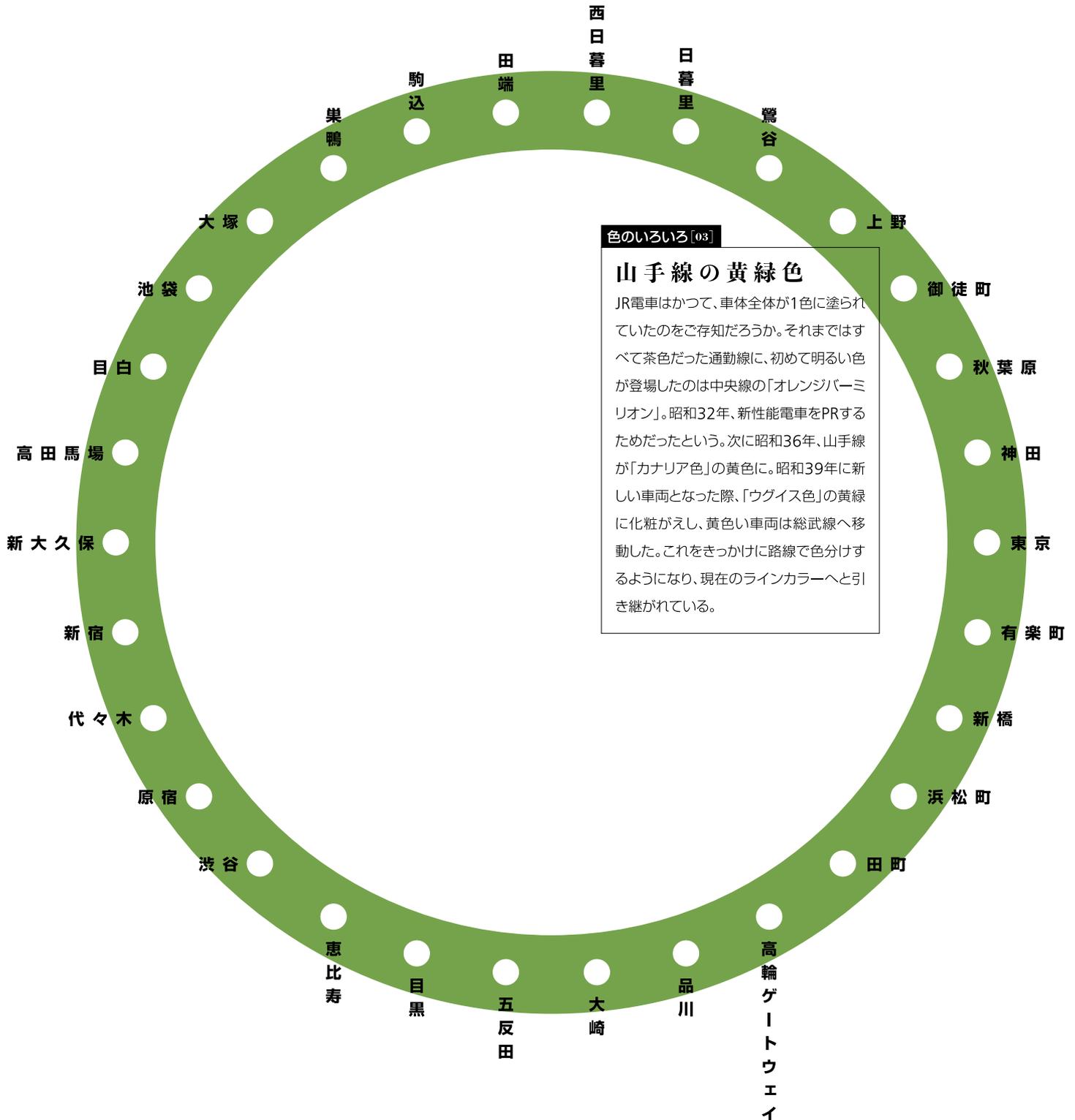


# ニッセイ基礎研 Report

June 2023 Vol.315

- 02 新型コロナ収束後に残された課題 ● 斎藤 太郎
- 03 Z世代の消費を読み解く5つのキーワード ● 廣瀬 涼
- 04 「新築マンション価格指数」でみる東京23区のマンション市場動向 ● 吉田 資
- 06 「安いニッポン」から考える日本の生産性 ● 山下 大輔
- 08 物流市場は空室率が大きく上昇。J-REIT市場は調整が続く ● 岩佐 浩人
- 10 現金流通量を巡る地殻変動 ● 上野 剛志
- 11 1ドル140円が再び視野に、円安がぶり返したワケ ● 上野 剛志



# 新型コロナ収束後に残された課題



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



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、19年より現職  
12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務  
優秀フォーカスターに8回選出

新型コロナウイルス感染症は、5/8に感染症法上の位置づけが「新型インフルエンザ等感染症(いわゆる2類相当)」から「5類感染症」に移行した。これにより、感染対策は「法律に基づき行政が様々な要請・関与をしていく仕組み」から、「個人の選択を尊重し、国民の自主的な取組をベースとしたもの」に変更された。

具体的には、政府が一律に日常における基本的感染対策を求めることはなくなり、新型コロナ陽性者及び濃厚接触者の外出自粛は求められなくなった。また、これまでは限られた医療機関でのみ受診可能であったが、幅広い医療機関において受診可能となった。医療費等については、1割から3割の自己負担が原則となるが、一定期間は公費支援が継続される。

感染は今後も拡大する可能性があり、一定の感染対策を継続する必要があるが、新型コロナウイルス感染症は、流行が始まって3年以上が経過してようやくほぼ収束したと考えてよいだろう。

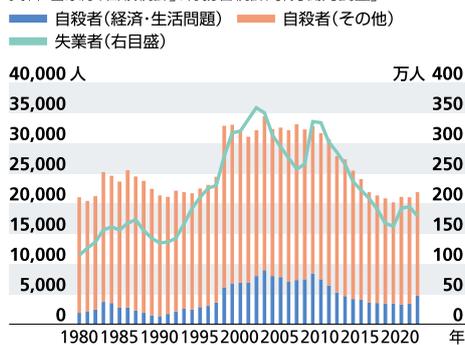
今後求められるのは、これまでの取り組みに対する検証だ。様々な対策が感染抑制に一定の役割を果たしたことは確かだが、それと引き換えに景気の急速な悪化、実質的な私権制限、教育現場の混乱、出生数の大幅減少など社会経済活動に大きな弊害をもたらした。感染対策の妥当性については多面的な検証が必要だろう。

新型コロナの流行初期に筆者が最も懸念していたことは、経済活動の大幅な制限によって失業者が増加し、そのことが経済問題を理由とした自殺者の大幅な増加につながってしまうことだった。

この点については、雇用調整助成金の

特例措置を導入したことが功を奏した。失業者は2020、2021年と増加したが、経済活動の急激な落ち込みを踏まれば、失業者の増加は限定的にとどまり、2022年には減少に転じた。この結果、1990年後半以降に景気が急速に悪化した時のように経済的な理由による自殺者が急増することは回避された[図表1]。

[図表1] 失業者数と自殺者数(原因・動機別)の関係  
注:自殺の原因・動機について、2021年までは自殺者一人につき3つまで計上可能となっていたが、2022年は4つまで計上可能となった  
資料:警察庁「自殺統計」、総務省統計局「労働力調査」

