

# ニッセイ基礎研 Report

July 2025 Vol.340

- 02 住宅を社会的資産に ● 塩澤 誠一郎
- 03 「静かな退職」と「カタツムリ女子」の台頭 ● 金 明中
- 04 家計はなぜ破綻するのか ● 福本 勇樹
- 06 わが国のホテル投資市場規模(2024年) ● 吉田 資
- 08 2025-2026年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 次世代の太陽電池「ペロブスカイト」とは ● 原田 哲志
- 11 緊迫化する中東情勢、ドル円への影響は? ● 上野 剛志



## 文様の世界[04]——ペイズリー

ファッションアイテムに多く使われ、ハイブランドでも

デザインモチーフとして登場する模様。

インドのカシミール地方でショールなどに描かれていた  
伝統模様がイギリスに渡り、19世紀のスコットランド ペイズリー市で  
大量生産されて世界に広まったことから名付けられた。

草花の種子、花や葉、原生動物のような形が連続して模様となり、  
そのパターンは人間の心理に安心感を与える効果があるという説も。

●  
ショール

スコットランド | 1830年頃 | ロサンゼルス・カウンティ美術館所蔵

From Wikimedia Commons

# 住宅を社会的資産に ストック型社会における住宅のあり方



社会研究部 都市政策調査室長 塩澤 誠一郎  
shiozawa@nli-research.co.jp



しおざわ せいいちろう  
94年住宅・都市問題研究所入社。  
04年ニッセイ基礎研究所、20年より現職。  
技術士（建設部門、都市及び地方計画）

ストック型社会とは、蓄積された社会資本を長く有効に活用する社会をいう。ここでは自然資源を用いた新たな物質の投入や廃棄が抑制され、代わりに、必要とされる他の面に社会的コストが振り向けられることにより、持続可能かつより人々の生活を豊かにする社会が実現できると期待される。

今、人類のあらゆる活動の場面において気候変動への対策も求められている中で、直ちにストック型社会に移行しなければならない時期にきていると言えるだろう。ここで問題となるのは、これまでのフロー型社会では、その過程で将来的にストック型社会に移行するというビジョンを持たないまま歩んできてしまったことである。

莫大な資金を投じて整備してきた社会資本が、いずれ老朽化することは予想できたはずであるが、それに対し十分な準備がなされないまま、ある日突然に事故の発生という形で、そのツケの大きさによりやく気付かされているというのが現在の状況であろう。

下水道管の老朽化に伴う道路陥没事故、高速道路トンネルの天井崩落事故など、人命が失われた事故も発生している。

老朽化した社会資本を修繕してさらに長期の使用に耐えるようにしていきながら、新たに必要な社会資本を整備していかなければならない。

さて、住宅はどうだろうか。フロー型社会においては、個人が所有する住宅は社会的資産とは見做さず、あくまで個人の資産として、その取扱いは所有者個人に任せられるところであった。

その結果、多くの住宅が適切にメンテナンスされず新築から数十年で建て替える、

あるいは誰も住まなくなつて空き家になるといった状況を招き、空き家の増加は社会問題化してしまった。

住宅においてもストック型社会への移行が喫緊の課題と言えよう。質の高い住宅を整備し、適切にメンテナンスしていれば100年、200年使い続けることができる。そのような住宅に何世代にわたり住み継ぐことが普通となる社会である。

長期の使用に耐え得る住宅は、そうではない住宅に比べて初期費用が高くなることは避けられない。しかし、使用する期間の生涯コストと、同じ期間に数度建て替えるコストを比較すれば、前者の方が低く抑えられるはずである。

一方、何世代にもわたり長期間利用されるということは、それだけ価値が持続するということである。新築した世帯のみが居住して価値が無くなるというのが、これまでのフロー型社会における住宅であった。そのような住宅のあり方から早期に脱却して、価値が長期に持続する住宅を人々が普通に得られるようにしなければならない。それは言わば、住宅を社会的資産にするということである。

このような観点を背景として、2008年に制度化されたのが長期優良住宅の認定制度である。これは、国が定めた長期使用に耐え得る構造等の基準を満たした住宅を認定することで、質の高い優良住宅を増やしていこうとするものだ。認定された住宅は、維持保全計画に基づき適切な維持管理が求められる。まさに、個人住宅を社会的資産とするために設けられた制度と言える。それ故、税制や融資における支援措置が設けられている。

戸建の長期優良住宅は、新築と増改築をあわせて既に累計156万戸近くが認定されている。これは戸建住宅ストックの約5%程度であり、まだ充足にはほど遠い状況だ[図表]。さらに増やしていかなければならない。それには、よりいっそう人々の関心を高めるとともに、支援措置の継続が必要であろう。

社会的資産となる優良住宅ストックを充足させるために必要な支援措置は、今後も社会的コストとして社会全体で負担していく必要があるだろう。優良な住宅ストックが増えていけば、それだけ将来の社会的負担も軽減される。その分、今度は維持管理やリフォーム等に、資源を振り向けることができる。このような循環を確実にすることにより、社会的資産である住宅の質を持続的に維持し続けることが可能になる。

住み継ぐ世帯の負担はリフォームに必要な資金が主で、新築するより軽くなるはずだ。こうして、良質な住宅ストックを次世代に容易に引き継ぐことができるようになる。これが、ストック型社会における住宅のひとつのあり方であろう。

[図表] 長期優良住宅認定戸数・戸数比率推移



# 「静かな退職」と「カタツムリ女子」の台頭

ハッスルカルチャーからの脱却と新しい働き方のかたち



生活研究部 上席研究員 金 明中  
kim@nli-research.co.jp



きむ・みよんじゅん

労働政策研究・研修機構アシスタント・フェロー、日本経済研究センター研究員を経て、08年ニッセイ基礎研究所、23年7月より現職。Naeil新聞、「月刊人材経営」、時事通信社「厚生福祉」を連載中。亜細亜大学特任准教授、慶應義塾大学・日本女子大学・日本大学非常勤講師。

最近、「静かな退職(Quiet Quitting)」や「カタツムリ女子(Snail Girl)」という言葉をよくマスコミから耳にする。「静かな退職」は、職場を静かに退社するという意味ではなく、職場で任された仕事だけを最低限にして、必要以上に働かないことを意味する。「静かな退職」が注目され始めたのは、2022年に20代のニューヨーク在住のエンジニアがTikTokに次のような17秒の動画メッセージを発信してからだ。

「最近、「静かな退職」という言葉を知った。これは仕事を辞めるわけではなく、必要以上の努力をやめるという考え方だ。業務はきちんとこなすけれど、「仕事が人生のすべてであるべきだ」というハッスルカルチャーの考え方からは距離を置くということだ。現実として、仕事が人生のすべてではない。そして、人としての価値は労働によって決まるものではない。」つまり、「静かな退職」は、与えられた職務をこなすことに変わりはないが、仕事が人生のすべてであり、仕事を全力で頑張る「ハッスルカルチャー」には、もう従わないという姿勢である。

