

## Inside

- 02 教条主義という危険 ● 樋 浩一
- 03 創造都市横浜の旗艦、錨をあげる ● 吉本 光宏
- 04 日銀の出口戦略に関する考察 ● 井出 真吾
- 06 中国の公的医療保険制度について(2018) ● 片山 ゆき
- 08 オフィス市況は底堅く推移。リート市場は復調。 ● 佐久間 誠
- 10 米中貿易摩擦と日本の役割 ● 三尾 幸吉郎
- 11 110円台回復後のドル円相場、ドル高の流れは続くか? ● 上野 剛志



RESEARCH

# 教条主義という危険

アキレスと亀の話論破できますか？



専務理事 エグゼクティブ・フェロー 樋 浩一

haji@nli-research.co.jp



はじ・こういち

東京大学理学部卒、同大学大学院理学系研究科修士課程修了。  
81年経済企画庁(現内閣府)入庁。  
92年ニッセイ基礎研究所、12年より現職。  
主な著書に「日本経済の呪縛—日本を感わず金融資産という幻想」。

## 1—— アキレスと亀

アキレスは、致命的な弱点の代名詞であるアキレス腱に名を残しているギリシャ神話の英雄だ。あるとき、友達が「俊足のアキレスは亀との競争に勝てない」という話を持ち出してきたが、アキレスは勝てるはずだということをやうまく説明できずに困ったことを覚えている。

アキレスは、亀との競争でハンディキャップを付けて少し後ろから出発した。アキレスは亀がスタートした地点に、あっという間に達するが、アキレスがそこにたどり着くまでの間に亀は前に進んでいる。亀が進んだ地点までアキレスが走っていくと、その間に亀はまた先に進む。どこまで亀を追いかけても、亀がいるところまでアキレスが走っていく間に、亀が更に先に進んでしまうので、これを何度繰り返してもアキレスは絶対に亀を追い越せない。

ウサギと亀の話のようにアキレスに慢心があったことが問題ではないのは明らかで、ハンディキャップを付けたことに原因があるというわけではない。常識からすれば、どう考えてもアキレスが亀に追い付き、追い越せないはずはないのだが、この話のどこが間違っているのかを、ズバリと指摘することができなかった。話を持ち出した友人が本当にそう信じていたのか、からかわれただけだったのかは分からないが、ひどくまごついた思い出だけが残っている。

## 2—— 自由と民主主義という原理

数年前に、経済発展できない国とうまく豊かになる国があるのは、どこが違うからなのかというテーマの本が何冊か出版された。経済発展を遂げている国々のほと

んどは西欧諸国なので、どうして西欧文明が世界的に広まったのか、西欧的な考え方や社会システムが世界を動かすようになったのかといったことが主題となる。大胆に言えば、自由で民主的な社会でなければ市場機能はうまく働かず経済発展できないということが、共通して流れている論調だといえるだろう。民主的であることや自由の重要性については全く異論が無いが、東洋にある日本という国の一員として単純な西欧礼賛は面白くないということもあるのだろうが、どこか違和感が残った。

最近同じような違和感を覚えたのは、米国の高名な経済学者が、中央集権化を推し進めている国は技術革新で世界をリードする力を持たず、世界経済の覇権を握ることはない論じていた記事を読んだ時だ。もちろん米国社会に対して警鐘を鳴らすことも忘れておらず、社会を鼓舞しようという激励と受け取ることもできるが、急速な発展を続けている人口大国がいずれ世界経済の覇者となるのではないかという不安を抱いている多くの人達が、「自由で民主的な社会でなければ市場機能はうまく働かず経済発展できない」という原理に安心するだけに終わっているだろう。

## 3—— 教条主義という危険

先日、「日本経済を活性化するためにどうすれば良いのか」という質問に、経済学者やエコノミストは皆口をそろえて規制緩和と言う」という指摘を受けて、少々返答に困った。正直なところ、筆者は日本経済を活性化させる特効薬のような処方箋はなかなか思いつかず、原理的に間違いのないお決まりのコメントとして規制緩和と言っている面が

あることは否定できない。経済活動を阻害している規制を緩和することは重要な手段だが、規制には阻害される経済活動よりも重要な社会的な意義があるかも知れない。

原理は正しくとも、個別のケースでは状況がちがって必ずしも原理通りにならないこともあるし、一般論には例外が付き物だ。原理・原則は正しいと思い込んで、あらゆる場面で全く疑うことなしに適用することには問題がある。原理・原則が一般に認められていると、個別のケースが例外であることを証明する責任は、例外を主張する側にあるとされる。しかし、常識的におかしいと思っても、原理がうまく機能しないことを証明するのは意外に難しく、原理を主張する人が強い先入観を持っているればなおさら説得は困難だ。

後日アキレスと亀の話のどこが問題なのか自分なりに分かったつもりだが、それでもあの時の友達を納得させることは難しいだろうと感じる。信じ込んでいる人になるほどと言わせるほどうまく説明するのは簡単ではないし、いわんや、もし友人が分かっている、筆者をからかっていたのであれば、とても論破できるとは思えない。

原理・原則、一般論を無批判に繰り返すのは、教条主義という批判を免れないだろう。社会主義には少なくとも一分の真理があったと考えるが、結局失敗したのは教条主義に陥ったことも大きな要因ではないか。自由と民主主義という原理もただ無批判に繰り返すだけでは、教条主義に陥って結局はこの貴重な原理に基づく社会の存続をも危うくしてしまう恐れがあるのではないだろうか。

# 創造都市横浜の旗艦、錨をあげる

## BankART is moving



社会研究部 研究理事 吉本 光宏  
mitch@nli-research.co.jp



よしもと・みつひろ  
89年ニッセイ基礎研究所。  
東京藝術大学非常勤講師、公益財団法人 企業メセナ協議会理事  
文化庁文化審議会委員、東京2020組織委員会文化・教育委員  
東京芸術文化評議会評議員 他多数。

3月31日、横浜からBankART Studio NYKの灯が消えた。横浜ばかりか日本の創造都市の原点、象徴とも言える存在だった。

運営母体のBankART 1929の設立は2004年3月。横浜市の創造都市政策として歴史的建築物等の活用実験事業に応募した民間団体が、1929年に建造された旧第一銀行と旧富士銀行の二つをアートセンターとしてスタートさせた。

以降、彼らはNPOならではの斬新な発想に基づき、創造的な事業を次々と展開していった。当時は、創造都市という概念が日本に導入されて間もない頃で、具体的なイメージを掴むのに誰もが苦慮していた。二つのアートセンターは、その考え方に一つの解を示すものとなった。

その後、横浜市は創造界隈の形成を掲げ、ZAIMや急な坂スタジオ、創造空間9001、黄金スタジオ・日ノ出スタジオ、象の鼻テラスなど、創造都市の拠点を拡充していったが、BankART 1929の成果は海外にも波及した。ソウル市は彼らの活動に触発されて、ソウル市創作空間という政策を立ち上げ、工場や倉庫をアーティストの活動拠点として改修、今ではその数は7箇所に及ぶ。

旧日本郵船倉庫(1953年築)を改修してBankART Studio NYKがオープンしたのは2005年1月だ。以来13年間にわたって実に多様かつ膨大な数の事業が行われてきた。柳幸典「ワンダリング・ポジション」や川俣正「Expand BankART」(2013)など、元倉庫の空間特性を最大限に活用した大規模な個展に加え、「食と現代美術」のような街中への展開、舞台芸術の大野一雄フェスティバル、Under35に代表される新人へのサポート、BankART Lifeのよ

