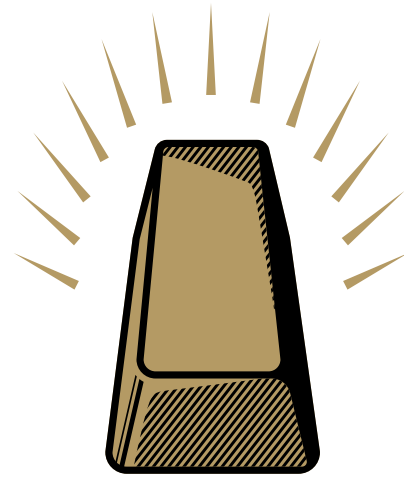
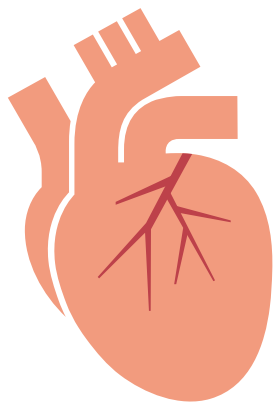


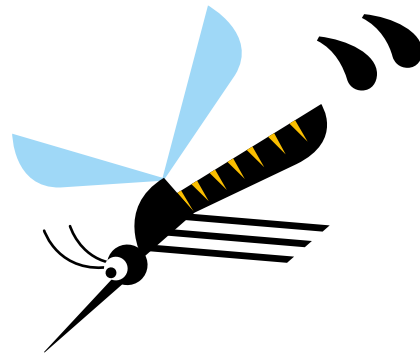
ビットコイン1万6千ドル台に ● 樋 浩一 —— 02
目指すべき賃上げ率は4% ● 斎藤 太郎 —— 03
介護保険料引き上げの背景を考える ● 三原 岳 —— 04
J-REIT市場の事業環境と今後の収益見通し ● 岩佐 浩人 —— 06
2017～2019年度経済見通し ● 斎藤 太郎 —— 08
医療における規模の経済性 ● 篠原 拓也 —— 10
繰り返される「年初の円高」、2018年初も要警戒 ● 上野 剛志 —— 11

ニッセイ基礎研REPORT | Jan.2018 | vol.250



年

©MDC Graphics



判じ絵

一見して何なの、と脈絡のない絵から
隠された「ことば」を見つけるとい
なぞなぞ遊びが判じ絵。
江戸時代の庶民が愛した娯楽で、
お互いに問題を出し合って楽しんで
解読のいくつかのルールを知ると、
あ、そうかと謎解きが____。
さて、この絵は何を表しているの
でしょう。
(由緒不明：景)



RESEARCH

ビットコイン1万6千ドル台に

既存市場を揺るがす恐れも [執筆時点：2017/12/12]



専務理事 エグゼクティブ・フェロー 樋 浩一

haji@nli-research.co.jp



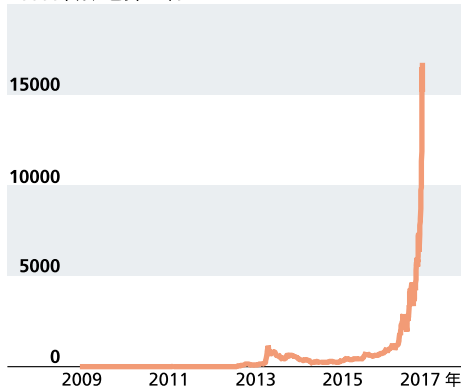
はじ・こういち

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—日本を感ずる金融資産という幻想」。

1—— 高騰するビットコイン

代表的な仮想通貨であるビットコインは取引量が急増し、価格が急速に上昇している。2017年12月には、1万6千ドル台に達した。2017年の初めには1ビットコインは1000ドル弱だったので、1年間で15倍以上に値上がりしており、時価総額は30兆円を超えた。

[図表] ビットコインの価格 資料: blockchain.com
20000ドル/ビットコイン



ビットコインが8月に分裂してビットコインキャッシュが誕生したが、この際にビットコインを所有していた人達には、同数のビットコインキャッシュが配布された。分裂による混乱や、仮想通貨の供給増による価格低下を懸念して、分裂前にはビットコインの価格は3割程度も下落した。しかし、分裂後も順調に取引が続けられ価格は上昇したため、資金が流入して価格が大きく上昇する結果となっている。

仮想通貨は本来の目的である送金や支払への利用よりは、将来の値上がりを期待した投機の場合として活発に利用されているというのが現状だ。日米欧が続けてきた超金融緩和政策が仮想通貨の価格高騰に拍車を掛けていることは間違いないだろう。米国が緩やかながら利上げを続け、ECB(欧州中央銀行)や英中銀が超金融

緩和からの脱却姿勢を強めていけば、どこかで現在のようなバブル的な価格上昇が反転下落する恐れも大きい。

2—— 分裂・増殖する仮想通貨

仮想通貨と言えば2009年に生まれたビットコインが代表だが、イーサリアム、リップル、ライトコインなどが次々と生まれ、現在では1000を超えるほど多くの種類が取引されている。ビットコイン以外の仮想通貨の市場も急速に成長しており、ビットコインだけが圧倒的に大きな市場規模を占めるという状況ではなくなりつつある。ビットコイン自体も、2017年8月に分裂してビットコインキャッシュが生まれた後も、さらに分裂を続け10月にビットコインゴールド、11月にはビットコインダイヤモンドが分裂して生まれた。

ある取引所のWEBには、ビットコインが円や米ドルといった普通の通貨との違いとして、「ビットコインには、発行を司る組織や流通を管理する組織が存在しない」「どこの国も、企業も、ビットコインの発行・流通には関与していない」と書いてある。しかし、ビットコインが分裂を繰り返しているのは、取引量が拡大したことで送金に時間がかかるようになり、その対応方法についてビットコインのシステムを事実上牛耳っている人達の意見がまとまらなかったからだ。一連の分裂騒ぎを見れば分かるように、明らかにシステムの中にはビットコインの技術的な規格を管理している人達がいる。政府の関与を嫌う人達は、政府や中央銀行が関与していないことを非常に重要視する。しかし、その行方に全く関与できない多くの人たちを考えれば、自分達が全く関与できないところで全てが決まってしまうという仕組みが望ましいとは思えない。

3—— 既存市場を揺るがす恐れも

仮想通貨の時価総額がこれだけ大きくなってくると、何か問題が起こった時に既存の金融市場に与えるショックにも十分な警戒が必要だ。仮想通貨の価格変動は非常に大きく、急激な価格下落によって投資家が大きな損失を被ることもある。もしも投資家が、既存の金融市場で調達した資金で仮想通貨に投資を行なっていれば、多額の債務が焦げ付くという形で既存の金融市場に大きな影響を与える可能性がある。

一つの国の中で複数の通貨が取引に活発に利用されるということはまずない。従来型の通貨の数は200に満たない。千種類を超える仮想通貨の多くはいずれ淘汰されて消えて無くなり、無価値になってしまうはずだ。仮想通貨がもっと活発に支払や送金に利用されるようになって取引量が急速に拡大していくと、より新しい規格で高速で大量の取引ができる仮想通貨に利用がシフトしていく可能性もある。現在最も時価総額の大きなビットコインが、このまま生き残るといった保証は無い。