一方、「カタツムリ女子」は、「成功を追い求めるよりも、自分を大切にしながらマイペースで働く女性」を意味する。女性起業家や、ビジネスにおいて主体的に活躍し、リーダーシップを発揮する女性を指す「ガールボス」とは反対の概念だ。「カタツムリ女子」という言葉は、オーストラリアのビジネスウーマンであるシエナ・ラドビー氏が2023年に『Fashion Journal』誌に寄稿した記事「カタツムリガール時代：私が忙しさよりもスローダウンし幸せであることを選択した理由」に由来する。彼女

は「カタツムリ女子」について、「依然として野心はあるが、自分のペースで歩み、成功のために身体的・精神的な健康や幸せを犠牲にしない生き方」だと説明する。幸せと自己ケアを最優先する「カタツムリガール」のライフスタイルは、若い女性の間で広がりつつあり、SNSには関連動画が多くアップロードされている。

以上で説明した「静かな退職」や「カタツムリ女子」は、昔とは異なる新しい働き方であり、日本でも少しずつ認知され始めている。株式会社マイナビが20~59歳の正社員を対象に2025年4月に実施した「マイナビ 正社員の静かな退職に関する調査 2025年(2024年実績)」によると、正社員の44.5%が「静かな退職」をしていることが分かった。

年代別には、20代が46.7%で最も高く、次いで50代(45.6%)、40代(44.3%)、30代(41.6%)の順であった。また、「静かな退職」をしている人の57.4%が「静かな退職」で「得られたものがある」と回答した。得られたものとしては、「休日や労働時間、自分の時間への満足感」(23.0%)、「仕事量に対する給与額への満足感」(13.3%)、「職場内の良好な人間関係」(12.7%)が上位3位を占めた。

一方、2025年3月に企業の中途採用担当者を対象に実施した調査結果によると、「静かな退職」について、賛成が38.9%で、反対の32.1%を6.8pt上回った。業種別には「IT・通信・インターネット」、「金融・保険・コンサルティング」、「運輸・交通・物流・倉庫」で反対より賛成が多かった。一方、「不動産・建設・設備・住宅関連」、「流通・小売」では賛成より反対が多いという結果

が得られた。以上の結果は、「静かな退職」に対する評価が業種特性や職場文化によって大きく異なることを示唆している。

日本国内で人手不足が深刻化する中、女性の労働市場への参加は着実に進展している。こうした状況を踏まえると、今後は「カタツムリ女子」と呼ばれる新たな働き方の重要性が高まる可能性がある。ただし、日本において出産や育児を経験した女性が「カタツムリ女子」として働くためには、依然として多くの課題が残されている。

残業や休日出勤、深夜勤務によって収入が増える一方で、会社に長時間滞在するほど評価されるような現行の仕組みは、「カタツムリ女子」としての働き方を望む女性たちの労働市場への参加を妨げる要因となっている。男性の長時間労働を減らし、家事や育児への参加時間を増やすとともに、男性の働き方も、仕事や成功を最優先とする「どん欲な仕事」から、育児や家事に柔軟に対応しつつ労働市場に参加できる「柔軟な仕事」へと変わっていく必要があるかもしれない。

「静かな退職」や「カタツムリ女子」といった価値観は、「仕事中心の人生」から「自分らしさ」や「心の安定」を重視する生き方への移行を象徴している。特に若者を中心に、キャリアの成功だけでなく私生活や心の余裕を重視する傾向が強まり、企業も柔軟な働き方への対応が求められている。

# 家計はなぜ破綻するのか

金融経済・人間行動・社会構造から読み解くリスクと対策



金融研究部 上席研究員 福本 勇樹

fukumoto@nli-research.co.jp

## 1——日本の家計破綻リスクの現状

日本では、家計が深刻な資金難に直面した際の最終的なセーフティネットとして、自己破産と個人再生という二つの法的整理制度が用意されている。これらは単なる債務処理の手段にとどまらず、家計の経済的脆弱性や再建可能性、社会制度の機能状況を映し出す重要な指標である。

図表1は、自己破産と個人再生の申立件数の推移を示している。近年、自己破産の件数は再び増加傾向にあり、2023年には約7.8万件に達した。一方で、個人再生は横ばいまたは減少傾向が続いている。

こうした傾向は、法的整理の選択が家計のフロー（収入と支出）とストック（資産構成）に左右されることを示している。収入や住宅を維持しながら返済を続ける「再建型」の個人再生よりも、保有資産を処分することで債務免除を受ける「リセット型」の自己破産を選ぶ家計が増えている。

【図表1】自己破産と個人再生の申立件数  
(2005年～2023年:件)

個人再生は小規模個人再生と給与所得者等再生の申立件数を合計したもの  
(裁判所のデータから作成)



## 2——家計破綻リスクを読み解くための バランスシート・アプローチ

家計の健全性や破綻リスクを評価するうえで、有力な分析枠組みの一つが「バランスシート理論」である。これは、企業の財

務管理における資産と負債の対応関係を家計に応用し、家計の経済的耐性を把握しようとする視点である。

家計のバランスシートでは、将来の労働収入の現在価値である「人的資本」が、まず大きな位置を占める。これに加えて、金融資産（預貯金・株式・投資信託など）や実物資産（住宅や車など）が資産サイドに含まれる。一方で、住宅ローンや自動車ローン、消費者ローン、クレジットカード債務、奨学金（貸与型）などが負債に計上される。さらに長期的には、教育費や医療・介護費、生活費といった将来支出も、経済的には潜在的な負債として認識する必要がある。

資産総額から負債総額を差し引いた純資産が厚いほど、家計のリスク耐性は強く、逆に薄ければ外的ショックに脆弱となる。ただし、金額の大小だけでなく、資産と負債それぞれの「質」や「流動性」「利回り」「変動リスク」も含めた総合的な視点が欠かせない。

たとえば、住宅や土地は資産評価額が大きくても、現金化には時間と手間がかかり、急な資金需要には対応しにくい。一方、現預金や短期金融商品は流動性が高く、突発的な出費や収入減少への備えとして有効である。つまり、「流動性バッファ」を確保することが、家計のショック耐性には不可欠である。

また、資産の運用利回りと負債の金利コストの比較も重要だ。仮に住宅ローンの金利よりも資産運用の期待利回りが高ければ、借入による資産形成は合理的な選択となる。一方で、金利上昇や資産価格の下落により「逆ざや（負債コストが資産利回りを上回る）」状態に陥れば、返済負担が家計を

