては低いとみる。

タイについては、目下大幅な経常収支黒字を計上している上、潤沢な外貨準備を備えている。バーツはたとえ売られるとしても限定的であろう。加えていうと、2017 年以降の顕著なバーツ高を勘案すれば、バーツ安が進んだとしても、タイ通貨当局は輸出競争力向上のための好機として通貨下落をあえて放置する可能性が高いと想定する。

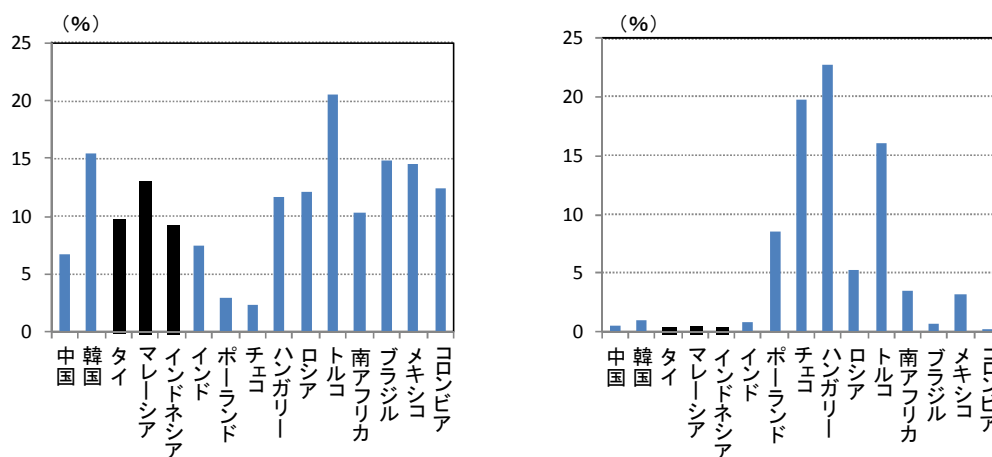
マレーシアは三か国中唯一 2013 年比で外貨準備を減らしており、前掲図表9が示すとおり、外貨準備の短期対外債務比率は 2013 年 3 月末の 150%から 2017 年 9 月末には 110%へと低下している。外貨準備の規模と水準からいえば、東南アジア主要国の中でマレーシアは最も介入余力に欠けているといえる。一方で、マレーシアはリング下落のたびに輸出競争力を高め、経済成長率を回復してきたという経緯がある。以上に鑑みると、テーパー・タントラム 2.0 が到来し、リングが売られたとしても、マレーシア当局は通貨防衛のための介入を行わない可能性が高いと考える。

テーパー・タントラム 2.0 をもたらしうる第二の経路は、欧州中央銀行 (ECB) による量的緩和縮小に伴う金利の急上昇である。ECB は 3 月 8 日の理事会において「必要に応じて債券買い入れ規模を拡大する」としてきたこれまでの方針を撤回し、量的緩和の解除に向け動き始めた。もっとも、ECB の量的緩和縮小のペースが FRB を超える可能性は低く、加えて国際金融市場におけるユーロの地位を勘案すると、ユーロ金利上昇が米金利上昇ほどの影響を域外の金融市場に与えることは考えにくい。次頁図表 10 は、2017 年 9 月末時点における新興国非金融部門のドル建ておよびユーロ建て債務残高の対 GDP 比をみたものである。ドル建て債務に関しては東南アジア主要国

³ 三井住友信託銀行調査月報 2018 年 3 月号「時論～適温経済の先行きをどう見るか」参照。

でも中南米同様、10%前後にのぼる一方、ユーロ建ては僅少である。たとえ欧州発のテーパー・タントラムが起こったとしても、影響は東中欧・トルコを含む欧州域内にほぼ限定され、とりわけ東南アジア主要国を含むアジアへの直接的影響は僅少であろう。

図表 10 非金融部門通貨別別債務残高の対 GDP 比(左:ドル建て、右:ユーロ建て)



(資料) Institute of International Finance (IIF)

5. まとめと見通し

2018年初以降の米国長期金利上昇にもかかわらず、これまでのところ懸念されたテーパー・タントラム 2.0 は発生しておらず、過去に新興国通貨下落の震源地となったことのある東南アジア主要国通貨の反応は限定的である。米長期金利の上昇ペースが比較的緩慢であり、この基調が当面続くことが期待されていることのほか、東南アジア経済をめぐる楽観、加えて各国個別の要因として、原油価格の安定推移等を背景とした輸入インフレへの耐性向上と国際収支の改善、格付けの引き上げがその背景として挙げられる。

今後の利上げについて、FRB は市場に十分織り込ませながら引き続き緩やかなペースで実施していくものとみられ、短中期のメインシナリオとしては、適温経済継続への期待が保たれる中、東南アジア主要国通貨は比較的安定的に推移するものと見込む。

したがって、短中期的なスパンでみると、テーパー・タントラム 2.0 の発生は、メインシナリオではなくリスクシナリオである。また、そうしたリスクシナリオが現実化したとしても、東南アジア主要国へのネガティブな影響は、為替面でも経済面でもテーパー・タントラム時ほどには大きくならないものと想定する。

(シンガポール分駐 村上 和也 : Murakami_Kazuya@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。