ビットコインなどの仮想通貨を支えているブロックチェーンが革新的で、通貨以外の多くの分野での利用が期待できる有望な技術であることは広く認められている。しかし、国や中央銀行が関与しない仮想通貨がどこまで成長できるのかは未知数だ。中央銀行が生まれた背景などから筆者が懐疑的であるということは以前にも述べたとおりである。

発展にブレーキをかけることは避けるべきだが、仮想通貨の価格急落が既存金融市場を揺るがすという事態には十分な警戒が必要である。

目指すべき賃上げ率は4%


 経済研究部 経済調査室長 齋藤 太郎
 tsaito@nli-research.co.jp



さいとう・たろう
 92年日本生命保険相互会社入社。
 96年ニッセイ基礎研究所、12年より現職。
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。
 16年度優秀フォーカスター(4年連続7回目の受賞)。

ベースアップ、実質賃金が重要

「目指すべき賃上げ率は4%です」と言う
 と驚かれることが多い。しかし、4%とい
 う数字には根拠がある。

春闘賃上げ率は2014年に13年ぶりに
 2%を上回った後、4年連続で2%台を
 キープしている。しかし、この場合の2%は
 定期昇給を含んだもので、労働市場の平
 均賃金に直接影響を与えるのは定期昇給
 を除いたベースアップだ。

確かに、個々の労働者の賃金水準は平
 均的には毎年定期昇給分だけ上がってい
 く。しかし、毎年高齢者が定年などで退職
 する一方で、若い人が新たに働き始めるの
 で、労働市場全体の平均年齢はほとんど
 変わらない。したがって、マクロベースの賃
 金上昇率を考える際には、定期昇給分を
 除いたベースアップを見ることが適切だ。
 2017年の春闘賃上げ率は2.11% (厚生
 労働省調査)だったが、定期昇給分を除い
 たベースアップは0.4%程度にすぎない。

また、労働者の生活や消費行動に直結
 するのは、名目賃金を消費者物価で割り引
 いた実質賃金である。デフレ下ではベース
 アップがなくても実質賃金はあまり下がら
 なかった。しかし、安倍政権が発足してから
 現在までの消費者物価は、消費税率引き
 上げの影響もあって6%近く上昇した。
 この間の名目賃金上昇率は2%弱にすぎ
 ないため、実質賃金は4%近く低下している。

賃上げの要求水準が低い

2018年の春季交渉を巡る環境を確認
 すると、失業率は完全雇用とされる3%

程度を下回る2%台後半まで低下し、企業
 収益も過去最高を更新し続けるほど絶好
 調だ。また、消費者物価(生鮮食品を除く
 総合)は2017年1月に上昇に転じた後、ゼ
 ロ%台後半まで伸びを高めている。賃上
 げ率を大きく左右する労働需給、企業収
 益、物価はいずれも明確に改善している。
 2018年は賃上げにとってまたとない好機
 といえる。

しかし、組合側の要求水準は上がってい
 ない。連合の2018年春季生活闘争方針で
 は、賃上げ要求水準が2年連続で据え置
 かれた。また、連合傘下組合の実際の要求
 水準も2013、2014年と大幅に上昇した
 が、2016、2017年と低下し、実際の賃上げ
 率も2年連続で低下した。組合からの要求
 水準が低いままでは実際の賃上げ率が大き
 く高まることは期待できないだろう。

そもそも、経営者に自ら進んで積極的
 な賃上げを行うことを期待することに無
 理があるかもしれない。経営者の重要な
 任務は自社の収益を最大化することであ
 り、そのためにはなるべく賃金を上げずに
 働いてもらうほうが合理的だからだ。賃金
 を上げなければ優秀な社員が辞めてしま
 う、労働組合からの賃上げ要求が厳しくな
 る、などといった状況になって、やむなく賃
 金を上げるというのが実態ではないか。

2%の物価目標と整合的な賃上げ率

日本銀行が「物価安定の目標」としてい
 る消費者物価上昇率2%は達成されてい
 ないが、日本銀行が2%の旗を降ろす気
 配はない。今のところ消費者物価上昇率
 はゼロ%台後半にとどまっているが、円安、

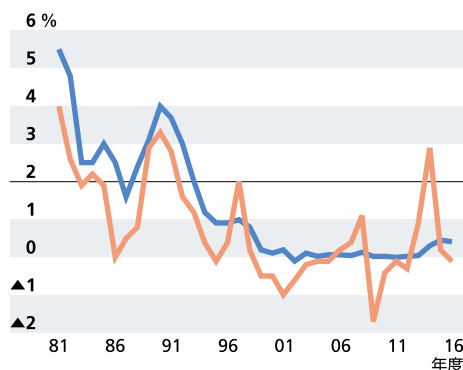
原油高が大きく進んだ場合などには2%
 に達することもありうるだろう。

2%の物価目標が達成された場合、実
 質賃金の伸びがプラスになるためには
 2%以上のベースアップが必要となる。
 ベースアップがほとんどない時期が長
 かったため、継続的に物価以上に賃金が
 上がることを想像できない人が増えてい
 るかもしれない。しかし、長期的に見れば
 ベースアップは消費者物価上昇率を上回
 ることがほとんどであった[図表]。

[図表] ベースアップと物価上昇率

資料: 中央労働委員会、総務省統計局

— ベースアップ — 消費者物価上昇率



ベースアップ2%を一般的に用いられる
 定期昇給込みの賃上げ率で表せば4%に
 なる。これが冒頭で示した目指すべき賃上
 げ率の根拠だ。現実的には4%どころか安
 倍首相が経済界に要請した3%の賃上げ
 を達成するのに時間もかかるだろう。し
 かし、2%の物価目標と整合的な賃上げ率
 はあくまでも4%であり、3%が達成され
 たとしてもそれは通過点にすぎないこと
 を認識しておくべきだろう。

介護保険料引き上げの背景を考える

応益負担から応能負担への転換



生活研究部 准主任研究員 三原 岳
mihara@nli-research.co.jp

1—— 介護保険料の引き上げ

大企業が設置する健康保険組合(健保組合)に加入する従業員のうち、40歳以上の人が支払う介護保険料が2017年8月から引き上げられた。厚生労働省の試算によると、中小企業の従業員など1,653万人が負担減となる一方、健保組合を持つ大企業の従業員や公務員の1,272万人が負担増となるという。これは介護保険財源の28%を占める第2号被保険者の負担分のうち、健保組合などの被用者保険に関して、負担ルールを加入者割から総報酬割に変更した影響である。

では、この負担増を伴う制度改正はなぜ実施されたのだろうか。あるいはどんな意味を持つのだろうか。制度改正の議論や背景を考察すると、国家財政を巡る「帳尻合わせ」という側面が見えてくる。さらに、負担能力に応じて保険料を徴収する「応能負担」の強化という解釈が可能であり、「取れるところから取る」という安易な側面も指摘できる。

本稿では、介護保険財政の現状や厳しい国家財政のやり繰りを視野に入れつつ、制度改正の背景を考察することで、今回の制度改正が国家財政の帳尻合わせだった点を指摘する。その上で、こうした帳尻合わせが制度の信頼性を損なう可能性を問題点として論じ、給付と負担の問題に真正面から取り組む必要性を指摘する。