うな総合的イベントなどを実施してきた。

江戸幕府が朝鮮半島から使節団を受け入れていた「朝鮮通信使」を、今日の日韓の新たな交流プロジェクトとして展開した「続・朝鮮通信使」は特筆に値する。防災とアートをテーマにした「地震EXPO」(2007)も時代を先取りした企画だった。

芸術を取り巻く幅広いテーマを扱う少人数制のBankART School、国内外のアーティストに創作スペースを提供するArtist in Residence、年中無休で夜11時まで営業するPub & Caféなどは2004年以来継続されてきた。独自に発行した書籍、カタログ、DVDなどは優に100点を超える。

何よりも彼らの活動を象徴するのが、街中を侵食するように広がった創造拠点である。北仲Brick & White、本町ビルシゴカイ、宇徳ビルヨンカイなど民間ビルとの協働だけではなく、横浜トリエンナーレ2011では新港ピア(4,400㎡)を全面活用、2012年4月から2年間ハンマーヘッドスタジオ「新・港区」として運営した。

それらに呼応するように、今では周辺地域にアーティストやクリエイターの拠点や事務所の集積が進む。違法特殊飲食店(売買春宿)が軒を連ねる黄金町エリアに最初の創造拠点「BankART 桜荘」を開設し、後のまちづくりにつなげたのも彼らだった。

これまで何人のアーティストやクリエイターが彼らにチャンスをもたらしただろう。どれだけ多くのクリエイティブな活動や創造的な空間が、彼らに触発され、生まれてきただろう。もちろんそれらの成果はBankART 1929のみによるものではない。何より、民間の可能性を信頼し、運営や事業を委ねた横浜市の英断と理解、支援



BankART Studioのネオンが再び灯ることはない

があつてのことであり、パートナーとして運営や事業に携わった数多くの組織や個人の協力が不可欠だったことは間違いない。

それにしても、である。BankART 1929というアートNPOが、「都市に棲むこと」を理念に掲げ、これまでに残してきた足跡はあまりにも大きい。そこには常に創造活動への深い理解と都市へのまなざしがあった。芸術やクリエイティブな活動を支え、それらを都市空間の中に移植、培養することで、地域に新たな活力をもたらしていく。まさしく「創造都市」の根源的な取組と実績には敬意を払うのみである。

BankART Studio NYKは創造都市横浜の旗艦、フラッグシップのような存在だった。市の政策に多少の変化があつても、旗艦さえしっかりしていれば創造都市横浜にゆるぎはなかった。しかし彼らはその錨を上げざるをえなくなった。3月末に発表されたリリースのタイトルはBankART is moving。閉館ではなく引越、いやこれから活動が続けるという宣言である。

これまでも何度となく移転や一時的な明け渡し経験しながら、その都度、しなやかに、そして強靱に活動を再開してきた。彼らが、旧日本郵船倉庫から錨をあげてどこに向かい、どんな事業を展開するのか、これからが楽しみである。

# 日銀の出口戦略に関する考察

## ETFの含み益で個人の資産形成を



金融研究部 チーフ株式会社ストラテジスト 井出 真吾  
side@nli-research.co.jp



いで・しんこ  
93年日本生命保険相互会社入社。  
99年ニッセイ基礎研究所、07年より現職。  
日本証券アナリスト協会検定会員、日本ファイナンス学会、

### 1 — はじめに

日本銀行が大規模な金融緩和策を導入して5年が経過した。緩和策の効果について様々な見方がある一方、いわゆる“出口戦略”に関しては議論が進んでいるとはいえない。

しかし、過去に例をみない大規模な“社会実験”を実施している以上、出口に関する積極的な議論が欠かせない。国債には満期があるので時間を掛ければ正常化可能という考え方もある（減額ペースや市場への伝え方など課題は山ほどあるが・・・）。

一方、ETF（上場投資信託）には満期が無いので、正常化するには“売る”というアクションを起こさなければならない。株式市場への影響は計り知れず、早くから議論しておくことが重要だ。そこで本稿ではETFに焦点を絞って具体的な出口戦略を提案する。

### 2 — 日銀によるETF買入策の変遷

日銀がETF買入を始めたのは白川総裁時代の2010年だ。当初は年間4,500億円に過ぎなかったが、2013年の黒田総裁就任以降は増額を繰り返し、2016年7月には年間6兆円とした[図表1]。

筆者は従前から日銀のETF購入に批判的な立場だったが、さすがにこのときは何人かのエコノミストが疑問を呈したほか、複数の投資家は「日銀のせいで買えない」と不満を漏らしていた。投資家は株価が下がって“お買い得”なときに買いたいの、日銀のETF購入で株価が下支えされてしまうというのだ。

実際に、日銀は2017年度に6.2兆円分のETFを購入した。年間の買入回数は81回なので、ほぼ3営業日に1回買ったことになる[図表2]。

これまでに日銀がETFを買い入れた累計額19.3兆円に対して、時価ベースの保有額は24.4兆円に及ぶ（2018年3月末

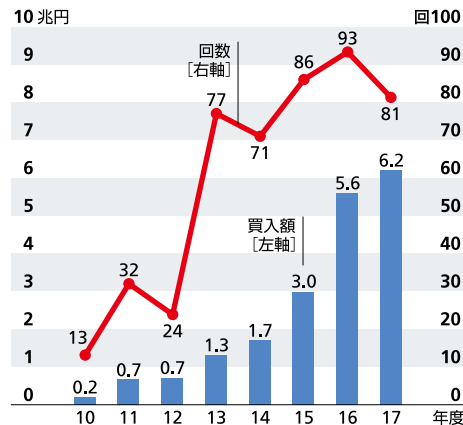
[図表1] 日銀のETF買入枠は拡大の一途

資料:日本銀行

2010年12月15日	ETFの買入れを開始 (年間4500億円) 対象ETFの時価総額に比例して購入
<異次元緩和> 2013年4月4日	買入枠を年間1兆円に拡大
2014年10月31日	年間3兆円に拡大(3倍増)
2015年12月18日	年間3.3兆円に拡大(補完的措置)
2016年7月29日	年間6兆円に拡大(ほぼ倍増)
同年9月21日	TOPIXの買入割合を増加

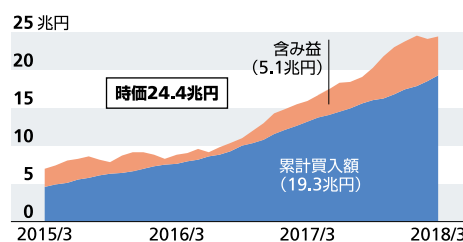
[図表2] 買入額は6兆円を突破

資料:日本銀行



[図表3] 含み益は5兆円を超える

資料:累計買入額は日本銀行、含み益は筆者試算



時点の試算)。差額の5.1兆円は含み益で保有額の21%にのぼる[図表3]。

### 3 — 日銀が世界一の日本株投資家になる日

ところで、日銀はいつまでETFを買い続けるのだろうか。日銀の政策変更を予想するのは難しいが、物価などの経済情勢が黒田総裁の国会発言どおりに進むと仮定すれば、19年度までは現状維持、20年度以降に買入額を縮小するのが素直なシナリオだろう。この場合のETF保有残高を試算したのが図表4だ。