女性、高齢者の雇用・所得環境の日欧比較

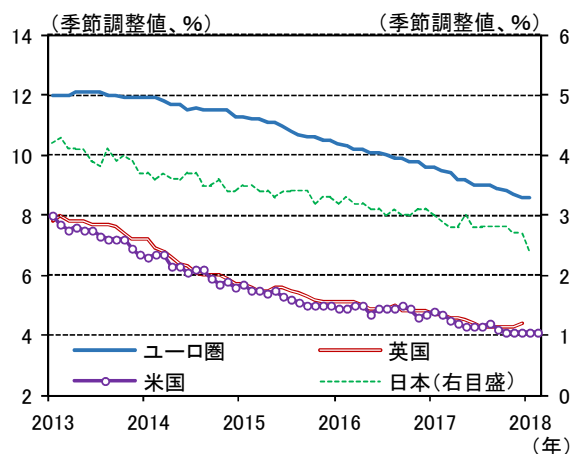
<要旨>

ここ数年にわたって、先進各国は長期的な経済成長を続け、雇用環境も改善しているが、日本の個人消費はプラスとマイナスを繰り返し不安定な動きをみせている。そこで本稿では、個人消費の動きの背景にある雇用・所得環境を、日本と同じく生産年齢人口がマイナスに転じているユーロ圏と比較した。日本とユーロ圏は高齢者・女性が雇用環境改善を牽引している点で共通しているが、これらの雇用者の所得環境の差が、個人消費の動きの違いにつながっている可能性が高い。この違いが、個人消費の増加をベースに安定成長を続けるユーロ圏と個人消費の改善が緩慢で不安定な成長を続ける日本の差となっている。日本が個人消費主導の安定した経済成長を持続するためには、高齢者や女性の雇用促進と併せて、所得環境の改善が必要不可欠であろう。

1. 経済回復を背景とした労働市場の改善

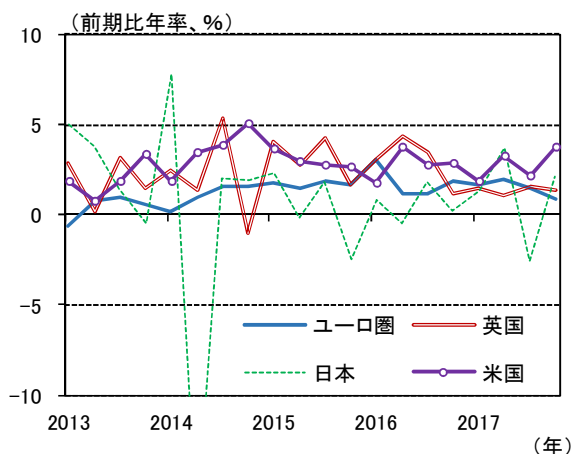
ここ数年にわたって、先進各国は長期的な経済成長を続け、失業率が低下することで雇用環境の改善が進んできた(図表1)。失業率が低下していく局面で、雇用者報酬の増加を通じて、個人消費の回復トレンドが定着するのが自然だが、日本の個人消費は他の先進国と比較して、プラスとマイナスを繰り返す不安定な動きをみせている(図表2)。

図表1 先進各国の失業率の推移



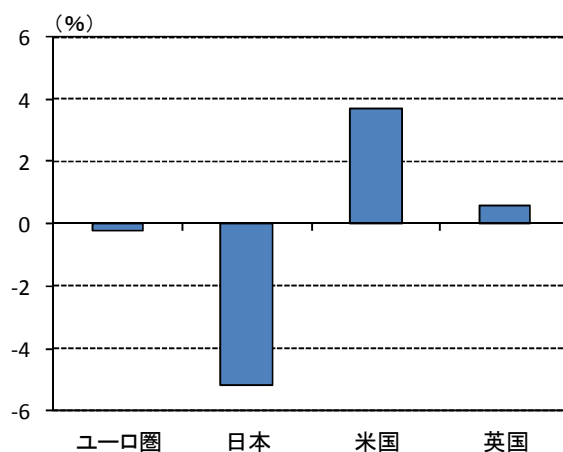
(資料)Eurostat、ONS、BLS、総務省『労働力調査』

図表2 個人消費の推移



(資料)Eurostat、ONS、BEA、内閣府『国民経済計算』

図表3 生産年齢人口の伸び率



(注)2010年から2015年にかけての伸び率。

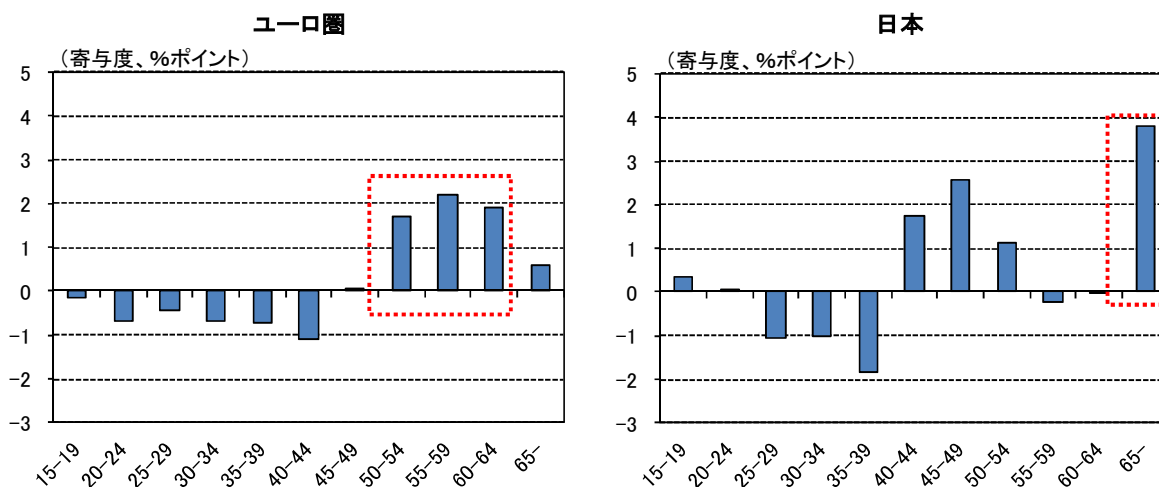
(資料)United Nations

この動きは、日本と同じく生産年齢人口の伸びがマイナスに転じ、人口要因による個人消費の押し上げが期待出来ないはずのユーロ圏ではみられない現象である(図表3)。本稿ではユーロ圏と日本の失業率低下の背景にある雇用・所得環境に焦点を当て、双方の個人消費の動きと経済回復の先行きについて考察する。