2—— 保険料が上がった理由

1 | 介護保険の財政構造

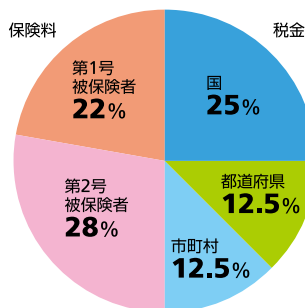
今回の制度改正の背景を探る上では、

医療保険や介護保険を巡る複雑な税金、保険料の流れについて全体像を理解する必要がある。

まず、2000年に制度化された介護保険制度では図1の通り、50%を税金、50%を保険料で賄っている。

【図表1】介護保険の財源構成(在宅系)

出典：厚生労働省資料を基に作成
注：施設系の税金部分は負担割合が異なる。



このうち、保険料の部分は年齢で区切られている。具体的には、第1号被保険者と呼ばれる65歳以上の高齢者が22%、第2号被保険者と呼ばれる40歳以上65歳未満の人が28%を負担している。今回の制度変更は28%に相当する第2号被保険者に関わる部分である。

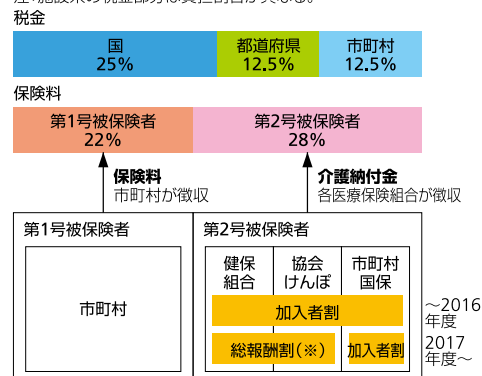
第2号被保険者が支払う保険料については、加入する公的医療保険の種類で異なる。日本は国民全員が何らかの公的医療保険制度に加入する「国民皆保険」を採用しており、大手企業の被用者を対象とした健保組合、主に中小企業の被用者が加入する協会けんぽ、自営業者を想定した市町村国民健康保険に大別できる。

そして、第2号被保険者の介護保険料については、医療保険料に上乘せする形で医療保険組合ごとに徴収されており、それぞれの保険組合が国に「介護納付金」として支払っている。

こうして各保険組合に割り振られる保険料の水準については、各保険組合の加入者数に応じて決まっていた。分かりやすく言うと、現役世代が支払う28%分の保険料負担については、40歳以上64歳未満の国民が頭数で「割り勘」していたのである。

【図表2】介護保険料の流れ

出典：財務省、厚生労働省資料を基に作成
注：施設系の税金部分は負担割合が異なる。



※の総報酬割部分は2020年全面移行、2019年度まで段階移行

2 | 加入者割から総報酬割への転換

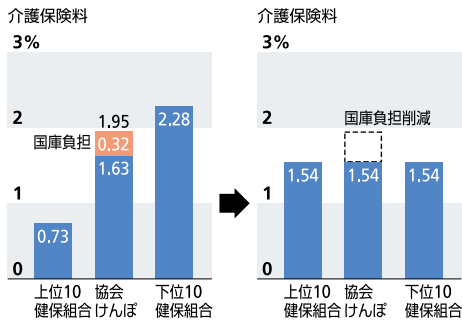
だが、2017年に成立した改正介護保険法では「割り勘ルール」を変え、健保組合、協会けんぽなどサラリーマンが加入する被用者保険については、3年間を掛けて全て所得ベースに変更する。これが「総報酬割」と呼ばれる仕組みである。この結果、相対的に高所得者が多い健保組合の保険料負担が増えたが、協会けんぽや低所得者が多い健保組合の保険料負担が減ることになった。

一方、総報酬割の導入に伴って協会けんぽに割り振られる保険料の負担が減ること、協会けんぽの財政が改善することが期待されるため、その分の国庫負担を削減した。削減額は2017年度予算ベースで440億円に及ぶ。総報酬割の導入と協会けんぽの国庫負担削減のイメージは図3の通りである。



みはら・たかし
95年時事通信社入社。
11年東京財団研究員を経て、
17年10月ニッセイ基礎研究所(現職)。
『医業経済』に「現場が望む社会保障制度」を毎月連載中。

[図表3] 総報酬割導入に伴う負担変更のイメージ
出典:厚生労働省、財務省資料を基に作成



3—— 財政再建目標との関係性

こうした回りくどい方法を採用した背景には厳しい国家財政の現状と財政再建の難しさがある。

一般会計の規模は2017年度予算で97兆4,547億円であり、歳出の3分の1に相当する32兆4,735億円を社会保障費が占めている一方、歳入の約30%を赤字国債で賄っている。

そこで政府は2020年度までに国・地方の基礎的財政収支(プライマリー・バランス、PB)を黒字化させる目標を立てた上で、高齢化などの影響で毎年7,000億円程度増える社会保障費の増加幅を5,000億円程度に抑制する方針を掲げていた。つまり、自然体だと増加する社会保障費を抑制するため、制度改革を通じて毎年1,500~2,000億円程度削減する必要があった。しかし、国民や医療・介護事業者の反発を受ける社会保障費の削減・抑制は容易ではない。そこで、財政再建目標との整合性を確保するため、こうした帳尻合わせの政策が採用された。

4—— 社会保障の負担に関する2つの考え方

社会保障費の負担に関する考え方を大別すると、受益に着目する「応益負担」と、能力に応じて徴収する「応能負担」の2種類があり、双方に一長一短がある。

まず、前者の応益負担とは所得の水準にかかわらず、個人に定額負担を求めるような方法である。これは負担を平等に分け合う考え方だが、低所得者にも高所得者と同じ負担を求めることになり、低所得者の負担が相対的に重くなる逆進性を持つ。

一方、高所得者に多くの負担を求める応能負担は社会的合意を得やすいが、保険料を主な財源とする社会保険方式の場合、一定の限界がある。社会保険は国民に強制加入の義務を課すなど民間保険と異なる点が多いが、それでも「保険」である以上、保険料の負担には一定の反対給付を伴う必要がある。このため、給付と負担の関係が著しく均衡を欠くと、国民は保険料を支払う必要性を感じなくなる危険性がある。

極端な例を言うと、100万円の保険料負担を強制されているのに、全く給付を期待できない人はいくら社会保険とはいえ、保険加入のメリットを感じないであろう。給付と負担の関係が直接的に繋がっていない税金と違い、社会保険料における応能負担の強化には限界があるのである。

応益、応能という2つの考え方を今回の改正に当てはめると、応益負担から応能負担への転換を意味しており、筆者自身としては、財源確保が難しくなっている中、応能負担を強化する大きな流れは避けられないと考えている。

しかし、第2号被保険者は介護保険料を払っても、ほとんど反対給付を期待できない分、元々の仕組みとして保険料の「払い損」となっている面がある。こうした中で、今回の制度改革のように応能負担を強化すると、所得の高い現役世代が「高い保険料を払っても給付を受けられない」という不満を持つ可能性がある。そして、今回のように帳尻合わせを通じて「取れるところから取る」という安易なスタンスを続ければ、制度の信頼性を失わせることになる。

