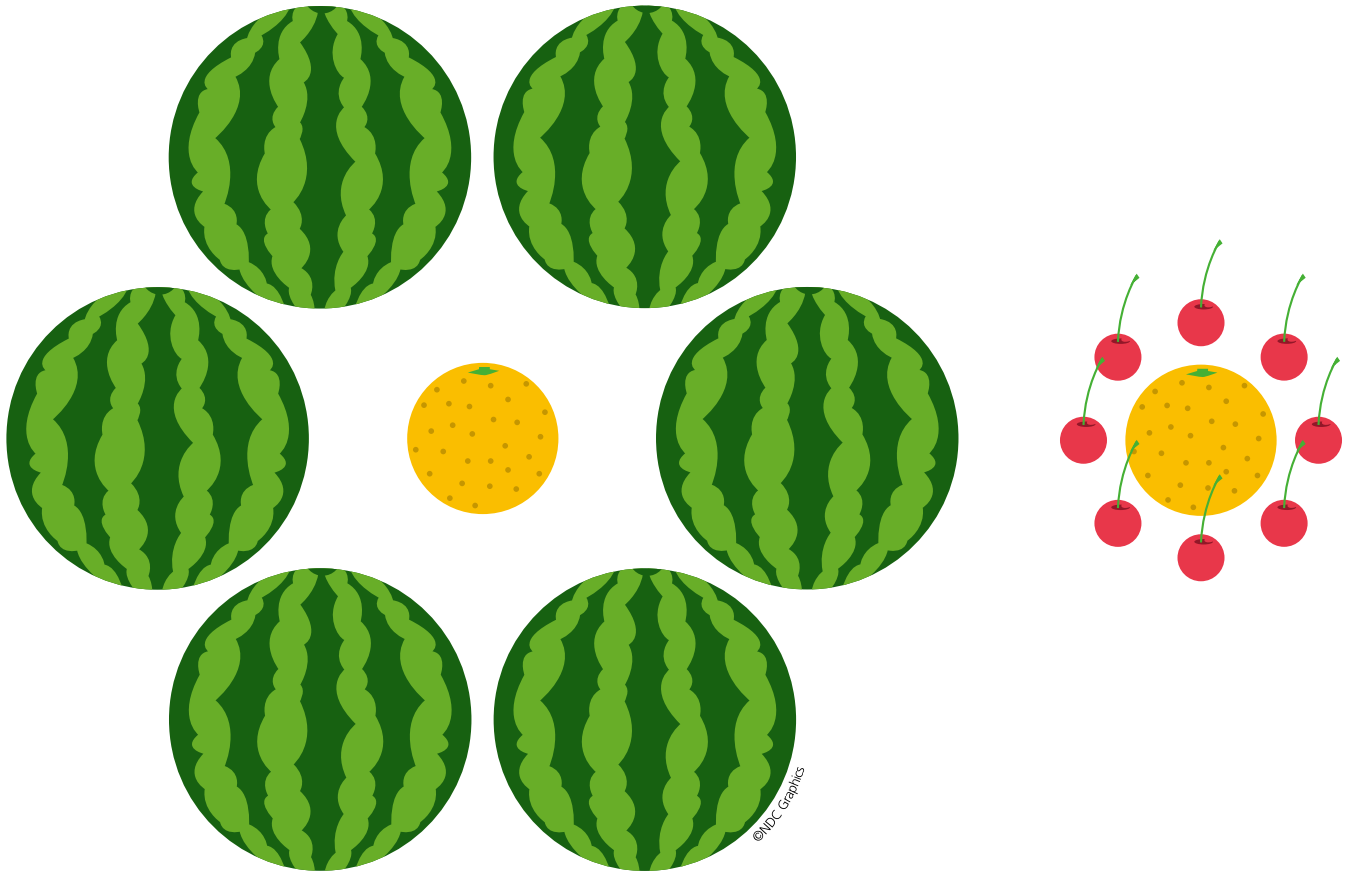


普通の家計の貯蓄額はいくらか? ● 樋 浩一 —— 02
個人型DCの加入対象拡大 ● 梅内 俊樹 —— 03
非伝統的金融政策の歴史とマイナス金利 ● 矢嶋 康次 —— 04
東京のマンション、実はそこまで高くない!? ● 佐久間 誠 —— 06
2016・2017年度経済見通し ● 斎藤 太郎 —— 08
歯、口の衰え「オーラルフレイル」に要注意! ● 前田 展弘 —— 10
Brexit決着後の為替相場 ● 上野 剛志 —— 11

ニッセイ基礎研REPORT | July 2016 | vol.232



どっちが大きいかな?と、夏みかんを見くらべてみると右の方が大きく見える。まわりに大きなスイカがあると、夏みかんが小さく見え、小さなさくらんぼに囲まれれば大きく見える。でも、どちらも同じ大きさの夏みかん。ドイツの心理学者_ヘルマン・エビングハウスの発見した「エビングハウス錯視」は、同じ大きさの円でも、囲まれる周囲の円の大小で知覚が変わる、相対的な大きさ知覚の錯視として知られる。

普通の家計の貯蓄額はいくらか？

1805万円それとも997万円？



専務理事 樋 浩一

haji@nli-research.co.jp



はじ・こういち

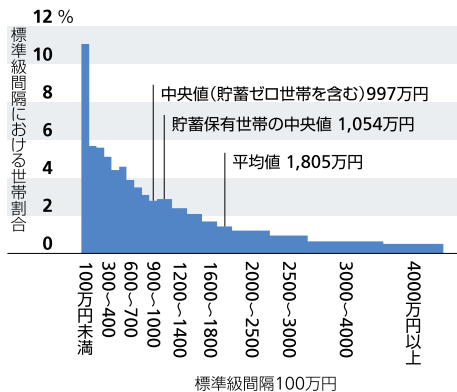
東京大学理学部卒、同大学大学院理学系研究科修士課程修了。
81年経済企画庁(現内閣府)入庁。
92年ニッセイ基礎研究所、12年より現職。
主な著書に「日本経済の呪縛—日本を惑わす金融資産という幻想」。

1—— 平均値は平均的ではない

2015年に日本の家計が保有していた金融資産は1世帯あたり平均1805万円で、3年連続の増加となった(総務省統計局「家計調査(貯蓄・負債編)」)。もしも保有している金融資産額が1400万円だったとしたら、自分の貯蓄額は日本全体の中でかなり少ない方だと思うかも知れない。しかしこれは大間違いで、1400万円の金融資産を保有している人は、日本国内で貯蓄額の多い方から上位4割程度のところにいる。この人は平均額の4分の3程度の金融資産しか保有していないが、全体の中ではむしろかなりお金持ちの方で、6割の世帯が自分よりも保有している貯蓄額が少ないのだ。

[図表1] 貯蓄現在高階級別 世帯分布 -2015年- (二人以上の世帯)

出所:家計調査報告(貯蓄・負債編)
一平成27年(2015年)平均結果速報(二人以上の世帯)



平均という言葉には「よく見かける」、「典型的な」という意味合いが込められており、「平均的なサラリーマン」とか「平均的な家計」という言い方をします。身長がクラスの平均値の近くの人、身長が順番に並べば大体真ん中あたりに位置する。テストの点数なども平均点であれば、成績の順位はク

