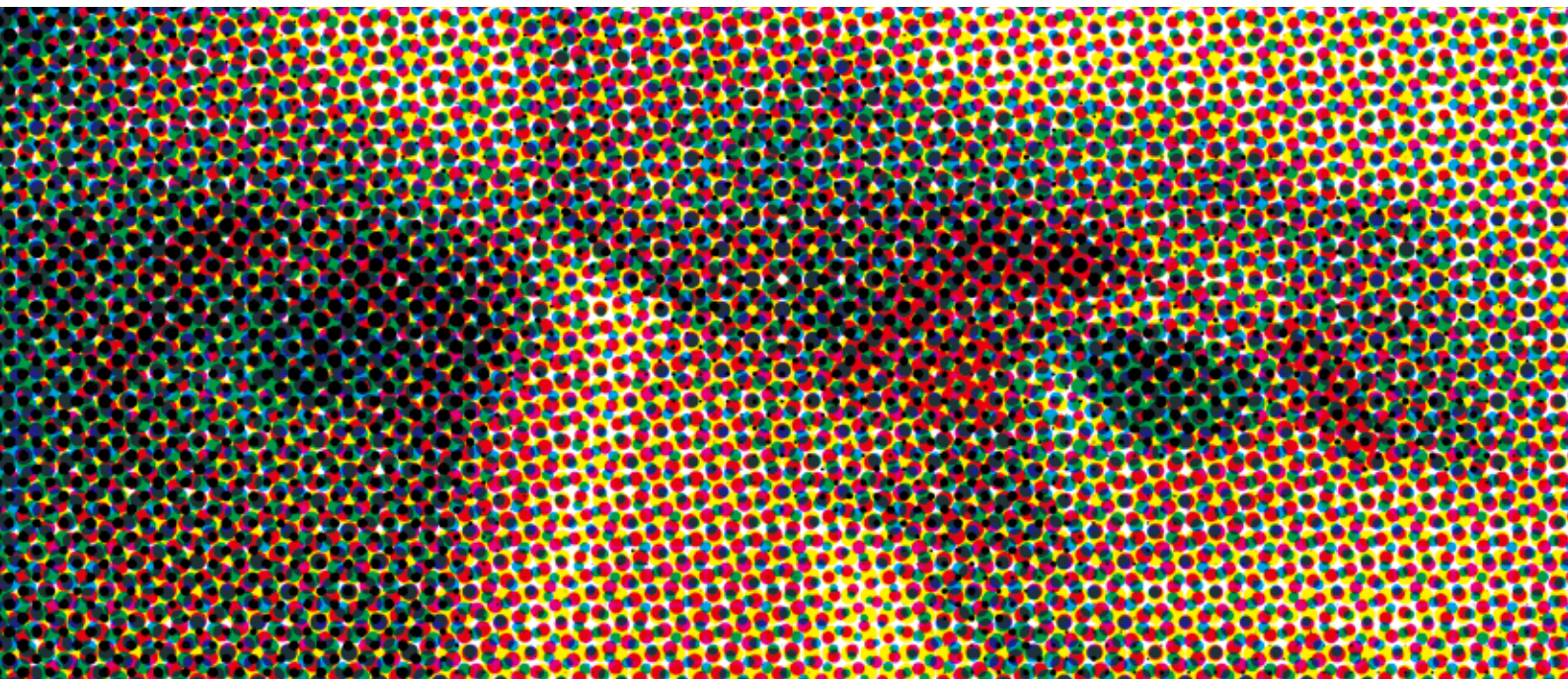




Inside

- 02** 見えない資産が変える経済 ● 樋 浩一
- 03** 逆正弦法則 ● 篠原 拓也
- 04** 2017年度生命保険決算の概要 ● 安井 義浩
- 06** 米中貿易戦争の行方 ● 窪谷 浩
- 08** 東京オフィス市場は一段と改善。Jリート市場は好調維持。 ● 吉田 資
- 10** 拡大する所有者不明土地 ● 鈴木 智也
- 11** 底堅さを見せるドル円、問われる米経済の耐久力 ● 上野 剛志

見えない資産が変える経済

知的財産経済の課題



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—日本を惑わす金融資産という幻想」。

1——重要性増す無形資産

企業が行う投資と言えば、工場の建物や生産設備といったものを思い浮かべる。しかし、企業の設備投資は、こうした目に見える形のあるものから、研究開発による特許取得や新製品開発、マーケティング、商品配送や管理手法などといった、製品の形を取らず、目に見えない資産へと重心が移動しつつある。

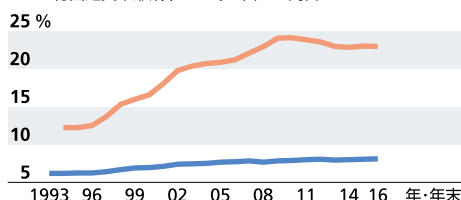
かつては、統計では企業が行う新技術や新製品の研究開発のための支出や大規模なコンピュータソフトの開発は費用として扱われていた。大学や研究所で行われる研究も政府消費やその年に行っている生産のための経常的な費用として扱われ、将来の企業活動や生産活動のための投資として扱われてはいなかった。しかし、現在では国連が定めているSNA(国民経済計算体系)の世界標準では、こうした無形資産の形成を投資としてGDPに計上するように変更されている。日本でも2016年に基準年の改定が行われた際に、国際基準との整合化が行われた。

企業の設備投資や政府が行う公共投資など国全体が行っている投資である「固定資本形成」には、無形資産への投資を計上した「知的財産生産物」という項目が新設されており、ここには「研究・開発」、「コンピュータソフトウェア」、「鉱物探査・評価」が含まれている。知的財産生産物が、毎年の総固定資本形成(投資)に占める割合は、1994年の12.2%から2016年には23.0%に上昇し、この間に固定資産(ストック)に占める割合も6.2%から8.1%へと上昇している。

[図表1] 知的財産生産物の割合

資料:内閣府「国民経済計算年報」

— 固定資産残高(ストック)に占める割合
— 総固定資本形成(フロー)に占める割合



2——困難な価値の評価

知的財産生産物のような無形資産が投資に計上されてこなかったのは、工場の機械設備などの実物資産に比べて、価値の評価がはるかに難しいことも一因だ。研究・開発投資は失敗に終わることも多いので、投じた資金に応じた価値があるとは限らない。知的財産は長期にわたって利用されるものもあるが、急速に陳腐化してしまうこともあるので、機械設備に耐用年数があっても少しずつ性能が低下したり、故障や摩耗が起こったりするという劣化の仕方に比べて価値の変化を推計し難いという問題もある。

企業の研究・開発や大学などで行われる研究、音楽や文学などの著作権の発生といった無形資産の形成を投資として扱うことで、今までに比べて日本のGDP(国内総生産)は増加するが、その意味の理解には注意が必要である。

大ざっぱに言えば、GDPは企業収益で言えば減価償却控除前の利益だ。将来売上が期待通りに増加しない中で減価償却費の負担が増えれば企業にとって重荷となることがあるように、日本の経済全体にとっても固定資本減耗の負担が過重となって、GDPが増えても国民生活は豊かにならないこともある。GDPは日本国内でどれだけの生産を行ったかを表すが、投資のコス

トを回収する必要があるという点は考慮されておらず、必ずしも日本国内にいる人達がどれだけ豊かになったかを示す経済指標ではないということを強調しておきたい。

3——集中と分散

無形資産の重要性が高まることでは、スタートアップ企業が既存企業を脅かす分散と、超巨大企業の市場支配力が高まる集中の両方の影響がある。

かつては巨大企業が研究開発の先導役だったが、新興企業の影響力は高まり、スタートアップ企業が短期間のうちに巨大企業となるようになった。事業の成功に必要なものは、優れたビジネスのアイデアや技術などの知的財産で、資本は外部から調達してくれば良い。経済は資本主義ではなく知本主義になるという人達もいる。