5—— むすびにかえて

～給付と負担に関する真正面の論議を～

社会保障の制度改革を巡る議論では給付の充実が支持されやすく、負担増は嫌われがちである。特に負担増の議論は個人の損得にダイレクトに結び付く上、立場や考え方で様々な議論があるため、なかなか議論が収束しない面がある。実際、今回の介護保険料引き上げについても背景や理由などが論じられず、新聞紙面では「大企業のサラリーマン負担増」などの見出しが目立ち、負担増のイメージだけが先行している印象もある。

しかし、社会保障を巡る給付と負担の議論については、こうした立場や意見の違いを調整しつつ、社会的な合意を作っていくことが求められる。特に、厳しい財政状況の中、団塊の世代が75歳以上となる2025年には医療・介護費用の増加が予想されているだけに、給付と負担の在り方を真正面から議論しなければならない時が来ている。

J-REIT市場の事業環境と今後の収益見通し

今後5年間の分配金レンジは▲6%～+13%の見通し



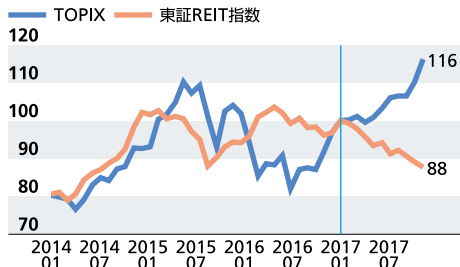
金融研究部 主任研究員 岩佐 浩人
hiwasa@nli-research.co.jp

1—— J-REIT市場は軟調に推移

低金利環境のもと不動産価格が上昇しオフィス市況も着実に改善するなど不動産ファンダメンタルズが良好な一方で、J-REIT（不動産投資信託）市場の動きが冴えない。市場全体の値動きを表す東証REIT指数は年初より▲12%下落した（10月末時点）。好調な企業業績を背景に高値を更新する株式市場と比較した場合、両者のリターン格差は一段と拡大しJ-REIT市場の低迷が目立っている[図表1]。

〔図表1〕東証REIT指数とTOPIX
(2016年12末=100、配当除き)

出所：東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



こうした下落の要因の1つに、不動産市況が今後悪化に向かうのではないかと懸念がある。2012年12月に始まった「アベノミクス景気」は、2017年9月で「いざなぎ景気」を抜いて戦後2番目に長い景気拡大局面となる。景気循環や市況サイクルを前提に考えると、不動産市況がいつ自律的な調整を開始しても不思議ではない。ニッセイ基礎研究所では「東京都心部Aクラスビル賃料は、2018年から緩やかな下落局面に入る」と見ている。それでは、事業環境の変化によってJ-REIT市場の分配金はどれほどの影響を受けるであろうか。以下では、ニッセイ基礎研究所の国内6都市のオフィス賃料予測並びに金利見通しなどを利用し、今後5年間の分配金成長率を確認したい。

2—— 事業環境の変化に伴う収益インパクトを試算

J-REITは主に、①保有不動産の賃貸事業収益(NOI)の増加(内部成長)、②新規の不動産取得(外部成長)、③借入利率の低下(財務)、を通じて1口当たり分配金の成長を目指す。すなわち、①不動産賃貸市況の改善、②不動産取引市場の活発化、③金利低下の3つの条件が整う時期に最も業績の拡大が期待できる。

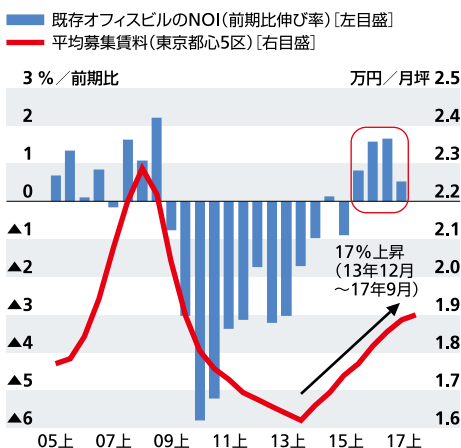
1 | 保有ビルのNOIは今後5年間で

▲3%～▲11%減少する可能性

三鬼商事によると、東京都心5区の平均募集賃料(9月末)は2013年12月を底に45ヶ月連続でプラスとなりこの間の上昇率は17%となった[図表2]。オフィス市況の改善は東京から地方へ波及し全国の都市で空室率が低下し賃料も反転している。こうした市況回復を追い風にJ-REIT保有ビルも内部成長を実現している。継続比較可能な物件を対象に保有ビルのNOIを集計しその推移を確認すると、2015年下

〔図表2〕保有ビルの内部成長と都心5区オフィス賃料

注：各時点で3期以上の運用実績があり継続比較可能な物件を対象に集計
出所：三鬼商事、開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



期から4期連続で前期比プラスとなり直近2年間で4.6%増加した。一方、各社の開示資料などをベースに保有ビルの賃料ギャップ(継続賃料と市場賃料のかい離率)を算出すると、これまでの賃料更改などを経て市場全体で0%(継続賃料÷市場賃料)と推計される。したがって今後のオフィスビルの内部成長は市場賃料の動向次第だと言える。

ニッセイ基礎研究所による国内6都市のオフィス賃料予測(標準、楽観、悲観)によると、今後5年間の賃料変動率は、標準シナリオで東京が▲7%、大阪が+6%、名古屋が▲1%、福岡が▲6%、札幌が▲15%、仙台が+3%となっている[図表3]。オフィスビルの供給計画や需要見通し、これまでの賃料上昇率の違いなどから各都市でバラツキが見られるが、このうち東京都心Aクラスビル賃料は2018年から2020年まで下落するとみている。

この予測を利用して、一定の前提条件のもと今後5年間の保有ビルの内部成長率を計算した。結果は、標準シナリオで▲6.0%、楽観で▲3.7%、悲観で▲10.8%となった[図表4]。収益ベースで約68%を占める東京の賃料下落の影響が大きく、相対的に賃料が上振れする楽観シナリオでも内部成長率はマイナスと計算された。

2 | 外部成長は分配金にプラス寄与

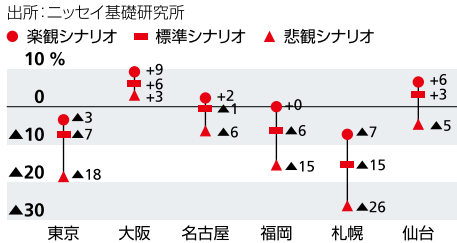
J-REITによる物件取得は、2013年に2.3兆円と過去最高を記録しその後も高い水準(1.6兆円～1.8兆円)を維持している[図表5]。2017年上期の取得額は0.8兆円で過去3年と同程度のペースで物件を取得している。一方で課題は取得利回り



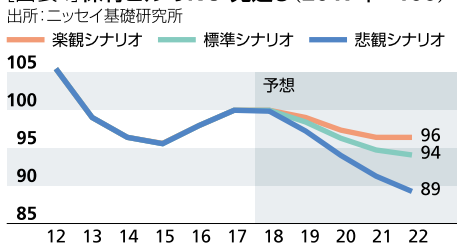
いわず：ひろと

93年日本生命保険相互会社入社。05年ニッセイ基礎研究所(現職)。
著書に「不動産ビジネスはますます面白くなる」、
「不動産力を磨く」(共著)。
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。