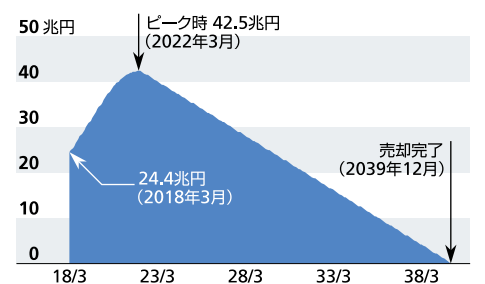
試算の前提①2020年3月まで現在の買入れペース（年間6兆円）を続け、前提②2020年4月以降は買入れ額を毎月200億円ずつ減らす場合、4年後の2022年3月に買入額がゼロになる。

このとき保有額はピークを迎え、約42.5兆円と試算される。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が保有する日本株約42.3兆円（2017年12月末）を超える規模だ。名実ともに日銀が世界一の日本株投資家となる日は、そう遠くない。

[図表4] 日銀の保有額がGPIFを超える!?

注: 試算の前提:

- ①2020年3月まで現在の買入ペース(月間5,000億円)を維持
- ②2020年4月以降は買入額を毎月200億円ずつ減らす(テールリング開始)
- ③2022年4月以降、毎月2,000億円ずつ売却。株価変動は考慮しない。



買入終了後はETF保有残高を減らす段階に移行する。市場で売却するのが最もシンプルだが、一度に売却すると株価の急落を招くので、前提③のとおり売却額は月間2,000億円とする。

この場合、日銀の保有残高がゼロになるのは2039年12月で、今から22年近くを要することになる。

#### 4—— 複数の出口戦略で早期の解決を

前述のシナリオでは売却完了まで20年以上を要する。20年以上かけて処分すること自体“出口戦略”と呼べるだろうか。そこで、他の方法を検討する。

##### 1 | 新たな機関を設立して移管する

最初の選択肢は、新たな機関を作って日銀からETFを移管するものだ。この手法については既に論じられているので多くを述べることは避けるが、2002年に設立した「銀行等保有株式取得機構」が参考になるだろう。

##### 2 | 企業に買い取ってもらう

自社株買いの活用も考えられる。日銀が保有するETFを現物株に交換して、企業に自社株を買い取ってもらう方法だ。ただ、この方法にもいくつか問題がある。そもそも自社株買いは企業が自主的に行うものだ。

また、買い取り要請に応じることができない企業も存在する。図表5のように、日

銀の保有額と比べて手元流動性(現預金と短期有価証券の合計額)が少ない企業がある。これらの企業は仮に手元流動性を全て使っても要請に応じきれない。残った株はどうするのか。

##### 3 | 割引価格で個人に譲渡する

他にも方法はある。約20%の含み益を活用する方法だ。具体的には、日銀が保有するETFを割引価格で売却する方法だ。規定改正等が必要となるが、実質的に日銀は損失を被らない。

譲渡先は購入を希望する個人に限定すべきだろう。その狙いは2つある。ひとつは資産形成を促すこと、もうひとつは低金利政策への“お礼”だ。

仮に20%オフで購入できるなら希望者が殺到するだろう。不公平をできるだけ無くすために抽選ではなく希望者全員を対象とすること、購入者の年齢に応じて購入可能口数に差をつける(若い世代ほど多くすること、制度が利用可能な人は、つみたてNISAや個人型確定拠出年金(iDeCo)で購入してもらう等の工夫が考えられる。

また、購入した人がすぐに売却すると株価に悪影響を及ぼすので、1年以内に売却可能な口数に制限を設けたり、何年間か保有し続けた人には追加で1口プレゼントするなどのボーナス措置を講じる方策も考えられよう。

この方法の利点は、日本政府が推進する“貯蓄から資産形成へ”を推進できるだ

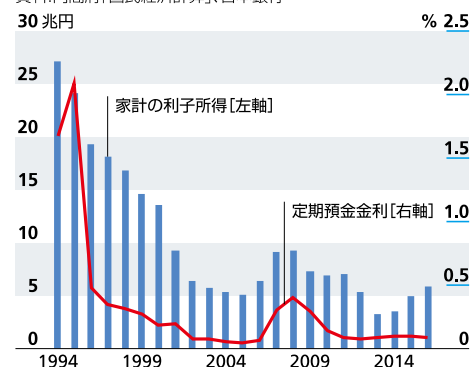
けでなく、投資家の裾野拡大にも寄与する。それでも、この手の話には“金持ち優遇”という批判が必ず出てくるので、所得制限も検討に値しよう。

一方、割引価格によるETFの譲渡は、長年の低金利政策へのお礼という意味を込めることもできる。図7のとおり、日本の家計が受け取った利子所得は5兆円程度で低迷している。1994年と比べて20兆円以上減った。

給与や年金収入の実質的な減少に加えて、利子所得の減少が家計を圧迫してきたことは間違いない。責任の全てが日銀にあるわけではないが、「なぜ、こんなにも低金利が続くのか」という不満を和らげる効果が期待できる。

[図表7] 低迷が続く家計の利子所得

注: 定期預金金利はスーパ一定期(各年1月時点)  
資料: 内閣府「国民経済計算」、日本銀行



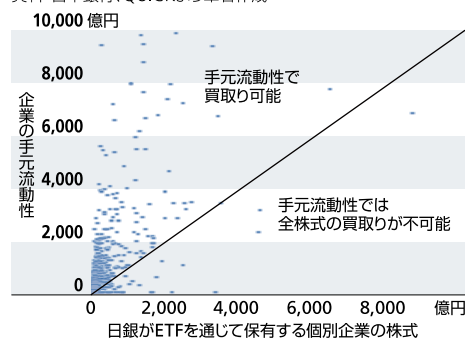
この私案は突飛に思われるかもしれないが、実は類似の前例がある。1998年8月、香港行政府がヘッジファンドの売り仕掛けに対抗して香港株式を大量に買入れた。この株式でETFを組成して一般国民に割引価格で譲渡した。

#### 5—— おわりに

現在のペースでETF買入を続ければ近い将来、日銀は“世界一の日本株投資家”となる。世界に例を見ない中央銀行による株式大量購入という“禁断の果実”に手を出した以上、いつまでも「出口の議論は時期尚早」では通らない。

[図表5] 自社株買い不能な企業も

注: 手元流動性は現預金+短期有価証券  
資料: 日本銀行、QUICKより筆者作成



[図表6] 個人へのETF譲渡プログラムの概要(私案)

注: iDeCoやつみたてNISAの年間限度額と別扱いにすることも一案  
資料: 筆者作成

- 譲渡価格  
含み益に応じた割引価格(現在なら2割引程度)
- 譲渡先: 口数  
購入を希望する全ての個人  
購入者の年齢で購入可能口数に差をつける(若い世代ほど多くする)
- その他  
個人型確定拠出年金(iDeCo)、  
つみたてNISAで購入(利用可能な人)  
購入後の売却に一定の制限を設ける  
何年か保有し続けたら追加ボーナスを与える