ラスの真ん中あたりで、ごく普通の成績という評価になる。しかし資産や所得については、金額が平均値だということは平均的だということではない。

2—— 普通の家計の貯蓄は997万円

手元にある統計の入門書にはこのような例え話を書いてある。「レストランで9人の客が食事をしていると、たまたま、世界一のお金持ちマイクロ・ソフト社の共同創始者であるビル・ゲイツ氏が入ってきた。ビル・ゲイツ氏の資産額は、フォーブス誌によれば750億ドルだ。レストランの客の平均資産額は約75億ドルになる、しかしこれはこのレストランの『平均的な』お客の資産額とは言えない。」

ビル・ゲイツ氏がいるレストランにいた客の金融資産保有金額の平均値を計算しても、普段レストランに来る客がどれくらいの資産を持っているのかという問いの答えにはならない。教科書には、こうしたときには平均値ではなく中央値(金額の多い方から並べてちょうど真ん中の人の保有額)を使うべきだと書いてある。レストランに最初にいた客の資産額はそれぞれ異なっているだろうが、平均値の75億ドルと比べれば、4番目に多い人でも、5番目の人でも、資産保有額はほぼ同じと言っても良いくらいの差だろう。

家計調査で見た家計の貯蓄額は、最初に述べたように平均で1805万円だ。しかし、保有している貯蓄額の多い順に世帯を並べたときに真ん中になる世帯の貯蓄額(中央値)は997万円となっており、平均値の1805万円を大きく下回っている。これ

は高額な貯蓄を持っている世帯が、平均を押し上げてしまうためだ。

3—— もっと中央値に注目を

政府が何かの政策を検討する際に、1世帯当たりの金融資産が1800万円程度だと仮定するのか、1000万円に満たないと仮定するかでは、結論が大きく異なる。平均貯蓄金額という数字の意味を皆が正しく理解していないと、不適切な政策に繋がってしまう。

米国商務省が発表している家計の所得や貧困に関する資料では、中央値が最も重要な統計数値として扱われているのに比べると、日本では中央値はほとんど注目されることがない。2015年平均の家計調査の結果について、マスコミ報道で中央値に言及されたものは見かけない。そもそも日本の統計で中央値が発表されているものはほとんど無いのが実情だ。

平均所得や平均貯蓄額といった平均値が、標準的な世帯の状況を表しているわけではないという点について、日本では十分認識されているようには見えない。政府がもっと多くの指標について中央値を公表するよう努力するとともに、統計について正しく理解できるように学校での教育に力を入れることが、正しい認識を広める第一歩となると考える。

個人型DCの加入対象拡大

改正法成立。当面の経済環境がDC制度の行方を左右？



うめうち・としき

88年日本生命保険相互会社入社。
05年一橋大学国際企業戦略研究科修了。
09年ニッセイ基礎研究所(現職)。

共著に「日本の年金制度－そこが知りたい39のポイント」。



金融研究部 企業年金調査室長 梅内 俊樹

umeuchi@nli-research.co.jp

昨年4月に、確定拠出年金改正法案が国会に提出されてから1年強が経過し、漸く改正法が成立に至った。今回の改正は、DCの利便性向上や普及・拡大が目的であり、中小企業が取り組み易い制度の創設やポータビリティの拡充、DCの運用商品や投資教育に関わる規制の見直し、掛金拠出限度の年単位化など、多岐にわたるが、中でもインパクトが大きいのが、個人型DCの加入対象の拡大だ。

現行では、個人型DCへの加入は、自営業者とその家族、自由業、学生など(国民年金の第1号被保険者)と、企業年金のない企業に勤める被用者(国民年金の第2号被保険者の一部)に限られる。これが2017年1月1日以降は、公務員や専業主婦などを含む、20歳以上60歳未満の全ての人々が原則として加入できるようになり(企業型DC加入者は一定の条件を満たす必要がある)、個人型DCへの加入対象者数は、およそ4000万人から6700万人へと大きく広がることになる。

新たに加入対象となる公務員、専業主婦等は、それぞれ440万人、930万人程度。これらの方々全員が個人型DCに加入し、それぞれ年14.4万円、27.6万円の掛金限度まで掛金を拠出すると、その総額は年3兆円を超える水準に達する。法改正を機

に個人型DCが広く認識され、加入対象者の2人に1人が加入し、それぞれが限度額の半分まで掛金を拠出するとすれば、年間の掛金拠出額は6~7兆円にも及ぶことになる。資産残高約90兆円の投資信託の過去10年間の年平均資金純流入額(設定額-解約額-償還額)に匹敵する規模である。極端な試算ではあるが、DCへの認識やDCを取り巻く環境を大きく変換する取り組みが行われれば、試算に近い状況を作り出すことも不可能ではないかもしれない。その意味で、市場規模拡大の潜在性は決して小さくないと言える。では、普及拡大を実現するには何が必要だろうか？

まずは、退職後の備えとしての自助努力の必要性や税制優遇など個人型DCのメリットを、様々なチャネルを通じて、国民全体に広く浸透させることが必要だ。今回の法改正により、個人型DCの実施主体である国民年金基金連合会は、個人型DCの啓発や広報活動が可能となるが、これだけでは効果に限界もあろう。普及拡大に向けては、DC制度の窓口であり、個人にとってより身近な存在である関係金融機関の協力が欠かせない。DC加入者の満足度が高まり、DC制度が普及することで、長期的に収益面でプラスの効果が生じる可能性を踏まえた対応に期待したい。その一環で、

単に諸手数料の引下げ競争に走るのではなく、コールセンターを含む情報提供サービスの一層の拡充を図るなど、個人の資産運用をサポートし、金融リテラシーを向上させるための取り組みにも期待したい。

また、DCを通じた投資が、目に見える形で成果を上げられるような経済環境を整えることも不可欠である。DCは退職後の備えとはいえ、過去の低調なDC加入実績を踏まえれば、将来の生活資金を確保することだけを目的とした加入は限られる可能性がある。DC制度を通じた投資により、有利な資産形成ができる雰囲気を感じられる環境でなければ、積極的なDC制度への加入に多くを期待できないだろう。このことは、アベノミクス以降、ほぼ一貫して資金純流入を継続してきた投資信託において、マイナス金利が導入された2月から4月にかけて純流出に転じていることから明らかである。個人資金をDC制度に呼び込み、国民全体の退職後の安心を広く行き渡らせるためには、マイナス金利を導入せざるを得ないような経済状況やそれを背景とする不安定な市場環境から早期に抜け出すことが重要である。

2016年度の賃上げは、3年連続の2%台を確保できそうな見通しだ。DC法の改正を無駄にしないためには、こうした賃上げが普通の事として受け入れられるような経済環境を創出することが求められる。DC制度は長期投資が前提ではあるが、その切っ掛け作りという点では、取り分け2016~2017年度の経済情勢が重要である。DC制度の行方を左右し兼ねない時期なだけに、効果的な経済政策に期待したい。

【図表1】個人型DCの加入対象者

注1:掛金限度・拠出の年単位化は、2018年1月1日施行。

注2:加入対象者数は、H26年度国民年金概況等からの概算(推定)。

	現行	改正後 (2017/1~)			
		加入可能	掛金限度(年額)	加入対象者数(概数)	
第1号被保険者	自営業者等	加入可能	81.6万円	1740万人	
第2号被保険者	企業年金なし	加入可能	27.6万円	2300万人	
	企業年金あり(DCのみ)	—	加入可能	24.0万円	1300万人
	企業年金あり(DBあり)	—	加入可能	14.4万円	
	公務員	—	加入可能	14.4万円	440万人
第3号被保険者	専業主婦等	—	加入可能	27.6万円	930万人