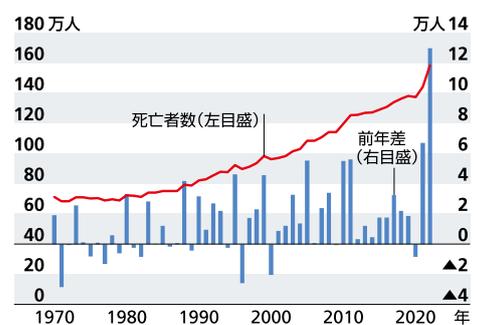


しかし、問題は全体の死亡者数が大幅に増えていることである。日本は高齢化の影響もあり、コロナ禍前の2019年までの10年間で年平均2万人程度死亡者数が増えていた。新型コロナの流行が始まった2020年の総死亡者数は前年に比べて8000人の減少となったが、2021年は前年から6.7万人、2022年は13.0万人の急増となった[図表2]。

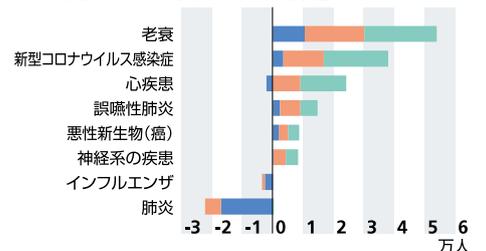
死因別には、老衰が最も多く、2020~2022年の累計(2022年は11月まで)で5.4万人増、それに続くのが新型コロナの3.8万人増、心疾患の2.2万人増となっている。老衰の増加は高齢化の影響も大きい。2015~2019年の年平均0.9万人増から2022年は2.4万人増とそのペースが加速している。一方、インフルエンザ、肺炎はコロナ禍前よりも死亡者数が減少し

ている[図表3]。全体の死亡者数の増加が新型コロナによる死亡者数の増加を大きく上回っている理由としては、医療逼迫によって救えるはずの命が救えなくなったこと、自粛生活の長期化に伴い免疫力が低下したこと、フレイル状態に陥った高齢者が急増したことなどが考えられる。

[図表2] 総死亡者数が急増  
注:2021年までは確定値、2022年は速報値  
資料:厚生労働省「人口動態統計」



[図表3] 死因別の死亡者数の増減  
注:2022年は11月まで 資料:厚生労働省「人口動態統計」



感染対策の究極の目的は死者の増加を最小限にとどめることだ。新型コロナによる死者を減らしたとしても、それ以外の要因で死者を大幅に増やしてしまったとすれば、対策は失敗だったということになる。死者急増の原因を特定することは困難かもしれないが、新たな感染症はいつかまた出現する。多大な犠牲を払って得た今回の経験を次のパンデミックに活かすためにも、英知を結集して原因究明を行うことが求められる。

## Z世代の消費を読み解く5つのキーワード



生活研究部 研究員 廣瀬 涼

hirose@nli-research.co.jp

ひろせ・りょう  
19年 ニッセイ基礎研究所入社  
21年7月より現職

## 1——顧客イメージを創造することが困難に

Z世代は1996年から2012年の17年の間に生まれた若者を指しており、社会や消費市場の観点からも、環境変化の大きさを十分に感じさせる歳月である。併せて現代消費の潮流が、大衆消費の側面と個々の嗜好の追求の側面を擁している点や、社会の多様化が進むに伴ってステレオタイプによって構築されたイメージ先行で消費を行う層をメーカーが想定すること自体も時代錯誤になりつつあり、筆者は「Z世代にはこのような特徴がある」といった顧客イメージを作ることは不可能であると考える。一方で、筆者はZ世代がそれ以前の世代と比較した際にどのような価値観の違いを擁しているのかを論じるアプローチで、Z世代の消費に対する価値観を展望できると考えており以下は、過去に筆者がレポートで論じてきたZ世代の消費行動や消費に関する価値観を基に見出したZ世代の消費文化を検討する上でのキーワードである。

## 2——Z世代の消費を読み解く5つのキーワード

まず、①「自己欲求の充足のための消費は惜しまないが、それ以外の消費では賢く消費を抑える」である。日々の「ご褒美」としての位置づけのある消費や、推し活のような自身の精神的充足のための消費には積極的に支出するが、自身の価値や消費の意味を見出すことができない対象への消費は抑える傾向がある。Z世代が歩むVUCAの時代は不確実な時代であり、みんなが幸せとしてきたものが、幸せではないと感じる者も多く、その価値観は消費にも表れ始めている。消費によって描けた幸せ

- ① 自己欲求の充足のための消費は惜しまないが、それ以外の消費では賢く消費を抑える
- ② 消費行動の前に、自身が消費(所有)することの意義を予め吟味する
- ③ 消費に失敗したくない
- ④ 消費結果によって生まれる他人との関係的価値が自身の自己肯定感向上に繋がる
- ⑤ 消費や嗜好サイクルが加速化・多様化するなかでコストや時間をかけずに自身のニーズを満たしたい

のビジョンが希薄化しているからこそ、旧来の成功のイメージを体現していた持家、家庭、車、レジャーなどの消費においても理由や根拠を必要としているともいえるだろう。それ以前の世代が「若者の〇〇離れ」と、若者の消費に対する消極性を問題視することがあるが、極論どれもタダでもらえるのならば拒む人などそれほどいないだろう。だとすると、そのモノやサービス自体が拒まれているわけではなく、自身の生活や収入などを考慮したうえで「必要ない」「購入する事が出来ない」と判断して消費行動に移されていないだけに過ぎず、そこで抑えられた支出は自身にとってよりプライオリティの高いモノへと回せるわけだ。

次に②「消費行動の前に、自身が消費(所有)することの意義を予め吟味する」である。長期的な経済の低迷が続き、支出できる元手に限度がある一方で、SNSの普及が情報の過剰供給をもたらし、消費をしたいと思う対象が増えたため、消費欲求一つ一つを満たす必要があるか検討することになる。市場においてもフリーミアムやサブスクリプションなど所有しなくともニーズを満たす手段が存在する。また、誰もが消費結果をネットに投稿することが消費文化として定着したことで、世の中には同じような消費結果が溢れており、わざわざ自分でそれを消費する必要があるか検討する消費行動が定着している。どの商品やサービスにおいてもまず他人の消費結果を検討するからこそ「ググるよ

りタグル」という消費文化が定着した。

併せて、欲求を満たしたくとも全ての欲求は満たすことができないと理解しているからこそ、実際に支出したコストに対して高い効用を求めている。これは、消費することへのリスクヘッジに対する意識が高く、③「消費に失敗したくない」という価値観を擁していると言える。

また、従来は所有によるモノの豊かさやブランドが発信するメッセージによる他人に対する優越感や帰属意識など、消費はステータスとしての機能が期待されていた。しかし、Z世代においては、購買するまでの過程や背景などを他人に承認してもらう事も自己肯定感の向上の要因となる。だからこそ④「消費結果によって生まれる他人との関係的価値が自身の自己肯定感向上に繋がる」わけだ。

最後に⑤「消費や嗜好サイクルが加速化・多様化するなかでコストや時間をかけずに自身のニーズを満たしたい」だが、情報が多いことで興味を抱くコトやモノも以前とは比較にならないほど多く、世の中のブームや自身の興味が移り変わるスピードが速いからこそ、それを満たすうえで一つ一つの欲求に対して時間やお金を極力かけずに、手っ取り早くその欲求を解消したいわけだ。昨今のタイパ重視のコンテンツ消費や、フリーミアムを活用し、それなりのサービスで満足しようとする消費行動からもこのような価値観を垣間見ることができる。

# 「新築マンション価格指数」でみる東京23区のマンション市場動向

良好な需給環境と低金利を背景に、東京23区の新築マンション価格は過去10年間で+69%上昇



金融研究部 主任研究員 吉田 資

tyoshida@nli-research.co.jp

## 1—はじめに

総務省「国勢調査」によれば、東京23区の新築分譲マンションに居住する世帯<sup>\*1</sup>は、2005年から2020年の15年間で1.5倍(約70万世帯→約103万世帯)に増加し、総世帯数に占める割合は約17%から約20%に増加した。また、不動産経済研究所によれば、2022年に東京23区で販売された新築分譲マンションの平均価格は8,236万円となり<sup>\*2</sup>、2005年と比べて+67%上昇した。分譲マンションで暮らす人々が増加し、価格が大きく上昇するなか、マンション市場への人々の関心は高まっている。そこで、本稿では、新築マンションの販売データを用いて、「新築マンション価格指数」を作成し、東京23区の新築マンション市場の動向を概観する。

