

人口動態の変化と 不動産市場の調整圧力

生産年齢人口の変化と不動産価格の調整には関連性があるという見方がある。その立場からすると、不動産市場に不均衡が蓄積しているマレーシアや生産年齢人口のピークが過ぎた東アジアの動向に注意しておく必要がある。

不動産の供給過剰に直面する マレーシア

2017年の世界経済はかなり久しぶりに安定した状態を保ってきたが、そのなかでも、比較的良好だった地域の一つが東南アジアである。その一角を占めるマレーシアは、輸出に加えて民間消費も堅調で、2017年第3四半期の実質GDP成長率は前年同期比でプラス6.2%となった。この伸び率は2014年第2四半期以来、およそ3年ぶりの高さである。

ところが、この数字を発表したマレーシア中央銀行は、この成長率を発表したのと同じ報告書¹⁾のなかで、同国の不動産市場に強い警戒感を示している。同報告書によると、同国の不動産市場は、住宅だけでなく商業用不動産でもかなりの供給過剰になっているという。

この報告書によると、2017年第1四半期時点での住宅在庫は13万690戸と、2004年から16年までの平均在庫戸数（7万2239戸）の倍近くに急増している。このうち、49.1%が50万マレーシア・リンギット²⁾（以下RM）以上の物件である。

仮にその50万RMの物件を住宅ローンで購入するとした場合、金融機関の審査に通るには月額9000RMの所得が必要になるという。ところが、マレーシア統計庁によると、2016年の同国の家計所得の中央値は月額で5228RMしかない。中央値とは家計の所得分布のなかでちょうど真ん中に来る値のことだから、ここ数年の住宅価格の高騰によって、住宅がマレーシア国民にとっていかに手の届きにくいものになったかが理解できる。

同じような供給過剰は、オフィスビルや商業複合施設でも起きている。先述の報告書によると、2016年の

1人あたりの小売業の床面積は、香港で3.6平方フィート、シンガポールでは1.5平方フィートなのに対し、マレーシアでは既に4.9平方フィートに達している。ところが同国では、2021年までに相当な数の商業複合施設が増える予定であり、同市場の供給過剰はより一段と深刻になると見られる³⁾。

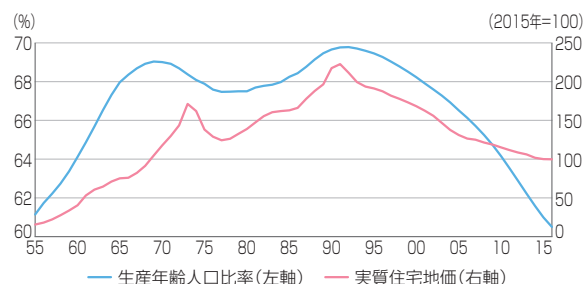
人口動態と不動産価格の関連性

不動産市場の需給バランスや価格の動向は、規制や金利、海外からの投機資金といった様々な変数によって動くが、その要因の一つとして、人口動態の変化に注目する向きがある。なかでも、人口全体のなかに占める生産年齢人口の割合がピークを迎えると、その前後に不動産価格のバブルが起きやすいとされている。

身近な例として、日本の人口全体に占める生産年齢人口（15から64歳）の割合と、全国の住宅地の実質地価の推移を比べてみると（図表1）、地価が上昇から下落に転じる時期と、生産年齢人口比率が上昇から下落に転じる時期が確かに似通っている⁴⁾。

また、欧米やアジアの主要な国々・地域で1980年

図表1 日本の生産年齢人口比率と実質地価の推移



(出所) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, *World Population Prospects: The 2017 Revision*, 総務省統計局「消費者物価指数」、日本不動産研究所「市街地価格指数」のデータを基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) Bank Negara Malaysia, "Economic and Financial Developments in the Malaysian Economy in the Third Quarter of 2017," November 17, 2017. http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_publication&pg=en_qb&ac=169&en&year=2017
- 2) 1RM=27.5円として計算すると、50万RMは日本円で1375万円になる。
- 3) マレーシアの不動産市場で特に注視すべきは、マレー半島南端にあり、シンガポールの対岸に位置するジョホール州の動向だろう。文中で触れたマレーシア中央銀行

