

2019. 5 No.85

三井住友信託銀行

調査月報



時論

平成から令和へー引き継がれる課題とレガシーー.....1

経済の動き

底を打った実体経済、歪みがくすぶる金融市場

～グローバル経済金融レビュー 2019年春～.....3

2019年地価公示データに見る新たな動き

～出始めた高値警戒感～.....9

時 論

平成から令和へ ―引き継がれる課題とレガシー―

来月から元号が変わり、令和時代が船出する。と言っても、令和時代はあくまで平成時代の延長線上にあるのであって、元号が変われば経済も社会もたちまち変わるはずもない。

よって令和時代に臨むに当たっては、「新時代到来」などと舞い上がることなく、まずは平成時代の課題・成果・レガシーについてきちんと総括・評価する必要があるが、この1年間の識者やメディアによる議論を見ると、「失われた 20 年」という言葉に象徴されるように、ネガティブな論調が多かったように思う。

その背景としては、以下に述べるように、平成時代における4つの大きな潮流―人口オーナス化、グローバル化、デジタル化、金融化―に対して十分な適応と対応ができなかった、揺さぶられたという反省・悔恨・挫折の思いが強いためであろう。

労働力の主たる供給源である生産年齢人口がピークを打つのは、総人口がピークとなる2008年より13年早い1995年であった。政府もエンゼルプラン(1994年)、少子化推進基本方針(1999年)等を策定したが、バブル崩壊の後始末に追われ、本格的な制度改革や政策対応は遅れた。平成時代最大の痛恨事と言ってよいかもしれない。

かくして平成時代終盤には、遠い将来のことと考えていた大労働力不足に直面するとともに、国内市場の縮小観測が定着した。実際、2015年には約400万社あった企業数は、新規創業社数の減少と経営者の高齢化に伴う廃業が相まって、2040年には300万社まで減少するとの試算も出ている^{注)}。

また、主に現役世代が引退世代の年金・医療・介護等の面倒を見るという賦課方式の弱点が強まり、社会保障関係費が膨張して財政赤字は世界最悪レベルとなった。

2000年代に入ると中国やインド等新興国が台頭し、グローバル競争環境が激化した。また、デジタル化の加速は情報コスト並びに情報の非対称性を大きく引き下げ、完全競争に近い市場が続出した。このため、日本の輸出製品の多くがコモディティ化し、価格引き下げ競争に巻き込まれた。こうした状況に、日本企業はコスト引き下げで対抗すべく人件費を抑制した結果、国内においては価格と賃金のダブル低下を引き起こし、デフレマインドが定着した。

また、グーグルやフェイスブックのように、国・企業・職種・職位を越えたチームが最先端のデジタル技術を活用して新サービスを生み出すというデジタル的？ビジネススタイルに、同質的なメンバーの長期雇用を伝統とし、技術の粋を集めた単品モノ作りへ拘った日本企業は遅れをとるようになった。

さらに、日本を含む先進国では低成長・低インフレに対応すべく、超金融緩和策が長期化・強化され、金融工学を駆使した金融商品開発も加わった(特に米国)結果、グローバルに利回りを追求してやまないマネーが膨張した。このため、世界の金融市場の動揺の頻度、共振の度合いが格段に高まり、実態経済が金融活動に左右されるという「尻尾が犬を振る」状況が強まった。

このことは、アジア通貨危機、リーマン・ショック等の金融バブルの生成と崩壊の頻度を高めたばかりか、

注) 村上義昭「企業数の減少と金融機関店舗数への影響」、『人口減少・高齢化・少子化の同時進行の下での日本経済と金融』(公財)トラスト未来フォーラム研究叢書(2018年12月)

超金融緩和策のもたらす副作用とリスクが大きな負の遺産となった(特に日本)。

このように、約 30 年間の平成時代を通じて、日本の経済運営や企業経営の面では多くの重い課題が残されたことは確かである。しかしつづさに振り返ると、「失われた」「迷走した」ものばかりではなく、日本の経済社会がしぶとさ、しなやかさを発揮し、「新たに得たもの」「守り通したもの」も少なくない。

生産年齢人口が減少する中でも、高齢者と女性の働き手が増加したことにより、就業者数は 2013 年以降も増勢を維持した。65 歳以上の就業率(2016 年)を見ると、日本は 22%と、米国(19%)、ドイツ(7%)、フランス(3%)を大きく上回っており、日本ほど高齢者が元気に働いている国は他にない。

日本経済の低生産性は再三指摘され、国民一人当たりの実質 GDP(ドル建て)では順位を落としているが、就業者一人当たり(自国通貨建て)で見ると、近年の伸び率は米国には劣るものの、ドイツを上回っている。日本の勤労者の勤勉さ、真面目さは健在であり、生産性でも特段劣っていないことになる。

また、世界経済フォーラムが毎年発表している国際競争力ランキング(一国の生産性を左右する諸要素を数値化・合成し、個別並びに総合してランク付けしたもの)では、日本はこの 10 年間、ベスト 10 以内を維持しており、昨年は、「健康(1位)」「ITC 導入力(3位)」「インフラ(5位)」「イノベーション能力(6位)」が高い評価を得て 5 位に食い込んでいる(1位は米国、ドイツ 3 位、韓国 15 位、中国 28 位)。

GAFA 的な企業や働き方でなくとも、日本は日本なりのやり方で、Society5.0 の実現に向けて相応に好位置に付けているとも解せる。

グローバル化の進展は、日本経済に新たな収益源を生み出した。訪日外国人が 3000 万人を突破したことによる旅行収支の黒字化(10 年前までは大幅赤字)と、対外投融資増加による投資収益収支の黒字拡大である。前者は GDP(財貨・サービスの輸出)を、後者は GNI(海外からの所得)を下支えている。

際立つのは日本社会の安定感である。NHK の「日本人の意識調査」によると、「今の生活にどの程度満足しているか」との質問に対して、「満足している」と「どちらかといえば満足している」を合わせると 92%に達し、過去最高となっている。格差拡大も限定的な程度に止まっており、ポピュリズムの台頭と社会の分断を招いた欧米諸国とは対照的な姿である。

日本の社会は豊かなソーシャル・キャピタル(経済全体の生産性・効率性を左右する市民同士の信頼感や協調行動)を維持していると言える。

新元号「令和」の典拠は万葉集で、大伴旅人が自邸で宴席を催し、32 首が詠まれた時の情景を、厳しい冬が終わり、早春を迎えた喜びの気持ちを込めて綴った序文とのこと。バブル崩壊、リーマン・ショック、幾多の大災害を経て新元号の時代を迎え、ラグビーワールドカップ(令和元年)、東京オリンピック・パラリンピック(同2年)、ワールドマスターゲーム(同3年)、大阪・関西万博(同7年)と国際的ビッグイベントが続き、気分が明るくなるであろう今後数年間の日本と重なるものがある。

宴席の歓喜と高揚が、やがては「歓楽極まりて哀情多し 少壮幾時ぞ 老いを奈何(いかん)せん(漢武帝『秋風辞』)」という詠歌にならないためにも、平成時代に残された「課題」には正面から取り組み、「成果」「レガシー」にはさらに磨きをかけ、平和で豊かで活気ある社会を作り上げなければならない。