## 2—新築マンション市場を取り巻く需給環境

### 1 | 新規供給戸数の動向

不動産経済研究所によれば、首都圏の新築分譲マンションの新規供給戸数は、2005年の8.4万戸から2022年の2.9万戸へ約1/3の水準に大幅減少した。同様に、2022年の東京23区の新規供給戸数は1万797戸(2005年対比▲65%減少)となり、2005年以降で最も低い水準にとどまった。各マンションデベロッパーは市場環境をみながら慎重な供給姿勢を維持している。

### 2 | 建築コストの動向

建設物価調査会「建築費指数」によれば、東京の集合住宅(RC造)(2022年)の建築費は、「133.8」(前年比+8%)となり2005年対比で+35%上昇した。

国土交通省「建設労働需給調査」によれば、建設業の労働需給を示す「建設技能労働者過不足率」は、2011年以降、一貫してプラス(人手不足)で推移している。

「建設業」の就業者は他の産業と比較して若年層の割合が少なく高齢化が進行している。構造的な人手不足を背景に建築コストの上昇が続いており、新築マンションの供給戸数を押し下げる要因の1つとなっている。

「建設業」の就業者は他の産業と比較して若年層の割合が少なく高齢化が進行している。構造的な人手不足を背景に建築コストの上昇が続いており、新築マンションの供給戸数を押し下げる要因の1つとなっている。

### 3 | 開発用地の動向

土地総合研究所「不動産業業況等調査」によれば、「住宅・宅地分譲業」の「用地取得件数」の動向指数は、2013年以降マイナス(取得件数減少)で推移している。デベロッパーの開発用地の取得は低調な状況にある。

マンション開発適地がもともと限定的である東京23区ではマンション用地価格が高止まりするなか、今後も供給戸数が増えにくい状況が続くと考えられる。

### 4 | 望まれる住宅形態

国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」によれば、東京圏在住者を対象に「今後望ましい住宅形態」を質問したところ、一貫して「一戸建て」が多く、次いで「戸建て・マンションどちらでもよい」、「マンション」の順となっている[図表1]。ただし、「一戸建て」の比率が減少傾向(2006年79%⇒2021年48%)にあるのに対して、「戸建て・マンションどち

らでもよい」(10%⇒24%)及び「マンション」(13%⇒22%)の比率が増加している。東京圏では、依然として「一戸建て」を望む人が約半数を占めるものの、都心部を中心に「マンション」居住を志向する人が増加しているようだ。

## 5 | 人口移動の動向

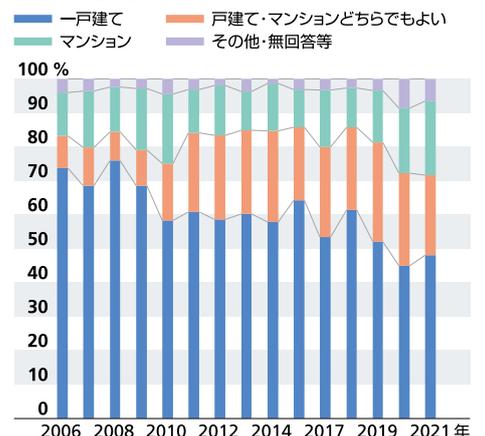
総務省「住民基本台帳人口移動報告」によれば、東京23区の新転入者数は、2012年以降、増加傾向で推移していたが、コロナ禍を経て、減少に転じた。しかし、2022年はプラスに転じ前年比+3.7%の34.7万人となった[図表2]。

一方、転出者数は、長らく30万人近辺で推移していたが、2020年以降増加に転じ、2022年は前年比+4.5%の約32.8万人となった。

この結果、「転入超過数」は2012年以降増加傾向にあり、2019年は+7.0万人の「転入超過」であったが、コロナ禍以降、「転入超過数」は大幅に減少し、2022年は+1.9万人とコロナ禍前の1/3の水準に留まっている。

[図表1] 今後望ましい住宅形態(東京圏)

出所: 国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」を元にニッセイ基礎研究所作成





よしたたすく

07年 住信基礎研究所(現 三井住友トラスト基礎研究所)入社。  
18年 ニッセイ基礎研究所(現職)  
専門は不動産市場、投資分析など。

[図表2] 転入者数および転出者数(日本人・東京23区)

出所:総務省「住民基本台帳人口移動報告」もとにニッセイ基礎研究所作成



## 6 | 新築マンション購入層の動向

リクルート住まいカンパニー「首都圏新築マンション契約者動向調査」によれば、首都圏における新築マンション購入者の世帯構成は、「夫婦のみの世帯」が最も多く、次いで「子供あり(第1子小学校入学前)世帯」となっている。

総務省「国勢調査」によれば、2020年の東京23区の「夫婦のみの世帯」は80.4万世帯で2005年対比+19%増加した。また、「夫婦と子供から成る世帯(6歳未満の子供あり)」も2020年に32.3万世帯となり2005年対比+27%増加した。これらの「夫婦世帯」と「夫婦と子供の世帯」の増加が、東京23区における新築マンションの需要を支えていると考えられる。

## 7 | 住宅ローンの動向

長期固定金利住宅ローンである「フラット35」の金利は、2005年から2008年にかけて2%前半から3%台へ上昇した後、低下に転じ、2016年には1%を下回る水準まで低下した。その後も概ね1%台前半で推移していたが、2022年に入りやや上昇している。

住宅金融支援機構「住宅ローン利用予定者調査」によれば、「今(今後1年程度)は、住宅取得の買い時だと思うか」という質問に対して、「買い時だと思う」との

回答が「買い時とは思わない」との回答を、2021年10月調査まで上回る状況が続いていた。また、「買い時だと思う理由」として、「住宅ローン金利が低水準だから」との回答が最多を占める。このように、長期にわたる低金利がマンション購入資金の負担を軽減し、マンション購入を後押ししてきたことが確認できる。

## 3——「新築マンション価格指数」の作成

東京23区の新築マンションの販売データ(2005年~2022年)を用いて、品質調整をした「新築マンション価格指数」と、サブインデックスとなる「エリア別価格指数」と「タワーマンション価格指数」を算出した[図表3]。

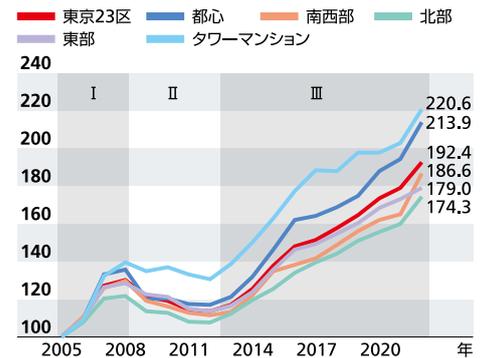
2005年以降の価格動向をみると、次の3つのフェーズに分類することができる。1つ目は、「2005年~2008年:リーマンショック前までの価格上昇局面(不動産ファンダブル期)」、2つ目は「2009年~2012年:リーマンショック後の価格下落局面(東日本大震災を含む)」、3つ目は「2013年~2022年:アベノミクス以降の価格上昇局面」である。直近2022年の価格指数(2005年=100)は「192.4」となり、アベノミクスがスタートして以降の過去10年間で+69%上昇した。

エリア別にみると、都心が「213.9」、南西部が「186.6」、東部が「179.0」、北部が「174.3」となり、都心のみ、東京23区(192.4)を上回る結果となった。また、「タワーマンション価格指数」は「220.6」となり、東京23区を上回った。