非伝統的金融政策の歴史とマイナス金利



経済研究部 チーフエコノミスト 矢嶋 康次
yyajima@nli-research.co.jp

世界的な伝統的金融政策から非伝統的金融政策への変遷の歴史と、マイナス金利政策に至るまでの日本の非伝統的金融政策の移り変わりを振り返りたい。

中央銀行が政策目標としてきた物価の動きを振り返ってみよう。先進主要国の物価は、70年代の高インフレ時代が終わり80年代以降は低下傾向を続けた。世界全体では頻発する新興国のハイパーインフレで90年代も高い物価上昇率が続いたが、2000年代になると経済改革などにより影を潜める。世界経済でも比較的高い成長と低インフレを実現することとなった。しかし、2008年9月のリーマンショックを契機とする世界経済・金融危機を受けて、各国とも09年に経済成長率が急落し、多くの国でデフレが懸念されるようになる。

[図表1]

70年代からの金融政策を見るといくつか変化があったが、リーマンショック前後の政策変化は大きなものであった。危機後、欧米の中央銀行は急速かつ大幅な政策金利の引き下げを実施した。そして政策金利のゼロ下限に直面、伝統的金融政策から非伝統的金融政策の導入を余儀なくされた。[図表2]

1 | 伝統的金融政策：インフレの抑制をどう達成するか

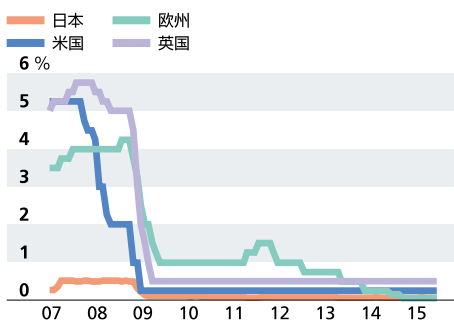
伝統的金融政策として「三段階アプローチ」がある。中央銀行が直接コントロールできるコールレートを操作目標として操作することで、消費者・企業の経済活動により大きな影響を与える長期金利やマネーストックを中間目標としてコントロールし、それを通じて、物価の安定や完全雇用とい

[図表1] GDP成長率とインフレ率 資料:IMF

	GDP成長率			インフレ率		
	世界	先進国	新興国・発展途上国	世界	先進国	新興国・発展途上国
1980年代	3.2	3.1	3.5	15.8	6.5	36.1
1990年代	2.7	2.7	3.7	20.0	2.9	54.3
2000~2007年	3.3	2.7	6.5	4.2	2.1	6.8
2008~2015年	2.1	1.0	5.2	4.1	1.6	6.3

[図表2] 各国の政策金利(2007年~)

注:日本=無担保コールレート(翌日物) 米国=FF金利
欧州=リファイナンス金利 英国=レポ金利
資料:各国中央銀行



う政策目標を達成する仕組みである。

70年代に世界経済が経験した高インフレの結果、中間目標としてマネーストックが注目されるようになった。

マネーストックの増加がインフレ率を高めるというマネタリストの考えが重要視され、中央銀行がマネーストックの目標値を公表する金融政策の運営が主流となっていく。

しかし、80年代になるとマネーストックと物価など経済活動の関連性・安定性が低下し、マネーストックを中間目標とする運営が難しくなってしまう。

そこで最終目標の物価を直接設定し、それを達成するために操作目標の誘導を行うスタイルが模索され始めた。一方で90年代に多くの国で中央銀行法が改正され、政府・中央銀行の責任分担の明確

化、中央銀行の独立性向上を図る一方、政策の透明性、説明責任を課す制度的な見直し相次ぐこととなった。

日本では97年に日銀法が改正され、98年に施行。イギリスは97年に金融政策の決定権を財務省からイングランド銀行に移管している。ユーロ導入国でも中央銀行の独立性が確保されている。

こうした中央銀行の独立性と透明性を高める制度として、物価を目標とするインフレターゲットを導入する国が増加した。

上記金融政策上の取り組みやプラザ合意(85年)の為替調整、日本も経験した主要国の90年前後のバブル崩壊を経て、90年代後半頃から、世界経済は低インフレを手にする事となった。

2 | 非伝統的金融政策：政策金利ゼロの中、デフレにどう立ち向かうか

その後、2008年からの世界経済・金融危機を受けて、各国とも09年に経済成長率が急落し、多くの国でデフレ・リスクが懸念されるようになった。

リーマンショックの影響拡大に加え、09年秋の欧州のソブリン危機発生を受け、欧米の中央銀行は、急速かつ大幅な政策金利の引き下げを余儀なくされた。しかし、なかなか事態の回復とはならず、ついに主要国が軒並み政策金利のゼロ下限に直面



やじま やすひで
 92年日本生命保険相互会社入社。
 95年ニッセイ基礎研究所。12年より現職。
 15年参議院予算委員会調査室客員調査員を兼務。
 「非伝統的金融政策の経済分析」(共著)で第54回エコノミスト賞受賞。

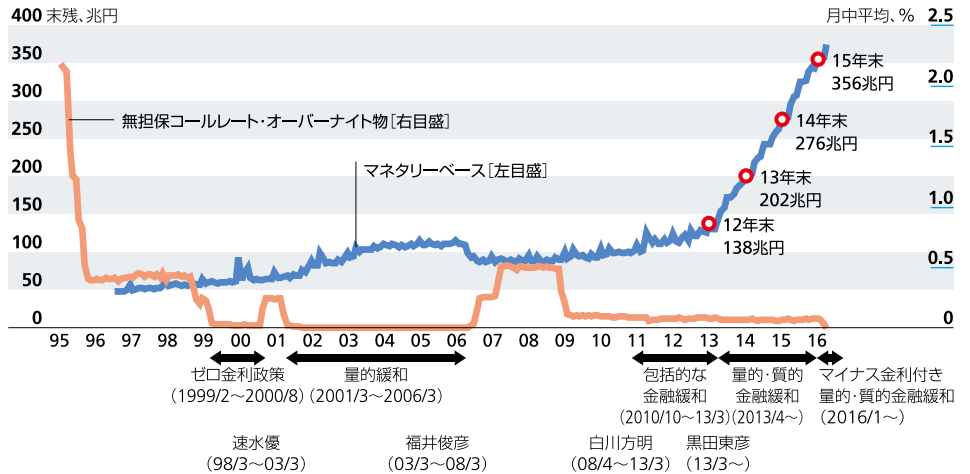
し非伝統的金融政策(「信用緩和」、「量的緩和」等)の領域に入っていくこととなる。

非伝統的金融政策は、当初金融危機対応としての色合いが強かったが、各国ともその後、株高、通貨安による実体経済浮揚策に転向していった。

世界経済・金融危機前後で見ると、金融政策の目的が、その前の「物価を抑制し物価安定の水準にする」ということから、「物価を引き上げ物価安定の水準にする」と逆になっている。

