

調査レポート

日本経済ウォッチ(2016年3月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～住宅ローン金利が低下してもマンション販売は伸び悩む
2. 景気概況..... p.2
～景気は横ばい圏で推移している
3. 今月のトピック:家計の金融資産の動向
..... p.3～10
 - (1)家計金融資産残高の動向～逆風下でも増加が続く
 - (2)個別の家計における個人金融資産の状況～開く格差

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎
研究員 藤田 隼平

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2
TEL:03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～ 住宅ローン金利が低下してもマンション販売は伸び悩み

マンションの売れ行きが鈍っている。不動産経済研究所「マンション市場動向」によると、首都圏、近畿圏ともに新規販売されたマンションの契約率は低下傾向にあり、16年1月には61.8%（首都圏と近畿圏の加重平均値）と、好不調の分水嶺となる70%を大きく下回っている（図表1）。

この背景として、家計の住宅取得能力の悪化が考えられる（図表2）。住宅取得の中心をなす20～40歳代の住宅取得能力指数の動きを見ると、足元でリーマン・ショック後を下回り、過去最低水準まで低下している。住宅取得能力指数とは家計の資金調達可能額をマンション価格で割った値であり、高いほど住宅を取得する能力があることを意味する。図表1のマンション契約率と比較すると、家計の住宅取得能力が改善しているときには、マンション販売も伸びていることが分かる。

家計の住宅取得能力が悪化している最大の要因はマンション価格の上昇である。マンション価格は資材価格の高止まりや労務費の増加を受けて上昇しており、15年10～12月期には5278万円（首都圏と近畿圏の加重平均値）とバブル景気の余韻が残る1992年並みの高水準となっている。

足元では日本銀行のマイナス金利政策の影響で長期金利が低下しており、今後、住宅ローン金利も低下すると見込まれる。このため、家計の資金調達能力が改善し、住宅取得能力は持ち直す可能性がある。もっとも、住宅ローン金利の水準はすでに低く、資金調達能力の押し上げ効果は限定的である。家計の所得の増加ペースも鈍く、結果的に、住宅取得能力の改善は小幅にとどまると考えられる。

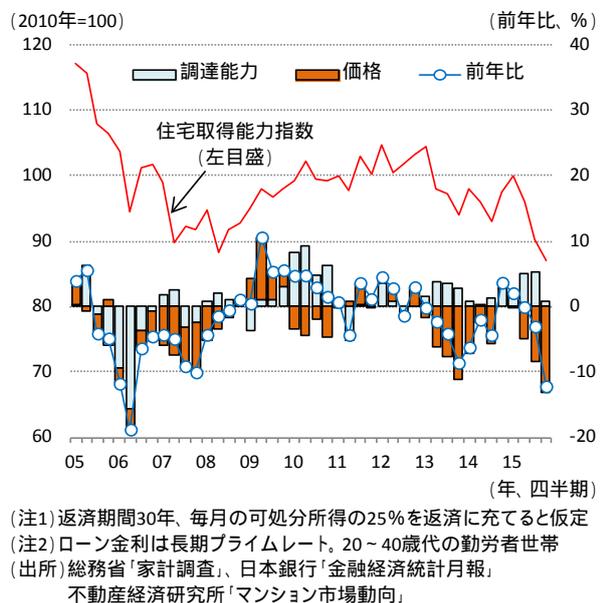
当面、マンション価格の高止まりは解消されにくいことから、マイナス金利政策が導入される中でもマンション販売は弱含みで推移する可能性がある。マンションの在庫水準はリーマン・ショック前後の時期と比べるとまだ低いものの、このままマンション販売の伸び悩みが続けば、大規模な需給調整が生じるリスクが高まってこよう。

（藤田 隼平）

図表1：契約率は低下傾向



図表2：家計の住宅取得能力が低下している



2. 景気概況～景気は横ばい圏で推移している

景気は横ばい圏で推移している。10～12月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比-0.3%(年率換算-1.1%)と1次速報の同-0.4%(同-1.4%)からやや上方修正されたが、特に景気の見方に変更が必要な内容ではなく、景気が横ばい圏内にとどまっていることが再確認された。月次の経済指標も強弱が入り混じった状態にあり、年明け以降も景気が横ばい圏にとどまっている。

2月の鉱工業生産は、一部の自動車メーカーで生産が停止したこと、海外需要の弱さを反映してスマートフォン関連部品の生産が落ち込んだことなどから、輸送機械工業、電子部品・デバイス工業を中心として前月比-6.2%と急減した。水準も、消費税率引き上げ後の最低レベルを下回り、安倍政権が誕生する直前の2012年11月以来の低さとなった。生産予測調査では3月同+3.9%、4月同+5.3%と輸送機械工業を中心に持ち直していく計画となっているが、計画が下振れる可能性がある。

