

Inside

- 02** 分断進む米国社会 ● 樋 浩一
- 03** 日本の家庭に眠る“かくれ資産”総額は推計37兆円 ● 久我 尚子
- 04** 米中間選挙結果と今後の経済政策への影響 ● 窪谷 浩
- 06** 健康経営の論点を探る ● 三原 岳
- 08** 2018～2020年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10** もし、J-REITに100万円を投資したならば ● 岩佐 浩人
- 11** 2019年も「年初の円高」再来か? ● 上野 剛志



RESEARCH

分断進む米国社会

中間選挙結果が映し出す米国



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—— 本音と言えない米国社会

数年前に米国の大学に行ったときに、キャンパス内のお手洗いが全て男女共用だったので驚いた。男性用女性用の他に共用を作ったものの、共用を利用しなくてはならない人に対する差別だという批判の声が出て全部共用となったのだそうだ。寮は性別の区別なく学生が居住しており、シャワールームも共用だ。大学は大規模な寮だけではなく10人程度が住む一戸建ての家も多数保有していて、気心の知れた仲間の学生が同じ男女同居の家を希望して住んでいることが多いという。

2018年11月初めに行われた米国の中間選挙では、与党共和党が上院で多数となったものの、下院では野党民主党が多数となった。これまで上下両院で多数だった共和党のトランプ大統領は、今後は政策運営がより難しくなると見られる。しかし、マスメディアを通じて日本から米国の動きを見ている我々には、差別的発言を繰り返すトランプ大統領が、依然として多くの人から支持され続けていることには不思議な感じも受ける。

「政治的正しさ」(political correctness)という言葉が初めて聞いたのがいつのことだったか思い出せないが、米国では人前で本音を言うてはいけないことが山のようにある。日本は建前主義で、米国では本音で話をするというのは誤解で、文化や風俗習慣、思想などが異なる多様な人々が折り合っていくには、他人に対する配慮が不可欠だ。摩擦を避けて価値観を共有する人だけで集まるようになるということも起こる。「破綻するアメリカ」(会田弘継著)は、米国で起きているポピュリズムの興隆

は文化的反動だという見方を紹介している*1。高学歴エリートが進歩的価値観に基づいて伝統的価値観を否定することに対する反発が大きくなっており、ジャーナリズムから厳しい批判を浴びていても言いたいことを堂々と述べる大統領に多くの人が共感を覚えている。

2—— 白人労働者の不満

2016年の選挙でトランプ大統領を誕生させた大きな要因は、伝統的に民主党支持だった白人労働者が共和党のトランプ氏を支持したことにある。J.D.ヴァンスの「ヒルビリー・エレジー」は、ヒルビリー(田舎者)などと呼ばれる白人労働者をアメリカで最も厭世的傾向にある社会集団と呼び、繁栄から取り残された白人の生活を紹介してベストセラーとなった*2。政策全体では民主党の政策の方が低所得者層に手厚いと判断されるが、この本で紹介されたような人達は、共和党の掲げた保護貿易主義や不法移民の取り締まり強化といった政策の方が自分達のためになると考えているようだ。

1993年に誕生したビル・クリントン大統領は中道的な政治スタンスをとったが、その後の民主党内では、2016年の大統領選挙のサンダース現象に見るように非常にリベラルな支持者の勢力が増した。ジャーナリストや知識層といった高学歴でリベラルな人達は、環境問題や人権や移民・難民問題に関心が強く、発展途上国の貧困や人権問題も解決しようとする。こうした理想主義的な考えから出てくる議論は、豊かな米国民に負担と自制を求めものとなりがちで、直面している苦境の改善を求める「ヒルビリー」の共感を得ら

れていない。海外製品の流入によって職を失ったり、賃金の低迷に苦しんだりしている人達には、社会的エリートは自分達を見捨てていると感じられてしまい、アメリカ第一主義を唱えるトランプ大統領ならば米国民である自分達を守ってくれるという期待を抱かせているのではないだろうか。

3—— 固定化する格差

米国社会の分断が進んでいる背景には、所得格差の拡大が進むと同時に、世代を超えて固定化していることがある。米国の政治学者パトナムは、かつて大きく所得が異なる人達が混ざり合って住んでいた故郷の町は、豊かな人が住む地域と貧しい人が住む地域に分かれてしまったと嘆いている。米国では20世紀後半に入ると同じような教育を受けた男女がより多く結婚するようになり、社会階層の固定化傾向が強まっているという*3。教育を通じて格差が世代を超えて伝わっていく現象は、日本でも既に起きているのではないだろうか。

工場閉鎖で衰退しているラストベルトと呼ばれる地域の複雑な家庭で育ちながら、なんとか「ごくふつうの生活」を手に入れることに成功したJ.D.ヴァンスは「アメリカン・ドリームを生きる幸運に恵まれた私たちは、つねに不安に追い立てられているのだということも知ってほしい」と述べている。これは日本でも自分の生活水準を中程度だと考えている人の多くが感じているものと同じなのではないかと考え込んでしまうのである。

[*1] 「破綻するアメリカ」会田弘継、(岩波書店2017年)
[*2] 「ヒルビリー・エレジー—アメリカの繁栄から取り残された白人たち」、J.D.ヴァンス(関根光宏・山田文訳、光文社、2017年)
[*3] "Our Kids: The American Dream in Crisis", Robert D. Putnam,(Simon & Schuster, 2015)

日本の家庭に眠る”かくれ資産”総額は推計37兆円

フリマアプリでの平均売買価格から算出、1世帯あたり約70万円、金融・不動産に続く第三の資産



生活研究部 主任研究員 久我 尚子
kuga@nli-research.co.jp



くが なおこ

01年早稲田大学大学院理工学研究科修士課程修了(工学修士)。
同年株式会社NTTドコモ入社。
07年独立行政法人日本学術振興会特別研究員(統計科学)。
10年ニッセイ基礎研究所、16年7月より現職。

スマホのフリマアプリを介した個人間の中古品売買の勢いが増している。フリマアプリ最大手のメルカリは、2018年7月にサービス開始5周年を迎えたが、ダウンロード数は7,100万、利用者数は月間1,000万人、累計出品数は10億点を越えるそうだ。

