2019.12　No.92

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

時論

真に必要な「地方創生」とは……1

経済の動き

2019・2020年度の経済見通し
～プラス成長は続くも、国内景気は減速～……3

マネーフローに表れる金融政策の副作用……11

3大都市圏に潜む空き家問題
～懸念されるマンションの空室～……20

時論

真に必要な「地方創生」とは

2015 年度からスタートした「地方創生」、いわゆるローカル・アベノミクスが第二期を迎えようとしている。導入当時は「消滅可能性都市」の試算結果がセンセーショナルに取り上げられ、地方における人口減少、少子・高齢化への問題認識が一気に高まった。こうした危機感が後押しして、東京都中央区を除くすべての都道府県および 1,740 市区町村が「人口ビジョンと地方版総合戦略」を策定、実践してきた。

施行から5年が経過し、有識者会議なども踏まえ、6月に次期「まち・ひと・しごと創生基本方針」が公表された。現在、2020 年度からの次期「全国版総合戦略」の具体的な施策を詰めているところである。

見直しに先立ち、2014 年に策定された現行「全国版総合戦略」の進捗状況も検証されたが、結果は芳しくない。目標毎に設けられた全 131 項目の KPI(主要評価指標)のうち、現時点で評価が困難なものを除く 109 項目中、目標を達成した件数は合計 12 件、割合で 11%に止まる。

4つの基本目標毎に見ると、「①地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする(地方経済活性化)」は 7%、「②地方への新しいひとの流れをつくる(東京一極集中是正)」は9%、「③若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる(少子化・子育て対策)」は 11%、「④時代に合った地域をつくり、安心なくらしを守るとともに、地域と地域を連携する(地方都市再構築)」は 18%となっている。進捗率 50%以上の項目に基準を緩めても、それぞれ 54%、36%、44%、61%であり、状況は厳しい。

確かに、東京一極集中と出生率低下には歯止めが掛かっていない。東京圏(東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県)への日本人移動者は、2018 年まで 23 年連続で転入超過を記録し、2015 年の 11.9 万人から 2018 年の 13.6 万人へと、むしろ超過幅が拡大している。一人の女性が生涯に産む子供の数を示す「特殊合計出生率」は、2005 年の 1.26 をボトムに回復してきたが、2015 年の 1.45 以降、再び低下基調に戻り、2018 年は 1.42 まで後退している。同様に、地方経済活性化と地方都市再構築についても、一定の成功事例は出てきているものの、情勢を反転させるには至っていない。

こうした背景には、一部に高めの目標設定もあったと考えられるが、大半の自治体は最優先課題として取り組んできたはずである。それだけ人口減少、少子・高齢化の勢いが強いということに加えて、そもそもの課題設定にズレがあったのではないだろうか。あるべき「地方創生」の方策について考えてみたい。

まず第一に必要なのは、人口減少を正面から受け止め、その弊害をミニマイズするという発想の転換である。「地方が成長する活力を取り戻し、人口減少を克服する」という地方創生のスローガンを「人口減少を前提としつつも、豊かさを実感できる地方の街づくり」という形に変えていくことに他ならない。

実際、社会保障・人口問題研究所の将来推計人口によれば、今後 2040 年までを見据えると、全国の人口減少は年間 88 万人を超える水準に達する。単純計算ではあるが、これをすべて出生増加でカバーし、人口規模を維持していくためには、2040 年の出生数予想値 74 万人を2倍以上に引き上げる必要がある。また、例えば在留外国人増加で埋め合わせるとすれば、2018 年の純増実績 17 万人を5倍以上に引き伸ばす必要があり、2040 年時点の在留外国人数は約 1,800 万人と現状の6倍を超える水準になる計算である。これらは、いずれも現実的な見積もりとは言えない。

人口減少、少子・高齢化は進行するスピードは緩やかにできても、その流れを反転させたり、克服することはかなり難しい状況である。

そこで第二に必要なのは、地方都市の「コンパクトシティ」化であり、「スマート・シュリンク(賢い縮退)」を計画的に進めていくことである。コンパクトシティとは、徒歩による移動を重視し、住宅・事務所・公共施設などの機能を中心エリアに集積させた都市を指す。2014 年の法改正に基づき、市町村がコンパクトシティを目指す「立地適正化計画」を立案し、居住と都市機能の誘導区域を設けることで、人口の低密度化や思わぬところに空き家・空きビルが生じる、いわゆる「スポンジ化」現象を抑える仕組みである。

5月時点で、250 市町村が本計画を作成、取組みを進めている。2016 年度までに計画作成した都市のうち、69.8%で居住誘導区域内の人口が増加し、63.0%で都市機能誘導区域内の施設が維持・増加した。しかし、誘導区域外での開発届出に対して斡旋・勧告を行った事例は1件(開発継続)に止まり、地価が安く用地が確保し易い郊外開発は続き、肝心の「スプロール化」に歯止めが掛かっていない。

また、コンパクトシティについては、駅前再開発などハコモノ建設での失敗事例が多かったこと、プランや移転に関する合意形成が難航しがちなことなどから、ネガティブな印象を持たれる場合もある。

この点、OECD の報告書「コンパクトシティ政策」では、コンパクト化の利点として、①経済成長への寄与、つまり職住接近や商圏密度改善により労働生産性が上がり、社会資本の維持・管理コストも削減できること、②コミュニティ形成への貢献、つまり人口密度が高いほど市民の交流拡大や文化・スポーツ振興に繋がり、ネットワークや知的資産蓄積の相乗効果も得られること、そして③グリーン経済化の促進、つまり自動車依存度低下や移動短縮により環境負荷が改善し、空き地の緑地化なども期待できること、を挙げている。まさに「豊かさを実感できる街づくり」という前向きな発想である。

公共交通と移転補助金を活用した富山市の手法、土地所有とテナント利用権の分離を核にした丸亀町商店街(高松市)の取組みなど成功事例も積み上がってきている。緊急性の高い防災対策などは最優先し、それ以外の項目は長期的な課題として時間を掛けつつ、着実に推し進めていく必要がある。

その上で第三に必要なのが、自治体の広域連携と行政サービスのスマート化である。コンパクト化は住民サービスやインフラ更新の費用軽減により、地方財政の持続可能性を高める狙いもあるが、各自治体がフル装備を維持したまま、コンパクト化するだけでは限界がある。近隣自治体との相互補完や都道府県レベルでの全体最適化が不可欠である。加えて、タウンマネジメントには相応の専門性が求められ、適切な人材が確保できない恐れもある。その場合、広域連携でカバーすることも選択肢である。

情報通信技術の発展に伴い、自治体の行政手続きや窓口業務などのデジタル化も重要になる。実際、国連の「電子自治体ランキング」では世界 40 都市中、東京が 19 位に止まり、OECD の「デジタル化報告」でも地方を含む公共機関への個人のネットアクセス率は 34 か国中、日本は最下位に甘んじている。街がコンパクト化するとともに、自治体業務も電子化やネット活用による利便性向上を目指す必要があろう。

こうした地方都市再構築に関する課題は、基本方針にも盛り込まれている。但し、基本方針そのものも毎年拡充され、今回はページ数、具体的取組の例示数とも当初の3割増しになっている。重点課題が埋もれてしまわないために、基本方針や総合戦略の絞り込み、コンパクト化も求められよう。

（フェロー役員 調査部長　井上 一幸：Inoue_Kazuyuki@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･2020 年度の経済見通し

～プラス成長は続くも、国内景気は減速～

＜要旨＞

2019 年7～9月期の実質 GDP は4四半期連続のプラス成長となったが、成長率は前期比年率＋0.2%と低いものに留まった。消費税引上げ前の駆け込み需要が小さかったことに加えて、海外経済減速などを背景に財･サービス輸出が減少したことによる。外需のマイナスを内需が支える構図は辛うじて保たれたが、国内景気の減速が続いていることを示す結果であった。

先行き、個人消費と設備投資は増加基調を維持し内需が日本経済のプラス成長を支える姿も維持されるが、その力はさほど強くないため、年度平均で見た成長率は 2019 年度から 2020 年度にかけて低下すると見込む。

更に、最近は緊張緩和に向かっている米中関係が再び悪化に転じるなど、内外の経済金融情勢を悪化させるリスク要因は複数残っている。この先も、海外発の景気下振れリスクを意識せざるを得ない状態が続くだろう。

1. 2019 年7～9月期の景気動向　－国内景気の弱さを示す結果

2019 年7～9月期の実質 GDP は、4四半期連続のプラス成長となったが、その成長率は前期比年率＋0.2%と低いものに留まった(図表1)。輸出が同▲2.6%となり、外需はマイナス寄与となった。海外経済減速で財輸出が低調であったことに加え、インバウンド消費[1]の減少などでサービス輸出がマイナスになったことが影響した。国内では、民間在庫の調整が内需を下押しした。一方で、個人消費は同＋1.4%と消費税引上げ前の駆け込み需要も含めてであるが増加を保ち、設備投資も同＋3.5%と底堅く推移して、内需はプラス寄与を維持した。その結果、外需のマイナスを内需が支える構図は辛うじて保たれたが、国内景気の減速が続いていることを示す結果であった。以下では日本の内需･外需を巡る環境と見通し、そのリスク要因について述べる。

図表1　2019 年7～9月期 GDP 成長率　需要項目別の内訳

（前期比年率%）　（寄与度%ポイント）

	2014	2018		2019			2019
	I	III	IV	I	II	III	III
実質GDP	3.9	▲ 2.0	1.5	2.0	1.8	0.2	0.2
個人消費	8.1	▲ 0.3	1.4	▲ 0.1	2.4	1.4	0.8
住宅投資	7.4	1.5	4.7	4.3	2.0	5.7	0.2
設備投資	9.9	▲ 12.2	13.3	▲ 1.5	2.8	3.5	0.6
在庫変動	－	－	－	－	－	－	▲ 1.2
政府消費	0.9	0.8	3.0	▲ 0.1	4.8	2.2	0.4
公共投資	▲ 2.5	▲ 9.7	▲ 3.8	7.4	8.8	3.4	0.2
輸出	26.2	▲ 7.1	4.6	▲ 7.9	2.0	▲ 2.6	▲ 0.5
（▲輸入）	26.4	▲ 4.9	16.2	▲ 15.6	8.8	0.9	▲ 0.2
内需	4.6	▲ 1.5	3.4	0.5	3.0	0.9	0.9
外需	－	－	－	－	－	－	▲ 0.6

（資料）内閣府『四半期別 GDP 速報』

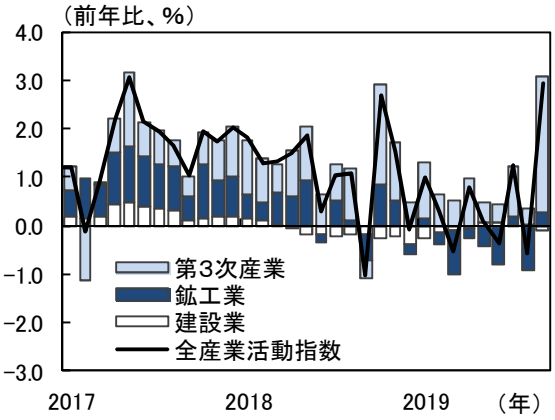
[1] インバウンド消費(訪日外国人の日本国内での消費)は GDP 統計においてサービス輸出に計上される。

2. 内需を巡る環境 －製造業低迷の非製造業への波及は限定的で、内需の拡大は続く

(1)産業別の動向

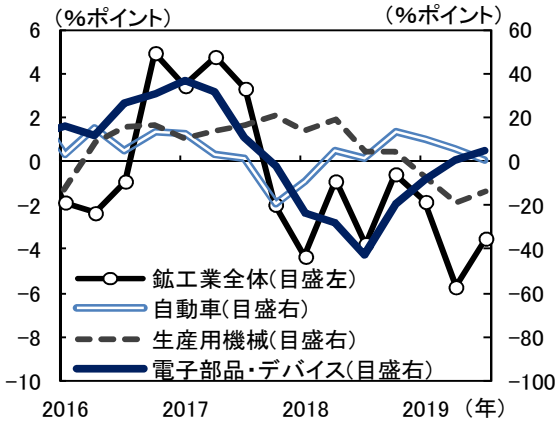
産業別の活動状況を見ると、製造業(鉱工業)の低迷を非製造業(第3次産業)が支える構図が続いている(図表2)。鉱工業生産は、米中摩擦を背景とした海外景気減速の影響を受け、2018 年後半にピークアウトし、2019 年初頭から減少傾向が続いている。出荷・在庫バランスを見ると、低迷する鉱工業の中でも「電子部品・デバイス」では各国で進む5G の商用化などを背景として改善に向かっており、半導体サイクルに底打ちの兆しが見えるが、「生産用機械」では主に中国をはじめとした海外での設備投資の抑制で悪化が続いており、「自動車」も悪化方向へ向かっている(図表3)。鉱工業全体の在庫調整は道半ばであり、当面は生産の伸び悩みが続くと見られる。

