



Inside

- 02 平成の終わり ● 樋 浩一
- 03 消費税対策としてのキャッシュレス化 ● 矢嶋 康次
- 04 2019年はどんな年? 金融市場のテーマと展望 ● 上野 剛志
- 06 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 ● 岩佐 浩人
- 08 女性のライフコースの理想と現実 ● 久我 尚子
- 10 動画アプリ「TikTok」のヒットが意味すること ● 中村 洋介
- 11 2019年も円高でスタート、今後の展開は? ● 上野 剛志



RESEARCH

平成の終わり

次の時代の課題



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—— ショックの連続

バブル景気の絶頂から始まった平成は間もなく終わり、新しい時代を迎えようとしている。平成元年(1989年)12月に日経平均株価は史上最高値をつけたが、平成2年(90年)に入ると債券・円・株のトリプル安が起こり、値下がりが続いた。地価は遅れて平成3年(91年)から本格的に下落し始め、高級絵画やゴルフの会員権なども含めた資産価格全体が大きく下落した。

資産価格のバブルが崩壊した後も、しばらくは失業率が2%程度であったなど経済への影響は軽微にみえたが、平成4年(92年)になるころには影響の大きさが明らかとなってきた。日本経済は回復を見せる時期もあったが、平成9年(97年)になると大手金融機関や大企業の経営破綻が相次ぎ、日本の雇用慣行に守られてきた大企業でも人員整理が行われるようになって雇用不安も高まった。経済の足かせとなっていた過剰債務問題は次第に改善したが、平成20年(08年)には米国でリーマンショックが起こり、海外経済の混乱から日本経済も大きな打撃を受けた。

2—— 予想を裏切る世界の動き

日本を取りまく国際情勢も予想外の激しい動きとなった。平成元年(89年)にはベルリンの壁が崩壊し、平成3年(91年)末にはソビエト連邦が崩壊して、世界は西欧型の自由民主主義と市場経済に収れんして行くとな多くの人が考えた。しかし、中国は国家資本主義体制を維持したまま驚異的な経済発展を遂げ、習政権の下で市場経済化や民主化の動きは止まり、むしろ後退する動きを見せている。

欧州では平成5年(93年)に発効した

マーストリヒト条約でEU(欧州連合)が誕生し、平成11年(99年)にユーロが導入され経済・政治的な統合が進んでいった。しかし、平成22年(10年)にはギリシャの財政問題を発端に欧州債務危機が起こり、平成27年(15年)には中東やアフリカから100万人を超える難民・移民が押し寄せるなどしたこと、移民の排斥を主張するナショナリズムやポピュリズムが勢力を増している。平成28年(16年)には英国が国民投票で、EU離脱を選択し、混乱が続いている。

欧州だけでなく先進諸国の至るところで、グローバル化に対する反発が強まり、地域や個人の格差の拡大に対する不満が増大している。第二次世界大戦後の世界で、圧倒的な経済力を背景に国際政治のリーダー役を果たして来た米国は、平成29年(17年)に誕生したトランプ大統領が自国優先の姿勢を強め、世界はリーダー不在の状態となった。

3—— 次の時代の課題

次の時代の第一の課題は、新たな国際競争のルール作りであろう。全ての国が民主主義と自由な市場という共通の原理に従う世界は簡単には実現しないだろう。世界経済には、日米欧のような市場原理に基づく資本主義社会と、中国をはじめとした国家資本主義が長く併存するのではないかと。こうした中では、IMFやWTOの下で目指して来た、政府介入のない自由な貿易や国際金融取引に代わる新たな国際競争のルール作りが必要となる。安定した国際取引に依存する日本は、国益を主張するだけではなく、長期的な視点からルール作りにも貢献すべきだ。

第二の課題は、何物にも阻害されない競

争が社会全体に利益をもたらすという理念に代わる資本主義の理念を作り上げることではないか。第二次世界大戦後に1970年頃まで世界経済が順調だった背景には、1930年頃の大恐慌に対応して主要国で独占禁止法や社会保障制度、所得再分配機能が整備されたことがある。競争と分業が経済発展をもたらす原動力であることは確かだが、国際分業のもたらす恩恵に浴していない人達も多く、グローバル化に対する強い反発や様々なレベルでの分離独立運動の背景となっている。手放しの競争礼賛は、社会のルールを自分に有利に変えるという手段を選ばない競争も生んでいる。

平成には、日本のバブル崩壊だけでなく、アジア通貨危機、ITバブル崩壊、リーマンショックなど大きな経済危機が頻発した。世界経済は様々なレベルでの格差問題の深刻化、国境を越える企業活動の活発化に対応できない政府といった問題を抱えている。政府の介入を排除すれば、市場が全ての問題を解決するという理念だけではうまくいかないのではないかと。

こうした問題に加えて、日本は急速な高齢化への対応という難題も抱えている。世界中の国々で高齢化が進むと予測されているので、海外をあてにせず問題解決する道を模索する必要があるだろう。

振り返ってみれば、日本は地震、水害、火山の噴火といった多くの自然災害にも見舞われ、荒波に揉まれたが、それでも大正や昭和に比べて、平成は良い時代だったと思う。課題は山積し、困難な状況ではあるが、世界をさらに良いものにしてその次の世代に手渡すということは、平成の次に来る時代を生かすことになる我々の責務ではないかと。

消費税対策としてのキャッシュレス化



総合政策研究部 研究理事 チーフエコノミスト 矢嶋 康次
 yyajima@nli-research.co.jp



やじま やすひと
 92年日本生命保険相互会社入社。
 95年ニッセイ基礎研究所。17年より現職。
 『非伝統的金融政策の経済分析』(共著)で第54回エコノミスト賞受賞。

1——はじめに

政府は、2019年10月に行う消費税率10%への引き上げに向けた景気対策として、クレジットカードなどキャッシュレス決済を行った消費者を対象に、ポイント還元を行うことを決めた。

ポイント還元策の予算額は2,798億円。これにより、増税後9カ月間に限り、中小小売店で電子マネーやクレジットカードなどでキャッシュレス決済をした消費者に対し、購入額の5% (または2%)分のポイントを還元する目論見だ。

また、中小小売店での導入を推進するために、必要な端末などの機器を導入する費用の3分の2、小売店が決済事業者に支払う手数料の3分の1を国が補助し負担軽減を図る。

キャッシュレス化により膨大な決済データが蓄積される。そのデータはAIを「賢く」し、第四次産業革命の肝、そして成長戦略の肝となる。今後、ICTタグなどで「モノ」のデータが製造・物流・販売と一気通貫で把握でき、それに加えてキャッシュレスで決済の情報(お金の流れ)が電子データで把握できる。このビックデータは「宝」である。日本の生産性向上、競争力の源泉になる。

