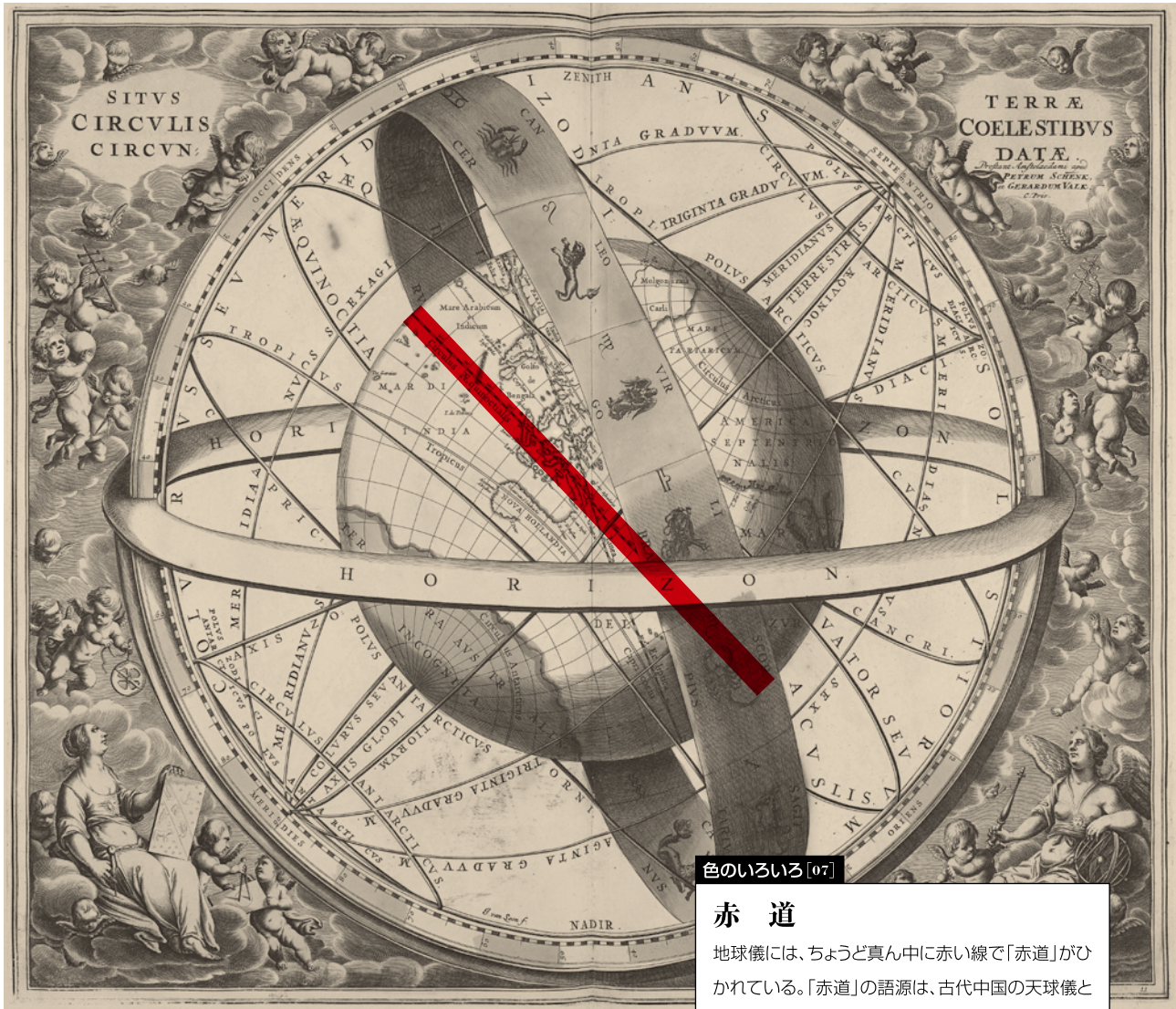


ニッセイ基礎研 Report

Oct. 2023 Vol.319

- 02 気候変動が生命保険事業に与える影響についての取組み ● 有村 寛
- 03 1998年から続く企業の資金超過 ● 矢嶋 康次
- 04 新NISAでは何に投資したら良いのか ● 熊 紫云
- 06 新築マンション市場の動向(首都圏・全国2023年6月) ● 渡邊 布味子
- 08 2023-2024年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 炭素税とは何か ● 原田 哲志
- 11 終わりが見えない円安の行方 ● 上野 剛志



色のいろいろ [07]

赤道

地球儀には、ちょうど真ん中に赤い線で「赤道」がひかれています。「赤道」の語源は、古代中国の天球儀と言われ、ちょうど真上から太陽がさす場所を赤い線で表現していたそう。ちなみに英語では「Red Line」ではなく「Equator(イコーター)」。語源はイコール=地球を等分するところから。またスペイン語では「Ecuador(エクアドル)」。南アメリカ大陸の赤道直下の国の名前そのものとなっている。

●
天の円に囲まれた地球の位置
ジョン・ヴァン・ルーン | 1708年 | 412 × 484mm
トレント市立図書館所蔵
From Wikimedia Commons



RESEARCH

気候変動が生命保険事業に与える影響についての取り組み



ありむら・ひろし
89年 日本生命保険相互会社入社
90年 ニッセイ基礎研究所
95年 日本生命 商品開発部等を経て
21年 ニッセイ基礎研究所(現職)



保険研究部 上席研究員 兼 気候変動リサーチセンター 気候変動調査部長 有村 寛

arimura@nli-research.co.jp

●地球が沸騰する時代の到来

今年の夏はとにかく暑い日が続いた。実際、この7月の世界の平均気温は過去最高、日本の今夏の平均気温も1898年の統計開始以降最も高かったという。

今年3月に「気候の時限爆弾が時を刻んでいる」と述べ、危機感を示した国連のグテーレス事務総長は、この7月に「地球温暖化の時代は終わり、地球が沸騰する時代がきた」と発言しており、気候変動が新しい局面を迎えたことを感じさせるものであった。

●研究途上にある生命保険事業への影響

気候変動が人間の生死や健康に与える影響については、現在の科学的知見では未だ不確実性が高く、生命保険事業の保険金支払についての中長期的な予測は限界があるのが現状である。

気候変動への取り組みが先行していると言われるアクサ(仏)等においても、定量的な将来予測については、部分的に開示を始めた段階にあると考えられる。日本においても、一部の生保において、暑熱等に事象を限定して長期的な影響を予測しており、先進的な取り組みといえよう。

●当研究所における取組の方向性(全体像)

当研究所では、数年間の基礎研究を経て、昨年度より、気候変動が生命保険事業に与える影響について具体的な取り組みを開始している。大きくは以下の4つのステップに沿って取組を進めることを予定しており、現時点は、第2ステップの初期の段階である。

<第1ステップ(「気候指数」の作成)>

気候変動による影響として、極端な気象等個々の事象をみることはできても、「国や地域全体でどれくらい極端さが高まっているのか」といった状況を把握することは容易ではない。そういった中、北米等では、これら

の状況を指数化して、その動きを把握しようとする取り組みが始まっており、それらの先行研究を参考にしつつ、日本における「気候変動の極端さ」について、指数化に取り組む。

<第2ステップ(「気候指数」と死亡率の関係のモデル化)>

第1ステップで作成した「気候指数」と、過去の日本の死亡実績データの相関関係について研究し、モデル化(「気候指数」と「死亡実績データ」の関係を設定する)に取り組む。