2. 高齢者と女性が牽引する雇用改善

ユーロ圏と日本の雇用環境の特徴をみると、共に高齢者と女性が雇用者増加を牽引しているという共通点がある。図表4はユーロ圏と日本の年齢階級別の雇用者の増加をみたもので、これによると、2010年以降、共に20代から40代前後の比較的若い層の雇用者が減少しているのに対して、ユーロ圏では50～64歳、日本では65歳以上の高齢雇用者が増加している。この背景には、先進国で進む高齢化に加えて、年金支給開始年齢の引き上げ等の社会保障制度改革で生じた高齢者の労働市場への滞留と復帰がある。

図表4 年齢階級別雇用者の寄与度分解



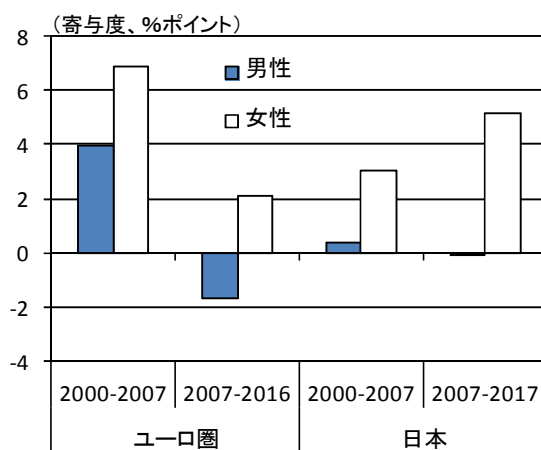
(注)ユーロ圏は2010年から2016年、日本は2010年から2017年にかけての、雇用者増の年齢階級別の寄与度。

(資料)Eurostat、総務省『労働力調査』

ユーロ圏主要国ではリーマン・ショック前後でこうした社会保障制度改革が行われ、公的年金は支給開始年齢が段階的に引き上げられている¹。日本においても男性は2025年度、女性は2030年度以降、老齢厚生年金の支給開始年齢が65歳になる予定である。年金支給開始年齢の引き上げで、高齢雇用者が退職後から年金受け取り開始までの期間の所得減少を避けるために、定年での退職や早期退職を回避し、労働市場に留まったことが、高齢雇用者増加につながったのである。

図表5はリーマン・ショック前後の雇用者増加に対する寄与度を男女別に分けて表したものである。これをみると、両期間ともに、女性の寄与度が男性を上回っており、ユーロ圏ではリーマン・ショック前、日本ではリーマン・ショック後の寄与度が高い。この背景にも、高齢雇用者の増加と同じく制度的な要因がある。多くのOECD諸国では、育児休業時の所得保障や、子育て支援に対する財政支出の対一人当たりGDP割合を増やし、女性の積極的な労働参加を促す政策をとっている²。ユーロ圏ではこうした公的な支援を日本より早い時期に導入しており、2000年以降の女性雇用者の増加につながった。また日本では、景気回復に伴う人手不足の深刻化に加えてアベノミクスにおいて、女性の社会進出の促進や子育て支援の拡充を成長戦略に位置付けたことで、企業側の女性採用姿勢を積極化させ、2013年以降の女性雇用者急増に影響を与えたとみられる。

図表5 雇用者の性別でみた寄与度



(資料)Eurostat、総務省『労働力調査』

3. 高齢・女性雇用者の間にあるユーロ圏と日本の所得格差

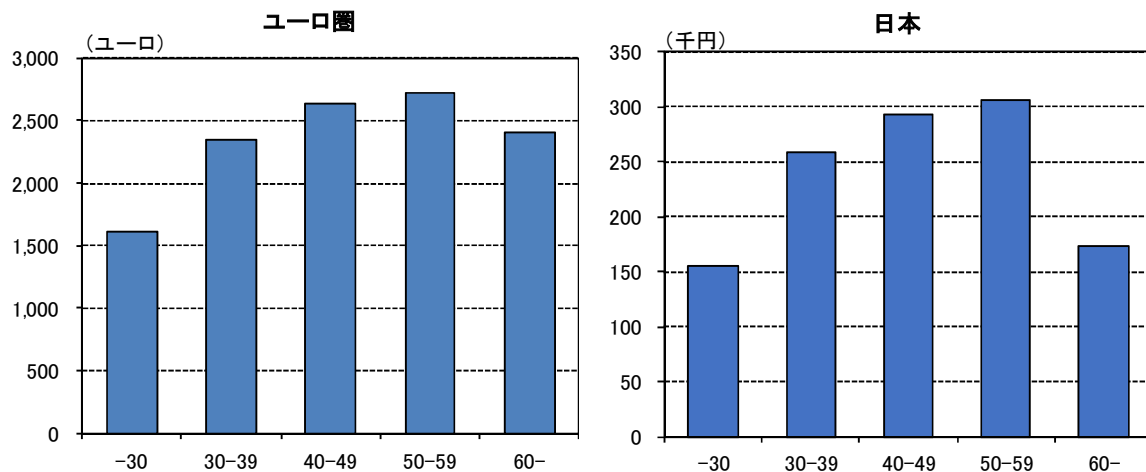
高齢者と女性が雇用環境の改善を牽引している点はユーロ圏と日本で共通しているが、これらの人々の所得水準の差が個人消費の動きの違いにつながっているとみている。

