

## 2025年7月の日本経済の現状と不動産市場、金利政策

日本大学経済学部特任教授

浅田義久

さて、不動産経済コラムが2025年8月から始まりましたが、本コラムでは4半期に一度日本の経済状況を簡単に記載していくことにします。4半期に一度にした理由は、日本の経済状況を示す最も有用なSNA(System of National Accounts)統計<sup>1</sup>が4半期毎に公表され、これが最も用いられる統計だからです。ただし、徐々に説明していきますが、統計には限界があります。現在、問題になっている世論調査の未補正ほどではありませんが、実質賃金を含め、問題が多くあります。要は、統計の報告で一喜一憂しない方が良くということです。

今回は分量が非常に多いので、興味のあるところだけ読んでいただければ幸いです。

### 1 日本の景気・経済状況ーデフレギャップかインフレギャップの境

1国の経済状況はSNAで見ていくのが一般的です。ここでは、図1で項目別の寄与を見ると2025年第2四半期(4~6月期)は民間最終消費(寄与度0.7%)と民間企業投資(0.8%)の内需に支えられていて、政府支出(-0.1%)はマイナスとなり、外需(0.2%)は2期ぶりのプラスとなっていることが分かります。

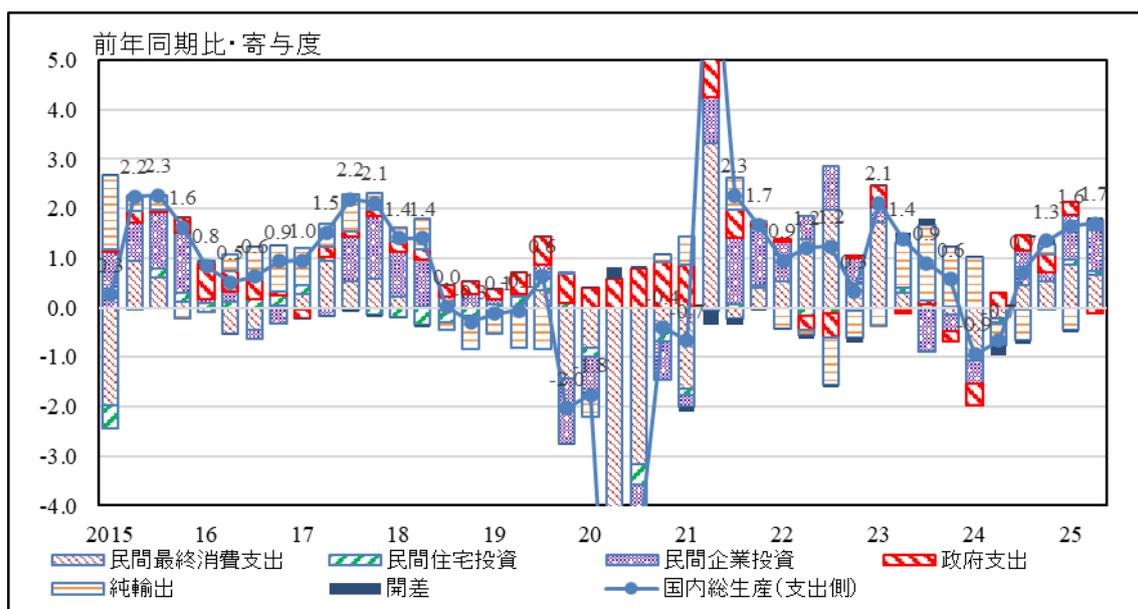


図1 日本の実質国内総生産(支出側)前年同期比伸び率と寄与度

出所) 内閣府『[国民経済計算 \(GDP 統計\)](#)』以下出所で青下線はデータサイトにリンク  
図注) 寄与度とは、あるデータ全体の変化に対して、その構成要素である個々のデータの変化がどのように貢献しているかを示す指標です。上述の2025年第2四半期の実質国内総生産の伸び率は1.3%で、それを各項目の寄与を積み上げた棒グラフで、各要因の寄与度は本文にあるとおりです。

前述のように徐々に統計の問題点、限界等をお話しますが、今回は50%以上を占める民

<sup>1</sup> 国民経済計算(SNA)は、1国の経済の状況について、生産、消費、投資などフロー統計、資産、負債などストック統計を体系的に記録する国際的な基準です。

間最終消費支出についてです。民間最終消費支出のほとんどを占める家計最終消費支出（それ以外には対家計民間非営利団体最終消費支出があります）はコモディティ・フロー法（コモ法<sup>2</sup>）で行われています。SNA 統計の家計最終消費支出の推定には約 2,000 の商品を需要毎に分類して行っています。しかし、このような生産統計から家計消費支出を推計するためにはマージン比率の設定等が困難なこと、大量のデータを用いるため時間とコストがかかるなど問題点も多く、逐次推定方法を改正しています。次号以降も SNA 統計の問題点を述べますが、まああまり統計に全幅の信頼を寄せるのはやめた方が良いでしょう。追って問題になると思いますが、現在の 4~6 月期の輸出はトランプ関税の妥結前の税率を基準にしていますが、これが税率が低下すると遡って戻って来ますので、かなり変更すると思われます。

次に、現状の日本経済がどのような状況になっているかを、日本銀行が出している需給ギャップから見ていきます。2017 年から 20 年はインフレギャップ発生して、供給力不足だったようですが、2020 年第 1 四半期にコロナ渦によって大きくデフレギャップ（需要不足）が生じ、2025 年第 1 四半期でも解消されていません。後述のように物価は上昇していますが、デフレギャップが生じており、難しい金融政策が要求されています。

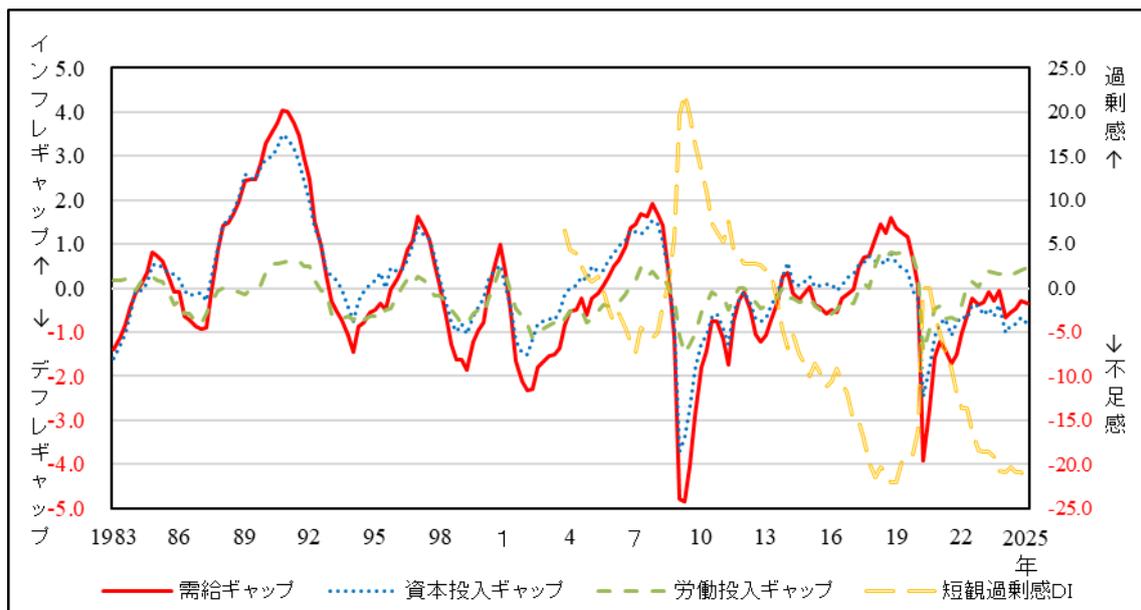


図 2 日本の需給ギャップの推移

出所) 日本銀行『[需給ギャップと潜在成長率](#)』

ここで、簡単にデフレギャップ、インフレギャップを説明します<sup>3</sup>。これは縦軸に総需要  $Y^D$ 、横軸に国民所得  $Y$ （総供給）を採った図です。完全雇用の状態は  $Y_F$  ですから、経済政