2月の実質輸出は前月比+1.9%と3ヶ月ぶりに増加に転じたが、均してみると横ばい圏にある。自動車などを中心に米国向けの輸出は底堅さを維持しているが、景気の減速を背景にアジア向けの輸出の回復が遅れている。

一方、1月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比+15.0%と堅調に増加した。水準も2008年6月以来の高さに達している。実質GDP統計などにおいても、設備投資の底堅さが確認されており、業績の改善を背景に今後も持ち直し基調が続く可能性がある。

労働需給がタイトな状況に変化はない。2月の失業率は3.3%と前月より小幅上昇したが、引き続き低水準である。また、同月の有効求人倍率は前月と同水準であるが、バブル期並みの高さである1.28倍を維持している。もっとも、賃金は均してみると持ち直し基調にあるものの、緩やかな増加にとどまっている。1月の1人あたりの現金給与総額(確報値)は、所定内給与が同-0.1%と13カ月ぶりにマイナスに転じたことから、前年比横ばいにとどまっている。

消費者の節約志向の高まりなどから、個人消費も均してみた動きは弱い状態が続いている。2月家計調査の実質消費支出(二人以上世帯、季節調整値)は、天候不順の影響が剥落したことなどもあって前月比+1.7%(前年比+1.2%)と持ち直したが勢いには欠ける。

物価も低水準での動きが続いており、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は前年比横ばいとなった。今後も、エネルギー価格の下落が続くことに加え、円高による輸入物価の下落の影響が出てくるため、再び前年比でマイナスに転じる可能性が高い。

株価の下落など金融市場の動揺はしばらく続く可能性があり、消費者や企業のマインドの悪化を通じて、景気にマイナスの効果を及ぼす懸念がある。それでも、原油など資源価格の下落が家計の所得や企業の利益の押し上げに寄与すると期待され、景気が底割れすることは避けられる見込みである。賃金上昇による個人消費の下支えに加え、設備投資が緩やかに増加することから、景気は横ばい圏を抜け出して、緩やかな持ち直し基調に転じ、海外経済の混乱が落ち着いてくる夏場以降は、持ち直しペースも高まってくるであろう。ただし、世界景気の減速の動きが強まれば、景気の横ばい圏での動きが長期化するリスクは残っている。

(小林 真一郎)

3. 今月のトピック：家計の金融資産の動向

日本銀行のマイナス金利導入を受けて、長短金利の低下が進んでいる。金利の低下は資金の調達サイドにとって有利にはたらく一方、資金の運用サイドにとっては逆風となる。中でも、多くの金融資産を保有する家計にとっては厳しい状況である。そこで今回は、家計の金融資産の現状について改めて整理してみた。

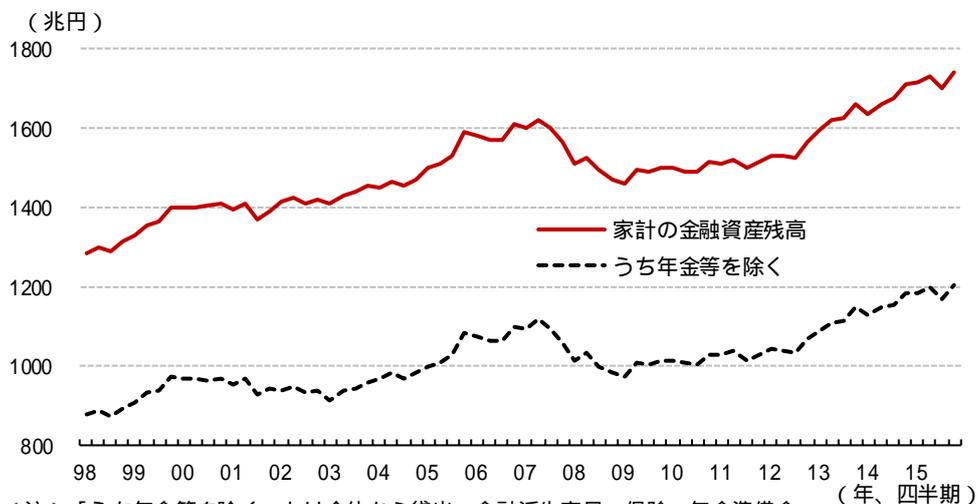
(1) 家計金融資産残高の動向～逆風下でも増加が続く

日本銀行作成の資金循環統計によると、家計の金融資産残高は、2015年6月末に1,733.5兆円まで拡大して過去最高額を更新した後、株価の下落によって、保有している株式や投資信託の時価が下落したことが大きく影響し（TOPIXは前期末比13.5%の下落）、9月末には1,701.8兆円と減少に転じた。しかし、12月末には株価が反発したこともあって1,740.9兆円に膨らみ（TOPIXは同9.7%の上昇）、再び過去最高額を更新した（図表1）。

資金循環統計の金融資産の中には、保険や年金の受給権や個人事業主の未払い金・未収金など、一般的には金融資産としての認識が薄いものも含まれているので、これらを除いたベースでも、12月末には1,200兆円を超えており、やはり過去最高水準にある。