[図表3]「新築マンション価格指数」(2005年=100、年次)(東京23区、都心、南西部、北部、東部、タワーマンション)

出所:ニッセイ基礎研究所

注:都心:「千代田区」・「中央区」・「港区」・「渋谷区」・「新宿区」・「文京区」  
南西部:「品川区」・「目黒区」・「大田区」・「世田谷区」・「杉並区」・「中野区」  
北部:「北区」・「板橋区」・「練馬区」・「豊島区」  
東部:「江戸川区」・「江東区」・「台東区」・「墨田区」・「荒川区」・「足立区」・「葛飾区」



人手不足に伴う建築コストの上昇やマンション用地価格の高止まりを背景に、マンションデベロッパーが慎重な供給姿勢を維持するなか、新築マンションの新規供給は長期的に減少傾向にある。一方、マンション居住の希望が高まり、主なマンション購入層である「夫婦のみの世帯」と「未就学児がいる夫婦世帯」の増加が続くなか、低金利環境がマンション購入を後押ししている。この結果、東京23区の新築マンション市場は良好な需給環境が継続しており、リーマンショック後の価格下落局面(2009年~2012年)を除いて、長期にわたり価格上昇が続いている。

ただし、足元の人口流入の鈍化や住宅ローン金利上昇が今後も継続すると、価格上昇を支えた良好な需給環境が悪化に転じる可能性がある。引き続き、価格動向や需給環境を中心に、新築マンション市場を注視する必要があると。

[\*1]「持家」かつ「3階建て以上の共同住宅」に居住する世帯  
[\*2] 2023年3月の平均価格は、「三田ガーデンヒルズ」(平均価格約4億円台)と「ワールドタワーレジデンス」(平均価格約2.5億円)が押し上げ、過去最高の1億4360万円となった。

# 「安いニッポン」から考える日本の生産性



経済研究部 准主任研究員 山下 大輔  
d-yamashita@nli-research.co.jp



やました だいすけ  
09年 財務省入省、財務省、内閣府、法務省で勤務。  
20年 ニッセイ基礎研究所(現職)

## 1——はじめに

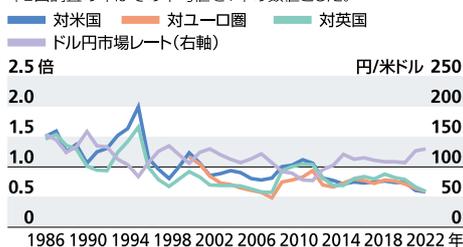
日本は、かつては、物価が高い国とされたが、近年では「安いニッポン」と言われるように、先進国の中で必ずしも物価が高い国でなくなった。「安いニッポン」は、市場で決まる名目為替レートの減価(円安)による影響が大きいとも考えられるが、90年代後半以降を均してみると、自国と外国の財・サービスの交換比率(相対価格)を示す実質為替レートが減価する(つまり他国と比較して物価が安くなる)傾向にある。

たとえば、ビッグマックの価格でみると、2000年4月には米国より2割程度高かったが、2023年1月には4割程度安くなった。また、OECDの購買力平価(PPP)レートから計算すると、1995年には米国の2倍近かった日本の物価は、2022年には米国よりも3割程度安くなった。

本稿では、内外価格差を示す実質為替レートと生産性の関係を通して、「安いニッポン」現象の要因を考える。

【図表1】日本のビッグマック実質為替レート

出所: The Economist, "Big Mac Index"  
注: 2000年以降の現行の指数と1999年以前の指数を接続。  
年2回調査の年はその平均値を1年の数値とした。



【図表2】OECD・PPPLレートによる日本の実質為替レートの推移

出所: OECD Stat(注) GDP基準の購買力平価("Purchasing Power Parities for GDP")を年平均為替レートで割って算出。



## 2——実質為替レートと生産性の関係

### 1 | バラッサ・サミュエルソン仮説

一般に、国内で取引される財・サービスは、海外と貿易可能なもの(貿易財)とそうでないもの(非貿易財)に分けられる。サービスの多くは非貿易財と考えられる。そして、物価は、貿易財の物価と非貿易財の物価で構成されている。

ここで、貿易財は海外と貿易されているので、競争を通じて、一物一価が成立すると仮定すると、実質為替レートは非貿易財の内外価格差によって決まるといえる。つまり、貿易財に比べて非貿易財の価格がより上昇する国ほど、実質為替レートは増価する。

また、各産業の生産性が、一国の名目賃金を各産業の財・サービスの物価で割った各産業の実質賃金で決まるとすると、実質為替レートは、実質為替レートが貿易財と非貿易財の生産性の二国間の差を反映して決まることとなり、非貿易財に比べて貿易財の生産性がより上昇する国ほど、実質為替レートが増価することとなる(バラッサ・サミュエルソン仮説)。

たとえば、自国の貿易財を生産する産業において生産性が向上し低コストで生産できるようになったとしよう。それを踏まえて、貿易財の販売価格が低下する場合もあれば、貿易財産業の労働者の賃金が引き上げられる場合もあるだろう。

まずは、自国の貿易財産業が生産性の上昇を背景に、生産した財・サービスの価格を引き下げる場合を考えよう。自国の貿易財産業の価格低下により価格競争が激化すれば、外国の貿易財は、価格の低下圧力にさらされる。もし外国の貿易財産業で生産性に変化がなければ、外国の貿易

財産業の売上が減少し、貿易財産業に従事する労働者の賃金が低下する要因となる。賃金の低下により、貿易財産業で従事する労働者が貿易財産業から非貿易財産業に移動すれば、非貿易財産業における労働者の労働供給が増加することになるため、非貿易財産業の労働者の賃金にも低下圧力がかかる。サービス産業などの非貿易財産業は、労働集約的である場合が多く、生産コストに占める人件費の割合が大きいため、賃金の低下が結果として価格の低下につながる。よって、自国の貿易財産業の生産性向上による貿易財価格の低下は、外国の賃金や物価の低下を引き起こす。また、生産性が向上した自国の貿易財産業が、貿易財産業の販売価格を変えない代わりに、貿易財の生産に従事する労働者の賃金を引き上げた場合には、貿易財産業の高い賃金を求めて、非貿易財産業の労働者が貿易財産業に移動しようとするため、非貿易財産業の労働供給が減少し、非貿易財産業でも賃金上昇圧力が働く。その結果、非貿易財産業の物価が上昇し、自国の一般物価を上昇させる。

### 2 | データによる検証

貿易財と非貿易財の物価の推移をみると、米国やユーロ圏、英国では、貿易財と非貿易財の双方で物価が継続的に上昇しているが、とりわけ非貿易財のほうが物価の上昇度合いが大きいことがわかる。他方、日本については、貿易財の物価は2010年代半ばまで低下を続け、それ以降横ばいになっており、非貿易財の物価は1995年以降安定的に概ね横ばいで推移し続けており、欧米とは対照的だ。

次に、名目賃金について、日本では貿易

財産業では概ね横ばいで推移する一方、非貿易財産業では低下する傾向にあった。他方、米国等では、貿易財産業、非貿易財産業ともに継続的に上昇していた。また、実質労働生産性の動きを比較すると、日本、米国、ユーロ圏、英国の全てで、貿易財産業の労働生産性は上昇する一方で、非貿易財産業の生産性は横ばいのままであった。

### 3——日本へのインプリケーション

まず、日本の貿易財産業と非貿易財産業の物価や賃金に着目すると、90年代後半以降、経済のグローバル化の進展、とりわけ中国などのアジアの新興国の貿易拡大に伴い、日本の貿易財産業は価格競争にさらされ、貿易財の物価は低迷した。貿易財産業の不振や経済のサービス化の進展により、労働者が貿易財産業から非貿易財産業に移動し、非貿易財産業の賃金が低下した。賃金の低下により、非貿易財産業の物価は上昇しなかった。日本の貿易財産業の実質労働生産性は上昇したが、付加価値の増加よりも労働投入量(就業者