<第3ステップ(「将来予測(プロトタイプ)」の実施)>

IPCCのシナリオ等に沿って気候変動するとした場合の気候指数の将来の値を推計し、第2ステップで得られたモデルにあてはめることにより、将来の死亡率を予測する。

<第4ステップ(従来のデータからは予測できない要素(エマージング死因)の外装)>

従来データからは予測できない要素につき研究し、第3ステップの将来予測に加味していく。

なお、これら各ステップは、個々に継続的に精緻化を続けることが必要となる。

●第1ステップ(日本における「気候指数」の作成)【昨年度取組み】

昨年度は第1ステップとしての「日本における『気候指数』の作成」に取り組み、その検討段階に応じて3つの基礎研レポートを公表している。

【2022年9月8日付基礎研レポート】

「気候変動指数化の海外事例 日本版の気候指数を試しに作成してみると…」

「国や地域全体でどれくらい極端さが高まっているのか」について、北米等における先行研究の紹介ならびに、東名阪のデータを使い日本における気候指数を試作。

【2022年12月28日付基礎研レポート】

「気候変動指数の地点拡大 日本版の気候指数を拡張してみると…」

東名阪3地点から、気象庁が採用している都市化の影響が比較的小さい15地点、都市における気温の変化率を見る際に用いる11都市を加えた計26地点に増やして、日本における気候指数を作成。

【2023年4月6日付基礎研レポート】

「気候指数 [全国版] の作成 日本の気候の極端さは1971年以降の最高水準」

湿度等の指数の追加に加え、観測地点をさらに増やし、日本全体の気候指数を作成。

●第2ステップ(「気候指数」と死亡率の関係のモデル化)【今年度取組み】

今年度より、第2ステップとしての「気候指数」と死亡率の関係を、統計的な手法を通じて探り、モデル化(定式化)しようとする取組を開始している。

【2023年8月31日付基礎研レポート】

「気候変動と死亡数の増減」死亡率を気候指数で回帰分析してみると…」

人口動態統計から50年分以上の死亡データを抽出、電子データ化やデータ整備、モデル化に際しての試行錯誤を繰り返した後、ようやく第一歩としてのたたき台を作成。

今後は、外部からの意見等も踏まえ、さらなる精緻化に取り組んで行く予定である。

●今後の取組み

現在、第2ステップの初期段階であり、今後さらなる精緻化を進めて行くが、一定、精緻化が進んで来た段階になれば、第3ステップ、第4ステップと進めて行くことになる。

ここからは、手探りでの研究が続くこととなり、試行錯誤を繰り返す場面も多くなることが想定されるが、我々としては避けて通れない課題と考えられることから、粘り強く取り組んでいきたい。

1998年から続く企業の資金超過

マネーフローに変化は起こるか？



総合政策研究部 常務理事 チーフエコノミスト 矢嶋 康次

yajijima@nli-research.co.jp



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。21年より現職。

『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。

1—— 内部留保と設備投資

企業の設備投資は増加傾向が鮮明である[図表1]。最近では、デフレの定番であった更新投資に加えて、人手不足への対応、新商品の開発・製造に必要な設備投資などに踏み切る例が増えている。さらに、そこに経済安全保障に関わる動きも加わり、国内で大規模な設備投資が行われ始めている。

確かに建築資材などが高騰して、名目ベースの設備投資が膨れている面はあるが、物価影響を除いた実質ベースで見ても、来年度にはバブル期以降の最高水準を更新する。

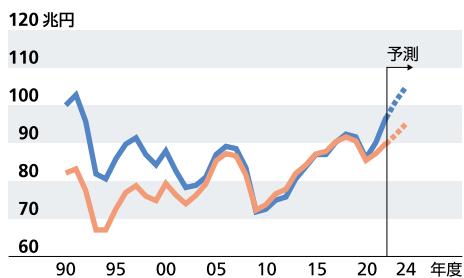
[図表1] 民間企業設備の推移

注：1994年以前の数値は、簡易遡及による参考系列

予測はニッセイ基礎研究所による推計値

資料：内閣府「国民経済計算」

■ 名目 ■ 実質



2—— コストカット経営の限界、付加価値の創出に投資は不可欠

今年の賃上げは、約30年ぶりとなる上げ幅を記録した。問題は、来年以降。経営の在り方の変化に付いて行けるかが、賃上げを実現できる企業と、そうでない企業を分けることになる。

消費者は、値上げを嫌う。しかし、世界的な物価上昇が続く中、値上げを受け入れざるを得ない面も出始めている。ただ、値上

げする以上は、付加価値の追加を当然求めてくる。企業も、これまで安過ぎた製品やサービスの価格修正に動くはずだ。次に投入される商品は、新機能を加え、高くても消費者に受け入れられるものを出して来るだろう。

企業はバブル崩壊以降、労働生産性(付加価値額/労働量)の向上に対し、「コストカット」で臨んできた。しかし、これから賃上げしなければ、人が雇えない時代がやって来る。経済安保や脱炭素化なども加わり、様々なコストが上がることで、分母のコントロールは難しくなっていく。

今後、企業がやるべきことは値上げや付加価値を生み、分子を拡大することである。そのためには、人的投資をきっちり行って、実際に付加価値を生み出した人材に賃上げで報いていくことが必要だ。分子を最大化する経営に転換し、コストを削る経営からは卒業する。それが、設備投資や人的投資の増加となって表れ始めている。

3—— 投資増加の先、企業の資金余剰に変化は起こるか

今のところ、企業には潤沢な資金がある。ただ、これだけ設備投資が出て来ると、将来的にマネーフローに変化が生じることも考えられる。

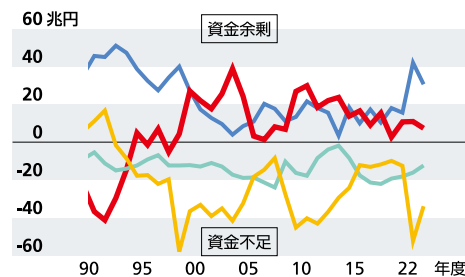
金融機関の貸出金伸び率は、コロナ危機やリーマン・ショックを除いて、現行統計で遡れる1992年以降、過去最高の水準にある。ただ、その中身をみると、半分近くが不動産業と個人向けである。ここに設備投資資金が加わってくるかが、今後の注目点である。

また、家計・法人・政府・海外など経済主体別に金融資産残高を記録した、日銀の資金循環統計にも変化が生じる可能性がある。資金循環統計では、各経済主体の資産から負債を控除した差額を「資金過不足」として、各主体の資金過剰(貯蓄超過・投資不足)と、資金不足(投資超過・貯蓄不足)を表している[図表2]。

[図表2] 部門別資金過不足の推移

資料：日本銀行「資金循環統計」注：四半期は季節調整値

■ 民間非金融法人企業 ■ 家計 ■ 海外 ■ 一般政府



今から思い起こすと、企業部門が資金余剰主体に転じた1998年以降、日本経済はおかしくなった。企業は資金を設備投資に回さなくなり、借金をどんどん返す経営を続けて経済不況に陥った。マネーフローが変化することで、今まで良くなかった面が変わることもあるはずだ。企業が活性化することで家計の所得が増加し、税収も増えて財政が改善する。そうした好循環も描くこともできる。

ただ、企業が資金不足になれば、政府の財政赤字も簡単には許容されなくなる。国債を中心としたマネーフローは転換を迎え、金利にも上昇圧力が加わりやすくなる。今後の構造変化には、より大きな注目が集まるだろう。