〔図表3〕マネタリーベースと無担保コールO/Nの推移

資料：日本銀行
 400 末残、兆円



3 | 日本の非伝統的金融政策の移り変わり

日本を除く先進国ではリーマンショックが大きな転換点であった。しかし日本銀行は、すでに95年7月には、無担保コールレートを操作目標とし、0.5%を下回る水準に誘導を行った。金利による金融政策が限界に差し掛かる中、これ以降、非伝統的な領域に突入していくこととなった。〔図表3〕

速水総裁：ゼロ金利政策から量的金融緩和へ

新日銀法が98年にスタートし、最初の総裁となった速水総裁は98年9月に政策金利を0.25%に引き下げ、その後99年2月には「ゼロ金利政策」を導入した。2000年8月には一旦解除されたが、2001年3月に操作目標を金利から量(=当座預金残高)に変更する「量的緩和政策」をスタートさせた。同時にこの量的金融緩和政策の枠組みを「消費者物価指数(CPI)の前年比が安定的にゼロ%以上となるまで継続する」ということをコミットメントし、いわゆる「時間軸効果」を導入した。

福井総裁：量的金融緩和の強化と解除

2003年3月20日に福井総裁にバトンタッチされると当座預金残高の引き上げピッチは加速した。また2003年10月に「CPIを、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できること、日本銀行の消費者物価の予測が再びマイナスにはならない」などの条件を新たに提示し、コミットメントの強化も実施している。

2006年3月、約5年続いた量的金融緩和は解除されることとなった。

白川総裁：包括的金融緩和

2008年4月より白川総裁体制へと引き継がれる。9月にリーマンショックが発生、12月に政策金利を0.1%に引き下げ、2010年10月には実質ゼロ金利政策と資産買い入れ基金の創設などを柱とする「包括的な金融緩和政策」を導入した。

2011年3月東日本大震災が発生、10月円相場が対ドルで75円32銭と戦後最高値を更新すると緩和を進め包括緩和でマ

ネタリーベース100兆円に達する。2012年2月には物価上昇率で当面1%を目指す「中長期的な物価安定の目途」を導入、さらに2013年1月に、物価上昇率で2%を目指す「物価安定の目標」とコミットメントの強化を実施した。

黒田総裁：量的・質的金融緩和、マイナス金利付き量的・質的金融緩和

2013年3月に就任した黒田東彦総裁は、2%の上昇目標を2年程度で達成すると公約。世の中に供給するお金の量を示す「マネタリーベース」を倍増させ、国債に加えてETF・リートなども大規模に買い増す「量的・質的金融緩和」の導入を決めた。さらに2016年1月には、円高の進行による株価の急落を受け、マイナス金利政策を導入し「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」をスタートさせた。

導入から5ヶ月が過ぎたが、多くの識者からマイナス金利の多方面にわたる功罪が主張され、激しい論争が起こっている。

東京のマンション、実はそこまで高くない!?

修正年収倍率による東京のマンション市場の分析



金融研究部 研究員 佐久間 誠

msakuma@nli-research.co.jp

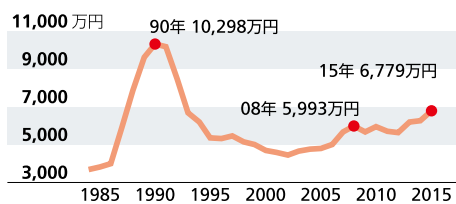
1 — はじめに

東京のマンション価格が高騰している。2015年の東京都の新築マンション価格は、6,779万円と前年比8.4%上昇した。ミニバブル期のピークである2008年の5,993万円を大幅に上回り、不動産市場の過熱感を懸念する声もある[図表1]。

その一方で、マンション価格上昇を後押しする材料もある。住宅ローン金利の低下だ。代表的な住宅ローン金利であるフラット35借入金利を見ると、2008年は2%台後半から3%前後で推移していたが、2009年中頃から低下基調となり、2016年5月には1.08%と過去最低を更新した[図表2]。

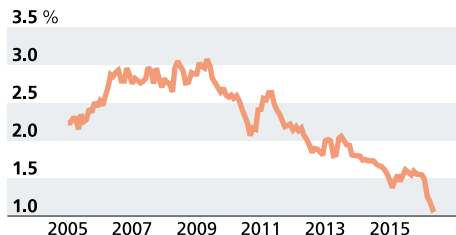
[図表1] 東京都の新築マンション価格の推移 (75m²あたり)

注: グラフ中にはバブル期とミニバブル期のピーク、2015年のマンション価格を記載
出所: 不動産経済研究所のデータを基にニッセイ基礎研究所作成



[図表2] フラット35借入金利の推移

注: 返済期間21年以上35年以下、融資率9割以下の場合の最低金利
出所: 住宅金融支援機構のデータを基にニッセイ基礎研究所作成



現在の不動産市場をバブルとする主張もあるが、住宅ローン金利低下を考慮した場合、東京マンション市場はファンダメンタルズからどれほど乖離しているのだろうか。換言すれば、住宅ローン金利低下は住宅取得者の負担をどれほど軽減したのだろうか。

本稿では、まず住宅価格のファンダメンタルズ指標である年収倍率の動向を確認する。次に、年収倍率に住宅ローンの要素を加えた修正年収倍率を使い、東京マンション市場を分析した*1。

2 — 年収倍率による分析

1 | 年収倍率の概要

年収倍率は、下記数式の通り、住宅取得者の年収に対して住宅価格が何倍かを示したものである。年収倍率が高いほど、住宅が買いにくく、住宅価格の割高感が強いことを示す。

$$\text{年収倍率} = \frac{\text{平均住宅価格}}{\text{平均年収}}$$

年収倍率はシンプルでわかりやすいため、メディアや政府などに取り上げられることも多い。また一般に年収倍率は5倍以内が適正だと言われることがある。一方、年収倍率の平均的な水準は地域などによって異なり、東京のマンションの場合、恒常的に5倍を上回っている。従って、5倍を上回るからと言って、一概に住宅価格が割高だと判断できるものではない。

2 | 年収倍率の推移

2015年の東京都の年収倍率は9.8倍と前年比10.5%上昇した*2 [図表3]。ミニ

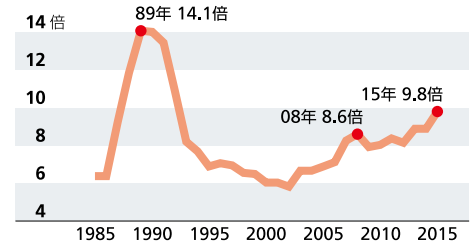
バブル期のピークである2008年の8.6倍を超え、バブル期のピークである1989年の14.1倍に次ぐ水準まで上昇している。年収倍率からは、東京マンション市場の過熱感は強いと言える。

2015年に年収倍率が上昇した理由は、所得が伸び悩む中、マンション価格が上昇したことだ。マンション価格は6,779万円と前年比8.4%上昇した一方、平均年収は690万円と前年比1.9%減少している[図表4]。

なお、マンション価格上昇・所得減少の傾向は2015年に限ったことではない。マンション価格は2000年代前半を底に下値を切り上げているのに対して、平均年収は1990年代前半をピークに減少を続けている。安倍首相が経済界に賃上げを要