(上席理事 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。

底を打った実体経済、歪みがくすぶる金融市場

～グローバル経済金融レビュー 2019 年春～

<要旨>

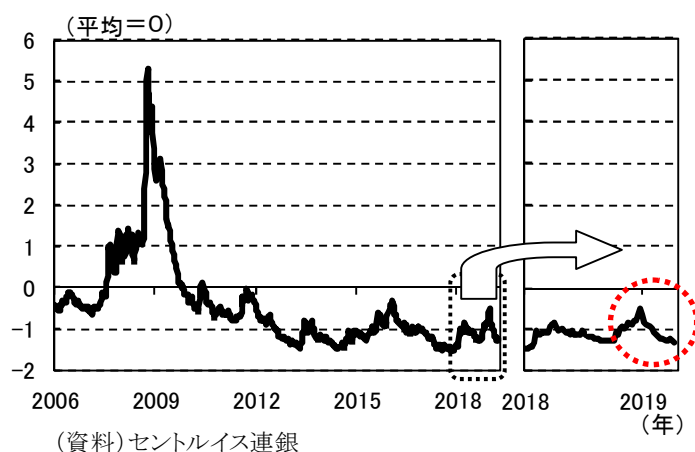
昨年末以降高まっていた金融市場におけるストレスは、足元で落ち着きを見せている。この背景には、①米国連邦準備制度理事会の政策スタンスが利上げ休止の政策スタンスを示したことや②米中貿易摩擦問題に対して両国が歩み寄りの姿勢を見せ始めたこと、③景気対策により中国経済の減速に歯止めがかかることに対する期待が出てきたことが挙げられる。英国の EU 離脱問題をはじめ、ドイツの景況悪化等、欧州経済はなおリスク要因として残るが、グローバル経済がこの先も景気回復を維持する可能性は、年初よりは高まったといえよう。

2019 年は、短期的な景気下振れリスクは相対的に低下する反面、金利上昇リスクは抑制されていることから、金融面での歪みの蓄積とその反動という、より長い時間軸でのリスクを意識させられる展開になると見る。

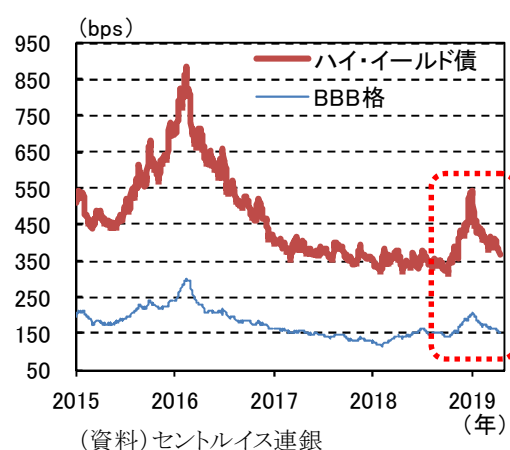
1. 金融市場のストレス低下

本年1月時点¹からの大きな変化として、金融市場のストレスが大幅に低下したことが挙げられる。米国セントルイス連銀が公表している「金融ストレス指数」は、昨年末のピークから昨年央の水準にまで低下している(図表1)。また、社債の信用スプレッドも同様に、既に概ね昨年央の水準にまで低下している(図表2)。

図表1 金融ストレス指数



図表2 社債の信用スプレッド



昨年10月以降、金融市場は大きな動揺に見舞われたが、以上の指標からは、金融市場に掛かっていたストレスが一旦沈静化したことが伺える。こうしたことから、金融市場の動揺が実体経済に悪影響を及ぼすという蓋然性は一先ず低下したと考えられる。

¹ 調査月報 2019 年 2 月号「[金融市場の動揺に対する米国経済の耐性](#)」を参照されたい。

2. 金融ストレス低下の背景

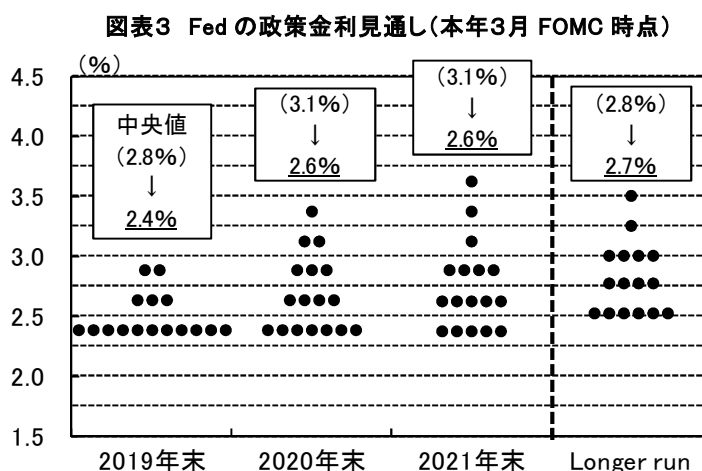
こうした金融市場における変化の背景には、主に、米国連邦準備制度理事会 (FRB) の政策スタンス変更をはじめとする米国側の動きと、中国経済の動向がある。

(1) 米国側の動き ～ FRB の政策スタンス変更、米中関係改善への期待

昨年以來、金融市場にストレスが掛かった最大の理由は、米国経済の見通しに対する見解が金融市場参加者と FRB 間で大きく異なっていたことに起因する。

2018 年 10 月頃から、金融市場が動揺して、米国以外の国々で景気減速が明らかになっていく中で、昨年 12 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で FRB は年明け後も利上げを継続する姿勢を示し、金融市場はこうした FRB のタカ派姿勢を目の当たりにして、金利上昇による実体経済に対する悪影響への懸念を強めた。FRB はその反応の大きさを見るにつけ、年明け以降、パウエル議長をはじめ関係者がタカ派的な姿勢を緩和させる発言を相次いで示した。

最終的に、3 月 FOMC では、FRB は今年の米国の経済成長率見通しを引き下げると共に、政策金利見通し (中央値) についても昨年時点から大幅に下方修正し、年内の利上げは 0 回まで引き下げられた (図表 3)。こうした FRB の姿勢転換が、株価回復を中心として金融市場のストレスを軽減する最大の要因になっている。



(注) 下線を引いている計数が、本年 3 月 FOMC 時点の政策金利見通しの中央値。

丸括弧 () 内の計数は、昨年 12 月 FOMC 時点の政策金利見通しの中央値。

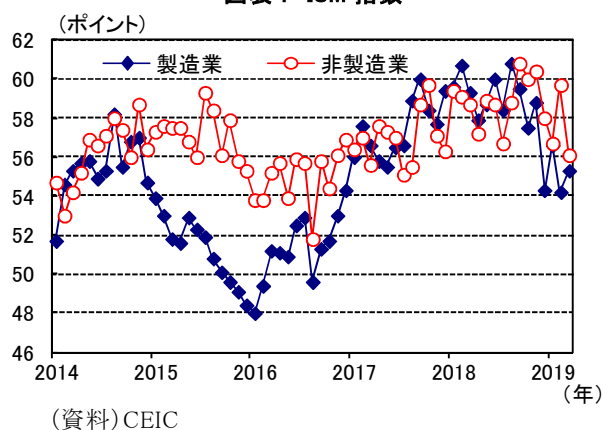
(資料) FRB

昨年から金融市場の懸念材料であった米中貿易摩擦問題の悪影響が和らいだことも、金融市場のストレス緩和に影響したと思われる。

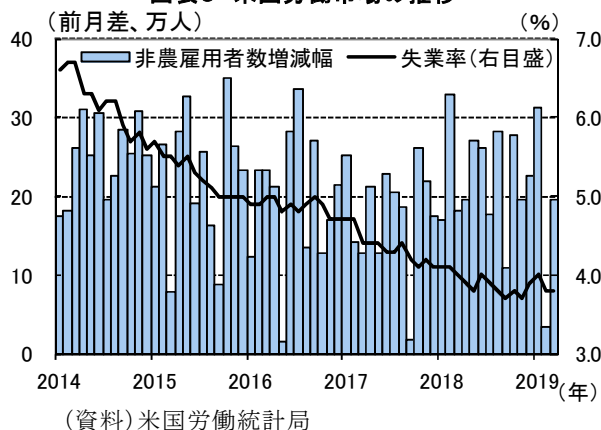
本年 1 月時点では、米国が昨年 9 月に課した 2,000 億ドル分の中国製品に対する追加関税率の引き上げ (10% から 25%) の猶予期限が 3 月 1 日になっており、米国側が主張する不公正な貿易慣行に関する交渉が不調に終われば、3 月から関税率が引き上げられる可能性があった。実際には、3 月初めの期限は延長され、その後、米中間の通商合意が近く、早晩米中首脳会談も開催されるとの報道がなされる中で、事態の悪化に対する懸念が低下した。