このような中で、家庭に眠る不要品への注目が高まっている。自分にとっては不要品であっても、必要としている人へ上手く売ることができれば、案外、お金になるのかもしれない。

そこで、ニッセイ基礎研究所では、日本の一般家庭に眠る不要品の総量(=「かくれ資産」)に関する調査と「かくれ資産」の推計を監修した*。

調査は、全国の10~60代の男女2,536名を対象とした。調査では、家庭にある不要品の個数をカテゴリーごとに尋ねる(例えば、服飾雑貨や書籍、子どものおもちゃなど)ほか、不要品の処分方法の希望手段や日頃の消費行動なども尋ねた。

家庭に眠る不要品を「かくれ資産」と定義し、その金額を推計する際は、不要品の処分方法として、近年、人気が高まるフリマアプリに注目し、調査より得られたカテゴリーごとの不要品の個数に、メルカリでの平均売買価格(メルカリからのデータ提供)をかけあわせた。

その結果、日本の「かくれ資産」総額は、推計37兆177万円。1世帯あたり約70万円となった。なお、厚生労働省「毎月勤労統計調査」によると、2017年の労働者1人あたりの年間賞与平均支給額74万7,156円である、1世帯あたりの「かくれ資産」はこれに迫る金額である。

これまでは資産と言えば、一般的には金融資産や不動産を指していたが、「かくれ資産」は、これらに続く第三の資産と言える。今後さらなる活用が見込まれる潜在的資産だ。

なお、経済産業省「平成28年電子商取引に関する市場調査(2017年4月)」によると、過去1年間に不用となった製品の推定価値は総額7兆6,254億円とのことだ。今回の推計では、これを大きく上回っている。

金額が乖離した理由は、①経済産業省のデータは「過去一年間に不用となった品物の推定価値」である一方、今回の調査は、過去からの蓄積を含めて「潜在的な不要品の推定価値」であること、②今回参照した平均売買価格はフリマアプリのものであり、こうした個人間取引では、比較的高めの価格で売買される傾向があると考えられるためだ。

ところで、調査では「かくれ資産」の予想額も尋ねたところ、8万8,169円であったが、実際には「かくれ資産」の平均額は1人当たり28万1,277円であり、予想の3倍を上回っていた。家庭には想像以上に多額の「かくれ資産」が眠っている可能性がある。なお、今回の「かくれ資産」の推計には、自動車やバイクなどは含まれていないため、家の中にあるモノだけで約30万円のかくれ資産が眠っているということになる。

また、個人の「かくれ資産」は年齢とおおむね比例しており、最も多いのは60代以上の女性で、1人当たり49万7,856円であった(10代の3.5倍)。

「かくれ資産」の内訳は、服飾雑貨が4割、書籍・CD・ゲーム類が2割、家具・家

電・雑貨が2割弱であった。女性は服飾雑貨が、男性は書籍・CD・ゲームが多い傾向があった。

また、年収に対する「かくれ資産」の割合は平均13.0%であり、20%以上を「かくれ資産家」と設定すると(全体の17.4%)、その買い物行動には「ネットショッピング好き」、「新品好き」、「色ち買い(同じアイテムを色違いで買う)しがち」という特徴があった。10~30代の若い「かくれ資産家」には「流行に敏感」「リア充(好奇心旺盛で多趣味、友達が多い)」という特徴もあった。

一方で、一年前と比べて「かくれ資産」の金額は減少していた(1人当たり▲5,947円)。これは、フリマアプリやオークションサイトなどのWEBサービスを利用した個人間取引が浸透しつつあるためだろう。今回の調査結果でも、フリマアプリの利用希望者は、昨年の2.5倍に増加している。

「売るときのことを考えて買う」という消費行動は、これまでも住宅や自動車の購入では見られてきたものだ。しかし、フリマアプリの浸透によって、日用品などの身近なモノにまで広がっている。また、若者を中心に、モノの「所有」から「利用」へという価値観も強まっている。

2019年10月には消費税率が10%へと引き上げられる。家計の負担がじわりと増す中で、家庭に眠るかくれ資産に目を向ける消費者が増え、ますますフリマアプリ市場は盛り上がるのではないかと。

[*]調査実施は、アサツーディ・ケイと電通が設立した株式会社ドリルが主体となり2018年9月に発足した「みんなのかくれ資産調査委員会」。

米中間選挙結果と今後の経済政策への影響

追加減税やオバマケア廃止の軌道修正は必至



経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

kubotani@nli-research.co.jp

1—— 中間選挙結果とその評価

(議席数・投票率)：下院で民主党が過半数を奪取。関心の高さから投票率は大幅上昇

11月6日に行われた中間選挙では、上院(100議席)のおよそ3分の1に当たる35議席、下院(435議席)の全議席が改選された。上院では共和党が53議席、民主党が47議席と共和党が過半数を維持した。また、下院は共和党が199議席、民主党が235議席、勝敗未定1議席*と、民主党が過半数を獲得した。民主党が下院で勝利するのは08年の選挙以来である。

トランプ大統領は、中間選挙を自身の信任投票と位置付け、共和党候補者の応援を積極的に行ってきた。出口調査では「中間選挙に投票したのはトランプ氏が理由か」との質問に、6割超が「トランプ氏が理由」と回答しており、有権者も同大統領に対する信任投票と位置付けていたことが分かる。

また、今回の中間選挙に対する関心は非常に高く、投票率は49.2%と、16年の大統領選挙時(60.1%)は下回ったものの、前回の中間選挙(36.7%)から10%ポイント以上上昇した[図表1]。

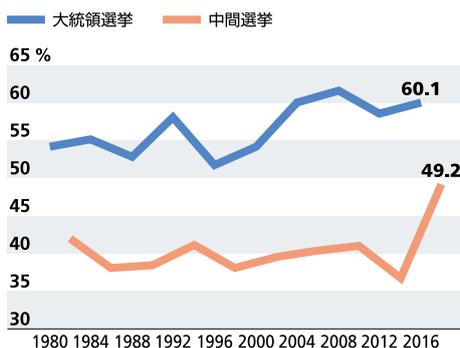
一般的に大統領を選出しない中間選挙は、大統領選に比べて投票率が低くなる傾向がある。実際、04年~12年では中間選挙の投票率が大統領選に比べて20%ポイント程度低かった。