¹ ドイツでは2007年に、フランスでは2010年に年金の支給開始年齢の引き上げが決定されている。両国の年金制度の概要については、厚生労働省「海外の年金制度」(<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/shogaikoku.html>)を参照。

² 詳細については、Thévenon, O. (2013), “Drivers of Female Labour Force Participation in the OECD”, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 145, OECD Publishing, Paris. (<http://dx.doi.org/10.1787/5k46cvrgnms6-en>)を参照。

まず各年齢階級別の給与水準を比較すると、日本はユーロ圏と比較して、50～59歳時点から60歳以上にかけて下落幅が大きい(図表6)。ユーロ圏では年齢に関わらずある程度一定の給与水準で雇用が行われているのに対して、日本は60歳以上で所得水準の大幅低下を余儀なくされている姿が窺える。こうしたユーロ圏と日本の賃金カーブの違いが、高齢者層の所得差として現れ、個人消費の安定度の違いにつながっている可能性が高いとみている。

図表6 年齢階級別にみた一ヶ月当たりの平均給与水準

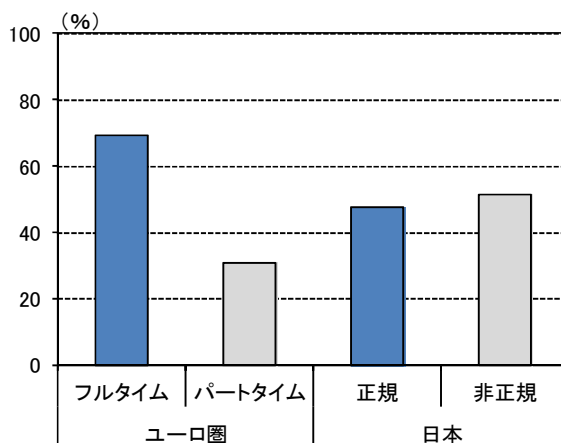


(注)ユーロ圏のデータは2014年、日本は2017年のものを使用。また日本は所定内給与と、「正社員・正職員」、「正社員・正職員以外」、「短時間労働者」の雇用形態別に、労働者数で加重平均した値を用いた。

(資料)Eurostat、厚生労働省『賃金構造基本統計調査』

また、女性の所得環境についてもユーロ圏と日本の雇用形態の違いが影響している。図表7は2013年以降の景気回復期に増加した、女性雇用者の雇用形態別の割合をみたもので、ユーロ圏ではフルタイム雇用が大半を占めているのに対して、日本はフルタイム雇用にあたる正規雇用と、パートタイムを含む非正規雇用の割合がほぼ同じくらいであることが分かる。

図表7 女性雇用者増加に占める雇用形態別の割合

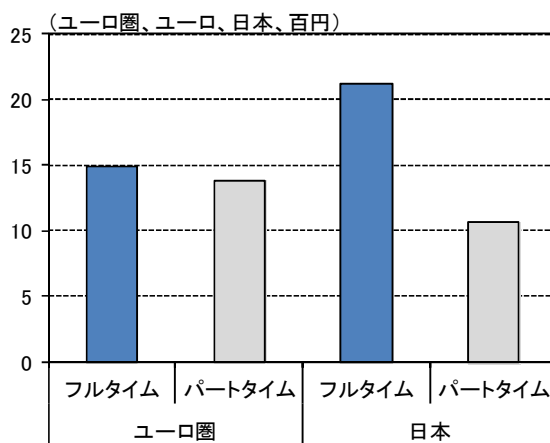


(注)比較対象は、ユーロ圏は2013年と2016年、日本は2013年と2017年。

(資料)Eurostat、総務省『労働力調査』

雇用形態別の賃金水準を比較すると、ユーロ圏に比べて、日本では正規雇用と非正規雇用の間に明確な賃金格差がある(図表8)。そのため、女性の非正規雇用者の割合が多い日本においては、女性雇用者が増加しても、雇用者全体の所得の伸びは鈍くなると考えられる。

図表8 雇用形態別にみた女性の平均時給



(注)ユーロ圏のデータは2014年、日本は2017年のものを使用。
日本のフルタイムは「正社員・正職員」、「正社員・正職員以外」の所定内給与を時給換算し、それぞれの雇用形態別の労働者数で加重平均して算出。パートタイムは「短時間労働者」の時給額を使用。
(資料)Eurostat、厚生労働省『賃金構造基本統計調査』

4. まとめ

ユーロ圏と日本での雇用者間における賃金格差が、個人消費の安定に影響を及ぼしている要因と考えると、それぞれの経済成長の持続性も見えてくる。ユーロ圏は、世界景気回復に伴い、今後も圏内の新規雇用が進むことで、家計の良好な所得環境を背景として、個人消費が牽引役であり続けるため、安定した経済成長が見込まれる。

一方の日本では、景気回復で人々が新たに職を得ても所得の伸びが低いために、生活に不安を持ち景気動向に敏感になるケースが多い。そのため、為替レート・株価といった金融市場や、海外の政治・経済情勢の変化に過剰に反応し、実際の景気動向以上に個人消費が落ち込み不安定になり易い。特に、長寿化と年金支給開始年齢引上げで労働市場に居続けざるを得ない高齢者は、低賃金のために将来の生活に対する不安が強く、景気回復で所得が増加しても消費増加に結びつき難い。

日本が個人消費主導の安定した成長を持続するためには、高齢者や女性の雇用促進と併せて、所得環境の改善が必要不可欠であろう。具体的には、①人生100年時代を前提とした新たな賃金カーブの導入、②扶養制度による税制面からの所得抑圧等の改善が考えられる。同時に、これらはいずれも企業の雇用コスト増加に繋がるため、生産性の上昇を伴う施策も必要となるであろう。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@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。