そして、この3か月間で米国実体経済が堅調に推移したことも、金融市場のストレス軽減に寄与したと考えられる。世界経済減速に伴う貿易数量の伸び悩みなどもあって、ISM 製造業指数は昨年対比では低下しているが、水準自体は 50 を上回り続けている(図表4)。直近の「地区連銀経済報告」でも、「製造業について良好であると回答する先が見られた」との記述が新たに盛り込まれる等、製造業に対する改善の兆しが見られる。また、雇用・労働環境は引続き良好で、失業率が4%を下回る歴史的にも低い水準にあるなか、直近でも 20 万人近い雇用増加幅を示している(図表5)。昨年 12 月の計数が不芳で金融市場悪化の一因になった小売売上高も、直近の3月計数では市場予想を上回る伸び率となる等、回復の兆しを見せている。

図表4 ISM 指数



図表5 米国労働市場の推移



(2) 中国経済の下げ止まり ～ 経済対策の発動

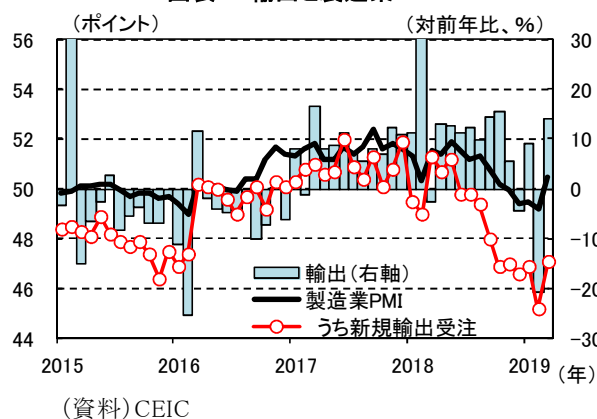
中国経済の減速も金融市場におけるストレスの高まりの主因の一つであった。

中国経済の運営について、政府は過剰設備の抑制や過剰債務の圧縮といった構造改革を優先させるべく「デレバレッジ政策」を推し進め、金融面ではシャドーバンキングに対する規制強化を進めてきた。こうした政策により、民間企業、特に中小企業は資金調達難に陥り、これが徐々に実体経済を押し下げた。こうした事態はある程度まで想定範囲内であったが、ここに米中間の貿易摩擦問題の拡大が重なり、実際に追加関税が課されたため、景気への悪影響が想定よりも大きくなった。

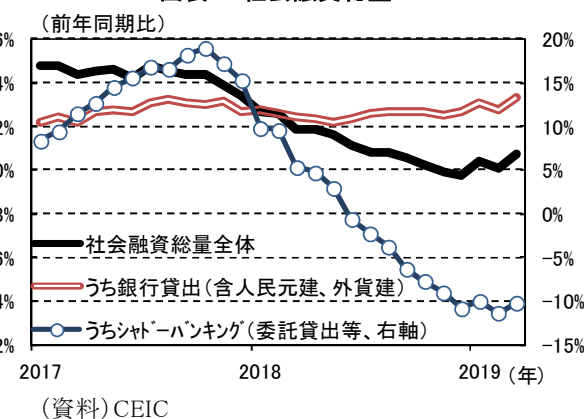
このため、昨夏から預金準備率の引下げや地方債発行の前倒し等の措置が採られてきたが、最終的に金融市場を安心させたのは、3月に開催された全国人民代表大会で足元の景気減速に対処する姿勢が明確に示されたことである。ここで中国政府は、経済の成熟化に伴う成長率の低下を踏まえ、2019年の経済成長率見通しを+6.0～6.5%と、2018年の目標(前年比+6.5%前後)及び実績(同+6.6%)を下回る水準に設定すると同時に、減税や地方債発行枠拡大によるインフラ投資底上げを中心とする大規模な経済政策を打ち出したことで、成長率の低下に歯止めをかける方針を明確にした。

こうした政策的後押しもあって、3か月連続で好不況の境目とされる 50 を下回っていた製造業 PMI は再び 50 を上回り、また、米中間に特段の悪材料が出なかったことを受けて、特に弱い動きをしていた新規輸出受注指数は、なお 50 未満だが下げ止まっている(図表6)。金融面でも、シャドーバンキング部門は引き続き抑制されてはいるもののマイナス幅の拡大は止まり、銀行貸出を中心として社会融資総量も漸く伸び率拡大に転じている(図表7)。このように、中国経済が一先ず底打ちしたことが、足元の金融市場のストレス軽減に大きく寄与している。

図表6 輸出と製造業 PMI



図表7 社会融資総量



3. 今後の世界経済の行方 ～ ゴルディロックス相場へ回帰も、脆弱化の可能性あり

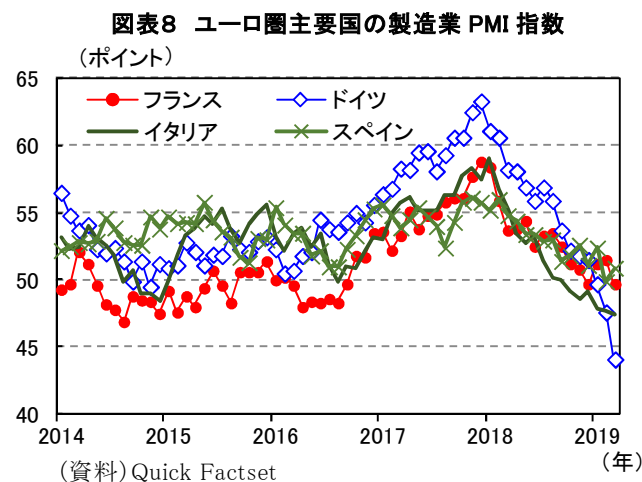
米中間の貿易摩擦問題については、これまで述べてきたように何らかの合意が近づいているとの報道もあるが、より根本的な要因として、中国の経済・技術面での台頭に対する米国側の警戒が強いことが挙げられる。このため、近い将来に通商上で何らかの合意が成立しても、知的財産権等の扱いに関して対立が表面化し、グローバル経済に対する悪影響が懸念される可能性は依然として残っている。経済大国として台頭し、自らの地位を脅かしかねない中国に対し、米国が警戒感を緩めるとする想定は現実的ではない。