このため、前回の大統領選からの低下幅が10%程度に留まったことは、今回の中間選挙に対する有権者の関心がいかに高かったかが分かる。

[図表1] 大統領・中間選挙の投票率

注：投票率は、無効投票も含む投票数を投票資格のある人口(18歳以上)から無国籍や重罪犯などを除いた有権者数の推計で割ってUnited States Elections Project が試算

資料：United States Elections Projectよりニッセイ基礎研究所作成



(ねじれ議会)：党派性が強まっている中で議会は機能不全に陥る可能性

来年からの新議会(第116議会)では上下院で多数政党の異なるねじれ議会となる。

米国ではねじれ議会は特殊ではなく、オバマ前政権時代の1期目後半(第112議会)と2期目の前半(第113議会)、それ以前では共和党レーガン政権時代の1期目前半から2期目前半(第97議会~第99議会)でねじれ議会となっていた。

このため、ねじれ議会になってもトランプ大統領による政権運営への影響は限定的との見方もあるようだ。しかしながら、筆者はねじれによる影響は大きいと考えている。

米国議会で法案を成立させるためには、上下両院を通過させる必要があるが、ねじれ議会では与野党が対立する法案を成立させることは難しい。

また、近年は、共和党議員はより保守的に、民主党議員はよりリベラルな投票行動を採る傾向が強まっており、超党派での政策協調が困難になっている。

実際、オバマ前政権による10年のオバマケア関連法や、トランプ政権による昨年

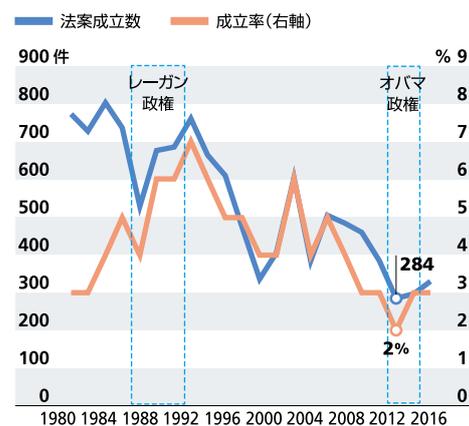
の税制改革法は、与党議員の賛成のみで成立させており、与党が両院で過半数を確保していたからこそ可能であった。

さらに、オバマ前政権時代の最初のねじれ議会(第112議会)では、与野党の対立激化から2年間の法案成立数が僅か284本に留まったほか、法案成立率も2%と過去最低となった[図表2]。このため、第112議会は「最も生産性の低い議会」と非難されていた。

[図表2] 米議会における法案成立数と成立率

注：第114議会(2015~2016)まで。点線内はねじれ議会の時期

資料：Govtrack.usよりニッセイ基礎研究所作成



トランプ大統領は政策実現に向けて、超党派での政策協調を促すために一定程度野党民主党の意向を政策に反映する必要がある。

しかしながら、20年に大統領選挙を控えていることや、トランプ大統領の好戦的な性格から、民主党との協調路線をとる可能性は低いとみられる。

このため、第116議会は、第112議会の再来となり、議会在機能不全に陥る可能性が高いだろう。



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。

2—— 経済政策への影響

(中間選挙の争点)：「医療」や「移民」、
「経済・雇用」が争点。「税」の関心は低い

出口調査に基づき、有権者に関心が高かった政策の争点をみると、オバマケアを巡る「医療」が26%と最も高く、次いで「移民」(23%)、「経済・職」(19%)となっていた。一方、それぞれの争点毎に、投票先の政党には、大きな乖離がみられる[図表3]。

[図表3] 2018年中間選挙出口調査結果
(重視する争点と投票先政党)

注：中間選挙に投票した、または投票する予定の有権者およそ9万人にAP VoteCastが調査集計したものをWSJが報道
資料：WSJ(11月6日)よりニッセイ基礎研究所作成

選挙戦の争点	シェア	民主党	共和党	その他
医療	26	74	23	3
移民	23	20	78	2
経済・職	19	37	59	3
銃規制	8	80	17	3
環境	7	86	10	3
テロ	6	39	58	3
外交	5	64	34	2
税	4	48	48	4
人口中絶	2	19	79	1

なお、トランプ大統領が実現に意欲を示している「税制改革」は4%に留まったほか、投票先が民主党と共和党で拮抗していたため、有効な争点として有権者にアピールできていない。

一方、有権者の関心が高かった「医療」に関しては、民主党がオバマケア廃止に反対する方針を明確に示している。

また、追加減税についても同様に反対する意向を示していることから、トランプ大統領が実現を目指すこれらの政策では、民主党の反対で法案成立が不可能なため、軌道修正は必至だろう。

(今後の経済政策)

中間選挙後の経済政策で最も注目される通商政策のうち、「米中貿易戦争」に関しては、トランプ大統領が、中国に対して強硬姿勢で臨んでいることを評価する声は多い。

中国による知的財産権の侵害や、強制的な技術移転問題に関する課題意識は、与野党、財界、日本や欧州などの先進国で共有されており、トランプ大統領に対する期待が大きい。このため、トランプ大統領による対中強硬姿勢に変化はないだろう。もっとも、同大統領が制裁手段として追加関税を多用していることについては、米経済への悪影響から、財界を中心に見直しを求める声は多い。

一方、トランプ大統領が通商政策で標的としているのは中国だけではない。来年以降に交渉が本格化するとみられる輸入自動車についても、同大統領は、追加関税を示唆している。輸入自動車関税が賦課される場合には米国をはじめ世界経済への影響が非常に大きいため、今後の交渉が注目される。

なお、本来議会の権限である通商政策交渉について、トランプ大統領が安全保障などを理由に、大統領権限を行使し、議会を無視する形で制裁手段の決定が行われていることに関しては、議会からの反発が強い。このため、議会には大統領権限を縛るための法律を立法化する動きも一部にみられているが、実現は難しいだろう。