一方、超巨大企業に成長したGAFA、Google、Amazon、Facebook、Appleは、多種類の取引が行われるプラットフォームという無形資産を武器に、競争上の優位を作り上げつつある。便利なプラットフォームに企業や消費者が引き付けられて利用する。大量の情報を蓄積・分析してビジネスに利用するので、新規参入者は容易には追いつけない。また、潤沢な資金を使って有望なスタートアップ企業を次々に高額で買収していることも、集中を加速している。

経済活力を維持するためには適度な競争が行われる状況を保つ必要がある。無形資産の重要性が高まることによって、所得分配や中小企業金融など様々な領域に影響が及ぶと考えられており、経済政策のあり方も大きく変わっていく必要があるだろう。

逆正弦法則

ギャンブルで負けが込んでいる人は負け続ける？



保険研究部 上席研究員 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
主な著書に『できる人は統計思考で判断する：
「自分の頭で考える力」がつく35のレッスン』

先の国会で、カジノを含む統合型リゾート（IR）実施法が成立して、「ギャンブル依存症」に対する関心が高まっている。確率や統計の話題には、ギャンブルと関係するものが多い。中でも、コイン投げゲームにまつわるものは数多くある。このゲームの有名な法則を1つ紹介しよう。

まず、偏りのないコインを1枚用意する。コインを投げて表が出たら勝ちで、100円を受け取る。裏が出たら負けで、100円を支払う。このコイン投げを何度も繰り返す。当然、累計収支は変動する。

表と裏の出る確率は、2分の1ずつと仮定しよう。まず、最終的な累計収支について考えてみる。収支トントンになるケースはたくさんあるだろう。当初勝ち続けたが、その後負けが込んで結局0になるケース。勝ったり負けたりを続けて、収支0で終わるケースなどだ。一方、勝ちや負けばかりで、大きな黒字や赤字となることは少ない。最終的な累計収支は、収支0を頂点とした山の形に分布する。

コインを10回投げる場合でみてみよう。収支の変動パターンは全部で1,024(=2の10乗)通り。そのうち、最終的な累計収支が0のケースは252通り。一方10連勝や10連敗で、収支が1,000円の黒字や赤字となるケースはたった1通りしかない。

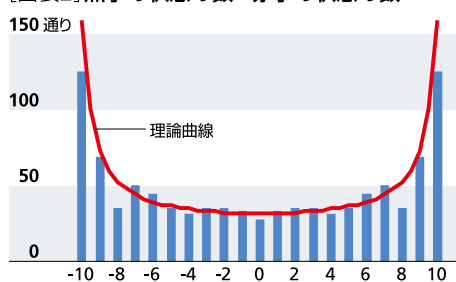
そこで、直感的に「勝っている状態(それまでの累計収支が、黒字の状態)」と負けて

いる状態(赤字の状態)は同じくらいある」という感じがしてくる。この直感は正しいだろうか。10回のコイン投げで、コインを1回投げるごとに、勝っている状態か、負けている状態かをみえる。そして「黒字の状態の数－赤字の状態の数」の差をとる。これを1,024通りのそれぞれについて計算する。ただし、それまでの累計収支が0の状態は、黒字や赤字の状態の数にカウントしない。

10回とも裏の場合は、収支は常に赤字で状態の差は-10。裏6回の後に表が4回出た場合も、ずっと赤字で差は-10。裏3回の後に表が7回出た場合は、6回目終了時点で収支0。それまでの5回は赤字、以降の4回は黒字で状態の差は-1。

1,024通りの「黒字の状態の数－赤字の状態の数」の差は、次のようになる。

【図表2】黒字の状態の数－赤字の状態の数



直感に反して、図の両端、つまりずっと黒字やずっと赤字のケースが多くなった。逆に、状態の差が0のケースは一番少なかった。つまり、状態の差は黒字か赤字のどちらかに偏りやすい。

投げる回数を増やすとU字型理論曲線(赤線)に近づく。この曲線から状態の差の確率を計算すると、逆正弦関数(サイン関数の逆関数)が現れる。このため、この事象は「逆正弦法則」と呼ばれる。

この法則は、野球、バスケットボール、バ

レーボールなどのスポーツでの試合展開を考えるとイメージしやすい。対戦チームの実力が互角ならば、点をとったり、とられたりする確率は同じくらいだろう。

では、いつもシーズンゲームになるかという、そうとは限らない。むしろ、先制点をあげたチームがそのまま逃げ切ることが多い。たとえ逆転劇が見られたとしても、逆転したチームが勝ち切ることが一般的だろう。逆転につぐ逆転の大熱戦で観客を大いにわかせる好ゲームには、めったにお目にかかれない。

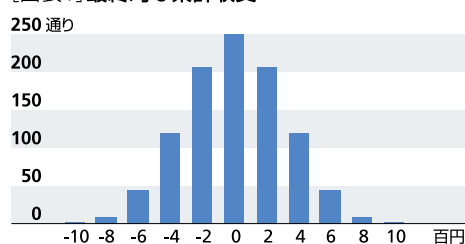
話をコイン投げゲームに戻そう。2つのことがわかった。最終的な累計収支は、収支0を頂点とした山の形に分布する[図表1]。一方、状態の差は黒字か赤字のどちらかに偏りやすい[図表2]。これは、負けの状態からゲームを始めたと考ええると理解しやすい。少しい表が出ても、負けの状態は脱しない。もし裏が出続ければ、もっとひどい負けの状態に陥る。つまり、ギャンブルで負けが込んでいる人は、今後も負け続ける可能性が高い。

今回、表と裏の出る確率を2分の1ずつと仮定した。実際は負けの確率は2分の1より大きい。ギャンブルの主催者に、ある程度利益が渡る仕組みだからだ。つまり、負けの状態になりやすいといえる。

ギャンブルで負けていると、それを取り返そうとさらにのめり込む。これは、ギャンブルの行為や過程に心を奪われて、やめるにやめられない「ギャンブル依存症」の問題に関係するものかもしれない。

統計上、赤字を挽回して同じくらい黒字を味わうことは難しい。ギャンブルで負けているときは、どこかで手を引く判断が必要と思われるが、いかがだろうか。

【図表1】最終的な累計収支



2017年度生命保険決算の概要



保険研究部 主任研究員 安井 義浩

yyasui@nli-research.co.jp



やすい・よしひろ

87年日本生命保険相互会社入社。
12年ニッセイ基礎研究所（現職）。
日本アクチュアリー会正会員、
日本証券アナリスト協会検定会員。

1—— 保険業績（全社）

生命保険協会加盟41社全社が、2017年度決算を公表した。これらを、伝統的生保(14社)、外資系生保(16社)、損保系生保(4社)、異業種系生保等(6社)、かんぽ生命に分類し、業績を概観した。[図表1] 41社合計では、新契約高は▲21.9%減少、保有契約高は▲1.8%減少となった。

基礎利益は、6.6%増加(前年度は1.7%増加)した。41社のうち27社で基礎利益は増加している。

新契約年換算保険料は、かんぽ生命を除く40社合計でみると、個人保険は▲3.0%減少した。また個人年金は、▲51.3%減少となった。低金利下で貯蓄型の保険の販売を停止する会社があったり、保険料値上げにより貯蓄としての魅力がなくなったりしたことによるものであろう。第3分野は3.0%と引き続き増加した。[図表2]

2—— 大手中堅9社の収支状況

1 | 基礎利益は増加

2017年度までの資産運用環境は図表3の通りである。

こうした状況を反映して、国内大手中堅9社で見ると、国内株式の含み益が1.5兆円増加したものの、国内債券の含み益が▲0.1兆円、外国証券含み益も▲0.6兆円それぞれ減少し、有価証券合計では0.9兆円増加した。[図表4]

基礎利益は23,332億円、対前年度8.1%増加となった。[図表5] 逆ざやについては、2013年度に9社合計で利差益に転じた後、拡大し続けていたが、ほぼゼロ金利の状況が長引いている影響もあり、