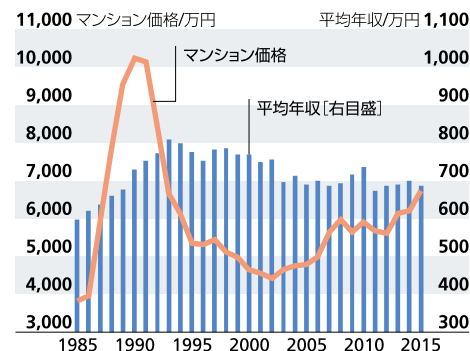
[図表3] 東京都の年収倍率の推移

注: グラフ中にはバブル期とミニバブル期のピーク、2015年の年収倍率を記載 出所: 不動産経済研究所、東京都のデータを基にニッセイ基礎研究所作成



[図表4] 東京都のマンション価格と平均年収の推移

出所: 不動産経済研究所、東京都のデータを基にニッセイ基礎研究所作成





さくま・まこと
06年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入行。
13年国際石油開発帝石。
15年ニッセイ基礎研究所(現職)。
日本証券アナリスト協会検定会員。

請するなど、官主導の所得向上に向けた動きは見られる。但し、賃上げも停滞気味で、いまだ底打ちと判断できるほど所得は上昇していないのが現状だ。

3—— 住宅ローンの要素を考慮した修正年収倍率による分析

次に、年収倍率に住宅ローンの要素を加えた指標を修正年収倍率とし、その動向から東京マンション市場を分析する。

1 | 修正年収倍率の概要

修正年収倍率は、下記数式の通り、住宅ローン総返済額が住宅取得者の年収に対して何倍かを示した指標である。また住宅ローン総返済額は、住宅ローン借入元本と住宅ローン総利息額に分解することができる。

$$\text{修正年収倍率} = \frac{\text{住宅ローン総返済額}}{\text{平均年収}}$$

$$= \frac{\text{住宅ローン借入元本} + \text{住宅ローン総利息額}}{\text{平均年収}}$$

修正年収倍率では、年収倍率の長所である、わかりやすさを損ねないことを重視した。従って、時間価値やインフレ率、賃金上昇率などの要素は考慮していない。

2 | 修正年収倍率の推移

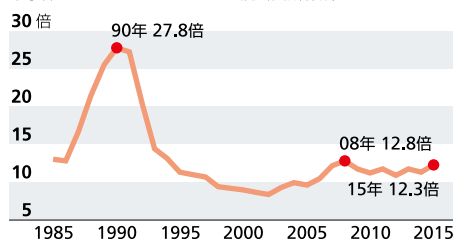
2015年の東京都の修正年収倍率は12.3倍と前年比7.8%上昇した^{*3} [図表5]。過去数年と比較しても特段高い水準ではなく、依然としてミニバブル期のピークである2008年の12.8倍より低い。修正年収倍率は、現在のマンション価格がファンダメンタルズから逸脱していると判断でき

るほどの動きを示してはいない。

修正年収倍率の上昇が緩やかな理由は、住宅ローン金利低下が住宅ローン総返済額を押し下げていることだ。その押し下げ幅を把握するために、ミニバブル期のピークである2008年からの住宅ローン総返済額の変動要因を確認する[図表6]。マンション価格上昇により住宅ローン借入元本が787万円増加した一方、住宅ローン総利息額は1,256万円減少した。その結果、住宅ローン総返済額は469万円減少した。同期間における住宅ローン金利の低下幅は約1.3%である。また住宅ローン総利息額の減少幅はマンション価格の約2割に相当し、住宅ローン金利低下が同程度の値引き効果をもたらしたと見ることもできる。

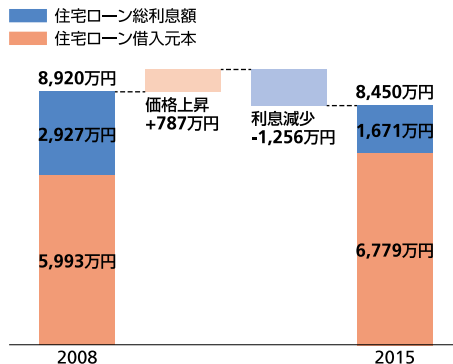
[図表5] 東京都の修正年収倍率の推移

注: グラフ中にはバブル期とミニバブル期のピーク、2015年の修正年収倍率を記載
出所: 不動産経済研究所、住宅金融支援機構、東京都のデータを基にニッセイ基礎研究所作成



[図表6] 東京都の住宅ローン総返済額の変動要因

出所: 不動産経済研究所、住宅金融支援機構、東京都のデータを基にニッセイ基礎研究所作成



修正年収倍率は、市場で懸念されているほどの過熱感を示しておらず、東京マンション市場が一概にバブルと判断できるほどの動きではない。住宅ローン金利低下がもたらした実質的な値下げ効果の影響が大きいことがわかる。

4—— おわりに

住宅ローン金利低下により住宅取得者の負担はそれほど増えていないが、留意すべき点もある。購買力改善の要因が、住宅取得者の所得向上ではなく、住宅ローン金利低下によるものだということである。住宅ローン金利は、既下限近くに達しており、低下余地は限られる。金利低下によるマンション価格押し上げは今後期待しづらい。購買力改善の牽引役を、住宅ローン金利低下から所得向上に引き継ぐことができるかが、東京マンション市場の先行きを占う上で重要になるだろう。

[*1] 東京マンション市場のより詳細な分析については、佐久間誠「東京のマンション、実はそこまで高くない!?」～修正年収倍率による東京マンション市場の分析～ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート(2016年5月26日)、を参照。<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=52981>

[*2] 年収倍率は、東京都の75㎡の新築マンションを購入した場合を想定して計算。

[*3] 修正年収倍率は、住宅ローンを利用して東京都の75㎡の新築マンションを購入した場合を想定して計算。住宅ローン総支払額を計算する際の前提は下記の通り。

- 返済期間: 30年
- 借入金利: 2003年9月以前=旧公庫融資基準金利、2003年10月以降=フラット35借入金利
- 返済方法: 元利均等返済
- 頭金: なし

2016・2017年度経済見通し



経済研究部 経済調査室長 齋藤 太郎
tsaito@nli-research.co.jp

1—— 停滞が続く日本経済

2016年1-3月期の実質GDPは、前期比0.5%（前期比年率1.9%）と2四半期ぶりのプラス成長となった。設備投資（前期比▲0.7%）、住宅投資（前期比▲0.7%）は減少したが、民間消費が2015年10-12月期の大幅減の反動やうるう年による日数増の影響から前期比0.6%の増加となったこと、政府消費が前期比0.7%の高い伸びとなったことなどから、国内需要が2四半期ぶりの増加となった。こうした中、国内需要低迷を背景とした輸入の弱さもあり外需が3四半期連続で成長率の押し上げ要因となったため、実質GDPは潜在成長率を上回る高めの伸びとなった。

ただし、GDP統計では季節調整をかける際にうるう年調整が行われておらず、1-3月期の成長率は日数増により年率1%程度かさ上げされていること（当研究所による試算値）、10-12月期の年率▲1.8%のマイナス成長の後であることを踏まえれば、景気が足踏み状態を脱したとはいえない。2015年度の実質GDPは0.8%と2年ぶりのプラス成長となったが、四半期ベースでは2015年4-6月期からマイナス成長とプラス成長を繰り返しており、日本経済が2015年度を通して停滞を続けたことを示している。

