

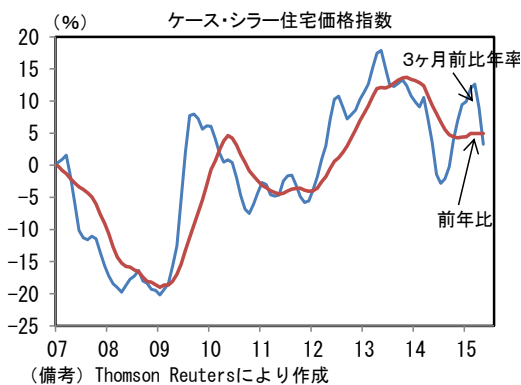
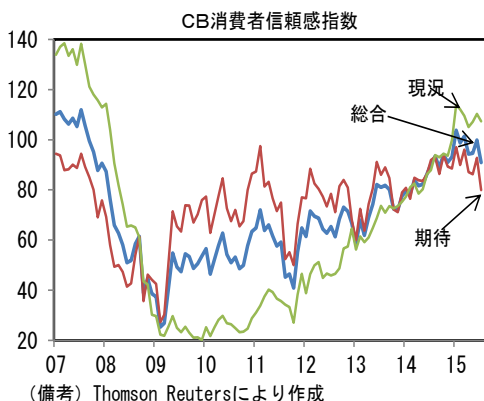
驚くほど違う日米の空室率 やはり日本はまだデフレなのか

2015年7月29日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】～ISMは横ばいか～

- ・ 7月CB消費者信頼感指数は90.9と市場予想(100.0)を下振れ、6月(101.4)から大幅低下。内訳は、現況(110.3→107.4)が小幅低下に留まった一方、より重要な期待(92.8→79.9)が大幅低下。米国株の頭打ち、ギリシャ問題の深刻化、中国株の乱高下といった一時的要因が逆風になった可能性が指摘できるが、今年1月のピーク(103.8)には遠く及ばない水準まで落ち込んでおり、基調的な鈍化が疑われる。ミシガン大学調査やブルームバーグ週次消費者信頼感指数も同様の軌道を辿っている。雇用判断も▲6と6月から1.2pt軟化した。なお、次回調査ではガソリン価格下落が消費者を刺激したかに注目。
- ・ 7月米サービス業PMIは55.2と6月(54.8)から改善。総合PMIは55.2と6月から0.4pt改善した。後者の内訳は生産(54.6→55.2)、新規受注(56.0→56.5)、雇用(54.3→54.6)、受注残(50.1→51.2)が何れも改善。
- ・ 7月リッチモンド連銀製造業景況指数は+13と6月(+7)から改善。ISM換算では56.2と昨年10月以来の高い伸び。新規受注(+5→+16)が著しく改善しており内容も良い。5地区連銀のサーベイをISM換算したうえで合成した指数は50.7と6月から0.1pt軟化。7月ISMは横ばいか(6月:53.5)。
- ・ 5月ケース・シラー住宅価格指数は前月比▲0.18%と予想外に下落し、前年比では+4.94%となった。3ヶ月前比年率でみたモメンタムは+3.26%まで鈍化した。もともと、前年比の5%近い伸びは資産効果を期待するには十分なペースであり悲観する必要はない。そもそも2013年の15%近い持続不可能な上昇ペースからの鈍化であり、寧ろバブル抑制という観点からは健全な状態にあると言える。
- ・ 英GDP(2Q)は前期比+0.7%、前年比+2.6%と予想に一致。前期比寄与度はサービスセクターが+0.5%、鉱業が+0.1%、製造業、電・ガスはゼロだった。前期比年率では+2.8%と堅調な推移でBOEの早期利上げ(年内)を支持している。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