# 中国の公的医療保険制度について(2018)

老いる中国、14億人の医療保険制度はどうなっているのか。



かたやま ゆき

03年日本貿易振興機構北京事務所、  
知的財産権室(中国日本商会)などを経て  
05年ニッセイ基礎研究所、16年7月より現職。  
主な著書に「日本の年金制度—そこが知りたい39のポイント」(共著)。

保険研究部 准主任研究員 片山 ゆき  
katayama@nli-research.co.jp

## 1——中国の公的医療保険制度とは？

中国の公的医療保険制度は、2020年までに「皆保険」の実現を目指している。都市部の国有企業を対象とした医療保険が1951年に導入されて以来、中国はおよそ70年をかけて制度を整えることになる。

「皆保険」の定義も、全ての国民が何らかの医療保険に加入できる制度を構築することは日本と同義であるが、中国の場合は加入には強制と任意が並存している点が大きな特徴である。

中国の公的医療保険制度は、本人の戸籍(都市/農村)や、就業の有無によって、大きく2つに分類される。都市で働く会社員などの被用者は「都市職工基本医療保険」に加入(強制)し、都市の非就労者や農村住民は「都市・農村住民基本医療保険」に加入(任意)する[図表1]。

一方、保険料の徴収、財政(基金)の管理、給付内容の決定や改定といった実質的な制度の運営は各地域で分立して行い、それぞれ設置された社会保険管理機構が担う。

以下では、北京市の都市職工基本医療保険を例に、(1)保険料負担、(2)制度構造、(3)入院・通院給付に分けて解説する。ただし、地域毎に制度内容が異なる点に留意が必要である。

## 2——都市職工基本医療保険制度 —北京市を例に

### 1 | 保険料負担

都市職工基本医療保険の対象者は、都市で働く会社員、自営業者、公務員・外郭団体職員等である。

保険料は労使折半ではなく、企業の負担が重い設定となっている。北京市の在職者を例にみると、雇用主は、基本医療保険料の9%と、高額医療費用互助保険料の1%で合計10%を負担する[図表2]。従業員は、基本医療保険料の2%と、高額医療費用互助保険料として3元負担する。これらの保険料は、北京市の「基本医療保険基金」、「高額医療費用互助保険基金」と、本人の「医療保険専用の個人口座」で積み立てられる。

雇用主が拠出した基本医療保険料9%のうち、従業員の年齢に応じて決められた割合0.8~2%と、従業員が拠出した2%が医療専用の個人口座に積み立てられる。雇用主が拠出した残りの基本医療保険料の7~8.2%は基本医療保険基金に積み立てられる。雇用主が拠出した高額医療費用互助保険料の1%と、従業員が拠出した3元が高額医療費用互助保険基金に積み立てられる。

### 2 | 制度構造

制度の構造は2階建てとなっている。北京市の在職者の場合、1階部分の基本医療保険からは一定額まで基礎的な給付が受けられる。これを上回る高額な医療費については、2階部分の高額医療費用互助保険から給付が受けられる[図表3]。

### 3 | 入院・通院給付

給付は、基本的に、入院、通院(一般的な通院外来、市が指定した特殊疾病・慢性病)を対象としている。給付は日本とは異なり、受診した医療機関の規模やランク、医療費の多寡などに基づいて各地域が設定している。北京市の在職者の場合、入院費はまず、年間1,300元までが全額自己負担となる[図表4]。1,300元を超えた場合、10万円までは病院のランク、入院費の多寡に応じて、3~15%が自己負担となっている。

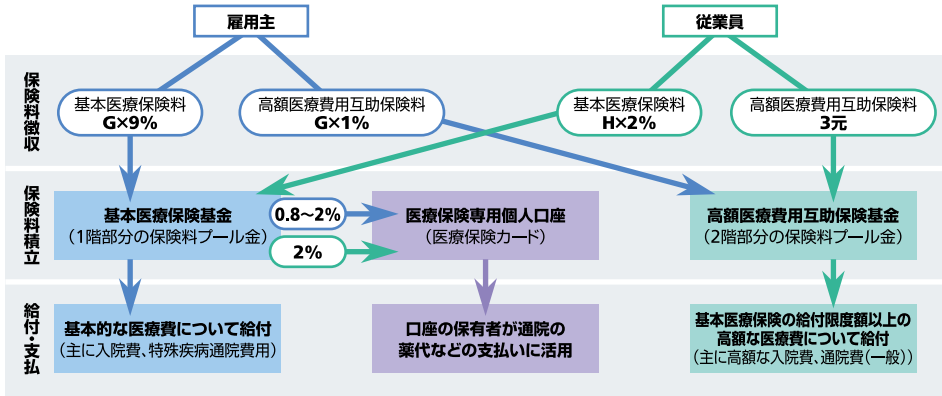
また、入院費が10万円を超えた場合、30万円までは自己負担が一律15%となっている。なお、30万円を超える入院費は全額自己負担となる。例えば、3級病院(日本の大学病院に相当)に入院した場合、医療費1,300元超から3万円の部分については自己負担割合が15%、3万円超~4万円の部分については自己負担割合が10%となっており、医療費が高額になるにつれ、自己

[図表1] 中国の公的医療保険制度の体系 出所: 人力資源・社会保障部発表内容、衛生・計画生育委員会公報より作成

	公的医療保険制度		
	都市	都市	農村
	就労者	非就労者	農村住民
制度	都市職工基本医療保険 (1951年導入、1998年制度改正)	都市・農村住民基本医療保険(2016年に制度統合を発表)	
被保険者	都市で働く企業就労者(都市戸籍・農村戸籍) 自営業者・公務員など	都市戸籍の非就労者・ 学生・児童など	農村住民
加入形態	強制加入	任意加入	任意加入
加入者数	2億9,532万人(2016年)	4億4,860万人(2016年)	6億7,000万人(2015年)
制度構造	1階: 基本的な医療費の給付 2階: 高額な入院費、特殊疾病通院費などを給付 個人口座・通院治療費、薬代の支払いに活用 [1階・2階とも公的医療保険基金から給付]	1階: 基本的な医療費の給付 2階: 高額な入院費、特殊疾病通院費などを給付(大病医療保険) [1階は公的医療保険基金から給付、 2階は官民協働運営の大病医療保険から給付]	
保険料	1階[基本医療保険] ・事業主負担: 従業員の賃金総額×8% ・従業員負担: 従業員の前年平均賃金×2% 2階[高額医療保険] ・各地域で異なる	1階[基本医療保険] ・予め設定された複数の保険料から選択して納付(保険料は各地域で異なる) 2階[大病医療保険] ・基本的にはなし	
保険者(給付)財源	1階、2階ともそれぞれの保険料を積み立てた基金から給付	1階部分は保険料を積み立てた基金から給付、 2階部分は1階部分の保険料負担・基金積立金から一定額を転用して給付 保険料、国庫、個人負担	

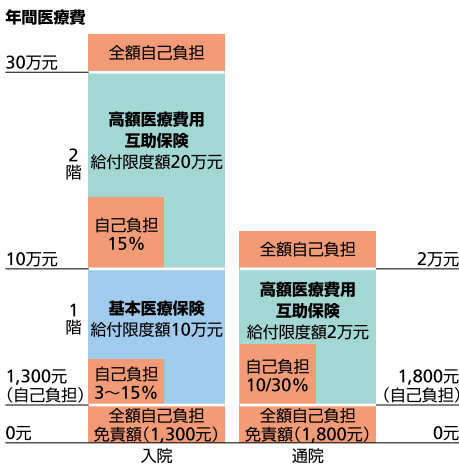
[図表2] 北京市における都市職工基本医療保険の保険料負担(在職者の場合)