国内主要都市 オフィス市場の展望

～需給バランスの鍵は供給動向～

<要旨>

国内主要7都市(東京、大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡)のオフィス市場は、①国内景気の拡大、②主要都市への人口集中、③人材確保を目的とした都市中心部への移転ニーズ、などを背景にオフィス需要が増加し好調に推移している。

今後についても、国内経済のプラス成長が続くことでオフィス需要の増加は続くともみているが、各都市の需給バランスは供給動向により異なった動きになる。供給が比較的多い東京と横浜は需給軟化が予想される。一方、その他の5都市は供給が限定的なため、空室率は過去最低水準で推移する見通しである。

この見通しに対する下振れリスクは、国内経済の腰折れによりオフィス需要が減退することである。過去の市況悪化時は金融市場の不安定化が発端となり、国内経済が減速しオフィス需要が縮小した。足元のオフィス市況は好調だが、先行きに対して過度に楽観的になることなく、株式・債券・為替を含む金融市場動向と、金融市場が不安定化した場合の実体経済への波及には、常に注意を払っておく必要がある。

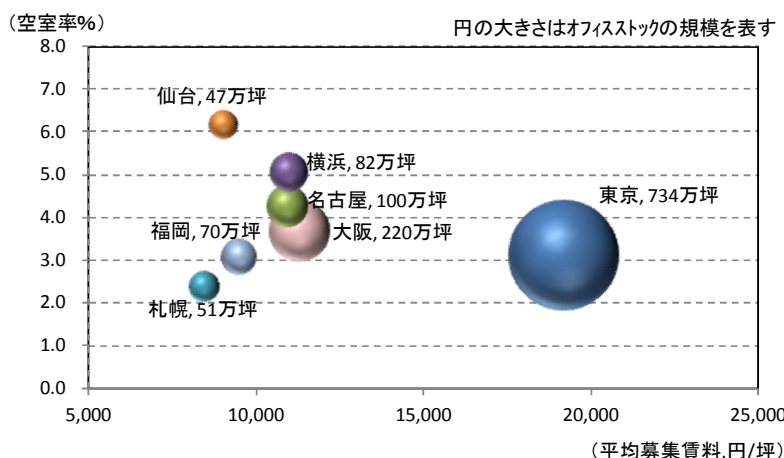
1. 2017 年はほぼ全ての都市で需給が改善

最初に、オフィス仲介会社の三鬼商事(株)が公表している「オフィスマーケットデータ」により、2017 年 12 月時点の国内主要7都市(東京、大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡)のオフィス市場を比較し現状を確認する(図表 1)。

空室率は最も高い仙台が 6.18%、最も低い札幌が 2.39%であり、東京・横浜を除く5都市では、2002 年以降の過去最低に空室率が低下している。

平均募集賃料は東京・大阪・名古屋・横浜が1万円を超えているが、最も高い東京の 19,173 円と、最も低い札幌の 8,448 円では 2.2 倍の格差がある。オフィスストック(貸室面積)の規模についても東京が 734 万坪と圧倒的に大きく、最も小さい仙台の 47 万坪とは 15 倍以上の開きがある。

図表 1 主要都市のオフィス市場(2017 年 12 月)



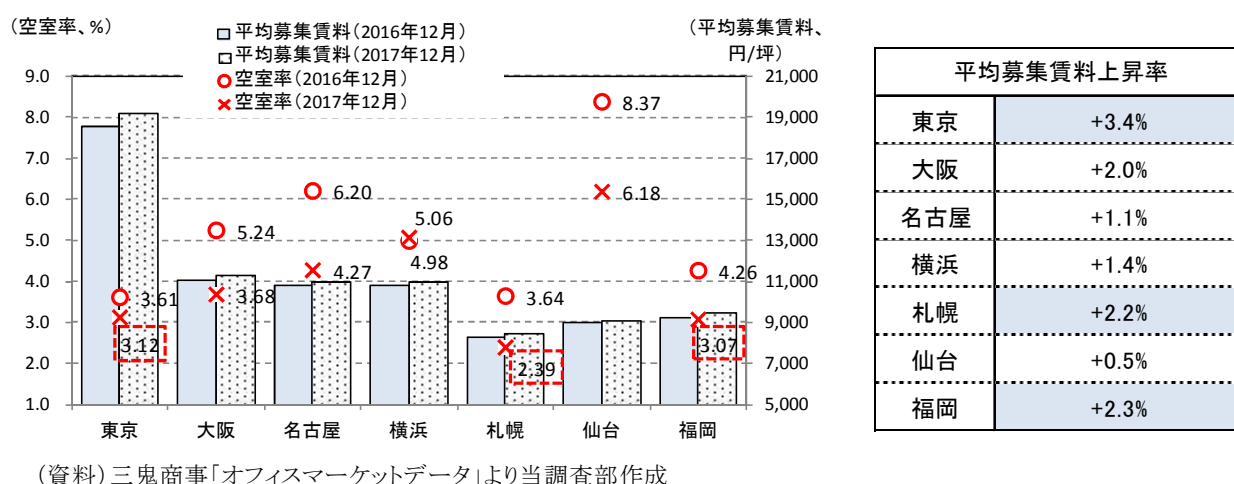
(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」より当調査部作成

次に2017年12月と2016年12月を比較して1年間の動きを見ると、横浜以外の6都市は空室率が低下した(図表2)。横浜は既存ビルの空室率は順調に低下しているが、2017年7月に竣工した「みなとみらい地区」のビルに多くの空室が残っているため、空室率が上昇している。

平均募集賃料は全ての都市で上昇した。大阪・仙台の2都市は、2016年まで下落が続いていたが、この2都市の賃料も空室率の低下により上昇に転じた。大阪の平均募集賃料が上昇したのは、2007年以来、10年ぶりのことである。