新NISAでは何に投資したら良いのか

長期の資産形成ではリスクよりもリターンを気にすべき



金融研究部 研究員 熊 紫云

ziyunxiong@nli-research.co.jp

1 — はじめに

2024年から、従来の少額投資非課税制度(NISA)の抜本的拡充や恒久化が実施され、新NISAの導入が予定されている。このレポートでは、一般的な投資家が長期の資産形成において、新NISAをどのように活用すべきかについて考えたい。

長期的な資産形成の目的は十分な資金を準備することである。今から老後資金の形成を始める若い人等は、老後の生活に必要な金額を事前に算出して、適切な目標金額を設定することは難しい。

一方で、現時点で自分がどのくらい投資できるのかは比較的容易に分かるのではないだろうか。尚、長期の資産形成においては、投資対象の選択がとても重要なのだが、新NISAの投資対象は数多く、株式(個別株)の他、各種ファンド(投資信託)等がある。

では、実際何に投資したら良いのか。ここでは、過去のデータを用いて、初心者におすすめできる代表的な市場インデックスに毎月5万円の積立投資を行い、20年後の最終的な時価残高がどうなるかを確認する。

2 — 20年後の時価残高はいくらになる

新NISAの「つみたて投資枠」の投資対象は、現行つみたてNISA対象商品と同様であり、国内外インデックス型投資信託が主である。一方で、「成長投資枠」の投資対象は範囲がとても広く、個別株、国内籍の投資信託、上場投資信託(ETF)及び上場投資法人(REIT)等がある。

投資経験が浅い投資家にとって、個別株やアクティブ運用型投資信託等の多くの金融商品から良い商品を選別することはとても難しいし、現実的ではないと思われる。

一方、市場インデックスは、数多くの銘柄を組み込んでおり、十分に銘柄分散されている。さらに、銘柄数が一定数に限定されている市場インデックスへ投資する場合、一定のルールに基づいて選ばれるため、銘柄選択効果が期待できる。したがって、運用のプロでない人にとっては良い選択肢であると言える。

このレポートの投資対象として、代表的な市場インデックスに投資する国内債券型、外国債券型、国内株式型、先進国株式型、S&P 500連動の米国株式型(以下、S&P 500)、ナスダック100連動の米国株式型(以下、ナスダック100)に加えて、低リスクのバランス型(以下、バランス型)を取り上げる。

1984年12月末から2004年12月末までの20年間のケースから、1か月ずつ投資開始時期をずらして、2003年6月末から2023年6月末までの20年間のケースまで、全223ケースで試算を行った。

各投資対象を購入した場合の最終的な時価残高の詳細を図表1で確認してみよう。投資元本は1,200万円である。

米国株式型と先進国株式型の最終的な

時価残高の平均値は2,851万円~3,552万円でかなり高い。

一方、国内債券型、バランス型と国内株式型との最終的な時価残高の平均値は1,536万円~1,751万円と相対的に低い。

投資対象のリターンが高い場合、時価残高の増加が加速していく。一方、リターンが低いと時価残高があまり増えず、リターンが高い投資対象との最終時価残高の差はかなり広がっていく。

尚、日本株式は2013年アベノミクス前後で投資特性が異なると思われる。アベノミクス以降では日本株式のリターンは先進国株式並みになっており、日本株式へ今後投資するかどうかの判断においては、今回の試算結果はそのまま使うべきではないことに注意すべきである。

また、参考情報であるが、高いリターンが期待できる投資対象に投資する場合、一括投資等で早めに投資元本を投入する方が、最終時価残高の平均値は高くなる傾向があることが分かった。

ところで、この最終時価残高の平均はあくまでも全223ケースの平均値にすぎない。各ケースの最終時価残高が平均値になるわけではなく、平均値よりも高くなったり低くなったり、バラツキがある。このバラツキは主として価格変動リスクによるものである。

[図表1] 20年後の最終時価残高

注: 1984年12月末から2023年6月末までの月次データ(円ベース・配当込み)。手数料、税金等は考慮していない。
資料: 各種情報ベンダーからニッセイ基礎研究所が算出。

	国内債券型	バランス型	外国債券型	国内株式型	先進国株式型	S&P 500	ナスダック100
最大値	1,868万円	1,889万円	2,785万円	3,424万円	4,661万円	5,888万円	8,046万円
75%上限	1,695万円	1,810万円	2,591万円	2,880万円	3,990万円	4,464万円	6,393万円
平均値	1,536万円	1,661万円	2,093万円	1,751万円	2,851万円	3,065万円	3,552万円
75%下限	1,397万円	1,496万円	1,786万円	876万円	1,818万円	1,745万円	1,799万円
最小値	1,289万円	1,423万円	1,634万円	625万円	1,404万円	1,363万円	1,304万円



ゆう・しうん
20年 日本生命保険相互会社入社
21年 ニッセイ基礎研究所

投資のリスクには価格変動リスクの他に、信用リスクや流動性リスク等がある。新NISAの投資対象である市場インデックス型投資信託には銘柄選択効果が期待できるため、信用リスクや流動性リスクは最小限に抑えられている。したがって、最終時価残高のバラツキにすべてのリスクが反映しているのだが、市場インデックス型投資信託の投資のリスクは、主に価格変動リスクによるものと考えられる。

そこで、最大値や最小値という極端なケースではなく、多くのケースが該当する図表1の75%範囲に注目して、バランス型、先進国株式型とナスダック100を具体例に、図表2で長期投資における最終時価残高の増加とバラツキを分かりやすく説明したい。

低リスクであるバランス型へ毎月5万円を積立投資した場合の20年後の最終的時価残高は75%範囲内の最大値が1,810万円、75%範囲内の最小値が1,496万円となり、75%範囲内の最大値と最小値の差が314万円とバラツキは小

さい(図表2：青の三角形)。

高リスクである先進国株式型へ投資をした場合は75%範囲内の最大値が3,990万円、75%範囲内の最小値が1,818万円となり、75%範囲内の最大値と最小値の差が2,172万円とバラツキがかなり大きくなる(図表2：緑の三角形)。

さらにリスクが高いナスダック100へ投資をした場合は、75%範囲内の最大値が6,393万円、75%範囲内の最小値が1,799万円、75%範囲内の最大値と最小値の差が4,594万円とバラツキは極めて大きい(図表2：赤の三角形)。

3つの三角形を見ると、ナスダック100、先進国株式型、バランス型の順で三角形の上への広がりが大きい。長期投資では、高リスク高リターンへの投資対象に投資すると、最終時価残高が雪だるま式に増えていく。勿論、リスクが高いため最終時価残高のバラツキも大きくなるが、実は最終的な時価残高の増加のメリットを台無しにするほど大きくはないのである。従って、長期の資産形成においては、一般的に言われている

投資対象ごとの短期的なリスクの大小をそれほど気にせず、むしろリターンの大小を気にすべきであると思われる。

3——新NISAで何に投資すべきか

以上を踏まえると、若いうちはまず新NISAの「つみたて投資枠」で、リスクを必要以上に恐れることなく、先進国株式型等の将来的に高いリターンが見込める市場インデックスの投資対象に無理のない範囲で積立投資することが良いと思われる。同じ税制優遇制度である確定拠出年金制度(企業型DC及びiDeCo)でも同様の投資を行い、将来に向けた十分な資産形成を早めに開始することが何よりも大切である。

その上で、もし収入や資金に余裕があれば、新NISAの「成長投資枠」も活用し、米国株式等、より高いリターンが見込める市場インデックスの投資対象になるべく多くの金額を早めに投資するのが得策であると思う。