[図表1] 業績の概要(全社)2017

注1: 生保の会社区分は以下の通りとした。(総資産順。名称は原則として決算発表時点のもの)

(大手中堅9社) 日本、明治安田、第一、住友、三井、太陽、富国、大同、朝日
・伝統的生保14社 (大手中堅9社)、第一フロンティア、フコクしんらい、T&Dフィナンシャル、メディケア、ネオファースト
・外資系生保16社 アフラック、ジブラルタ、メットライフ、アクサ、プルデンシャル、マスマチュアル、エヌエヌ、マニユライフ、FWD富士
・損保系生保4社 東京海上日動あんしん、三井住友海上プライマリー、三井住友海上あいおい、損保ジャパン日本興亜ひまわり
・異業種系生保等6社 ソニー、オリックス、SBI、楽天、みどり、ライフネット
注2: かんぽ生命の保有契約高等には郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの受再分(旧契約分)を含む。
ただし、受再分の個人年金は年金年額で計算(受再以外分および生保は年金原資)。
また、かんぽ生命のシェア欄は40社小計に対する比率である。
注3: JA共済の新契約と保有契約は、生命総合共済と年金共済(年金年額で計算)の合計。収入保険料、総資産には損保相当分を含む。
資料: 各社公表資料からニッセイ基礎研究所作成

	新契約高 (個人保険・個人年金)			保有契約高 (個人保険・個人年金)			保険料等収入			総資産			基礎利益		
	兆円	増減率	シェア	兆円	増減率	シェア	兆円	増減率	シェア	兆円	増減率	シェア	億円	増減率	シェア
大手中堅9社	18.6	▲38.5	32.8	565.0	▲4.2	62.5	14.99	▲6.4	50.7	206.1	2.7	67.7	23,332	8.1	73.0
伝統的生保(14社)	21.0	▲34.6	37.0	579.2	▲3.9	64.1	16.86	▲1.9	57.1	217.1	3.0	71.3	23,822	8.0	74.5
外資系生保(16社)	19.2	▲12.5	33.9	178.1	2.5	19.7	8.36	▲5.2	28.3	55.6	3.0	18.2	7,055	19.1	22.1
損保系生保(4社)	9.1	▲9.6	16.0	83.0	2.9	9.2	2.90	1.7	9.8	20.1	3.6	6.6	698	▲36.7	2.2
異業種系生保等(6社)	7.4	▲2.4	13.1	63.0	4.7	7.0	1.42	11.4	4.8	11.7	5.9	3.8	398	▲35.6	1.2
小計(40社)	56.7	▲20.9	100.0	903.3	▲1.5	100.0	29.54	▲2.0	100.0	304.4	3.1	100.0	31,972	7.7	100.0
かんぽ生命	5.5	▲30.7	(9.6)	88.9	▲4.1	(9.8)	4.24	▲16.0	(14.3)	76.8	▲4.4	(25.2)	3,862	▲1.0	(12.1)
生保計(41社)	62.2	▲21.9	-	992.2	▲1.8	-	33.78	▲4.0	-	381.3	1.5	-	35,834	6.6	-

[図表2] 新契約年換算保険料(2017年度)

	(単位: 億円)			
	個人保険	個人年金	合計	うち第3分野
大手中堅9社	7,801	1,141	8,943	2,831
伝統的生保14社	8,828	2,427	11,256	2,936
外資系生保15社	6,093	1,420	7,513	2,489
損保系生保5社	2,413	293	2,706	507
異業種系生保等6社	1,163	92	1,255	431
かんぽ以外40社合計	18,498	4,232	22,731	6,363

(対前年増減率) (単位: %)

大手中堅	▲0.9	▲72.2	▲25.3	8.7
伝統的生保	5.7	▲56.5	▲19.2	9.7
外資系生保	▲8.0	▲31.7	▲13.6	0.7
損保系生保	▲14.9	▲70.1	▲29.1	▲11.4
異業種系生保等	▲8.0	71.9	▲4.8	▲5.7
40社合計	▲3.0	▲51.3	▲18.1	3.0

(シェア) (単位: %)

大手中堅	42.2	27.0	39.3	44.5
伝統的生保	47.7	57.3	49.5	46.1
外資系生保	32.9	33.5	33.1	39.1
損保系生保	13.0	6.9	11.9	8.0
異業種系生保等	6.3	2.2	5.5	6.8
40社合計	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)

(シェアの増減) (単位: %)

大手中堅	0.9	-20.2	-3.8	2.3
伝統的生保	3.9	-6.9	-0.7	2.8
外資系生保	-1.8	9.6	1.7	-0.9
損保系生保	-1.8	-4.3	-1.8	-1.3
異業種系生保等	-0.3	1.6	0.8	-0.6
40社合計	-	-	-	-

かんぽ生命	3,762	2	3,765	592
増加率	▲25.9%	▲99.0%	▲28.6%	6.3%

2016年度の利差益はいったん減少に転じた。しかし、2017年度は再び増加して、逆ざや解消後最高水準となった。危険差益・費差益は、引き続き減少しており、これは保有契約の減少に伴うものと考えられる。

[図表3] 運用環境

	(円、ポイント、%)		
	2016.3末	2017.3末	2018.3末
日経平均株価	16,758	18,909	21,454
TOPIX	1,347	1,512	1,716
10年国債利回り	▲0.05	0.065	0.040
米国10年国債利回り	1.769	2.387	2.739
為替 対米ドル	112.68	112.19	106.24
対ユーロ	127.17	119.79	130.52
対豪ドル	86.25	85.84	81.66

[図表4] 有価証券含み益(大手中堅9社計)

	(兆円)			
	2015年度末	2016年度末	2017年度末	増減
国内債券	17.4	14.0	13.9	▲0.1
国内株式	8.0	10.0	11.5	1.5
外国証券	4.7	3.1	2.5	▲0.6
その他とも合計	30.5	27.5	28.4	0.9

[図表5] 基礎利益の状況(大手中堅9社計)

注: CはAからBを控除して作成。

	(億円)			
	2015年度	2016年度	2017年度	増加率
A 基礎利益	22,402	21,592	23,332	8.1%
B 利差益	4,607	4,035	6,150	52.4%
C 費差益・危険差益等	17,795	17,557	17,182	▲2.1%

2 | 利差益は逆ざや解消以降最高水準

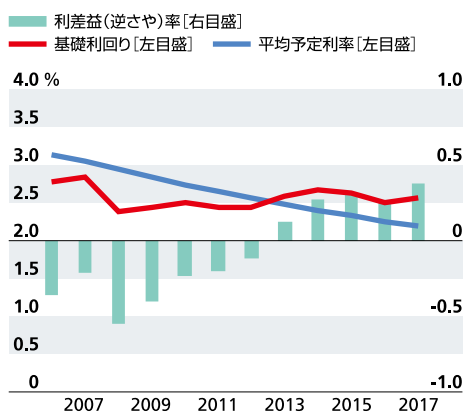
利差益について、さらに詳しく分析した。

[図表6]

2008年度を底として、2012年度まで逆ざやであったものが、2013年度から利差益に回復し、2017年度は6,150億円と回復後最高水準となった。

「平均予定利率」は、過去の高予定利率

【図表6】利差益(逆ざや)状況の推移(9社計)



契約が減少していくことにより、毎年緩やかな低下が続いている。現在、多くの新規契約の予定利率は1%未満であることから、今後もしばらく低下は続くだろう。

一方、「基礎利回り」は、超低金利にもかかわらず、外貨建債券へのシフトなどにより0.07ポイント上昇した。

ただし、現在の経済環境からすると、次年度以降の利差益については基礎利益については、決して楽観できない状況にあるとの見方も強い。

3 | 当期利益は増加～引き続き内部留保に重点をおくが、配当も安定的な水準

基礎利益、キャピタル損益とも増加し、合計22,408億円と対前年度+2,643億円の増加となった。【図表7】

2017年度は「実質的な利益」の69%が価格変動準備金、危険準備金、追加責任準備金など内部留保等に、残り31%が配当にまわっているとみることができ、引き続き内部留保の充実により重点がおかれている。