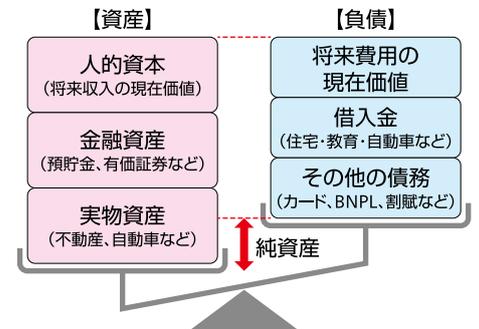
圧迫し、純資産の減少を通じて破綻リスクが高まる。加えて、資産の価格変動リスクや、いざというときに思うように換金できない「流動性リスク」への備えも求められる。

さらに、家計によっては「外部バッファ」として、親族からの援助や相続・贈与、年金や公的給付といった社会保障が利用可能な場合がある。こうした外部要因は家計の耐性を高める要素ではあるが、その確実性や規模には個人差が大きく、基本的には「自助努力による資産形成と負債管理」が出発点であると認識すべきだろう。

このように、バランスシート理論を家計管理に応用することで、家計の健全性やリスク耐性を構造的に把握できるようになる。純資産と流動性バッファを厚く保ち、人的資本を活かしながら老後に備えること。資産利回りと負債コストのバランスを意識し、外部バッファの有無も踏まえた計画を立てることが、破綻リスクの回避につながる。今後は、こうした動的な家計バランス管理の重要性が一層高まっていくと考えられる。

【図表2】家計のバランスシート理論(概念図)

資料:Budd and Siegel(2013)をもとに作成



## 3——実質賃金低下によるフロー悪化と 資産バッファ脆弱化の悪循環

日本の家計が抱える最大の構造的脆弱



ふくもと・ゆうき  
05年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入社。  
14年ニッセイ基礎研究所。  
日本証券アナリスト協会検定会員。

性の一つは、可処分所得(フロー)の縮小が、資産バッファの形成と維持を困難にしている点にある。黒字のフローがあつてこそ、貯蓄や投資、負債返済といった将来に向けた経済的備えが可能になる。しかし近年、実質賃金の低迷と生活コストの上昇が重なり、黒字フローの確保が困難になってきている。

実際、日本銀行「資金循環統計」によれば、家計部門の住宅ローン残高は2010年の約178兆円から、2024年には235兆円超へと拡大している。背景には、住宅価格の上昇に対して名目賃金の伸びが追いつかず、特に49歳以下の世帯を中心に借入負担が増していることがある。家計は購入時点の貯蓄ではまかないきれない分を、将来の収入を見合いに借入額を増やしているのである。

加えて、消費者信用・割賦販売等の債務も、2012年の約60兆円から2024年には約83兆円に達し、再び増加傾向を示している。とくにコロナ禍で蓄積された「強制貯蓄」が2022年以降急速に取り崩される中で、預貯金の枯渇とローン・クレジットへの依存が進んでいる。これは、資産形成よりも日々の資金繰り維持を優先せざるを得ない家計が増えていることを示唆する。

このような状況では、まず流動性資産(現預金)の取り崩しが始まり、それでも不足すれば高金利の借入や資産売却に依存せざるを得なくなる。フローが返済負担で慢性的に圧迫されると、債務残高が増加する一方で、純資産(資産-負債)が縮小し、家計破綻リスクが高まる。また、変動金利型住宅ローンの比率が高い日本では、金利上昇が家計に与える影響が今後さらに深刻化する可能性がある。

さらに重要なのは、こうしたフローと資

産バッファの弱体化が、将来の資産形成能力そのものを損なうという点である。たとえば、NISAやiDeCoといった積立型の資産形成制度が拡充されているにもかかわらず、黒字フローが確保できない世帯では、こうした制度を十分に活用できない。また、金融資産の期待リターンが住宅ローンなどの負債コストを下回る「逆ざや」の状態が続けば、家計がリスクを取って投資に踏み出すインセンティブも持ちづらくなる。

このように、実質賃金の低下と生活コストの上昇が家計のフローを圧迫し、それが資産バッファの脆弱化を引き起こすという悪循環は、家計の経済的安定性を損なう要因となっている。将来的な破綻リスクの抑制には、このフローとストックの相互作用に着目した政策的な対応が不可欠である。

#### 4——家計破綻リスクの軽減策

家計破綻リスクを軽減するために最も基本となるのは、家計のキャッシュフローを「見える化」し、月単位で黒字を維持することである。これは、資産の積立や負債の返済、緊急時の備えに不可欠な経済的基盤を作るうえで出発点となる。支出の中でも、固定費の見直しは効果大きい。

次に、生活防衛資金として、最低でも生活費の数カ月分の現預金を確保しておくことが推奨される。流動性の高い資産を持つことが、収入の急減や突発的な支出が生じた際の「第一防衛線」となる。

住宅ローンや教育ローン、クレジットカード債務といった金融負債は、「将来の収入を先取りした支出」であるという点で、資産形成と逆のベクトルを持つ。したがって、借入

額が過大にならないよう、返済計画を明確に立てることが重要である。返済負担が大きい場合は、繰り上げ返済や借り換え、返済期間の見直しなどを実行すべきである。

資産運用においては、リスク分散(商品の分散、長期・積立など)を徹底することが基本原則となる。特に、資産の期待利回りが負債の金利を下回る「逆ざや」状態は避けるべきである。

一方で、現代の家計を取り巻く環境は、キャッシュレス化や金融商品の複雑化などにより変化が著しい。そのため、家計管理においても金融知識やデジタルスキルの習得が欠かせない。アプリによる家計簿管理や自動積立・通知機能の活用など、「仕組み化」によって管理負担を軽減し、意志の弱さや心理的バイアスを補完する方法も有効である。

加えて、人間の意思決定には「現状維持バイアス」「即時満足志向」「自己過信」といった心理的特性が影響する。これらのバイアスに気づいたうえで、強制力のあるルールや習慣を設定し、自動化や継続性を担保する工夫が求められる。

また、家計のリスク耐性を高めるには、親族・地域・公的制度といった「外部バッファ」の活用も欠かせない。たとえば、収入減少時に一時的な援助を受けられることは、資金繰り破綻の回避につながる。

ただし、こうした外部サポートへの依存が常態化すれば、自助努力の低下や、家計間・世代間の格差固定を招くおそれがある。したがって、外部バッファはあくまで「一時的な支援」と捉え、「自立(自助)」と「共助・公助」のバランスを図ることが、持続可能な家計運営の鍵となる。