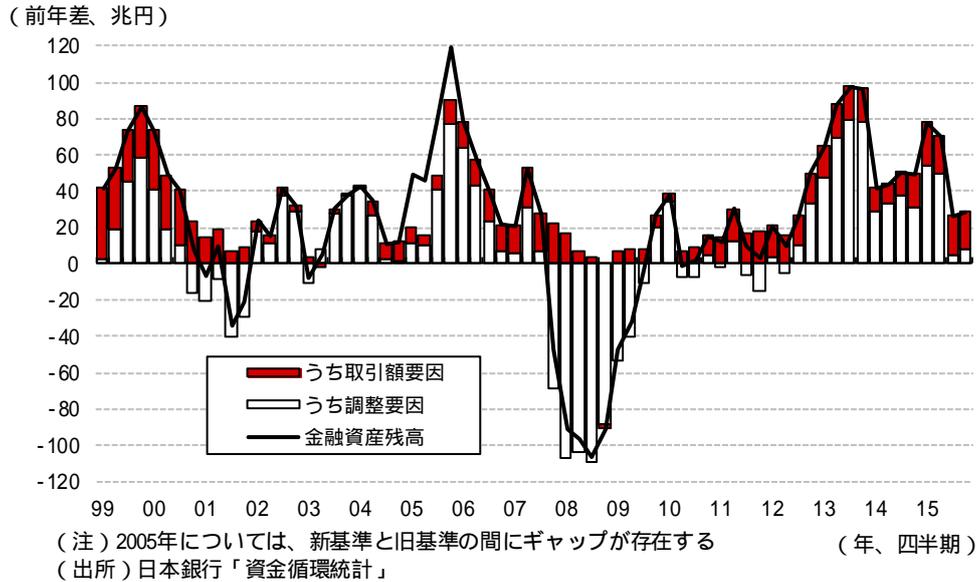
個人金融資産残高の前年差をみると、2015年4～6月期以降は増加ペースが鈍化しているが、これは、それまで全体を大きく押し上げてきた資産価格の上昇要因（調整要因）が小さくなっているためであることがわかる（図表2）。一方、金融資産に資金が流入する動き（取引額要因）は続いており、足元ではその勢いがやや増している。足元の増減は株価動向の影響によるところが大きいものの、長い目で見ると、新たに資金が流入することが着実に金融資産を増加させている。

図表1. 個人資産残高の推移



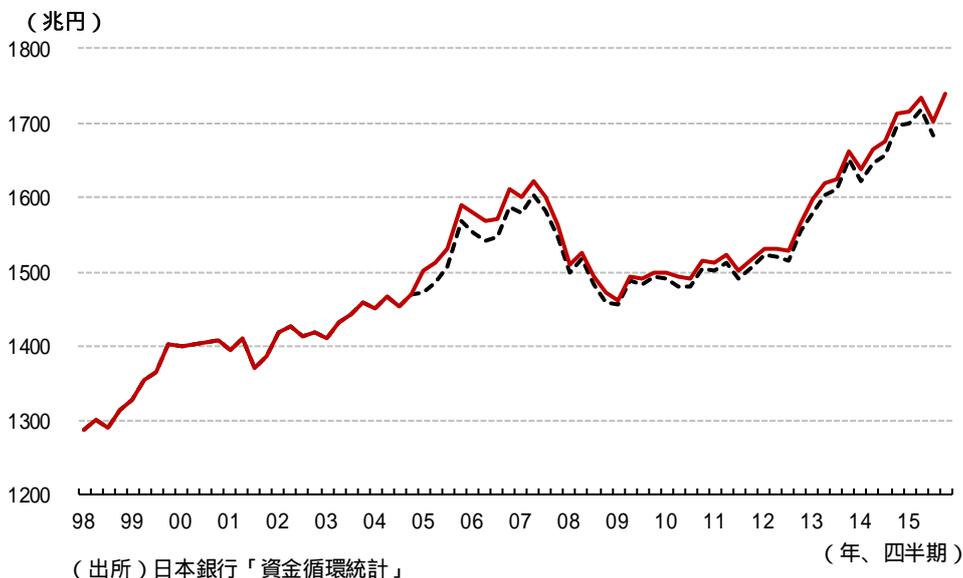
(注) 「うち年金等を除く」とは全体から貸出、金融派生商品、保険・年金準備金、預け金、未収・未払い金、その他を除いたもの
(出所) 日本銀行「資金循環統計」

図表 2 . 金融資産残高の増減要因（前年差）



なお、資金循環統計については、2015年10～12月分から新しい国際基準（2008 SNA）を踏まえた見直しが行われた結果、家計の金融資産残高はやや増加したが、大きな差異はない（遡及して見直されたのは2005年まで、図表3）。