<sup>2</sup> もう 1 つ方法が人的推計法です。これは簡単なんですけど、サンプル数が少なくなってしまうので、1980 年代頃(私が学部でマクロ経済学を学んだ時代)は家計調査を用いた人的推定だったような気がします。

<sup>3</sup> 最近はこんな景気判断等をマクロ経済学で学ばなくなっています。単純な ISLM 分析による経済政策の効果分析も“どマクロ”と言われ、経済学者の仕事ではないということらしいのですが。現在のマクロ経済学はマイクロモデルの基礎と、動学なんですよ。

策の目的は  $Y_F$  を達成することになります。いま、需要曲線が  $Y^{D_0}$  時の均衡所得は  $Y_0$  になりますので、 $Y_F - Y_0$  分の失業が発生することになります。これがデフレギャップです。すると、金融緩和や財政拡大で需要を増やし、需要曲線を  $Y^{D*}$  に上げれば良いことになります。

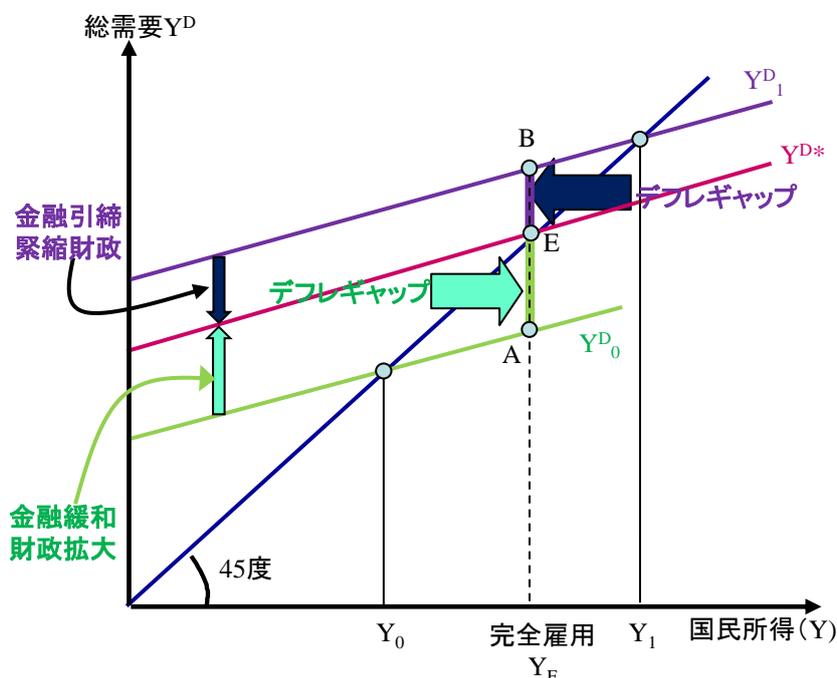


図 3 インフレギャップとデフレギャップ

これを見ても、現在の金融政策が難しいことが分かります。図 2 をみると、少なくとも 2025 年第 1 四半期はデフレギャップのようです。すると、図 3 から金融緩和か財政拡大を採るべきだと言うことになります。ところが、金融緩和や財政拡大を行うと、物価が上昇してしまいます。通常、デフレギャップがある場合、物価は下がるはずですが、現状はエネルギー価格の上昇や天候など外的要因によってサプライサイドインフレになっているため、金融政策が難しいと言うことです<sup>4</sup>。

上記の日本銀行の調査では日本の潜在成長率も掲載されています<sup>5</sup>。図 4 はその潜在成長率がどの要因で決まってきたかを寄与度でみたものです。1980 年代から見ると面白いですね。バブル期は資本ストック、就業者数、TFP が成長要因で、1985 年頃から労働時間が一貫してマイナス要因になっています。よく労働力不足と言われますが、就業者は未だにマイナスではなく、労働時間のマイナスが大きくなっています。労働時間は 1988 年以降減少を続け、その減少速度は主要国の中でも早く、日本人は働き過ぎという指摘はあまり当てはまりません<sup>6</sup>。直近（この分析は時間がかかるので、2024 年が直近です）をみると TFP などで潜在成長率が高く維持されていますので、図 2 と合わせてみると、現状はデフレギャップ

<sup>4</sup> 1970 年代に問題になったスタグフレーションのように原因が明らかなら対応もとりやすいと思いますが、今回は難しいですね。

<sup>5</sup> いわゆる TFP (Total Factor Productivity、全要素生産性) 分析で、潜在成長率とは簡単に言うと完全雇用（自然失業率があるので 0 ではありません）の場合の成長率について資本、労働で寄与をみたものです。資本、労働を除いた部分での生産性の向上を TFP と言って、大まかには技術や労働の質も部分です。

<sup>6</sup> 学生の勉強時間も同じです。コラムで取り扱いましょうかね。

の状態であり、需要要因を経済政策の対象とする必要があるかもしれません。

この TFP 分析は産業別にもできますので、不動産業や建設業でもやった方が良いでしょう。

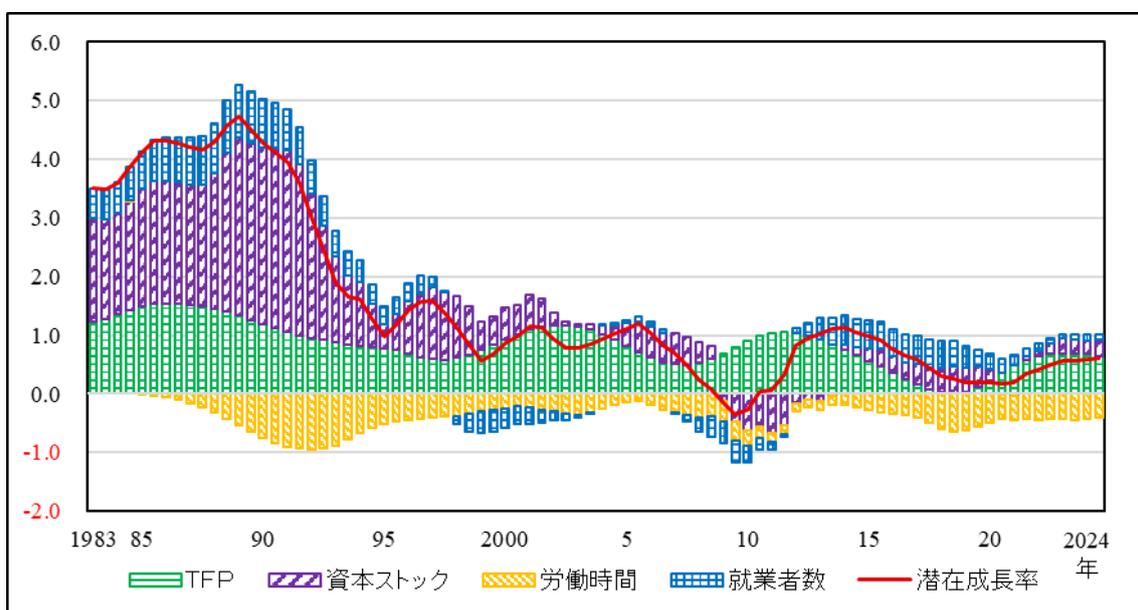


図 4 日本の潜在成長率の推移

出所) 日本銀行『[需給ギャップと潜在成長率](#)』

## 2 物価の現状－食料品が物価上昇の主因

最近“物価高”が問題で、国会などでも“物価高対策”が論じられています。ただし、“物価高”の定義がよく分からないため、定義をちゃんとしてから分析する経済学では検討ができません<sup>7</sup>。高いということは何かと比較してです。物価が上がっているというのであれば物価上昇率が高いと定義できますし、名目賃金の上昇率と物価上昇率と比較するのであれば実質賃金上昇率で分析できます。