インフラ投資については、トランプ大統領と、民主党ともに投資の拡大を目指しており、両者で政策協調の可能性が残っている。

ただし、20年の大統領選挙を睨んでトランプ大統領の成果にしたいくない民主党

の政治的な思惑や、インフラ投資実現のための財源問題などもあって、実際に政策協調できる可能性は低いとみられる。

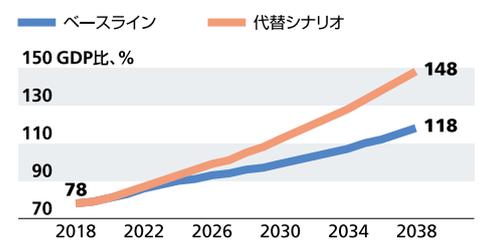
(財政・債務残高)：財政状況の悪化が 経済政策の制約要因に

トランプ大統領が実現した大型減税や拡張的な財政政策の結果、財政状況は急激に悪化している。

議会予算局(CBO)は、現在の予算関連法が継続すると仮定した場合に債務残高(名目GDP比)は、足元の78%から20年後には118%への増加を見込んでいる[図表4]。

[図表4] 債務残高見通し

注：ベースラインは、CBOの長期見通し(18年8月)。代替シナリオは、17年税制改革法の時限措置延長に加え、裁量的経費の上限額が20年度以降に削減されないなどの前提によってCBOが試算(18年8月) 資料：CBO、CRFBよりニッセイ基礎研究所作成



また、一部時限措置となっている減税や歳出拡大を恒久化した場合は、同148%まで拡大すると試算しており、財源確保なしに、財政収支を悪化させる新たな政策を実現することは困難である。

一方、財源確保策については、共和党は増税に反対するほか、民主党は国防以外の歳出削減に反対することが予想されるため、与野党が合意出来る財源確保は難しい状況である。

このため、トランプ大統領が実現を目指す追加減税やインフラ投資の拡大は財政面からも実現が困難だろう。

[*] 12月12日時点

健康経営の論点を探る

政策・制度的な視点で関係者の役割を再整理する



保険研究部 准主任研究員 三原 岳

mihara@nli-research.co.jp

1——はじめに

～健康経営の論点とは何か～

従業員の健康づくりに力を入れる「健康経営」^{*}に対する関心が高まっており、一層の拡大を図る上では、関連する政策・制度に立ち返った議論が求められる。本レポートでは、職場に出勤しているのに心身状態の悪さから生産性を上げられない「プレゼンティズム」(presenteeism)という考え方を重視することで、単なる医療費適正化や生活習慣病対策にとどまらない論点を指摘する。その上で、健康保険法や労働安全衛生法など関連制度の考え方を踏まえつつ、経営者、従業員、保険者(保険制度を運営する主体)などに求められる役割を論じる。

2——健康経営の目的

まず、健康経営の目的を見ると、旗振り役の経済産業省は「公的保険外の予防・健康管理サービスの活用(セルフメディケーションの推進)を通じて、生活習慣の改善や受診勧奨等を促すことにより、①国民の健康寿命の延伸、②新産業の創出、③あるべき医療費・介護費の実現」を挙げている^{*1}。

しかし、NPO法人健康経営研究会の定義によると、「『企業が従業員の健康に配慮することによって、経営面においても大きな成果が期待できる』との基盤に立って、健康管理を経営的視点から考え、戦略的に実践することを意味しています。従業員の健康管理・健康づくりの推進は、単に医療費という経費の節減のみならず、生産

性の向上、従業員の創造性の向上、企業イメージの向上等の効果が得られ、かつ、企業におけるリスクマネジメントとしても重要」としている^{*2}。これは単に医療費適正化を目指しているのではなく、「会社が経営戦略の一環として健康づくりに取り組む→従業員の活力向上→会社の生産性向上や組織の活性化→業績向上や株価上昇」という論理構造に立っており、従業員の健康づくりと生産性向上が中心に据えられなければならない。

中でも、従業員の健康や会社の生産性を損なう「プレゼンティズム」がカギを握ると考えている。以下、東京大学政策研究ビジョンセンターの研究成果などを用い、重要性を論じる。

3——プレゼンティズムの重要性

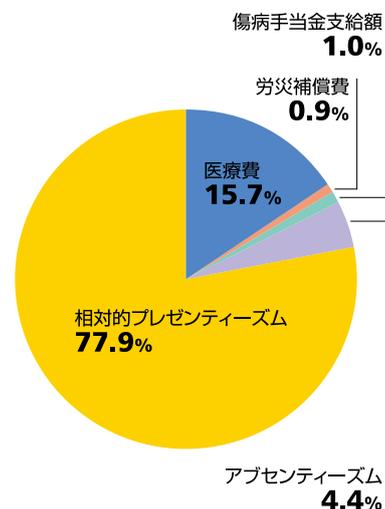
プレゼンティズムは「アブセンティズム(病欠、absenteeism)」から作られた造語であり、いくつかの研究はプレゼンティズムが従業員の健康状態と会社の生産性を下げていると指摘している。その一例として、東大が2016年2月に公表した試算は医療費、健康保険の傷病手当金、労働災害保険の補償費(労災給付金)など直接的なコストに加えて、アブセンティズム、プレゼンティズムなどの間接的なコストを総称して「健康関連総コスト」と位置付けた上で、その割合を可視化した。その結果は図表の通りであり、医療費は15.7%、アブセンティズムが4.4%にとどまり、相対的プレゼンティズムが約8割を占めた。

つまり、健康経営で医療費適正化だけ

を議論するのは部分最適に過ぎず、プレゼンティズムを意識する必要がある。特に従業員のプレゼンティズムを引き起こす可能性が高いメンタルヘルス対策は最も重要となる。

[図表]健康関連総コストの内訳

出典：東京大学政策研究ビジョンセンター健康経営研究ユニット(2016)「健康経営評価指標の策定・活用事業成果報告書」(2015年度健康寿命延伸産業創出推進事業)を基に作成