配当還元は、対前年684億円増加している。9社中7社が、危険差益関係で増配する一方で、1社が利差関係の配当を減配した。

4 | ソルベンシー・マージン比率

～高水準を維持

ソルベンシー・マージン比率(9社合計)をみたものが図表8である。9社計で903.4%から922.0%へと上昇し、引き続き高水準にある。

【図表7】当期利益とその使途(大手中堅9社計)

注1: (*) 危険準備金及び価格変動準備金の繰入(または繰入)前の数値である。

	2015年度	2016年度	2017年度	増加額
①基礎利益	22,402	21,592	23,332	1,739
②キャピタル収益	5,224	7,872	8,531	659
③キャピタル費用	▲5,841	▲9,700	▲9,455	245
基礎利益+キャピタル損益	21,785	19,764	22,408	2,643
④不動産処分損益	▲658	▲26	▲121	▲95
⑤不良債権償却	20	3	6	3
⑥法人税および住民税	▲3,883	▲2,840	▲3,696	▲856
⑦法人税等調整額	1,216	1,453	2,412	959
⑧その他	▲2,894	▲2,163	▲3,518	▲1,356
A.「当期利益」 (①から⑧合計)	15,585	16,192	17,491	1,299
(a)うち、追加責任準備金繰入額	▲2,892	▲1,861	▲3,442	▲1,581
A'(a)を除いた場合の当期利益	18,477	18,052	20,932	2,880
危険準備金の増加	1,842	1,775	2,048	273
価格変動準備金の増加	3,483	4,392	5,187	795
資本の増加	3,957	4,313	3,859	▲454
B.内部留保の増加(▲は取り崩し)	9,282	10,480	11,094	614
B'広義の内部留保の増減(B+(a))	12,174	12,340	14,536	2,196
(B'/A')	66%	68%	69%	
C.契約者配当準備金繰入 (C/A')	6,303	5,712	6,397	684
	34%	32%	31%	

国内株式などの含み益は増加したが、一方で、外貨建資産へのシフトによるものか、資産運用リスクも増加している。

また、オンバランス自己資本(貸借対照表の資本、危険準備金、価格変動準備金などの合計)は引き続き積み増されている。

なお、現在経済価値ベースのソルベンシーの検討が進められているところであり、近い将来算出方法が大きく進化するものと予想される。

3——低金利による各方面への影響

1 | 標準利率、死亡率の改定の影響

2017年4月の標準利率の引き下げに続いて、2018年4月には、標準死亡率が11年ぶりに引き下げられた。これらは直接には、責任準備金の十分な積立を意図した制度であるが、実際には保険料水準も間接的に影響を受ける。

標準利率の引き下げの際には、多くの会

社が保険料を値上げしたので、特に貯蓄性商品は魅力ないものになった。あるいはそれでもなお保険会社の資産運用が追いつかないために、一時的に売り止め、という対応も目立った。このことが、2017年度決算においては新契約・保険料収入の大幅減少、となって現れている。

標準死亡率の引き下げに対しては、これまでの改定時と同様に、既に2018年4月前後の新契約から保険料を値下げした会社もある。その他に、大手を含むいくつかの会社は、今後、健康増進型商品(健康診断の結果や運動などの健康への取り組み状況を、新契約時や契約途中で反映した保険料や還元を行う商品)の発売時にあわせて、死亡率を引き下げようである。

2 | 外債投資、外貨建保険へのシフト

引き続き各社の外債投資は増加する方向にある。収益性も重視して国内株式投資も増加の兆しがあり、これらは運用リスクを高めることになる。

しかし、リスク管理については、顧客・経営層の関心も高まり、手法も高度化してきた。また先に見たように、各種準備金など実質的な自己資本が以前よりも充実しているので、多少のリスクが顕在化しても、ある程度しっかりした対応が可能となっているものと思われる。

販売面では、引き続き外貨建保険の好調が期待されるが、例えば以前の変額保険の例もあるように、今度は為替変動リスクを顧客が負っていることが、悪い形で顕在化しなければいいのだが、と心配されるところでもある。

【図表8】ソルベンシー・マージン比率(大手中堅9社計)

1.ソルベンシー・マージン比率 = ソルベンシー・マージン(リスク総額/2)

2.「対リスク比率」の各項目は、ソルベンシー・マージン比率に合わせ、「リスク総額/2」に対する比率とした。

	2015年度		2016年度		2017年度	
	実額	対リスク比率	実額	対リスク比率	実額	対リスク比率
(1)ソルベンシー・マージン	33.9兆円	916.8%	34.5兆円	903.4%	37.0兆円	922.0%
うち オンバランス自己資本	12.0	326%	12.2	320%	13.0	323%
うち その他有価証券評価差額	13.2	358%	13.3	347%	14.1	352%
うち 土地の含み損益	0.5	14%	0.7	19%	1.0	24%
うち 負債性資本調達	2.1	57%	2.9	75%	3.4	83%
うち 解約返戻金相当額超過額等	6.0	162%	5.4	141%	5.6	140%
(2)リスク総額	7.4兆円		7.6兆円		8.0兆円	

米中貿易戦争の行方

米中貿易摩擦がエスカレート。落とし所の見えない貿易戦争による米経済への影響を懸念



経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

kubotani@nli-research.co.jp

1——米中貿易戦争の背景

トランプ大統領は、18年夏場以降、中国からの輸入品のおよそ半分に相当する額に対して追加関税を賦課する方針を示すなど、米中貿易摩擦は米中貿易戦争の様相を呈している。

中国に対して強硬な通商政策を実施する背景としては、対中貿易赤字の大幅な拡大に加え、知的財産権の侵害や米企業の技術流出など中国による不公正な貿易慣行が問題視されていることがある。

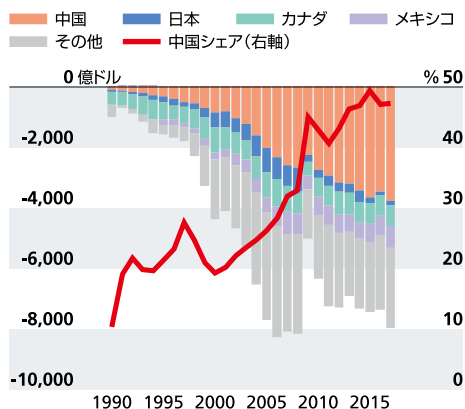
〔対中貿易赤字〕：輸入の大幅な増加を通じて貿易赤字が拡大

対中貿易赤字(財)は、90年の104億ドルから17年は3,756億ドルへ大幅に拡大した〔図表1〕。また、対中貿易赤字のシェアも同時期に10.3%から47.2%と米貿易赤字全体の半分近くを占めるまでに高まった。

〔図表1〕米国の財貿易収支(主要相手国別)

注：年次、センサスベース

資料：センサス局よりニッセイ基礎研究所作成



輸出入別では、輸入額が90年の152億ドルから17年には5,055億ドルに増加

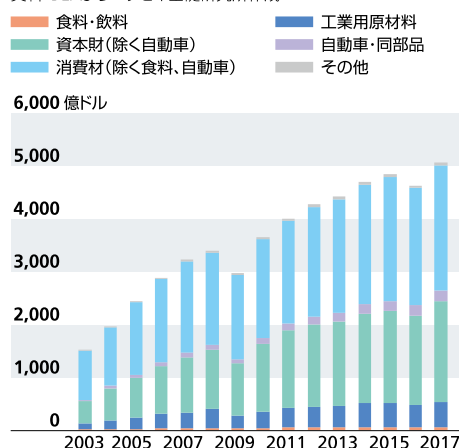
した一方、輸出は同時期に48億ドルから1,299億ドルへの増加に留まっており、主に輸入の増加が貿易赤字拡大の要因となっていることが分かる。