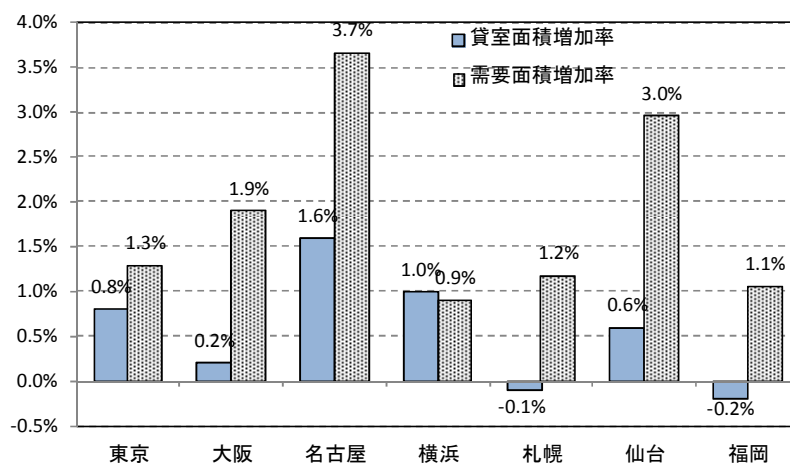
1年間の賃料上昇率が最も高いのは東京(+3.4%)であり、次いで福岡(+2.3%)、札幌(+2.2%)となっている。空室率が低い都市の賃料上昇率が高いといえる。

図表2 空室率と平均募集賃料の変化



オフィス面積の総量である貸室面積と空室面積の差を需要面積とみた場合、横浜以外の都市では需要面積の伸びが貸室面積の増加より大きかったことが分かる(図表3)。なかでも名古屋と仙台は貸室面積の増加を大きく上回る需要面積の増加があった。このような需要の増加が、オフィス需給改善の主たる要因である。

図表3 貸室面積と需要面積の増減率(2017年)



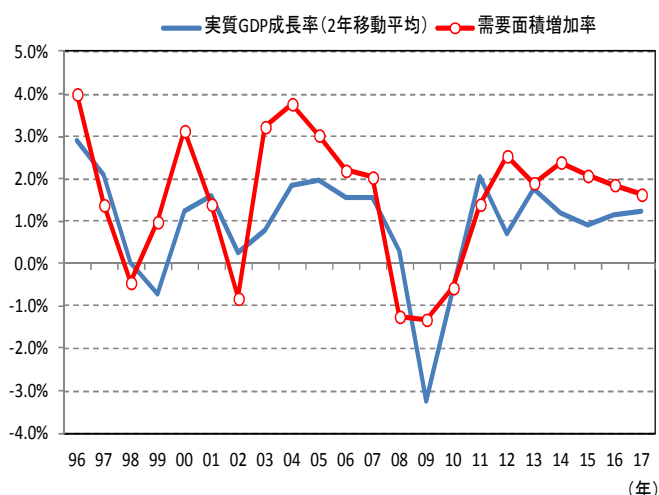
2. 国内景気拡大と主要都市への人口集中がオフィス需要を支える

オフィス需要が増加している背景には、第一に国内景気の拡大が続いていることがある。例えば主要都市の需要面積増加率と、日本の実質 GDP 成長率(2年移動平均)を比べると、両者は概ね同じ動き方をしていることが分かる(図表4)。

国内景気の拡大を受けて、就業者数は増加傾向にある。総務省「労働力調査」によれば、全国就業者数は2012年を直近のボトムとして増加が続いており、2017年には2012年比+4.0%増加している。なかでも主要なオフィス使用業種とみられる、「情報通信業」「金融・保険業」「学術研究、専門・技術サービス業」の3業種を合計した就業者数は、+9.7%と就業者数全体を上回る増加率を示している(図表5)。

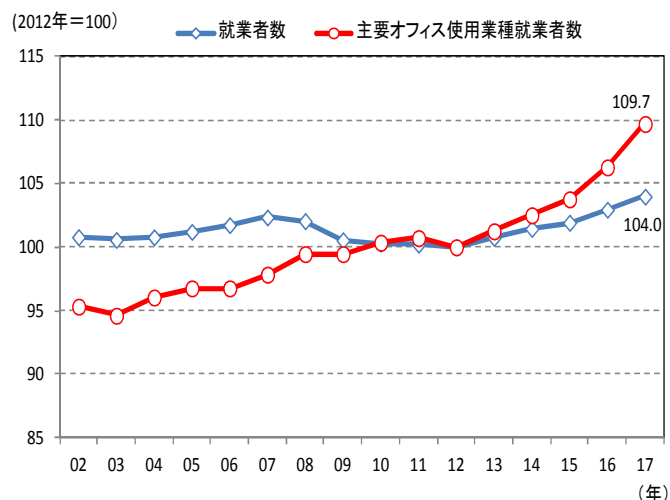
就業者数の増加に加え、オフィス仲介会社によれば、「人材を確保するために、利便性が高く採用をしやすい中心部へ、オフィスを移転する需要が強い」とのことである。こうした立地改善のニーズも、各都市中心部のオフィス需要となっている。

図表4 実質 GDP 成長率と需要面積増加率



(資料)内閣府「国民経済計算」、三鬼商事「オフィスマーケットデータ」より当調査部作成
需要面積は、2011 年に対象地区の追加があった横浜を除く6都市合計

図表5 全国就業者数推移(2012 年=100)



(資料)総務省「労働力調査」より当調査部作成
主要オフィス使用業種は「情報通信業」「金融・保険業」「学術研究、専門技術サービス」の合計

第二の背景として、主要都市への人口集中が挙げられる。総務省「住民基本台帳人口移動報告」によると、本稿で対象としている7都市はいずれも人口流入が続いている(次頁図表6)。