注: G=従業員の給与総額 H=前年平均給与 出所:北京市基本医療保険関連規定より作成



[図表3] 北京市の都市職工基本医療保険の給付構造(在職者の場合)

注:高額医療保険の名称は、各地域でそれぞれ異なる。北京市の場合、通院については、高額医療費用互助基金から給付される。出所:北京市基本医療保険関連規定より作成



負担割合は軽減されている。一方、一ツランクが下の2級病院の場合は、同じ医療費でも自己負担割合は13%、8%と、3級病院よりも軽減されていることがわかる。

これは、大規模病院への患者の集中を避けるための策である。また、政府が国民に保障する医療サービスは基本的なものに留め、よりレベルの高い医療サービスを受けるには、それに見合った対価を受益者自身が支払うべきという考え方がある。

一方、通院(一般外来)で治療した場合、1,800元までは全額自己負担である。各居住地域に設置された小規模な医療機関である社区卫生サービスセンター(1級病院に相当)での自己負担割合は10%であるが、自身が選択した1~3級の医療機関で受診する場合は30%となっている[図表5]。なお、通院についても大規模病院への集中を避けるため、最初に受診する医療

[図表4] 北京市における都市職工基本医療保険の入院・特殊疾病通院の病院ランク、医療費用別の自己負担割合(在職者の場合)

注:病院のランクは3級病院が最も高い。次いで、2級、1級、社区卫生サービスセンターの順となっている。3級病院は日本の大学病院に相当し、病床数500以上で、25の専門科を持つ大規模病院である。出所:北京市基本医療保険関連規定より作成

受診病院	入院・特殊疾病通院医療費	基本医療保険基金自己負担割合	高額医療費用互助保険基金自己負担割合
3級病院	30万元超	—	全額自己負担
	10万元超~30万元	—	15%
	4万元超~10万元	5%	—
	3万元超~4万元	10%	—
	1,300元超~3万元	15%	—
1,300元未満	—	全額自己負担	—
2級病院	30万元超	—	全額自己負担
	10万元超~30万元	—	15%
	4万元超~10万元	3%	—
	3万元超~4万元	8%	—
	1,300元超~3万元	13%	—
1,300元未満	—	全額自己負担	—
1級病院	30万元超	—	全額自己負担
	10万元超~30万元	—	15%
	4万元超~10万元	3%	—
	3万元超~4万元	5%	—
	1,300元超~3万元	10%	—
1,300元未満	—	全額自己負担	—

[図表5] 北京市における都市職工基本医療保険の通院(一般外来)における病院ランク、医療費用別の自己負担割合(在職者の場合)

出所:北京市基本医療保険関連規定より作成

受診病院	通院(一般外来)医療費	高額医療費用互助保険基金自己負担割合
指定病院	2万元超	全額自己負担
	1,800元超~2万元	30%
	1,800元未満	全額自己負担
社区卫生サービスセンター	2万元超	全額自己負担
	1,800元超~2万元	10%
	1,800元未満	全額自己負担

機関は、社区卫生サービスセンターにするよう求めている。

また、北京市は特殊疾病の通院治療の対象として、(1)悪性腫瘍、(2)人工透析(腎不全)、(3)血友病、(4)再生不良性貧血、(5)腎臓、肝臓、心臓、肺移植後の拒絶反応の投薬治療、(6)多発性硬化症、(7)加齢黄斑変性症(注射治療)の7種を指定している。これらの治療は医療費の負担が重いことから、通院(一般外来)を対象とした自己負

担ではなく、より負担が軽い入院の自己負担割合が適用されている。ただし、特殊疾病の給付を受けるには申請が必要である。

なお、一般外来の薬代は、個人口座(医療保険カード)から支払うこともできる。

給付対象者は、被保険者本人が対象となり、日本のような被保険者に扶養されている家族への保険給付はないため、扶養家族はそれぞれ都市・農村住民基本医療保険に加入し、給付を受けることになる。

制度は各市で運営されているため、基本的に管轄の市以外で受診した場合は、全額自己負担となる。ただし、かかった医療費が過重なものとならないように、管轄地域で、一部の医療費の償還も可能となっている。

受診する医療機関についても、通常使用する病院を予め4ヶ所指定する必要がある。また、4ヶ所以外に、A類病院(北京市が指定した大規模な総合病院)、漢方などの専門病院については、指定をしなくても利用が可能である。但し、上掲以外の病院で受診した場合は医療給付の対象とならない。

### 3——日本とは大きく異なる制度設計

中国では、日本の公的医療保険の特徴の1つである、患者が望めば、いつでも、誰でも、どこかの医療機関でも医療を受けられる「フリーアクセス」は存在しない。加えて、制度の運営が各地域で分立していることから、保険料負担、給付限度額、入院・通院に際しての自己負担割合の設定は各地域で全く異なっている。

中国の医療保険制度を理解する上では、これらの内容を地域単位で確認する必要がある。この点が制度の分りにくさを助長していると考えられる。「中国の医療保険制度は整備されていない」と考えられる向きも強いが、給付に際しての限度額の設定、免責制の導入など、負担に見合った給付のあり方を実現しようとしており、医療財政といった視点からもより現実的な制度設計になっているとも考えられよう。

# オフィス市況は底堅く推移。Jリート市場は復調。

不動産クォーターリビュー 2018 年第 1 四半期



金融研究部 研究員 佐久間 誠

msakuma@nli-research.co.jp

日本経済は企業部門主導の経済成長が続いている。東京オフィス市場は、空室率が低水準で推移しているが、都心部Aクラスビルの賃料は高値圏で小幅な動きとなっている。2018年第1四半期は日本株が軟調に推移する中、J-REIT市場は堅調に推移した。

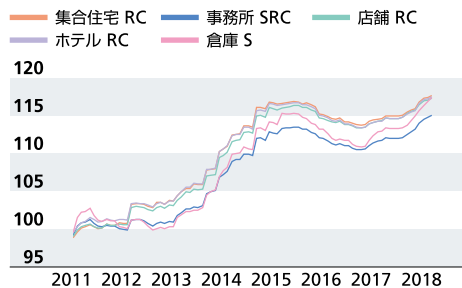
## 1—— 経済動向

2018年1-3月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比▲0.2%となった。2015年10-12月期以来のマイナス成長となったが、一時的な要因が大きく、景気の回復基調は維持されていると判断される。

企業の人手不足感は一層強まっており、建設技能労働者の需給も逼迫した状況が続いている。建築コストは、2016年後半から上昇し、足元では直近のピークを上回った[図表1]。

[図表1] 建設工事原価指数(東京)