一方、輸入の品目別内訳では、資本財(除く自動車)と消費財(除く食料、自動車)の増加が顕著である〔図表2〕。また、これらの分野では米輸入額に占める17年のシェアでも、それぞれ54.7%、82.8%に上っており、中国のプレゼンスが非常に高い。

〔図表2〕中国からの財輸入額(主要品目別)

注：年次、国際収支ベース

資料：BEAよりニッセイ基礎研究所作成



〔不公正な貿易慣行〕：知的財産権保護などの重要性は政財界の共通認識

米国内では中国の不公正な貿易慣行に対する不満が高まっている。とくに、米企業からの強制的な技術移転や、知的財産権保護の問題では、与野党ともに課題意識が共有されているほか、実業界からも対応を求める声強い。

実際、USTRは中国による知的財産権の侵害などに伴う経済損失を年間500億ドルと試算しており、米経済への影響が問題視されている。

2——トランプ政権の対中制裁措置と実体経済への影響

〔対中制裁措置〕：通商法301条に基づく措置が中心

トランプ大統領は、中国を念頭に18年初から太陽光パネルなどに対して緊急輸入制限措置(セーフガード)を発動したほか、安全保障を理由に鉄鋼やアルミ製品に対して追加関税措置を実施してきた。しかしながら、これらの措置は、中国だけに課したものではなかった。

一方、「不公正な貿易慣行に対して輸入制限措置を認める」1974年通商法301条に基づき3月に発動した措置は、中国による技術移転や知的財産権の侵害への対処であることを明確にしており、中国のみが対象となっている。

トランプ大統領の指示を受けてUSTRが作成した18年3月の報告書では、(1)中国企業との合併会社の設立要件、海外投資の制限、(2)中国政府の差別的な許認可プロセス、を使った米企業からの強制的な技術移転、(3)中国政府による米企業からの大規模な技術移転を目的とした投資や買収の指示・促進、(4)米国のコンピュータネットワークに侵入し、有益なビジネス情報にアクセス等への中国政府による指揮・援助、を認定した。

同報告書を受けて、トランプ大統領は、(1)米経済の損失額と同等の規模の輸入品に対して25%の追加関税賦課、(2)差別的な技術ライセンスについてWTO提訴、(3)米国の機密技術を獲得するための取り組みに対して新たな投資規制の提案、を指示した。



くぼたにひろし

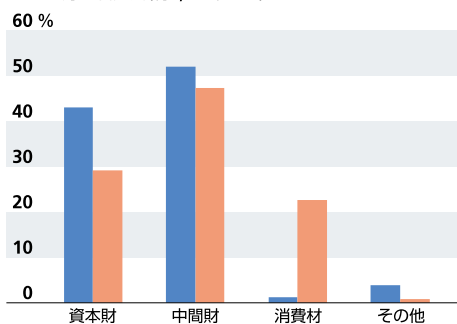
91年日本生命保険相互会社入社。
NLI International Inc.(米国)、ニッセイアセットマネジメント等を経て
14年ニッセイ基礎研究所(現職)。
日本証券アナリスト協会検定会員。

このうち、追加関税措置では、第一弾として7月6日から中国からの輸入品340億ドル相当に対して25%の関税賦課が開始されており、160億ドル相当も8月23日に開始される。また、第二弾として7月に発表された追加の2,000億ドル相当については、当初10%の関税率とされていたものの、25%に引き上げた上で、9月以降に賦課される可能性が高くなっている。

一方、関税対象の製品種類別シェアは、第一弾では資本財や中間財の比重が大きく、米製造業の製造コスト上昇が懸念されていたが、金額が大幅に引き上げられた第二弾では、消費財への比重が高くなっているため、消費への影響が懸念されている[図表3]。

〔図表3〕通商法301条に基づく関税対象品
(製品種類別シェア)

注：製品種類別シェアはUSITCのデータを元にピーターソン
国際経済研究所のChad Bown氏が試算
資料：ピーターソン国際経済研究所よりニッセイ基礎研究所作成
■ 6月15日発表(約500億ドル)
■ 7月10日発表(約2,000億ドル)



なお、米国によるこれらの関税措置に対して、中国は7月6日に米国と同額相当に対して25%の関税を賦課したほか、160億ドル分についても米国の関税賦課の開始と同時に制裁関税を開始する方針を示している。また2,000億ドルへの対抗措置として、600億ドル相当に対して報復関税を賦課する方針を示している。

(実体経済への影響)：現状では影響は限定的と判断も、不透明感が強い

米中貿易戦争に伴う一連の制裁措置が流動的であるため、米中貿易戦争が米実体経済に与える影響について、現段階で評価するのは困難である。

一般的に関税の引き上げは、輸入物価を上昇させ、実質購買力を低下させることで消費に影響する。また、原材料や中間財の価格上昇は、それらを使う製造業の製造コストを引き上げ輸出企業の競争力を喪失させる。いずれも、好調な米国内の雇用に悪影響を及ぼす可能性が高い。

現段階で判明している301条に基づく関税対象額(約2,500億ドル)は、米国の財・サービスを合わせた輸入額の9%弱に相当するため、25%の関税引き上げによって、輸入物価は2.3%程度押し上げられることが見込まれる。また、関税賦課額(625億ドル)が米国民の負担増加要因となる。

なお、IMFは2,000億ドル相当に当初発表された10%の関税率が適用される前提で、これまでの関税措置が、今後1年間に米国のGDPを0.2%程度押し下げると試算している。このため、25%に関税率が引き上げられる場合にはこれより押し下げ幅は拡大するものの、この程度に留まれば、景気後退に陥るリスクは限定的とみられる。

もっとも、今回の関税賦課によるグローバルサプライチェーンへの影響や、企業の設備投資への影響については不明な点が多いため、実体経済への影響を過小評価すべきではないだろう。

また、トランプ大統領による追加制裁措置や、中国からの報復措置が今後もエスカレートする可能性が残っており、その

際は米実体経済に深刻な影響を与える可能性がある。

3——— 今後の見通し

中国からの知的財産権保護などを理由に、トランプ大統領が対中制裁を強化していることについては、米国内で一定の評価を受けている。しかしながら、制裁手段として関税を中心に実施していることについては実業界を中心に反発が強い。

もっとも、最近の世論調査では、関税を引き上げることは「良い事である」との回答割合が、全体では4割程度に留まっているものの、共和党支持者では7割超に上っているため、トランプ大統領が関税方針に自信を深めている可能性は否定できない。

一方、トランプ大統領による通商政策の指示は、極めて場当たりの、衝動的に決定された可能性が高いとみられており、同大統領が最終的に実現したい対中政策の具体像は不明確である。

このため、米中貿易摩擦解消に向けた米中高官協議では、実務担当者間では妥協点を模索する動きがみられるものの、トランプ大統領が納得する落とし所を見出すのが難しくなっている。

11月の米中間選挙を控え、関税賦課を中心とした強硬な対中制裁措置は、選挙対策としての位置づけも強く、選挙前に米中交渉が妥結し、これらの措置が緩和される可能性は低い。このため、米中貿易戦争の長期化に伴う、米経済への影響が懸念される。

東京オフィス市場は一段と改善。Jリート市場は好調維持。

不動産クォーターリー・レビュー2018年第2四半期



金融研究部 准主任研究員 吉田 資
tyoshida@nli-research.co.jp



よしだ たすく
07年 住信基礎研究所(現 三井住友トラスト基礎研究所)入社。
18年 ニッセイ基礎研究所(現職)
専門は不動産市場、投資分析など。

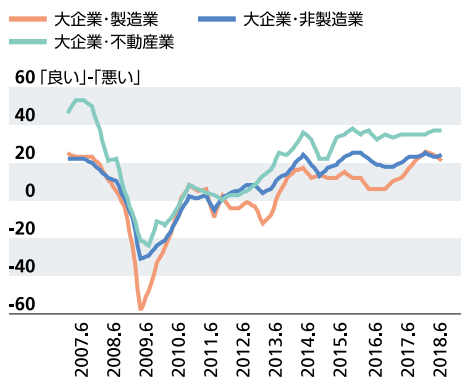
国内経済の緩やかな回復基調が続く中、東京オフィス市場の空室率は、ファンドバブル期と同水準の1%前半まで低下し、賃料はリーマンショック後の最高値を更新した。J-REIT市場は好調を維持し、東証REIT指数は年初から6.1%上昇した。