それでは、まず物価上昇率の推移をみてみましょう。図 5 は消費者物価上昇率と GDP 伸び率の推移をみたものです。まず、実質国内総生産上昇率と消費者物価上昇率の動きは同じように見えます。確かに、消費者物価指数は 2024 年第 3 四半期から再び上昇しはじめ、2025 年に入ると 3% を超える上昇となっています。ただ、2014 年の消費税引き上げ時にも 3% を超える上昇でしたし、1995 年までは定常的に 3% を超える上昇で、日本銀行は 2013 年にインフレターゲットを 2% としています。図 5 に気象条件を外すために公表しているコア指数（生鮮食料品を除く総合）とエネルギー価格を外したコアコア指数（生鮮食料品及びエネルギーを除く総合）をプロットしてあります。2022 年頃からエネルギー価格が物価を押し上げていることが分かります。これはサプライサイドインフレだということが示唆されますが、これは徐々に解消されることが予想されます。

<sup>7</sup> 例えば、“資本主義”というのも定義がされていないので、厳格な分析ができません。

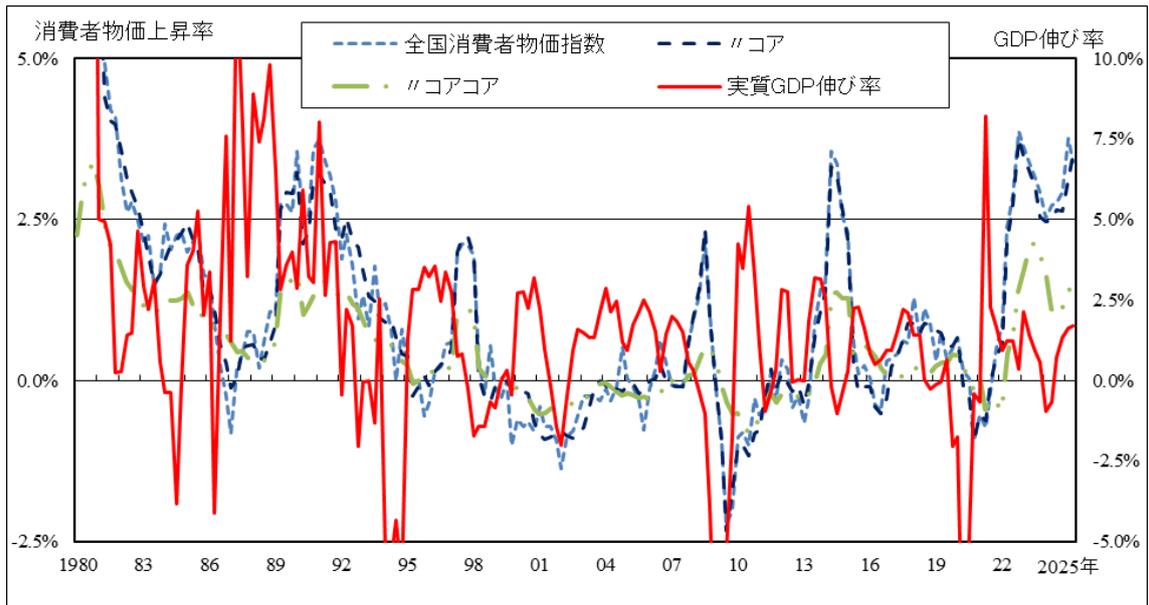


図 5 消費者物価上昇率と実質国内総生産(支出側)前年同期比伸び率

出所) 総務省『[消費者物価指数](#)』内閣府『[国民経済計算 \(GDP 統計\)](#)』

では、どのような商品の物価が上がっているかを図 1 と同じように、寄与度でみてみましょう(図 6)。今回の物価上昇が始まった 2022 年から物価上昇はほとんど食料品の物価上昇であることが分かります。それ以外では、光熱・水道料金が 2024 年 5 月から上昇していますが、住居費(家賃込み)はほぼ一定です。このように食料品価格が上昇し、身近な消費であることもあり、物価上昇が喧伝されているのだと思います。食料品価格の上昇によりエンゲル係数が上昇し、貧困化が始まっているという説まで出て来ています。実際は、食料品支出は家計の 25%程度で、住居費(20%)とさほど違いはありません。

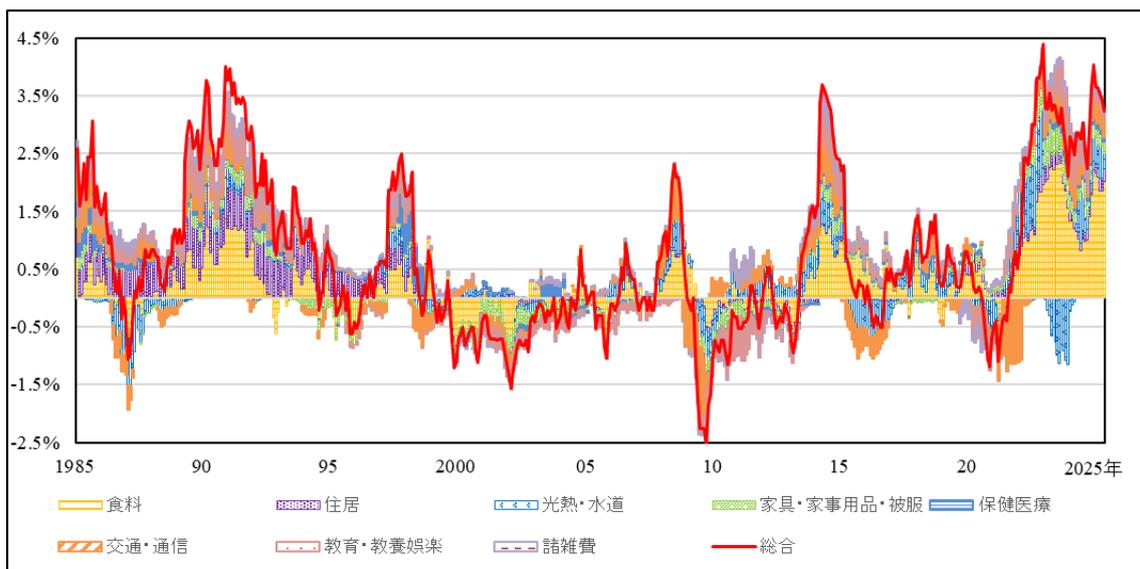


図 6 消費者物価寄与度

出所) 総務省『[消費者物価指数](#)』

何故、食料品価格が不安定で、賃料が安定的なのかは追ってコラムで説明していきます。

### 3 賃金の現状—統計の取り方によって変わってきます

では、次に問題になっている実質賃金についてみていきましょう。一般的に、実質賃金は、厚生労働省が公表している毎月勤労統計調査の現金給与総額を消費者物価指数で実質化して作成されています。その推移をみたものが図 7 です（ここでは、全業種、全規模の数値を用いています）。後述（図 10）のように物価上昇と実質賃金の推移は複雑で、需給ギャップ解消から実質賃金下落局面と上昇局面が現れます。現状では、前述のようにエネルギー価格の上昇という金融緩和以外の要因で物価が上昇していますから一層複雑になっています。しかし、現状でみると、実質賃金が過去と比べて大きく減っているわけではなく、“物価高”が大きな問題となっている理由が分かりません。