図表2 全産業活動指数



(資料)経済産業省『全産業活動指数』

図表3 出荷・在庫バランス



(注)出荷・在庫バランスは出荷(前年比)-在庫(前年比)
(資料)経済産業省『鉱工業指数』

それに対して、第3次産業活動指数は全体の半数以上の業種で事業活動が拡大基調にある(図表4)。産業別の動きを見ると、製造業の生産・輸出の低迷を受けて「卸売」に弱さが見られる(図表5)。一方、高齢化ニーズに対応する「医療・福祉」、スマートフォンの普及やソフトウェア投資の増加等に支えられる「情報通信」などが全体を押し上げている。製造業低迷の非製造業への波及は未だ限定的で、弱い外需を内需が支える GDP(前掲、図表1)と整合的な姿になっている。

図表4 第3次産業活動指数

(注)上昇業種は前年比プラスの最小分類業種。
(資料)経済産業省『第3次産業活動指数』

図表5 第3次産業の産業別動向

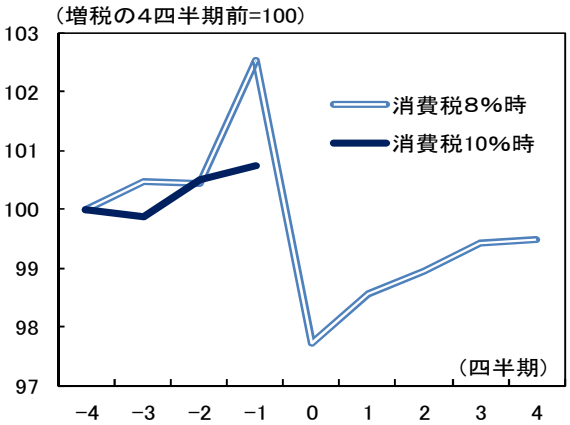
		前年比(%)					寄与度(%ポイント)
業種	ｳｪｲﾄ	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q3
総合	100	0.7	1.6	1.0	0.8	1.9	1.9
卸売	15	-0.7	0.8	-1.3	-1.8	2.8	0.4
医療・福祉	12	1.2	2.9	1.9	2.4	3.3	0.4
生活娯楽	12	-0.9	0.7	2.3	2.7	1.6	0.2
情報通信	11	0.8	2.6	2.2	2.5	3.9	0.4
小売	10	0.4	0.9	0.8	-0.3	2.6	0.3
運輸・郵便	10	0.2	1.1	0.4	-0.3	0.7	0.1
金融・保険	9	3.1	3.3	0.7	-0.1	0.3	0.0
不動産	8	0.3	0.7	1.1	0.1	0.2	0.0
事業所向けｻｰﾋﾞｽ	7	1.9	2.8	3.3	2.3	1.6	0.1
電気・ｶﾞｽ・水道	3	2.8	-2.0	-2.1	0.0	-2.6	-0.1
ﾘｰｽ	3	1.4	0.8	0.1	0.1	1.0	0.0

(資料)経済産業省『第3次産業活動指数』

(2)家計の動向と見通し

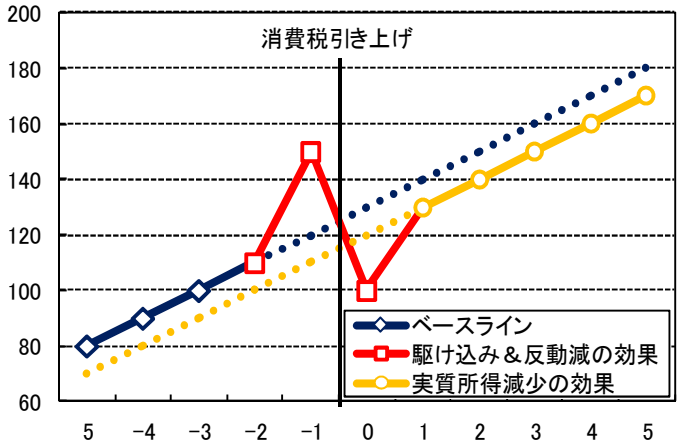
2019年7～9月期の個人消費には、10月からの消費税引上げを前に、耐久財を中心に駆け込み需要が生じた。前回の消費税引上げ前後の動向と比較すると、今回の駆け込みの規模は小さかった(図表6)。食料品等への軽減税率やキャッシュレス決済のポイント還元など政府による駆け込み緩和策の効果や7月の天候不順による消費の下押し等が影響していると見る。

図表6 個人消費の駆け込み状況



(注)実質国内家計最終消費支出の値。
(資料)内閣府『四半期別GDP速報』

図表7 消費に与える消費税増税の効果(イメージ図)

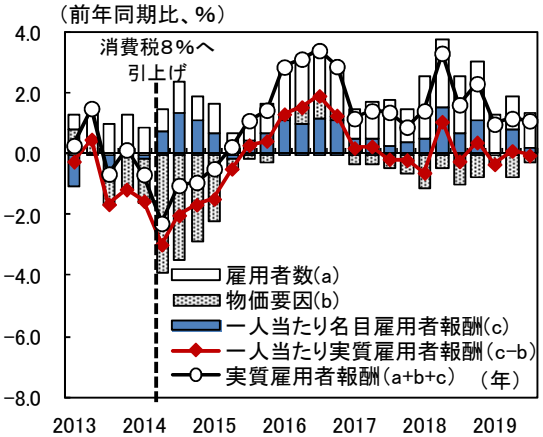


(資料)三井住友信託銀行調査部作成

消費税引上げが今後の個人消費に及ぼす影響は、①需要の先食いによる駆け込み･反動減と②物価上昇に伴う実質所得の減少がある(図表7)。①に関しては、今回の駆け込みが小さかったことから、10月以降現れる反動減も小さくなるであろう。②に関しては、実質所得の下押しにより消費の水準は増税前の水準(ベースライン)から下押しされるが、その後に増加基調を取り戻すかどうかは、家計所得環境と消費マインドといったファンダメンタルズの動向に左右される。

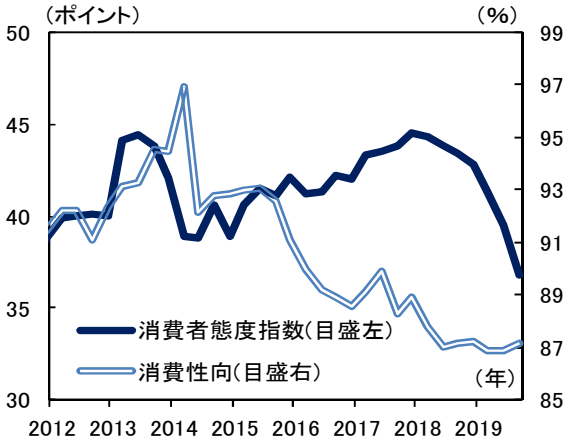
まず家計所得環境は、労働需給の引き締まりを背景に、2014年の前回増税時の環境より良好な状況にある(図表8)。前回は、1人当たり名目雇用者報酬も雇用者数も増税後に明確なプラスであったものの、2013年から進んだ円安による物価上昇が所得を下押しし、実質所得は明確なマイナス圏にあった。これに対して今回は、物価上昇による実質賃金の下押し圧力は小さく、雇用者数の増加も相まって、実質雇用者報酬は増加基調を続けている。

図表8 実質雇用者報酬(寄与度分解)



(資料)内閣府『四半期別GDP速報』
総務省『労働力調査』

図表9 消費者態度指数と消費性向



(注)消費性向は家計最終消費支出(除、帰属家賃)を、名目雇用者報酬で除して算出。
(資料)内閣府『消費動向調査』『四半期別GDP速報』

一方の消費者態度指数(消費マインド)は 2017 年半ばをピークに悪化傾向にある(前頁、図表9)。足元までの低下幅は前回増税時より大きいものの、消費性向はここ 1～2 年は横這いで推移しており、マインド指数の悪化に伴い家計が財布の紐を締めてきたわけではないことが分かる。

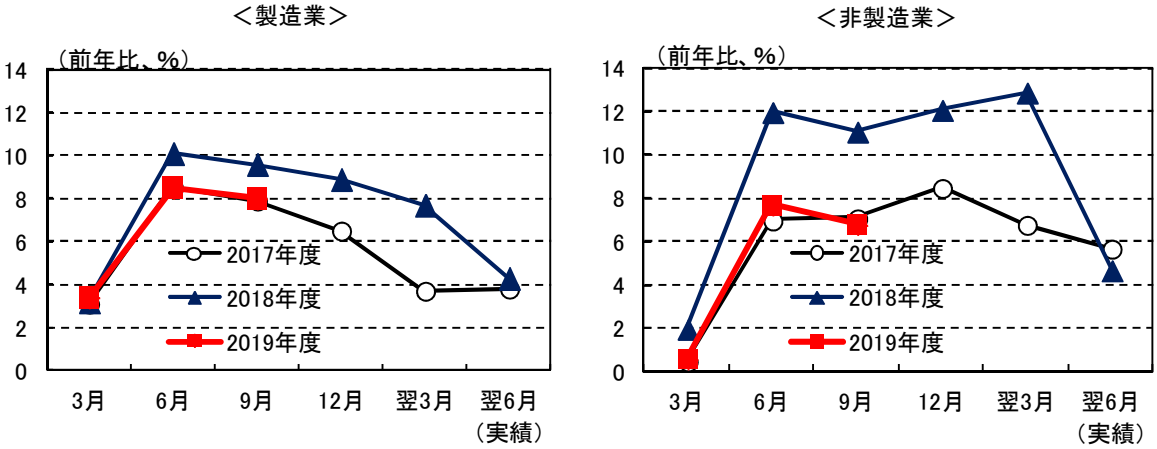
結果として、個人消費の 10～12 月期の反動減はさほど大きくならないと見込む。その後 2020 年にかけても、良好な所得環境に支えられて、緩やかながら増加基調を維持し、経済成長を支え続けると予想する。但し、消費税引上げの影響が残るため、年度平均で見た個人消費の伸び率は 2020 年度で前年比＋0.2%と、2019 年度と同程度に留まるだろう。

(3)設備投資の動向と見通し

設備投資は底堅い推移を続けている(図表 10)。需要が伸び続けている非製造業だけでなく、外需の不振により輸出･生産が低迷する製造業でも、2019 年度の設備投資計画の伸び率は、2018 年度より低いものの 2017 年度並みの水準を維持している。人手不足が深刻化し労働コスト負担も高まる傾向にある中で、製造業･非製造業ともに省力化･効率化投資を増やしていると見られる。

今後は、東京オリンピック関連の設備投資は減速していくものの、人手不足に対応する省力化･効率化投資の他、都市部の駅前再開発投資、5G の商用化や自動運転開発などの新技術関連投資も支えとなり、設備投資はプラスの伸びを続けよう。但し、製造業を中心として輸出と生産の伸び悩みが続く影響を受けるため、伸び率は 2019 年度の前年比＋2.0%から 2020 年度には同＋1.4%と低下しよう。

図表 10 設備投資計画修正パターン(大企業)