4——関係者が連携する必要性

では、プレゼンティズム対策を含めて、健康経営を進める上で、どんな対応策が必要なのだろうか。企業内の健康増進と生産性向上について、①ヘルスケア領域、②労働安全衛生、③健康管理、④人的資源開発——という4つの領域があるとして、相互の連携が必要という意見が出ている^{*3}通り、従業員を含めた企業内外の関係者との連携が求められる。

実際、健康経営に絡む制度である健康保険法や労働安全衛生法は労使協力を想定している。具体的には、前者で設置され



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。

る健康保険組合(健保組合)は経営者と従業員による自治を内在しているほか、後者で求められる安全対策についても従業員と経営者の代表で構成する委員会を設置することを義務付けている。以下、主な関係者ごとに求められる役割を考察する。

5——関係者の役割

まず、経営者の責任としては、会社の生産性向上や組織の活性化に向けて、従業員の勤務状況や健康上の不安などを把握するとともに、健康や働き方、周囲との環境など従業員の個別性に配慮しつつ、そこから浮かび上がる課題を解決する努力が必要となる。

さらに、従業員の主体的な参加も必要になる。健康経営で実施される対策について、従業員の理解や協力、支持を得られなければ、経営者サイドの空回りになる危険性がある。その際には労働組合に加入していない非正規雇用者の意見も考慮する必要がある。

近年、会社と保険者の連携による健康経営が「コラボ・ヘルス」として注目されている通り、保険者の役割も整理する必要がある。大企業の従業員を対象とした健保組合の場合、保険料を徴収・管理したり、保険料の水準を決定したりするだけでなく、従業員の健診データを持っており、医療費適正化を果たす上で健保組合の役割は見逃せない。会社では手が届きにくい被扶養者を被保険者としてカバーしている点も強みである。

だが、健保組合を持っている会社は僅かであり、それ以外の会社は協会けんぽの

関係を意識する必要がある。非正規雇用者の一部は国民健康保険に加入しており、その連携も焦点になる。

このほか、医師や看護師、保健師などの専門職、特に従業員50人以上の事業場などに配置が義務付けられている産業医のノウハウや知見を活用することが必要になる。

国の役割としても、▽先進的な会社の表彰、▽先進事例の情報提供・情報共有、▽中小企業への支援——などが想定され、健康経営に取り組む会社を認定する「健康経営銘柄」などの施策を継続・充実させる必要がある。

6——おわりに

健康経営で求められるのは企業の創意工夫である。最後に、健康経営の「原点」となる考え方を提示したい。

明治期以降、近代化を進めた日本で最初に勃興した産業の一つは紡績業だった。しかし、紡績工場で働く「女工」と呼ばれた女性労働者の労働環境は劣悪であり、相当数の女性が健康を害し、その多くが結核に感染した。このため、政府は労働時間の制限などを盛り込んだ工場法を1916年に施行した。実は、本レポートで触れた健康保険法や労働安全衛生法の淵源を辿ると、全て工場法に繋がっている。

しかし、その以前から鐘紡の武藤山治は労働環境の改善に乗り出しており、▽末端の労働者から意見を募る「注意函」の設置、▽診療所の開設、▽ドイツのクルップ製鋼会社を模倣した共済組合の整備——などに努め、鐘紡の共済は1922年に制定

された健康保険法の淵源の一つとなった。こう考えると、武藤は健康経営の先駆的な存在と言えるかもしれない。

そして武藤は民間主体の必要性を主張しており、健康保険法の制定についても国家による介入を否定していた。具体的には、健康保険法を審議する1922年1月16日の労働保険調査会の席上、武藤は「民間組合に国家は干渉すべきではなく、国家の手を借りず、実行できるのであれば、それに任せるほうが良い」と述べている。

この指摘は健康経営にも通じるのではないだろうか。健康経営の取り組みは業種、規模、従業員の働き方などで大きく異なる分、政府が一律に介入、関与することは難しく、企業の自主性が第一に据えられるべきである。従業員など多様な関係者と協力しつつ、その役割や強みを引き出すような形で、企業の経営者が創意工夫を発揮することを期待したい。

詳細はウェブサイトの拙稿「健康経営の論点を探る—政策・制度的な視点で関係者の役割を再整理する」参照
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=60018>

※健康経営はNPO法人健康経営研究会の登録商標。
[*1] 経済産業省資料参照。
http://www.meti.go.jp/policy/mono_info_service/healthcare/downloadfiles/180710kenkoukeiei-gaiyou.pdf
[*2] 健康経営研究会ウェブサイト参照。
<http://kenkoukeiei.jp/whats>
[*3] Robert H. Rosen (1991) "The Healthy Company" [宗像恒次監訳(1994)「ヘルシー・カンパニー」産能大学出版部]。

2018～2020年度経済見通し



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

1—— 2四半期ぶりのマイナス成長

2018年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.6%（前期比年率▲2.5%）と2四半期ぶりのマイナス成長となった。4-6月期の高成長（前期比年率2.8%）から一転してマイナス成長となった主因は、4-6月期に高い伸びとなった民間消費、設備投資がいずれも減少に転じたことである。民間消費は天候不順による外出の手控えや生鮮野菜、エネルギー価格の高騰による実質購買力の低下から、前期比▲0.2%と2四半期ぶりに減少した（4-6月期：同0.7%）。また、好調が続いていた設備投資も自然災害に伴う供給制約の影響から前期比▲2.8%と8四半期ぶりに減少した（4-6月期：同2.8%）。また、海外経済の減速や自然災害の影響などから輸出が前期比▲1.8%と落ち込み、外需は2四半期連続で成長率の押し下げ要因となった。

7-9月期のマイナス成長は自然災害に伴う供給制約の影響が大きく、景気の回復基調が途切れてしまったわけではない。ただし、景気の牽引役となってきた輸出は、海外経済の回復ペース鈍化を背景に基調として減速局面に入っている可能性が高い。