2—— 個人消費の低迷が長期化する理由

消費税率引き上げ後の日本経済が低迷を続けている主因は個人消費の回復が遅れていることだ。GDP統計の民間消費

は消費税率引き上げの影響で2014年度に前年比▲2.9%と急速に落ち込んだ後、2015年度も同▲0.2%の減少となった。GDP統計の「民間消費支出」と日本銀行が公表を開始した「消費活動指数」で四半期毎の個人消費の動きをみると、足もとの水準は「消費活動指数」のほうが若干高いが、総じてみれば両者ともに横這い圏の推移が続いている【図表1】。

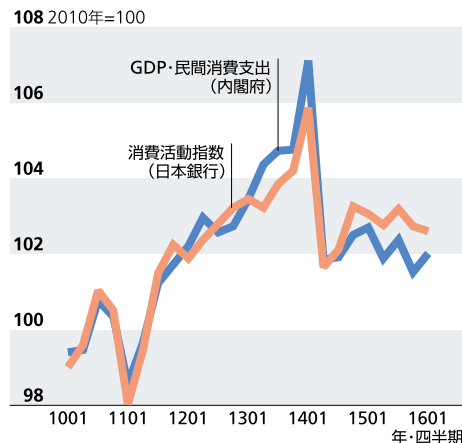
個人消費は消費税率引き上げから2年にわたって低迷を続けているが、2014年度と2015年度では消費低迷の要因が変化している。2014年度は駆け込み需要の反動による消費性向の低下と物価上昇に伴う実質所得の低下が実質消費を大きく押し下げた。2015年度に入ると反動の影響は和らぎ、物価上昇率もが低下したため実質所得目減りの悪影響もなくなった。それにもかかわらず消費の低迷が続いたのは消費性向が大きく落ち込んだためである。この原因としては消費者の節約志向の高まりに加えて、天候不順、2015年度末にかけての株価下落の影響などが挙げられる。

また、リーマン・ショック後にエコカー補助金、家電エコポイント制度などの需要喚起策、地上アナログ放送終了（地デジ対応テレビの買い替え需要急増）、Windows XPのサポート終了、消費増税前の駆け込み需要など、耐久消費財の購入前倒しを促進する事象が相次いだ。このため、耐久財の消費支出が2009年以降、それまでのトレンドから大きく上振れし、消費増税をきっかけとして大規模なストック調整が発生した【図表2】。

さらに、マクロ経済スライドの導入、年金額の特例水準の解消などによって社会給

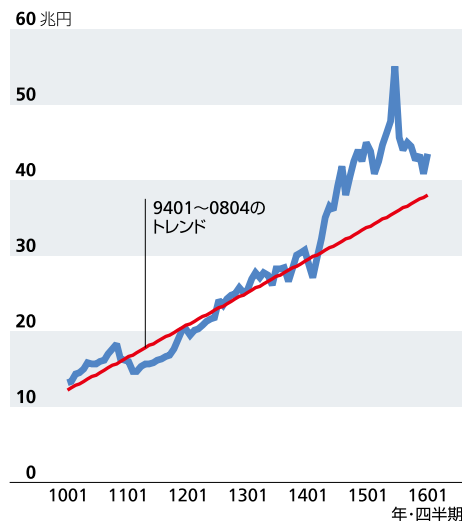
【図表1】個人消費関連指標の推移

資料:内閣府「四半期別GDP速報」、日本銀行「消費活動指数」



【図表2】耐久財消費支出（フロー）の推移

資料:内閣府「四半期別GDP速報」



付が抑制される一方、年金保険料率の段階的な引き上げによって社会負担が増加している。2010年度以降、家計の可処分所得の伸びは税、社会負担の増加などから雇用者報酬の伸びを下回っている。GDP統計の速報段階で判明する雇用者報酬の好調さに比べて、税、社会保障負担なども含めた家計の所得環境が厳しいことも消費の抑制につながっていると考えられる。



さいとう・たろう
 92年日本生命保険相互会社入社。
 96年ニッセイ基礎研究所、12年より現職。
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)兼務。

3—— 実質成長率は2016年度0.6%、 2017年度1.1%を予想

1 | 2017年度の消費増税は延期

安倍首相は6/1に記者会見を行い、2017年4月に予定されていた消費税率の引き上げ(8%→10%)を2019年10月に延期することを表明した。

消費税率引き上げの延期により2016年度の成長率は駆け込み需要がなくなる分だけ消費増税実施の場合よりも低くなる(当研究所では駆け込み需要を0.3%想定していた)。一方、2017年度は駆け込み需要の反動がなくなること、税率引き上げによる物価上昇に伴う実質所得低下の影響がなくなることで、消費増税が実施された場合よりも実質GDP成長率は1%程度上昇する。

2016年1-3月期は2四半期ぶりのプラス成長となったが、4-6月期はうるう年による押し上げの反動、熊本地震の影響、円高の顕在化による輸出の減少などから前期比年率▲0.4%のマイナス成長となるだろう。ただし、1-3月期とは逆に統計上の技術的な要因により成長率が押し下げられる(年率▲1%程度)ため、表面的な数字で過度に悲観する必要はない。7-9月期は民間消費の伸びが高まることなどからプラス成長に復帰し、その後は年率1%前後の成長が続くだろう。実質GDPは2016年度が0.6%、2017年度が1.1%と予想する[図表3]。

2 | 期待される個人消費の回復

実質GDP成長率の予想を需要項目別にみると、民間消費は2016年度に前年比1.0%と3年ぶりの増加となった後、2017

年度も同0.9%と2年連続の増加を予想する。2016年の春闘賃上げ率が前年を下回ったこともあり一人当たりの名目賃金は伸び悩むが、企業の人手不足感の高さを背景に雇用者数が増加を続けること、円高、原油価格下落の影響で物価上昇率が低下することから、実質雇用者報酬は2015年度の前年比1.7%から2016年度は同1.9%と若干伸びが高まるだろう。耐久消費財のストック調整圧力が残存していること、株価下落による逆資産効果などが引き続き消費の抑制要因となる可能性があることには留意が必要だが、実質所得の増加を主因として民間消費は回復に向かうことが予想される。

2015年度の設備投資は前年比2.0%と2014年度と同0.1%から伸びを高めたが、企業収益が好調を続けてきたことからすれば低い伸びにとどまった。円高や海外経済の減速を受けて足もとの企業収益は大きく悪化しており、2016年度の経常利益は2011年度以来5年ぶりの減益となることが予想される。設備投資意欲の低迷に企業収益の悪化が加わることにより、設備投資は当面低調に推移する可能性が高い。2016年度の設備投資は前年比0.5%と前年度から伸びが大きく鈍化するだろう。

公的固定資本形成は2015年7-9月期が前期比▲2.4%、10-12月期が同▲3.6%と大きく落ち込んだ後、2016年1-3月期は同▲0.7%と減少幅が大きく縮小した。2015年度補正予算、2016年度当初予算の前倒し執行を受けて、先行指標の公共工事請負金額は大幅に増加している。また、熊本地震からの復旧を目的とした2016年度補正予算は7-9月期以降の公的固定