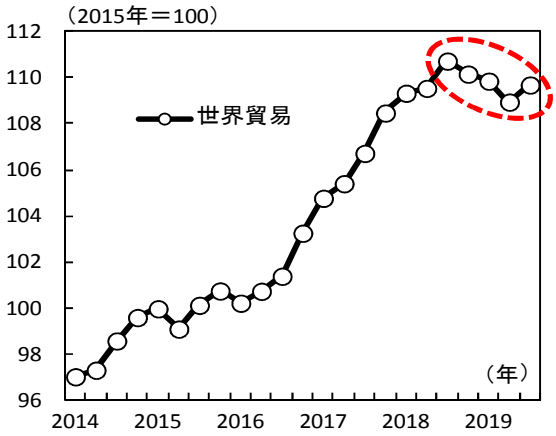
(注)ソフトウェア･研究開発を含む設備投資額(除く土地投資額)の値。
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

3. 外需を巡る環境 －当面輸出の弱さは続く

外需環境が著しく悪化すれば、内需の増加基調は容易に崩れるという見方は、従来から変わっていない。内需の伸びがさほど強くないため、外需環境の更なる悪化による輸出減少ペースの加速やリスクオフによる円高が進むと、国内企業･家計のマインド悪化等を通じて、内需の伸びも容易に下振れてしまう。内需の緩やかな拡大が続くためには、外需環境が現状よりも大幅に悪化しないことが必要である。この観点から外需環境について確認する。

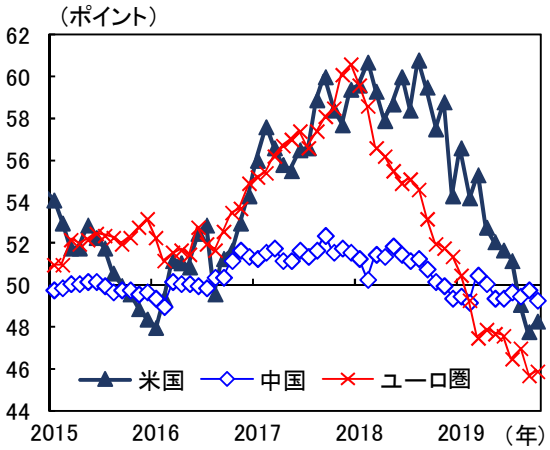
米中摩擦や英国の EU 離脱など保護主義的な動きを背景に、世界の貿易量は 2018 年後半からピークアウトしており(図表 11)、日本の主要な輸出先である米国･中国･ユーロ圏では、共通して製造業の景況感の悪化が続いている(図表 12)。10 月に公表された IMF の世界経済見通しにおいても、世界貿易の停滞を主因に米国などの一部地域を除いて 2019 年度の実質 GDP 成長率は軒並み下方修正された。

図表 11 世界貿易量



(注)2019 年第3四半期は7～8月平均値。
(資料)オランダ経済統計局

図表 12 製造業の景況感指数



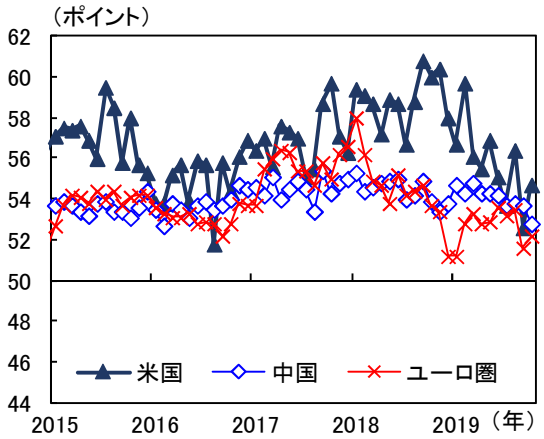
(注)米国は ISM、中国･ユーロ圏は PMI。
(資料)Quick Factset、CEIC

中国では、2017 年から続く過剰債務の削減(デレバレッジ政策)が成長率を低下させる中で、米中摩擦に起因する不透明感の高まりが輸出や製造業中心とする設備投資を更に下押しし、2019 年7～9月期の実質 GDP 成長率は前年同期比＋6.0%まで低下した。

ユーロ圏では、中国向けの輸出が伸び悩んだところに、英国の EU 離脱問題の混迷が相まって、欧州域内の貿易も下押しし、中国以上に製造業部門の景況感悪化が深刻になっている。そして、製造業が弱いのは米国も例外ではなく、ISM 製造業指数は好不況の分かれ目とされる「50」を下回っている(図表 12)。

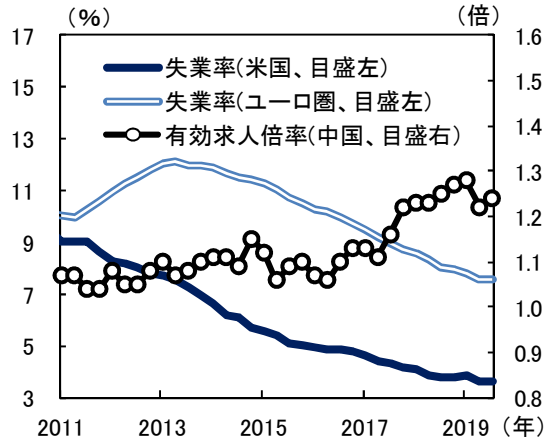
しかし、各国ともに非製造業は製造業に比べると底堅い動きを続けており、失業率が低水準のまま推移するなど雇用環境が堅調さを保っている点は、共通している(図表 13、14)。製造業の悪化が非製造業に及ぼす影響は今のところ小さく、内需は腰折れしていない。

図表 13 非製造業の景況感指数



(注)米国は ISM、中国･ユーロ圏は PMI。
(資料)Quick Factset、CEIC

図表 14 主要経済圏の雇用環境



(資料)CEIC

この姿が今後も維持されれば、世界経済の全面的な景気後退には至らず、現在低迷している各国の製造業も、一段の悪化は回避され、先に見た日本の「電子部品・デバイス」の出荷・在庫バランスにも見られる半導体サイクルの改善に続いて、他の業種でも在庫調整の進捗などから回復に向かうと見込む。その結果、日本の輸出は当面弱い動きが続くが 2020 年半ば頃には下げ止まると見る。但し、世界貿易を巡る不確実性はなお高い状況が続くため、その後の持ち直しペースは緩やかなものに留まるだろう。財・サービス輸出の伸び率は 2019 年度の前年比▲1.5%から 2020 年度には同＋0.7%とプラスに転じるものの、GDP への寄与度では 2019 年度の▲0.3%ポイントから 2020 年度は同0%ポイントと、日本の成長率を押し上げるには至らないと見込んでいる。

4. 日本経済見通しのまとめ、リスク要因

先行き、米中摩擦とそれに伴う不確実性の高まりにより、世界的な貿易・生産の低迷と製造業の景況感の悪化は続き、日本の輸出環境は弱い状況が続くであろう。しかし、主要経済圏で非製造業と雇用情勢が底堅い状態を維持し、全面的な景気後退局面入りを回避することで、各国の製造業も、半導体サイクルの改善に続いて、徐々に回復に向かって行く。こうしたシナリオを前提に、2020 年半ば頃には日本の輸出環境も底打ちすると見る。

国内の個人消費は、2019 年 10～12 月期に消費税引上げ後の反動減が現れるが、良好な所得環境が支えとなり腰折れは回避され、緩やかながら増加基調が続く見通しである。設備投資も引き続き人手不足を背景とした省力化・効率化投資などが支えとなり底堅く推移するであろう。その結果、内需が日本の経済成長を支える姿は保たれるが、その力はさほど強くならない。このため、年度平均で見た日本の実質 GDP 成長率は、2019 年度が前年比＋0.6%、2020 年度が同＋0.4%と予測する。

こうした基本的見通しを下振れさせるリスク要因は、海外を中心に複数存在する。見通し期間を通じて、景気が後退局面に入るリスクを意識せざるを得ない状態が続くだろう。

(1)米中間合意の破談、更なる関係悪化

米中間の貿易交渉では、10 月上旬に「第一段階の合意」に達し、米国は 10 月半ばに予定されていた追加関税率引上げ延期、中国は米国からの農産品輸入拡大で合意した旨が公表された。今のところは、正式合意に向けて内容の最終調整や米中首脳会談の日程調整などが進められていると見られるが、破談となった場合には、12 月に予定される米国の中国に対する追加関税が発動され中国経済を下押しし、日本の輸出環境の底打ちは更に遅れることになる。

もう少し長い目で見ても、米中対立の芽は貿易面に留まらない。現在、トランプ大統領は大統領選に向けた有権者へのアピールのため中国との合意に努めているが、国内へのアピールのために中国に強い姿勢を示す方針に転じれば、米中関係は再び悪化して世界経済への悪材料になる。この点では、香港で続くデモに対して、人権擁護の面から米国が中国に強い要求を突きつけ、中国が反発することもリスクシナリオの1つといえる。

(2)円高の進行

欧米の中央銀行が利下げに動く中で、日本銀行が金利を据え置く状況は、海外との金利差を縮小させ円高をもたらす要因となる。足元のドル円レートは、米中摩擦の緩和期待や底堅い米国経済などに支えられ、108～109 円前後で落ち着いている。しかし、米中関係が再び悪化すれば、金融市場はリスクオフに傾き、再び金利差縮小が意識され、円高が進む可能性がある。海外経済の減速に円高が重なることで日本の輸出環境には二重の重石と成り得る。

加えて、株価下落など金融市場の混乱で消費マインドが悪化すれば、個人消費は消費税引上げに伴う反動減から立ち直らず低迷が長期化する。また企業がマインドの悪化で設備投資とともに人件費を減らすことになれば、家計所得環境の悪化で個人消費の低迷に拍車がかかるだろう。

(3)インバウンド消費の減少

インバウンド消費が GDP 統計上含まれる輸出に占める割合は、足元で4～5%程度まで拡大しており、景気へ与える影響力は徐々に高まってきている。2019 年7～9月期のインバウンド消費およびサービス輸出は前期比マイナスとなった。徴用工訴訟に端を発する日韓関係の悪化により、韓国人訪日客は 10 月に前年同月比▲65.5%と大幅な減少となり、訪日外客数全体の伸び率も同▲5.5%の減少となっている。また円高の進行が重なった場合には、訪日外国人の減少に加えて一人当たりの消費額も下押しされ、インバウンド需要の減少が7～9月期と同様にサービス輸出の減少を通じて、今は底堅い非製造業と国内景気への下押し圧力になる。

（調査部　経済調査チーム　岩橋 淳樹：Iwahashi_Junki@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。

総括表　2019・2020年度の経済見通し

（作成日：2019年11月22日）

	2019年度		2020年度		2019上	2019下	2020上	2020下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質･2011年基準＞								
国内総支出	538.9	0.6	540.7	0.4	0.7	-0.6	0.4	0.4
					1.3	-0.1	-0.2	1.1
民間最終消費	300.8	0.2	301.4	0.2	0.8	-1.3	0.6	0.4
					1.1	-0.5	-0.6	1.0
民間住宅投資	15.6	1.4	15.0	-3.9	1.7	-2.4	-2.3	-0.9
					3.6	-0.6	-4.7	-3.1
民間設備投資	89.1	2.0	90.4	1.4	0.9	0.7	0.8	0.5
					2.3	1.7	1.5	1.3
民間在庫品増加(実額)	0.5	寄与度 -0.2	0.0	寄与度 -0.1	1.0	-0.1	0.0	0.0
政府最終消費	109.8	2.3	111.0	1.1	1.4	0.7	0.5	0.5
					2.3	2.2	1.3	1.0
公的固定資本形成	25.8	3.3	25.9	0.4	3.5	0.8	0.0	0.3
					2.6	3.9	1.0	-0.1
財貨･サービス輸出	91.5	-1.5	92.1	0.7	-0.9	-0.5	0.4	0.9
					-1.7	-1.3	-0.1	1.5
財貨･サービス輸入	94.5	-0.1	95.0	0.6	0.1	-1.4	0.9	0.7
					1.1	-1.3	-0.5	1.6
内需寄与度	0.9	民需 0.3	0.3	民需 0.1				
外需寄与度	-0.3	公需 0.6	0.0	公需 0.2				
＜名　目＞								
国内総支出	559.3	1.6	565.2	1.0	1.0	0.6	0.2	1.0
					1.6	1.6	0.9	1.2
ＧＤＰデフレーター	103.8	1.0	104.5	0.7	0.5	1.5	1.0	0.4
企業物価　＊(15年=100)	101.6	0.0	101.8	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.3
輸出物価　＊(15年=100)	94.5	-2.0	94.4	-0.1	-3.9	-0.1	-0.2	0.0
輸入物価　＊(15年=100)	94.1	-5.7	91.4	-2.8	-5.5	-5.8	-3.6	-2.1
消費者物価　＊(15年=100)	101.9	0.7	102.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.3
鉱工業生産　＊(15年=100)	101.6	-2.1	101.4	-0.2	-1.6	-2.6	-1.3	0.9
失業率　(%)	2.4	-0.1	2.4	0.1	2.3	2.4	2.4	2.5
雇用者数　＊(万人)	6,016	1.0	6,059	0.7	1.1	0.9	0.7	0.7
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	0.4	―	0.4	―	0.5	0.3	0.3	0.5
新設住宅着工戸数（万戸）	88.7	-6.9	84.7	-4.5	90.8	86.5	85.2	84.2
貿易収支　(10億円)	1,125	―	2,766	―	-24	1,149	1,447	1,319
輸出　＊(10億円)	76,708	-4.5	76,522	-0.2	-6.1	-2.9	-1.4	0.9
輸入　＊(10億円)	75,583	-5.1	73,756	-2.4	-3.3	-6.8	-5.3	0.4
第一次所得収支　(10億円)	21,216	―	22,002	―	11,308	9,908	11,629	10,372
経常収支　(10億円)	21,401	―	24,537	―	10,338	11,063	12,651	11,886
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	1031.9	2.3	1054.5	2.2	2.4	2.3	2.2	2.2
ドル/円レート (円、期中平均)	108.2	―	107.0	―	108.6	107.8	107.3	106.8
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	67.6	―	65.0	―	69.2	65.9	65.1	64.8
米国実質GDP(10億ドル)	19,068	2.3	19,445	2.0	2.3	2.0	2.0	2.0