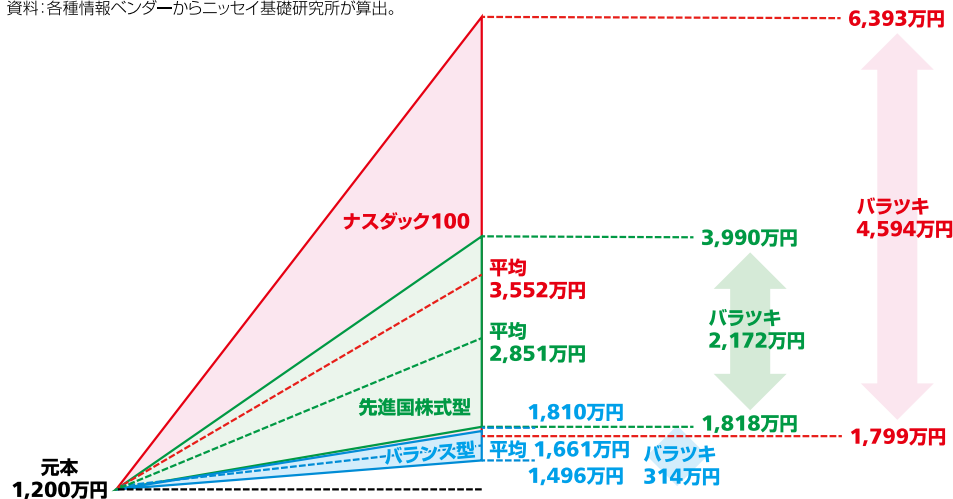
一方、残りの投資期間があまりない人は、株価暴落等のリスクの影響を極力軽減するため、ある程度満足ができる資産形成ができたなら、バランス型等リスクの低いポートフォリオもしくは預貯金に移行する方が良い。

これから長期の資産形成を始める人は、新NISAの活用に向けて、リスクよりもリターンを重視し、勇気を持って第一歩を踏み出してほしい。

[*]「新NISAでは何にどのように投資したら良いのかー長期の資産形成ではリスクよりもリターンを気にすべき(2023/7/28)」と「新NISAでは何に投資したら良いのか(続編)ー長期投資ではやはりリスクよりもリターンを気にすべき(2023/8/17)」を参照。

[図表2] 長期投資におけるバラツキのイメージ図

注：1984年12月末から2023年6月末までの月次データ(円ベース・配当込み)。手数料、税金等は考慮していない。
資料：各種情報ベンダーからニッセイ基礎研究所が算出。



新築マンション市場の動向(首都圏・全国2023年6月)

最高値更新、今後は供給戸数減少が加速の見通し



わたなべ ふみこ
00年東海銀行(現三菱UFJ銀行)入行
06年総合不動産会社
18年5月ニッセイ基礎研究所(現職)



金融研究部 准主任研究員 渡邊 布味子
fwatanabe@nli-research.co.jp

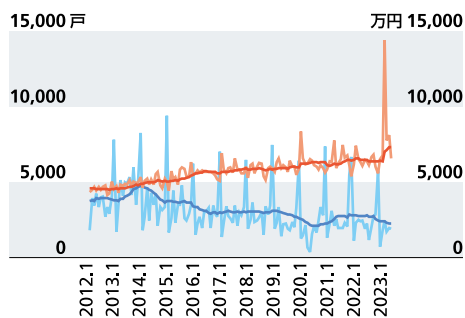
1——首都圏新築マンション市場では、高値更新と供給減が続いている

不動産経済研究所によると、2023年6月の首都圏新築マンション平均価格は6,550万円(前年同月比+1.6%)、発売戸数は1,906戸(▲0.4%)、初月契約率は67.8%(前月比▲6.5%、前年同月比+0.2%)であった。また、2023年上半期(1-6月)の平均価格は8,873万円(前年同月比+36.3%)と最高値を更新、発売戸数は1万502戸(▲17.4%)となった。

傾向を見るために発売価格と発売戸数それぞれを直近12ヶ月の移動平均に変換してみると、2023年6月の価格は7,924万円(前年同月比+12.6%、2013年同月比+57.5%)、発売戸数は2,280戸(▲17.3%、▲44.3%)となった[図表1]。首都圏新築マンション市場では、価格の高値更新と供給戸数の減少が続いている。

[図表1] 首都圏新築マンションの発売戸数と平均価格

資料: 不動産経済研究所の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成
● 発売戸数・月次(左) ● 発売戸数・12ヶ月移動平均(左)
● 平均発売価格・月次(右) ● 平均発売価格・12ヶ月移動平均(右)



また、10年前の2013年同期比では、東京23区が+129.9%、東京都下が+34.3%、神奈川県が+37.1%、埼玉県が+32.0%、千葉県が+27.0%と、10年間で東京23区の新築マンションの価格が約2.3倍になる一方で、それ以外のエリアは約1.3倍に

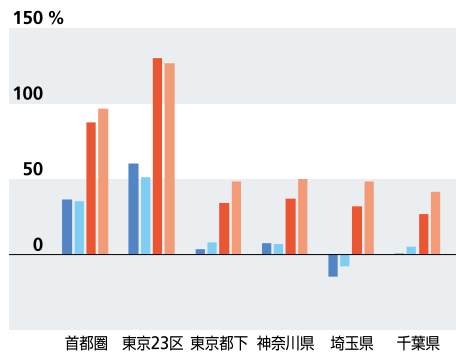
とどまっている。㎡単価についても東京23区の上昇率が前年同期比+51.5%、2013年同期比+126.4%と突出している[図表2]。

今の首都圏新築マンション価格の上昇は、東京23区所在の住戸の価格上昇の寄与が大きい。

[図表2] 首都圏新築マンションの単価と総額の変化率(エリア・都県別、2023年上期)

資料: 不動産経済研究所の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成

● 前年同期比(平均価格) ● 前年同期比(単価)
● 2013年同期比(平均価格) ● 2013年同期比(単価)



2——新築マンションの価格は戸当たり価格の見かけ以上に上昇している

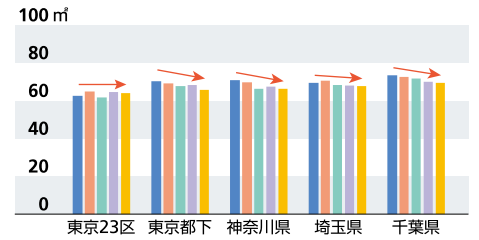
首都圏新築マンションの面積は、東京23区が横ばい、その他のエリアが縮小傾向である。60㎡を下回る間取りでは売行きが悪くなるため、価格水準の高い東京であっても一定の規模は確保されている[図表3]。面積と単価の戸当たり価格への影響をみると、東京23区は㎡単価の上昇が価格上昇の原因となっている。

これに対し、東京都下と神奈川は面積が縮小したが、単価については一進一退で[図表4]、面積を縮小して価格を維持している。また埼玉と千葉は面積を縮小しても㎡単価の上昇で価格が上昇している。つまり、面積縮小が進むエリアでは新築マン

[図表3] 首都圏マンションの平均面積(エリア・都県別)

資料: 長谷工総合研究所の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成

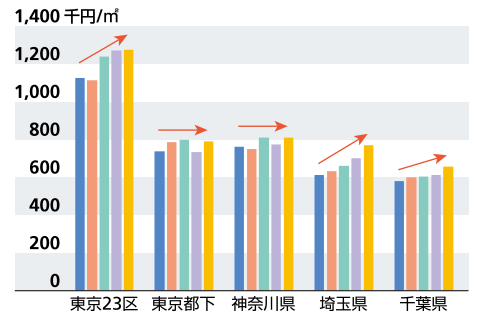
● 2018年 ● 2019年 ● 2020年
● 2021年 ● 2022年



[図表4] 首都圏マンションの単価(エリア・都県別)