## わが国のホテル投資市場規模(2024年)



金融研究部 主任研究員 吉田 資  
tyoshida@nli-research.co.jp



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。  
専門は不動産市場、投資分析など。

## 1 — はじめに

日本の不動産投資市場は、J-REIT市場の開設以降、拡大が続いている。特に、ホテルに対する不動産投資家の関心が高まっている。

そこで、本稿ではニッセイ基礎研究所と価値総合研究所が共同で実施したわが国の不動産投資市場規模(収益不動産ストック)に関する調査<sup>\*1</sup>のうち、「ホテル・旅館」に関する推計結果の内容を詳細に報告する。

## 2 — ホテル・旅館の資産規模の推計結果

## 2-1 | 概要

ホテル・旅館の「収益不動産ストック」を把握するため、(1)現存するものすべてを対象とする「収益不動産」、(2)機関投資家の投資意欲が特に強い立地要件を満たす「投資適格不動産」の категорияに分類し、推計を行った[図表1]。

[図表1]「収益不動産ストック」の定義(ホテル・旅館)  
資料:ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所

	収益不動産	投資適格不動産
着工年	現存するもの全て	現存するもの全て
規模	全客室数	全客室数
エリア	全国(都道府県)	政令指定都市および中核都市

ホテル・旅館の資産規模は、「収益不動産」で約17.0兆円(前年比+71%)、「投資適格不動産」で約11.7兆円(前年比+58%)と推計された[図表2]。2024年は、NOIの大幅な回復とキャップレートの低下を受けて、前回調査から大幅に拡大し、「収益不動産」、「投資適格不動産」とも過去最高水準を更新した。

不動産投資市場の将来を見通す上

で、「不動産証券化」の視点は重要である。そこで、各カテゴリーにおけるJ-REITの保有比率を確認すると、「収益不動産」で14%、「投資適格不動産」で16%となり、2021年調査(「収益不動産:14%」、「投資適格不動産:17%」)とほぼ同じ水準であった。

[図表2]「ホテル・旅館」資産規模の推移

資料:ニッセイ基礎研究所・価値総合研究所



次に、ホテル・旅館の「収益不動産ストック」に対する年間の取引量(以下、市場回転率<sup>\*2</sup>)を確認する。市場回転率は、不動産投資市場における市場流動性の高低を表していると考えられる。

RCAによれば、ホテル・旅館の年間取引額(全国)は、ファンドバブルと言われ活況を呈した2007年には約7,300億円に達した。その後、リーマンショックや東日本大震災等の影響により取引額は低迷したが、2013年にスタートしたアベノミクス以降、国内外の投資資金が流入し、増加傾向で推移していた。しかし、コロナ禍の影響を受けて、2020年の取引額は、約2,700億円(前年比▲47%)と半減した。その後、急速な宿泊需要の回復に伴い、取引額も2023年以降大幅に増加し、2024年は

約9,000億円(前年比+20%)となり、過去最高水準を更新した[図表3]。

2007年から2024年のホテル・旅館の平均年間取引額は、全国で約3,600億円、政令指定都市+中核都市で約2,800億円であった。これに基づく平均市場回転率は、「収益不動産」で2.1%、「投資適格不動産」で2.4%と推計される。

時系列で見ると、「収益不動産」の市場回転率は、2.5%(2021年)→2.5%(2022年)→7.5%(2023年)→5.3%(2024年)と推移しており、2023年以降大幅に上昇している。2023年以降、米国の平均市場回転率(約4.5%)を上回っており、流動性が急速に高まっている。

[図表3]ホテル・旅館の取引額(2007年~2024年)

資料:Real Capital Analyticsのデータをもとに作成



## 2-2 | エリア別にみたホテル・旅館の「収益不動産」

ホテル・旅館の「収益不動産(17.0兆円)」を都道府県別にみると、「東京都」が約5兆6,200億円(占率33%)と最も大きく、次いで「大阪府」が約1兆8,600億円(同11%)、「神奈川県」が約9,700億円(同6%)、「京都府」が約8,900億円(同5%)、「北海道」が約8,500億円(同5%)と推計された。

次に、都道府県別に収益不動産(全体)のうち、J-REITが保有する比率(J-REIT保

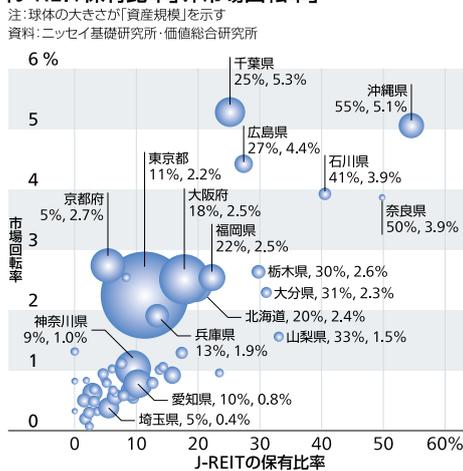
有比率)を確認すると、「沖縄県」(55%)が最も高く、次いで「奈良県」(50%)、「石川県」(41%)、「山梨県」(33%)、「大分県」(31%)、「栃木県」(30%)の順に高い。

続いて、都道府県別に平均市場回転率<sup>\*3</sup>を確認すると、「千葉県」(5.3%)が最も高く、次いで「沖縄県」(5.1%)、「広島県」(4.4%)、「石川県」(3.9%)、「奈良県」(3.9%)の順に高い【図表4】。

沖縄県は、J-REIT保有比率、市場回転率ともに高位であり、一定の資産規模(約4,700億円)を有している。沖縄県では、投資資金の流入が活発なホテル開発を下支えた可能性がある。

また、「東京都」や「神奈川県」、「京都府」、「愛知県」、「兵庫県」、「埼玉県」は一定の資産規模を有している一方、J-REIT保有比率ならびに市場回転率が低水準に留まっており、証券化拡大の余地は大きいと考えられる。

【図表4】「収益不動産」、「資産規模」  
「J-REIT保有比率」、「市場回転率」



### 3——「収益不動産」の市場規模と延べ宿泊者数の関係

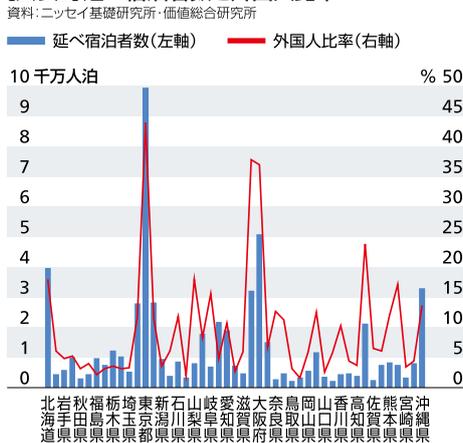
最後に、ホテル・旅館需要を示す指標の一つである「延べ宿泊者数」と収益不動産の資産規模の関係を確認した。