出所:建築物価調査会



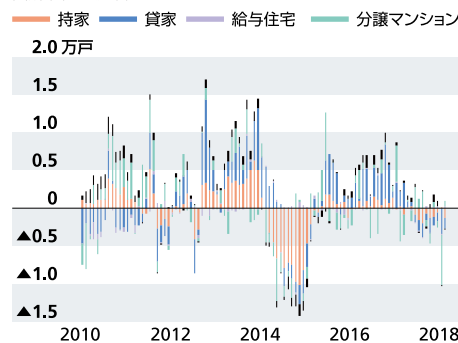
## 2—— 住宅市場の動向

3月の新設住宅着工戸数は69,616戸(前年比▲8.3%)となり、9ヶ月連続で減少した。全体の4割超を占める貸家が10ヶ月連続で減少するなど、落ち込みが続いている[図表2]。金融機関は、個人への貸家業向け新規貸出を抑制しており、2017年第4四半期は前年比▲22.4%となった。

2018年3月の首都圏のマンション新規発売戸数は3,617戸(前年比+6.1%)となり、3ヶ月連続で増加している。東京都区部の契約率は、好不調の目安とされる70%を上回っているが、東京都下では70%を下回る状態が続いている。ただし、郊外でも駅近や再開発地域など利便性の高い地点での販売は好調だ。都心と郊外の2極化といった単純な構図ではなく、同一エリア内でも好不調が点在するまだら模様の市況となっている。今後は2019年10月に予定される消費税引き上げを前にした駆け込み需要などが注目される。

[図表2] 新設住宅着工戸数(前年比変動幅)

出所:国土交通省



## 3—— 不動産サブセクターの動向

### 1 | オフィス

三幸エステート公表のオフィスレント・インデックスによると、2018年第1四半期の東京都心部Aクラスビルの成約賃料は35,013円(前期比+1.2%)、空室率は1.8%(前期比0.0%)となった[図表3]。オフィス需要は堅調で、空室率は低水準で推移しているが、2018年から2020年まで大規模ビルの供給が相次ぐことが重石となり、Aクラスビル賃料は伸び悩んでいる。但し、日経不動産マーケット情報に

よれば、2019年春までに竣工するビルはリーシングが順調に進捗している。今後は2次空室の動向が注目される。

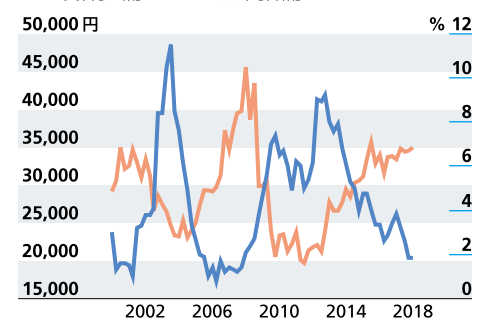
ニッセイ基礎研究所では、今後の東京都心部Aクラスビルの賃料について2018年後半から2021年まで下落すると予測している(2017年4Q比▲18.5%)。一方、地方主要都市は、2020年~2021年までは賃料上昇が続き、2017年4Qからピークまでに福岡は+10.9%、仙台は+10.7%、大阪は+10.4%、札幌は+7.4%、名古屋は+3.6%の賃料上昇を予想している。東京では2018年から大量供給を控えているのに対して、地方主要都市では今後も新規供給の抑制が見込まれている。この新規供給の違いが、両者の賃料見通しの差

[図表3] 東京都心部Aクラスビルの空室率とオフィスレント・インデックス

出所:空室率:三幸エステート

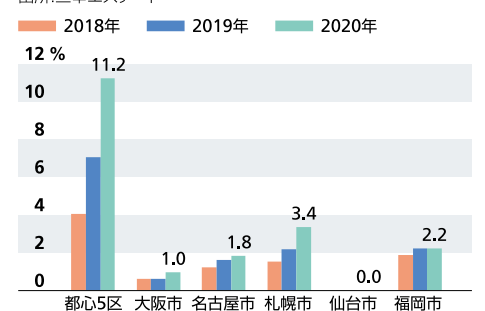
賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

賃料[左軸] 空室率[右軸]



[図表4] 主要都市の大規模ビルの新規供給面積(2018年以降合計・2017年ストック比)

出所:三幸エステート







さくま・まこと

06年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入行。  
13年国際石油開発帝石。15年ニッセイ基礎研究所(現職)。  
不動産証券化協会認定マスター。  
日本証券アナリスト協会検定会員。

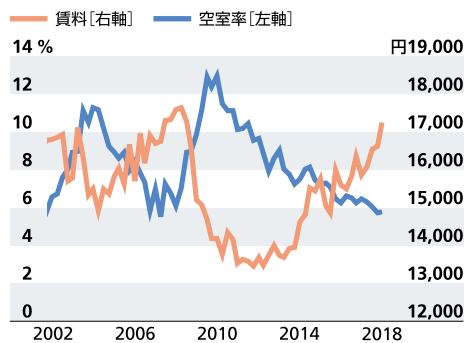
を生み出している[図表4]。

## 2 | 賃貸マンション

東京23区のマンション賃料は緩やかに上昇している。2017年第4四半期はシングルタイプが前年同期比+1.6%、コンパクトタイプが同+1.9%、ファミリータイプが同+3.1%となり全てのタイプで上昇した。また、東京の高級賃貸マンションについても、空室率低下に伴い賃料が上昇し、ファンドバブル期(2008年2Q)の水準に近づいている[図表5]。

[図表5] 高級賃貸マンションの賃料と空室率

注:期間中にケンコーボレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または占有面積が30坪以上のもの  
出所:ケン不動産投資顧問



## 3 | 商業施設・ホテル・物流施設

商業動態統計などによると、2018年第1四半期の小売販売額(既存店)は百貨店が前年同期比+0.4%、スーパーが同+0.3%、コンビニエンスストアが同+0.6%となった。

全国61都市のホテル客室稼働率について過去1年の推移を見ると、1月は前年を下回ったものの、それ以外の月は前年を上回り、ホテルの客室稼働は好調を維持している[図表6]。ただし、週刊ホテルレストランによると、ホテルの新規供給増加や民泊の台頭などを背景に稼働を重視するホテルが多く、ADR(平均客室単価)・RevPAR(販売

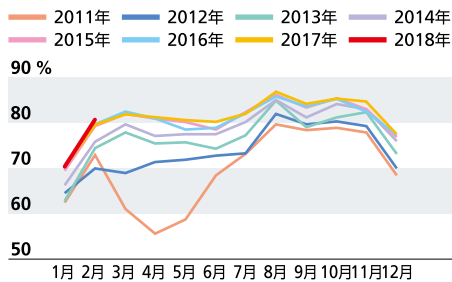
可能室一室あたり収益)は低迷傾向にある。

2018年第1四半期の訪日外国人客数は前年同期比16.5%増加の約762万人となった[図表7]。延べ宿泊者数は前年同期比0.5%増加し、またこのうち外国人が同13.4%増加と、日本人の低迷(同▲1.8%)を補った。

大型物流施設の2018年第1四半期の空室率は、首都圏で前期比2.0%上昇の6.9%、近畿圏で同1.6%上昇の21.2%

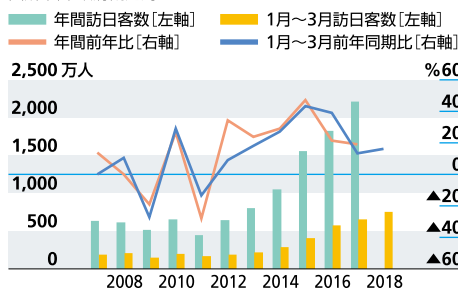
[図表6] ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)