1—— 経済動向・住宅市場

2018年4-6月期の実質GDP成長率(1次速報)は、前期比年率1.9%と2四半期ぶりのプラス成長となった。2018年6月の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIは+21となり2期連続で悪化したものの高水準を維持し、大企業・不動産業

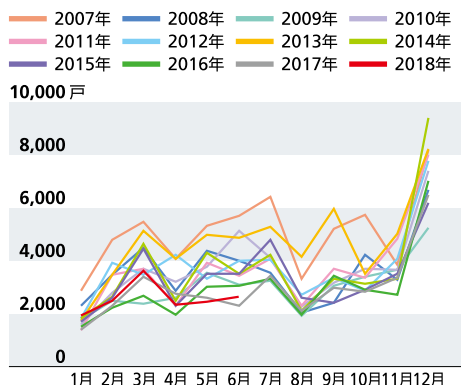
[図表1] 日銀短観の動向

出所:日本銀行「全国企業短期経済観測調査」をもとに
ニッセイ基礎研究所作成



[図表2] 首都圏のマンション新規発売戸数

出所:不動産経済研究所の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成



のDIも+37と好調が続いている[図表1]。

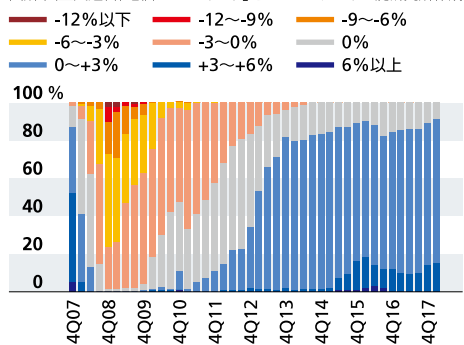
一方、新規住宅着工戸数は、2017年下期以降、前年を下回る月が多く、2018年6月も前年同月比▲7.1%の81,275戸となった。2018年第2四半期のマンション新規発売戸数は、長期的にみて低水準に留まった[図表2]。2018年第2四半期の首都圏中古マンションの成約件数も前年同期比▲1.5%の9,339件となり、頭打ち感が見られる。

2—— 地価動向

国土交通省の「地価LOOKレポート(2018年第1四半期)」によると、全国100地区のうち91の地区が上昇となり、下落する地区がない状況が、2014年第3四半期以降続いている[図表3]。主要政令市の中心部における大規模開発事業の進捗や、金融緩和による国内外の投資マネーの流入等から、不動産需要は高水準であり、地価の上昇が続いている。

[図表3] 全国の地価上昇・下落地区の推移

出所:国土交通省「地価LOOKレポート」をもとにニッセイ基礎研究所作成



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2四半

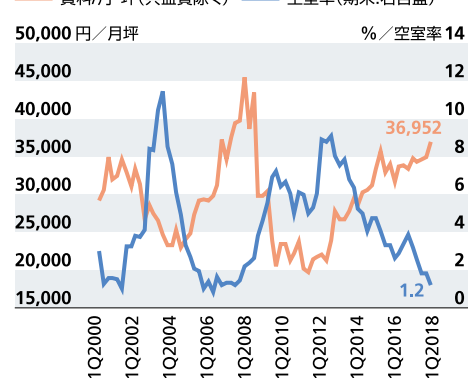
期の東京都心部Aクラスビルの空室率は、前期比0.6%低下の1.2%と、ファンドバブル期と同水準まで低下した[図表4]。賃料は36,952円(前期比+5.5%)と、リーマンショック後の最高値を更新した。

東京都区部では、2018年と2020年に、高水準の新規供給が予定されているが、需給が逼迫する中で、2018年に竣工するビルの多くはテナントが決まりつつある。

ニッセイ基礎研究所では、オフィス市況は、2019年第3四半期まで底堅く推移するが、その後は消費増税と2020年の大量供給を控えて、ピークアウトすると予想している。

[図表4] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

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



2 | 賃貸マンション

2018年第1四半期の東京23区のマンション賃料は、シングルタイプが前年同期比+1.9%、コンパクトタイプが+2.5%、ファミリータイプが+3.5%と、全てのタイプで上昇した[図表5]。

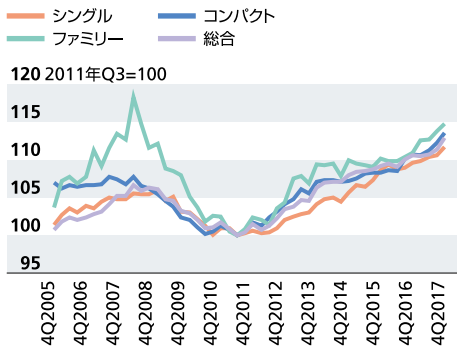
継続的な人口流入に支えられた東京の賃貸マンション需要は底堅く、賃料の安定的な上昇に寄与していると考えられる。

3 | 商業施設・ホテル・物流施設

2018年第1四半期の東京主要商業工

【図表5】東京23区のマンション賃料指数

出所：三井住友トラスト基礎研究所「アットホーム」マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)をもとにニッセイ基礎研究所作成



リアの店舗賃料は、銀座が前期比+4.9%、表参道が+1.2%、新宿が▲8.3%、渋谷が+2.0%、池袋が+14.9%となり、新宿を除くすべてのエリアで上昇した【図表6】。インバウンド消費や国内富裕層の消費は堅調に推移し、出店ニーズが高まる中、募集物件は少なく需給が逼迫しており、賃料は上昇傾向で推移している。

全国61都市のホテル客室稼働率は、2018年2月以降80%を上回り、高稼働を維持している【図表7】。航空路線の拡充やクルーズ船寄港数の増加、ビザ緩和を背景とした訪日外国人客数の増加に支えられ、客室稼働率は好調を維持している。

首都圏の大型物流施設の2018年第2四半期の空室率は、前期比1.6%低下の5.3%、近畿圏は前期比3.7%低下の17.5%となった【図表8】。インターネット通販市場の拡大に伴い、Eコマース関連企業を中心とした需要が旺盛な模様である。ただし、首都圏では、2019年に約60万坪の大量供給が予定されており、空室率は上昇に転じる可能性がある。

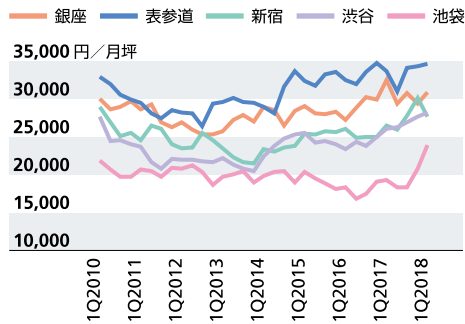
4 J-REIT (不動産投信) ・ 不動産投資市場

1 J-REIT (不動産投信)

2018年6月末の東証REIT指数(配当除き)は、3月末比4.5%上昇しTOPIXを2四半期連続で上回った。セクター別にみると、オフィスが5.7%、住宅が4.5%、商業・物流等3.0%上昇した【図表9】。需給面では、

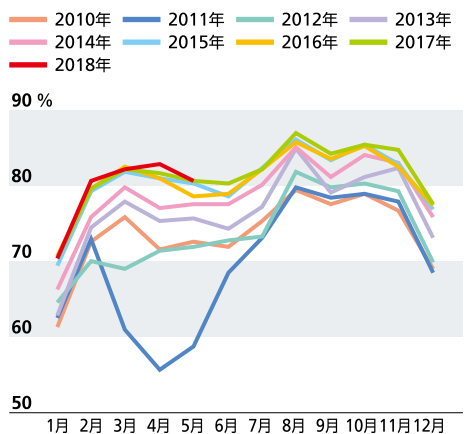
【図表6】東京主要商業エリア店舗賃料(全フロア・四半期)