資料: 長谷工総合研究所の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成

● 2018年 ● 2019年 ● 2020年
● 2021年 ● 2022年



ションの戸当たり価格上昇の見かけ以上に実質的な価格が上昇している。

3——住宅価格がさらに上がると思う人が買っている

このように価格上昇が続く背景の一つには、投資需要の高まりがあるようだ。リクルートが2022年12月に行った調査によると、2022年に住宅の購入を検討した人のうち「住宅の買い時だ」と思っていた人が全体の44%と、2019年の54%より▲10%と減少した。しかし、この人たちに買い時だと思った理由を尋ねると、「これからは、住宅価格が上昇しそう」と答えた人が47%おり、2019年の26%よりも増えていた。

一方で「住宅ローン金利が安い」と考える人は2019年の41%から35%に、「住宅価格がお手頃」と考える人は29%から25%に、「ローン減税が有利」と考える人は18%から14%に減少した。

一見矛盾しているように見えるが、価格帯によって需要者動向が異なると考えると答えが見えてくるのではないだろうか。つまり、標準的な価格帯のマンションについては割高に感じる人が増えて売れ行きが鈍る一方で、市場全体の一部である立地も設備もよい高価格帯のマンションについては資金的に余裕のある人が「さらに価格が高くなる」と考えて積極的に購入し、市場全体では高価格が多くなり平均価格が引き上げられていると考えられる。

4—— デベロッパーは将来のマンション用地を確保できていない

供給者側を見てみると、マンション用地の取得額は減少している。MSCIリアルキャピタル・アナリティクスによると、2023年7月21日までに判明した関東圏のマンション用地の取得額は約158億円、2023年1-6月累計の前年同期比は▲81.3%とマイナスであった[図表5]。

一部のデベロッパーは十分な用地を確保していることが確認できる。しかし、多くのデベロッパーは、用地取得競争の激化と用地価格の高騰、建築費の高騰から、新

たな用地を仕入れることが困難になっているようだ。マンション用地購入からマンション完成までには、最短で2年程度の期間が必要である。今年の下期のマンション用地取得額が前年同期の取得額を大きく上回らない限り、2、3年後の新築マンション供給戸数は減少傾向が加速する可能性が高い。

5—— マンション供給エリアは全国で拡大している

なお、用地取得競争の激化から全国の地方都市にも新築マンションの供給が広がっている。

不動産経済研究所によると、2022年のマンションデベロッパー上位20社合計の年間販売戸数のうち、44%が首都圏で、24%が近畿圏で、30%が首都圏・近畿圏以外で供給されている[図表6]。

購入者は販売エリア近隣の高額所得者などで、価格も上昇している。

2022年の全国の新築マンション発売戸数は7万2967戸で、2023年は約7.5万戸(前年比+2.8%)の供給が見込まれている。マンションは最も土地を効率的に利用する用途の1つであり、今後も全国で供給が続くと考える。

6—— まとめ

首都圏新築マンションは、価格の上昇と供給減が続いている。初月契約率は70%を割り込む月もあるものの、概ね良好な状態である。ただし、今の首都圏マンション市場で売れている物件の多くは、立地もグレードも良い高価格帯のマンションである。

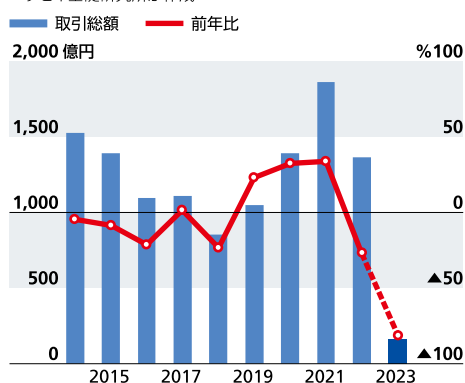
特に東京23区の一部については、さらに価格上昇が期待できると考えて投資目的で購入する人もおり、価格の上昇率が突出している。一方で、東京都下や首都圏3県では停滞をはじめたエリアも散見される。たまたまその時期に販売された高額な物件が月次の平均価格を引き上げる事象も確認でき、特に首都圏新築マンションの価格については、平均値で見ただけではなく細分化したエリア別に動向を見ていく必要があると考える。

デベロッパーのマンション用地取得額が大きく減少し、これから新築マンション供給は一層少なくなることが予想されることから、今後も新築マンションの発売価格は高値水準での推移が続くだろう。

なお、資産防衛の観点からは、購入予定のマンションが中古マンションとなった際の価値について、保守的に考えた方が良いと思われる。

また、日銀の金融緩和の方針については注意が必要である。金融緩和政策が変更されて長短金利が引き上げられると、住宅ローン金利も引きあがるため、新規にマンションを購入したい人の借入可能額の減少を通じて住宅価格が下落する可能性があるだろう。

[図表5] 関東圏のアパート用地の取引総額と前年比
※2023年は上期累計とその前年同期比
資料:MSCIリアルキャピタル・アナリティクスのデータから
ニッセイ基礎研究所が作成



[図表6] 新築マンションの供給戸数ランキングと各圏域での供給割合 (2022年) 資料:不動産経済研究所の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成
上位20社の各圏域での供給割合

順位	グループ	全国	首都圏供給割合	近畿圏供給割合	その他の圏域供給割合	全国供給に占める割合
1	オープンハウスグループ	5,721	20%	36%	45%	8%
2	野村不動産グループ	4,240	69%	16%	13%	6%
3	三井不動産グループ	3,420	71%	7%	20%	5%
4	住友不動産グループ	3,109	73%	14%	10%	4%
5	大和ハウスグループ	2,575	35%	25%	40%	4%
6	タカラレーベングループ	2,387	7%	2%	91%	3%
7	森トラストグループ	2,214	0%	53%	47%	3%
8	三菱地所グループ	2,153	78%	7%	14%	3%
9	飯田グループ	1,861	90%	4%	6%	3%
10	日鉄興和不動産グループ	1,850	69%	11%	9%	3%
11	あなぶきグループ	1,830	8%	3%	89%	3%
12	オリックスグループ	1,675	16%	8%	75%	2%
13	東急不動産グループ	1,502	63%	27%	10%	2%
14	関西電力グループ	1,489	16%	65%	5%	2%
15	阪急阪神東宝グループ	1,462	27%	60%	7%	2%
16	新日本建設グループ	1,435	100%	0%	0%	2%
17	近鉄グループ	1,354	27%	46%	24%	2%
18	東京建物グループ	1,316	66%	25%	6%	2%
19	中部電力グループ	1,282	13%	44%	40%	2%
20	日商エステムグループ	1,277	12%	63%	25%	2%

2023・2024年度経済見通し



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

1—— GDPがコロナ禍前のピークを上回る

2023年4-6月期の実質GDPは、前期比1.2%（前期比年率4.8%）と3四半期連続のプラス成長となった。

輸出が前期比3.1%の増加となる一方、輸入が同▲4.4%の減少となったことから、外需が前期比・寄与度1.8%（年率7.1%）と成長率を大きく押し上げた。

一方、物価高の影響などから、民間消費が前期比▲0.6%と3四半期ぶりに減少し、設備投資も同▲1.0%の減少となったことから、国内需要は2四半期ぶりに減少した。2023年4-6月期は事前の予想を上回る高成長となったが、輸出の増加は1-3月期の反動による部分が大きく、輸入の大幅減少は内需の低迷を反映したものと捉えることができる。成長率が示すほど景気の実勢は強くない。