成長戦略であるキャッシュレス化を実際に推進していくためには、予算がつけられる今回、たとえ消費税対策として問題が生じたとしても、推進したほうが良いという政策立案者の判断は理解できる。ただし、キャッシュレス決済のポイント還元が終了する9ヶ月後を見据えて、日本の生産性向上に寄与するような仕組みを検討して

おくべきだ。消費者目線で定着させ、社会で有効活用できるようにするかが重要だ。

2——消費税対策として導入された「キャッシュレス化」の問題点

消費税には、低所得者ほど相対的に負担が重くなる逆進性という課題があり、それを手当するために「軽減税率」が導入される。しかし、キャッシュレス化は逆進性を助長しかねない。消費税対策全体で、アクセルとブレーキを同時に踏んでいるのだ。

現在、キャッシュレス決済の利用状況を見てみると、年齢別には30-40代、所得別には所得の高い層、地域別では都市部との特徴がある。制度の周知徹底や誰もが使える環境整備をどの程度進められるかにもよるが、高齢者や低所得者にとっては、相対的にポイント還元の恩恵は少なく、逆進性の問題が生じる可能性がある。

また、消費者目線になっておらず、歪んだ消費行動を助長しかねないという問題も生じるだろう。ポイント還元が中小企業で消費者が購入しないとポイント還元を受けられない。小売業が大半を占める中小企業で高所得者(高い購入頻度が期待できる層)向けの商品が店舗にならぶ、といった歪んだことが起きかねない。

3——成長戦略として、今からポイント還元終了後の政策を議論すべき

消費者目線でキャッシュレス決済を定着させるには、まずもって「安心」が必要だ。通信障害、停電、バッテリー切れなどの

回避、多重債務問題なども検討されなければいけない。

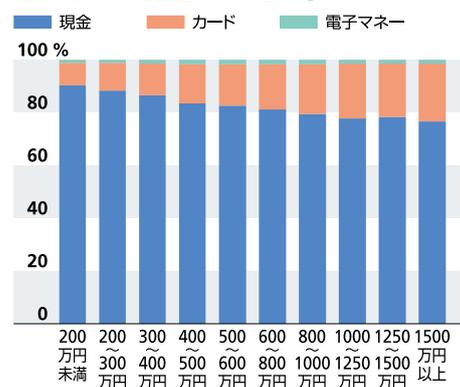
その上で、社会インフラとして定着させるには、キャッシュレス決済で支払った消費額に対する税優遇などの方法も検討に値するのではないだろうか。

キャッシュレス化が進めば、蓄積されていくデータが企業の競争力を高めるだけでなく、政府にとっても、事務コスト軽減や「地下経済」の規模を縮小する上で重要な役割を果たす。税収増となることも期待できる。

今回は短期間での利用拡大を目論む施策だが、将来にわたってキャッシュレス決済が、日本の社会・経済に根付いていくための議論をすぐにでも開始すべきだ。

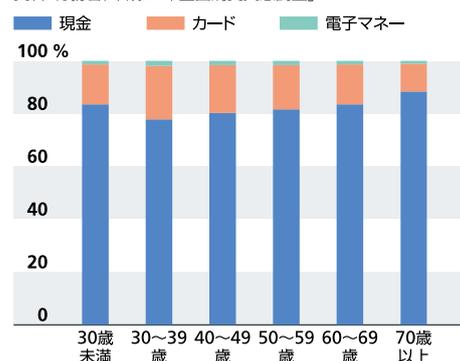
【図表1】年収別キャッシュレス比率

資料：総務省「平成26年全国消費実態調査」



【図表2】年齢別キャッシュレス比率

資料：総務省「平成26年全国消費実態調査」



2019年はどんな年? 金融市場のテーマと展望



経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
tueno@nli-research.co.jp

(執筆時点1月18日)

2019年の金融市場は、開始早々大幅な円高・株安が発生し、波乱の幕開けとなった。市場の先行き不透明感が強いなか、改めて今年の市場のテーマと動向を展望したい。

1——2018年は米政権に翻弄された一年

まず、2018年の市場の動きを簡単に振り返ると、ドル円レートは年初113円でスタートした後、春にかけて急速な円高が進行。その後はドルが持ち直したが、終盤に再び円高に振れ、年末は111円で終了した。一方、日本株(日経平均株価)は、年初22700円台でスタートし、ドル円と連動する形で下落後、秋にかけて24200円台まで上昇したものの、年末にかけては下落し、20000円台で終了した。一年を通して見ると、やや円高ドル安、株安という結果となった。

[図表1]ドル円相場と株価(2018年～)

資料: Thomson Reuters
注: 直近は1月11日時点



昨年の金融市場の特徴は、米政権の政策の影響を大きく受けたことだ。年初から開始された大規模減税や政府歳出拡大の効果もあって米国経済は加速し、「米国一強」とも言われる状況が作り出された。良好な経済・物価情勢のもと、FRBは段階的に利上げを行い、米金利は上昇した。一方、米政権は保護主義姿勢を強め、中国製品を中心に関税引き上げを連発し、世界経

済への悪影響が懸念されるようになった。

為替市場では、貿易摩擦への懸念や米金利上昇に伴う新興国からの資金流出などに伴ってリスク回避的に円が買われ、多くの通貨に対して円高が進んだが、米金利の上昇を受けてドルも買われやすかったことで、ドル円での円高進行は限定的となった。

一方、株式市場では、好調な米経済の推移が下支えとなったものの、特に秋以降に貿易摩擦への懸念や財政効果剥落に伴う米景気の先行き不安が高まり、株安をもたらした。また、利上げが米株価の逆風となり、株価の抑制に働いた面もある。2018年は「トランプ政権に翻弄された一年」と総括できる。

2——2019年はどんな年?