[図表3] 各都市のオフィス賃料変動率(今後5年間の累計)



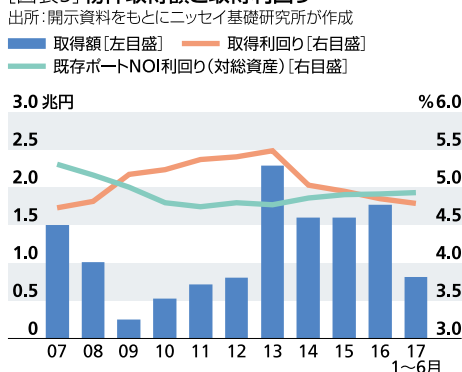
[図表4] 保有ビルのNOI見通し(2017年=100)



の低下だ。2009年以降、既存ポートを上回る利回りで不動産を取得しポート全体の利回り低下を下支えしてきたが、不動産価格の上昇により最近では高い利回りで購入が難しくなっている。

現在の市場環境を踏まえて、今後の外部成長について以下のシナリオを想定し分配金への影響を計算する(年間1.5兆円取得、利回り4.8%、借入比率50%、公募増資PBR1.2倍、借入金利0.7%)。結果は、分配金は5年間で+7.2%増加する。既存ポートを下回る利回りで物件を取得したとしても資金調達コストが十分に低いこと

[図表5] 物件取得額と取得利回り



から分配金にプラス寄与する。しかし、資金調達コストは資本市場の影響を強く受けるためJ-REIT市場の下落や金利上昇リスクに十分留意する必要がある。

3 | 財務は分配金にプラス寄与

2016年1月末に日銀がマイナス金利を導入し10年国債利回りは大きく低下した。その後は新たな政策目標のもと10年国債利回りはプラス圏に浮上したが依然低位で推移し、J-REIT各社は好条件でデット資金を調達できている[図表6]。

2017年上期にJ-REITが発行した投資法人債の平均利率は0.44%に低下した。現在のJ-REIT全体の負債利率(融資関連費用を含む)は0.93%のため、利払い費用の減少によって分配金の増加が期待できそうだ。

次に、ニッセイ基礎研究所の金利見通し(メイン、楽観、悲観)をもとに、金利変動に伴う分配金の増減(今後5年間)を計算する[図表7]。

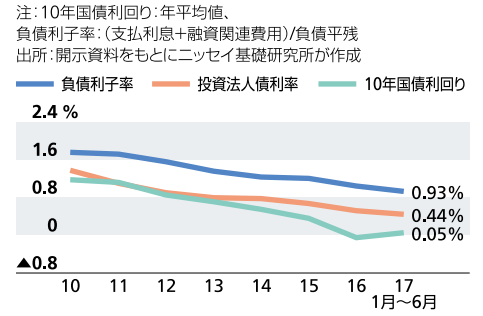
結果は、分配金はメインシナリオで+1.8%増加、楽観で▲4.0%減少、悲観で+7.8%増加する。金利がこれからも低位で推移するシナリオでは借入コストが低下し分配金が増加する一方、金利が早期に上昇するシナリオではマイナスの影響が出ることになる。

4 | 今後5年間の分配金レンジは

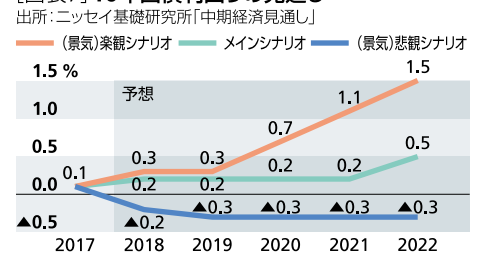
▲6% ~ +13%の見通し

最後に、これまでに想定した各種シナリオを組み合わせることで今後5年間の分配金レンジを計算する[図表8]。オフィス

[図表6] 負債利率、10年国債利回り、投資法人債利率

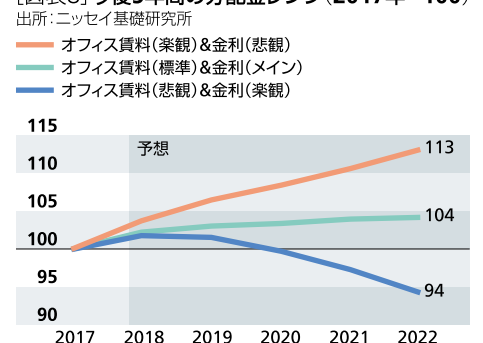


[図表7] 10年国債利回りの見通し



賃料(標準)と金利(メイン)の組み合わせの場合、分配金成長率は+4%となりこれまでより鈍化するものの増益基調を維持する結果となった。また、最も高い成長率は+13%、最も低い成長率は▲6%となる。オフィス賃料の下振れ(悲観)と金利上昇(楽観)の組み合わせの場合、分配金は2019年まで概ね横ばいで推移したのち減少に転じる。しかし、この最悪シナリオにおいても分配金の減少率は年率▲1%程度と限定的で、J-REITの収益安定性を確認する結果となった。

[図表8] 今後5年間の分配金レンジ(2017年=100)



2017~2019年度経済見通し


 経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
 tsaito@nli-research.co.jp

1—— 景気回復期間は戦後2番目の長さに

日本経済は着実な回復を続けており、実質GDPは2016年1-3月期から7四半期連続のプラス成長となった。2012年12月に始まった今回の景気回復は、2017年9月で58ヵ月となり、「いざなぎ景気」の57ヵ月を上回り、戦後2番目の長さになったとみられる。

今回の景気回復期の特徴としては、2014年4月に消費税率の引き上げが実施され、景気が足踏み状態となっていた期間が長かったため、過去の大型景気と比べて経済成長率が低いことが挙げられる。回復局面における成長率(年平均)は、いざなぎ景気の11.5%、バブル期の5.4%、戦後最長景気の1.6%に対して、今回は1.5%にとどまっている。

経済活動を企業部門と家計部門に分けてみると、企業部門は堅調だ。特に、企業収益(法人企業統計の経常利益)は今回の景気回復局面で65%増えており、いざなぎ景気には及ばないものの、バブル景気、戦後最長景気に匹敵する高い伸びとなっている[図表1]。

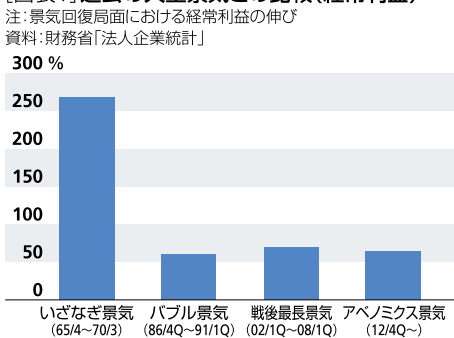
こうした中、設備投資も底堅く推移している。企業収益の好調さを考えれば物足りないが、設備投資の伸びは年平均で3.6%と実質GDP成長率を大きく上回っている。