図表 3 . 個人金融資産の新旧基準による違い



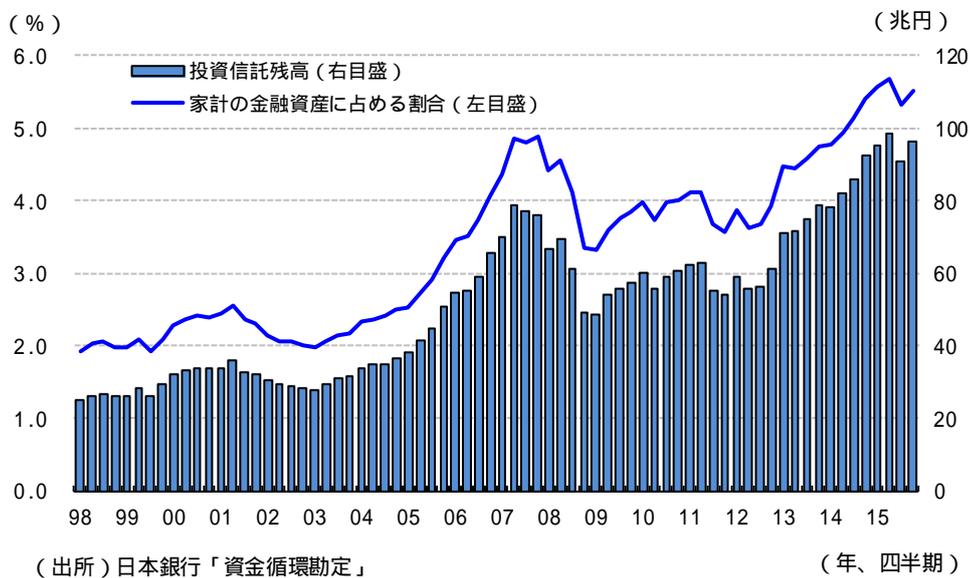
図表2における調整要因は、その大部分が株価の変動によるものである。株式の残高を同様に取引額要因と調整要因に分解してみると、2013年以降の残高増加は価格上昇によるものであり、投資資金は株式から流出している（図表4）。値上がりした株価を売却した後、ネットでは他の金融資産への振替が起こっており、2014年1月からスタートしたNISA（少額投資非課税制度）への期待はあるものの、実際には流出超過の状態が続いている。

図表 4 . 株式の増減要因（前年差）



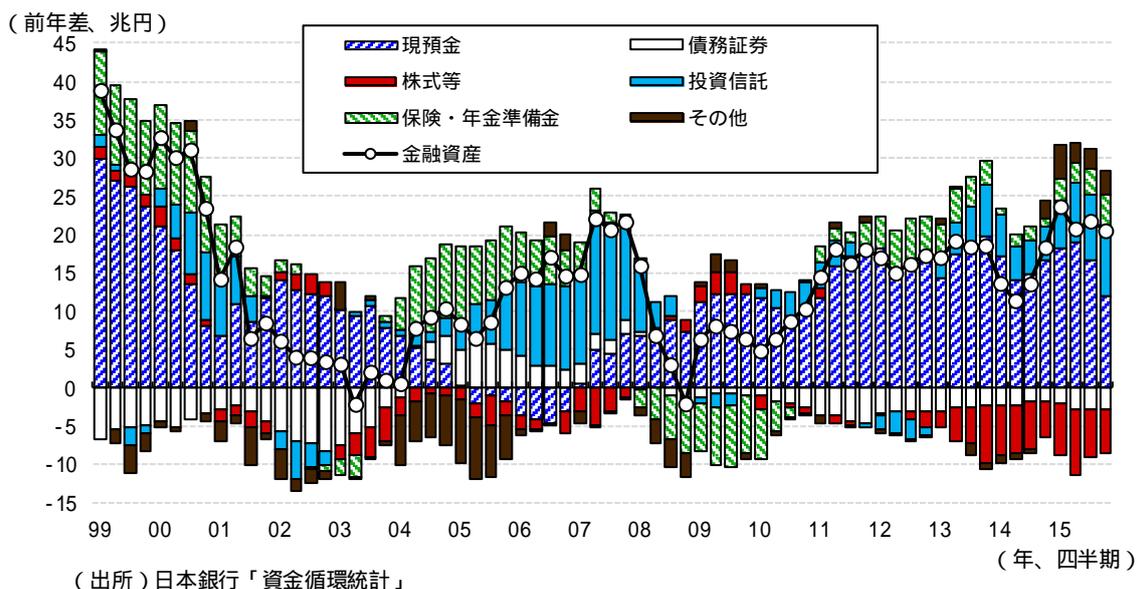
こうした株価売却後の受け皿として増加していると考えられるのが、投資信託である。NISAの対象となることもあって残高は100兆円程度まで増加しており、金融資産に占める割合も上昇傾向にある（図表5）。