それでは、2019年は金融市場にとってどのような年になるのだろうか?内外の注目材料を点検してみる。

[図表2]2019年の主なスケジュール(見込み)

| 時期 | 米国 | 日本 | 欧州・他 |
|-----|---|-------------------|--------------------------------------|
| 1月 | ねじれ議会開始 TAG交渉開始(1月以降) 米欧通商協議開始(同) | TAG交渉開始 (1月以降) | 英EU離脱 批准期限 |
| 2月 | 車関税報告書期限 米朝首脳会談(?) | 日欧EPA発効 春閣本格化 | |
| 3月 | 対中追加関税猶予期限 債務上限期限 | | 英EU離脱 中国全人代 |
| 4月 | 為替報告書 | 統一地方選 | インドネシア 大統領選 |
| 5月 | イラン制裁除外期限 | 改元 | 欧州議会選 インド総選挙 (5月頃) 豪州総選挙(同) |
| 6月 | | G20サミット | |
| 7月 | | 参議院選 | |
| 9月 | | ラグビーW杯 (~11月) | |
| 10月 | 為替報告書 | 消費税率 引き上げ | ドラギECB 総裁任期満了 |

(1)海外材料

①米国:景気、利上げ、貿易摩擦の行方

まず、米国に関しては景気の行方が注目される。市場では今年後半の景気後退への懸念が高まっている。確かに、今年前半

までは減税効果や歳出拡大の効果が続くことで潜在成長率を超える堅調な成長が続くものの、後半になると効果が剥落し、減速する可能性が高い。米議会がねじれになったため、追加の財政政策は期待しづらい。問題は、それが景気減速で留まるのか、それとも景気後退にまで至るのかという点だ。この段階で米国経済の実力が試されることになる。昨年まで「1強」と看做されていた米国経済が失速すれば、世界経済が総崩れになりかねない。

また、景気の方針はFRBの利上げ方針にも大きく影響する。最近では政策金利が中立金利へ接近しているうえ、景気減速懸念が強まったことで、市場の利上げ観測はほぼ消滅している。12月FOMC時のFOMC参加者の中心値では、2019年に2回、20年に1回の利上げが示されているが、最近のFF金利先物市場が織り込む19年の利上げ回数はゼロ、20年は利下げが織り込まれている。

さらにこれとも関連するが、米政権発の貿易摩擦の行方も引き続き注目点となる。12月の米中首脳会談の結果、米国による対中国関税引き上げは90日間猶予されたが、両国の意見の隔たりは大きく、覇権も絡む話であるだけに摩擦の終結は見通せない。さらに、今年からは米国と日本・EUの間でも通商交渉がスタートする予定であり、厳しい交渉が予想される。(米国の)輸入自動車に対する追加関税発動の可能性も排除できない。今後も貿易摩擦が激化していけば、報復関税や物価上昇を通じて米経済にとって強い逆風になる。

②中国:景気減速、貿易摩擦の影響

中国経済の行方も重要な材料となるだ



うえのつよし
98年日本生命保険相互会社入社、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所(現職)。

ろう。中国の成長率は減速傾向にある。もともと生産年齢人口減少や過剰債務・過剰設備といった構造問題を抱え、景気に下押し圧力がかかっていたところに、米中貿易摩擦の悪影響が加わっている。

景気減速圧力を受けて、中国政府は景気刺激策を相次いで打ち出しているが、減速の方向性は変わらないだろう。問題はその度合いだ。もし、成長率が6%を割り込むような事態となれば、市場への影響も大きくなる。

中国の景気を考えるうえで、米中貿易摩擦の影響を抑えられるかという点が注目される。米政権との交渉の行方や、貿易摩擦に対応した追加の景気下支え策の発動がポイントになる。

③その他地域：政治・地政学リスク

欧州の注目材料は政治リスクだ。特に英国のEU離脱問題は3月の離脱を控えて佳境に入っている。メイ首相が議会を説得し、秩序立った離脱を実現するのか?それとも時間切れで合意なき離脱に突入するのか?離脱時期を延期にして合意を目指すのか?など色々な可能性があるが、合意なき離脱の場合は市場に大きな悪影響を及ぼす可能性が高い。

その他地域では、地政学リスクが注目される。イランと米国との対立、記者殺害事件に伴うサウジの苦境、長引くイエメン、シリア紛争などで、中東の不安定感は強まっている。また、北朝鮮の核問題も米国との間の交渉が進んでおらず、米政権と北朝鮮首脳との我慢比べの様相を呈している。

これらの問題が今後緊迫化して市場の混乱に繋がる可能性も否定できない。

(2)国内材料

①景気(消費税引き上げの影響)

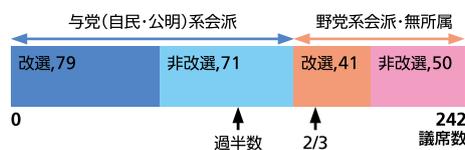
国内の材料としては、まず景気の行方が注目される。10月に消費税率引き上げが予定されているため、引き上げ後は一旦マイナス成長に陥るとの見方が一般的だが、想定以上に景気が落ち込めば株安要因となる。一方で、政府は矢継ぎ早に増税対策(キャッシュレス決済に対するポイント付与、自動車・住宅購入への減税措置など)を打ち出しており、どこまで影響が緩和されるのかが注目される。

②参議院選

政治では、7月に予定されている参議院選が注目される。現在、与党が議席の過半を占めているが、維持できるかが焦点となる。与党は2013年の参議院選で大勝し、議席を伸ばした関係で、今回改選される議席数が多い。従って、ハードルが高めの選挙となりそうだ。

[図表3] 参議院の議席数(1月8日現在)

注:現在欠員が1(改選)、議員定数増加に伴って次回参議院選挙の改選議席数は3増の124議席に
資料:参議院資料よりニッセイ基礎研究所作成



もし、与党が大敗することがあれば、安倍政権の求心力や政策実行力の低下が懸念され、市場の悪材料となる。4月に予定される統一地方選挙も参議院選の前哨戦として注目される

3——— メインシナリオとリスク

以上、今年の注目材料を見てきたが、最も重要な材料はこれまで世界経済の下支えとなってきた米国の景気と利上げ、そし

て貿易摩擦の行方だ。

メインシナリオとしては、米経済は今年前半にかけて堅調な推移を続けた後に減速するが、雇用の回復持続等を背景に緩やかな減速に留まると予想している。これに伴い、FRBは今年2回の利上げを実施するだろう。一方で、最近の市場は米経済の先行きについて悲観に振れすぎているため、米金利は利上げ織り込みに伴って持ち直すと見ている。従って、ドル円は夏にかけて113円~114円程度まで上昇し、その後は利上げ打ち止め観測からピークアウトするが、大幅な円高は避けられると見ている。日本株についても、足元の過度な悲観が修正されるにつれて、円安と歩調を合わせる形で持ち直すと見ている。