「延べ宿泊者数」を都道府県別にみると、「東京都」(約9.9千万人泊)が最も多く、次いで「大阪府」(約5.1千万人泊)、「北海道」(約4.0千万人泊)、「沖縄県」(約3.3千万人泊)、「京都府」(約3.2千万人泊)の順に多い【図表5】。

また、「外国人比率」(「延べ宿泊者数」に占める外国人の割合)は、「東京都」(43.9%)が最も高く、次いで「京都府」(37.8%)、「大阪府」(37.0%)、「福岡県」(23.8%)、「北海道」(18.0%)の順に高い。そのほか、「山梨県」(17.9%)、「大分県」(17.1%)、「岐阜県」(15.6%)も相対的に比率は高い。

図表6(左図)は「延べ宿泊者数」と「収益不動産の資産規模」の関係を示しており、正の相関が強く、線形近似曲線に従う

【図表5】延べ宿泊者数と外国人比率



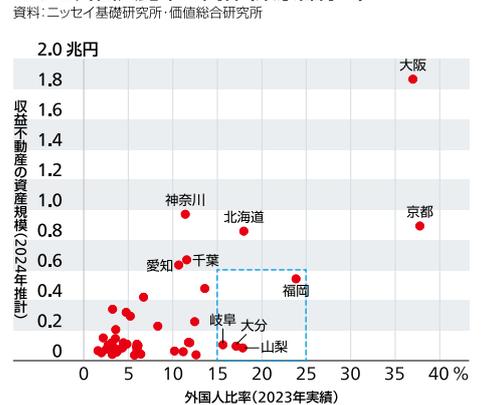
ことがわかる。具体的には、「延べ宿泊者数」が1万人増加すると、「収益不動産の資産規模」が約4.8億円拡大する関係がみとれる。需要が安定的に大きい地域では客室が多く整備される、もしくはADR(客室平均単価)が高いと推察される。

「延べ宿泊者数」を「外国人」と「日本人」に分けて、「収益不動産の資産規模」との関係を見ると、「外国人」の方が、傾きの絶対値が大きく、相関係数も大きい結果となり、外国人延べ宿泊者数の多い都道府県では、収益不動産の資産規模が大きい傾向がみられた【図表6(中央図・右図)】。

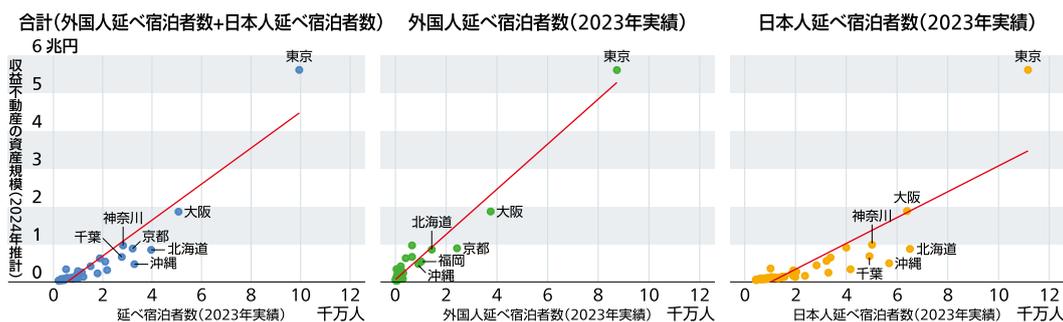
政府は2024年4月に行われた「第23回観光立国推進閣僚会議」において、2030年までに訪日外国人旅行者数を6,000万人に、訪日外国人旅行消費額を15兆円に増やす方針を示した。

収益不動産の資産規模が比較的小さい一方、外国人比率の高い都道府県(山梨県や岐阜県、福岡県、大分県等)は、収益不動産の資産規模拡大が期待される【図表7】。

【図表7】収益不動産の資産規模と延べ宿泊者数における外国人比率の関係(東京都除く)



【図表6】収益不動産の資産規模と延べ宿泊者数の関係  
注: 回帰直線(合計):  $y = 47,720x - 265,278,620,049$   $R^2 = 0.8815$   
回帰直線(外国人):  $y = 119,643x + 61,913,161,725$   $R^2 = 0.9578$  回帰直線(日本人):  $y = 68,760x - 369,421,210,931$   $R^2 = 0.7197$



【\*1】吉田 資・室 剛朗・藤野 玲於奈・宮野 慎也「わが国の不動産投資市場規模(2024年)」(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2024年12月27日)  
【\*2】「市場回転率」=年間取引額÷収益不動産ストック  
【\*3】各都道府県の平均年間取引額(2007年から2024年)÷各都道府県の収益不動産の資産規模

# 2025・2026年度経済見通し

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

## 1—— 2025年1-3月期は 4四半期ぶりのマイナス成長

2025年1-3月期の実質GDPは前期比▲0.0%（前期比年率▲0.2%）と4四半期ぶりのマイナス成長となった。財貨・サービスの輸出が前期比▲0.5%の減少となる一方、財貨・サービスの輸入が前期の落ち込みの反動もあり同3.0%の高い伸びとなったことから、外需寄与度が前期比▲0.8%と成長率を大きく押し下げた。

高水準の企業収益を背景に設備投資は前期比1.1%の高い伸びとなったが、物価高の影響で民間消費が前期比0.1%と低迷したことから、国内需要は2四半期ぶりに増加したものの、外需の落ち込みをカバーするには至らなかった。

## 2—— トランプ関税の影響

2025年1月にトランプ大統領が就任して以降、米国は様々な関税政策を打ち出している。

米国の関税引き上げは様々なルートを通じて日本経済に影響を及ぼす。まず、米国の関税引き上げは日本の輸出財の米国の国内生産財に対する価格競争力を低下させ、対米輸出数量の減少を通じて日本の国内生産、企業収益の悪化をもたらす。対米輸出製品の価格を下げれば、輸出数量の落ち込みは緩和されるが、その場合は輸出金額の減少を通じて日本企業の収益を悪化させる。

また、米国の関税引き上げに伴う米国を含めた世界経済の減速や世界の貿易取引の縮小は、日本の輸出数量の一段の減少をもたらす。さらに、企業収益の悪化や関税政策に関する不確実性の高まりは設備投資や賃上げの抑制につながるリスクを高める[図表1]。

これに加えて、株価下落など金融市場の混乱は企業、家計のマインド悪化を通じて国内需要の下押しにつながるほか、日本企業の海外現地法人の収益悪化が直接投資収益の減少を通じて国内企業の収益にも悪影響を及ぼす。