図表 5 . 投資信託の残高推移



金融資産全体での資金の流出入の動向をみたのが図表6である。2010年以降、債務証券(国債、金融債、社債など株式以外の証券)などから資金が流出していると同時に、すでに指摘したように2013年以降は株式からの資金流出も増えている。

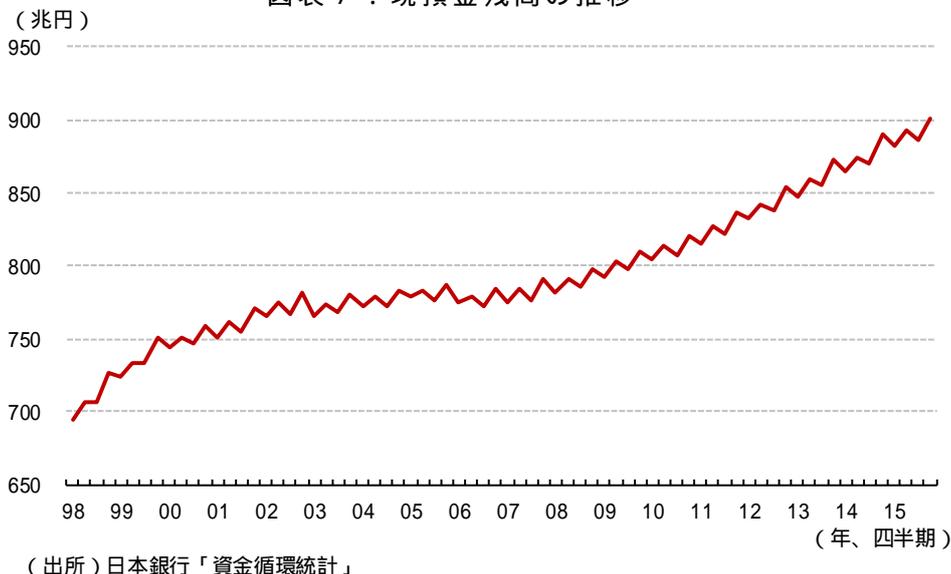
図表 6 . 家計の金融資産の取引額要因の内訳（前年差）



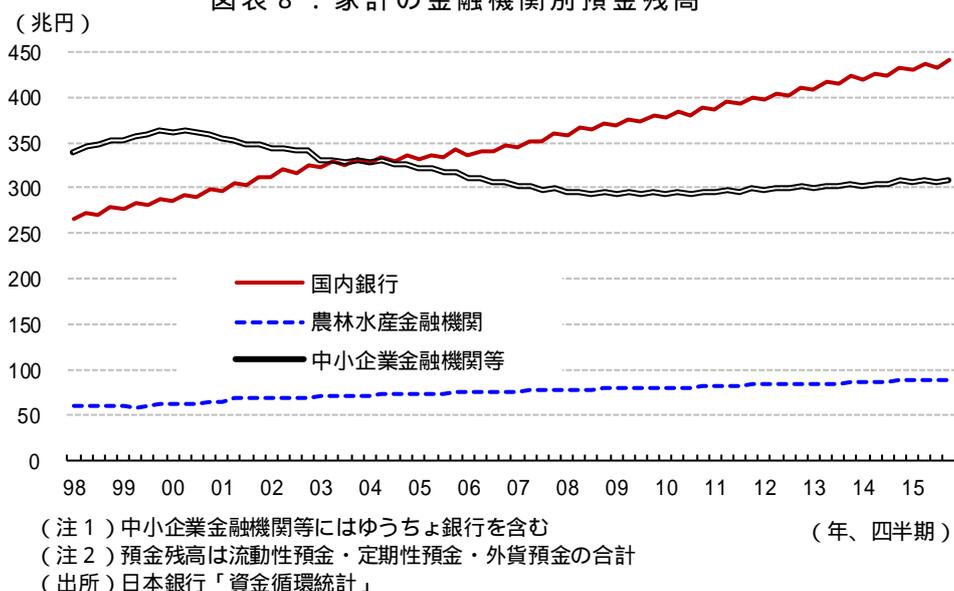
目立つのが現預金の増加である。行き場のない資金が、結局は現預金として滞留することになっており、毎年 10 兆円を超えるペースで増加している。高齢化の進展によって預貯金の取り崩しが始まるとされているものの、足元ではその兆候はみられない。このため、現預金は 2015 年 12 月末時点で 900 兆円を超えている（図表 7）。また、現預金の流入先であるが、各業態とも増加基調にある中で、最も増加ペースが速いのが国内銀行である（図表 8）。

足元では、名目雇用者報酬が緩やかな増加基調にある一方で、個人消費の低迷が続いている。このところの現預金の増加の背景には、こうした家計の消費性向の低下（貯蓄性向の上昇）によって捻出された資金が積み上がっている可能性がある。今後も消費が抑制される傾向が続けば、預金の増加が続くと予想される。さらに、家計が将来の生活難に備えて積極的に預金を積み増していこうとすれば、そのペースも高まっていこう。