さらに、米中貿易摩擦問題や中国経済の動向以外で、この先のグローバル景気下振れと金融市場のストレスを高めるリスク要因として挙げられるのは欧州情勢の行方である。

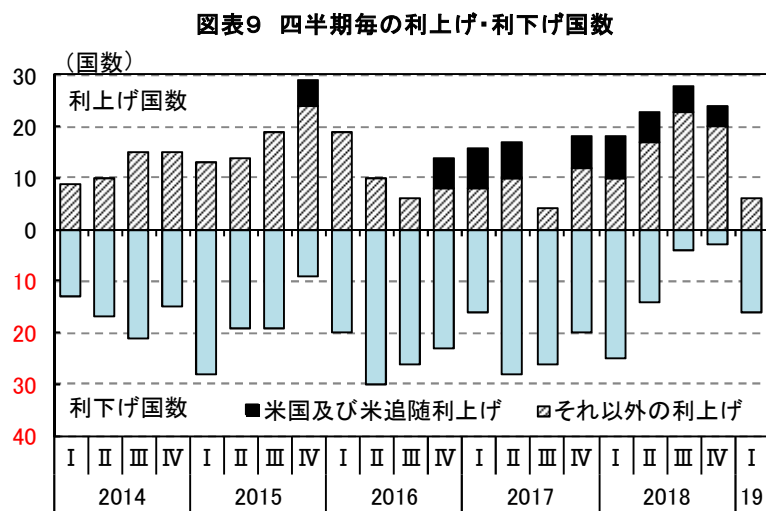
欧州では、4月10日に開催されたEU首脳会議で、英国の離脱期限が10月末まで延期されることで合意がなされ、一先ず「合意なき離脱」は回避された。ただし、これは英国が5月下旬までに離脱協定案を議会承認するか、それが出来なければ5月の欧州議会選挙に参加することを求めるという条件付きのもので、この先も英国議会で意見がまとまらず6月1日に「合意なき離脱」になるリスクは引き続き残っている。

また、別のリスクとして、欧州の実体経済がより厳しさを増していることが挙げられる。欧州景気の減速は、中国をはじめとするグローバル景気が減速したところに、ドイツでは自動車製造業の新環境規制に対する対応の遅れ、フランスでは政府への抗議活動の継続・拡大、イタリアでは財政赤字への懸念の高まりで長期金利が上昇するなど、各国固有の悪材料が重なったことで生じた。現時点で、製造業 PMI はイタリアが 50 を下回っている他、ドイツが急激に低下するなど、厳しさを増

している(図表8)。中国経済の底打ちは、この先の欧州経済にとってもポジティブな要因であるが、各国固有の問題の解消が遅れる、あるいは更に悪化すれば、欧州経済の更なる悪化は避けられなくなる。その場合には、欧州中央銀行が追加緩和に踏み切ってもカバーできず、再びグローバル金融市場のストレスを高める要因として浮上する可能性が出てくる。



中国の経済政策は景気の押上げというよりは失速回避を意図したものであるため、同国の成長率は緩やかに低下していくと見られる。また米国も、2018 年の成長率が 2.9%だった米国は、この先は 1.5～2%程度とされる潜在成長率に向けて成長ペースの鈍化が見込まれるため、インフレ圧力が強まって金利が急騰する可能性は低いと見ている。こうした環境は、米金利上昇による資金流出懸念と通貨安圧力に晒されない点で、新興国にとっても好ましいものとなり、2019 年に入ってから既に増え始めている利下げが、この先も増えることになるだろう(図表9)。



(注) 同一四半期に 2 回利上げした場合は「2 カ国」としてカウント。

(資料) 各国中央銀行

こうした状況は、2017 年から 2018 年前半頃までのグローバル経済を巡る「低金利下で、強過ぎもせず弱過ぎもせず、緩やかな回復が続く状態」という、いわゆる「ゴルディロックス経済」の様相を再びもたらすように思われる。一般に、実体経済面での回復が継続する中で、金利が低水準に据え置かれることは、金融面での構造的な歪みを発生させやすい。米国では、3月 FOMC を見る限り、FRB は年内の利上げを想定しないかに思えるが、その後の実体経済の推移は堅調であり、このまま金融引締めが打ち切られれば、株式や不動産市場が過熱する可能性がある。

また、中国の経済対策についても、現在行われている減税や金融緩和は、これまでの経験則によれば不動産投資やインフラ投資に資金が回ることが多く、民間投資や輸出浮揚に与える影響は未知数である。短期的な景気下振れは回避出来たとしても、これまで抑制してきた不動産価格の上昇や過剰なインフラ投資問題を再燃させ、長い目で見て安定的経済成長に必要な過剰債務の削減を遅らせることになりかねない。

この先再来が見込まれる「ゴルディロックス経済」は、前回 2018 年前半までの状況と比較すると、実体経済の成長率は低く、その内実はより脆弱化している可能性が高い。2019 年は、短期的な景気下振れのリスクは相対的に低下する反面、金融面での構造的な歪みの蓄積とその反動が将来生じるという、より長い時間軸でのリスクを意識させられる展開になると見る。

(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。

2019年地価公示データに見る新たな動き

～出始めた高値警戒感～

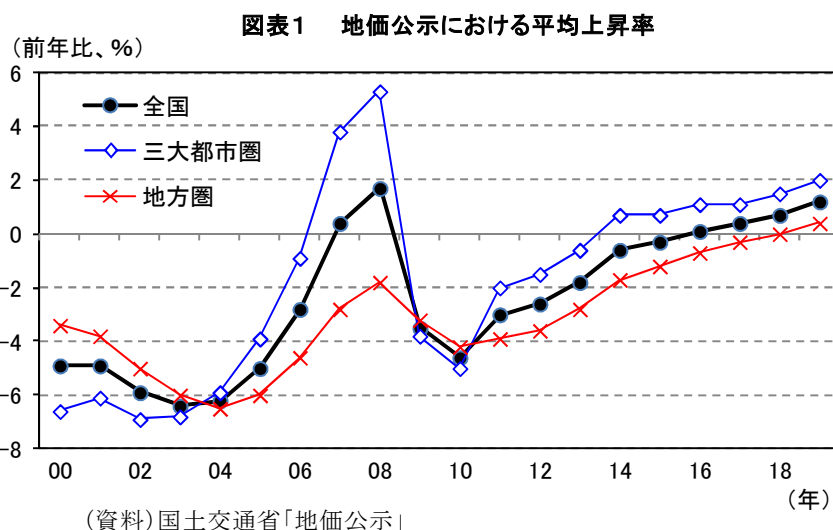
<要旨>

2019年の地価公示データによると、全国平均の地価上昇率は引き続き高まり、都道府県別の上昇率を見ても全般的に昨年よりも高くなっている。しかし詳細を見ると、東京をはじめとする主要都市で、地価水準が高くなった一部の土地では価格上昇率が鈍化する動きが見られるなど、高値警戒感が出始めたことを示唆している。

4月に公表された日銀の金融システムレポートでは、不動産業向けの銀行貸出残高がGDP比率で見て「過熱」と判断される領域に入ったことが指摘された。高値警戒感が出始めた頃にこういった材料が出てきたことで、銀行の不動産関連融資に対する姿勢が急に厳しくなることを通じて、不動産需要や地価が下振れる可能性がある。今後の地価動向においては、地方を中心に、銀行の貸出態度が重要な要因になると見られる。