による総労働時間)の減少の寄与が大きく、付加価値創出は不十分だった。

他方、米国等では、貿易財産業の実質労働生産性は同様に上昇したが、その主な要因は付加価値の増加であった。また、米国等もアジア新興国の貿易財産業の成長の影響に直面したはずだが、貿易財産業の物価や貿易財産業の賃金は上昇していた。

この点を考察すると、米国やユーロ圏、英国は、日本よりも、技術革新による新製品の開発などを通じた製品差別化が進んでいた可能性を指摘できる。

また、非貿易財産業の労働生産性が横ばいで推移し、経済のサービス化の進展などの要因で非貿易財産業の就業者数が増加していることを踏まえると、貿易財産業の賃金上昇が非貿易財産業の賃金を上昇させ、非貿易財産業の物価の上昇をもたらした可能性が示唆される。

日本では非貿易財産業の物価が上昇しなかったのに対して、米国やユーロ圏、英国では非貿易財産業の物価が上昇し、そ

れが結果として、日本の実質為替レートの減価傾向を生み出した。

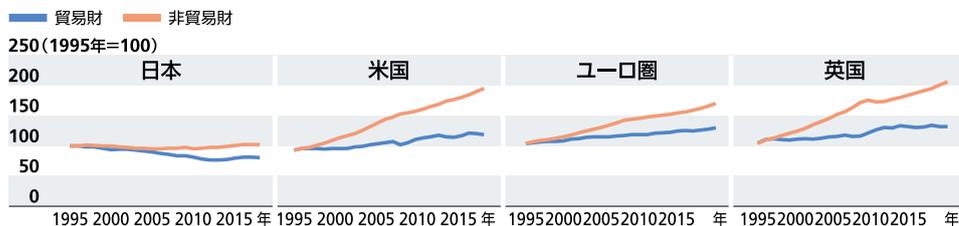
もし、「安いニッポン」が、海外に比べて日本の貿易財産業が十分な付加価値を生み出せておらず、その原因が新製品の開発や製品差別化実現に必要なイノベーションを起こせていないことから生じているのであれば、「安いニッポン」現象は日本の貿易財産業への警鐘と受け止めるべきだろう。

なお、海外に比べて物価が安くなることには、生産拠点としての日本の魅力向上や海外からの観光客増加といったメリットがある。とりわけ、海外からの直接投資の増加は、海外の優れた技術の獲得やイノベーション促進の機会となる。

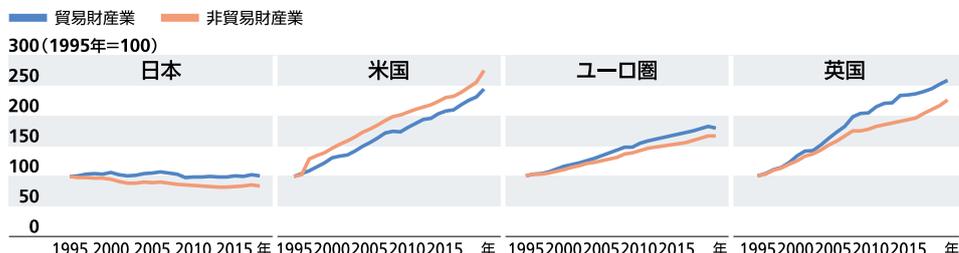
貿易財産業の付加価値創出力の低下が日本の課題であるならば、「安いニッポン」の利点を活用しながら、製品差別化や新製品の開発などを通じた非価格面での競争力の向上が求められている。

(注)本稿は、「[安いニッポン]から考える日本の生産性」(23年4月、基礎研レポート)を再構成したものであり、参考文献を含め、詳細は、ニッセイ基礎研究所のウェブサイトに掲載された同レポートを参照されたい。

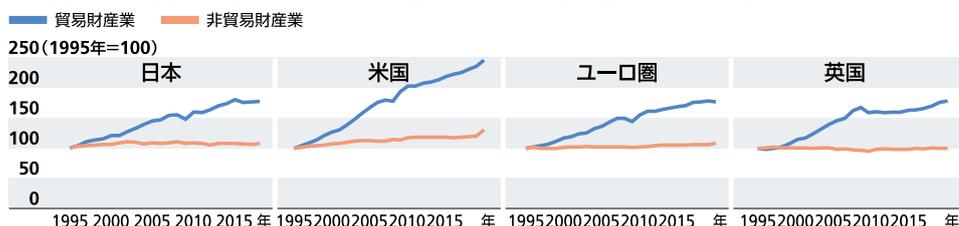
[図表3] 貿易財と非貿易財の物価の推移 出所: EU KLEMS 注: Cardi and Restout(2015)を参考に、産業を貿易財産業と非貿易財産業に分類し、それぞれの名目粗付加価値の合計額を実質粗付加価値の合計額で割って作成。ユーロ圏は19か国。



[図表4] 貿易財と非貿易財の名目賃金の推移 出所: EU KLEMS 注: Cardi and Restout(2015)を参考に、産業を貿易財産業と非貿易財産業に分類し、それぞれの名目粗付加価値の合計額を実質粗付加価値の合計額で割って作成。ユーロ圏は19か国。

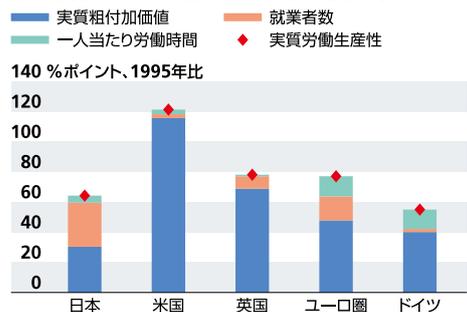


[図表5] 貿易財と非貿易財の実質労働生産性の推移 出所: EU KLEMS 注: Cardi and Restout(2015)を参考に、産業を貿易財産業と非貿易財産業に分類し、それぞれの名目粗付加価値の合計額を実質粗付加価値の合計額で割って作成。ユーロ圏は19か国。



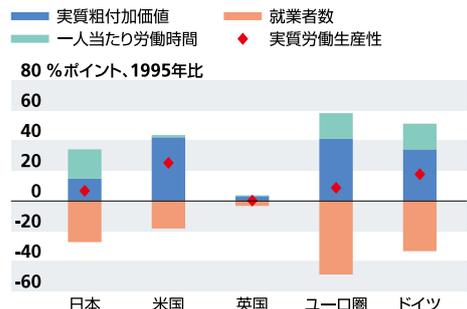
[図表6] 貿易財産業の実質労働生産性上昇率の寄与度分解

出所: EU KLEMS 注: 1995年と比較した各国の最新年(日本は2018年、米国、EUは2020年、英国は2019年)の実質労働生産性の増加率を寄与度分解。交絡項は各要素に比例配分。ユーロ圏は19か国。



[図表7] 非貿易財産業の実質労働生産性の寄与度分解

出所: EU KLEMS 注: 1995年と比較した各国の最新年(日本は2018年、米国、EUは2020年、英国は2019年)の実質労働生産性の増加率を寄与度分解。交絡項は各要素に比例配分。ユーロ圏は19か国。



# 物流市場は空室率が大きく上昇。J-REIT市場は調整が続く

不動産ウォッチャー・レビュー2023年第1四半期



金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人

hiwasa@nli-research.co.jp

日本経済は、約2年にわたってプラス成長とマイナス成長を繰り返す一進一退の状態から抜け出せずにいる。2023年1-3月期の実質GDPは3四半期ぶりにプラス成長となった。住宅市場は引き続き価格が上昇している。東京オフィス市場は調整局面が継続している。東京23区のマンション賃料は前年比でプラスとなった。ホテル市場は1-3月の延べ宿泊者数が2019年対比で▲5.1%の水準まで回復した。物流市場は、首都圏・近畿圏ともに新規供給の影響を受けて空室率が上昇した。第1四半期の東証REIT指数は▲5.7%下落した。