製造業PMI（IHS Markitの購買担当者指数）は2017年末をピークに低下傾向が続いている。地域別には、米国が高水準を維持している一方、ユーロ圏の低下が顕著となっている。PMIは世界、米国、ユーロ圏、新興国ともに引き続き中立水準の50を上回っており、製造業の改善基調が途切れたわけではないが、拡大ペースは明らかに鈍化している。また、日本の輸出数量に対して先行性のあるOECD景気先行指数（OECD+非加

盟主要6カ国）も2018年入り後は緩やかな低下傾向が続いている。輸出を取り巻く環境は徐々に厳しくなっている。

2—— 膨らむ消費増税対策

政府は、2019年10月に予定されている消費税率の引き上げが経済に影響を及ぼさないよう政策を総動員する方針だ。

具体的な対策は、①幼児教育無償化、年金生活者支援給付金の支給等、②軽減税率制度の実施、③低所得者・子育て世帯向けプレミアム商品券、④自動車・住宅の購入者に対する税制・予算措置、⑤消費税率の引き上げに伴う柔軟な価格設定（ガイドライン）、⑥中小小売業に関する消費者へのポイント還元支援、⑦マイナンバーカードを活用したプレミアムポイント、⑧商店街活性化、⑨防災・減災、国土強靱化対策、の9項目となっている。

これらの対策によって消費税率引き上げによる経済への影響は前回（2014年4月）に比べるとかなり小さくなることは確実だ。増税前後の駆け込み需要とその反動も前回は下回るだろう。もともと、税率の引き上げ幅が小さいこと（3%→2%）、住宅、自動車など買い替えサイクルの長い高額品については前回の引き上げ時に前倒しで購入した世帯が多いことから、駆け込み需要の規模はそれほど大きくならないことが想定されていたが、増税対策の拡充によってその可能性はより高くなった。キャッシュレス決済時のポイント還元（5%）や自動車減税などは増税前の買い控えをもたらず恐れすらある。

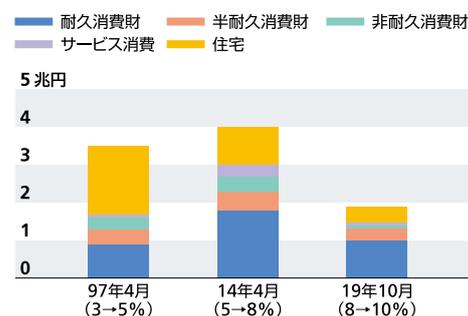
当研究所では、消費増税前の駆け込み

需要の規模は、1997年4月が3.5兆円（個人消費1.7兆円、住宅投資1.8兆円）、2014年4月が4.0兆円（個人消費3.0兆円、住宅投資1.0兆円）と試算しているが、次回の増税前の駆け込み需要は1.9兆円（個人消費1.5兆円、住宅投資0.4兆円）と前回の半分程度になると想定している[図表1]。

なお、次回の消費税率引き上げは年度途中からとなるため、駆け込み需要と反動減は2019年度内でほぼ相殺されることが想定される。

[図表1] 消費増税前の駆け込み需要の想定

注：97年4月、14年4月はニッセイ基礎研究所による試算値。
19年10月は予想
資料：内閣府「国民経済計算（GDP統計）」



駆け込み需要とその反動はあくまでも需要の発生時期がずれるだけで、一定期間を均してみれば影響はニュートラルだ。長期にわたって個人消費などの経済活動に影響を及ぼすのは物価上昇に伴う実質所得低下のほうである。前回の消費税率引き上げ後の個人消費は反動減が一巡した後も低迷が続いたが、これは消費税率引き上げによって急速に落ち込んだ実質所得の水準がなかなか元に戻らなかったことが主因と考えられる。

前回増税時の実質雇用者所得（一人当たり実質賃金×雇用者数）の動きを振り返ると、名目賃金の伸び悩みが続く中で消費



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。
優秀フォーキャスターに7回選出。

者物価上昇率が前年比3%を上回る水準まで高まったため、実質賃金上昇率が大幅なマイナスとなった。実質雇用者所得が増税前(2014年1-3月期)の水準に戻ったのは増税から2年が経過した2016年1-3月期であった。

足もとの賃金上昇率は好調な企業収益を背景としたボーナスの大幅増加から高めの伸びとなっているが、賃金総額の約4分の3を占める所定内給与の伸びは前年比0.5%程度(毎月勤労統計の共通事業所による伸び率)にとどまり、1%程度の消費者物価上昇率を下回っている。今回の消費税率引き上げによる消費者物価上昇率への影響は1%程度だが、賃上げ率が高まらなければ実質賃金上昇率はマイナスとなり、消費低迷が長期化するリスクが高まるだろう。

3——実質GDP成長率の見通し

2018年7-9月期はマイナス成長となったが、10月以降の経済指標は、自然災害に伴う供給制約の緩和から高めの伸びを示すものが多い。10-12月期は民間消費、設備投資、輸出がいずれも増加に転じることで、1%程度とされる潜在成長率を明確に上回る高成長が見込まれる。ただし、海外経済の減速に伴う輸出の伸び悩みから景気の基調は2017年に比べて弱まっており、景気の牽引役となってきた設備投資も企業収益の伸び率鈍化を背景に減速に向かう可能性が高い。

2019年度から2020年度にかけての日本経済は消費税率引き上げ、東京オリンピックの開催によって景気の振幅が大

きくなることが見込まれる。消費増税直前の2019年7-9月期は駆け込み需要で高めの成長となるが、増税直後の10-12月期にはマイナス成長となることが避けられないだろう。ただし、税率の引き上げ幅が小さいこと、各種の消費増税対策の効果から、成長率のマイナス幅は前回増税時(2014年4-6月期の前期比年率▲7.3%)を下回るだろう。

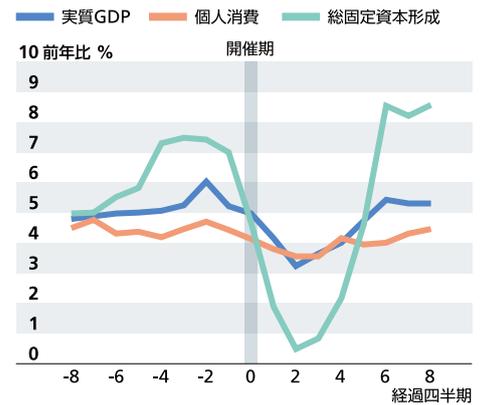
最近の日本経済は設備投資やインバウンド需要を中心に東京オリンピック関連需要で押し上げられているが、その効果はいずれ剥落する。

