

Inside

- 02** 社会資本の高齢化 ● 樋 浩一
- 03** コンビニ24時間営業の是非 ● 久我 尚子
- 04** 「情報銀行」は日本の挽回策となるのか ● 中村 洋介
- 06** 中国REIT市場の現状と見通し ● 胡 笏
- 08** 中期経済見通し(2019~2029年度) ● 斎藤 太郎
- 10** 年金不安の陰で増加する金融トラブル ● 井上 智紀
- 11** 楽観モードの揺り戻しに注意 ● 上野 剛志



RESEARCH

社会資本の高齢化

陰鬱な科学が迫る苦渋の決断



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—— 老朽化する日本の社会資本

東京の首都高速道路は、1962年に京橋と芝浦の間の4.5 kmが開通し、1964年の前回の東京オリンピックに向けて突貫工事で整備が進められた。初期に作られた部分は既に半世紀以上が経過し、首都高速道路株式会社は、「進行する構造物の高齢化や過酷な使用等により、重大な損傷も発見されている状況」にあるとして、大規模な更新・修繕事業を進めている。2012年には中央高速道路の笹子トンネルで天井が崩落して9名の方が亡くなるという事故が起こったことに見られるように、首都高速道路に限らず長年整備が進められた日本の社会資本は老朽化が進み、更新や大規模な改修工事が必要になっているものが少なくない。

2—— 膨張する維持・更新費用

社会資本を使用可能な状態に維持するには、毎年相応の維持コストがかかるだけでなく、何十年かに一度は大規模な改修工事を行う必要がある。GDP統計では、社会資本が時と共に老朽化したり陳腐化したりして価値が下がることを反映して、固定資本減耗という項目を立てている。企業であれば減価償却費に相当する部分で、毎年実際に支出が行われるわけではないが、資産価値を維持するために投資を行うとすれば必要となる費用が会計上の費用として計上されている。

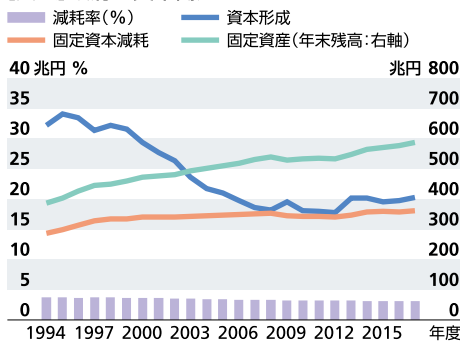
毎年発生している政府の固定資本減耗は、政府の固定資産の約3%程度で、社会資本が増え続けていることを反映して緩やかだが増加傾向が続いている。財政が深刻な状況にあることもあって、毎年度の公共予算はかつてに比べて大きく減少し

ていて、固定資本減耗と公的固定資本形成の差額は縮小し、近年は毎年社会資本への投資額の約9割を更新に充てなければならない計算となっている。

毎年発生する固定資本減耗は帳簿上の数字であり、工事が行われて支出が発生しているわけではなく、資金が積み立てられているわけでもない。老朽化が進んで大規模改修が必要な時になって初めて過去の費用もまとめて工事費用として皆が認識するようになる。

毎年の経済の変動を見るのには固定資本減耗を控除する前のGDP(国内総生産)が使われ続けているという事情もあって、社会資本の潜在的な更新費用に対する社会の関心は薄い。

【図表】政府の資本勘定 資料：内閣府「国民経済計算」



3—— 陰鬱な科学

社会資本を作れば子供や孫の世代も利用できるのも資産になるが、一方でそれを維持・更新する費用が将来の世代の負担として生じることになる。社会資本を後世代にできるだけ多く残せば、それだけ将来世代が助かるというわけではない。人口減少が予想されている我が国では、利用者が大きく減少する施設の発生が予想される上、社会資本整備に割ける費用も大きく伸ばすことは難しくなるので、現在保有

している社会資本を全て維持した上で、さらに新しい社会資本の整備を行うことは無理だ。新規に整備が必要なものが出てくれば、更新費用が捻出できない施設が生じ、維持すべきもの、維持を断念するものに区別することが必要になる。

維持・更新に十分な資金を割り当てず、漫然と老朽化した設備を使い続けると、大きな事故に繋がったり、自然災害が発生した時に弱点となって被害を拡大させてしまったりして、多くの人命を危険にさらすことになる恐れも大きい。社会インフラの維持が困難となって、住み慣れた土地を離れることをお願いしなくてはならない人達が生まれてしまうのは申し訳ないことではあるが、その資金があれば多くの人が災害や事故から救われることに理解をお願いするしかない。