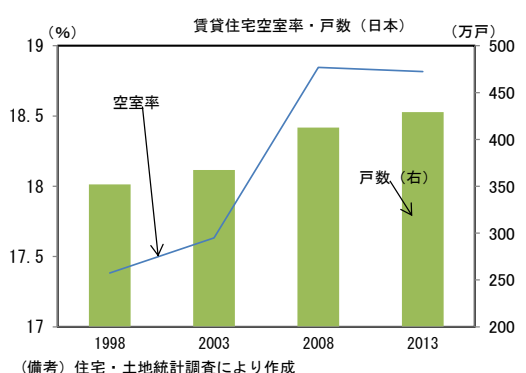
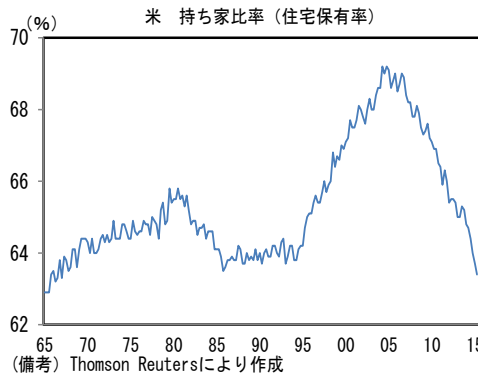
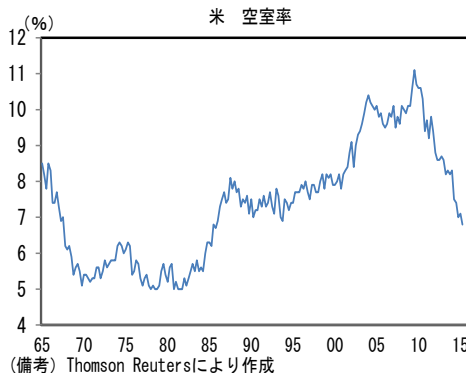
- ・前日の米国株は6日ぶりに反発。米指標は区々も自律反発を見込んだ買いが優勢。欧州株も同様の展開。
- ・前日のG10通貨はJPY、EURが弱く、反対に資源国通貨（NZD、AUD、CAD）が堅調。USDの強さは中位程度だった。USD/JPYは123後半まで上伸、EUR/USDは1.11を割れた。
- ・前日の米10年金利は2.250%（+3.2bp）で引け。米指標は区々も米株現物が反発するなか米債は売り優勢。欧州債市場はコア横ばい、GIPS堅調。独10年金利は0.689%（▲0.2bp）で引けた。イタリア、スペイン10年金利は2%を下回る水準で安定している。

【国内株式市場・経済指標他】

- ・日本株は、欧米株高に追随して小高く寄り付いた後、前日終値付近でもみ合い。
- ・6月小売売上高（商業動態統計）は前月比▲0.8%、前年比+0.9%と市場予想に概ね一致。6月は首都圏を中心に天候不順に見舞われたほか、前月比+1.7%と高い伸びを記録した5月からの反動がでた。なお、原油価格下落の影響を除去するためにガソリンスタンドを除いたベースを前年比でみると5月：+4.6%、6月：+2.1%とまずまずの伸びを示している。

【注目点】

- ・昨日発表された米国の賃貸住宅空室率は6.8%と1985年以来、30年ぶりの水準に低下。米CPIのドライバーとなっている「家賃」の上昇が続くことを示唆した。なお、米CPIにおける「家賃」は前年比で3%程度上昇、「貸家賃料」に限っては3%台半ばまで上昇しており、エネルギーを除いたベースのCPIに対する寄与度は最大である。持ち家比率が63.4%と既往最低付近まで低下したことが示すよう、住宅取得に対する消極的な姿勢が結果的に賃貸住宅の旺盛な需要に繋がっている側面があるとはいえ、目下の低空室率と賃料上昇は基本的に景気回復を映じたものと考えられる。たとえ「家賃」主導であろうとインフレはインフレであり、FEDの利上げを支持する材料として認識して問題ない。
- ・反対に日本の賃貸住宅空室率は直近判明分（2013年）が約19%と驚くほど高く、永久凍土のごとく下落を続ける「家賃」が簡単には反転しないことを物語っている。高空室率と家賃下落の背景に、前日銀副総裁で現在は統計委員会の委員長を務める西村東大教授も指摘するよう、資産税制の歪みに着目した節税インセンティブがあるのは確かだが、やはり根底にあるのはデフレマインドがなお払拭されていないという実態だろう。確かに「相続税、固定資産税評価額を低く保つために空き家でも物件を保有し続けるケースが目立つため、それがCPIの約2割を占める「家賃」に下方バイアスを生じさせている」との指摘は正しい。しかしながら、そもそも低収益物件（≡高空室率と低い賃料）を保有するインセンティブが働くこと自体がインフレ期待の欠如に起因しているとの見方もできよう。「新規に借入を起し、高収益物件に転換するにはリスクが大きい」とのデフレ下における正解が一部に残存しているからだ。結局のところCPIが「家賃」の過度な下落に下押しされていたとしても、それは住宅セクターの需給バランスが崩れているからであり、それがデフレ圧力であることに変わりはない。なお、筆者はここ最近「家賃」を巡る問題が盛り上がっていることを日銀が帰属家賃を除いたベースでのCPIを重視するきっかけになると捉えている。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

<主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均※	20290.50	-38.39
N Y ダウ	17,630.27	189.68
D A X (独)	11,173.91	117.51
FTSE100 (英)	6,555.28	50.15
CAC40 (仏)	4,977.32	49.72

<外国為替>※

USD/JPY	123.43	-0.13
EUR/USD	1.1081	0.00

<長期金利>※

日本	0.414 %	0.002 %
米国	2.250 %	0.032 %
英国	1.936 %	0.000 %
ドイツ	0.689 %	-0.002 %
フランス	0.976 %	0.001 %
イタリア	1.875 %	-0.020 %
スペイン	1.911 %	-0.018 %

<商品>

N Y 原油	47.98 ^{ドル}	0.59 ^{ドル}
N Y 金	1096.20 ^{ドル}	-0.20 ^{ドル}

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。

(出所) Bloomberg