一方、家計部門は個人消費を中心に低調な推移が続いている。GDP統計の民間消費の伸びは年平均で0.5%、実質GDP成長率に対する相対的な伸びも約3分の1にすぎず、過去の景気回復局面の中で最も低い[図表2]。

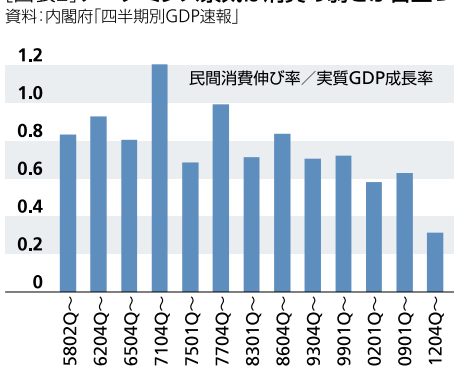
GDP統計の雇用者報酬は比較的順調

に伸びているが、個人消費に直結する家計の可処分所得の伸びは、超低金利の長期化に伴う利子所得の低迷、マクロ経済スライドや特例水準の解消による年金給付額の抑制、年金保険料率の段階的引き上げによる社会負担の増加などから、雇用者報酬の伸びを大きく下回っている。アベノ

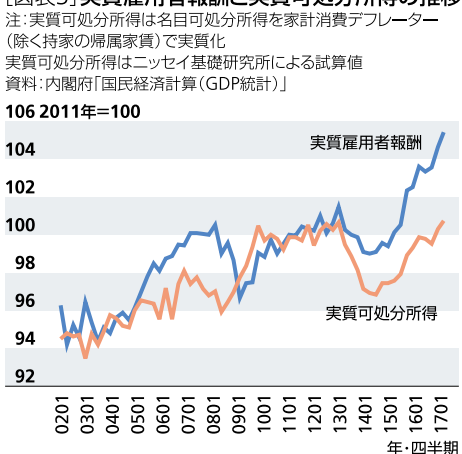
[図表1] 過去の大型景気との比較(経常利益)



[図表2] アベノミクス景気は消費の弱さが目立つ



[図表3] 実質雇用者報酬と実質可処分所得の推移



ミクス開始からの5年弱で、実質雇用者報酬は5.4%増えているが、実質可処分所得はこの間に0.2%しか増えていない[図表3]。可処分所得の伸び悩みが消費低迷の主因と考えられる。

2—— 企業の設備投資意欲は高まらず

設備投資は企業収益の改善を背景に底堅く推移している。日銀短観の2017年度設備投資計画は2016年度を上回る伸びとなっており、GDP統計の設備投資も2017年度に入ってから伸びを高めている。

ただし、足もとの設備投資の回復は、あくまでも企業収益の大幅な増加に伴う潤沢なキャッシュフローを主因としたもので、企業の設備投資スタンスが必ずしも積極化している訳ではない。企業の設備投資意欲を反映する「設備投資/キャッシュフロー比率」は低水準の推移が続いているが、企業収益が大幅に増加する中で設備投資の伸びが限定的にとどまっていることから、ここにきてさらに水準を切り下げている。

設備投資は先行きも堅調に推移するが、期待成長率の上昇によって企業の投資意欲が高まるまでには時間を要するだろう。また、好調が続く企業収益だが、2018年度には人件費上昇に伴うコスト増などから増益率が鈍化することが見込まれる。これに伴い2018年度入り後には設備投資の伸びも頭打ちとなる可能性が高い。

3—— 個人消費の回復は緩やかにとどまる

消費動向を左右する雇用所得環境の先行きを展望すると、雇用者数の大幅増加を



さいとう・たろう
 92年日本生命保険相互会社入社。
 96年ニッセイ基礎研究所、12年より現職。
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。
 16年度優秀フォーカスター(4年連続7回目の受賞)。

主因として2017年度の名目雇用者報酬は前年比2.0%となるが、物価が上昇していることから、実質雇用者報酬は2016年度の前年比2.7%から同1.5%へと伸びが大きく低下することが見込まれる。

2018年度は企業業績の改善、物価上昇を受けて春闘賃上げ率が3年ぶりに前年を上回ることが予想される。今回の予測では、2018年の春闘賃上げ率は2017年の2.11%から2.35%まで高まることを想定している。この結果、2018年度の名目雇用者報酬は前年比2.4%と伸びが高まるが、円安、原油高の影響などから、消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)が2017年度の前年比0.7%から同1.1%へと高まるため、実質雇用者報酬は前年比1.5%と2017年度と同じ伸びにとどまり、消費税率引き上げによって物価上昇率がさらに高まる2019年度には同1.1%へと伸びが低下するだろう[図表4]。

また、個人消費の動向を左右する家計の可処分所得の伸びが雇用者報酬の伸びを下回る状況は今後も継続する。2005年度に開始された年金保険料率の段階的

な引き上げは2017年度で打ち止めとなるが、マクロ経済スライドによる年金給付額の抑制は引き続き実施されるためである。民間消費は2017年度には消費性向の上昇によって前年比1.3%と可処分所得の伸びを上回るが、2018年度は同0.9%、2019年度が同0.7%と可処分所得と同程度の伸びとなるだろう。

4 —— 実質成長率は2017年度1.9%、2018年度1.2%、2019年度1.0%を予想

日本経済は、円安基調や海外経済の回復に伴う輸出の増加、高水準の企業収益を背景とした設備投資の回復が続くことが見込まれる一方、実質所得の低迷が続く家計部門は消費、住宅投資ともに低調に推移する公算が大きい。当面は企業部門(輸出+設備投資)主導の成長が続くことが予想される。

2018年度は企業部門の改善が家計部門に一定程度波及し、名目賃金の伸びは2017年度よりも高まるだろう。ただし、物価上昇率が高まることから実質所得の伸びは限定的なものにとどまり、消費が景気の牽引役となることは引き続き期待できない。また、企業の投資スタンスが慎重な中では企業収益の減速に伴い設備投資の伸びが頭打ちとなることは避けられないだろう。この結果、2018年度の成長率は2017年度よりも明確に低下する可能性が高い。ただし、景気の回復基調は維持され、2018年度末頃には景気回復期間が戦後最長景気(2002年2月~2008年2月)を上回り、過去最長を更新する公算が大きい。

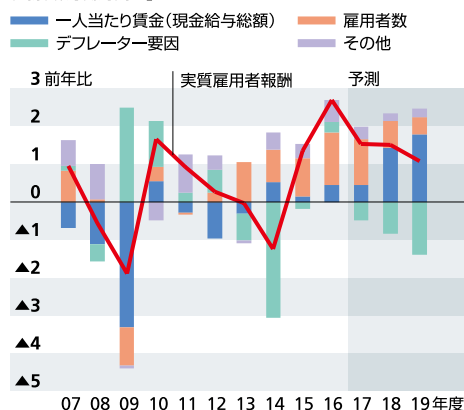
2019年度は2019年10月に予定されている消費税率引き上げ(8%→10%)が経済、物価に影響を及ぼす。ただし、前回よりも税率の引き上げ幅が小さく、飲食料品(酒類と外食を除く)及び新聞への軽減税率の適用によって、1%引き上げによる消費者物価への影響は従来の約4分の3にとどまる。また、税率引き上げは2019年度下期からとなるため、2019年度への影響は1%分(軽減税率導入を考慮すると0.75%分)となる。さらに、年度途中からの引き上げとなるため、駆け込み需要とその反動減は2019年度内ではほぼ相殺されることが想定される。