出所:オータパブリケーションズ



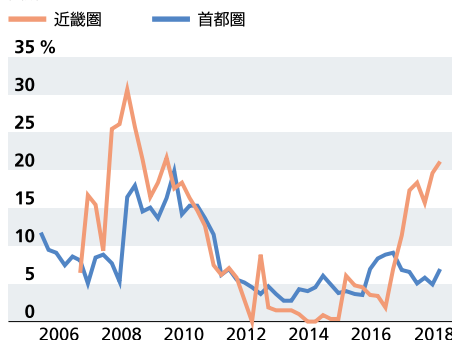
[図表7] 訪日外国人客数

出所:日本政府観光局



[図表8] 大型マルチテナント型物流施設の空室率

出所:CBRE



となった[図表8]。今後もEC市場の拡大などにより大規模な先進的物流施設の需要は旺盛なものの、首都圏では今後2年間過去最大の供給が予定されており、空室率はさらに上昇する見込みである。

## 4 | J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

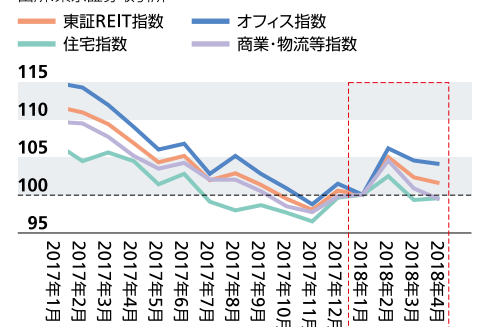
2018年第1四半期の東証REIT指数は、2017年12月末比1.5%上昇し、TOPIXを全ての月でアウトパフォームした。セクター別では、住宅(▲0.4%)と商業・物流等(▲0.6%)が下落した一方で、オフィス(+4.0%)が上昇した[図表9]。需給面では、リテール向けリート投信からの資金流出が継続する一方、地域金融機関による上場ETFへの投資や海外投資家による買いが市場を下支えした。

日経不動産マーケット情報によると、2018年第1四半期の不動産売買額はオフィスビルの大型取引に牽引され、約1.3兆円(前年比+0.5%)となり、6四半期連続で前年同期を上回った。

海外投資家による日本の不動産取得額は、2017年に大きく増加したが、2018年第1四半期は、2016年の水準まで減少している。

[図表9] 東証REIT指数(配当除、2017年12月末=100)

出所:東京証券取引所



# 米中貿易摩擦と日本の役割

米国に代わる WTO の基本原則とその精神の主導者が必要!



経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

mio@nli-research.co.jp



みお・こうきちろう  
82年日本生命保険相互会社入社。  
94年に米国パナゴラ投資顧問へ派遣、  
00年ニッセイアセットマネジメント等を経て、  
09年ニッセイ基礎研究所、13年より現職。

米中貿易摩擦が深刻化してきた。米国が通商拡大法232条に基づく追加関税(鉄鋼25%、アルミ10%)を発動すると、中国はそれに対抗して追加関税を発動、「我が国は多角的貿易体制を支持しており、米国への関税上乘せも世界貿易機関(WTO)のルールを運用した」と表明した。

また、米国が通商法301条に基づく追加関税を発表すると、中国は「米国のやり方はWTOの基本原則や精神に著しく違反しており、中国はWTOでの紛争解決手段に訴える」として追加関税を発表した。そして米国が追加関税1000億ドルの積み増し検討を米通商代表部(USTR)に指示したと発表すると、中国も対抗措置をとる構えを見せ「関税引き上げ合戦」の様相を呈してきた。

特に、WTOの基本原則(自由、無差別、多角的通商交渉)とその精神の主導者だった米国が「米国第一」を掲げそれを軽視しているように見るとともに、中国がその枠組みの中で紛争を解決しようとしている点には驚かされる。

さらに米中貿易摩擦がエスカレートしていくと米中経済が共倒れになる恐れがある。米国が中国からの輸入品に高関税をかければ、米国での中国製品の競争力は低下、米国への輸出が減少して中国企業の抱える過剰生産設備問題は深刻化し、中国経済には大きな打撃となる。一方、中国が対抗して米国からの輸入品に高関税をかければ、中国における米国製品の競争力は低下、中国への輸出は減少して米国の農業生産者などが顧客を失うとともに、米国では中国からの輸入品(スマホ

や衣料品など)が値上がりし家計を圧迫するため、米国経済にも大きな打撃となる。

また、米中以外の諸国も大きな影響を受ける。米中が互いの輸入品に高関税をかけることになれば、漁夫の利を得る国もでてくるからだ。米国向け輸出では米アップル(それを受託製造する台湾企業)が中国にあるスマホの製造拠点をベトナムなどへ移転する可能性がある。また、中国向け輸出では、米国産の自動車が増加したり、米国産の農産品が減少してブラジル産が増加したりする可能性もある。

ただし、米中貿易摩擦の行方を見通すには不確実性が高すぎて、漁夫の利だと思っていれば取らぬ狸の皮算用だったということも十分あり得る。米国が対話姿勢に転じると、その後は中国による米国製品の輸入拡大に焦点が移り、米国企業や中国企業が中国にある製造拠点を中国以外の新興国に移転する必要はなくなり、中国は米国産の自動車を増やして日本産を減らし、米国産の農産品を増やしてブラジル産を減らすことを検討、それまでと全く正反対の動きになりかねないからだ。

米中の関税引き上げ合戦が繰り広げられる中で、その一挙手一投足に右往左往するその他の諸国は、WTOの基本原則とその精神の主導者の復帰を待ち望んでいるようだ。第二次世界大戦前のブロック経済が輸出市場を囲い込み戦争への道を開いたとの認識の下、米国はその前身であるGATT(関税及び貿易に関する一般協定)の頃からWTOの基本原則とその精神の主

導者だった。しかし、「米国第一」を掲げて登場したトランプ政権は、保護主義的な政策を打ち出すとともに、環太平洋パートナーシップ協定(TPP)から離脱し米国に有利な二国間交渉を推進している。その他諸国が米国と二国間交渉に臨めば、米国の強い政治的圧力を背景に不利な交渉となるのは明白だ。そして、世界はWTOの基本原則とその精神の主導者を失いつつある。

一方、中国は前述のようにWTOの枠組みの中で紛争を解決しようとしてはいるものの、外資企業に技術移転を事実上要求したり、外資企業の活動を事実上制限して国内企業を優遇したり、また政治的に対立するとフィリピンが南シナ海の領有権問題で対立したときのように検疫の強化を名目に事実上バナナ輸出が止められたり、韓国とTHAAD(地上配備型ミサイル迎撃システム)配備問題で対立すれば中国本土からの韓国旅行を事実上制限したりする行動が目立つ。

したがって、中国が「形式的」にはWTOの枠組みの中でも、「事実上」は強い政治的圧力を背景にその精神に反した行動をとり続けるなら、WTOの基本原則とその精神の主導者とはなり得ないだろう。

以上のような世界情勢を考えると、米中以外の諸国には、米中の政治的圧力に負けないだけのパワーが必要であり、日本を初めとする諸国は団結してそのパワーを高めることが肝要と思われる。そして、米中に次ぐ経済規模を持つ日本はそのリーダーとしてその前面に立つべきだろう。