ただし、米国発の貿易摩擦は長引く可能性が高い。両国の摩擦は貿易問題に留まらず、安全保障に絡む知的財産や技術も含めた覇権争いの様相を呈しているためだ。米政権は、米国の景気や株価への影響に一定の配慮をしながら、揺さ振りを続けるだろう。従って、今年も貿易摩擦への懸念、それに関連して特に中国経済への減速懸念が高まり、株安・リスク回避の円高圧力が強まる局面がたびたび発生するだろう。

欧州の政治リスクは展開が極めて見通しづらいが、いずれにせよ、政治的安定は望めず、株価の下落圧力になる場面がありそうだ。

以上より、今年は昨年末対比で株価の持ち直しとドル円の維持を予想するが、世界経済の加速は見込めず、大幅な株高・円安は見込み難い。むしろ、様々な大型リスクが存在しているだけに、円高・株安にも警戒を怠れない状況が続くそう。

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Jリートの本源的価値



金融研究部 主任研究員 岩佐 浩人

hiwasa@nli-research.co.jp

1—— 東証REIT指数(配当込み)は 史上最高値を更新

世界的な金融危機の引き金を引いたリーマン・ショックから昨年9月で10年が経過した。この間、Jリート（不動産投資信託）市場も厳しい不動産市況の悪化と信用収縮に見舞われるなか、東証REIT指数（配当込み）は高値から一時▲70%近くも下落した[図表1]。

しかし、その後は中央銀行の金融緩和や政府の財政出動などに支えられて世界経済が危機を克服したことで市場は上昇に転じ、2014年末には前回高値を回復。不動産ミニバブル期において高値掴みをしてしまった投資家も忍耐強く長期保有することで、投資が報われる結果となっている。

[図表1] 前回最高値=100とした東証REIT指数(配当込み及び配当除き)

資料：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

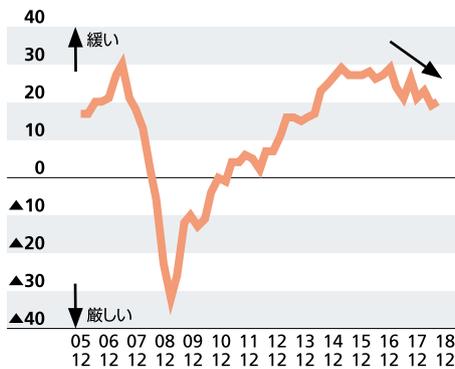


このように、Jリート市場の投資リターンが前回高値を超えて上昇するなか、不動産投資市場では間もなく市況がピークアウトするのではないかとの見方が増えている。日本不動産研究所の「不動産投資家調査(18年10月)」によると、不動産投資市場の現状認識について、「市場サイクルのなかでピークに達している」との回答が71.8%となった。また、日銀短観によると

金融機関の貸出態度DI（不動産大企業）が足もとで低下基調に転じ不動産向け融資の潮目の変化を示唆する指標もみられる[図表2]。今後の経済環境についても、消費税率の引き上げや米中貿易戦争の激化、FRBによる追加利上げなど景気の下押し要因となる懸念材料は多い。

[図表2] 金融機関の貸出態度DI(不動産大企業)

資料：「日銀短観」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



そこで、以下では、前回ミニバブル期におけるJリエートの投資行動とその結果について確認する。具体的には、不動産価格が高値圏にあった時期に取得した不動産を対象に、その後の収益率（インカム収益とキャピタル収益）を検証し、収益のボトムラインやいずれ訪れる市況悪化への備えについて考えたい。

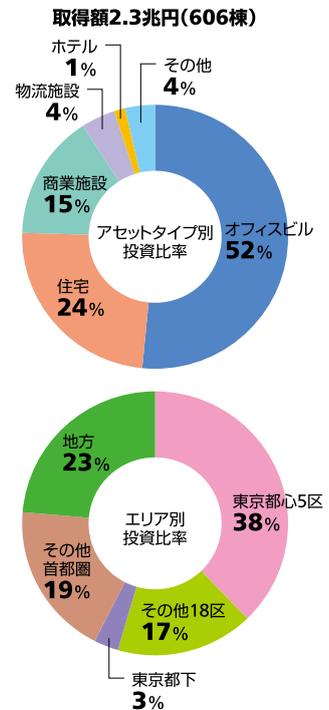
2—— 前回高値圏でJリートが 取得した不動産、 その後の収益率を振り返る

2007年から2008年の2年間にJリート各社が新規に取得した物件は合計で606棟・2.3兆円となっている。アセットタイプ別では、オフィスビル(52%)、住宅(24%)、商業施設(15%)、物流施設(4%)、ホテル(1%)、その他(4%)となり、

「オフィス+住宅+商業」の主要3資産で全体の91%を占める[図表3]。また、エリア別では東京都心5区(38%)、その他18区(17%)、東京都下(3%)、その他首都圏(19%)、地方(23%)となり、東京23区で全体の55%を占めている。

[図表3] Jリートによる新規取得物件(2007年~2008年)

資料：開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



まず、前述の物件を対象に取得価額に対する2017年末時点のキャピタル収益率（期中売却による売却損益を含む）を計算すると、全体で▲9%（年平均▲1%）となった[図表4]。アセットタイプ別では、景気感応度の高いオフィスビル(▲14%)やホテル(▲24%)の収益率が大きく落ち込む一方で、不動産キャッシュフローの安定している物流施設(+18%)や住宅(▲4%)の収益率は全体平均を上回った。また、キャピタル収益率のボトムは全体で▲18%



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。

(2012年下期)であった。2013年以降の5年間でキャピタル収益率は9%上昇し下落率の半分を戻したことになる。なお、Jリート保有物件の鑑定価格は足もと年率2%のペースで上昇しており、このペースが持続すればキャピタル収益率は5年後によろやくプラス転換することになる。

次に、2009年から2017年における取得価額に対するインカム収益率(ROI利回り、ROI:賃貸事業純収益)を計算する。アセットタイプ毎に利回り水準が異なるものの(オフィス+3.5%~物流施設+5.4%)、全体では年平均+4.1%となった[図表5]。

リーマン・ショック後の厳しい環境下においても、保有不動産が毎年確実に生み出すインカム収益(年平均+4.1%)がキャピタルロス(年平均▲1%)を十分に補い、全体でプラスの収益を確保できている。

こうした賃貸借契約に基づいた賃料収入を源泉とする不動産のインカム収益はJリートの本源的価値そのものである。証券投資としてJリートの投資リターンが前回高値を超えて上昇できている大きな要因は、安定したインカム収益を創出する良質で優れた不動産ポートフォリオのおかげだと言えよう。