図表 7 . 現預金残高の推移

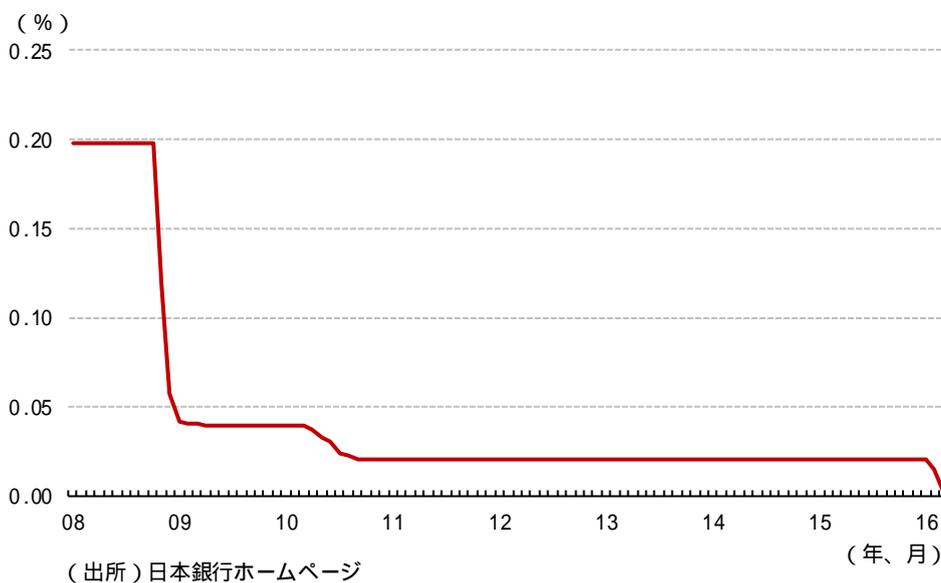


図表 8 . 家計の金融機関別預金残高



なお、日本銀行は3月25日に公表した「5分で読めるマイナス金利」の中で、マイナス金利の導入後に普通預金金利が0.02%程度から0.001%程度に低下したことに對し、「100万円預けて1年間の利息が200円だったのが10円になったということです。消費を悪くするほどの規模ではありませんよね」と説明している。しかし、預金残高が900兆円を超えている中で、家計部門全体でのマイナス額はそれなりに大きくなる。預金残高を900兆円とすれば、0.02%のときは年間1,800億円あった利息が90億円に減るということである。また、リーマンショック前までは普通預金金利は0.2%程度で推移しており、この金利が続いていれば利息は1.8兆円程度であったことになる。こうなると、消費への影響はなかったとは言い切れない。

図表 9 . 普通預金金利の推移

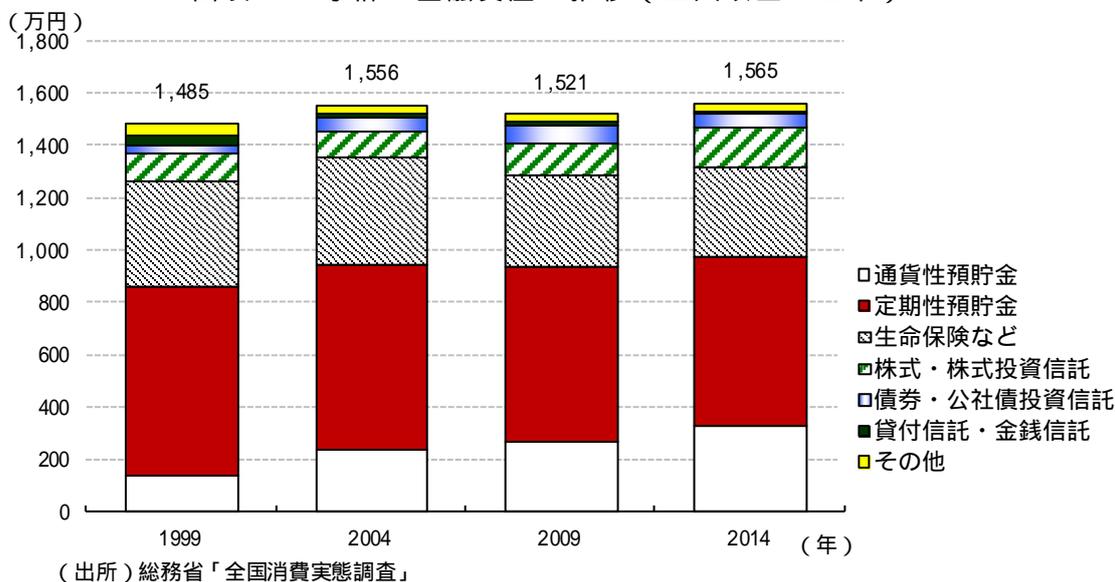


(2) 個別の家計における個人金融資産の状況～開く格差

家計部門全体での個人金融資産の状況についてみてきたが、ここでは5年ごとに調査されている総務省の「全国消費実態調査」を使って、個別の家計の金融資産の状況についてみてみよう。