2014年度の実質GDPは消費税率引き上げによる悪影響を主因として▲0.3%のマイナス成長となった。次回の消費税率引き上げは前回に比べて経済に対するマイナスの影響が小さくなることに加え、2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催に伴う押し上げ効果も期待されることから、2019年度の経済成長率が大きく落ち込むことは避けられるだろう。

実質GDP成長率は2017年度が1.9%、2018年度が1.2%、2019年度が1.0%と予想する[図表5]。

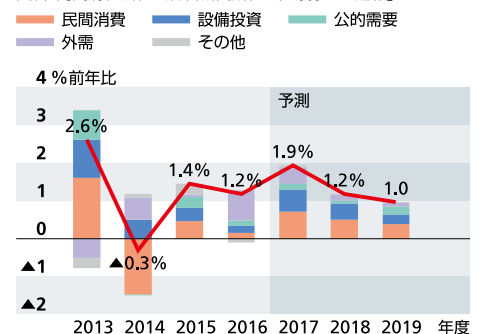
[図表4] 実質雇用者報酬の予測

資料：内閣府「四半期別GDP速報」、厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」



[図表5] 実質GDP成長率の推移

資料：内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」



医療における規模の経済性

患者が増えると平均費用が増す？



保険研究部 主任研究員 篠原 拓也

tshino@nli-research.co.jp



しのはらたくや
92年日本生命保険相互会社入社
14年ニッセイ基礎研究所
日本アクチュアリー会正会員

主な著書「ぼみんなに知ってほしい 不妊治療と医療保障」(共著)。

医療は、サービス業の一種と見ることができる。通常、サービスは、それをを行うための施設、設備、スタッフ等の配備により、提供できる上限の量が定まる。医療を経済的に分析する際には、そうした、サービス提供上の制約を、理解しておく必要がある。

製造業、物品販売業、サービス業を問わず、生産規模が拡大するに連れて、製品・サービス1単位あたりの平均費用が低下していくという、規模の経済性が成り立つとされている。これを医療において、実際のデータから確認しようとする、妙なことが起こる場合がある。

横軸に患者数、縦軸に平均費用をとり、各医療機関のデータをプロットする。これに近似曲線を描いて、平均費用曲線を推定すると、緩やかな右肩上がりの曲線となった[図表1]。これは、患者が増えると、平均費用が増加することを示している。医療には、規模の経済性は働かないのだろうか。

実は、この平均費用曲線の推定には、カラクリがある。医療機関について、大病院も、小病院や診療所も同じグラフの中で表示している。それぞれの医療機関で、主として行われる医療の違いも、考慮していない。

一口に医療機関と言っても、病床数が1,000床を超える大病院から、30床前後の小病院、20床未満や、病床を持たない外来専門の診療所まで、様々である。医療の中身も、専門医による特定の医療機器や医薬品を用いた高度医療から、かかりつけ医でのプライマリ・ケアまで、大きな違いがある。

これらの違いを考慮すれば、大病院と、小病院・診療所を同列に論じることには、

あまり意味がないとわかってくるだろう。これらを分けて、それぞれのグループについて、近似曲線を描いて、平均費用曲線を推定すると、[図表2]のようになる。

大病院のグループと、小病院・診療所のグループの中では、それぞれ、右下がりの平均費用曲線が描かれた。つまり、各グループ内では、規模の経済性が成り立っていることが確認できる。このように、患者の数が増えていくと、提供する医療サービスの中身が大きく変わるため、それを踏まえて、グループ分けをして、分析する必要が生じる。

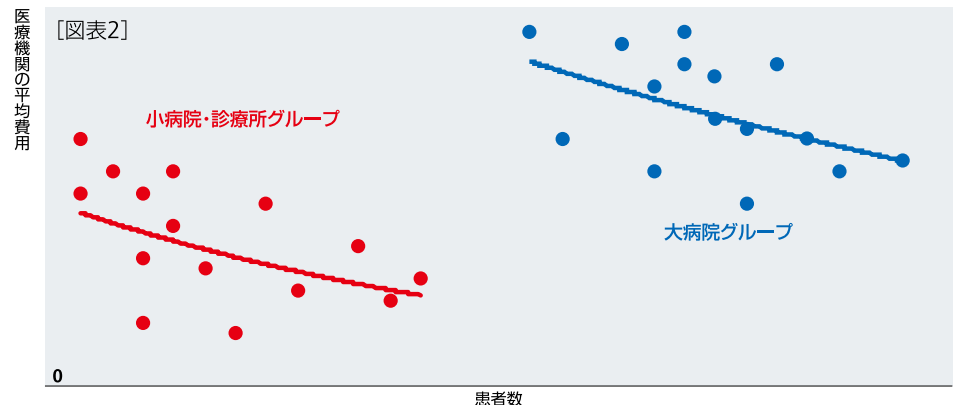
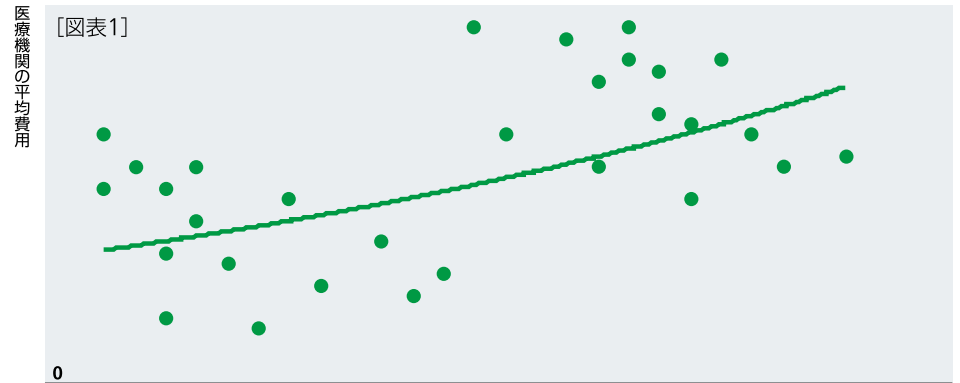
医療に限らず、こうした傾向は、一見似ているが、実は異なる製品やサービスを提供する産業で、目にすることがある。例えば、

生保会社も損保会社も、保険を取り扱う会社として、同列に論じられる場合がある。しかし、よく見てみれば、生保会社の方が、終身保険や100歳満期定期保険など、取り扱う保険の期間が圧倒的に長い。このため、資産運用の期間は、超長期の生保に対して、比較的短期の損保というように、大きく異なっている。この違いを無視して、各保険会社の資産運用のデータをグラフに示して、分析を進めていくと、ミスリーディングな結果につながりかねない。

データをもとに、何かの傾向を推定する際には、まず、各データの母集団の内容が同質であることを確認する必要があると思われるが、いかがだろうか。

医療機関の平均費用

筆者作成(データは筆者が仮定したものであり、実際のものではない)