## 110円台回復後のドル円相場、ドル高の流れは続くか?

**ド**ル円は5月に入りドル高が進み、一時4か月ぶりとなる111円台を回復。足元はやや下落したものの110円台半ばにある。米経済・物価指標の改善や原油高を受けた米金利上昇がドルの追い風になった。2月に米金利が上昇した際には米株価が崩れたことでリスク回避的な円高が進んだが、今回は米経済への自信を背景に米株価が持ちこたえ、素直にドル高が進んだ。

今後中期的には円安ドル高基調が続くと予想されるが、しばらくはドル高の勢いが一服しそうだ。堅調な景気を背景とする米利上げ加速観測がドル高圧力となる一方、中間選挙を控えたトランプ政権は今後も通商・外交面での対外強硬姿勢を崩さず、リスク回避的な円買い局面が増えるだろう。また、7月以降は金融政策正常化に向かうユーロが底入れすることで、対ユーロでのドル売りがドル安の色彩を演出しそうだ。3か月後の水準は現状比概ね横ばいの110円程度と予想している。

ユーロ円は、ユーロ圏の経済指標悪化やイタリア政局への警戒から下落し、足元は130円付近にある。しばらくはユーロの低迷が続くそうだが、経済指標の悪化は一時的とみられ、ECBはそのことを確認したうえで7月に量的緩和の再縮小を決定する可能性が高い。ECBの金融政策正常化に市場の目が向かいやすくなり、ユーロが底入れするだろう。3か月後の水準は133円程度と予想している。

長期金利は、米金利上昇を受けてやや上昇したが、日銀の国債買入れが上昇を抑制する形で足元は0.05%付近にある。米債ヘッジコストの高止まりも円債への需要に繋がり、金利上昇を抑制している。今後も当面はこの構造が続き、長期金利は小動きの展開が予想される。3か月後の金利水準は現状比で横ばい程度とみている。

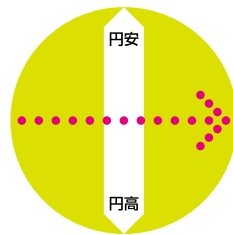


シニアエコノミスト **上野 剛志**  
 うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp  
 1998年日本生命保険相互会社入社、  
 2001年同財務審査部配属、  
 2007年日本経済研究センターへ派遣、  
 2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、  
 2009年ニッセイ基礎研究所(現職)。

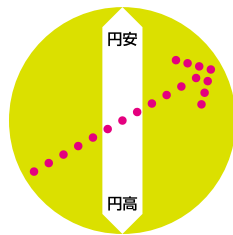


# Market Karte

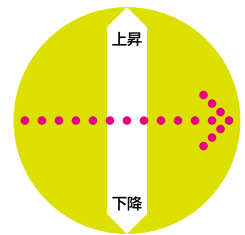
June 2018



ドル円・3か月後の見通し

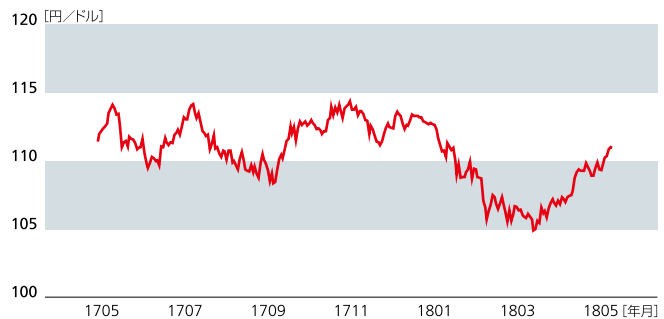


ユーロ円・3か月後の見通し

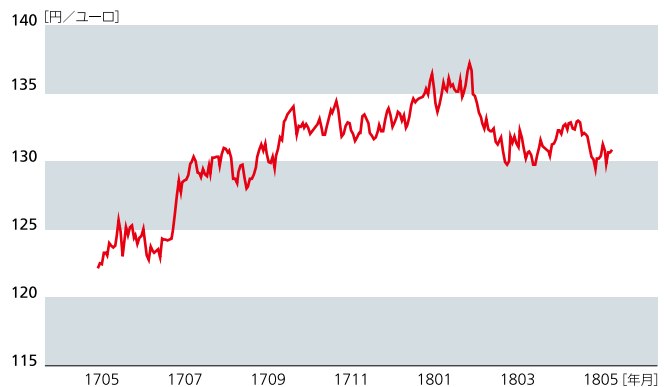


長期金利・3か月後の見通し

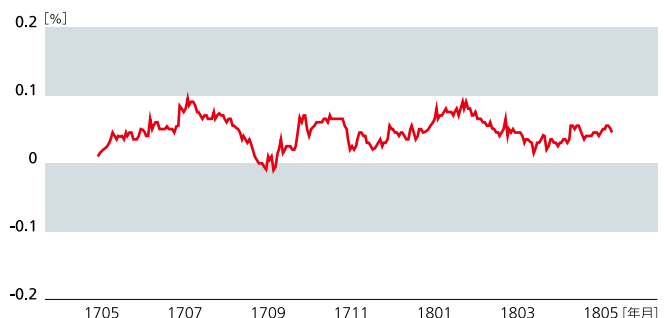
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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 築年数が経過しても賃料が下がりにくい地域はどこか?  
～マンション賃料形成要因の地域別分析  
吉田 資 [不動産投資レポート | 2018/5/1号]
- 2 増え行く単身世帯と消費市場への影響(1)  
～家計消費は2020年頃をピークに減少、2040年には現在の1割減、うち単身世帯3割弱、高齢世帯が半数へ  
久我 尚子 [基礎研レター | 2018/5/9号]
- 3 2018年度介護報酬改定を読み解く  
～医療との連携、「自立支援」を中心に  
三原 岳 [基礎研レポート | 2018/5/14号]
- 4 ひとり暮らしの若者の家電事情  
～雇用環境改善でひとり暮らしが増加、パソコンやスマホがあるからテレビはいらない?  
久我 尚子 [基礎研レター | 2018/4/16号]
- 5 欧州大手保険グループの地域別の事業展開状況  
～2017年決算数値等に基づく現状分析～  
中村 亮一 [基礎研レポート | 2018/5/2号]

コラムアクセスランキング

- 1 消え行く日本の子ども  
～人口減少(少子化)データを読む～わすか半世紀たつた、半減へ  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2018/4/9号]
- 2 ネイピア数eについて  
～ネイピア数とは何か、ネイピア数はどんな意味を有しているのか～  
中村 亮一 [研究員の眼 | 2018/5/1号]
- 3 「妊娠順番制」にみる授からない社会がもつ誤解  
～少子化データ再考～順番さえくれば、授かるのか  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2018/4/23号]
- 4 スリーパー効果の脅威  
～これは誰が発した情報だったか?  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2018/5/2号]
- 5 日本におけるキャッシュレス化の進展状況について  
～日本のキャッシュレス化について考える(1)  
福本 勇樹 [研究員の眼 | 2017/12/18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18/4/23-18/5/20》

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



変わる時代の確かな視点



表紙の眼  
●  
ポッピンを吹く女  
喜多川 歌麿  
製作年：1792-93(寛政4-5)年頃  
所蔵：ホノルル美術館  
From Wikimedia Commons

日本の輸出入額 上位の国・地域 [2016年度 | 6月28日は貿易記念日]

Source : 財務省貿易統計 Design : infogram©