2014年までの5年ごとの数字であるが、資金循環統計の結果と同様、家計の金融資産は増加傾向にあり、二人以上世帯でみると2014年時点での金融資産は1,565万円である(図表10)。また、5年前と比較した場合、最も増加幅が大きいのは預金(通貨性預貯金+定期性預貯金)であり、次いで株式・株式投資信託である。その一方で債券・公社債投信が大きく減少しており、こうした構成資産の動きも概ね資金循環統計の結果と一致する。

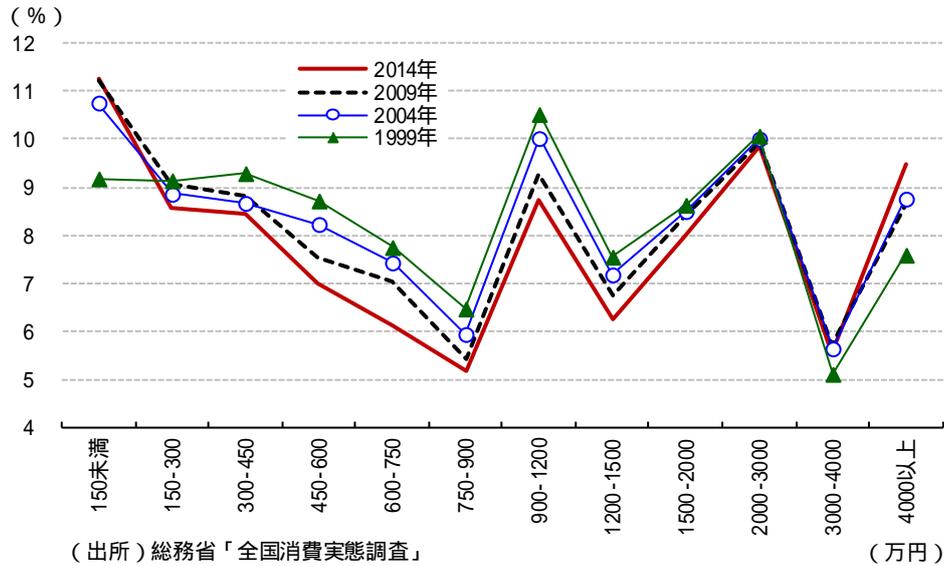
図表10. 家計の金融資産の推移(二人以上の世帯)



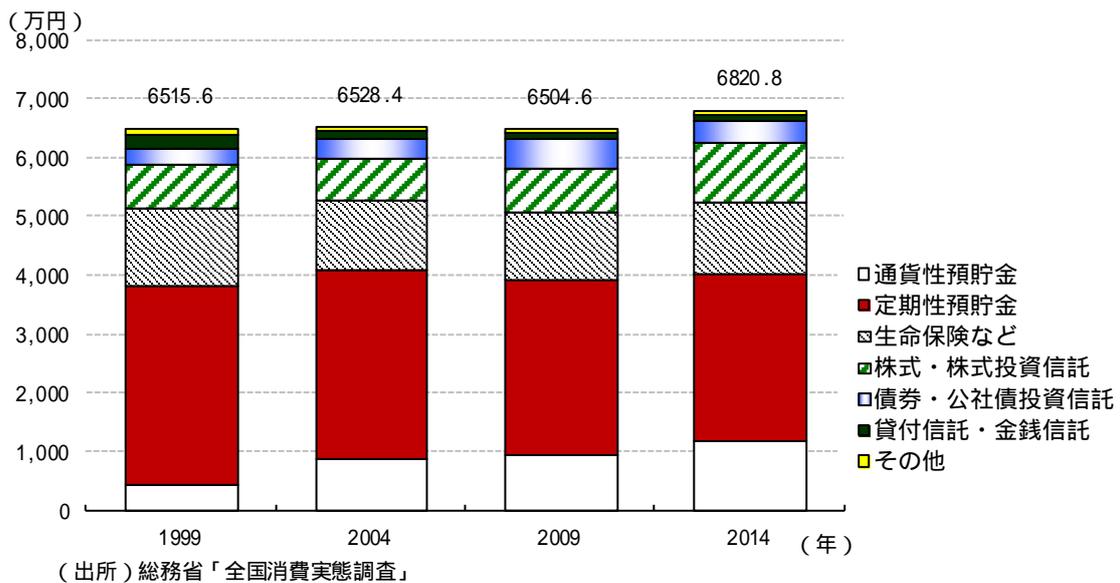
図表10はあくまで平均値の推移であり、全世帯の残高が増えているとは限らない。そこで、金融資産保有額の分布(シェア)をみると、1999年から2014年までの20年間において、残高150万円以上から2,000万円未満の区間において、時間がたつほどシェアが低下していることがわかる(図表11)。一方、シェアが高まったのは残高150万円未満と4,000万円以上であり、保有金融資産の格差が拡大していることがうかがえる。