（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。2019年10月に消費増税を見込む。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

（期間平均値）

	2019/4-6	7-9	10-12	2020/1-3	4-6	7-9	10-12	2021/1-3
コールレート(無担保･翌日)	-0.06	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
10年国債利回り	-0.07	-0.19	-0.16	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
ドル/円レート	109.9	107.3	108.0	107.7	107.4	107.1	106.9	106.6
			→予測					

マネーフローに表れる金融政策の副作用

＜要旨＞

2013 年3月の質的・量的金融緩和（いわゆる異次元緩和）を皮切りに、日銀は6年半に渡って異例の超金融緩和を継続してきた。

この結果、わが国のマネーフロー、マネーストックには、①金融部門主導による実態経済を大きく上回る金融資産の膨張、②金融市場のかく乱要因となりかねない巨額の日銀預け金の滞留、③外形上明らかな財政ファイナンス、④「貯蓄から投資へ」から遠ざかる家計、⑤金融機関と日銀に頼った株式・投資信託への投資、⑥マイナス金利の国債投資を増やす海外マネー、⑦特定セクター向けに依存した民間金融機関の貸出の増加－という事象が定着した。

これらは、異例・不自然なもの（④、⑤、⑥）、過去事例がなくリスクの想定や把握が難しいもの（①・②）、想定されるリスクがさらに膨れ上がるもの（③・⑦）であり、いずれも持続可能性に疑念があるものであり、現行金融政策がもたらした副作用であり、金融の不均衡でもある。

米中貿易摩擦の激化による世界経済の減速、米国 FRB の利下げ再開等を背景に、日銀はマイナス金利深掘りも辞さない姿勢を見せているが、上記の状況を鑑みると、行き過ぎた円高を食い止めるのに真に効果的であればともかく、マイナス金利の深堀りは、もはや無用にして不要であろう。

1．はじめに

日本銀行の金融政策は、2013 年3月の質的・量的金融緩和（いわゆる異次元緩和）を皮切りに、マイナス金利の導入（2016 年1月）、イールドカーブ・コントロール（2016 年9月）、オーバーシュート型コミットメント（同）、政策金利のフォワードガイダンス（2018 年7月）など、踏み込んだ金融緩和策（以下、一括して現行金融政策と呼称）を次々と打ち出してきた（図表1）。

こうした6年半に渡る異例の超金融緩和が継続する中、長短金利ともマイナス圏に突入するも、「物価上昇率2%目標」は依然未達であり、現行金融政策の限界も指摘されているが、以下ではマネーフロー、マネーストックという領域にはどのような変化が生じてきたのか、不自然な事象が表れているのか、いかなる不均衡やリスクが蓄積されつつあるのかを確認するとともに、現行金融政策の評価を試みたい。

なお、以下の分析における金融資産とは、日銀「資金循環統計」におけるすべての部門（金融・非金融法人企業・一般政府・家計・対家計民間非営利団体・海外）を対象とし、金融資産全体とはすべての部門の金融資産を合計したものであり[1]、マネーストック統計（M1～M3、広義流動性

[1] 例えば、家計の預貯金という金融資産は銀行の負債となり、銀行はこれを元手に企業に対して貸出という金融資産を積み上げ、企業は銀行借入という負債を元手に対外直接投資等の金融資産を積み上げるという具合に、資金循環統計の各部門の金融資産を単純合計すると重複計算のような形となる。しかし家計・銀行・企業はそれぞれ資金調達・運用において自主裁量権を持つ経済主体であって、単なる運用受け皿ではないため、ここでは相殺消去せずグロス集計した。

等）が対象外としている金融部門や海外部門（非居住者）も含むものである。

これは、①現行金融政策が日銀のバランスシートの拡大を起点としていること、②今日の金融市場の不安定性や金融の不均衡は、金融部門の肥大化に起因する面が強いこと、③金融のグローバル化の進展とその影響を勘案すると、海外部門の国内からの資金調達、国内への資金運用を把握することは不可欠であること－等から、国内非金融部門に金融部門と海外部門も加えた視点から分析することが有益と考えられるためである。

図表1　　日本銀行の金融政策の変遷

決定日	政　策　骨　子
2013年 4月4日	**●「質的・量的金融緩和」の導入** ・マネタリーベースを操作目標に（年間増加額60～70兆円）。 ・長期国債保有残高年間約50兆円増加。 ・ETF年間約1兆円、J-REIT同約300億円へ買入拡大 ・銀行券ルールの一時停止。
2014年 10月31日	**●「質的・量的金融緩和」の拡大** ・マネタリーベースの増加額の拡大（年間約80兆円）。 ・長期国債買入拡大（保有残高年間約80兆円増加）。 ・ETF保有残高年間3兆円増、J-REIT同900億円増へ買入拡大
2016年 1月29日	**●「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入** ・日銀当座預金の一部に▲0.1%のマイナス金利導入。 ・マネタリーベース（年間約80兆円増）、長期国債（保有残高年間約80兆円増）、ETF（同約3兆円増）、J-REIT（同900億円増）の買入ペース維持。 ・長期国債の買入平均残存期間を7～12年程度に。 ・CP約2.2兆円、社債約3.2兆円の残高維持。
2016年 7月29日	**●ETF買入額の増額** ・ETF買入ペースの拡大（保有残高年間約6兆円増）。
2016年 9月21日	**●「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）付き量的・質的金融緩和」の導入** ・長期金利がゼロ%程度で推移するように長期国債を買入。 ・長期国債の買入ペースを保有残高約80兆円増をメドとし、金利操作を実現するように運営。平均残存期間の定めは廃止。 ・ETF保有残高年間約6兆円、J-REIT同約900億円増のペースで買入。 ・CP約2.2兆円、社債約3.2兆円の残高維持。 **●オーバーシュート型コミットメント** ・2%物価安定目標が安定的に持続する時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。
2018年 7月31日	**●政策金利のフォワードガイダンスの導入** ・現行政策を維持。 ・長期国債買入は、保有残高約80兆円増をメドとしつつ弾力的に実施。 ・マイナス金利適用政策金利残高（約10兆円）を減少。
2019年 4月25日	**●強力な金融緩和の継続に関する諸措置** ・日銀適格担保の信用力要件の緩和（BBB格以上）。 ・ETF貸付制度の導入。 ・国債補完供給の要件緩和。

（資料）日本銀行資料

2．金融部門主導による金融資産の膨張

2013年以降の現行金融政策の下、マネーフロー、マネーストック面では次のような変化・特徴が指摘できる。

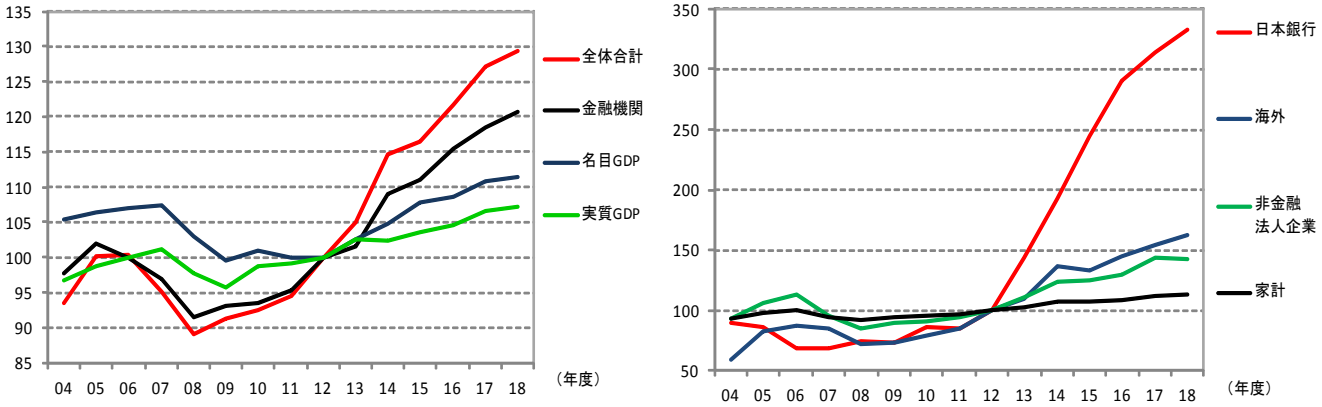
第1は、金融部門（日銀及び金融機関）が主導する形で、実態経済を大きく上回るペースで金

融資産が大幅に拡大したことである。

各部門の金融資産並びに名目・実質GDPの推移を、現行金融政策が始まった2013年度期初を100とした指数で見ると(図表2)、2013年度以降は金融資産全体の伸びが一段と高まり(2018年度:129.4)、実態経済の動きを示す名目GDP(同:111.3)・実質GDP(同:107.3)の伸びを大きく上回り、その差はなお広がりつつある。

経済主体別で見ると、日銀が負債(マネタリーベース)・資産(国債)とも大幅に増やしたことを反映して著増し(同:332.9)、金融機関(日銀除く、以下同じ)も預金取扱機関を中心に増加し(同:120.6)、名目・実質GDPを上回る伸びとなった。非金融部門では、家計(同:112.9)はやや低い伸びに止まったが、海外(同:162.3)、非金融法人企業(同:142.2)は全体を上回る伸びとなった。

図表2　　経済主体別金融資産と名目・実質 GDP の推移
(2013 年度期初＝100)



(資料)日本銀行「資金循環統計」

金額ベースで見ると、金融資産全体は1,954兆円増(2013年度期初:6650兆円→2018年度末:8,604兆円)となったが、このうち52%に当たる1,015兆円は金融部門(日銀:410兆円増、金融機関:605兆円増)の増加によるものとなった(次頁図表3)。

日銀が相当部分のウェイトを占めるとともに、伸びは特段高いものでなかった金融機関も金額ベースにおける寄与度は大きかった。

こうした金融資産の増加が、実際の資金流出入によるものか、評価損益(キャピタルゲイン／ロス)によるものかについて見ると、金融資産全体の増加1,954兆円のうち、資金流入は1,459兆円、評価損益は496兆円であり、75%はピュアな資金流入によるものであった(次頁図表3)。金融資産の増加の過半を占めた金融部門においては、金融資産の増加1,015兆円のうち、906兆円は資金流入によるものであった(日銀:382兆円、金融機関:524兆円)。

このように金融資産の高い伸びの大半は資金流入によるものであり、バブル的な資産価格の上昇に頼ったものではなく、異常な膨張とまでは言えないが、日銀が大きなウェイトを占める形での金融部門主導の金融資産の拡大は異例の姿と言える。