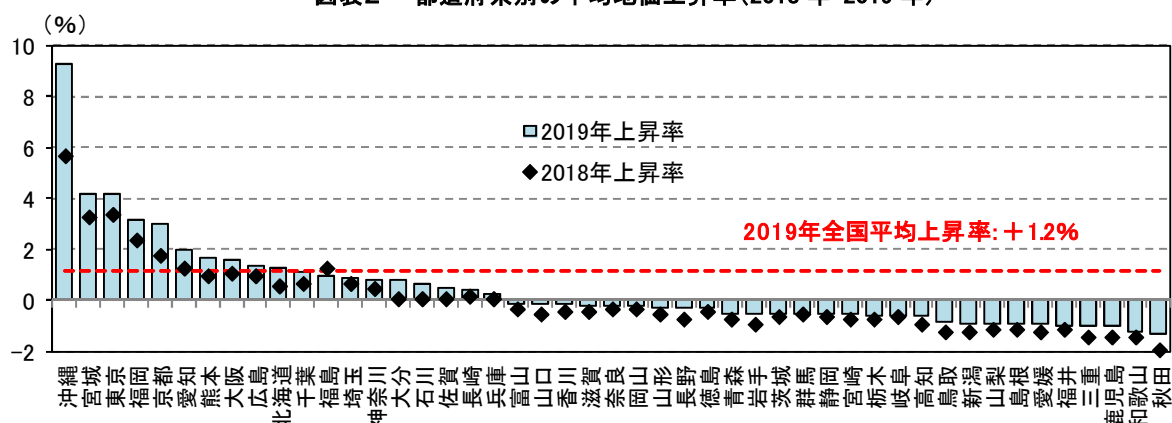
1. 地価上昇の流れは継続、範囲も広がる

国土交通省が3月に公表した地価公示によると、2019年の地価上昇率は全国・全用途平均で前年比+1.2%となった。4年連続の上昇あり、各年の上昇率は2016年の+0.1%から2019年の+1.2%まで徐々に加速している。都市圏（全用途）平均が+2.0%と前年から伸び率を高めただけでなく、地方圏の平均上昇率も27年ぶりのプラスに転じた。



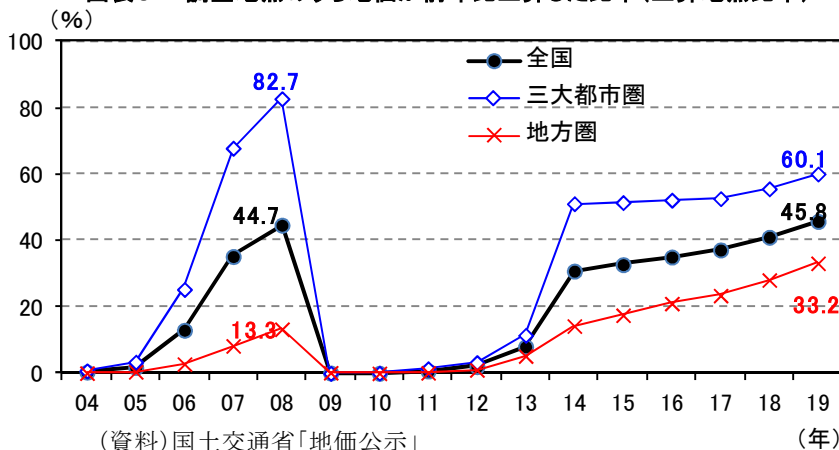
都道府県別の地価上昇率を見ても、ごく一部を除いた殆どのエリアで、2019年の地価上昇率は2018年を上回っている。沖縄(2018年上昇率: +5.7%→2019年: +9.3%)や東京(+3.3%→+4.2%)など、従来から上昇率が高かったエリアは更に上昇率を高め、地方圏でマイナスだったエリアはプラスに転じるかマイナス幅が縮小している。こうした数字で見る限り、地価回復の動きはなお広がっていると言える。

図表2 都道府県別の平均地価上昇率(2018年・2019年)



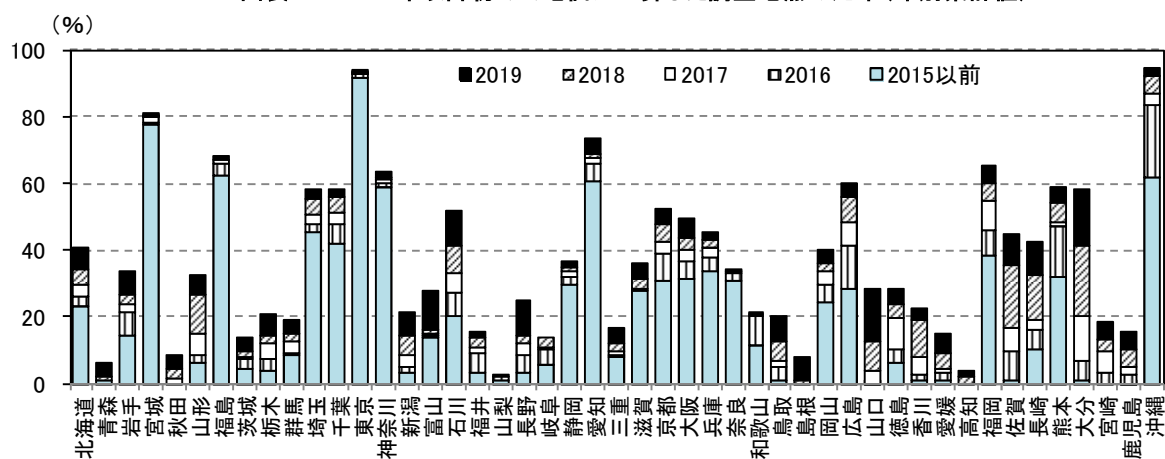
平均値では見えない調査地点毎の上昇・下落の動きを見ても、同様の傾向が確認できる。すなわち、調査地点のうち、前年比上昇した調査地点の比率(以下では「上昇地点比率」とする)は高まり続けており、全国で45.8%、三大都市圏では60.1%、地方圏でも33.2%に達した(図表3)。

図表3 調査地点のうち地価が前年比上昇した比率(上昇地点比率)



各都道府県において、リーマン・ショック後に初めて価格が上昇に転じた調査地点の割合を年別に見ると、東京周辺や愛知を始めとする都市圏は2015年以前に上昇し始めた調査地点が多いのに対して、山形や香川、山口、大分といった複数の県で、2019年に初めて価格が上昇した調査地点の割合が多くなっていることがわかる(図表4)。これは、タイムラグを経て地価上昇の裾野が

図表4 2010年以降初めて地価が上昇した調査地点の比率(年別累計値)

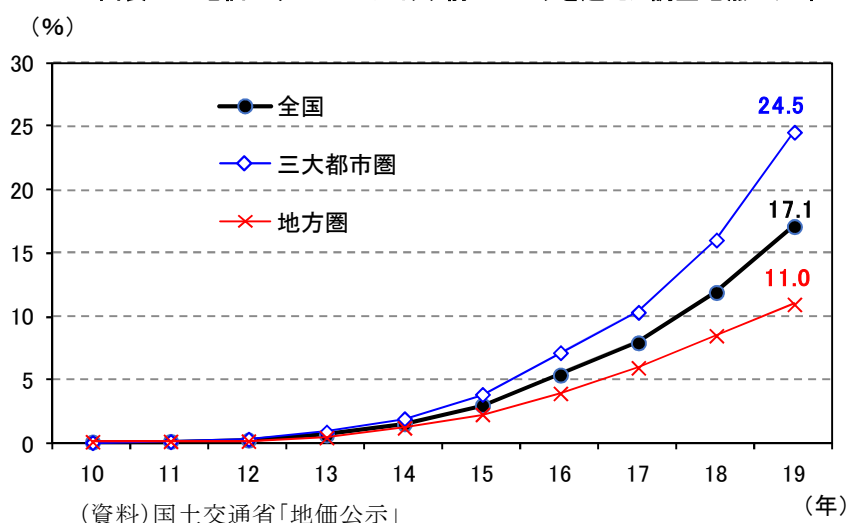


拡がりつつあることを示している。昨年後半頃から、海外経済の減速を受けて、国内景気が後退局面に入っているという懸念も出ているが、地価の動きに関してはなお回復が続いており、その裾野も広がっていると見ることができよう。