こうした格差拡大の原因としては、第一に保有資産の構成比の違いが挙げられる。残高4,000万円以上の世帯の資産の内訳をみると、目立つのが株式・株式投資信託のシェアの大きさである。特に2014年においては株価が上昇局面にあったことから金額が膨らんでおり、全体の押し上げに寄与している(図表12)。預金残高で4,000万円を超えており、余剰資金を株式などのリスクの高い資産に振り向ける余裕があったためと考えられる。

図表 11. 金融資産残高別の分布状況



図表 12. 金融資産残高 4,000 万円以上世帯の金融資産の内訳

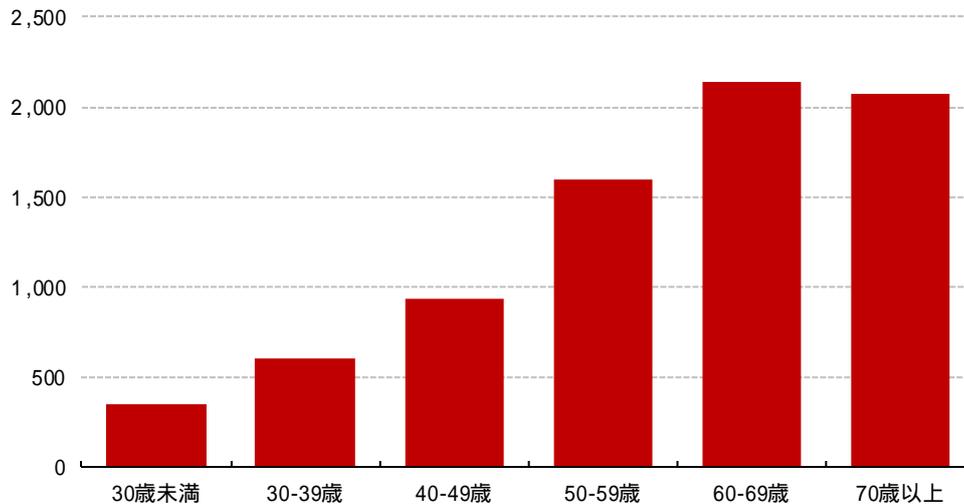


第二に、高齢化の進展が格差拡大の原因として考えられる。図表 13 は 2014 年の世帯主の年齢階級別の金融資産残高をみたものであるが、年齢が高まるにつれて金融資産が増加した後、多くの世帯で貯蓄取り崩しの段階に入る 70 歳以上になると残高が減少に始めることがわかる。このため、高齢化が進めば、金融資産の保有額が多い世帯が増加することになる。

なお、年収と金融資産残高の関係をみると、年収が高い世帯ほど金融資産残高が多い関係は、1999 年から 2014 年までの 20 年間に於いてほとんど変化していない (図表 14)。

図表 13 . 世帯主の年齢階級別の金融資産残高

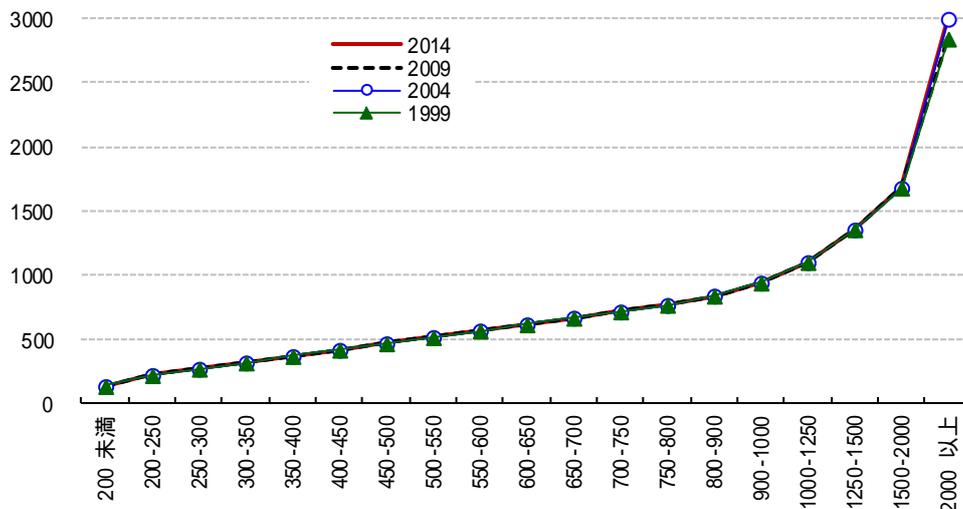
(金融資産残高、万円)



(出所) 総務省「全国消費実態調査」

図表 14 . 所得階級別の金融資産残高

(金融資産残高、万円)



(出所) 総務省「全国消費実態調査」

(年収、万円)

(小林 真一郎)