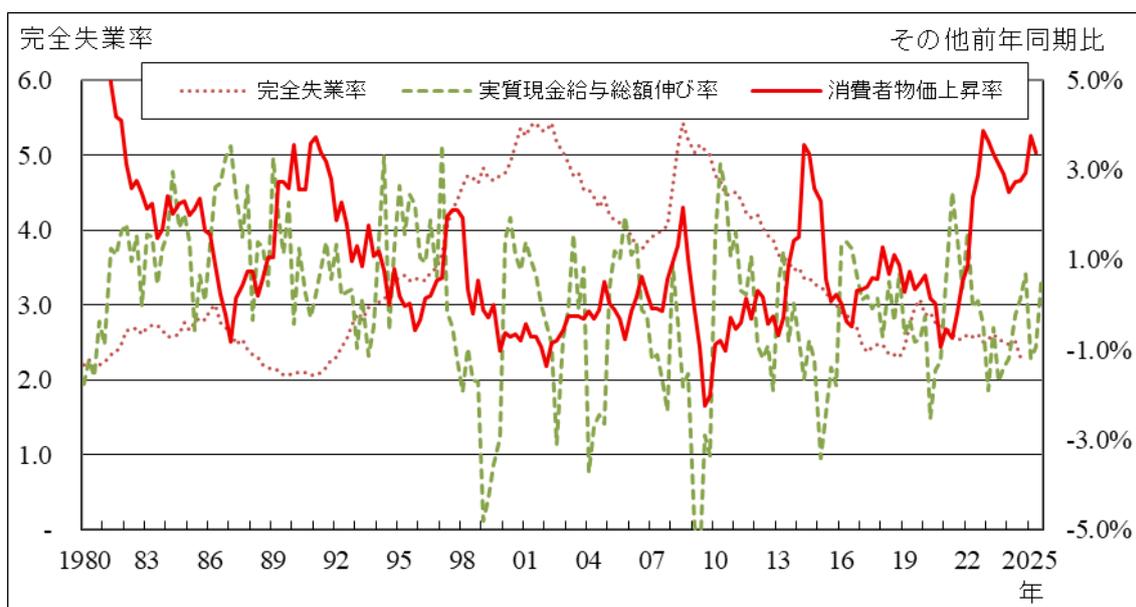


図 7 実質現金給与総額の伸び率と消費者物価上昇率

出所) 総務省『[労働力調査](#)』『[消費者物価指数](#)』厚生労働省『[毎月勤労統計調査](#)』

さて、この毎月勤労統計調査は 2019 年に不適切な扱いが問題となりましたが、調査事業所を 3 分の 1 ずつ入れ替えていますので、サンプルを入れ替えた当初は違った企業の賃金を比較していることとなります。図 7 をみると、一定の期間で上下することが分かりますが、これはちゃんと補正して公表して欲しいと思います。要するに、毎月勤労統計を使った実質賃金を前年同月比で論じるのは適していないと思われま。

だいたい、毎年公表されている日本労働組合総連合会（以下、連合）による春闘賃上げ率の数値は信じないのでしょうか。連合の公表数値をみると 2022 年までの賃上げは横ばいでしたが、2023 年以降上昇率が高くなり、2024 年には 5.17%、2025 年には 5.25% の上昇となっています。消費者物価上昇率は 3% 程度ですから実質賃金は上昇しているのではないのでしょうか（連合調査の中小企業の賃金改善分 (3.61%) と少なくとも物価上昇率より高い賃上げになっています）。厚生労働省『賃金構造基本統計調査』の初任給も高い伸びを示しています。国税庁の民間給与実態統計調査（これは全数調査です）の 2024 年度給与総額は前年度比 3.7% 増ですから、実質賃金は 1.0% 増で、自民党の新総裁候補の公約(実質賃金 1% 増)

を既に達成したことになります。

では、総務省『家計調査』から2人以上1世帯当たりの収入（勤労者世帯のみ）及び支出金額を実質化して検討してみましょう(図8)。景気拡大期には消費者物価上昇率が上がり、景気後退期には消費者物価上昇率は下がりますので、逆相関になるのはわかると思います。近年の傾向を見ると、実質実収入も実質消費は0以上の上昇率になっています。やはり、図7の毎月勤労統計だけでは家計内の収入は判断できないということが分かります。ただし、家計調査の勤労者世帯もサンプルは8,000世帯程度です。どのデータもあまり細かく見ていくと全体像がつかめないようになります。

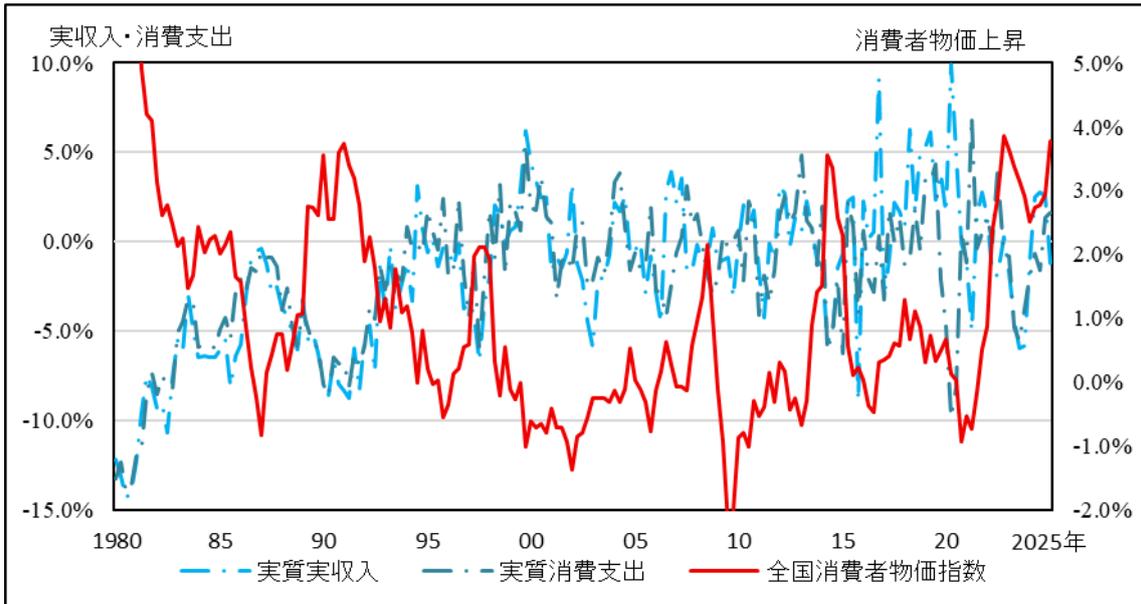


図8 実質実収入、実質消費支出の伸び率と消費者物価上昇率

出所) 総務省『家計調査(家計収支編)』『消費者物価指数』

#### 4 日本の金融政策と不動産市場

以下では、不動産と関連が強い金融政策をみていきます。(1)式は不動産を保有している時に発生する資本コスト<sup>8</sup>を示す式です。金利が上昇すると地価が下がり、金利が下落すると地価が上昇するというものです。

$$(r + \delta + \tau - g) = \frac{R_t}{P_t} \quad (1)式$$

$P_t$ はt期の住宅価格、 $R_t$ はt期の家賃、 $r$ は利子率、 $\tau$ は税率、 $\delta$ は償却率、 $g$ は地価の期待成長率(キャピタルゲイン・ロス)とします。