資本形成を押し上げることが見込まれる。

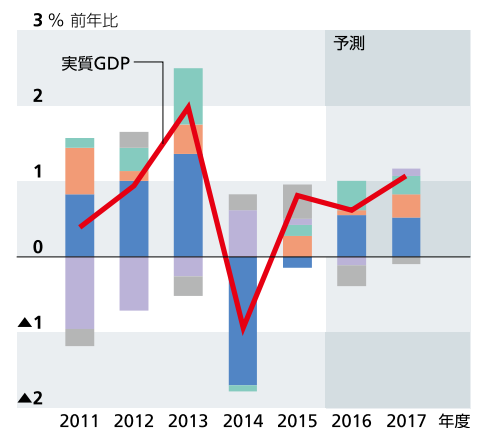
さらに、秋の臨時国会で策定される経済対策の裏づけとなる2016年度第2次補正予算は年末までに成立することが見込まれるため、2016年度末から2017年度初めにかけてその効果が顕在化する可能性が高い。2016年度の公的固定資本形成は前年比1.6%と3年ぶりに増加し、景気を一定程度下支えする役割を果たしそうだ。

2015年度の輸出は前年比0.4%とほぼ横ばいにとどまったが、円高や海外経済減速の影響から2016年度も前年比0.5%の低い伸びにとどまるだろう。日本の輸出ウエイトで加重平均した海外経済の成長率は2012年以降、過去平均(1980年～)を下回り続けているが、2016年の伸びは2015年からさらに低下することが予想される。当研究所では米国の利上げ再開、日本の金融緩和継続を背景とした日米の金利差拡大を主因として徐々に円安・ドル高が進むと予想している。しかし、海外経済の低成長が続く中で円高がさらに進行するようであれば、輸出の失速を起点とした景気後退のリスクが高まるだろう。

[図表3] 実質GDP成長率の推移

資料:内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

■ 民間消費 ■ 公的需要 ■ その他
 ■ 設備投資 ■ 外需



歯、口の衰え「オーラル・フレイル」に要注意！

お口のケアが老化防止につながる理由



生活研究部 主任研究員(東京大学高齢社会総合研究機構 客員研究員) 前田 展弘

maeda@nli-research.co.jp



まえだ・のびひろ

04年ニッセイ基礎研究所、14年より現職。
09年より東京大学高齢社会総合研究機構客員研究員。
高齢社会エキスパート(総合) 特別認定者、MBAなど。

“人は足から老いる”とよく言われている。若いときは平気だった坂道や階段が段々辛くなったり、足腰が弱くなったと体感することで、老いを感じ始める人は少なくない。その老いに負けないためにウォーキングをはじめ、足腰を鍛え続けることの大切さは誰もが認めているところであろう。では、“人は口から老いる”ということをご存知でしょうか。多くの人は初めて聞いたことかもしれない。これは『オーラル・フレイル』という新しい概念であり、2015年度から広がりを見せている。提唱者は筆者も所属する東京大学高齢社会総合研究機構の飯島准教授他であり、昨年度からは日本歯科医師会も当概念の普及に向けた積極的な啓発活動を展開している。

1—— オーラル・フレイルとは

オーラル・フレイルは、直訳すると「歯・口の機能の虚弱^{*1}」である。虚弱に至るプロセスは一般的に、上述した足腰の話と関係の深い骨格筋が弱まること(=加齢性筋肉減弱症(サルコペニア))と考えられているが、オーラル・フレイルはその虚弱に至るプロセスに、より川上の段階で歯・口の機能低下が深く関係していることを説明する。つまり、歯・口の健康をおろそかにすると、噛む力や舌の動きも悪くなるなどから栄養摂取の面で支障を及ぼすとともに、滑舌が悪くなったりすることで人との交流を避けるようになっていたり、家に閉じこもりがちな生活をおくることで生きがいを失いやすくなったりする。オーラル・フレイルはこうした歯・口の機能低下から始まる、低栄養・身体機能の低下、社会性の低下、精

〔図表1〕歯科検診の受診状況(1年間に1回以上受診した人の割合)

資料:厚生労働省「国民健康・栄養調査」(平成24年)

	計	20~29歳	30~39歳	40~49歳	50~59歳	60~69歳	70歳以上
計[%]	47.8	37.7	42.7	43.5	48.0	55.3	51.4
男性[%]	44.1	32.0	35.3	36.0	43.6	53.9	52.2
女性[%]	51.2	43.0	49.6	50.2	51.8	56.6	50.8

神性の低下、そして虚弱な状態に陥る一連のプロセスを説明しながら、虚弱化の予防に向けた「歯・口の機能」の重要性を強調するのである。これらは、飯島他が「高齢期における虚弱化の原因を追究する大規模調査(縦断追跡コホート研究)^{*2}」等を行い、その中から導き出したものである。

2—— 歯・口の健康に関するエビデンス

歯・口の健康の大切さは、誰もが子供のときから教わってきたことであるわけだが、寿命や高齢期の健康との関係でも次のようなことが先行研究から明らかにされている。

- 歯の本数が多いほど、生年数が長い (Fukai k et al., Geriatr Gerontol Int 7:341-347,2007)
- 歯の本数が多いほど、また義歯による機能回復をするほど認知症発症が少ない (Yamamoto et al., Psychosomatic Medicine,2012)
- 歯を失い、義歯を使用していないと転倒リスクが高まる (Yamamoto et al., BMJ Open,2:e001262,2012)

※上記は日本歯科医師会「社会保障制度改革国民会議提出資料(2013.3.27)」より引用

なお、歯・口の健康と疾病との関係では、食べ物や唾液が誤って肺に入っておこる「誤嚥性(ごえんせい)肺炎」がよく知られているが、日本人の死因として肺炎が増え続けている(2011年から第3位)背景には、歯・口の健康が関連している可能性がうかがわれる。

3—— 予防歯科・定期歯科検診(クリーニングの実施)が大切

これまで歯・口の健康に対する意識はどうだっただろうか。「毎日歯磨きをしていればよい、虫歯にならなければよい、痛くなければよい」程度に思われていたとすれば、少し考え方を見直したほうがよいかもしれない。歯科検診の受診状況をみると、全体では47.8%、男性よりも女性のほうが多く、若者よりも高齢者のほうが多い。約2人に1人が受診している状況を多いと見るか、少ないと見るか意見が分かれるかもしれないが、これからの時代はこうした予防的な検診も含めて、定期的にクリーニングを行うこともお薦めしたい。偏見になるかもしれないが、特に男性は歯のクリーニングを定期的に行う習慣がない人が多いと思われる。

虚弱化を予防し、より豊かな健康長寿を実現していくためにも、これからは足腰のトレーニングに加えて、「歯・口の健康」にも予防的に取り組んでいくことが大切であると考える。

<参考文献等>

・飯島勝矢「虚弱・サルコペニア予防における医科歯科連携の重要性～新概念『オーラル・フレイル』から高齢者の食力の維持・向上を目指す」、日補綴会誌Ann Jpn Prosthodont Soc7:92-101,2015

・日本歯科医師会HP

【*1】老化に伴う心身機能の著明な低下を示す者を一般的に「虚弱(frailty)」と呼ぶ。2014年に日本老年医学会は、国民に対する予防意識を高める目的から、虚弱のことを「フレイル」と呼ぶことを提唱している。

【*2】千葉県柏市における65歳以上の地域在住高齢者2044名を対象とした「大規模虚弱予防研究(通称「柏スタディー」)」

Brexit決着後の為替相場

ド ル円相場は、英国のEU離脱懸念に伴うリスク回避、ハト派的なFOMCを受けた米利上げ観測後退、日銀の追加緩和見送りを受けて、一時103円台まで円高ドル安が進行、足元も104円台半ばにある。