図表3　　金融資産の推移と変動要因（経済主体別）

（兆円）

	金融資産残高合計	日銀	金融機関(除く日銀)	預金取扱機関	国内銀行	証券投資信託	保険･年金基金	中央政府	社会保障基金	非金融法人企業	家計	海外
2013年度初（兆円）	6650.2	176.0	2929.5	1641.0	933.2	115.4	579.5	230.3	218.5	875.8	1643.0	432.2
2018年度末（兆円）	8604.4	585.7	3534.4	1969.6	1108.1	225.4	662.5	249.7	265.6	1244.9	1855.0	701.4
増加率(%)	29.4	232.9	20.6	20.0	18.7	95.3	14.3	8.4	21.5	42.2	12.9	62.3
寄与度	29.4	6.2	9.1	4.9	2.6	1.7	1.2	0.3	0.7	5.6	3.2	4.0
増加額（兆円）	1954.2	409.8	604.9	328.6	174.9	110.0	83.0	19.4	47.1	369.1	212.0	269.1
資金増減	1458.5	381.7	523.8	354.5	201.3	100.1	15.1	−2.8	7.6	210.4	109.7	200.8
評価損益	495.7	28.1	81.1	−25.9	−26.4	9.9	67.9	22.2	39.4	158.7	102.3	68.4

（資料）日本銀行「資金循環統計」

3．拡大する日銀預け金と内包するリスク

第2は、金融資産別では日銀預け金（336 兆円）と流動性預金（233 兆円）が大幅に増加していることである（次頁図表4）。

日銀預け金は、日銀がインフレ期待を醸成すべくマネタリーベース拡大策を行ったことによる“意図したもの”であるとは言え、金融機関による投融資には当面使われない滞留色の強い資金である。また、流動性預金はリスク回避色・待機色の強い資金である。こうした性格の資金が金融資産増加分（1,954 兆円）の3割、そのうちの資金流入分（1,459 兆円）の4割弱を占めるというのは不自然な姿であろう。

のみならず、日銀のバランスシート（ひいては日銀預け金）縮小が途上である段階で、インフレ期待やそれが誘発する資金需要が急速に高まった際には、日銀預け金は金融機関による大量の投融資原資となり、あるいは日銀当座預金の付利金利の引き上げを強いられ、金融市場のかく乱要因、インフレの加速要因となるリスクを内包すると考えられる。

だが、この点は過去に事例がなく、その姿・可能性は見極めにくいという不確実性を有する。

流動性預金の大幅な積み上がりは、これを保有する家計の慎重な資産運用スタンス、企業の手元流動性確保の財務戦略を映じたものであるが、こうした運用姿勢はマイナス金利が導入された 2013 年度以降、むしろ強まっている。すなわち、企業の流動性預金の積み上げは、それまでの年度平均5～6兆円程度から同 10 兆円程度に増加し、家計は同 14 兆円程度からマイナス金利導入後には同 26.5 兆円に増加している（次頁図表5）。

マイナス金利は、家計のポートフォリオ・リバランスを促すこともなければ、企業の投資マインドを喚起することもなく、逆効果だったとさえ言える。

4．強まる財政ファイナンスの姿

第3は、2013 年度以降は財政ファイナンス色が一段と強まったことである。

すなわち、①中央政府は資金不足とほぼ同額を国債による資金調達（ネット）によって賄い、

②日銀は日銀預け金によって調達した資金をほとんど国債買入に振り向け、③2013 年度以降は、日銀の国債買入額は中央政府の国債による資金調達額を上回り続けている。

現行金融政策における日銀による長期国債保有残高の大幅増加策については、当初から事実上の財政ファイナンスとの懸念・批判はあったが、日銀が国債を直接買い入れているわけでないとは言え、上記の姿は、財政ファイナンスそのものと言える（次頁図表6）。

図表４　　金融資産の推移と変動要因（金融資産別）

（兆円）

	金融資産残高合計	現金・預金				貸出			
			日銀預け金	流動性預金	定期性預金		民間金融機関	公的金融機関	非金融機関貸出
2013年度初（兆円）	6650.2	1403.8	58.1	505.5	676.3	1409.9	716.9	287.8	134.1
2018年度末（兆円）	8604.4	2037.4	393.9	738.3	690.0	1672.9	870.8	256.0	181.5
増加率(%)	29.4	45.1	577.6	46.1	2.0	18.6	21.5	−11.0	35.4
寄与度	29.4	9.5	5.0	3.5	0.2	4.0	2.3	−0.5	0.7
増加額（兆円）	1954.2	633.6	335.8	232.8	13.7	262.9	154.0	−31.8	47.4
資金増減	1458.5	633.1	335.8	232.8	13.7	257.4	162.6	−32.0	33.5
評価損益	495.7	0.5	0.0	0.0	0.0	5.6	−8.6	0.2	14.0

	債務証券			株式・投資信託			保険・年金	対外直接投資	対外証券投資
		短期国債	国債・財投債		株式	投資信託			
2013年度初（兆円）	1272.6	162.0	812.8	870.3	755.3	115.0	533.8	92.7	433.1
2018年度末（兆円）	1469.4	97.4	1028.2	1411.4	1190.4	221.0	555.3	176.1	601.8
増加率(%)	15.5	−39.8	26.5	62.2	57.6	92.1	4.0	90.0	38.9
寄与度	3.0	−1.0	3.2	8.1	6.5	1.6	0.3	1.3	2.5
増加額（兆円）	196.8	−64.5	215.4	541.2	435.1	106.0	21.5	83.4	168.7
資金増減	153.4	−64.5	173.7	106.4	12.7	93.7	16.8	100.4	120.1
評価損益	43.4	0.0	41.7	434.8	422.4	12.3	4.7	−17.0	48.6

（資料）日本銀行「資金循環統計」

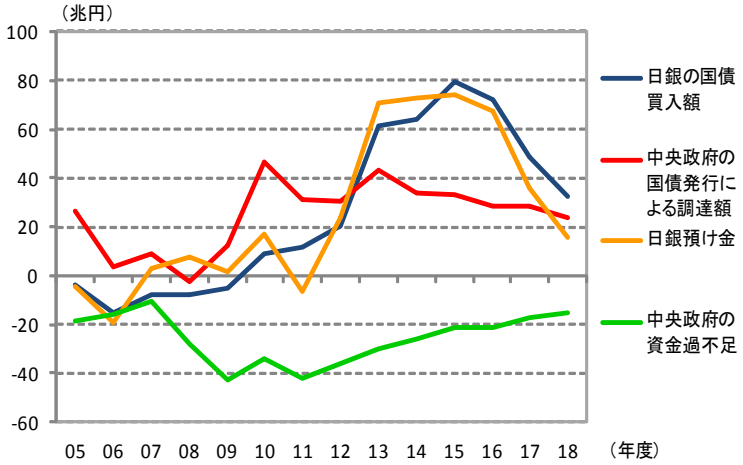
図表５　　部門別・形態別資金運用金額の推移
（年度平均）

（兆円）

年　　度	2010-2012	2013-2018		
			2013-2015	2016-2018
非金融法人企業	22.3	35.1	31.1	39.1
現金・預金	8.7	11.2	11.0	11.4
流動性預金	5.5	10.0	9.0	11.0
対外直接投資	7.0	13.6	11.7	15.5
対外証券投資	4.7	5.6	4.6	6.7
家計	17.5	18.3	15.0	21.5
現金・預金	16.2	18.8	17.4	20.2
流動性預金	13.7	20.7	15.0	26.5
株式等	−0.2	−4.3	−5.2	−3.3
投資信託等	0.4	1.1	3.5	−1.3
保険・年金	4.3	4.3	3.6	5.0

（資料）日本銀行「資金循環統計」

図表6　　中央政府の国債発行と日銀の国債買入の推移



（資料）日本銀行「資金循環統計」

5．本来の姿からかけ離れる「貯蓄から投資へ」

第4は、「貯蓄から投資へ」の姿が複雑化し、本来の姿とは、かけ離れたものになっていることである。

すなわち、①「貯蓄から投資へ」の主な受け皿たる「株式・投資信託」の残高は2013年度期初の870兆円から2018年度末の1,411兆円へと541兆円増加しているが、その8割は評価益（キャピタルゲイン）によるものである（前頁図表4）、②資金流入は106兆円と流動性預金（233兆円）の半分以下であり、その大半（94兆円）は投資信託に向かい、投資した主な主体は日銀と金融機関である（図表7）、③投資信託に集まった資金が株式に向かう比率は上昇し続けており、日銀と金融機関のマネーが株式の実質的買い手となっている（図表8）、④この間家計は、もともと売り越し超過だった株式に加えて、投資信託も2016～2018年度では年度平均▲1.3兆円の売り越し超となり、「投資から貯蓄へ」の動きとなっている（図表7）－という姿である。

金融機関の投資信託への投資が増えたのは、現行金融政策によって貸出金利ザヤが極限まで圧縮され、運用難に直面して追い込まれた面が強い（特に地域金融機関）。また、日銀の投資信託への投資が増え、同時に投資信託から株式への投資が増加したのは、日銀が現行金融政策の一環としてETFを大量に買い入れたためであり、リスク・リターンバランスを考えたピュアな投資判断とは言い難い。

図表7　　投資信託の投資主体と投資額の推移（年度平均）

（兆円）

年　度	2010-2012	2013-2018		
			2013-1015	2016-2018
投資金額合計	2.1	15.6	16.1	15.2
日銀	0.6	3.9	2.1	5.8
金融機関	1.1	10.2	10.0	10.5
家計	0.4	1.1	3.5	-1.3

（資料）日本銀行「資金循環統計」

図表8　　投資信託の運用先の推移（年度平均）

（兆円）

年　度	2010-2012	2013-2018		
			2013-2015	2016-2018
運用金額計	3.4	16.7	16.7	16.7
現金・預金	0.1	1.4	0.7	2.1
債務証券	0.5	1.6	4.0	-0.7
株式	0.5	4.5	3.3	5.7
対外証券投資	1.1	5.8	7.3	4.3

（資料）日本銀行「資金循環統計」

なお家計は、前述のように流動性預金を大幅に積み上げたが、「保険・年金」とりわけ「保険」には相応の資金を振り向けており（2016～2018 年度：年度平均 5.0 兆円）、これには資産運用色の強い保険商品も含まれていると見られる（前出図表5）。

このように、わが国マネーフロー全体としてみれば、「貯蓄から投資へ」がまったく停滞したわけではないが、投資に向かった原資は日銀マネーと金融機関マネーであり、「貯蓄から投資へ」が本来企図しているような家計が自らの判断で貯蓄から投資にマネーを振り向けるものではなく、家計金融資産の構成の変化を伴うものでもなかった。

6．マイナス金利の国債投資を増やす海外マネー

第5は、国内から海外へ流出するマネー（＝海外部門による国内からの資金調達）も、海外から国内に流入するマネー（＝海外部門による国内における資金運用）も増加していること－言わば金融のグローバル化がさらに進展していることである。

海外部門による国内からの資金調達の推移を見ると、2013 年度以降は年度平均 49 兆円と、その前（2010～2012 年度）の 30 兆円台前半からさらに弾みがついている。邦銀からの借入、邦銀や投資信託からの証券投資受入れが増加し、とりわけ日本企業からの直接投資受入れが著増している（図表9）。

海外部門による国内への資金運用も、2013 年度以降は年度平均 30 兆円超となり、その前（2010～2012 年度）の同 20 兆円台前半から上乗せされた。株式投資は 2012～2015 年度は大幅な伸びを見せた後、2016 年度以降は勢いが弱まったが、長期・短期国債投資は概ね年度平均 10 兆円程度と高水準で推移している（図表 10）。

図表9　海外部門の資金調達の推移（年度平均）

（兆円）

年　度	2010-2012	2013-2018		
			2013-2015	2016-2018
資金調達額	34.0	48.5	44.4	52.6
借入	8.1	8.5	7.7	9.3
民間金融機関	6.0	3.7	3.3	4.1
公的金融機関	0.4	0.4	0.5	0.3
非金融部門	1.1	2.0	1.7	2.4
直接投資受入	8.0	16.7	14.9	18.5
証券投資受入	16.5	20.0	18.6	21.4