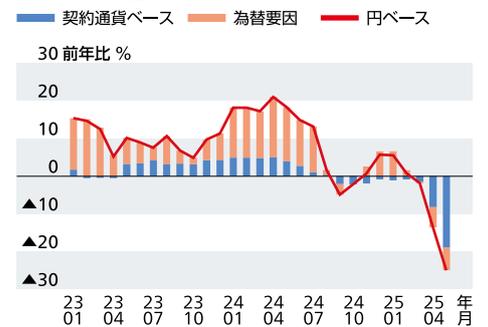
米国の関税引き上げが本格化した2025年4月の貿易統計によれば、米国向けの輸出金額は前年比▲1.8%（3月：同3.1%）と4ヵ月ぶりに減少した。内訳をみると、輸出数量は前年比1.2%（3月：同▲4.9%）と11ヵ月ぶりに増加に転じており、数量面では関税引き上げの影響は表れていない。一方、輸出価格は3月の前年比8.4%から同▲3.0%へと急低下した。輸出価格低下の一因は円高だが、為替レートの変動以上に輸出価格が低下した。

25%の追加関税が課せられた米国向け自動車輸出は前年比▲4.8%（3月：同4.1%）と4ヵ月ぶりの減少となった。輸出数量は前年比11.8%（3月：同5.7%）と伸びを高めたが、輸出価格が前年比▲14.8%（同▲1.5%）と低下幅が急拡大したことが輸出金額の減少につながった。

貿易統計の輸出価格指数は円ベースのため、為替変動の影響が含まれるが、日本

銀行の「企業物価指数」では、契約通貨ベースと円ベースの輸出物価指数が公表されている。北米向け乗用車の輸出物価指数を契約通貨ベースでみると、3月の前年比▲1.5%から、4月が同▲8.1%、5月が同▲18.9%と低下幅が急拡大した[図表2]。

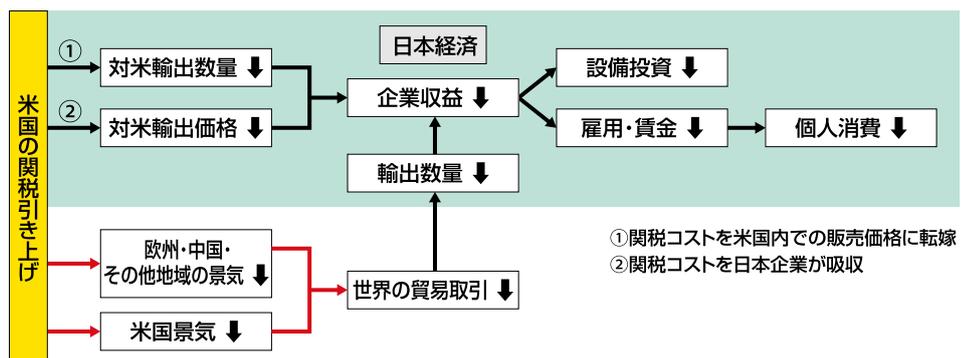
[図表2] 輸出物価(北米向け乗用車)の推移  
 資料：日本銀行「企業物価指数」



関税引き上げによる輸出への影響は、価格競争力の低下に伴う数量の減少と輸出企業の価格引き下げに分けられる。現時点では、日本企業は米国の関税引き上げに対して、輸出数量の落ち込みを緩和するために価格の引き下げを行っていることが窺える。

関税引き上げの影響は様々な波及経路を通じて広範囲に及ぶこと、顕在化するまでにタイムラグが生じることから、単月の動きだけでは判断できない。関税引き上げの影響が数量面、価格面にどのように出てく

[図表1] 米国の関税引き上げによる日本経済への主な波及経路 注：ニッセイ基礎研究所作成





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10回選出

るかを見極める上で、今後の貿易統計の動きが注目される。

### 3—— GDP成長率の見通し

2025年1-3月期は前期比年率▲0.2%と4四半期ぶりのマイナス成長になったが、前期の反動で外需が大幅マイナスとなったことがその主因で、均してみれば景気は緩やかな回復基調を維持している。しかし、先行きについては、米国の関税引き上げの影響で輸出が大きく下押しされることは不可避と考えられる。また、消費者物価上昇率の高止まりから民間消費の低迷が続き、トランプ関税による不確実性の高まりを受けて、設備投資が抑制されることが想定される。

2025年4-6月期は民間消費、設備投資等の国内需要が伸び悩む中、輸出が減少することから前期比年率▲0.9%と2四半期連続のマイナス成長となるだろう。7-9月期は輸出の減少ペースが緩やかとなること、物価上昇率の鈍化を受けて民間消費が緩やかに持ち直すことなどから、前期比年率0.2%とそろって3四半期ぶりのプラス成長になると予想する。しかし、現在停止されている相互関税の上乗せ分が発動された場合には、マイナス成長が継続し、景気後退に陥るリスクが高まるだろう。

2025年度後半以降は、関税引き上げの影響が徐々に減衰し、輸出が下げ止まる中、民間消費、設備投資を中心に国内需要が増加し、潜在成長率を若干上回る年率1%程度の成長が続くだろう。

実質GDP成長率は2025年度が0.3%、2026年度が0.9%と予想する[図表3]。

[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」



### 4—— 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9月以降、前年比で2%台の伸びが続いていたが、「酷暑乗り切り緊急支援」の終了に伴い電気・都市ガス代の上昇率が急拡大したことから2024年12月に同3.0%となった後、食料(除く生鮮食品)の上昇ペース加速を主因として2025年4月には同3.5%まで伸びを高めた。

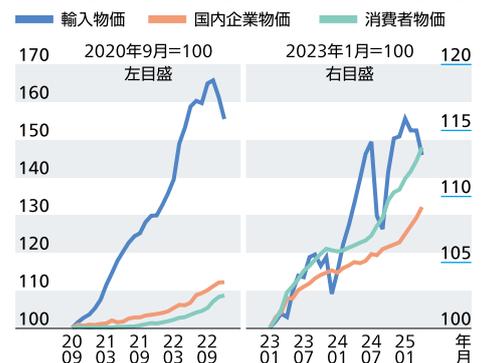
食料(除く生鮮食品)は2023年8月の前年比9.2%をピークに2024年7月には同2.6%まで鈍化したが、その後は輸入物価の再上昇に米価格の高騰が加わったことから再び上昇率が高まり、2025年4月は同7.0%となった。

川上段階(輸入物価)の食料品価格の上昇率は2023年夏頃に比べれば低水準にとどまっているが、川下段階(消費者物価)の価格転嫁率は高まっている。飲食料品の輸入物価は2020年秋頃から2023年末にかけて約60%の急上昇となった。この間、消費者物価の食料(除く生鮮食品)の上昇率は10%弱にとどまっていた。