繰り返される「年初の円高」、 2018年初も要警戒

ド ル円は12月上旬に米税制改正手続きの前進やつなぎ予算の成立を受けて113円台に上昇したが、中旬のFOMCで利上げペース加速が示唆されなかったことを受けて下落、足元は112円台後半にある。

今後もしばらくはドルの上値が重く、むしろ円高に注意が必要な時間帯になりそうだ。米物価は低迷を続けており、利上げ観測が盛り上がることは当面期待できない。また需給面では、投機筋の円売りポジションが積み上がっている。そうした中で、下振れリスクへの警戒が高まれば、リスク回避の円買いが発生しやすい。世界を見渡すと、北朝鮮問題、中東の混乱、中国経済の減速、ロシアゲート問題など多くのリスクが存在している。振り返ると、2014年以降、毎年年初にリスク回避等による円高が進行してきたが、2018年初も円高に振れる場面がありそうだ。ただし、春先になると、米税制改正の効果もあって米経済・物価に加速の兆しが出てくることで、ドルが買い戻されるだろう。3ヵ月後の水準は114円台と予想している。

ユーロ円は、12月半ばにかけて133円台での推移を続けていたが、ECB理事会で緩和継続に前向きな姿勢が示されたことで下落し、足元は132円台半ばにある。今後もユーロ圏の好調な景気がユーロ高圧力となる一方で、反EU派の台頭が予想されるイタリア総選挙などの政治リスクがユーロ安圧力になりそうだ。また、ECBは緩和終了を急がない姿勢を示しているため、金融政策面からのユーロ高圧力も抑制される。ユーロ円は方向感が出にくく、3ヵ月後の水準は現状比横ばい圏内と見ている。

長期金利は、米金利が伸び悩むなかタイトな需給環境が意識され、足元は0.04%付近で推移している。当面は地政学リスクなどへの警戒に伴う安全資産需要もあって低迷が予想されるが、春先には、米経済・物価に加速の兆しが出てくることで、米金利の上昇が波及するだろう。3ヵ月後の水準は0.07%付近を予想している。

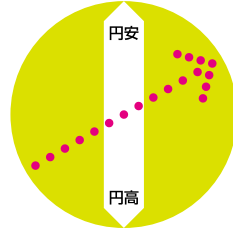


シニアエコノミスト **上野 剛志**
 うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp
 1998年日本生命保険相互会社入社、
 2001年同財務審査部配属、
 2007年日本経済研究センターへ派遣、
 2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
 2009年ニッセイ基礎研究所(現職)。

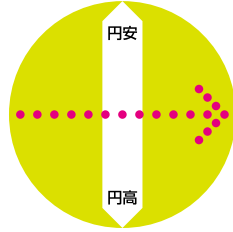


Market Karte

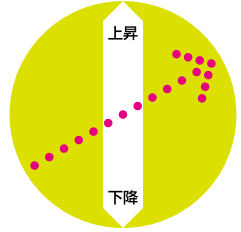
January 2018



ドル円・3ヵ月後の見通し

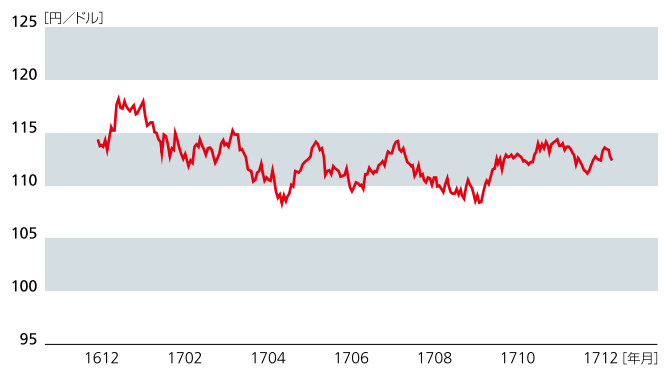


ユーロ円・3ヵ月後の見通し

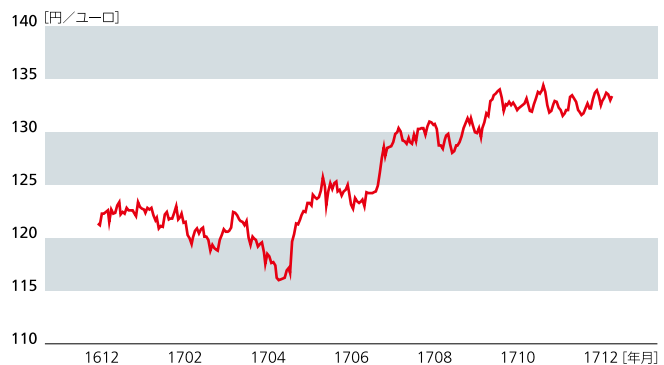


長期金利・3ヵ月後の見通し

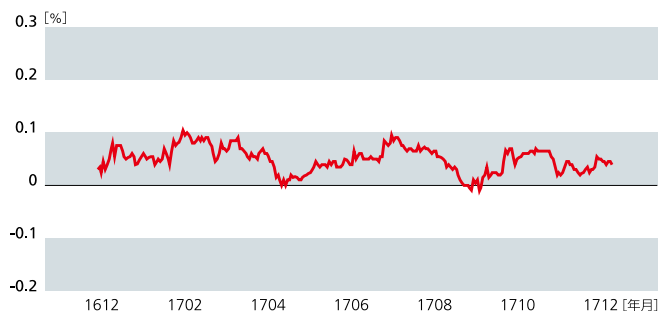
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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 2016年健康寿命は延びたが、平均寿命との差は縮まっていない
～2016年試算における平均寿命と健康寿命の差
村松 容子 [基礎研レター | 2017/7/31号]
- 2 2017～2019年度経済見通し(17年11月)
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2017/11/16見通し号]
- 3 地域医療構想を3つのキーワードで読み解く(1)
～都道府県はどこに向かおうとしているのか
三原 岳 [基礎研レポート | 2017/11/24号]
- 4 リーマンショック前の水準にまで上昇した米ドル円のヘッジコスト
福本 勇樹 [基礎研レター | 2017/11/27号]
- 5 まるわかり“内部留保問題”
～内部留保の分析と課題解決に向けた考察
上野 剛志 [基礎研レポート | 2017/11/30号]

コラムアクセスランキング

- 1 「夫は仕事、妻は家庭」が理想の男性比率
47都道府県価値観ランキング(1)
～未婚化データ検証「理想の彼はどこにいる?」
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2017/12/11号]
- 2 目指すべき賃上げ率は4%
斎藤 太郎 [研究員の眼 | 2017/11/20号]
- 3 ビットコイン1万ドル台に
～既存市場を揺るがす恐れも～
樋 浩一 [エコノミストの眼 | 2017/11/30号]
- 4 人工知能の台頭、それでも必要な人間力
牧野 敬一郎 [研究員の眼 | 2017/11/10号]
- 5 数字の「12」が持つ意味とその不思議な魅力
～「12」という数字は何でこんなに生活の多くの場面で使われているのか?
中村 亮一 [基礎研REPORT-ColumnⅢ | 2017/12月号]

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17/11/20-17/12/17》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

年賀はがき発行枚数

Source : 日本郵便 Design : infogram©