出所：スタイルアクト、日経不動産マーケット情報のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



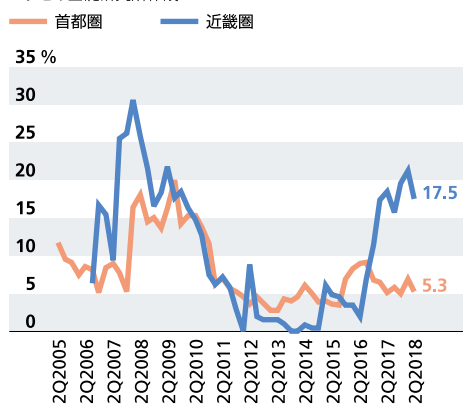
【図表7】ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)

出所：オータパブリケーションズ「週間ホテルレストラン」をもとにニッセイ基礎研究所作成



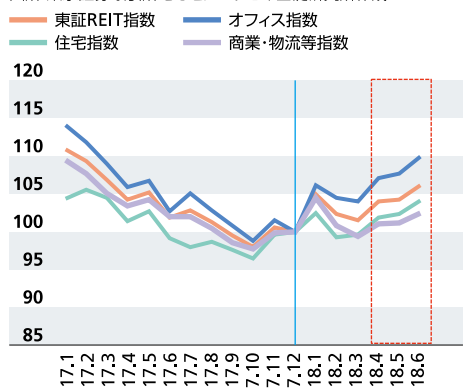
【図表8】大型マルチテナント型物流施設の空室率

出所：CBRE「ロジスティクスマーケットレビュー」をもとにニッセイ基礎研究所作成



【図表9】東証REIT指数(配当除き、2017年12月末=100)

出所：東京証券取引所をもとにニッセイ基礎研究所作成



海外投資家による買越し基調が継続しており、年初からの東証REIT指数の上昇率は、6.1%に拡大した。

第2四半期の物件取得額は3,189億円(前年同期比+26%)となった。国内の不動産売買額が昨年比で減少するなか、J-REITによる新規取得は高水準を維持している。

2 不動産投資市場

2018年第1四半期の東京のNOI利回りは、すべての物件タイプで過去最低水準まで低下した【図表10】。

ニッセイ基礎研究所が行った不動産投資市場に関するアンケート調査では、「不動産投資市場への影響が懸念されるリスク」との質問に対し、「金利」との回答は、2018年調査(58.4%)、2017年調査(52.8%)ともに、回答者の過半数を占めた。多くの不動産投資家が金利動向を注目している。

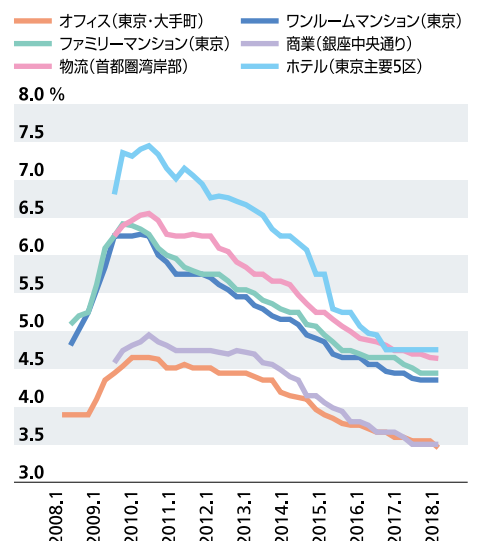
日本銀行は2018年7月末に開催された金融政策決定会合で金融政策の修正を行った。金利急上昇の回避策が盛り込まれているものの、長期金利は現時点の水準から上昇すると予測される。

当面、金融政策の修正が、不動産投資市場に及ぼす影響を注視する必要がある。

【図表10】物件タイプ別NOI利回り(東京)

出所：CBRE「クォーターリーサーベイ」をもとにニッセイ基礎研究所作成

注：発表された上下レンジの中央値を使用、ホテルは運営委託型



拡大する所有者不明土地

求められる対策とは？



総合政策研究部 研究員 鈴木 智也

tsuzuki@nli-research.co.jp



すずきともや

11年日本生命保険相互会社入社
18年ニッセイ基礎研究所(現職)
日本証券アナリスト協会検定会員

1——所有者不明の土地、増加中

日本全国で所有者不明土地が増加している。所有者不明土地とは、不動産登記簿等の公簿情報などをもとに調査しても所有者が判明しない、または判明しても所有者と連絡がつかない土地のことだ。国土交通省の資料によると、2016年度の地籍調査をもとにした推計で私有地の約2割が所有者不明、その規模は九州の土地面積(約368万ha)を上回る約410万haに達しているという。

根本的な問題は、日本の土地制度が所有権や利用実態を補足するのに十分な体制を整備できていないことだ。所有権の把握には、不動産登記簿情報が通常使用される。しかし、権利登記は義務でなく任意であり、所有者情報が更新されないまま放置されることが少なくない。法務省の調査によると、50年以上登記が更新されていない土地は地方で26.6%、大都市圏でも6.6%存在している(図表1)。

〔図表1〕相続登記が未了となっている土地の割合

注：割合は累積値

資料：法務省「不動産登記簿における相続登記未了土地調査について」

	最後の登記からの経過期間		
	90年以上	70年以上	50年以上
大都市 (所有権の個数: 24,360個)	0.4%	1.1%	6.6%
中小都市・中山間地域 (同上: 93,986個)	7.0%	12.0%	26.6%

情報が更新されないまま相続が発生すると複数の相続人が権利を継承し、相続が重なることで権利はさらに枝分かれする。さらに、日本の人口動態もこの問題を助長している。人口減少や高齢化は土地の利活用ニーズを減少させ、都市への人口流出が土地に対する権利意識を希薄化させる。また、登記にはコストも掛かるため、価格の低い地方の土地を相続しても、登記すればその分の費用が持ち出しになってしまう。国税庁

の統計では相続財産における土地の割合は約4割。2025年以降、人口の多い団塊の世代で相続が発生すれば、所有者不明の土地はさらに増加することが見込まれている。

2——災害復興、地域創生の障害に

所有者不明土地の増加は、災害復興や地方創生の妨げとなる。日本では、首都圏直下型地震や南海トラフ巨大地震など、大規模な災害の発生が指摘されている。所有者不明土地があることで、住宅や企業、避難所などの内陸移転が進まず、津波対策の高台利用ができないなど、危機管理体制の構築が遅れる事態も生じている。また、森林管理や農地集約など公共事業の妨げとなることで、住民サービスを低下させてもいる。課税面では徴税が難しく、税収が減少して地方財政の悪化にもつながる。これは、地方創生にとって明らかにマイナスだ。今後、団塊の世代で大量の相続が発生すれば、問題がさらに深刻化する可能性が高い。そうなる前に土地の所有権を明確化し、権利の移転を漏らさずに把握する仕組みを整えておく必要がある。

3——所有権を把握、管理する仕組み

1 | 第1弾となる対策法制が成立

政府も事態の打開に向けて動き出した。2018年6月、「所有者不明土地の利用の円滑化等に関する特別措置法」が可決された。同法の施行により、公益性の高い事業における所有者不明土地の利用が可能となる。土地の収用手続きは簡素化され、最大10年間の土地等使用権の設定が可能だ。所有者が現れなければ、期間を延長することも認められる。所有者が現れた場合も、期間終了後に原状回復をして土地を返還すれば良い。同法は