（資料）日本銀行「資金循環統計」

図表10　海外部門の資金運用の推移（年度平均）

（兆円）

年　度	2010-2012	2013-2018		
			2013-2015	2016-2018
資金運用金額	23.9	33.5	35.1	31.8
貸出	8.4	10.9	13.2	8.5
債務証券	11.7	13.1	12.2	13.9
短期国債	8.4	3.9	4.1	3.6
国債・財投債	3.3	5.9	5.5	6.2
株式	2.7	3.3	5.4	1.2

（資料）日本銀行「資金循環統計」

こうした動きは、「経済成長に資するマネーのグローバル化の進展」というポジティブな評価ができるかどうかは疑問が残る。

海外部門の直接投資の受入れ（＝日本企業の対外直接投資）の増加は、日本企業が国内の成長投資機会の枯渇に直面していることの表れであろうし、邦銀・投資信託からの借入や証券投資受入れ（＝邦銀・投資信託の海外向け貸出や対外証券投資）が 2013 年度以降、高水準で推

移していることは、邦銀の CLO 投資の拡大に象徴されるように、現行金融政策による超低金利によって国内の運用難がさらに強まったためであろう。

また、海外部門による国内の資金運用の主力が、2016 年度以降はマイナス金利ゾーンに入ったにもかかわらず、依然として国債運用（特に短期国債）であることは、ドルベースの投資家は、通貨先渡契約を使うことでマイナス金利の国債に投資してもプラスのリターンが得られるという経済計算に基づくものとは言え、不自然さは否めない。

7．特定セクター向けに依存した貸出の増加

第6は、民間金融機関貸出が着実に増加していることである。

80 年代後半のバブル崩壊以降、民間金融機関の貸出残高は減少傾向が続いたが、2010 年度をボトムに増加に転じ、2013 年度期初：717 兆円→2018 年度末：871 兆円と 154 兆円増加した（前出図表4）。この間、株式への資金流入は 13 兆円程弱であり、2013 年度以降は、金融仲介ルートにおいては相対型間接金融が直接金融よりも一段と太くなっていると言える。

こうした増加の中身を「貸出先別貸出金（日本銀行）」で見ると（図表 11）、よく指摘されるように、不動産業向け（個人の貸家業含む）、個人向け（主に住宅ローン）、中小企業向けの伸びが目立っている。加えて金融業・保険業向け、物品賃貸業向けも相応に伸びており、この2つに不動産業向けと個人向けを加えた「広義の不動産＋広義の金融」セクターが残高の過半、増加額の6～8割を占めている。

2013～2015 年度は地方公共団体向け、海外円借款が伸び、この両者の伸びが鈍化した 2017～2018 年度には電気・ガス・熱供給・水道業向け、製造業向けが伸びるなど、貸出の裾野は徐々に広がりを見せているが、特定のセクター向けの依存度が高い状況に変わりはない。

民間金融機関の貸出先が不動産・金融を中心とする特定セクターに集中しがちであり、かつ徐々に深い信用リスクを取るという、既視感のある、かつ懸念の残る姿である。

図表11　　貸出先別貸出金の推移

（兆円）

年度/年・月		①全規模・全産業											比率（%）	
			②中小企業	製造業	電気・ガス	③金融業保険業	④不動産業	個人による貸家業	⑤物品賃貸業	地方公共団体	⑥個人	海外円借款	中小企業 ②/①	広義の不動産+金融 ((③+④+⑤+⑥)/①
残高	2013	440.1	306.4	54.5	9.6	38.6	61.6	20.8	10.4	26.0	125.4	8.0	69.6	53.6
	2014	455.2	315.2	55.3	10.3	40.8	63.8	21.0	11.5	27.3	128.8	9.9	69.2	53.8
	2015	468.4	325.7	56.4	10.4	41.2	68.0	22.0	12.2	28.3	131.7	11.6	69.5	54.0
	2016	482.8	337.8	57.3	10.9	42.6	72.6	23.0	13.4	28.6	136.3	11.2	70.0	54.8
	2017	493.9	349.0	54.2	12.4	43.7	76.7	23.6	13.6	29.2	139.8	12.2	70.7	55.5
	2018	508.2	356.8	57.2	14.2	44.8	80.0	23.8	14.3	28.7	142.8	13.0	70.2	55.5
	2019/6	507.2	356.4	57.1	14.2	43.7	80.3	23.7	14.2	28.9	143.4	12.5	70.3	55.5
増加額	2013	10.9	7.2	-0.5	0.8	3.1	0.3	0.1	0.3	1.1	3.9	0.7	66.3	70.9
	2014	15.1	8.8	0.9	0.6	2.1	2.3	0.2	1.1	1.3	3.4	1.9	58.1	59.1
	2015	13.2	10.5	1.1	0.2	0.5	4.2	1.0	0.7	1.0	2.9	1.7	79.2	62.3
	2016	14.4	12.1	0.9	0.5	1.4	4.6	1.0	1.1	0.3	4.6	-0.4	84.4	81.0
	2017	11.1	11.2	-3.0	1.6	1.1	4.2	0.6	0.3	0.6	3.5	1.0	101.1	81.9
	2018	14.4	7.8	3.0	1.8	1.1	3.3	0.2	0.7	-0.5	2.9	0.8	54.4	55.9
	2019/6	11.8	8.2	2.3	1.5	-0.9	3.0	0.1	0.7	0.1	3.4	-0.2	69.3	52.1

（資料）日本銀行「貸出先別貸出金」

8．マネーフローに表れる現行金融政策の副作用と不均衡

以上のように、2013 年度からの現行金融政策によって、わが国のマネーフロー、マネーストックに表れたのは、①金融部門主導による実態経済を大きく上回るペースの金融資産の膨張であり、②金融市場のかく乱要因となりかねない巨額の日銀預け金の滞留であり、③外形上は明らかな財政ファイナンスであり、④「貯蓄から投資へ」から遠ざかる家計であり、⑤金融機関と日銀に頼った株式・投資信託への投資であり、⑥マイナス金利の国債投資を増やす海外マネーであり、⑦特定セクター向けに依存した民間金融機関の貸出の増加－というものであった。

こうした姿は、現行金融政策が当初目論んだような、家計や金融機関が運用資産を株式・投資信託にシフトさせるというポートフォリオ・リバランスではなく、様々な業界の企業が投資機会・成長領域を国内に見出し、その資金需要に国内の金融機関や海外部門が応需し、経済成長を支えるという姿でもない。

2013 年以後の現行金融政策は、わが国のマネーフロー、マネーストック面では、異例・不自然なもの（④、⑤、⑥）、過去事例がなくリスクの想定や把握が難しいもの（①・②）、想定されるリスクがさらに膨れ上がるもの（③・⑦）であり、いずれも持続可能性に疑念があるものであり、現行金融政策がもたらした副作用であり、金融の不均衡でもある。

米中貿易摩擦の激化、地政学リスクの高まり等による世界経済の減速を背景に、今年8月には米国 FRB は利下げに転じ、ECB も量的緩和の再開やマイナス金利の一部拡大を決定した。

こうしたことから、日銀もマイナス金利深堀りに踏み切るのではないかとの観測が台頭、日銀自身も「物価安定目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との方針を打ち出している。

しかし、2013 年度以降の現行金融政策がもたらしたわが国マネーフロー、マネーストックへの諸影響とその結果表れた姿、さらには現行金融政策の物価、投資活動、経済成長等における乏しい政策効果と行き詰まりを勘案すると、日本経済に大きな打撃を与えるような行き過ぎた円高を食い止めるのに真に効果があるのであればともかく、マイナス金利の深堀りは、もはや無用にして不要であろう。

（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。

3大都市圏に潜む空き家問題
～懸念されるマンションの空室～

＜要旨＞

空き家の現状を3大都市圏と地方圏とに分けて概観すると、2018 年の空き家数 849 万戸のうち3大都市圏が 400 万戸、地方圏で 450 万戸と3大都市圏が半分近くを占める。ただし、3大都市圏では、利用目的別に見ると「賃貸」の割合が空き家の6割近くを占め、建て方別でも、アパートやマンションといった共同住宅の割合が高く、今のところそれほど大きな問題はないように思われる。

しかしながら、非木造の共同住宅（マンション）の空き家（空室）増加が目立つのは、都市圏が抱える根深い問題を示唆しているように思われる。分譲マンションが空室化する最大の要因が建物の老朽化と住居人の高齢化であり、現状、築 30 年超の分譲マンションはストック総数の3割を占めており、それが 10 年後には 1.9 倍、20 年後には 2.8 倍と急増が見込まれている。

2014 年に空き家に対する法律が成立して以降、各種対策が用意されている。これらは、資産価値も高く、高齢者向け施設の絶対的不足が見込まれる都市圏において、空き家の増加の抑制に寄与するとみられる。一方、対策は戸建てがメインとなっていることから、都市圏で懸念されるマンション問題への視点は薄い。負のスパイラルに陥る前の対応が重要である。

1．3大都市圏の空き家の状況

5年に一度実施される住宅土地統計調査によると、全国的に空き家が増加しており、各地で様々な社会問題を引き起こしている。空き家というと人口減少、高齢化が加速する地方の問題と捉えがちであるが、大都市圏においても今後避けられない問題であり、都市圏ならではの難しさもあるように思われる。本レポートでは、3大都市圏[1]を中心に、足元の空き家の状況を概観するとともに、今後起こりうる課題について考える。

2018 年の空き家数は 849 万戸と前回調査（2013 年）から 29 万戸増となるなど増加が続いている。空き家は、図表1にあるように、利用目的別に二次的住宅、賃貸用の住宅、売却用の住宅、その他の住宅に分類される。

図表 1　利用目的別にみた空き家の種類

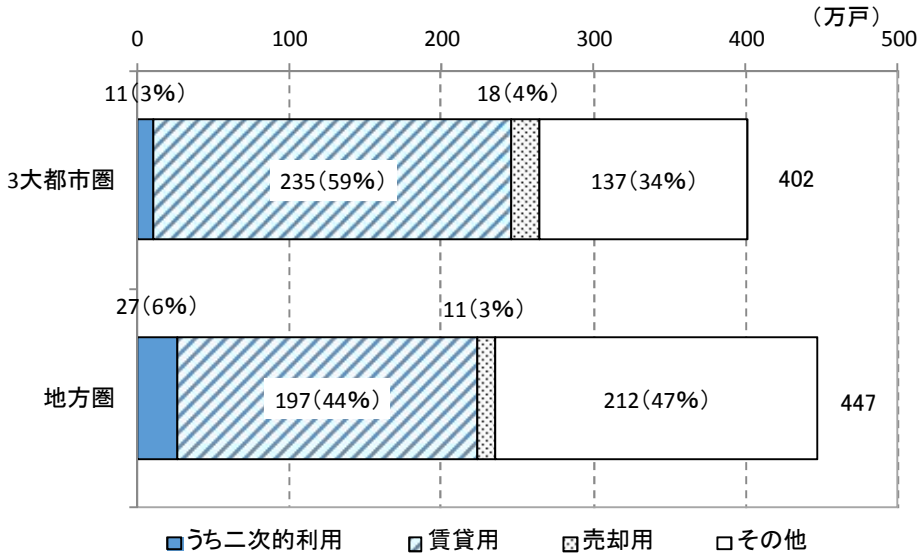
二次的住宅	別荘	週末や休暇時に避暑・避寒・保養などの目的で使用される住宅で、普段は人が住んでいない住宅
	その他	普段住んでいる住宅とは別に、残業で遅くなったときに寝泊りするなど、たまに寝泊りしている人がいる住宅
賃貸用の住宅		新築・中古を問わず、賃貸のために空き家になっている住宅
売却用の住宅		新築・中古を問わず、売却のために空き家になっている住宅
その他の住宅		上記以外の人が住んでいない住宅で、例えば、転勤・入院などのため居住世帯が長期にわたって不在の住宅や建て替えなどのために取り壊すことになっている住宅など

（資料）総務省「住宅土地統計調査」用語解説より

[1] 本レポートでは、3大都市圏を東京圏（埼玉、千葉、東京、神奈川）、名古屋圏（岐阜、愛知、三重）、大阪圏（京都、大阪、兵庫、奈良）とし、それ以外を地方圏とした。