2. 地価上昇とともに拡がり始めた「高値警戒感」

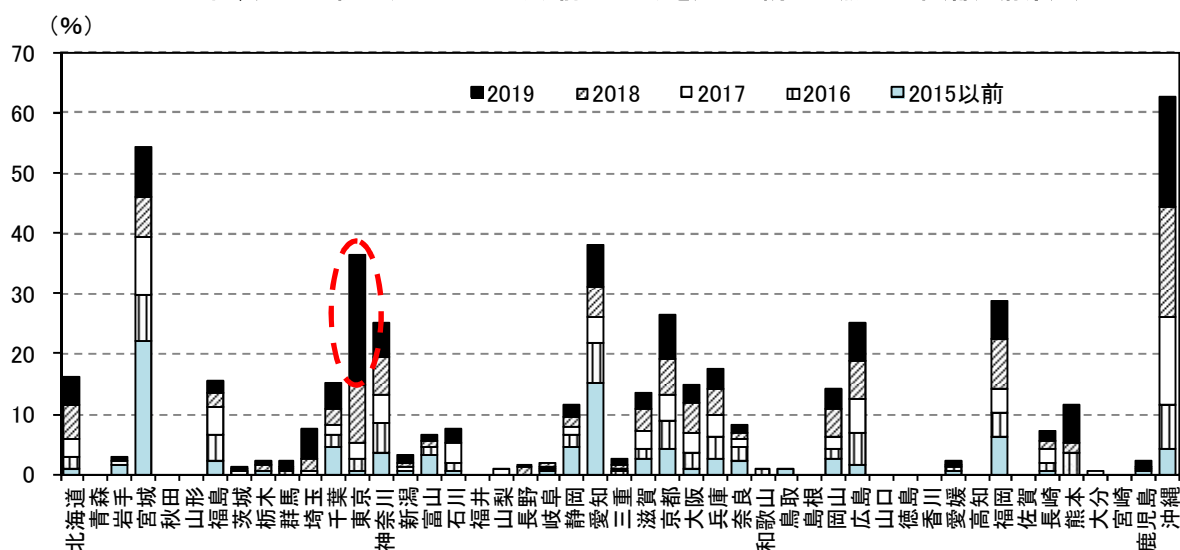
地価回復の流れが続く中で、地価がリーマン・ショック前のピークを超える調査地点も徐々に増加してきた。その調査地点の比率を見ると、2019年には全国で17.1%まで上昇しており、三大都市圏は24.5%、地方圏でも11.0%と、水準に差はあるもののいずれも上昇している(図表5)。

図表5 地価がリーマン・ショック前のピークを超えた調査地点の比率



これを、都道府県・年別に見ると図表6のようになる。都道府県間のばらつきはかなり大きく、埼玉や大分などでは、リーマン・ショック以降に地価が上昇し始めた調査地点の割合は2019年時点で半数を超えるまで増えているが(前掲図表4)、リーマン・ショック前のピークを超えたところは少な

図表6 地価がリーマン・ショック前のピークを超えた調査地点の比率(都道府県別)

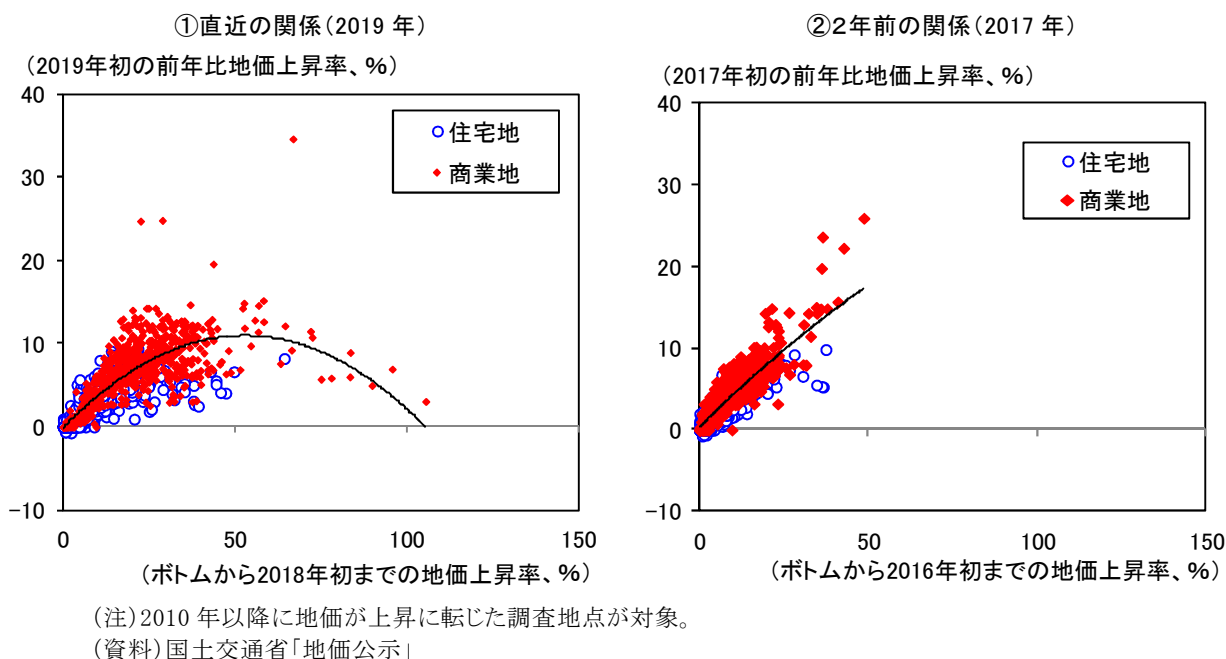


い。これに対して、沖縄・東京に加えて、震災からの復興が地価押し上げに影響していると思われる宮城など一部のエリアでは、リーマン・ショック前のピークを超える調査地点の割合が上昇している。沖縄・宮城・愛知は比較的早い時期から増えていたのに対して、東京は2018年まで低かったものの、2019年にこの比率が大幅に上昇したことが目立っている。

その一方、都内の一部で価格上昇ペースが鈍化する動きが出始めたことは、足元で生じた新たな変化として挙げられる。

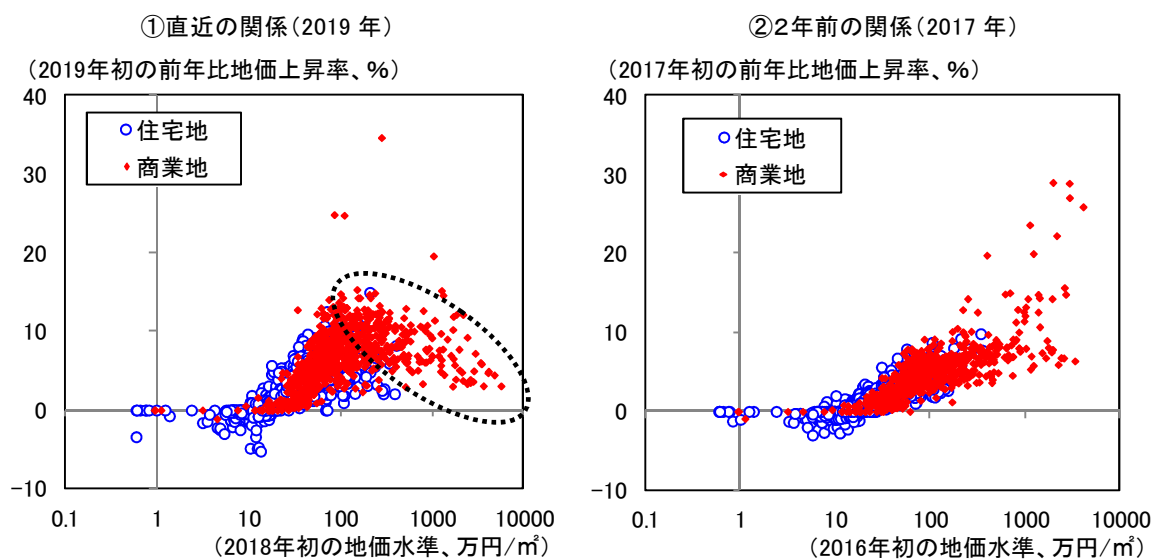
図表7①は、都内約2,600の調査地点について、横軸に【リーマン・ショック以降の底値から2018年までの地価変化率】、縦軸に【2019年の地価前年比上昇率】を取り、両者の関係をプロットしたものである。これを見ると、商業地を中心に、ボトムからの地価回復率が50%を超えた土地では、その後1年間の地価上昇率が低下する傾向が確認できる。2年前のデータ(横軸【ボトムから2016年までの地価回復率】、縦軸【2017年の地価前年比上昇率】)で同じ図を作成すると、「ボトムからの回復率が高い土地の上昇率が鈍化する」という傾向は確認できない(同②)。東京都平均では、2018年から2019年にかけての上昇率が+3.3%から+4.2%に高まったのは先に見た通りだが、詳細に見ると、地価が十分に回復した土地で地価上昇ペースが鈍化し始めるという変化が生じていることが窺える。