## 1—— 経済動向と住宅市場

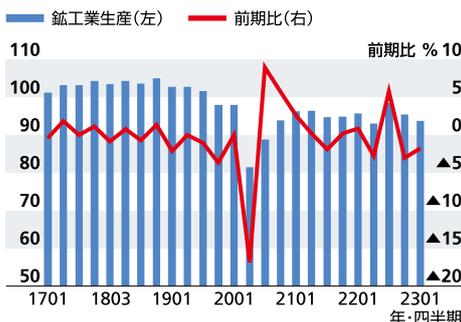
1-3月期の実質GDP（1次速報）は前期比年率+1.6%となった。海外経済の減速を背景に輸出が低迷し外需が成長率を押し下げ一方、外食や旅行などの対面型サービスを中心に民間消費がプラスに寄与した。

1-3月期の鉱工業生産指数は前期比▲1.8%と2四半期連続の減産となった。[図表1]。

業種別では、世界的な半導体関連需要の低迷を反映し、電子部品・デバイスが前期比▲3.7%と4四半期連続の減産となった。

[図表1] 鉱工業生産(前期比)

出所: 経済産業省「鉱工業指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

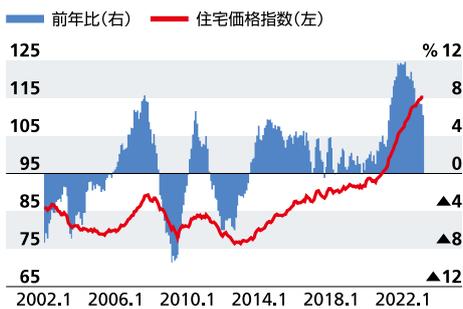


住宅市場では、価格が上昇するなか、マンションの新規発売戸数や成約件数は低調に推移している。1-3月の首都圏のマンション新規発売戸数は前年同期比▲15.9%、1-3月の首都圏の中古マンション成約件数は▲0.5%減少した。

また、2月の首都圏の中古マンション価格の1年間の上昇率は+6.1%となった [図表2]。

[図表2] 不動研住宅価格指数(首都圏中古マンション)

出所: 日本不動産研究所「不動研住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



## 2—— 地価動向

地価は住宅地、商業地ともに上昇している。国土交通省の「地価LOOKレポート(2022年第4四半期)」によると、全国80地区のうち上昇が「71」、横ばいが「9」、下落が「0」で、2019年第4四半期以来3年ぶりに下落地区がゼロとなった [図表3]。

同レポートでは、「住宅地はマンション需要に引き続き堅調さが認められたことから上昇が継続。商業地は人流の回復傾向を受け店舗需要の回復が見られたことなどから上昇地区が増加し下落地区がゼロとなった」としている。

## 3—— 不動産サブセクターの動向

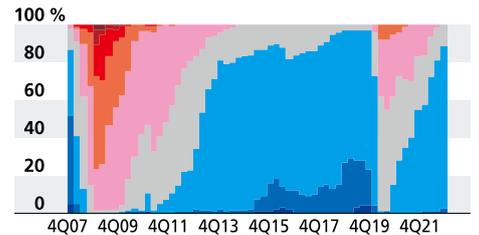
### 1 | オフィス

三鬼商事によると、3月の東京都心5区

[図表3] 全国の地価上昇・下落地区の推移

出所: 国土交通省「地価LOOKレポート」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

■ -12%以下 ■ -12~-9% ■ -9~-6%  
■ -6~-3% ■ -3~0% ■ 0%  
■ 0~+3% ■ +3~+6% ■ +6%以上

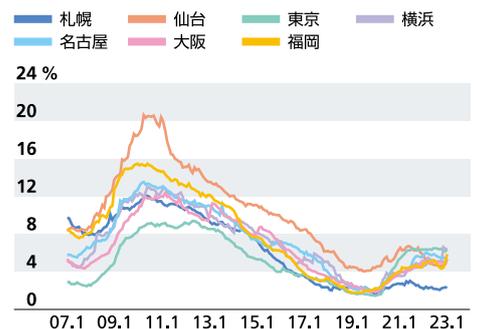


の空室率は6.41%（前月比+0.26%）、平均募集賃料(月坪)は32カ月連続下落の19,991円となり、約5年ぶりに2万円の大台を下回った。他の主要都市をみると、空室率は新規供給の影響で横浜(6.40%)と福岡(5.89%)が前年対比で大幅に上昇した一方、札幌・仙台・名古屋・大阪は概ね横ばいで推移している [図表4]。また、募集賃料は大阪と仙台を除いて前年比プラスを確保している。

また、成約賃料データに基づく「オフィスレント・インデックス(第1四半期)」によると、東京都心部Aクラスビル賃料は27,479円(前期比▲3.9%)に下落し、空室率は4.7%（前期比+1.1%）に上昇した [図表5]。東京オフィス市場は、オフィス出社率が70%を超えてオフィス回帰の動きが緩やかに進んでいるものの、オフィスの

[図表4] 主要都市のオフィス空室率

出所: 三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成





いわさ ひろと

93年日本生命保険相互会社入社。05年ニッセイ基礎研究所(現職)。  
著書に「不動産ビジネスはますます面白くなる」、  
「不動産力を磨く」(共著)。  
不動産証券化協会認定マスター、日本証券アナリスト協会検定会員。

大量供給局面を迎えるなか、アフターコロナを見据えた企業のオフィス戦略や外資系企業のオフィスニーズなど、需要サイドの動向を注視したい。

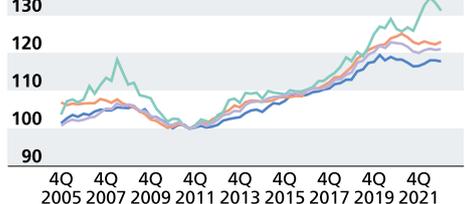
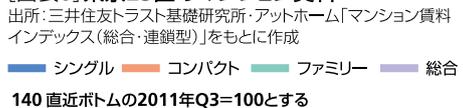
[図表5] 東京都区部Aクラスビルの空室率と成約賃料



## 2 | 賃貸マンション

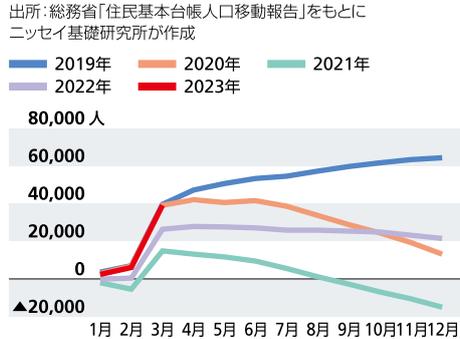
東京23区のマンション賃料は、全ての住居タイプが前年比でプラスとなった。2022年第4四半期は前年比でシングルタイプが+1.2%、コンパクトタイプが+0.6%、ファミリータイプが+1.9%となった[図表6]。

[図表6] 東京23区のマンション賃料



総務省によると、1-3月の東京23区の転入超過数は累計で+3.9万人(2019年同期比▲1%)となりコロナ禍前の水準を回復した[図表7]。今後はコロナ禍前と同様に転入超過のトレンドを維持できるか注目される。