これを踏まえて、空き家の現状を3大都市圏とそれ以外の地方圏とに分けて概観すると、2018年の空き家数 849 万戸のうち3大都市圏が 400 万戸、地方圏で 450 万戸と数だけをみれば3大都市圏が半分近くを占めている。しかしながら、内訳をみると、地方圏では「その他」の割合が半数近くを占めるのに対し、3大都市圏では「賃貸」の割合が6割近くを占める（図表2）。

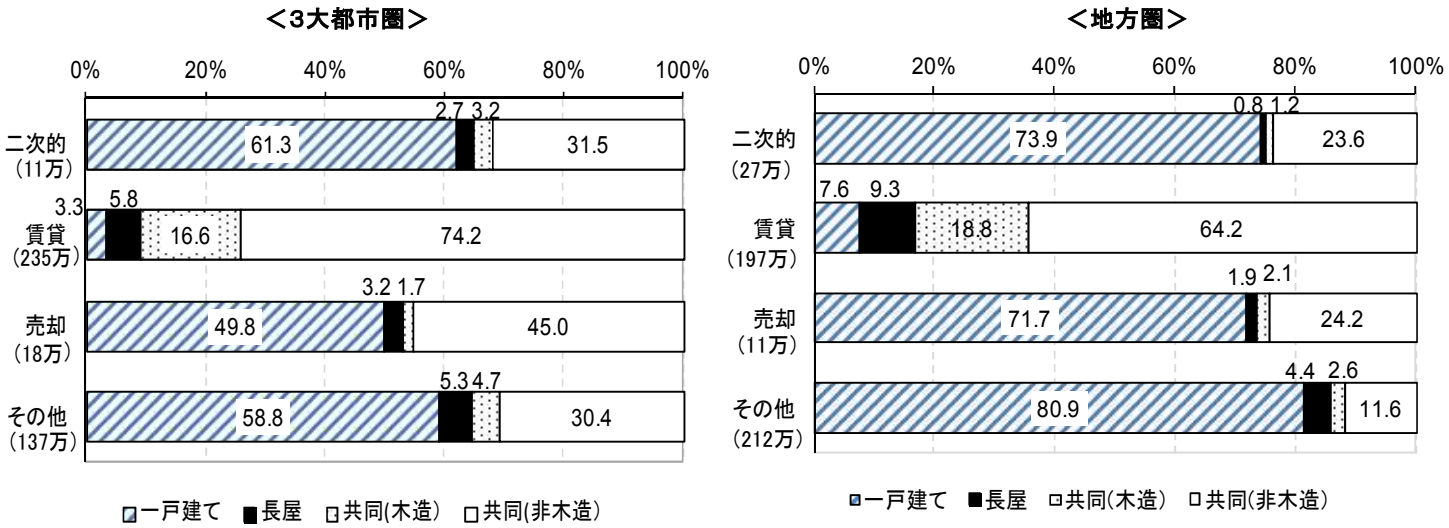
図表2　3大都市圏、地方圏の利用目的別空き家数(2018 年)



（資料）総務省「住宅土地統計調査」

さらに詳しく建て方別にみると、二次的利用や売却、その他は戸建ての割合が高く、賃貸はアパートやマンションといった共同住宅の割合が高い、というのは3大都市圏、地方圏共通であるが、おしなべて地方圏で戸建ての割合が高い(図表3)。なお、共同住宅においては、空き家というよりも空室といった方がイメージしやすいと思われる。

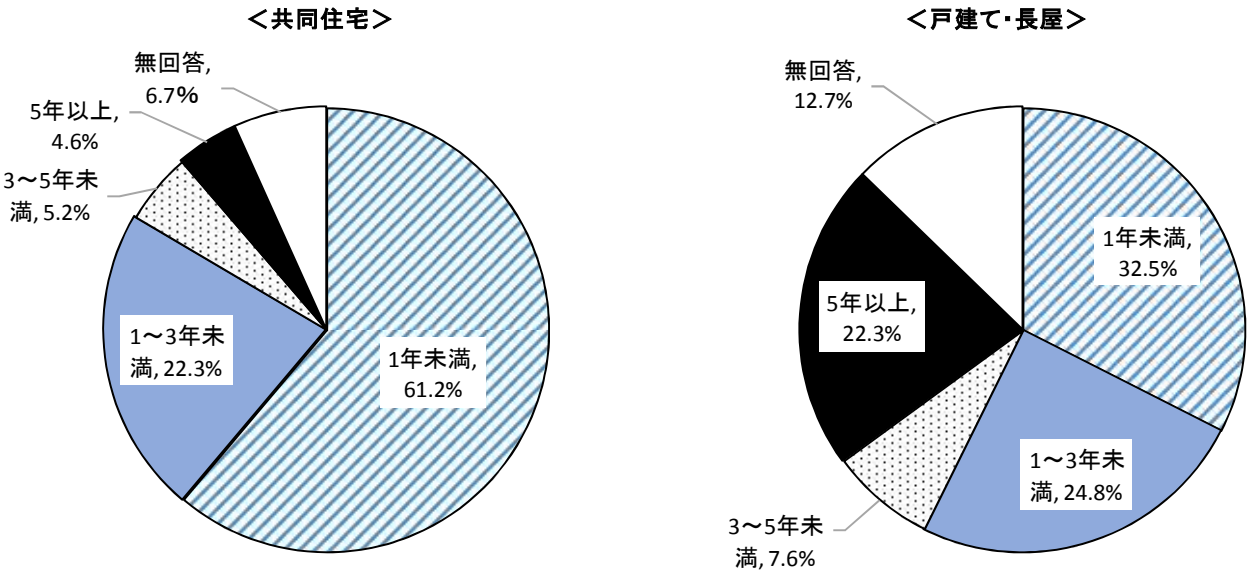
図表3　利用目的別、建て方別にみた空き家の状況数(2018 年)



（資料）総務省「住宅土地統計調査」

やや古いデータになるが、空き家実態調査 によれば、空き家の継続期間（人が住まなくなってからの期間）は、共同住宅では6割超が1年未満で、5年以上は5%程度に過ぎないのに対し、戸建て・長屋においては5年以上が2割超を占めるなど、一括りに空き家といっても状況は異なる(図表4)。

図表4　建て方別空き家継続期間



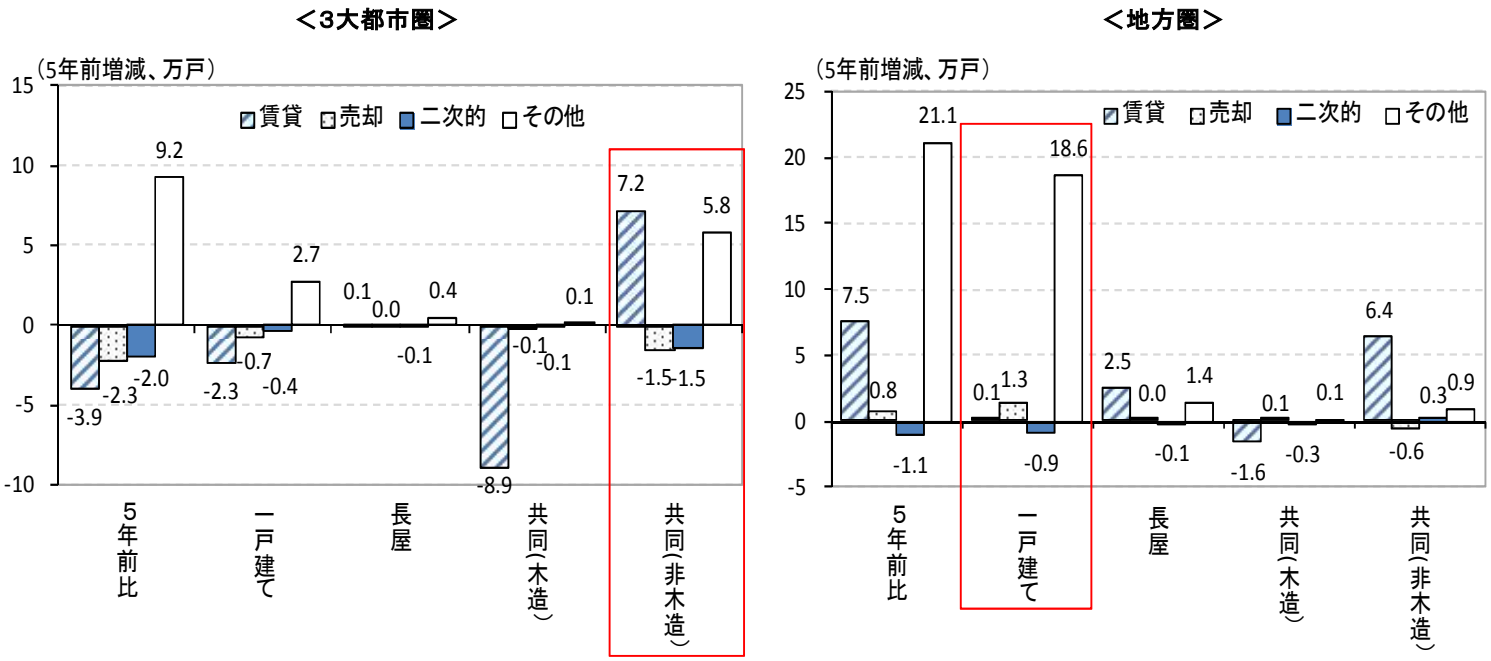
（注）平成 26 年度調査から調査対象が戸建てのみとなったことから、その前の調査（平成 21 年度）の数字を利用している。
　　調査対象地域は、東京圏、大阪圏で本レポートの対象地域とは若干異なる。
（資料）国土交通省「空き家実態調査」

2. 厄介なマンションの空き家問題

こうしてみると、賃貸向けが多く、戸建ての割合が小さい3大都市圏の空き家の状況は今のところそれほど大きな問題がないように思われる。

しかしながら利用目的、建て方別に5年前と比較すると、やや気になる動きがみられる。それは、地方圏ではその他の増加のうちほとんどが戸建ての増加となっており、空き家問題＝戸建てのイメージ通りである一方、3大都市圏においては、その他のうち、増加が多いのが非木造の共同住宅、主にマンションにおける空室だということである（次頁図表5）。マンションの空室増加は賃貸目的においてもみられており、現状では空室継続期間はそれほど長くないかもしれないが、今後の3大都市圏でも人口が減少することが避けられない中、空室継続期間が長期化するものも多くなる可能性がある。

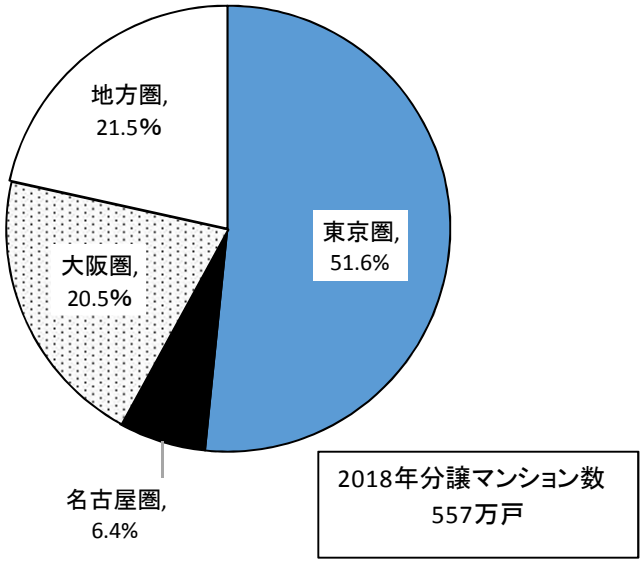
図表5　利用目的別、建て方別にみた5年前比



(資料)総務省「住宅土地統計調査」

2018 年末現在、日本全体の分譲マンション[2]ストック数は住宅総数の約1割(持ち家では約2割)に相当する 557 万戸存在する。これらの分譲マンションの地域別分布をみると、最も多いのが東京圏で 50%超を占め、次いで大阪圏が 20%超、名古屋圏が6%と3大都市圏だけで分譲マンションの 80%が集中している(図表6)。

図表6　分譲マンションの地域別分布(2018 年)