東京オリンピック・パラリンピックは2020年の7月から9月にかけて開催される(オリンピック:7/24~8/9、パラリンピック:8/25~9/6)。過去の夏季オリンピック開催国において、開催前後の四半期毎の実質GDP成長率(1964年の東京から2016年のリオデジャネイロまでの平均)をみると、成長率のピークは開催2四半期前で、その後1年間は伸び率が低下している。需要項目別には、総固定資本形成は開催3四半期前がピークで、開催2四半期後まで伸び率が急低下しており、個人消費は開催2四半期前をピークに、開催3四半期後まで伸び率が緩やかに鈍化している[図表2]。

これを機械的に2020年の東京オリンピック・パラリンピックに当てはめると、成長率のピークは2020年1-3月期となる。もちろん、実際の経済はオリンピック以外の要因に左右されるが、消費増税対策の中には期限付きのものが含まれており、対策の効果一巡がオリンピック終了と重なること、景気の落ち込みを増幅するリス

[図表2] 夏季五輪開催前後の成長率

注:夏季オリンピック開催期を0とした経過四半期東京(1964年)からリオデジャネイロ(2016年)までの平均、ただしモスクワは除く
資料:OECD「Quarterly National Accounts」



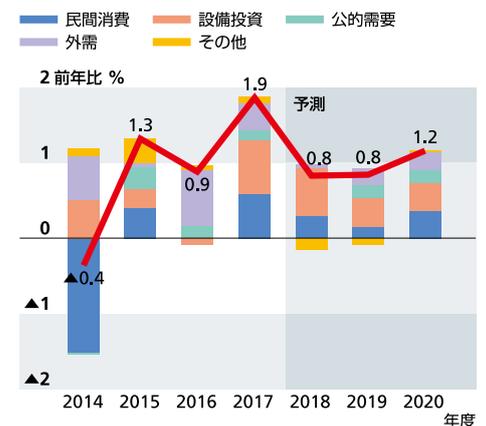
クがあることには注意が必要だろう。

今回の予測では、オリンピック関連需要の一巡によるマイナスの影響を、消費増税後の反動減の緩和による押し上げが打ち消すことにより、2020年度前半まで景気は好調を維持するとした。しかし、オリンピック終了後の2020年度下期には押し上げ要因がなくなるため、景気の停滞色が強まることは避けられないだろう。

実質GDP成長率は2018年度が0.8%、2019年度が0.8%、2020年度が1.2%と予想する[図表3]。

[図表3] 実質GDP成長率の推移(年度)

資料:内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」



もし、J-REITに100万円を投資したならば

J-REITを個人の不動産投資のものさしに



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



いわさ 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。

「もし、J-REIT(不動産投資信託)に100万円を投資したならば、年間の分配金はいくら受け取れるか?」。この問いに対して、J-REITをご存知であれば、「分配金は約4.0万円(利回り4.0%)、税引き後の手取り額は約3.2万円(利回り3.2%)」と多くの方がざっくりと回答できるのではないかと。

一方で、「もし、J-REITに100万円を投資したならば、その先にある不動産はいかにして分配金4.0万円を生み出しているか?」。この問いに対して、直ぐに答えを思い浮かべることができる人は少ないと思われる。これは、J-REITが個人投資家の間で証券投資として名が知れていても、不動産投資としてはまだ十分に認識されていない証でもある。

J-REITは、投資家から集めた資金を賃貸不動産に投資し、不動産の生み出すキャッシュフローを分配金として投資家に還元する金融商品である。したがって、J-REITへの投資(証券投資)は、J-REITが保有する不動産への投資(不動産投資)と同じ効果を期待することができる。

それでは、J-REITに100万円を投資した場合、その先にある不動産の収支はどうなっているのか?以下では、個人による不動産投資の参考になるように、賃貸マンションに投資する住宅系REIT7社の運用実績(H30年4月期までの直近1年)をもとに答えを確認したい[図表]。

まず、不動産投資額について、J-REIT「100万円」分の投資は、賃貸マンション「150万円」分の投資に相当する。その際、借入金「67万円」を利率「1.0%」で調達している(借入比率は45%)。

次に、収入と費用について、賃貸マンション「150万円」からの賃料収入は「9.5万円」、賃貸費用^{*1}は「2.3万円」(対収入比率24%)であり、賃貸純収益(賃貸収入-賃貸費用、NOIと言う)は「7.2万円」となる。さらに、大規模修繕費は「0.4万円」(対収入比率4%)であり、不動産から得られるキャッシュフロー(賃貸純収益-大規模修繕費、NCFと言う)は「6.8万円」となる。

この結果、J-REITが全国に分散して保有する賃貸マンションの利回りは、表面利回

りが「6.3%」、NOI利回りが「4.8%」、NCF利回りが「4.5%」となり、この水準が現在のプロによる賃貸マンション投資の利回り目線だと言えそうだ。

ここから、借入金「67万円」への支払利息「0.7万円」(対収入比率7%)、資産運用報酬を含む管理コスト「0.6万円」(対収入比率6%)を差し引いた運用収益は「5.6万円」(対収入比率59%、利回り3.7%)となる。そして、この「5.6万円」がJ-REITを100万円購入した投資家の受け取る分配金「4.0万円」の原資となる^{*2}。

ところで、女性専用シェアハウス「かぼちゃの馬車」の投資トラブルが表面化して以降、個人による不動産投資の危うい実態が新聞などで報じられている。また、多額の資金を融資した金融機関側の不正行為が明るみに出るなか、金融庁は個人向け投資用不動産融資について調査しモニタリングを強化する方針である。

個人が不動産投資を検討するにあたり、習得すべき知識はいくつか挙げられるが^{*3}、本稿で記したJ-REITの運用実績も不動産投資におけるものさしの1つとして活用できると思われる。