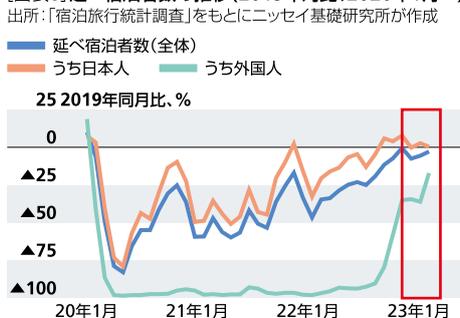
[図表7] 東京23区の転入超過数(各年の月次累計値)



## 3 | 商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、インバウンド消費が好調な百貨店を中心に売上が回復している。商業動態統計などによると、1-3月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+14.5%、コンビニエンスストアが+5.0%、スーパーが+0.8%となった。ホテル市場は、昨年10月以降、全国旅行支援や水際対策緩和などを背景に急回復し、日本人の宿泊需要はコロナ前を上回っている。宿泊旅行統計調査によると、1-3月の延べ宿泊者数は2019年対比で▲5.1%の水準まで回復し、このうち日本人が+1.0%、外国人が▲29.0%となった[図表8]。

[図表8] 延べ宿泊者数の推移(2019年対比、2020年1月~)



また、CBREの調査によると、首都圏の大型物流施設の空室率(3月末)は8.2%(前期比+2.6%)、近畿圏の空室率は

4.6%(前期比+2.9%)となり、新規供給の増加を受けて空室率が大幅に上昇した。

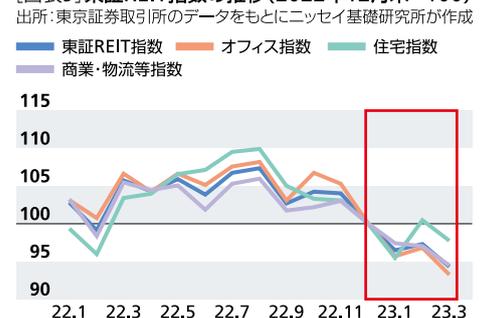
## 4—— J-REIT (不動産投信)市場

2023年第1四半期の東証REIT指数は昨年末比▲5.7%下落した[図表9]。昨年12月の日本銀行による金融政策の修正を受けて、金利上昇の影響を見極めるべく様子見姿勢が強まるなか、東証REIT指数は昨年来安値を更新する動きとなった。

J-REITによる第1四半期の物件取得額は3,674億円(前年同期比+2.0%)となった。アセットタイプ別では、オフィス(50%)・住宅(15%)・商業施設(14%)・物流施設(12%)・ホテル(8%)・底地ほか(1%)となり、オフィスの比率が高まる一方、これまで物件取得の牽引役であった物流施設の比率が大きく低下した。

J-REIT市場は、将来の金利上昇リスクを反映して下値を切り下げるなか、J-REITが保有する不動産価値に基づいて算出されるNAV倍率は1倍を下回り、割安感が強まっている。現在の市場は、今後の金利上昇リスクを重視するのか、それとも割安なNAV倍率を重視するのか、先行きの見方について強弱感が対立し、適正な水準を模索する過程にあると言える。

[図表9] 東証REIT指数の推移(2022年12月末=100)



# 現金流通量を巡る地殻変動

1万円札以外は全て減少中

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
 tueno@nli-research.co.jp



うえのつよし  
 98年日本生命保険相互会社入社、  
 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。

近頃、現金の流通状況に「地殻変動」とも言える大きな変化が生じている。

## 1——硬貨：軒並み減、特に五百円は急減

まず、注目されるのは硬貨の流通高が昨年年初に前年比マイナスに転じた後、マイナス幅を拡大してきたことだ。種類別に見ると、各硬貨ともに直近で前年割れとなっており、総じて2021年後半以降にマイナス幅が拡大している[図表1]。

現金は匿名性が極めて高く、「誰が、いつ、どこで、何に使ったか」を捕捉することが難しい。このため、その変動要因については推測に頼らざるを得ないのだが、各硬貨共通の減少要因として考えられるのは、やはり「キャッシュレス化」の進展だろう。近年、利用が伸びてきたコード決済や電子マネーは小口決済での使用がメインであるほか、従来は大口決済が主体であったクレジットカードを小口決済でも使用する傾向が強まっているとみられることが硬貨の需要押し下げに働いていると考えられる。

さらに金融機関における「硬貨預入れ手数料の導入」が各硬貨の流通高減少を加速させた可能性が高い。昨年1月に国内最大の店舗網と口座数を持つゆうちょ銀行でも同手数料が導入されたことで、国内の殆どの金融機関において、大量の硬貨預入れに対して手数料が課される形になった\*1。各硬貨とも、ゆうちょ銀行の導入予定が公表された一昨年7月頃を境に伸び率低下が顕著になって

おり、その影響力がうかがわれる。大量の硬貨を無料で容易に預け入れることが難しくなったことで、家計が貯金箱などでの貯金をやめたり、既に溜まった貯金を取り崩して使用したりする動きが強まったと考えられる。

そして、この影響が最も強く現れたのが五百円玉だ。長年高い伸びを続けてきたが、昨年年初に伸びがマイナスに転じ、足元では前年比約5%減と急減している。五百円玉は、従来、家庭での「五百円玉貯金」需要が高い伸びの原動力になっていただけに、貯金の取りやめや取り崩しの影響を強く受けていると推測される。

## 2——紙幣：一万円札のみ増勢が続く

また、紙幣についても各種ともに昨年半ばから流通高の伸びが鈍化し、直近3月には五千円札と千円札が前年割れに陥っている[図表2]。

紙幣は伸び率の変動が大きいいため、今回の動きが持続的なのかはまだ判然としない。ただし、硬貨ほどではないものの、紙幣でもキャッシュレス化が需要の減少要因になっているはずだ。キャッシュレス化の進展に伴って、その影響がよいよ紙幣でも顕在化してきた可能性がある。

そうしたなか、唯一プラスの伸びを維持しているのが一万円札だ\*2。近年、欧州やインドなど海外でマネー犯罪防止を目的とした高額紙幣廃止が相次いできたが、日本では最高額紙幣たる一万円札の需要増が続

き、存在感が高まり続けている。この背景には根強い「タンス預金」(自宅等での現金貯蔵)需要の存在があると考えられる。超低金利環境で預金しても利息が殆ど得られない状況が続いていることがタンス預金の増加を促し、その際に最も嵩張らない一万円札が選好されているとみられる。

従って、一万円札の今後のカギとなるのは預金金利となる。当面、預金金利の大幅な上昇は見込みづらいものの、将来上昇して家計が利息の恩恵を実感する様になった場合には、タンス預金として貯蔵されている一万円札が預金口座に還流し、流通高が減少基調に転じると想定される。現に、預金金利が近年としては高めであった2008~09年[図表3]には一万円札の流通高が前年割れとなる時期があった。一万円札が減少基調に転じれば、貯蓄面でもキャッシュレス化が進展することになる。

そして、預金金利を左右するのが日銀の金融政策だ。今後、日銀が長短金利を引き上げれば、預金金利にも上昇圧力が波及する。4月に就任した植田新総裁の舵取りが注目される。

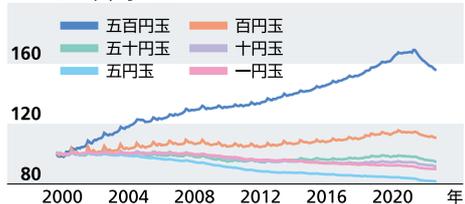
また、来年度上期に予定されている新紙幣の発行がタンス預金や紙幣需要に及ぼす影響も注目点になる。