図表7 リーマン・ショック以降の地価回復率と足元1年間の地価上昇率の関係(東京都)



同じことは、図表7の横軸を地価水準に替えても確認できる。すなわち2018年の地価水準が高いところでは、その後1年間の地価上昇率が低下する傾向があるが、2年前はこの傾向は生じていない(次頁図表8)。「地価が高水準まで上昇した地点の地価上昇率が鈍化する」という動きが、足元で生じた新しいものであることが確認できる。これらの材料は、東京において地価水準が上昇した土地で、高値警戒感が出始めていると解釈することができよう。

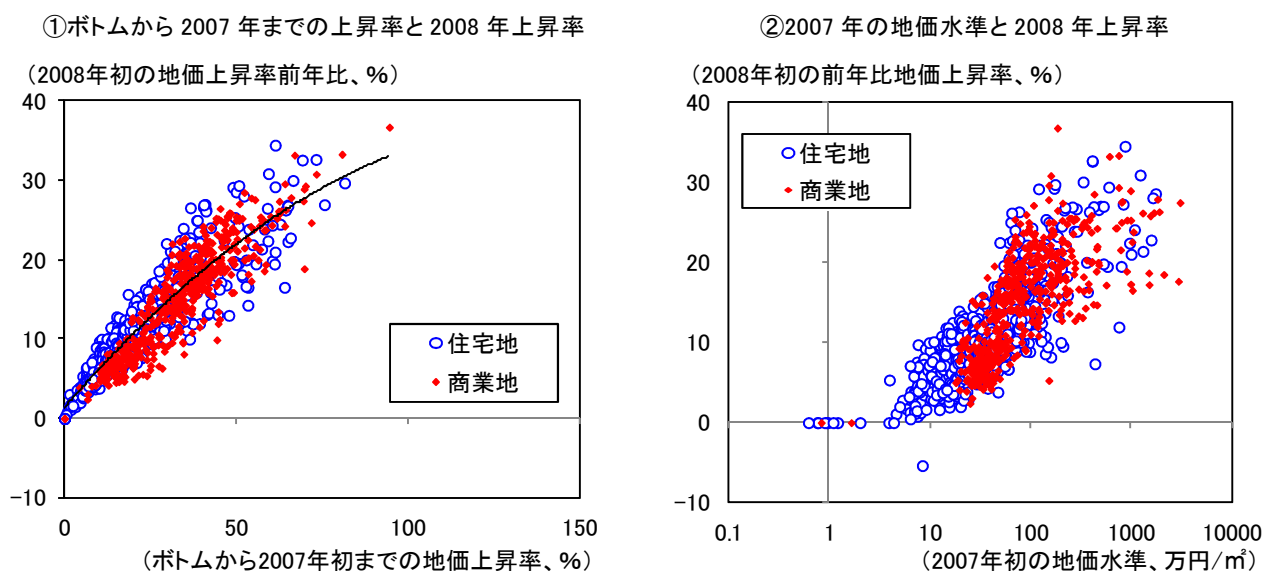
図表8 2018年初の地価水準とその後1年間の地価上昇の関係(東京都)



(資料)国土交通省「地価公示」

さらにリーマン・ショック前のデータで同じ図を作成すると、足元の動きとの違いが鮮明になる。横軸に【2000年代前半から2007年までの上昇率】、縦軸に【2008年初の前年比上昇率】を取ってプロットすると、リーマン・ショック前における地価上昇率が高いところほど2008年の前年比上昇率が高く(図表9①)、2007年時点の地価水準が高いところほどその後1年間の上昇率が高くなる(同②)。この結果は、都内の地価が「地価が上がる地点では更に地価が上がる」、「地価が高い地点は更に地価が上がる」という動きをしていたことを意味する。この他にも、足元では前年比上昇率が15%を超える調査地点は殆どないのに対して(前掲図表7①)、2008年は一年間で20%を超える上昇になった調査地点が商業地のみならず住宅地も多い。都市圏の地価の動きがリーマン・ショック前よりも総じて緩やかという事実は、2018年までのデータを対象に分析した[調査月報 2018年11月号](#)で指摘したが、東京の一部では、2019年において価格上昇率鈍化の動き、すなわち高値警戒感がより鮮明になっている。

図表9 リーマン・ショック前における地価上昇率・地価水準と地価上昇率の関係(東京都)