図9は縦軸に東京圏マンション価格指数、横軸に1年前の国債利回り(7年もの)を取ったものです。1年前の国債利回りとしたのは2019年以降国債利回りと貸出金利にはタイムラグがあること、また、マンションの建設から購入契約まで時間がかかり、そのタイムラグが出ている可能性があるからです。図から2019年10月(青線)までは理論的に整合し、右下がりになっています。ところが、2019年11月以降は垂直に近く、国債の利回りが一定なのにマンション価格が上昇しています。この時期はマイナス金利(名目)で実質金利もマイ

<sup>8</sup> いずれ詳細に説明します。

ナスになっている期間です。おそらく(1)式の金利以外の資本コストの影響だと思いますが、検討すべきです。

ここで、またデータについてお話しします。よく、マンション販売価格等で民間不動産関連業者の報道が用いられていますが、どのような統計なのか分かりません。国交省の『建設産業・不動産価格指数』は2025年6月の東京圏の戸建て1,333戸、マンション6,396戸の取引データを用いています。やはり、これを用いるべきですが、3ヶ月ほど公表が遅れるのが弱点です。

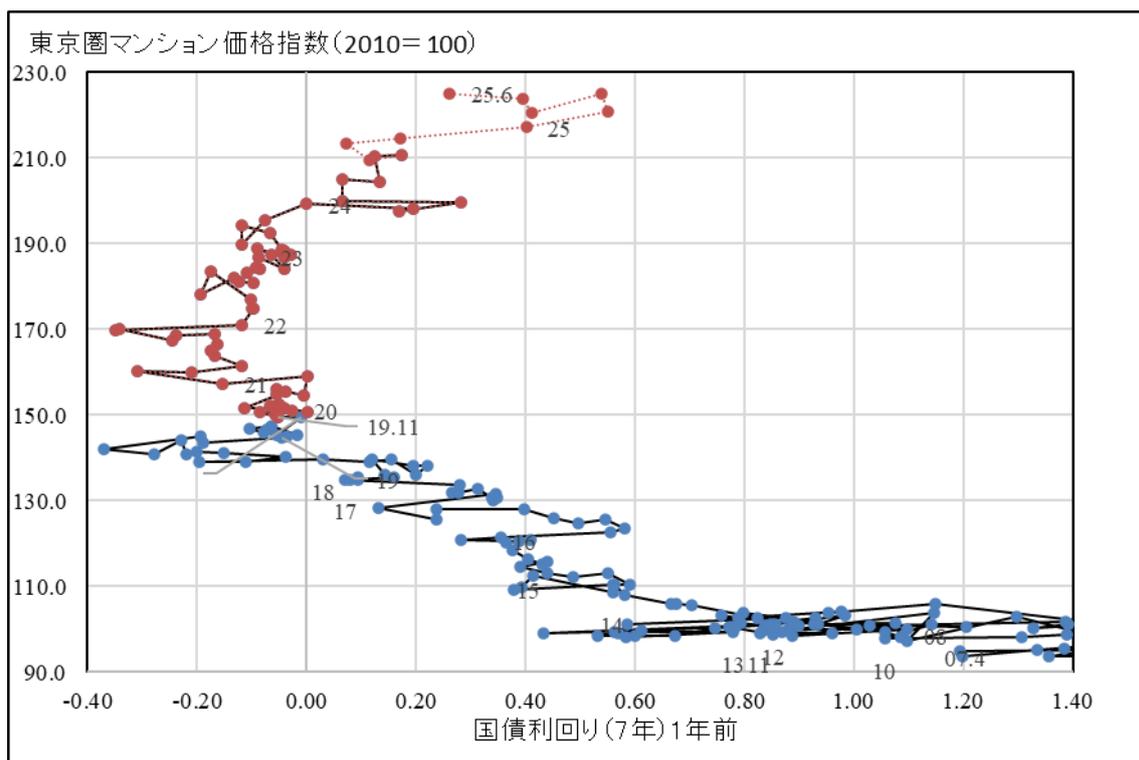


図 9 東京都のマンション価格と国債利回り

出所) 財務省『国債金利情報』、国交省『[建設産業・不動産価格指数](#)』

図注) 東京圏マンション価格指数は2007年4月以降公表されている。

さて、日本の金融政策の現状を検討する前に金融政策の効果の簡単な説明をしてみましょう。金融緩和の是非はありますが、その狙いは図 10 のように、金融緩和で物価が上昇し、その上昇率が名目賃金の上昇率より高いと、企業収益が上がりますので、雇用需要が増加し失業率が低下します(図の右側)。この時、実質賃金が低下していることに注意してください。実際には2024年6月まで27ヶ月連続マイナスで、25年1月以降もマイナスになり問題視していますが、ウクライナショックによるエネルギー価格の高騰などがあつたので長期化したと考えられます。ある程度雇用需要が増加すると、名目賃金の上昇率が消費者物価の上昇率を上回って初めて実質賃金が増え、生産が拡大、労働生産性の上昇し、一層の実質賃金というサイクルになります。

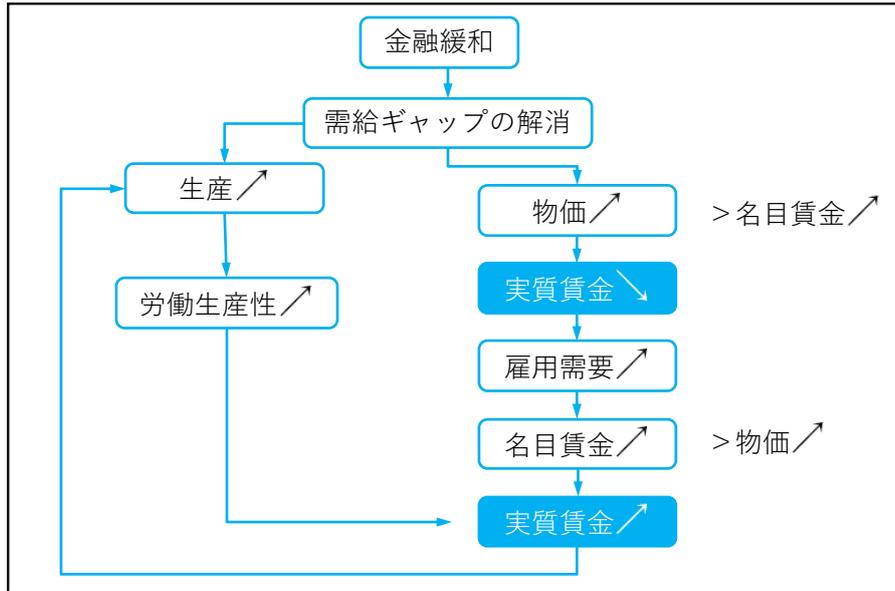


図 10 金融緩和の効果

また、実質金利と民間企業設備投資、民間住宅投資の関係をみてみましょう（図 11）。  
 図からわかりにくいと思いますが、実質金利が上昇すると民間企業設備投資と民間住宅投資が減少し、実質金利が下落すると、両投資が増加しています。これが 1 つ目の効果です。