これに対し、2023年初から足もとまでの飲食料品の輸入物価上昇率は15%程度と前回の上昇局面の4分の1程度にとどまっているが、この間に消費者物価の食料(除く生鮮食品)は10%以上上昇している[図表4]。人件費や物流費の価格転嫁に加え、物価高が継続したことで企業の値上げに対する抵抗感が薄れていることがこの背景にあると考えられる。食料(除く生鮮食品)の上昇率は当面高止まりする可能性が高い。

[図表4] 高まる食料(除く生鮮食品)の価格転嫁率

注：輸入物価、国内企業物価は飲食料品、消費者物価は生鮮食品を除く食料  
 資料：日本銀行「企業物価指数」、総務省統計局「消費者物価指数」



一方、2022年以降の物価上昇の主因となっていた円安、原油高には歯止めがかかっており、輸入物価はこのところ大きく低下している。このため、食料以外の財価格の上昇率は徐々に鈍化する可能性が高い。

コアCPI上昇率は、足もとの3%台半ばから物価高対策でエネルギー価格が押し下げられる2025年夏場には2%台へ鈍化することが見込まれる。賃上げに伴うサービス価格の上昇を円高による財価格の上昇率鈍化が打ち消す形でコアCPI上昇率が日銀の物価目標である2%を割り込むのは2026年入り後と予想する。

コアCPIは、2024年度の前年比2.7%の後、2025年度が同2.5%、2026年度が同1.6%と予想する。

# 次世代の太陽電池「ペロブスカイト」とは



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。



金融研究部・サステナビリティ投資推進室 准主任研究員 原田 哲志  
harada@nli-research.co.jp

## 1——ペロブスカイト太陽電池とは

化石燃料からの脱却による脱炭素化に向けて、次世代の太陽電池である「ペロブスカイト太陽電池」が注目されている。ペロブスカイト太陽電池とは、ペロブスカイトと呼ばれる結晶構造の物質を用いた太陽電池である。従来のシリコン系太陽電池と比べて軽量で柔軟性が高く、低コスト化が見込めるといった優れた特長があり、次世代の太陽電池として期待されている[図表1]。ただし、ペロブスカイト太陽電池は水分や熱に弱く、長期間の使用に耐えるための耐久性に課題が残されている。実用化に向けた研究開発が続けられており、近い将来の本格的な普及が期待されている。

## 2——山がちで平地が限られた日本

日本では太陽光発電の普及が政策として推進されているが、近年では拡大が鈍化している。資源エネルギー庁によれば太陽光発電(非住宅)のFIT/FIP導入量は2014年の836.8万kWをピークに減少し、直近ではピーク時の半分以下まで落ち込んでいる[図表2]。

これは①固定価格買取制度(FIT)での電力買取価格の低下や②太陽光パネルを設置可能な土地や屋根の減少などが背景となっている。①について、2012年の制度導

入以降、政府は買取価格の段階的な引き下げを実施した結果、採算性が低下し、新規参入の魅力が薄れた。

②について、利用可能な屋根スペースや土地が既に多く活用されており、新たな適地の確保が難しくなっている。

元々、日本は国土の大部分を山地が占めており、太陽光発電パネルを設置できる場所が限られている。従来のシリコン太陽電池の設置には平らで広い場所が必要となる。しかし、ペロブスカイト太陽電池は薄くて軽く、建物の壁面や窓、さらには曲面にも取り付け可能なため、都市部や限られたスペースでも活用できる。このことから、ペロブスカイト太陽電池は地理的制約のある日本での太陽光発電の普及拡大への鍵となっている。

## 3——従来のシリコン太陽電池での日本の失敗と課題

ペロブスカイト太陽電池の研究・開発においては、諸外国との競争も重要な課題となる。2023年時点、ペロブスカイト太陽電池に関する日本の特許の累計出願数は世界首位であった\*1。しかし、近年では中国や韓国の出願が増えており、日本の優位性が揺らいでいる。

従来のシリコン太陽電池では、当初は1973年のオイルショックをきっかけに化

石燃料に依存しないエネルギー源として技術開発が進められた。これにより2000年頃には世界での日本の太陽光パネルのシェアは50%を占めるに至った。しかし、その後日本のシェアは低下し続け2022年には1%未満まで低下した\*2。

2000年代半ばに世界市場が急拡大する中、日本は競争力を強化するための生産体制の整備に向けた投資の規模とスピードが不十分であった。こうした中、中国をはじめ海外でも先端の製造装置を導入すれば技術開発を行わなくともパネルを大量生産できる状況となったことで、日本の太陽光パネル生産の優位が失われていった。

日本の優位性が失われる一方、中国企業は政府の強力な支援のもと大規模な設備投資と量産体制を整え、コスト競争力の高い製品を市場に大量投入した。

さらに、固定価格買取制度での電力買取価格の低下など日本国内の再生可能エネルギー政策が停滞したことも、企業の意欲低下や事業縮小を招き、グローバル市場での存在感を次第に失った。

ペロブスカイト太陽電池の市場競争においては、こうしたシリコン太陽電池での失敗を繰り返してはならない。日本の太陽電池産業が再び国際競争力を取り戻すためには、政

[図表1] ペロブスカイト太陽電池の種類

資料: 経済産業省「次世代型太陽電池戦略」



資料: 積水化学工業(株) 軽量で柔軟という特徴を有し、建物壁面など、これまで設置が困難であった場所にも導入が可能で、新たな導入ポテンシャルの可能性大。

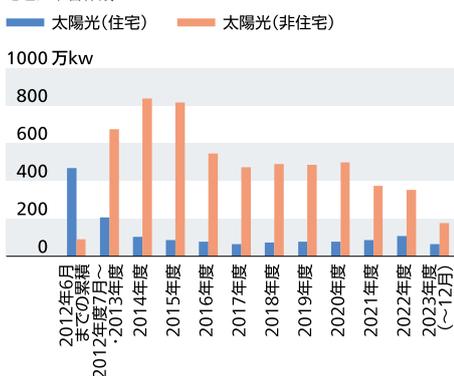
資料: パナソニックHD(株) 建物建材の一部として、既存の高層ビルや住宅の窓ガラスの代替設置が期待され、一定の新たな導入ポテンシャルの可能性に期待。

資料: (株)カネカ 現在一般的に普及しているシリコン太陽電池の置換えが期待されており、引き続き研究開発段階。世界的に巨大な市場が見込まれる。

[図表2] 太陽光発電のFIT/FIP導入量の推移

注: 2024年12月末時点

資料: 資源エネルギー庁「再生可能エネルギーの導入状況」をもとに筆者作成



策支援の強化や企業間の連携、技術と生産の両面での戦略的な再構築が不可欠である。早期から将来的な海外市場への展開を見据えて、十分な規模とスピードで次世代型太陽電池の設備投資を政策支援することが必要だ。