[\*1]金融機関により基準は異なる。ATMでの預け入れについては無料の先も多いが、一度に入金可能な枚数が限られるため、時間と手間がかかる。

[\*2]二千円札の伸びもプラスだが、流通は沖縄県にほぼ限られるとみられ、残高も僅少のため、分析の対象外としている。

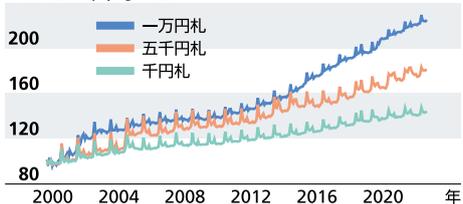
[図表1] 硬貨の流通高

資料：日銀よりニッセイ基礎研究所作成  
 200 2000年平均=100



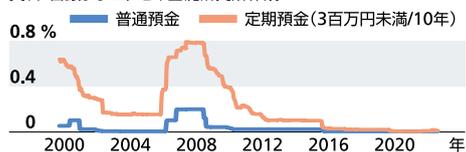
[図表2] 紙幣の発行高

資料：日銀よりニッセイ基礎研究所作成  
 240 2000年平均=100



[図表3] 銀行預金金利

注：2022年3月までは週次、4月以降は月次データを使用。  
 店頭表示金利の平均年利率(信金・商工中金を含む)  
 資料：日銀よりニッセイ基礎研究所作成



# 1ドル140円が再び視野に、円安がぶり返したワケ

**今** 月月初に136円台後半でスタートしたドル円は、米金融システム不安への警戒や5月FOMCを受けた利上げ打ち止め観測、米物価上昇率の鈍化などを受けて、月の半ばにかけてたびたび1ドル135円を割り込んだ。しかし、以降は円安基調となり、18日には一時138円台後半に到達、足元も138円弱と約5カ月ぶりの円安水準にある。

最近円安が進んだのは円安材料が重なったためだ。まず、米国で景気の底堅さやインフレの根強さをうかがわせる指標が続き、FRB高官のタカ派発言も相次いだことで利上げ継続観測が台頭した。一方、植田新総裁のハト派姿勢が市場に浸透したことで、日米金融政策の差が意識されたことが円安ドル高を促した。また、日本経済への回復期待などから日本株が急上昇したことで、リスク選好的な円売りも入った。米金融システム不安や債務上限問題への警戒は熾るものの、これらが危機的状況に陥ることは市場の中心シナリオとはなっていない。

FRBは6月以降、利上げを停止すると予想しているが、当面は利上げ観測が燻り続け、ドルは堅調な推移が見込まれる。ただし、夏場には既往の利上げ効果・貸出減少による米景気減速と米物価上昇率のさらなる鈍化が確認され、利上げ観測の鎮静化に伴ってドル安圧力が高まってくだろう。また、日銀が副作用是正のために7月にもYCCの修正を実施すると見込まれることも円高材料になる。3か月後の水準は134円前後と予想している。

1ユーロ150円台でスタートした今月のユーロ円は、足元で149円弱とやや弱含んでいる。米金融システム不安が高まった場面でリスクオフの円買いユーロ売りが一旦入ったが、その後ユーロが持ち直した。ECBの利上げがFRBよりも長引くと予想されることは当面ユーロの支えになるが、大方織り込み済みとみられる。むしろ、7月以降にはECBの利上げ打ち止めや日銀の政策修正によって、ユーロ安が進むだろう。3か月後の水準は147円付近と見込んでいる。

日銀の緩和修正観測が後退したことで、今月の長期金利は0.4%付近での推移が続いており、足元も0.3%台後半にある。ただし、既述の通り、日銀は7月にもYCCの修正(長期金利操作目標年限の短期化)を実施すると見込まれるため、以降の長期金利の水準は0.6~0.7%台に上昇すると予想している。



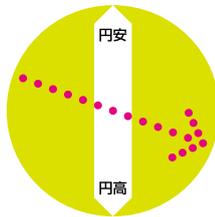
上席エコノミスト **上野 剛志**  
うえの 剛志 | tueno@nli-research.co.jp

1998年日本生命保険相互会社入社、  
2001年同財務審査部配属、  
2007年日本経済研究センターへ派遣、  
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、  
2009年ニッセイ基礎研究所。

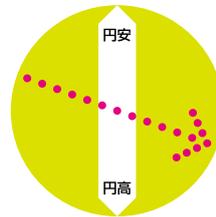


## Market Karte

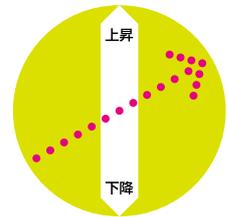
June 2023



ドル円・3か月後の見通し



ユーロ円・3か月後の見通し

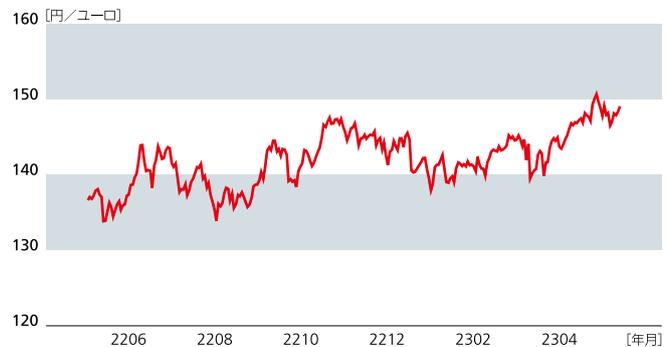


長期金利・3か月後の見通し

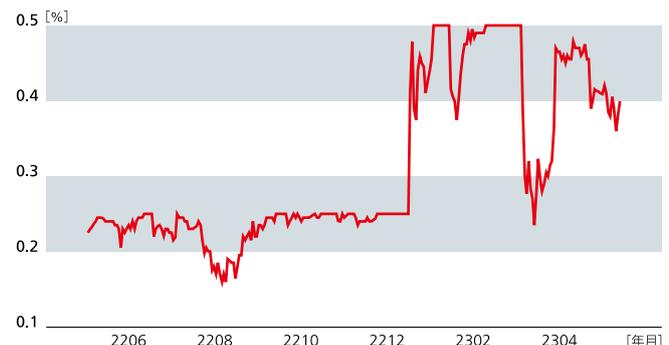
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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



レポートアクセスランキング

- 春闘賃上げ率は30年ぶりの高水準へ  
—今後の焦点は賃上げの持続性とサービス価格の上昇ベース  
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2023/4/14号]
- 韓国の出生率0.78で、7年連続過去最低を更新  
—少子化の主な原因と今後の対策について—  
金 明中 [基礎研レポート | 2023/3/9号]
- 出生率は1.36へ低下し、  
男性の平均寿命は85歳を超える見通し  
—新しい将来推計人口を読む(1) 少子化と長寿化の見通し  
中嶋 邦夫 [基礎研レポート | 2023/4/27号]
- 確定拠出年金やNISAでは  
何に投資したら良いのか(2023年3月版)  
—国内債券型、国内株式型、外国株式型等で  
パフォーマンスを比較してみた  
熊 紫云 [基礎研レポート | 2023/4/28号]
- 当面の株価見通しと2023年の投資戦略  
—レバレッジ型ETFの正しい活用法  
井出 真吾 [基礎研レポート | 2023/2/14号]

コラムアクセスランキング

- 平均寿命と長生きの年数  
—生命表をもとに長生きの年数について考えてみよう  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/4/25号]
- リファラル採用が、じわり浸透中  
小原 一隆 [研究員の眼 | 2023/4/27号]
- 国民負担率 今年度47.5%の見込み  
—高齢化を背景に大きく伸びて、欧州諸国との差は縮小  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/3/2号]
- ドリームジャンボの期待2023  
—当せんへの期待をどう膨らませるか?  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/5/1号]
- ビッグマックから「安いニッポン」を考える  
山下 大輔 [基礎研REPORT-ColumnII | 2023/5/10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23/4/24-23/5/21》

[www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)



変わる時代の確かな視点

各国の二酸化炭素排出量(2020年) [6月5日は世界環境デー]

Source : EDMC/エネルギー経済統計要覧2023年版 Design : infogram©