2019年6月までに施行される予定である。

同法成立により、公的分野の所有者不明土地の利活用が進んでいくことが期待される。再開発や復興事業などで障害が取り除かれれば、政府の進める地方創生やコンパクトシティの形成にもプラスとなるだろう。ただし、九州の土地面積よりも大きいと推計される所有者不明土地の利活用には、公的分野の開放だけでは不十分だ。民間の利活用を可能とする仕組みの構築も考える必要がある。今回の法案は、問題に対処するための第1歩(喫緊の取組み)と捉えるべきだろう。

2 | 抜本的な対策はこれから

公益確保の応急処置は、同法成立で可能となった。次は、所有者不明土地の根本的な問題に踏み込まなければならない。所有者不明土地の増加を防ぐには、土地の所有権移転を確実に捕捉する仕組みが必要だ。政府は、相続登記の義務化や登記官への所有者特定に関する調査権限の付与など不動産登記法や民法など関連法の改正を2020年までに進める方針である。また、土地の所有権を手放す際の要件設定(放棄制度)や手放された土地の受け皿作り(ランドバンク制度)などの検討も進んでいる。コスト面や課税面での課題は多いものの、導入されれば所有権の捕捉率が劇的に改善することが期待される。さらに、「行政手続きのデジタル化推進(2018年骨太の方針)」との絡みでは、所有者情報をマイナンバーと紐付けて電子化し、自治体間で相互利用できる体制の整備も行政コストの削減につながる可能性がある。既存の仕組みを強化するだけでなく、新たな仕組みを考え構築していくことも求められる。

底堅さを見せるドル円、 問われる米経済の耐久力

8

月に入り、ドル円はやや円高ドル安に振れている。米中貿易摩擦やトルコ情勢の緊迫化によってリスク回避的な円買いが優勢となったほか、トランプ大統領による利上げへの不満表明によるドル売りが発生したことが背景にある。ただし、多くの円高要因があった割に、足元でも1ドル110円台前半とさほど円高は進んでいない。貿易摩擦やトルコ情勢緊迫化では、悪影響が危惧される人民元や新興国通貨などに対して（経済が好調な）ドルが買われ、リスク回避の円高圧力が対ドルでは緩和されたためだ。

今後も米経済は堅調に推移するとみられ、利上げ継続方針を追い風にドル高圧力は続く可能性が高い。今後も貿易摩擦懸念や新興国市場の動揺などから円買いが進む場面が想定されるが、同時にドルも買われることで円高の勢いは限定的になりそうだ。3ヵ月後は112円程度と予想する。ただし、貿易摩擦は米経済にも重荷となる点には注意が必要だ。経済指標の悪化などから米経済の耐久力への疑念が発生すれば、ドル買いの根拠が崩れ、110円を大きく割り込むリスクもある。

ユーロは、トルコ情勢緊迫化の影響が欧州銀行に波及するとの見方で売られ、足元のユーロ円は127円台後半に沈んでいる。ただし、欧州銀行のトルコ債権は限定的な規模であり、ユーロの急落は過剰反応と見られる。また、ECBの量的緩和が年内に終了に向かうことは域内金利の先高感を通じてユーロ高要因になる。一方で、イタリアの財政や英国のEU離脱に対する懸念がユーロの上値を抑えたと見込まれるため、3ヵ月後の水準は129円台と予想している。

長期金利は、7月末の日銀による変動幅拡大表明を受けて一旦上昇したが、その後は日銀による臨時オペやリスク回避的な国債需要もあり、0.1%前後での膠着が続いている。今後、日銀はタイミングを見計らいつつ国債買入を減額し、0.2%近くまで金利上昇を許容していくと予想される。現水準に留まるのであれば変動幅拡大にならず、目的とする国債市場の機能回復にも殆ど寄与しないためだ。



シニアエコノミスト 上野 剛志

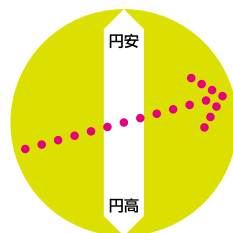
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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)。

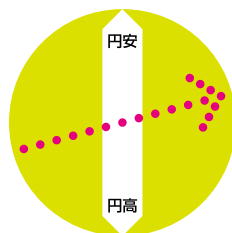


Market Karte

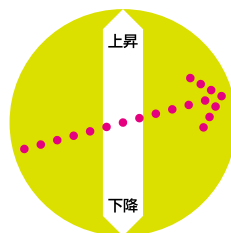
September 2018



ドル円・3ヵ月後の見通し



ユーロ円・3ヵ月後の見通し

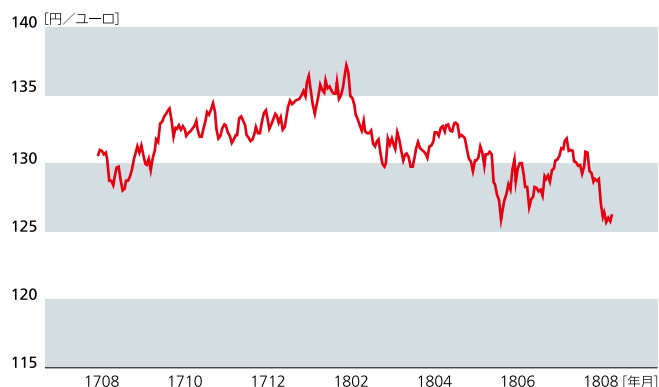


長期金利・3ヵ月後の見通し

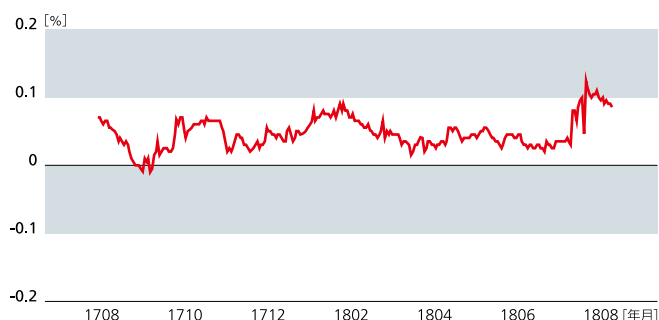
ドル円為替レートの推移[直近1年] 資料:日本銀行



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 データで見る「東京一極集中」
東京と地方の人口の動きを探る(上・流入編)
——地方の人口流出は阻止されるのか——
天野 馨南子 [基礎研レポート | 2018/8/6号]
- 2 介護職員不足への対応
——「まんじゅう型」から「富士山型」への構造転換をどう進めるか?
篠原 拓也 [保険・年金フォーカス | 2018/7/24号]
- 3 日本のキャッシュレス化について考える
福本 勇樹 [所報 | 2018/7/10号]
- 4 夏に売れるのはアイスクリームと何?
——ランドセル商戦の容姿と市場拡大～消費者の今を知る
久我 尚子 [基礎研レター | 2018/7/24号]
- 5 縮小するアルコール市場、その活路は?
——男性の「アルコール離れ」、40代以上の女性は若者より飲む、
飲まない若者でも職場の飲み会は重視～消費者の今を知る
久我 尚子 [基礎研レター | 2018/7/31号]

コラムアクセスランキング

- 1 見えない資産が変える経済
～知的財産経済の課題～
樋 浩一 [エコノミストの眼 | 2018/7/31号]
- 2 AI(人工知能)と雇用
樋 浩一 [基礎研REPORT-Column | 2018/8/8号]
- 3 「人生100年時代」の憂慮
——長寿は「結果」であり、「目的」ではない、と思う。
土堤内 昭雄 [研究員の眼 | 2018/7/24号]
- 4 苦戦する国内中小型株ファンド
～2018年7月の投信動向～
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2018/8/8号]
- 5 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]

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18/7/23～18/8/19》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点



表紙の眼
・
自画像
フィンセント・ファン・ゴッホ
製作年：1887年
所蔵：シカゴ美術館
From Wikimedia Commons

地方別台風の接近数 [1951～2017]

Source: 気象庁 Design: infogram©

台風の接近: 台風の中心が各地域の気象官署等から300km以内に入った場合