2023年4-6月期の実質GDPの水準はコロナ禍前のピーク（2019年7-9月期）を0.2%上回った。また、名目GDPは2022年10-12月期（前期比年率5.0%）、2023年1-3月期（同9.0%）、4-6月期（同11.4%）と3四半期連続で実質の伸びを大きく

上回り、2023年4-6月期はコロナ禍前のピーク（2019年7-9月期）を5.0%上回った[図表1]。

2—— インバウンド需要が急回復

インバウンド需要はコロナ禍でほぼ消失した状態が続いていたが、水際対策が2022年10月から段階的に緩和され、2023年4月末に撤廃されたことを受けて、急回復が続いている。2023年7月の訪日外客数は232万人、2019年同月比▲22.4%となり、コロナ禍前（2019年平均）の約8割の水準まで回復した。

インバウンド需要がコロナ禍前の水準に戻るなかで、今後より深刻となる恐れがあるのが人手や宿泊施設の不足など供給体制の問題だ。経済産業省の「第3次産業活動指数」によれば、宿泊業の活動指数は緊急事態宣言が最初に発令された2020年4-6月期にコロナ禍前の2割程度の水準まで急速に落ち込んだ後、徐々に持ち直し、足もとではコロナ禍前の水準を上回っている。一方、宿泊業の就業者数は、需要の落ち込みを受けて大幅に減少した後、横ばい圏の動きが続いており、2023年4-6月期時点でも2019年比で8割程度の水準にとどまっている[図表2]。供給

制約によって需要の回復が阻害されるリスクがあることに加え、すでに上昇が顕著となっている宿泊料のさらなる高騰につながる可能性もある。

3—— 家計貯蓄率は平常時の水準に近づく

2023年4-6月期の民間消費は前期比▲0.6%と3四半期ぶりに減少した。物価高による実質購買力の低下に加え、家計貯蓄率が平常時の水準に近づき、貯蓄率の引き下げによる押し上げ効果が一巡したことも消費の停滞につながったとみられる。

家計貯蓄率はコロナ禍前の2015～2019年平均で1.2%だったが、2020年4月の緊急事態宣言の発令によって消費が急激に落ち込んだこと、特別定額給付金の支給によって可処分所得が大幅に増加したことから、2020年4-6月期に21.4%へと急上昇した。その後、行動制限の緩和によって消費が持ち直したこと、物価高によって消費金額が膨らんだことから、家計貯蓄率は2023年1-3月期には1.6%まで低下した。

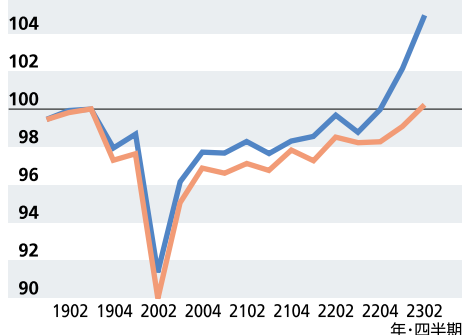
2023年1-3月期の家計貯蓄額の平常時（2015～2019年平均）からの乖離幅を所得要因（可処分所得等）、消費要因（実質家計消費支出）、物価要因（家計消費デフレーター）に分けてみると、政府の各種支援策や雇用者報酬の増加によって、可処分所得が16.6兆円増えていることが貯蓄の押し上げ要因となっている。また、実質家計消費支出の水準低下が貯蓄を4.3兆円押し上げている。一方、物価上昇ペースが大きく加速したことが貯蓄を▲20.1兆円減少させている。この結果、2020年4-6月期に72.9兆円（季節調整済・年率換算

[図表1] 名目GDPと実質GDPの推移

資料：内閣府「四半期別GDP速報」

■ 名目GDP ■ 実質GDP

106 19年7-9月期=100



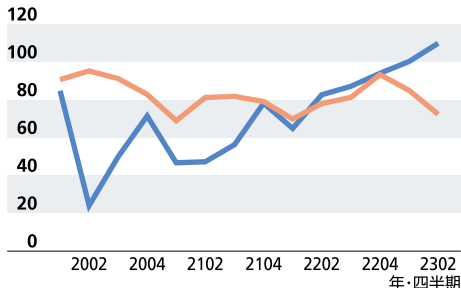
[図表2] 需要の回復に追いつかない宿泊業の就業者

注：第3次産業活動指数は2019年平均=100、

就業者数は2019年同期=100とした指数

資料：総務省統計局「労働力調査」、経済産業省「第3次産業活動指数」

■ 第3次産業活動指数・宿泊業 ■ 宿泊業の就業者数





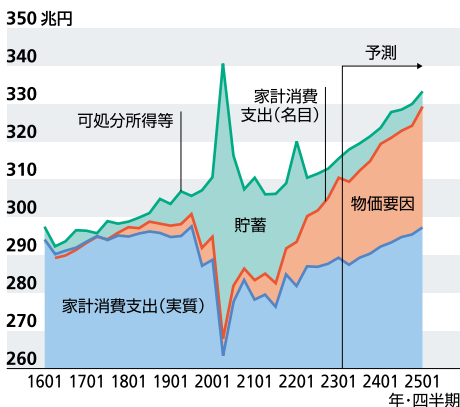
せいとう・たろう
 92年日本生命保険相互会社入社
 96年ニッセイ基礎研究所、19年より現職
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務
 優秀フォークスターに8回選出

値)まで増加した家計貯蓄は、2023年1-3月期には5.0兆円(2015~2019年平均は3.5兆円)と平常時に近い水準まで減少している[図表3]。

先行きについては、物価高の継続が引き続き貯蓄率の低下要因となるが、賃上げが進み可処分所得の伸びが高まることで消費を下支えするだろう。今回の見通しでは、家計貯蓄率は2024年度末にかけて平常時とほぼ同水準まで低下すると想定している。

[図表3] 物価高の影響で家計貯蓄は大幅に減少

注: 可処分所得等=可処分所得+年金受給権の変動調整
 資料: 内閣府「四半期別GDP速報」、「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」



4—— GDP成長率の見通し

2023年4-6月期は外需が成長率を大きく押し上げたが、輸出の高い伸びは1-3月期の落ち込みの反動による部分も大きい。7-9月期以降はインバウンド需要を中心にサービス輸出の増加が続くものの、海外経済の減速を背景に財輸出は低迷する可能性が高い。輸出が景気の牽引役となることは当面期待できないだろう。

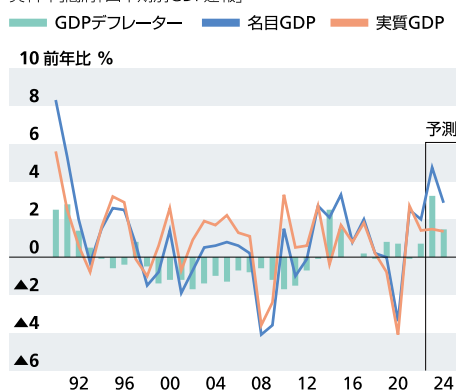
一方、民間消費は社会経済活動の正常化を受けて、対面型サービスを中心に回復し、設備投資は高水準の企業収益を背景に増加傾向が続くだろう。日本経済は内需中心の成長が続くことが予想される。