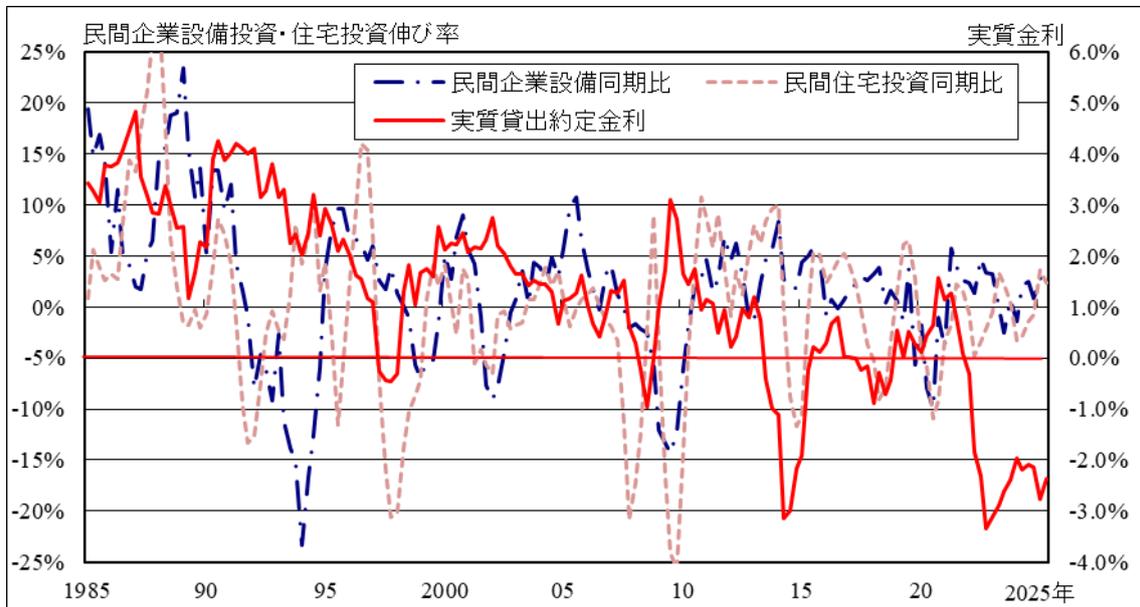


図 11 実質金利と企業設備投資、住宅投資の推移

出所) 内閣府『[国民経済計算 \(GDP 統計\)](#)』、日本銀行『[時系列統計データ検索サイト \(boj.or.jp\)](#)』

図注) 実質金利は都市銀行貸付金利－消費者物価指数上昇率として計算

次に、いわゆるフィリップス曲線をみてみましょう。これは失業率を横軸に、名目グラ

フの横軸に、賃金上昇率、消費者物価指数上昇率（当初フィリップス曲線は図 12 左図のように名目賃金率を用いていましたが、その後図 12 右図のように消費者物価指数上昇率になっています）を横軸にとったものです。賃金が上がれば失業率が下がるため右下がりの曲線が描けます。縦軸を物価上昇率（インフレ率）にしても同様の右肩下がりの曲線になります。日銀が失業率を考慮し、インフレ率をコントロールする際の判断材料として参考にしているということですが、デフレ下でも失業率が低下したり、インフレ下で失業率が上昇している場合もあり右下がりのフィリップス曲線では説明がつかない局面も見られます。また、**図 12** の赤い点が 2000 年以降ですが、短期的には右下がりになっているかはよく分かりません。

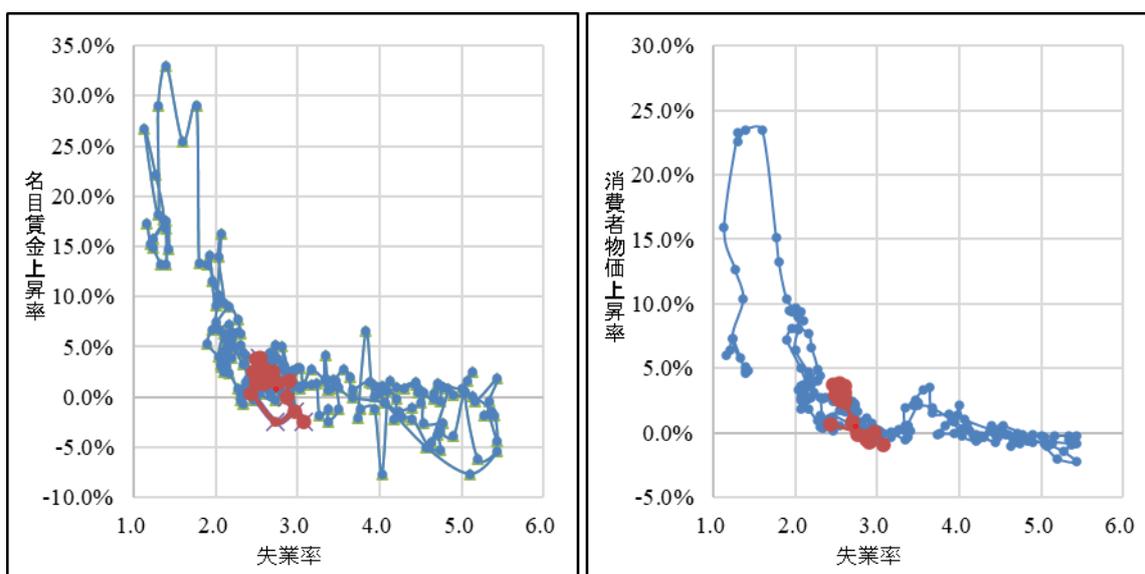


図 12 フィリップス曲線(1971~2024 年第一四半期)

出所) 総務省統計局『[労働力調査](#)』、厚労省『[毎月勤労統計](#)』、日本銀行『[時系列統計データ検索サイト \(boj.or.jp\)](#)』

図注) 失業率は労働力調査の完全失業率（季節調整済み）、賃金は従業者 30 人以上全産業を用いた。赤印が 2000 年以降。

実質金利を下げる効果は分かっていたかもしれませんが、実質金利の引き下げが金融政策によって達成するかというやや難しい問題です。

まず、マネーの定義を説明します。

マネタリーベース = 「日本銀行券発行高」 + 「貨幣流通高」 + 「日銀当座預金」で、日本銀行が世の中に直接的に供給するお金ということになります。

M2 = 現金通貨 + 預金通貨（預金通貨の発行者は、全預金取扱機関） + 「定期預金など（準通貨）」 + CD（準通貨、CD の発行者は国内銀行等）で、市中に供給されるマネーです。日銀はこのマネタリーベースを調整してマネーサプライである M2 をコントロールしています。

よく、日銀が利上げするかもという報道がなされますが、ご存じの通り直接金利を上げることはできません。2024 年 3 月 20 日に大規模金融緩和策を変更しましたが、具体的に