目先の最大の焦点は、明日行われる英国のEU離脱を問う国民投票だが、メインシナリオは残留決定となる。その際のドル円は、リスク回避の後退や米利上げ観測の持ち直しにより、円安に振れることが予想される。水準としては、離脱懸念が大きく高まる前の水準である106円台が目処になる。ただし、その後のドル円は上値が重たくなりそうだ。FRBは雇用減速を受けて利上げへの慎重姿勢を強めており、利上げは9月まで後ズレしそうだ。従って、しばらくドルを買いづらいう状況が続き、9月に入ってからやや円安ドル高に振れると見ている。日銀は7月に追加緩和に踏み切ると予想するが、同時に「緩和の限界」が意識されることで円安効果が減殺され、為替への影響は限定的になると見ている。

ユーロ円は、ユーロ圏が英国と強い繋がりを持つだけに、EU離脱懸念を織り込む形で117円台まで下落している。今後、残留が決まればユーロ高反応が予想され、その上昇幅はドル円を上回ると見ている。ただし、その時点でユーロ高材料は玉切れとなり、以降は一進一退の展開が続きそうだ。

長期金利は、▲0.1%台半ばでの推移となっている。英国の残留が決まれば一旦若干上昇が予想されるが、日銀が7月に追加緩和に踏み切ること、▲0.2%付近に低下、定着すると見ている。

ちなみに、リスクシナリオになるが、英国がEU離脱を決定した場合には、円はドル・ユーロに対し急激に上昇し、長期金利も低下することになるだろう。



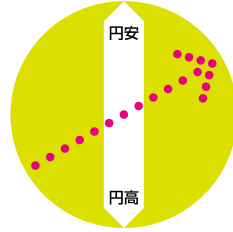
シニアエコノミスト **上野 剛志**
うへの つよし | tueno@nli-research.co.jp

98年日本生命保険相互会社入社、
01年同融資部門財務審査部配属、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンクThe Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所(現職)。

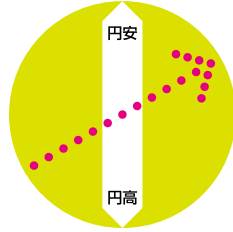


Market Karte

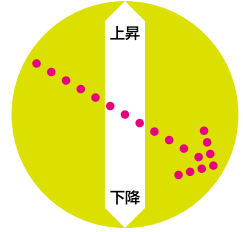
July 2016



ドル円・3ヵ月後の見通し

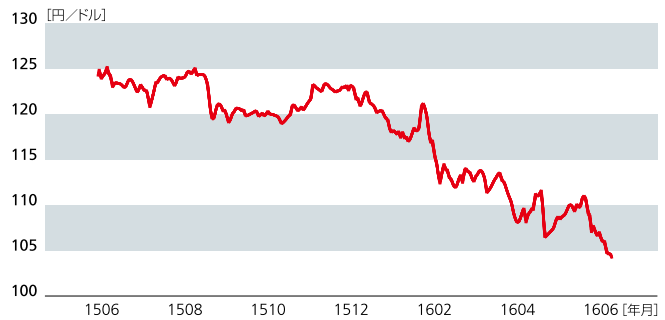


ユーロ円・3ヵ月後の見通し

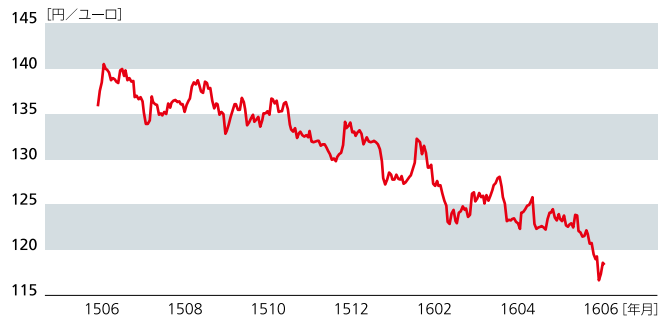


長期金利・3ヵ月後の見通し

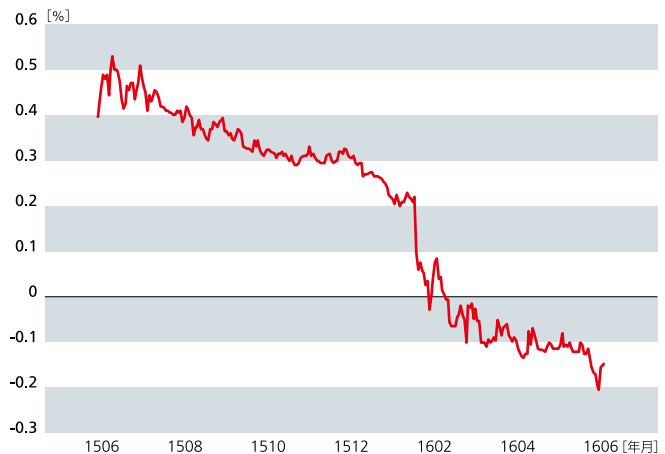
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会



Access Ranking TOP5

レポートアクセスランキング

- 1 東京のマンション、実はそこまで高くない!?**
～修正年収倍率による東京マンション市場の分析～
佐久間 誠 [基礎研レポート | 2016/5/26号]
- 2 若年層の消費実態(1)**
～収入が増えても、消費は抑える今の若者たち
久我 尚子 [基礎研レター | 2016/6/6号]
- 3 資金循環統計(15年10-12月期)**
～個人金融資産は前年比29兆円増の1741兆円
上野 剛志 [経済金融フラッシュ | 2016/3/25号]
- 4 中国経済見直し**
～景気は一旦持ち直しも、成長率の鈍化傾向は続く
三尾 幸吉郎 [エコノミストレター | 2016/5/27号]
- 5 原油相場の先行きはどうか?**
～金融市場の動き(6月号)
上野 剛志 [エコノミストレター | 2016/6/3号]

コラムアクセスランキング

- 1 東京のマンション価格が高騰するも、意外にも取得負担が増えていない理由**
～住宅ローン金利低下による実質的な値引き効果の試算～
佐久間 誠 [研究員の眼 | 2016/6/3号]
- 2 普通の家計の貯蓄額は1805万円か997万円か?**
樋 浩一 [エコノミストの眼 | 2016/5/25号]
- 3 AI(人工知能)とBI(ベーシック・インカム)**
～「仕事を奪われる」のか、「仕事から解放される」のか?
土堤内 昭雄 [研究員の眼 | 2016/5/31号]
- 4 本当に「労働力」は不足するのか?**
～AIとロボットによる労働代替化の行方
土堤内 昭雄 [研究員の眼 | 2016/5/24号]
- 5 個人型DCの加入対象拡大**
～改正法成立。当面の経済環境がDC制度の行方を左右?
梅内 俊樹 [研究員の眼 | 2016/5/25号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づくランキングです。《アクセス集計期間16/5/23-16/6/19》

www.nli-research.co.jp




変わる時代の確かな視点

infocalendar July, 2016

外国船社が運航するクルーズ船の寄港回数[2015年]

Source: 国土交通省港湾局 Design: infogram©

 = 寄港回数10回