実質GDP成長率は、2023年度が1.5%、2024年度が1.4%と予想する。

名目GDPは実質GDPを上回る高い伸びが続いている。輸入物価の上昇を国内に価格転嫁する動きが広がり、国内需要デフレーターが上昇するも、GDPの控除項目である輸入デフレーターが低下しているため、GDPデフレーターが大幅に上昇している。2023年度のGDPデフレーターは前年比3.2%となり、2022年度の同0.7%から大きく加速するだろう。この結果、2023年度の名目GDP成長率は4.7%となり、1991年度(5.3%)以来、32年ぶりの高い伸びとなることが予想される[図表4]。

[図表4] 名目・実質GDP成長率の推移

注: 1994年以前は簡易速及系列
 資料: 内閣府「四半期別GDP速報」



5—— 消費者物価の見通し

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、2023年1月に前年比4.2%と1981年9月以来41年4カ月ぶりの高い伸びとなった後、政府による電気・都市ガス代の負担緩和策の影響で2月以降は3%前半まで推移している。しかし、コアCPI(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)は4%前半まで伸びを高めており、基調的な物価上昇圧力は一段と高まっている。

物価高の主因となっていた輸入物価の

上昇には歯止めがかかっている。このため、今後は原材料コストを価格転嫁する動きが徐々に弱まり、財価格の上昇率は鈍化することが見込まれる。

一方、サービス価格は2023年7月に前年比2.0%となり、2023年のベースアップと同程度まで伸びを高めた。サービス価格は、長期にわたって価格が据え置かれてきたこともあり、上昇率が一段と高まる可能性が高い。

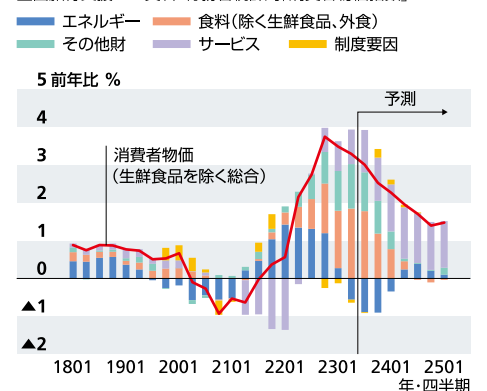
コアCPI上昇率は2023年秋に2%台後半まで鈍化するが、日銀が物価安定の目標としている2%を割り込むのは、輸入物価下落の影響が波及することにより財価格の上昇ペース鈍化が明確となる2024年度入り後となるだろう。

財・サービス別には、2022年度は物価上昇のほとんどがエネルギー、食料(除く生鮮食品、外食)を中心とした財の上昇によるものだったが、2023年度から2024年度にかけては、物価上昇の中心が財からサービスへ徐々にシフトしていくだろう。

コアCPIは、2022年度の前年比3.0%の後、2023年度が同2.8%、2024年度が1.6%と予想する[図表5]。

[図表5] 消費者物価(生鮮食品を除く総合)の予測

注: 制度要因は、消費税、教育無償化、Go Toトラベル事業、全国旅行支援
 資料: 総務省統計局「消費者物価指数」



炭素税とは何か



金融研究部 准主任研究員・ESG 推進室兼任 **原田 哲志**
 harada@nli-research.co.jp



はらだ さとし
 08年 大和証券SMBC(現大和証券)入社。
 大和証券投資信託委託株式会社、
 株式会社大和ファンド・コンサルティングを経て、19年より現職
 日本証券アナリスト協会検定会員。

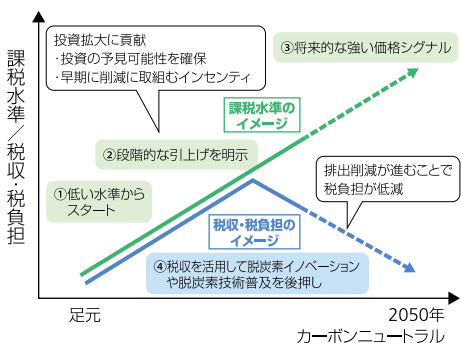
2023年5月、脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律(GX推進法)が成立した。環境省は「世界規模でグリーン・トランスフォーメーション(GX)実現に向けた投資競争が加速する中で、我が国でも2050年カーボンニュートラル等の国際公約と産業競争力強化・経済成長を同時に実現していくためには、今後10年間で150兆円を超える官民のGX投資が必要」としており、脱炭素社会への移行に向けた制度整備や投資の具体化が進められている。

同法は(1)GX推進戦略の策定・実行、(2)GX経済移行債の発行、(3)成長志向型カーボンプライシングの導入、(4)GX推進機構の設立、(5)(これらの戦略の)進捗評価と必要な見直しで構成されている。(3)成長志向型カーボンプライシングの導入では、①2028年からの炭素に対する割賦金(化石燃料賦課金)、いわゆる炭素税と②2033年からの排出量取引制度の導入を盛り込んでいる。炭素税の導入について、脱炭素に先行して取り組むインセンティブを企業に持たせる仕組みを構築することを目的としている。

企業などの排出する二酸化炭素に価格をつけ、それによって排出者の行動を変化させるために導入する政策手法は「カーボンプライシング」と呼ばれる。カーボンプライシングには①炭素税、②排出量取引、③クレジット取引、④炭素国境調整、⑤国際機関による市場メカニズム、⑥企業が独自に行うインターナル・カーボンプライシングなどの制度があり行政コストの大小や排出削減量の予見性などの点で異なる特徴を持つ。

今後、炭素税の制度設計を進めていくにあたっては時間軸と課税水準などがポイントとなる。時間軸と課税水準について、排出量削減を促す観点からは、課税水準は当初は低く、徐々に上昇させることが合理的となる[図表1]。これは将来的な課税水準の上昇のシグナルを送ることで早期の排出量削減に取り組むインセンティブを与えるためである。シグナルを示すためには、予見可能性が必要であり、あらかじめ将来の高い税率と時間軸を明示する必要があるが、それによる産業への悪影響を防ぐことが課題となる。

[図表1]炭素税の予見可能性の高い時間軸の揭示(イメージ) 資料:環境省「脱炭素について」をもとに筆者作成



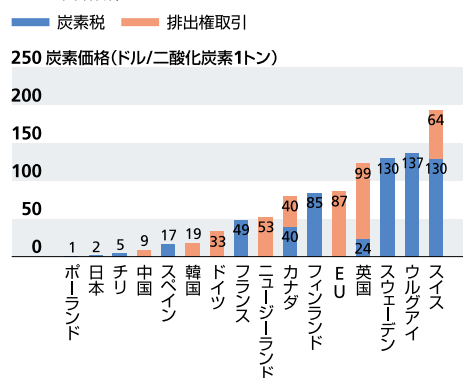
海外の炭素税制度について見ると、炭素税は1990年にフィンランドで世界で初めて導入された後、スウェーデン、ノルウェー、デンマーク、オランダなどを中心に導入が続いた。その後、1990年代後半には、京都議定書において、先進国各国で温室効果ガス削減目標が決定されたことから、ドイツ、イタリア、イギリスといったEU主要国で排出抑制を目的とする温暖化対策税が導入された。炭素税は多くの国で導入されており、導入後に継続的な税率の上げが行われている。

日本では、二酸化炭素の排出に関して

2012年に地球温暖化対策税が導入された。しかし、日本の地球温暖化対策税の税率は諸外国と比較してかなり低い水準にあった[図表2]。このことから、本格的な炭素税の導入が待たれていた状況にあり、今回のGX推進法で本格的な炭素税の導入に至った。日本が諸外国に遅れず脱炭素化を推進していくには、適切な水準と制度設計での炭素税の導入が必要となっている。