3——市況悪化への備え、LTV管理の重要性

このように、リーマン・ショック後の不動産価格の下落はオフィスビルを中心に大変厳しいものであった。それでも継続して保有する間に不動産価格が回復し、キャピタル収益率のマイナスは年平均でわずか1%に留まる。確かに、市場サイクルのなかで高値掴みを回避したい思いは誰もが抱く心理だが、ピークとなる時期を正確に予測することは困難である。投資を見送ることで生じる機会損失にも十分に留意すべきであろう。

そのため、ゴーイングコンサーンを前提に不動産を長期保有し、期間利益を内部留保できないJリートにとって回避すべきことは、不動産の高値掴みではなく、いざ市況が悪化した時に不動産を購入できずに投資タイミングの分散を図れないことだと思われる。そして、そのリスクへの対応が借入比率(LTV: Loan To Value)の管理である。

[図表6]は、リーマン・ショック以降のオフィスビルの価格下落を適用した場合の時価LTVの推移を表わしている。通

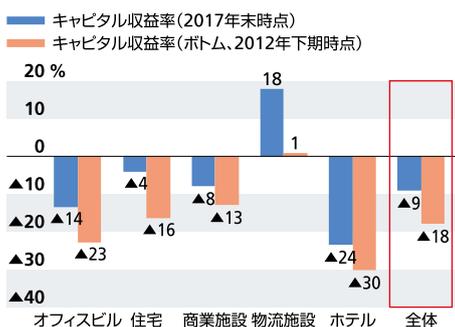
常、自己資本が厚く余裕があるとされるLTV50%(スタート時点)であっても、価格が最も下落した時点のLTVは65%へ上昇してしまう。これでは、不動産価格が割安な時期において物件を取得するどころかLTVを引き上げるために物件の売却を迫られることになりかねない。不動産価格が上昇する現在の局面において、Jリート各社は自らのポートフォリオに照らして許容されるLTV水準をいま一度確認することが求められる。

そして、Jリートが財務レバレッジに依存してはならないとすると、資本集約的なJリートが収益率(ROE、自己資本利益率)を高めるためには、不動産キャッシュフローを持続的に大きくすることが必要になる。そのためには、国内の不動産市場が長期的に健全であることが大切だ。

最近、Jリート各社は投資主価値向上の一環として、ESG「環境への配慮(E)、社会への貢献(S)、ガバナンスの強化(G)」への取り組みと情報開示を積極的に行っている。Jリートがこうした取り組みを通じて社会との共生を深めることで、今後の国内不動産市場のさらなる健全性向上に貢献することを期待したい。

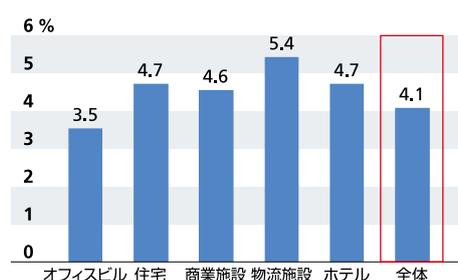
[図表4] 取得価額に対するキャピタル収益率(年率換算前)(2017年末時点とボトム)

資料: 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



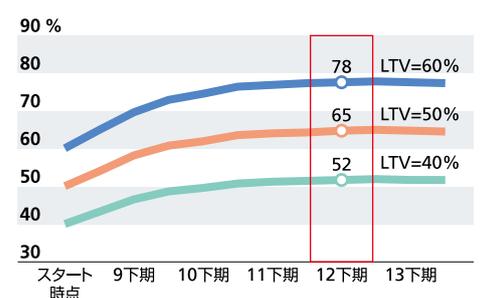
[図表5] 取得価額に対するインカム収益率(ROI利回り)(2009年~2017年の平均)

資料: 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



[図表6] 時価ベースLTVの推移(リーマン・ショック以降のオフィスビルの価格下落率を適用)

資料: ニッセイ基礎研究所



女性のライフコースの理想と現実

最も人気の「両立コース」の実現度は3割弱、働き方や母親のライフコースなど周りの影響が大



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

1 はじめに

M字カーブは解消傾向にあり、子育て期も働く女性は増えている。未婚化・晩婚化、晩産化も進行することで、女性のライフコースは多様化している。一方で女性たちはライフコースに、そもそもどのような希望を持っているのだろうか。ニッセイ基礎研究所が実施した女性5千人を対象とした調査*1から、現代女性のライフコースの希望と現実について見ていきたい。

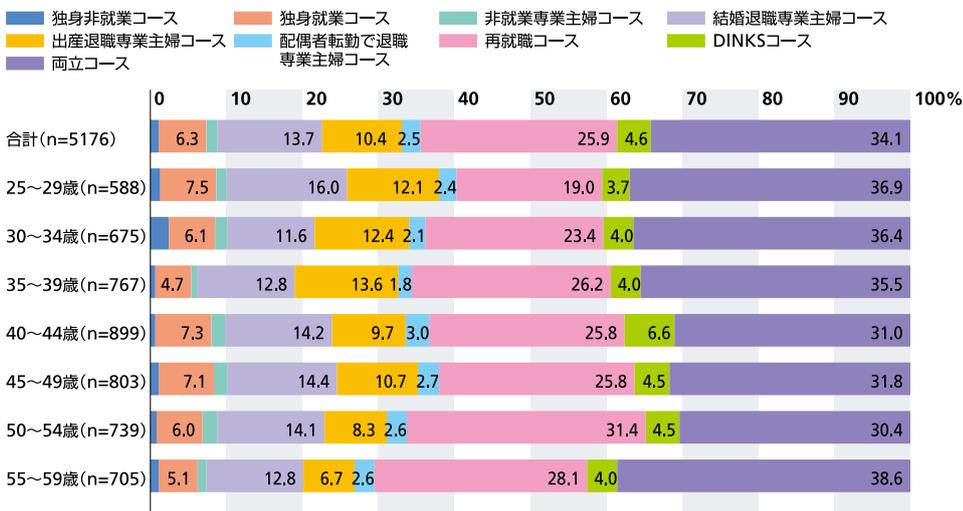
2 現代女性の理想のライフコース

理想のライフコースとして最も人気が高かったのは、結婚や出産後も仕事を続ける「両立コース」であり、年齢が若いほど増える傾向がある[図表1]。次いで、結婚や出産などで退職した後に子育てが落ち着いてから再び働く「再就職コース」が多く、「両立コース」と「再就職コース」をあわせた「働く母親コース」を希望する女性は年代によらず約6割も存在する。