(資料)総務省「住宅土地統計調査」

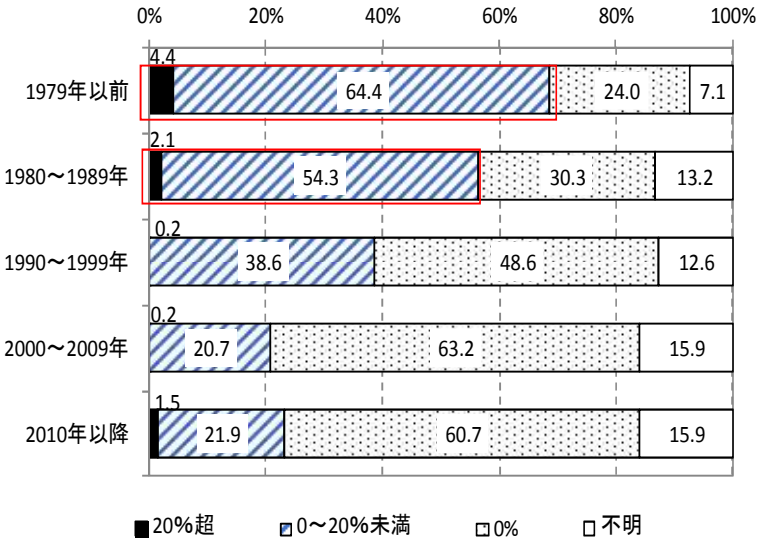
分譲マンションが空室化する最大の要因が建物の老朽化と住居人の高齢化である。築年数の古い建物ほど空室が多くなる傾向にあり、1979 年以前に建てられたマンションにおいては7割近く

[2] 持ち家の共同住宅で、非木造を分譲マンションとした。

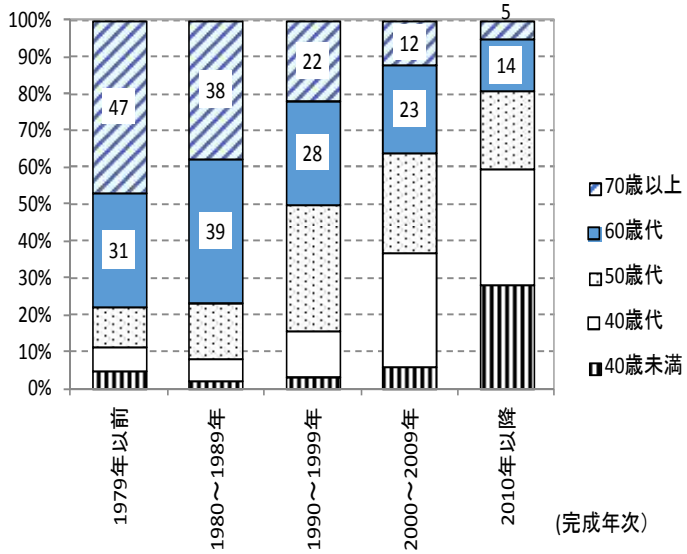
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

が空室を有し、20%超の空室を有する管理組合も4%存在する(図表7)。また、分譲マンションはかつて「住宅すごろく」の上がり(戸建て)の一つ手前の段階と位置づけられていたが、今では「終の棲家」と考える人が増えており、古い築年数のマンションになればなるほど、住民の高齢化が顕著に見られ、1979 年以前に建てられたマンションでは約半数が 70 歳以上となっている(図表8)。

図表7　築年数別空室戸数の割合(管理組合)



図表8　築年数別世帯主年齢

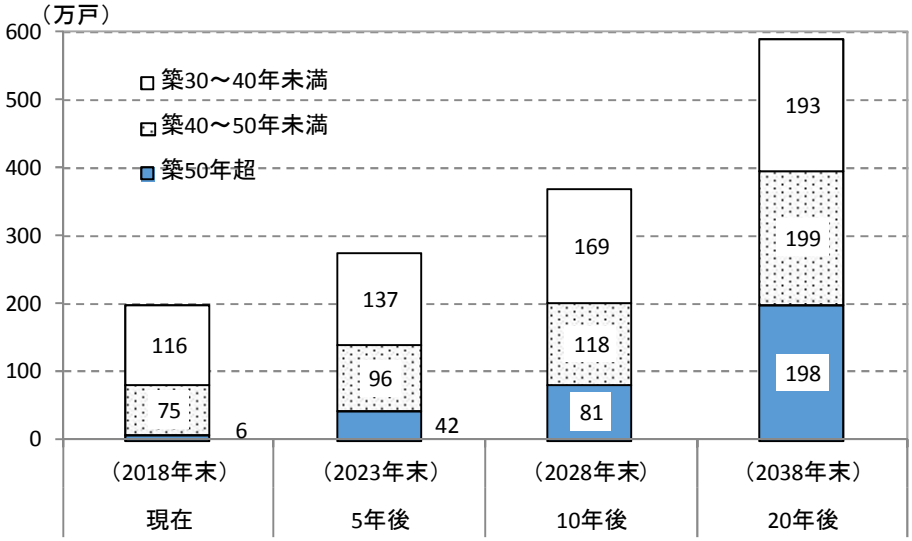


(資料)図表7、8ともに国土交通省「平成 30 年度マンション総合調査」

今後 10 年、20 年と経てば高齢住民が住民の多数を占める分譲マンションの数が相応に増えていく事が予想され、“相続発生→相続放棄や長期間放置(所有者不明)→修繕・管理費の未納の発生→修繕・管理の滞り→建物の老朽化進行→住民転居→更なる資産価値の低下→マンション内の治安悪化・ゴーストタウン化”という負のスパイラルに陥る可能性は増しており、大きな社会問題となることが懸念される。

2018(平成 30)年末現在で築 30 年超(＝平成元年以前に建てられたもの)の分譲マンションは198 万戸とストック総数の3割を占めており、そのうち、旧耐震基準で建てられた築 40 年超が4割を占める(次頁図表9)。10 年後には、築 30 年超で 1.9 倍(築 40 年超では 2.4 倍)、20 年後には同 2.8 倍(同 4.5 倍)と急増が見込まれている。所有者の意思決定が比較的容易な戸建てや賃貸向け住宅と違い、所有者が複数多岐にわたる分譲マンションにおいて建て替えの合意を得ることは容易ではなく、負のスパイラルに陥る前の対応が重要である。

図表9　20 年後の築後 30 年、40 年、50 年超の分譲マンション戸数の推移



（資料）国土交通省　マンションに関する統計・データ等

3. 戸建てがメインの空き家対策

2014 年 11 月に「空家等対策の推進に関する特別措置法」(以下空家法)が成立(2015 年 5 月全面施行)して以降、関連省庁による空き家対策に活用可能な施策が多岐にわたって用意されるなど、国をあげて空き家への対応が広がっている。特に空家法は、空き家の中でも特に周辺に悪影響を及ぼす状態にある空き家を「特定空き家等」とし、市町村がその所有者等に対し、除却、修繕、立木竹の伐採等に向けて助言・指導、勧告、命令、代執行できるようにしたものである。実際に命令や代執行にまで至るような事例は全国的にも非常に少ないものの、こうしたより強制力のある法整備によって所有者の空き家に対する意識を大きく変えるのに寄与したと思われる。

3大都市圏においても今後人口減少、高齢化の進展は避けられず、空き家の増加が懸念される。ただし、高齢者数が大幅に増加する見込みである一方で、受け入れ先となる施設の供給には、地価の高さや一定の広さの土地の確保の難しさがあり、空き家の他用途への転用に対する需要も増していくものと思われる。このため、空き家の予防的措置や転用に対する支援を充実させることである程度空き家の増加を緩和できると思われる。実際、空き家の発生予防として 2016 年度に創設された税制特例措置[3]の申請件数は、年々増加しており、約7割弱を3大都市圏が占めている(次頁図表 10)。

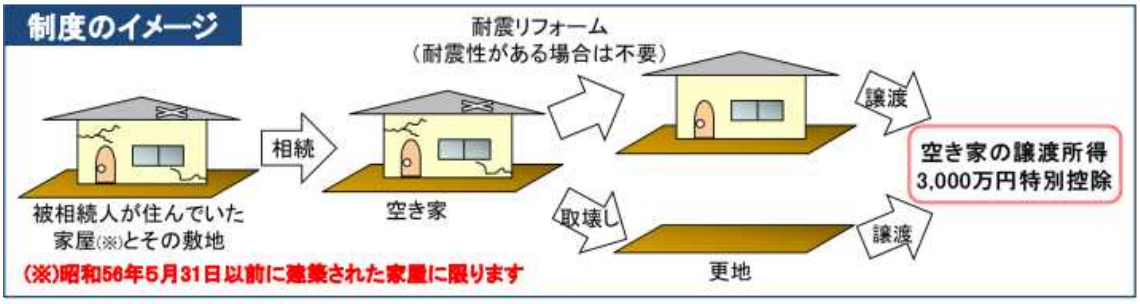
土地や住宅の資産価値が高く、売却先の需要もある大都市圏においては利用誘因の大きさが伺われる。この措置は、2019 年度の税制改正で、2023 年まで延長されたほか、被相続人が要介護認定等を受け、相続開始の直前まで老人ホーム等に入所していた場合も含まれるといった拡充措置が取られたことは、空き家の発生抑制に相応に寄与するものと思われる。

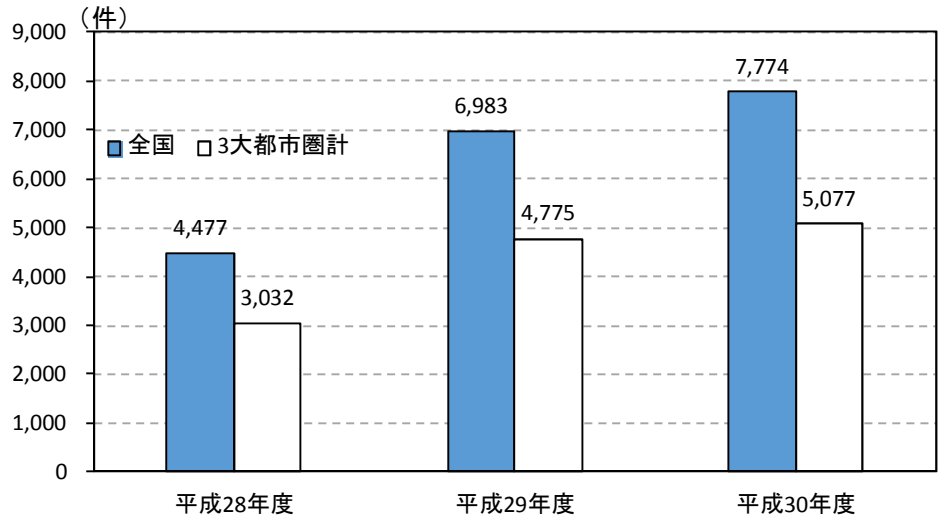
また、現状でも戸建ての空き家を小規模な高齢者向けグループホーム等へ活用するといった事例が増えているが、2018 年の建築基準法改正によって、建築確認不要の上限が従来の 100 ㎡か

[3] 相続人が空き家を 2016 年 4 月 1 日から 2019 年 12 月 31 日までの間に譲渡(主に売却)して得た代金について、その譲渡所得から 3000 万円を特別控除できるようにしたもの。

ら 200 ㎡に引き上げられたほか、用途変更の際の大規模な改修が不要になるなど、より転用が進みやすい下地は築かれつつある。

図表 10　空き家の発生を抑制するための特例措置(空き家の譲渡所得の 3,000 万円特別控除)の概要と申請件数





（資料）国土交通省資料

一方、空き家対策で想定されている空き家は主に戸建ての空き家であり、今後3大都市圏で懸念されるマンション問題への視点は薄い。目下、マンションの建て替え円滑化法の改正の実施や、マンション管理の届け出義務化の条例などが模索されているものの、抜本的な解決策は見つかっていない。3大都市圏にゴーストタウンを作らないためには、空き家にしている所有者に対しては一定の条件のもとで建替えや大規模修繕に同意したとみなすといった、同意要件の更なる緩和や信託の活用の可能性なども含めて、マンションの管理を充実させ、資産価値を保つための仕組みづくりが求められる。

（調査部　業務調査チーム　貞清 栄子：Sadakiyo_Eiko@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。