[図表] J-REITに100万円を投資した場合、その先にある賃貸不動産の年間収支

資料: 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

投資に関する項目	金額(万円)	収支に関する項目	収入・費用(万円)	対投資額(150万円、利回り)	対賃料収入(=100)
(A) 運用不動産(時価)	150	(1) 賃料収入	9.5	6.3%	100
(B) 借入金	67	(2) 賃貸費用	2.3	1.5%	24
(借入利率)	1.0%	(3) NOI (1)-(2)	7.2	4.8%	76
(B/A) 借入比率	45%	(4) 大規模修繕費	0.4	0.2%	4
		(5) NCF (3)-(4)	6.8	4.5%	72
		(6) 支払利息	0.7	0.4%	7
		(7) 管理コスト(運用報酬)	0.6	0.4%	6
		(8) 運用収益(5)-(6)-(7)	5.6	3.7%	59

[*1] 賃貸費用の内訳は、建物管理委託費(26%)、公租公課(22%)、その他諸経費(17%)、修繕費(16%)、水光熱費(6%)。

[*2] 実際のJ-REITの分配金は会計上の利益のため、大規模修繕費の代わりに減価償却費を控除する。

[*3] 渡邊布味子「はじめての不動産投資入門(1)」(ニッセイ基礎研究所、研究員の眼、2018年7月31日)

2019年も「年初の円高」再来か?

ドル円は米中貿易摩擦懸念や米利上げ鈍化観測などにより、12月に入った後にやや下落し、足元では112円台後半で推移している。

今後は円高に警戒が必要な時間帯に入る。2016年以降は、毎年年初に円高が進行してきた*1。中国経済減速や原油安、トランプ政権の保護主義など毎年様々な懸念が高まり、リスクオフの円買いが発生したためだ。2019年年初についても、米利上げ鈍化観測が強まるなかで、米中貿易摩擦や英EU離脱問題などが山場を迎えることから、リスクオフの円買いが入りやすいだろう。米国経済の相対的な強さを背景として大幅な円高ドル安の進行は避けられるものの、一時的に110円を試す場面も想定される。一方、春にはリスクオフ一服に伴ってドルの持ち直しが期待できる。最近の市場は米景気への懸念から利上げ鈍化を織り込み過ぎていていると考えられるため、利上げ観測の持ち直しに伴って、3か月後は1ドル113円前後に戻ると予想している。

ユーロ円は、欧州の政治不安(英国のEU離脱問題、イタリアの財政問題など)や冴えない経済指標を受けて低迷し、足元は128円台前半で推移。今後、英国のEU離脱問題が山場を迎えることから、当面はユーロ安に振れやすいだろう。イタリア問題も展開次第ではユーロ安圧力になる。ただし、時間の経過とともに先行きの不透明感が緩和し、引き締めに向かうECBの金融政策が意識されることで、ユーロの買戻しが見込まれる。3か月後の水準は131円程度と予想している。

長期金利は、不安定な株価動向や米金利低下を受けて低下し、足元では0.0%台前半に低下している。当面、世界経済の下振れリスクが警戒され、安全資産としての国債需要が金利の抑制に働くだらう。ただし、足元の米金利は過度の利上げ鈍化を織り込んで下がりすぎており、いずれ修正されるはずだ。また、日銀の国債買入れ減額も金利上昇に働く。3か月後の水準は0.1%程度と予想している。

[*1]年初からの2ヵ月間に、2016年は約7円、2017年は約4円、2018年は約6円の円高ドル安が進行した。



シニアエコノミスト **上野 剛志**

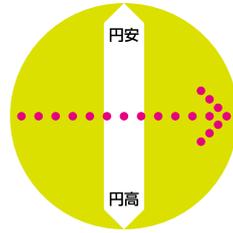
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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)。

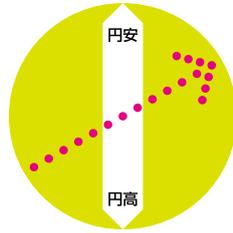


Market Karte

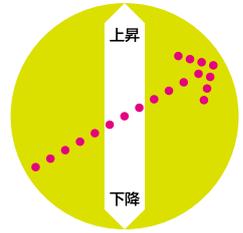
January 2019



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 「人生100年時代」の暮らし方
— どう過ごす?! 定年後の「10万時間」
土堤内 昭雄 [基礎研レポート | 2018/11/28号]
- 2 高齢者を特殊詐欺から守るには?
— シンクタンク社長の体験レポート—
手島 恒明 [基礎研レポート | 2018/11/19号]
- 3 リーマン・ショックから10年。
その後の不動産収益率を振り返る
～不動産の生み出すインカム収益がREITの本源的価値～
岩佐 浩人 [基礎研レポート | 2018/11/30号]
- 4 2018～2020年度経済見通し(18年11月)
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2018/11/15号]
- 5 2019年はどんな年?
金融市場のテーマと展望
上野 剛志 [エコノミストレター | 2018/12/7号]

コラムアクセスランキング

- 1 シリーズ・IT婚時代の「運命の人の探し方」
— 第3回「検索不安恋愛モンスター」にならないために
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2018/11/22号]
- 2 生涯現役社会と働き方改革
— 求められる政府の積極関与
樫 浩一 [基礎研REPORT-Column | 2018/12/7号]
- 3 マイナンバーカード普及の課題
— マイナンバーカードはデジタル国家への礎となるか
清水 仁志 [研究員の眼 | 2018/12/4号]
- 4 消費増税対策の期限切れとオリンピックの終了
斎藤 太郎 [研究員の眼 | 2018/11/22号]
- 5 はじめての不動産投資入門(2)
～不動産の価格を求める手法について～
渡邊 布珠子 [研究員の眼 | 2018/11/30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18/11/19-18/12/16》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点



表紙の眼
・
遮光器土偶
青森県つがる市木造亀ヶ岡出土
制作年：縄文時代
所蔵：東京国立博物館
Photo by Saigen Jiro / Public domain

お年玉はいくらが適当か

Source : 日本生命保険相互会社「2018年の抱負と期待」アンケート調査(2017年12月) Design : infogram©