学歴別に見ても、学歴によらず、おおむね最多は「両立コース」だが、全体と比べて高等専門学校卒や大学卒(共学)、大学院卒では「両立コース」がさらに多く、大学卒(女子大)で「出産退職・専業主婦コース」が多い傾向がある。つまり、女性が結婚・出産後も働き続けたいかどうかは、専門性の高い仕事に就きやすい学歴かどうか、また、教育環境の違いなども影響するようだ。

母親のライフコース別に見ても、ライフコースによらず、いずれも「両立コース」が多いが、母親が「結婚退職・専業主婦コース」であれば女性の理想も「結婚退職・専

[図表1] 女性の理想のライフコース



業主婦コース」が全体より多いなど、母親と同じコースを理想とする傾向がある。なお、母親が「両立コース」の女性では、自分の理想も「両立コース」である割合が48.1%にもなり、全体(34.1%)を14%ポイントも上回る。

なお、結婚・出産後に働き方が変わる女性も多いが、現在の職業別に見ると、公務員や正社員、自営業で「両立コース」が多く、いずれも半数程度である。

3 ライフコースの理想と現実

さて、女性たちは理想を実現できているのだろうか。ライフコースが固まりつつある40~50代の女性について、理想のライフコースと現実に歩んでいるライフコースの一致度(実現度)を見ると、41.8%であった。

ライフコース別に実現度をランキングとして見ると、1位は「独身就業コース」で実現度が7割を超える[図表2]。一方、理想のコースとして最も人気の「両立コース」は最下位であり、実現度は3割に満たない。「両

立コース」は理想のライフコースとして最も人気にも関わらず、実現度は最も低いのが現状だ。

「独身・就業コース」は主に本人の意志のみで決められるが、「両立コース」は、結婚できるかどうか、出産できるかどうか、結婚・出産後も働き続けられる環境なのかどうかなど、本人の意志のみで決められない要因が多いため、実現度が低いのだろう。

[図表2] 40~50代女性の理想と現実の一致度(n=3146)

| 理想と現実の一致度(実現度) | 割合 |
|---------------------|-------|
| 1位 独身就業コース | 75.9% |
| 2位 再就職コース | 51.1% |
| 3位 結婚退職・専業主婦コース | 47.5% |
| 4位 非就業・専業主婦コース | 41.8% |
| 5位 DINKSコース | 41.7% |
| 6位 独身非就業コース | 40.7% |
| 7位 配偶者転勤で退職・専業主婦コース | 32.6% |
| 8位 出産退職・専業主婦コース | 30.6% |
| 9位 両立コース | 28.7% |

4 両立を実現している女性の特徴と実現への影響が大きな要因

一方で、「両立コース」を理想通り実現し



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年コッセイ基礎研究所、16年7月より現職。

ている女性の特徴を見ると、若い年代、大学卒(共学)や高等専門学校卒、母親のライフコースは「両立コース」、就業状態は正規雇用者、配偶者の年収は300~500万円未満、義理の実家とは別居しているという傾向があった。

これらのうち、どの要因の影響が強いのかを見るために、「両立コース」の実現度合いを得点化して目的変数とし、年齢や最終学歴、母親のライフコース、就業状態、配偶者の年収、実家や義理の実家との距離、体力の程度を説明変数とする重回帰分析を行う^{*2}。分析において、独立変数間の相関係数は中程度以下であり、多重共線性の問題は無いと考えられる。変数は強制投入とする。

なお、女性の就業状態は結婚・出産後に変わることも多いため、説明変数に含めると、因果関係が逆となる部分もある。しかし、国立社会保障人口問題研究所「第15回出生動向基本調査」によると、正規職員の第1子出産後の就業継続率はパート・派遣の約3倍であり、出産後の就業状態には出産前の就業状態が明らかに影響しているため、就業状態を説明変数に含めている。

重回帰分析の結果、重決定係数は0.359で1%水準で有意な値である。

〔図表3〕両立コースの実現度合いについての重回帰分析結果

| | 標準化係数β |
|-----------|-----------|
| 就業状態 | 0.521 ** |
| 母親のライフコース | 0.149 ** |
| 義理の実家との距離 | 0.049 |
| 最終学歴 | 0.030 |
| 体力の程度 | 0.026 |
| 実家との距離 | -0.028 |
| 配偶者の年収 | -0.064 * |
| 年齢 | -0.098 ** |

*p<.05, **p<.01

それぞれの説明変数から目的変数への標準回帰係数より、「両立コース」の実現に対して5%水準で有意な変数のうち、就業状態(正規雇用者、あるいは自営業であること)や母親のライフコース(母親も働いていたこと)は正の影響を、配偶者の年収や年齢の高さは負の影響を与える〔図表3〕。

繰り返しになるが、女性の働き方は結婚・出産後にも変わることもあり、就業状態の見方には注意が必要だ。しかし、少なくともこの重回帰モデルからは、育児休業制度や時間短縮勤務制度などの両立に関わる制度環境が整備されている正規雇用者や、比較的時間の融通が利きやすい自営業の女性で「両立コース」を実現しやすいと言える。

さらに、母親という働く女性のロールモデルが身近にあり、女性が働く意識が醸成されやすい環境で育ったこと、また、女性の社会進出の進む若い世代ほど「両立コース」を実現しやすい。

一方で、配偶者の年収が高く、経済的に妻が働く必要性が低いことは「両立コース」の実現を遠ざける。

5—— 世代で違う義理の実家との関係

さらに、年齢別に同様に重回帰分析を実施したところ、就業状態や母親のライフコースは年齢によらず正の影響を与えていた。一方、配偶者の年収は25~39歳では負の影響は見られなかった。つまり、若い年代では夫が高年収でも、仕事を辞めるわけではない。

ところで、義理の実家との距離(の遠さ)は全体では有意ではないものの正の影響がうかがえた。しかし、年齢別に見ると違

いがあり、25~39歳では負の影響、40代以上では正の影響があった。つまり、40代以上では義理の実家と別居していた方が「両立コース」を実現しやすいが、25~39歳では逆に義理の実家と同居・近居の方が実現しやすいということになる。

このことから、女性の社会進出が進む中で、親世代も女性自身も、女性が外で働くことに対する価値観が変わることで、若い世代では義理の実家の手助けも上手く得ながら、「両立コース」を実現する女性が増えている可能性がある。なお、実家との距離については義理の実家ほど大きな違いは見られなかった。

6—— おわりに

現在のところ、女性が理想通り「両立コース」を実現することは、学歴や体力などの本人の資質よりも、就労環境や母親の状況、女性の社会進出に関わる世間の理解や価値観、そして、配偶者の年収など周囲の影響によるところが大きい。