[\*1] 日本経済新聞、「曲がる太陽電池、中国猛追 特許出願はパナソニック首位」、2023年11月28日

[\*2] 経済産業省、「次世代型太陽電池戦略」、2024年11月

## 緊迫化する中東情勢、ドル円への影響は？

**月** 初に1ドル143円台半ばでスタートしたドル円は、足元で145円台前半とやや円安に振れている。堅調な米雇用情勢を受けたドル買いや、米中貿易枠組み合意を受けたリスク選好の円売りに加え、直近では米利下げ観測がやや後退し、ドルの支援材料になった。昨日のFOMC後のパウエル議長会見で早期利下げに慎重な姿勢が維持されたためだ。

日米中央銀行ともに、トランプ関税を巡る不確実性の高さを理由に様子見る方針を示唆していることから、今後数カ月はドル円の方向感が出にくそうだ。そうした中で、米国と一部主要国との協議が進展して関税の緩和が行われたり、相互関税上乘せ分の発動が再延期されたりすることで、リスク選好的な円売りが優勢となる場面が想定される。ただし、関税の劇的な緩和は見込みづらいうえ、米経済指標において関税の悪影響が次第に顕在化してくることや、大規模減税法案を巡って米財政赤字への懸念が燃えることなどがドル高の進行を阻む。従って、3か月後の水準も現状並みの1ドル145円前後と予想している。

なお、先週末にイスラエルとイランの軍事衝突が勃発し、緊迫感が高まっている。中東情勢が緊迫化した際のドル円への影響を考えると、センチメントの面では、緊迫化に伴って「リスク回避の円買い」と「有事のドル買い」が発生しやすくなり、両者の力比べとなる。最近ではドル買いがやや優勢になっている。一方、原油価格上昇を通じて原油のほぼ全量を輸入する日本の貿易赤字拡大に繋がることは実需の円売り材料になる。実際、2022年にはウクライナ侵攻を受けて原油が急騰したことが急激な円安の一因となった。中東情勢の緊迫化が長引き、原油価格が上昇・高止まりすれば、円安材料として存在感を高めていく可能性が高い。

月初1.5%近辺でスタートした長期金利は、足元で1.4%台前半とやや低下している。超長期国債の発行減額への思惑や中東情勢の緊迫化に伴う安全資産需要などが金利を抑制した。

ただし、今後も長期金利は高止まりそうだ。一部主要国の関税緩和などを受けてリスク選好的な債券売りが予想されるほか、参議院選を巡って国債増発が意識されやすいためだ。粛々と進む日銀の国債買入れ減額も債券需給緩和に働く。内外の景気減速懸念が金利を一定程度抑制するものの、3か月後の水準は1.5%前後と予想している。



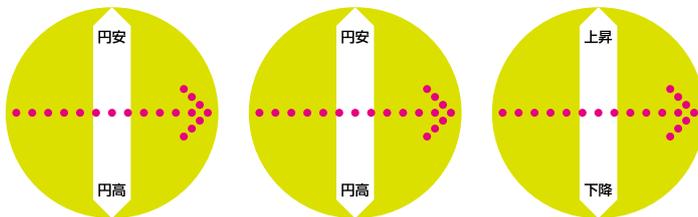
主席エコノミスト **上野 剛志**  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。



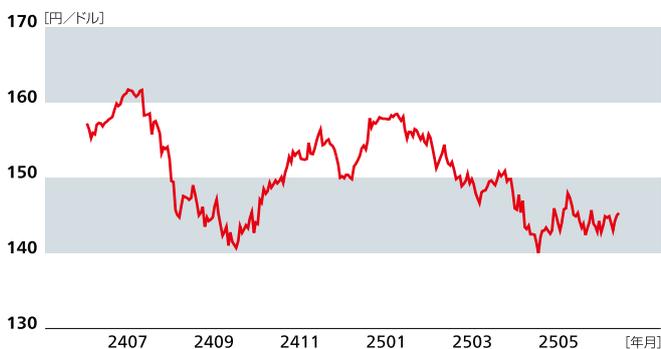
# Market Karte

## July 2025

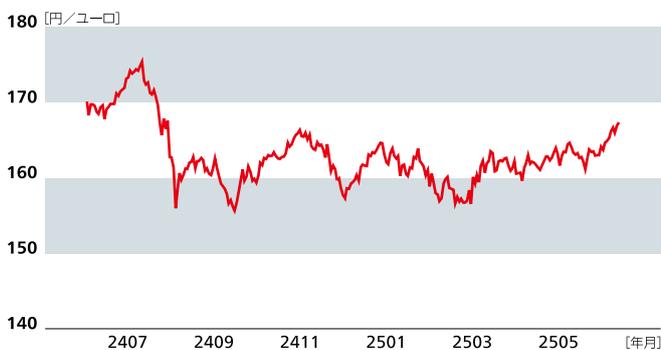


ドル円・3か月後の見通し    ユーロ円・3か月後の見通し    長期金利・3か月後の見通し

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 2025-2026年度経済見通し(25年5月)  
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2025/5/19号]
- 2 補助金見直しでガソリン価格は下落、  
今後もまだ下がる？  
～原油価格と円相場による試算  
上野 剛志 [基礎研レター | 2025/5/30号]
- 3 図表でみる世界の外為レート  
～世界各地の通貨をランキングすると、日本円は  
ブラザ合意を上回るほどの割安で、人民元はさらに安い  
三尾 幸吉郎 [基礎研レター | 2025/5/23号]
- 4 特定大規模乗合保険募集人制度導入等に係る  
保険業法改正  
松澤 登 [基礎研レポート | 2025/5/23号]
- 5 なぜ韓国の出生率は9年ぶりに上昇したのか？  
～2024年の出生率は0.75に上昇～  
金 明中 [基礎研レポート | 2025/2/27号]

コラムアクセスランキング

- 1 令和の米騒動が起きた背景と農業の現状  
～米の価格高騰はなぜ起きた？～  
小前田 大介 [研究員の眼 | 2025/4/17号]
- 2 「静かな退職」と「カタツムリ女子」の台頭  
～ハッスルカルチャーからの脱却と新しい働き方のかたち～  
金 明中 [研究員の眼 | 2025/5/19号]
- 3 日韓カップルの増加は  
少子化に歯止めをかけるか？  
金 明中 [研究員の眼 | 2025/6/2号]
- 4 複素数について(その1)  
～虚数・複素数とは(その歴史と概要)～  
中村 亮一 [研究員の眼 | 2025/5/15号]
- 5 令和の米騒動に対する包括的対策  
～米価格高騰を解消するために～  
小前田 大介 [研究員の眼 | 2025/5/16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25/5/19-25/6/15》

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



変わる時代の確かな視点

養殖真珠の生産量推移 [7月11日は真珠記念日]

Source: 農林水産省 | 漁業・養殖業生産統計 Design: infogram©