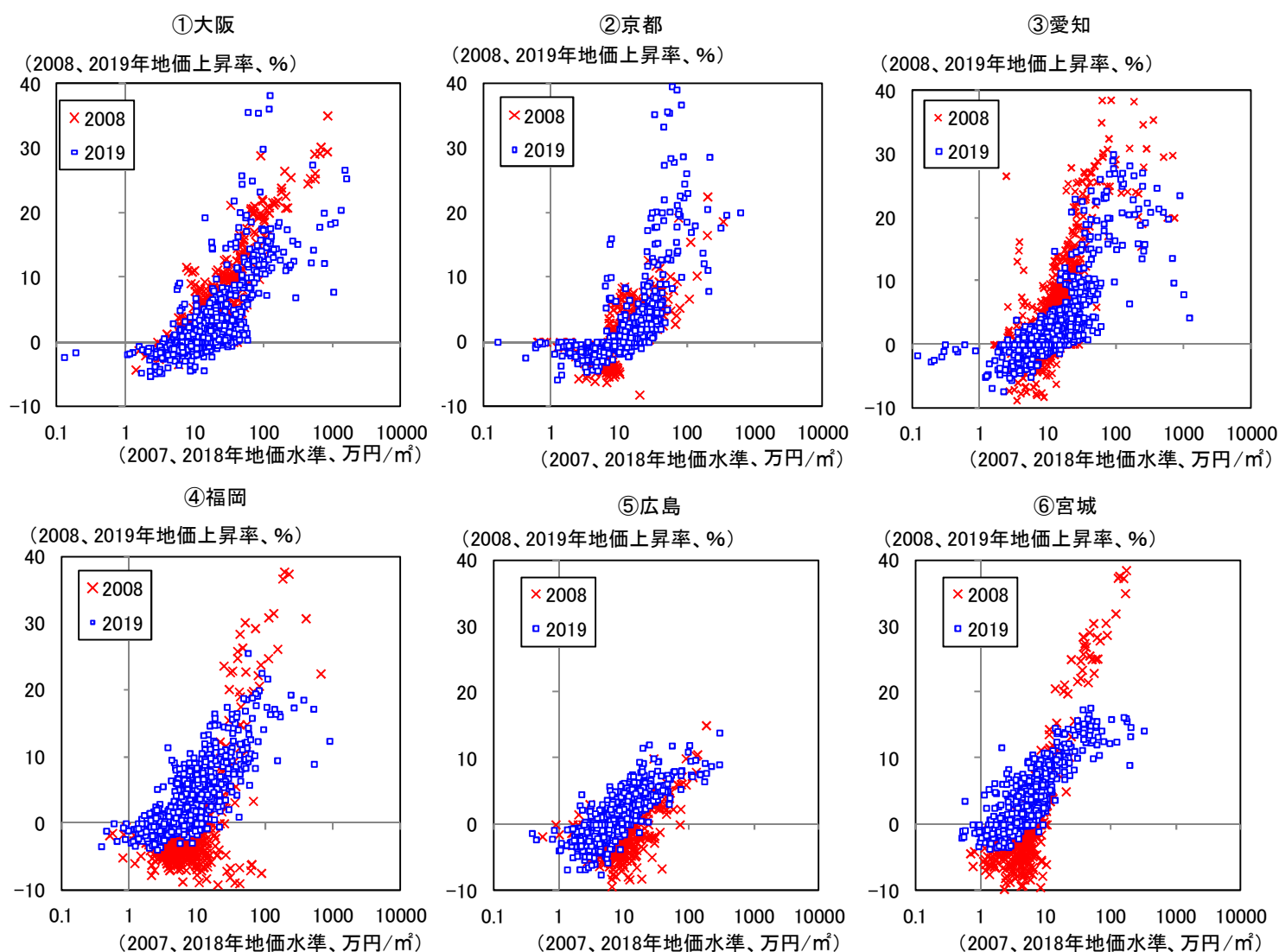
(資料)国土交通省「地価公示」

では、他のエリアはどのような動きになっているだろうか。代表的な府県について、前掲図表8で見た【2018 年初の地価水準とその後1年間の上昇率の関係】と、図表9②に示した【2007 年初の地価水準とその後1年間の上昇率の関係】を比較したのが図表 10 である。この中で、三大都市圏に該当する大阪・京都・愛知のデータを見ると、訪日外国人環境客の大幅な増加が続いている京都は、今なお「地価水準が高いところで上昇率も高い」という関係にあり、リーマン・ショック前と比較しても土地価格の上昇率が全体的に高い。但し、早くから地価上昇が始まっていた愛知(前掲図表3)では、東京ほど明確ではないものの、地価水準の高い調査地点で上昇率が鈍化する動きが見られ、大阪でも、1㎡当たりの価格が 1,000 万円に迫る調査地点の価格上昇率はリーマン・ショック前よりも低くなっている。

そして三大都市圏以外の福岡・広島・宮城のうち、福岡と宮城は、大阪と同様に1㎡当たりの価格が100万円前後の調査地点から、価格上昇率が横ばいになる傾向があり、リーマン・ショック前における同程度の地価の土地よりも上昇率が低くなっている。

こういった材料を踏まえると、地価が高水準まで上昇した土地の高値警戒感は、程度の差はあっても、東京以外の主要都市でも見られ始めているといえよう。

図表 10 2007 年・2018 年初の地価水準とその後 1 年間の地価上昇の関係(主要府県)



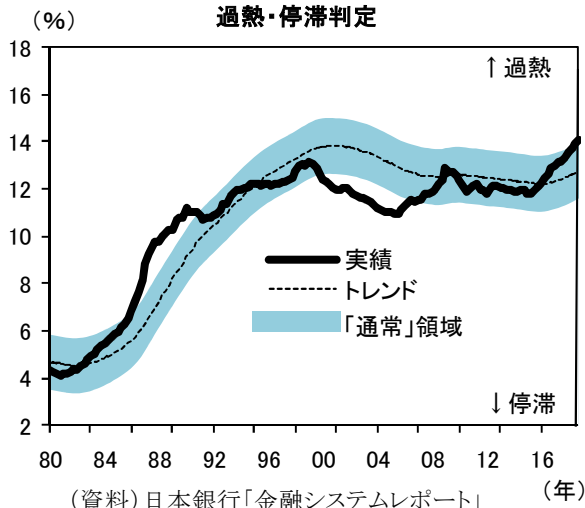
(資料)国土交通省「地価公示」

3. 地価の動きを巡る今後の展望

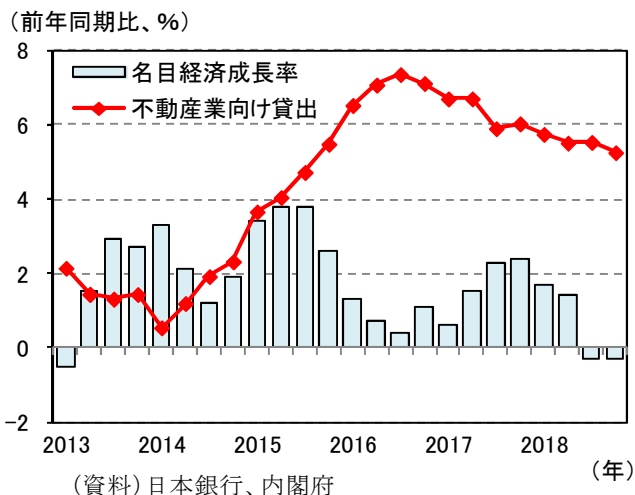
1990年前後のバブル期やリーマン・ショック前の時期の経験則によると、東京の地価は全国に先駆けて上昇してきた。その東京で、地価が一定水準まで回復した土地で高値警戒感が生じて価格上昇ペースが鈍化していることと、三大都市圏以外でも程度の差はあれ同様の傾向が見られることは、地価上昇とともに、それに伴う高値警戒感も拡がり始めたことを示唆している。このことは、不動産価格の過熱を避け、地価の上昇が長期間続く要因になる。

一方で、高値警戒感が出始めた状況下で、何らかの環境変化が発生すると、価格が下落に転じやすくなる。2019年4月の日銀の金融システムレポートで、不動産業向け銀行貸出 GDP 比率が「過熱」の判断になったことは、そのショックの一つになり得るだろう(図表 11)。日銀短観に見る不動産業向けの銀行貸出態度DIはここ2～3年ほど低下しつつあり、不動産業向け銀行貸出の伸び率も低下しているものの、依然として名目成長率を大きく上回っているため、貸出の GDP 比率は上昇が続いてきた(図表 12)。その結果、貸出残高の GDP 比率が「過熱」と判定される状況に至った。

図表 11 不動産業向け銀行貸出 GDP 比率の過熱・停滞判定



図表 12 不動産業向け銀行貸出伸び率と名目成長率



この結果は、一定のルールに基づいた機械的な試算の結果とはいえ、国内金融機関の不動産関連の貸出態度を急激に厳しいものにするを通じて、不動産需要や地価を下振れさせる可能性がある。日銀の金融システムレポートでも、地域金融機関の貸出増加分のうち、不動産業向けの寄与度が他産業よりも大きいことは繰り返し触れられており、また当社調査月報 2018 年 7 月号で、地方の地価がリーマン・ショック前よりも強い動きをしている要因として、景気回復、インバウンド需要と並んで、銀行貸出額の増加を挙げた。こうした材料を踏まえると、地方圏を中心とする今後の地価は、地銀中心とする銀行貸出態度が重要な材料の一つになると見る。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@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。