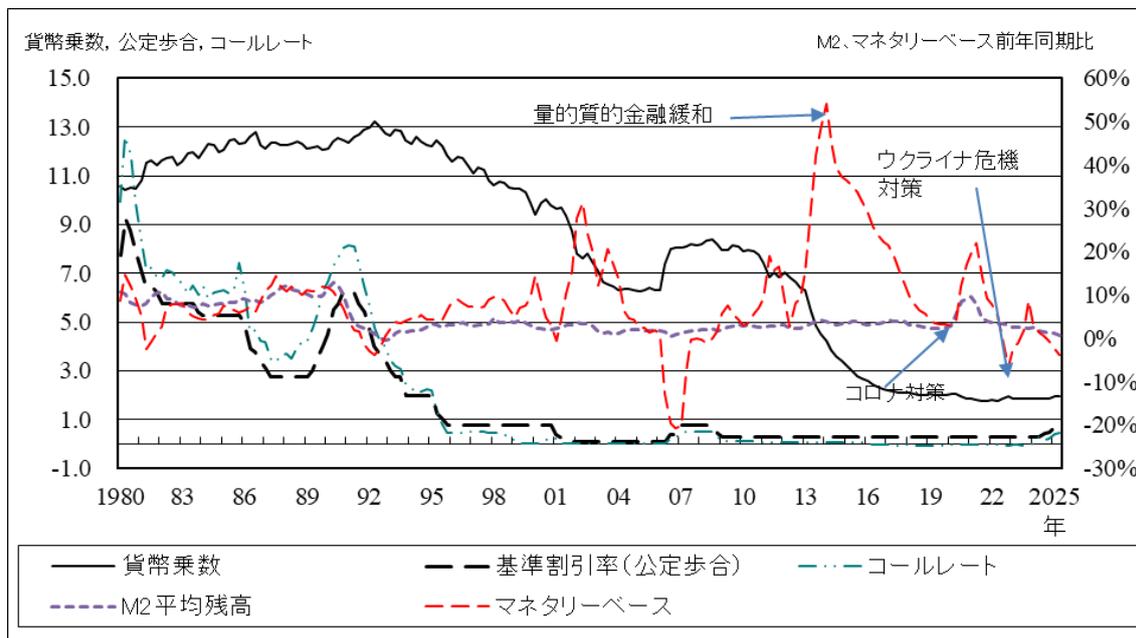
は、短期金利を操作するために日銀当座預金金利を0.1%とし、金融機関間での資金をやり取りする際の金利（無担保コールレート）を0%から0.1%程度で推移するよう促しました。前者の制度を準備預金制度といい、預金残高の一定比率以上を日銀に預けることを義務付けています。2024年3月までは預金額に応じて準備率が異なっていますが、5,000億円超1兆2,000億円以下では普通預金が0.8%、定期預金が0.05%となっていました。これら日銀当座預金のうち、準備率以上の超過準備に利息を付す制度が「補完当座預金制度」です。2008年に導入され、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入されるまでの間はプラスの金利が適用されていましたが、2016年1月に導入された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」では、3階層に分割され、階層ごとにプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利が適用されていました。2024年3月に階層構造は廃止され、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入前と同様に「超過準備」にプラスの金利が適用されることになりました。この制度は、私にはよく理解できていません。マイナス金利下で日銀口座に超過準備をするとプラスの金利を得る可能性があることになり、市場にマネーサプライを供給するインセンティブを削ることになるような気がします。

そして、7月31日に、政策金利を0.25%程度に引き上げる追加の利上げを決めたと発表しました。当日の日経平均株価は上昇したにも関わらず、翌週から8月5日までに日経平均株価が20%程度急落し、大暴落が危惧されました。ところが、8月5日を底に徐々に回復し、16日には7月30日水準まで回復しています。日銀が引き上げるとした政策金利は無担保コールレート（オーバーナイト物）のことです。そして、公開市場操作によって無担保コールレート（オーバーナイト物）をこの政策金利に誘導しています。ところが、このコールレートは図13で分かるようにほとんど変動していないのにマネタリーベースは動かしています。

2024年3月以降も金利全体を決めるマネーサプライはこれまでと同じ程度の国債等の買入を継続しています。図13は、マネーサプライ（M2平均残高）、マネタリーベースの前年同月比と国債、都市銀行短期貸出金利の推移をみたものです。これをみると、2000年ごろまではマネタリーベースの増減によってM2の増減が決まっていたのに2000年以降はマネタリーベースを増減させても、M2があまり変化していません。これは貨幣乗数（M2／マネタリーベース）が低下してきたことを意味しますが、その原因が何かは私には理解できていません。簡単にわかることは日銀の金融緩和政策（マネタリーベースの増加）によってもM2がなかなか上昇せず、金利もマイナス金利のままですが下げ止まっているということです。また、突然の金融引き締めと捉えられているようですが、図13を見ただけならば分かるように、マネタリーベースは2012年12月から急激に増加し、2013年4月にいわゆる「量的・質的金融緩和」を導入しました。ここでも導入前にマネタリーベースは増加しています。そして、2014年4月から徐々に増加率を低下させ、そして、2020年4月には急増前の水準まで低下させました。2020年1月の新型コロナ感染者数増加に対応して、再び増加させましたが、2023年1月まで低下させており、2023年9月から再び増加させ、2024年に入って再び低下させています。趨勢的には2015年からマネタリーベースは徐々に低下させていますが、景気に気を配って増減させていることが分かります。ただし、マネタリーベースを増減させても、近年はマネーサプライが大きくは反応せず、名目利子率（国債利回りも新規都市銀行貸出金利も）の変動が少ないことが分かります。

現状（9月3日）では、日銀は2025年1月24日に政策金利を0.5%に引き上げた後は政

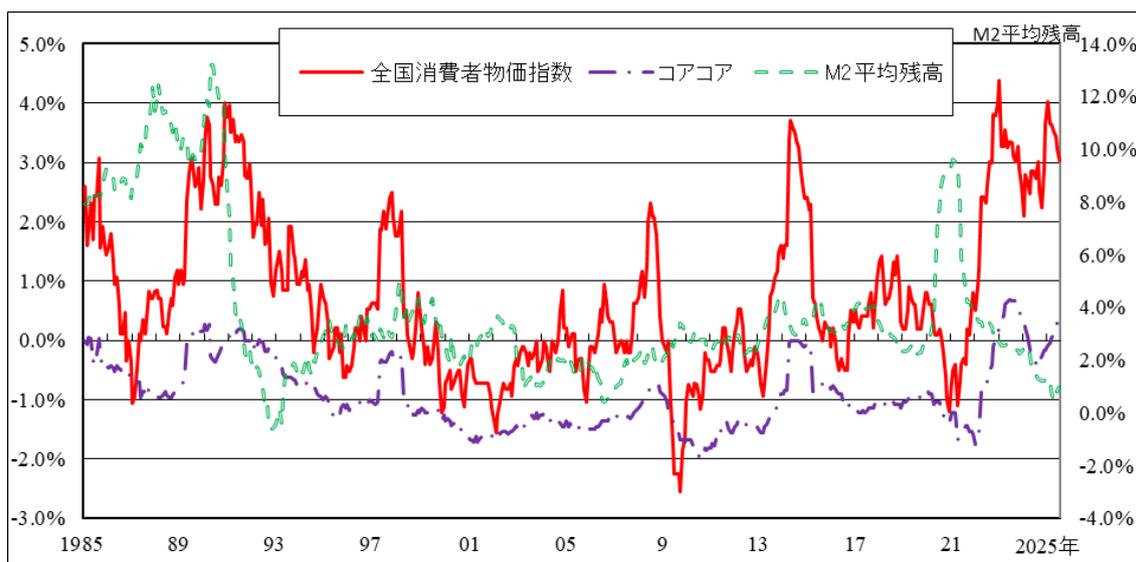
策金利は維持していますが、**図 13** で分かるように、その後もマネタリーベースを減少させ、名目金利は上昇しています。