現在、就労環境の整備や女性が外で働くことに対する理解は変化の過渡期であり、今後は、より本人の資質の影響が強まるだろう。一方で現在のところは、「両立コース」を実現するためには、周囲の理解や助けなどを上手く活用することが鍵だ。

〔*1〕「女性のライフコースに関する調査」、調査時期は2018年7月、調査対象は25~59歳の女性、インターネット調査、調査機関は株式会社マクロミル、有効回答5,176

〔*2〕「両立コース」の実現度合いは「両立コース」と「再就職コース」以外=0、「再就職コース」=1、「両立コース」=2。母親のライフコースは「専業主婦コース」=0、「再就職コース」=1、「両立コース」=3。就業状態は専業主婦=0、非正規雇用者=1、正規雇用者・自営業=2。実家や義理の実家との距離は同居・近居=1、別居=2とする。

動画アプリ「TikTok」のヒットが意味すること

今こそ正念場、ベンチャー育成に向けた産官学の力強い取組みを期待する



総合政策研究部 主任研究員 中村 洋介
y-nakamura@nli-research.co.jp



なかむら・ようすけ
03年日本生命保険相互会社入社
17年ニッセイ基礎研究所、18年より現職。

1—— TikTokを手掛けるのは中国IT企業

ショート動画配信アプリTikTok（ティックトック）が日本の若者の間でヒットしている。日本経済新聞社がまとめた2018年の「日経MJヒット商品番付」では、堂々「西の横綱」に選ばれた。「インスタ映え」という言葉が流行語になった写真共有アプリ「インスタグラム」に続く注目の存在となっている。

TikTokを手掛けるのは中国のユニコーン*企業、2012年創業のByteDanceである。同社のニュースアプリToutiao（今日頭条）等は中国で多くのユーザーを持つ。それらのプラットフォームは、AIを活用し、利用者それぞれが関心を持ちそうなコンテンツを提供することだ。昨年11月には、未上場企業ながら、日本のソフトバンクグループ等の投資家から30億ドル（1ドル112円換算で約3,360億円）という巨額の資金を調達したと報じられた。その際の評価額（企業価値）は750億ドル（約8.4兆円）とも言われ、世界最大級のユニコーンとなった。

中国企業の製品だと知らずに使っている若者も多いかもしれない。日本でTikTokがリリースされたのが2017年の夏である。素直に「面白い」と受け入れられた結果、わずか1年程度で多くの日本の若者の心を驚つかみにした。ユーザーが何度も起動するアプリになれば、ビジネスの可能性はより広がる。メディアとしての広告価値は高まり、メッセージアプリのLINEのように違った領域に横展開していく可能性もあろう。

2—— 世界では革新的なベンチャーが生まれ、巨額の資金を集めて突き進む

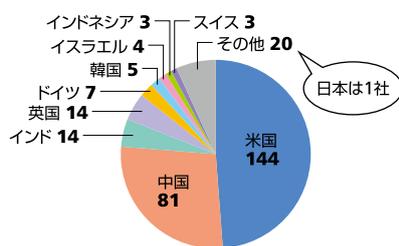
TikTokのヒットからは、①中国で世界最大級のユニコーンが生まれている（＝

破壊的なイノベーションは米国のシリコンバレーだけで起きているわけではない）、②2012年に創業した中国IT企業の製品が、日本であつと言う間に身近な存在になりつつある（＝海外の若いハイテク企業が、一気に日本の市場を席卷する可能性がある）、という客観的な事実を改めて認識させられる。TikTokは動画アプリであったが、同様のことがAIや自動運転等の分野で起きないとも限らない。

世界中でユニコーンと呼ばれる巨大ベンチャーが生まれている[図表1、2]。

[図表1] ユニコーンの社数

資料：図表1、図表2ともCBインサイト(2018/12/13時点)による



[図表2] 主なユニコーン

| 企業名 | 事業内容 | 国 | 評価額 |
|--------------------|---------------|----|--------|
| ByteDance | ニュースアプリ/動画アプリ | 中国 | 750億ドル |
| Uber | ライドシェア | 米国 | 720億ドル |
| Didi Chuxing | ライドシェア | 中国 | 560億ドル |
| Airbnb | 民泊 | 米国 | 293億ドル |
| SpaceX | 宇宙開発 | 米国 | 215億ドル |
| Preferred Networks | AI | 日本 | 20億ドル |

評価額（企業価値）が大きいということは、それだけ巨額の資金を集めて事業に投下しているということだ。優秀な人材をかき集め、研究開発やマーケティングに巨額の資金を使う。そして、国や業種の壁を越えて、新たな市場の獲得を目指している。このような激しい競争の中で、日本は立ち回っていかなくてはならない。

こうした世界の潮流を踏まえて、日本の成長戦略やベンチャー支援策は策定された。日本のとるべき方策については、政府

の有識者会議「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」でも議論されてきた。その「取りまとめ」では、明日のリーディング産業を作るためのリスクマネーが日本に足りない中、産業革新投資機構(JIC)が「日本を代表する投資機関としてグローバルに認知されるものに成長し、日本におけるリスクマネー供給機能の強化に向け、中心的な役割を担うことが期待される。」と言及されている。この取りまとめこそ、先日辞任を表明したJICの田中正直社長が「バイブル」と呼んでいたものだ。そのJICは、ベンチャー支援策の一つの柱であったが、取締役9名の辞任を受け、出直しを図ることとなった。

起業家が少ない、リスクマネーが少ないと言われてきた日本だが、ベンチャー・エコシステム（生態系）が育ちつつある。大企業がオープンイノベーションを求めてベンチャーとの連携を増やしている。リスクマネーも米中と圧倒的な差はあるが増えており、日本にも画期的なベンチャーが生まれてきている。ベンチャーが次々と生まれるエコシステムが「テイクオフ」するまで、あと一押し必要だ。世界的なイノベーション競争の中、あと数年で「決着」がつく可能性もある。残された時間が多いわけではない。産官学を挙げた取組みが必要だ。

TikTokのヒット、そしてJICの問題が注目を集めたことを機に、日本のベンチャー・エコシステムをどう育てていくのか、政府のベンチャー支援策や官民ファンドはどうあるべきか等について、前向きな議論が進むことを期待したい。