流入者数は東京23区が突出しており、日本全体では東京への一極集中といわれるが、各地方においても中核都市への人口集中が生じている。人口が流入することで各都市の経済活動が活発化し、それがオフィス需要の拡大に結びついている。

図表6 人口の転入超過数

単位:人	2014年	2015年	2016年	2017年	単位:人	2014年	2015年	2016年	2017年
札幌市	8,363	8,173	9,137	8,779	名古屋市	5,280	7,276	5,950	4,874
仙台市	2,280	1,230	966	1,724	京都市	1,278	1,629	590	▲ 827
さいたま市	5,776	6,921	8,655	8,234	大阪市	7,162	11,662	9,474	10,691
千葉市	2,169	1,637	866	2,108	堺市	▲ 928	▲ 1,097	▲ 1,206	▲ 2,211
東京23区	63,976	68,917	58,207	61,158	神戸市	▲ 618	▲ 41	▲ 242	▲ 1,507
横浜市	5,332	4,026	2,911	729	岡山市	1,123	940	386	59
川崎市	6,553	7,869	6,839	7,502	広島市	375	1,208	1,169	582
相模原市	1,214	876	▲ 405	935	北九州市	▲ 2,483	▲ 3,088	▲ 2,623	▲ 2,248
新潟市	▲ 314	199	▲ 371	▲ 692	福岡市	7,458	8,880	8,471	8,678
静岡市	▲ 962	▲ 1,168	▲ 811	▲ 271	熊本市	▲ 88	▲ 449	▲ 1,540	202
浜松市	▲ 390	▲ 304	▲ 606	▲ 305					

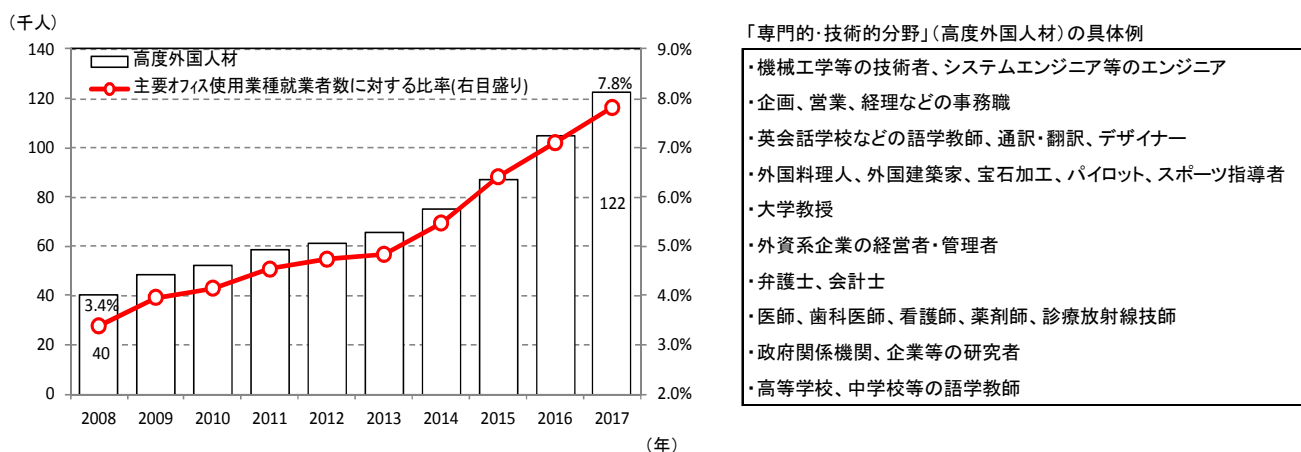
対象は政令指定都市と東京23区

(資料)総務省「住民基本台帳人口移動報告」より当調査部作成

また東京については、外国人オフィスワーカーの増加もオフィス需要増加に一定の寄与をしていると考えられる。外国人雇用者のうち、「専門的・技術的分野の在留資格」を持つ外国人(以下、「高度外国人材」)は、2017年10月時点で全国に238千人在留しているが、都道府県別では東京都が122千人と過半を占める。東京都の高度外国人材は、2008年40千人から2017年には3倍強に増加し、主要なオフィス使用業種就業者数に対する比率も、3.4%から7.8%へ上昇している(図表7)。

政府は2013年に高度外国人材の資格要件を緩和するなど受け入れに積極的であり、今後も外国人オフィスワーカーが増加する可能性は高いとみられる。オフィスビルに関する規制緩和という、容積率割増などオフィス供給側の措置に注目が集まりがちだが、高度外国人材の受入拡大のように、オフィス需要増加に結びつく規制緩和措置も執られているのである。

図表7 東京都の高度外国人材



(資料)厚生労働省「外国人雇用状況の届出状況」、東京都「東京の労働力」より当調査部作成

3. 今後の展望と留意点

以上を踏まえ、国内主要都市のオフィス市場を展望する。

今後の経済・金融環境は、①米国が堅調な成長を続けるもとで、日本では弱いながらも前向きの循環が続き小幅のプラス成長を維持する、②金融環境はインフレ率が日銀目標の+2%に遠い状態が変わらないため、現行の金融緩和策が継続するが、③海外金利の上昇により国内の市場金利に上昇圧力が掛かり10年国債利回りは上昇するものの上昇幅は小幅にとどまる、というのが基本的な見方である。