[図表2]諸外国の実効炭素価格

注:炭素税は上限の税率を示す。2022年4月1日時点
 資料:世界銀行「State and Trends of Carbon Pricing 2022」をもとに筆者作成



炭素税の導入は企業や家計の負担となることから、実態経済への悪影響が懸念されている。一方で、炭素税の経済への影響については環境省などにより試算が行われており、税収を省エネなどの投資に回すことで経済成長につなげられる(GDP成長にプラスとなる)としている。

成長に資するカーボンプライシングを実現するためには、脱炭素に向けた企業独自の設備投資や研究開発への取組みを削ぐものであってはならず、脱炭素に向けた投資やイノベーションを促す仕組みを構築する必要があるだろう。脱炭素社会への移行と経済成長を両立する実効性ある炭素税制度の策定が求められる。

終わりが見えない円安の行方

月 初に1ドル145円台でスタートしたドル円は、引き続き緩やかな円安基調となった。相次ぐ堅調な米経済指標と原油価格の上昇を受けて米金融引き締め長期化観測が強まり、米長期金利が上昇したことが主因だ。円買い介入への警戒感や俄かに台頭した日銀のマイナス金利解除観測が円の下値を支えているが、昨日のFOMCを受けて米金融引き締め観測が一段と高まったことで、足元では148円台前半に達している。

FRBのインフレに対する警戒感は根強く、原油価格も高止まりが想定されるため、しばらくは米追加利上げや引き締め長期化観測を背景とするドル高圧力が続きそうだ。1ドル150円への到達も視野に入ってきている。円安のペースが比較的緩やかであるため、(過度の変動を抑えるという建前である)円買い介入の発動までにはまだ距離が残っていると思われるが、介入への警戒感が今後も円の下値を支えるだろう。150円を突破すれば、介入の可能性がかなり高まると見ている。日銀による早期のマイナス金利解除やYCC解除は見込んでいないが、仮に解除されたとしても、日銀は金利抑制スタンスを続けるとみられるため、影響は限られるだろう。

ただ、11月半ば~12月になると、米インフレ鈍化と景気減速感の台頭を通じて米利上げ打ち止め観測が浸透し、ドル高圧力が一服すると見ている。3か月後の水準は145円前後と予想している。

1ユーロ157円台半ばでスタートした今月のユーロ円は足元でも157円台後半にある。ECBは中旬に追加利上げを実施したが、打ち止め観測が台頭してユーロの上値を抑えたうえ、日銀によるマイナス金利解除観測等も円の支えとなった。ECBによる追加利上げ観測はしばらく残るものの、次第に打ち止め感が広がり、ユーロが弱含むと予想。3か月後の水準は155円台と見込んでいる。

月初0.6%台前半でスタートした長期金利は、足元で0.7%台半ばに上昇している。米金利の上昇が波及したほか、植田日銀総裁がインタビュー記事で金利上昇を許容する姿勢を示したためだ。今後も日銀の金融政策正常化観測が煽りたびたび金利上昇圧力になるものの、金利上昇による投資妙味の高まりを受けた国債需要が金利上昇の抑制に働く。また、11月半ば~12月には米利上げの打ち止め観測も抑制要因になるだろう。3か月後の水準は現状比で横ばいと予想している。



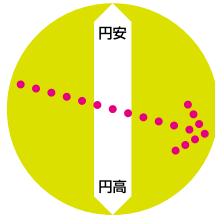
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

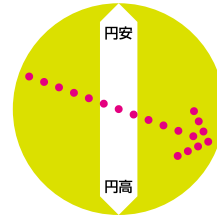


Market Karte

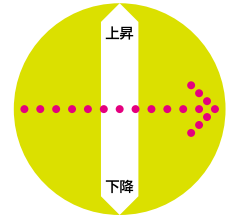
October 2023



ドル円・3か月後の見通し

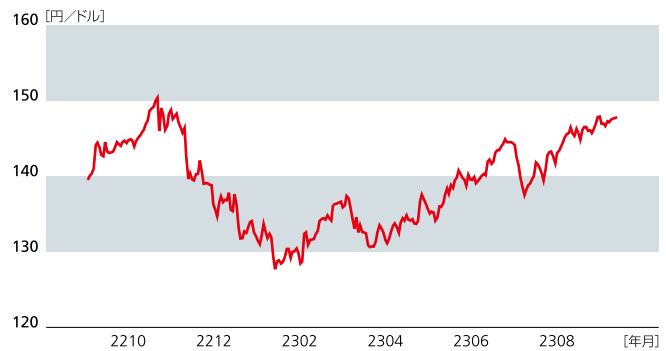


ユーロ円・3か月後の見通し

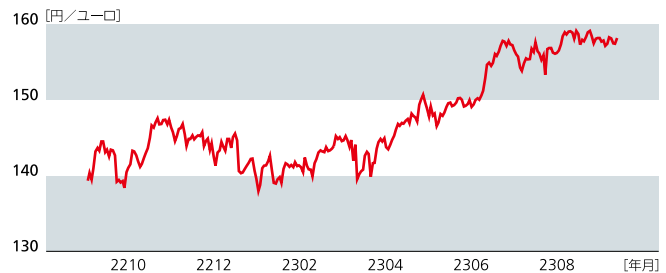


長期金利・3か月後の見通し

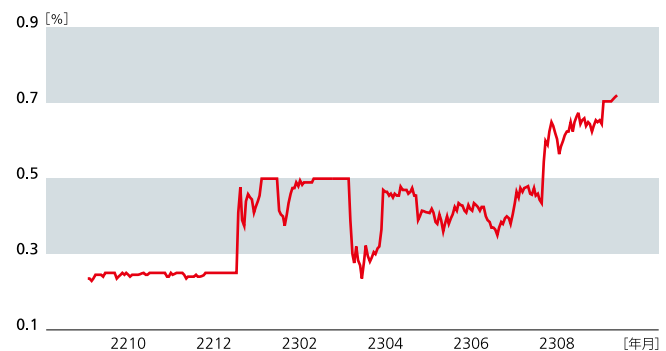
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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

- 1 シングル高齢者の増加とその経済状況
～未婚男性と離別女性が最も厳しい
坊 美生子 [基礎研レポート | 2023/8/28号]
- 2 収まらない円安、一体いつまで続くのか?
～マーケット・カルテ9月号
上野 剛志 [基礎研REPORT-Market Karte | 2023/8/24号]
- 3 住宅ローンの固定金利利用率、
アメリカが9割超に対して日本は1割未満にとどまる
～日本では低金利が続いているからなのか～
小林 正宏 [基礎研レポート | 2023/9/13号]
- 4 2023-2024年度経済見通し(23年8月)
斎藤 太郎 [エコノミストレーダー | 2023/8/16号]
- 5 日本株に待ち受ける試練
～日経平均3万円割れも～
井出 真吾 [基礎研レポート | 2023/8/22号]

コラムアクセスランキング

- 1 中国、「多死社会」の足音
片山 ゆき [基礎研REPORT-ColumnII | 2023/9/7号]
- 2 インド株人気、再び?
～2023年6月の投信動向～
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2023/7/12号]
- 3 中国不動産不況と不良債権問題
～日本の経験から考えること
矢嶋 康次 [研究員の眼 | 2023/9/6号]
- 4 「専業主婦世帯は子どもが多い」という誤解
～アンコンシャス・バイアスが招く止まらぬ少子化
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2023/8/28号]
- 5 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]

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23/8/21-23/9/17》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

日本酒の都道府県別製成数量 [10月1日は日本酒の日]

Source : 国税庁「令和3年度 統計年報」 Design : infogram©