[*] 一般に、創業10年以内で企業価値が10億ドル以上(1ドル=112円換算で1120億円)の未上場ベンチャー企業を指す。

2019年も円高でスタート、今後の展開は？

ドル円は年初に世界経済への懸念に伴うリスクオフの円買いにより一時104円台まで円が急騰した。近年は毎年年初(1~2月)に円高が発生してきたが、今年も繰り返された形だ。その後、パウエルFRB議長のハト派的発言や米中貿易摩擦の緩和期待などからリスクオフ地合いが緩和し、足元は109円台後半まで回復している。

ただし、FRBがハト派色を鮮明にしたことは、ドル高の抑制にも働くため、ドル円の上値は重い。当面は米利上げ観測が抑制されるなか、米中摩擦やEU離脱問題、米政府閉鎖などへの警戒が煽るため、リスクオフの円高に警戒が必要になる。一方、3月以降にはドル円の持ち直しが期待できる。トランプ大統領は支持率に悪影響となる株安を回避すべく、中国との交渉で部分的に合意し、3月初旬の関税引き上げを延期する可能性が高い。それを受けて、リスクオフの円売りが見込まれる。ただし、FRBは市場への配慮から3月の利上げを見合わせると予想されるため、ドルの上昇余地も限られるだろう。3か月後は1ドル110円~111円台を予想している。さらなる円安ドル高には、6月の米利上げ観測が必要になるだろう。

ユーロ円は、年初の円買いによって一時119円台まで円高が進行した後、ドル円同様持ち直しているものの、欧州経済の減速懸念などからユーロの上値は重く、足元も124円台で低迷している。ECBは利上げ路線を諦めてはいないが、当面は慎重なスタンスを採らざるを得ず、EU離脱問題と合わせてユーロの重石になる。当面はユーロ安に振れやすいだろう。一方、3月になると、既述のとおり米中摩擦が緩和し、EU離脱問題の不透明感が多少緩和することで、ユーロが買戻されると見ている。3か月後は126円~127円程度と予想している。

長期金利は、足元で0.0%付近にある。当面、世界経済の不透明感が意識され、0.0%付近での推移が続く。3月には米中摩擦の緩和などからやや持ち直すものの、米利上げ見送りが上昇抑制に働く。3か月後は0.0%台半ばと予想している。

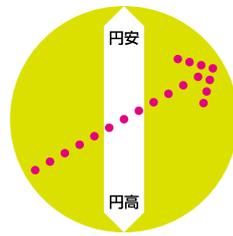


シニアエコノミスト **上野 剛志**
 うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp
 1998年日本生命保険相互会社入社、
 2001年同財務審査部配属、
 2007年日本経済研究センターへ派遣、
 2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
 2009年ニッセイ基礎研究所(現職)。

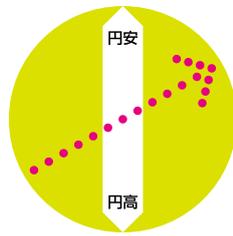


Market Karte

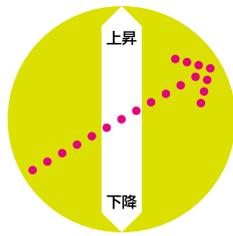
February 2019



ドル円・3か月後の見通し

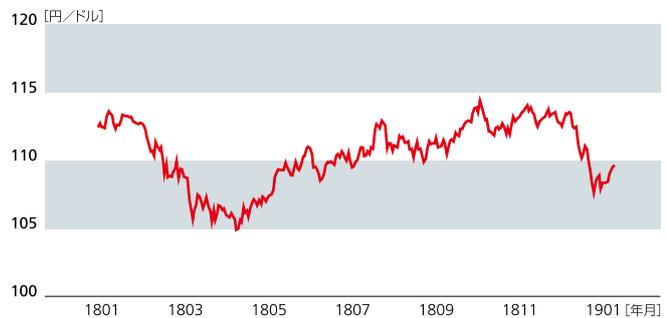


ユーロ円・3か月後の見通し

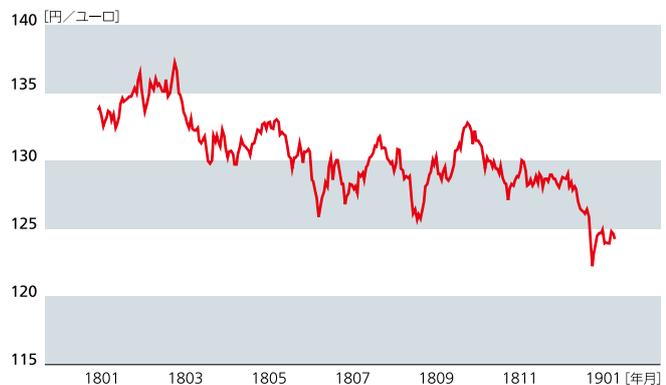


長期金利・3か月後の見通し

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



Access Ranking TOP5

レポートアクセスランキング

- 1 データで見る「夫婦の働き方」と子どもの数
— 超少子化社会データ考 — 変わる時代の家族の姿
天野 馨南子 [基礎研レポート | 2019/1/7号]
- 2 65歳の方が、今後「健康」でいられる期間は？
～人生100年時代は、「健康寿命」ではなく「健康余命」で考える～
村松 容子 [基礎研レター | 2019/1/15号]
- 3 日経平均2万円割れ寸前 最悪シナリオは？
井出 真吾 [基礎研レター | 2018/12/21号]
- 4 60歳を迎えて老後の生活資金を考える
— お得な年金受取方法と資産運用とは何か —
安孫子 佳弘 [基礎研レポート | 2019/1/8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 宝くじを全部買ったら儲かるか？
— 実際にアメリカで起きた出来事とみてみると…
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2019/1/15号]
- 2 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
岩佐 浩人 [基礎研REPORT-ColumnⅢ | 2019/1/10号]
- 3 平成の終わり
～次の時代の課題～
樋 浩一 [エコノミストの眼 | 2018/12/28号]
- 4 ESG投資について振り返る
— 単なる流行に終わらせないために考えてみる
徳島 勝幸 [研究員の眼 | 2018/12/27号]
- 5 「定年退社」します！
— 「生涯現役」という人生の「道楽」
土堤内 昭雄 [研究員の眼 | 2018/12/20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18/12/24-19/1/20》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点



表紙の眼
・
黄色い椅子のセザンヌ夫人
ポール・セザンヌ
制作年：1893-95年
所蔵：個人コレクション
From Wikimedia Commons

infocalendar February, 2019

2月3日の恵方巻き支出金額 [2月3日は節分]

Source : 総務省統計局「家計調査」(すし[弁当]の一世帯あたり日別支出金額) Design : infogram©