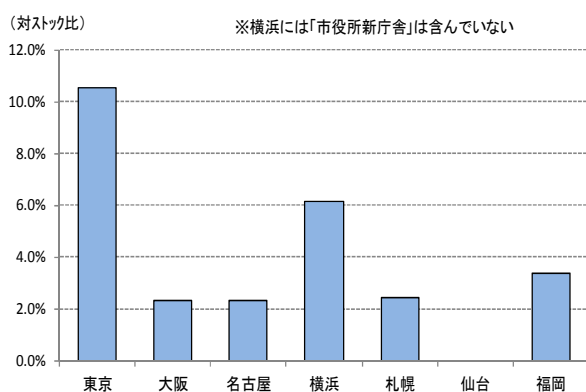
中長期的に日本全体の人口が減少する中でも、ヒト・モノ・カネが集まり就業機会の多い主要都市への人口流入は今後も続く可能性が高く、企業マインドの改善と就業者数の増加が継続することで、主要都市のオフィスに対する賃借需要は堅調に推移するとみている。

しかしオフィス需要の増加が続くとしても、各都市のオフィス需給バランスは、今後の供給動向により異なった動きになる。東京では2018～2020年に3年連続でオフィスビルの大量供給が見込まれる。横浜も「みなとみらい地区」で継続的な新規供給予定があり、加えて2020年には「横浜市新庁舎」が完成し、「関内地区」の賃貸オフィスから大量のテナント退去が生じる懸念がある。これらにより東京・横浜の2都市は、今後需給が軟化し空室率が上昇するとみている。

一方、その他の5都市は今後の新規供給が限定的である(図表8)。需給タイト化に伴い新たなオフィスビル計画が明らかになった都市もあるが、新規供給の規模が小さいことには変わりはない。

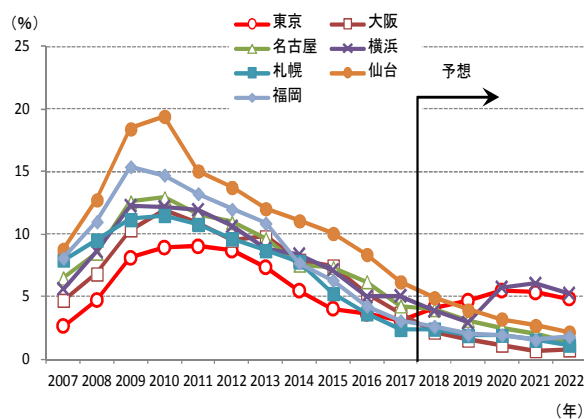
したがって供給要因により需給が軟化する可能性は小さく、空室率は過去最低水準で推移する見通しである(図表9)。

図表8 新規供給(2018～2022年累計)の対2017年末ストック比率



(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」、
各種資料より当調査部作成

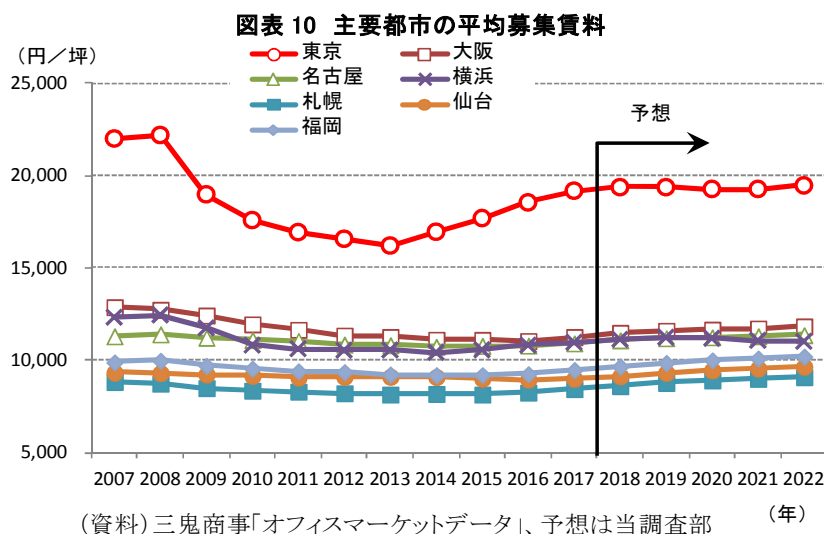
図表9 主要都市の空室率



(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」、
予想は当調査部

平均募集賃料については、東京・横浜以外の5都市はタイトな需給環境が続くため、緩やかな賃料上昇が続くと期待される。東京・横浜は需給軟化により平均募集賃料は調整するとみているが、需要面積の減少を伴っていた過去の賃料下落局面と異なり、今回は需要の増加が続く見通しである。需要増加が続いている局面では、空室率が多少上昇してもビルオーナーは大幅に賃料を引き下げて空室消化を急ぐとは考え難く、東京・横浜の平均募集賃料も僅かな調整にとどまると

予想している。(図表 10)。



この見通しに対する下振れリスクは、国内経済の腰折れによりオフィス需要が減退することである。2月初めには米国長期金利上昇を契機に世界同時株安・為替の円高進行が生じた。このような金融市場の不安定化が実体経済に悪影響を及ぼせば、企業の先行きに対する見方が慎重になり、人員増加・オフィス拡張の動きが止まり、オフィスに対する賃借需要が減速する虞がある。

東京のように大量供給が予定されている市場で需要減速が重なれば、賃貸市況の調整はより大きなものとなり、供給が限定的な都市でも需要減速の影響は免れず需給は軟化する。

過去の市況悪化時は、80年代バブル崩壊、ITバブル崩壊、リーマンショックなど、金融市場の不安定化が発端となり、国内経済が減速しオフィス需要が縮小した。

足元のオフィス市況は好調だが、先行きに対して過度に楽観的になることなく、株式・債券・為替を含む金融市場動向と、金融市場が不安定化した場合の実体経済への波及には、常に注意を払っておく必要がある。

(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。