- の報告書によれば、同国の住宅在庫の27%はジョホール州に集中しており、複合商業施設の床面積も、同州では2021年までに既存の床面積の1.5倍にまで拡大する見込みとなっている。
- 4) 図表1にあるように、1970年前後においても、実質住宅地価が1973年に、生産年齢人口の比率は1969年に一旦ピークをつけており、この差は4年しかない。
- 5) 図表2では、最近の不動産価格の上昇との関連性との議論に絞るため、1980年以降に限った生産年齢人口の比率のピークを示しているが、国際連合の統計で避れる1950年からの推移で見ると、イギリスやスウェーデ

- ンでは、図表2にある年よりも1950年のほうが生産年齢人口の比率が高い。
- 6) 各国の不動産市場は住宅ローンの形態や規制、商慣習、地理的条件などで大きな違いがある。また、2010年代以降は、世界的な低金利傾向に加え、中国など国外からの不動産需要が増加しており、これらの要因が折り重なって、国・地域ごとに人口動態と不動産価格との関連性に違いが生まれていると見られる。

図表2 欧米・アジアの生産年齢人口比率のピーク年

国/地域名	年	国/地域名	年	国/地域名	年
フィンランド	1984	アイルランド	2005	シンガポール	2010
フランス	1986	スペイン	2005	タイ	2010
ドイツ	1986	イギリス	2007	ノルウェー	2010
スイス	1988	オーストラリア	2008	韓国	2013
オランダ	1989	ニュージーランド	2008	ベトナム	2013
イタリア	1990	カナダ	2008	台湾	2014
日本	1992	スウェーデン	2009	マレーシア	2019
デンマーク	1993	アメリカ	2009	インドネシア	2030
ギリシャ	1999	中国	2010	インド	2040
ポルトガル	2000	香港	2010	フィリピン	2054

(出所) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, *World Population Prospects: The 2017 Revision*のデータを基に野村総合研究所作成

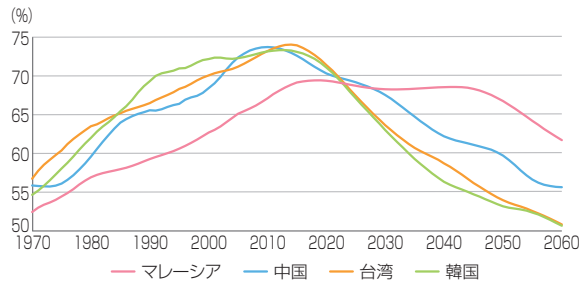
以降に絞って生産年齢人口の比率がピークをつけた年を列記してみると（図表2）、2000年代の世界的な住宅バブルで大きな影響を受けたアメリカやイギリス、スペイン、アイルランドはいずれも2008年のリーマン・ショックの前後でピークをつけている⁵⁾。

国のなかで若い労働力が増え続けている間は、住宅などへの需要も増え、不動産市場に対する上向きの見方も続いていくが、次第に人口の構成が高齢化していくと、不動産への需要もそれに伴って弱くなる。特にこのようなトレンドの屈折点付近では、それまでは通用した強気の見方が実際の需要の変化をなかなか受け付けず、価格や需給バランスの調整が大きくなりやすい。

アジアの不動産市場の注意点

実は、冒頭で触れたマレーシアは、図表2や3にあるように、同国の生産年齢人口比率はごく近い将来の2019年にピークを迎える。もっとも同国の場合は、同比率がピークをつけた後も当面はほぼ横ばいで推移し、生産年齢人口の絶対数も2047年まで増え続けると見ら

図表3 マレーシア・中韓台の生産年齢人口比率



(出所) United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division, *World Population Prospects: The 2017 Revision*のデータを基に野村総合研究所作成

れるが、先述のような不動産市場の不均衡の拡大と人口動向の変化の時期が重なっている点には警戒を要しよう。

さらに、中国や韓国、台湾といった東アジア諸国・地域の生産年齢人口比率は、2010年から2014年の間にピークをつけており、その後の低下ペースも図表1の日本と同じようにならかなり急ピッチなものになる。

今のところは、これらの国や地域で大きな不動産価格の調整は起きてはいないし、図表2で示した同比率の既ピークを迎えた国や地域の全てで、深刻な不動産価格の大きな調整が起きたわけではない⁶⁾。

しかしながら、金融政策や規制の強化など、何か別の要因でこれらの国々の不動産市場に調整圧力がかかり始めたときに、その裏で進んでいた人口動態の変化が価格の調整をより深いものにし、日本のように金融システムの不安定化などに波及してしまう危険性がある点には、注意を払っておくべきだと思われる。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki
 未来開発センター 戦略企画室
 上級エコノミスト
 専門はマクロ経済分析
 focus@nri.co.jp