**図 13 マネーサプライと金利の推移（2024年6月まで四半期データ）**

出所）日本銀行『[時系列統計データ検索サイト \(boj.or.jp\)](https://www.boj.or.jp/series/)』

これで、名目金利自体も変えるのは難しいことが分かりましたが、実質金利はどうでしょうか。まず、マネーサプライと消費者物価の関係をみてみましょう（**図 14**）。これをみると、マネーサプライを増やすと消費者物価（特に、コアコア指数）は上昇し、マネーサプライを減少させると消費者物価が下落することが分かります。



**図 14 マネーサプライと消費者物価の推移（2024年6月まで月別データ）**

出所）日本銀行『[時系列統計データ検索サイト \(boj.or.jp\)](https://www.boj.or.jp/series/)』

では、この消費者物価指数の変化によって実質金利はどう変化したかをみてみましょう。図 15 はマネタリーベース、マネーサプライ（両方とも日銀の政策）と実質金利と実質国債利回りをみたものです。これをみると、日銀の金融政策は消費者物価を通じて、実質金利（国債利回りを含め）に影響し、図 11 の企業設備投資や図 12 の失業率に影響をしていることがわかります。様々な議論はありますが、景気変動に気を使って金融政策を行っていることが分かります。

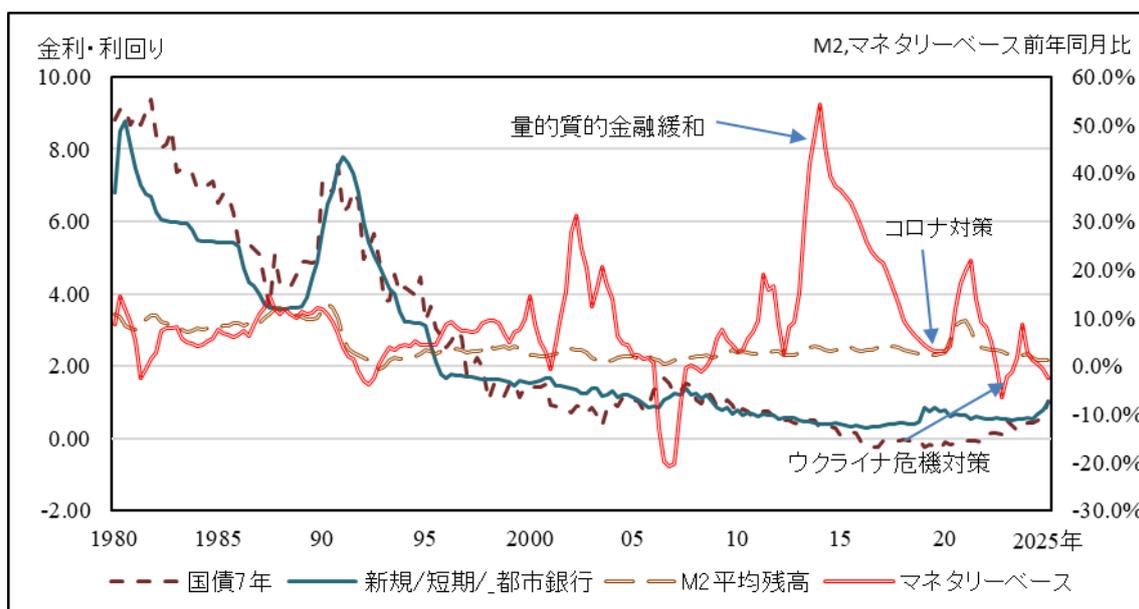


図 15 マネーサプライと実質金利の推移（2024 年 6 月まで四半期データ）

出所）日本銀行『[時系列統計データ検索サイト \(boj.or.jp\)](https://www.boj.or.jp)』

最後に、住宅ローン金利の推移をみてみます（図 16）。一般的に、変動型住宅ローンは短期プライムレートに影響を受けると言われています。図を見ると、確かに、ほぼ一致した動きをしています。また、固定金利やフラット 35 の金利は国債利回りとはほぼ一致した動きをしています。市場金利（国債利回り等）が変動すると固定型と変動型のどちらが有利かという疑問が出てきますが、金利の将来予測に加え、それ以外の住宅保有の資本コストも検討する必要があります。この点は別のコラムで検討します。

長々と書きましたが、よく見ると各要因の因果関係が分かります。マネタリーベースが決まると、金融市場での国債利回りが決まります。1 年前の国債利回りがマンション価格に影響を与えます。実際には、名目金利以外の実質金利や実質所得や税制など資本コストなどの要因も考慮する必要がありますが、これらを踏まえるとある程度将来予想ができるはずです。これは図での説明は難しく、計量経済学を用いた実証分析を行う必要があります。これは追って、コラムで説明していきます。

では、何故誰もやらないのか。1 つは経済学者は予想をやるもんじゃないって、学部、大学院の頃から言われてすり込まれています。私は、特任になっちゃったので、もう経済学者ではないから(^\_^)、こんなコラム書いて良いんでしょうね。

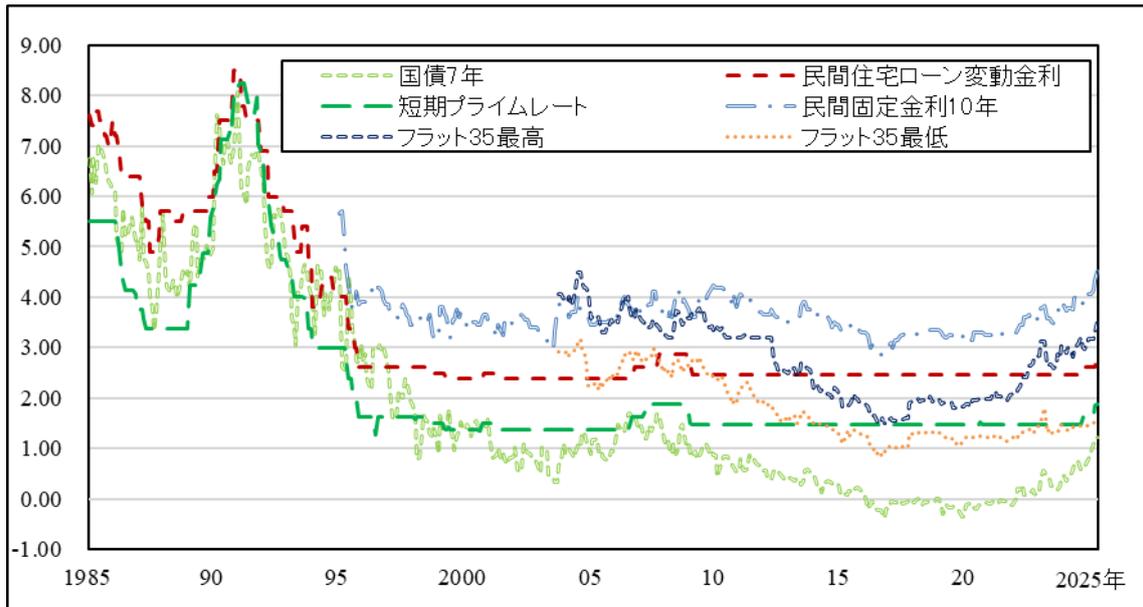


図 16 住宅ローン金利と国債利回りの推移

出所) 日本銀行『時系列統計データ検索サイト ([boj.or.jp](http://boj.or.jp))』一般財団法人住宅金普及協会『住宅関連データ』