英国の思想家トーマス・カーライルは経済学を陰鬱な科学(dismal science)と呼んだ。経済学が我々に苦渋の決断を迫ることが多くて不愉快なものであるのは確かだが、眼を背けても我々は真実から逃れることはできない。

9月の台風15号では、千葉県内で大規模な停電が起こり、概ね解消するまでには長期間を要した。気候変動の影響もあって想定以上の強い風が吹いたことも大きな原因で、送電線の鉄塔や電柱の復旧工事では、単純に前と同じものを作るだけでは不十分と考えられる。社会インフラ全体をもっと災害に強いものにする必要があり、そのために単なる再建よりも費用は高いものになるだろう。

人口減少下での社会資本のあり方について、もっと議論が必要である。

コンビニ24時間営業の是非

高齢化する来店客、持ち回りの深夜営業でインフラ機能を維持しては



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。

1—— 24時間営業は今の時代に必要か

今年2月、大阪府のコンビニエンスストアのオーナーが人手不足を理由に営業時間の短縮に踏み切った。これをきっかけにコンビニの24時間営業の是非は、世論を巻き込む大論争となった。その後、コンビニの深夜営業を短縮する実証実験が開始され、経済産業省がコンビニオーナーの聞き取り調査をするまでとなった。

「24時間タタカエマスカ」とは平成元年の流行語だが、コンビニの店舗はこの頃から増え始めている。2017年では5.8万店、1989年の3.5倍にもなるが、この間、生産年齢人口は約1割減少している。

時代は平成から令和へと移り、長時間労働は美德ではなく是正されるべきものとして「働き方改革」が進んでいる。24時間営業というコンビニのビジネスモデルは、今の時代に必要なのだろうか。

2—— 高齢化するコンビニ来店客

かつてコンビニは若者のもの、という印象が強かった。しかし、日本のコンビニ最大手のセブンイレブンの来店客は高齢化が進んでいる。1989年では20代以下が約6割を占めていたが、2017年ではわずか2割だ(図表)。一方、50歳以上は約1割から約4割へと4倍にも増えている。

高齢層では、若者と比べて深夜のコンビニ利用が少ないことは容易に予想できる。今後、更なる高齢化の進行により、24時間営業へのニーズは低下するはずだ。

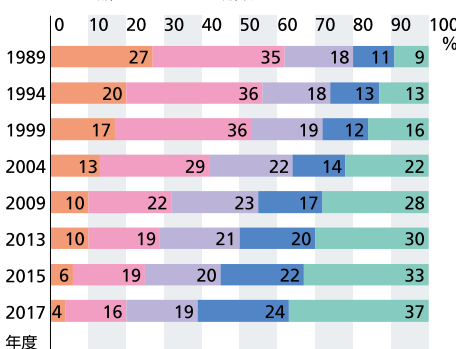
実はセブンイレブンの来店客は日本の人口以上に高齢化している。1989年から2017年にかけて、50歳以上の人口は全体の29.7%から46.4%へと約1.5倍増にと

どまる(総務省「人口動態調査」)。

コンビニ来店客が人口以上に高齢化が進む背景には、若者の消費行動の変化と高齢単身世帯の増加があげられる。

[図表] セブンイレブン来店客の年齢分布の変化

資料:株式会社セブン&アイHLDGS.「コーポレートアウトライン」より作成



3—— 若者のコンビニ離れと増える高齢単身世帯

アベノミクスで景気は一旦回復したものの、バブル崩壊後に長らく続いた景気低迷の中で、若い世代ほど厳しい経済状況にある。非正規雇用者が増え、正規雇用者でも賃金水準が低下しており、少子高齢化による将来の社会保障不安もある。

一方で、現在では技術革新によって、安く品質の良い商品やサービスがあふれている。成熟した消費社会に生まれ育った世代は、コストパフォーマンス意識が高い傾向がある。定価で商品が売られるコンビニよりも、値引き率の高いディスカウントストアやネット通販などを利用し、十分に比較検討した上で商品を買う傾向がある。また、未婚化や晩婚化、核家族化の進行で高齢単身世帯が増えている。現在、単身世帯は全体の3割強であり、うち3分の1が65歳以上だ(「国勢調査」)。

高齢単身世帯のライフスタイルとコンビニは親和性が高い。コンビニの商品は小分けの惣菜や3枚入りの食パンなど、商品単位が小さい。また、住宅街にもあり、遠くのスーパーよりも利便性が高い。

高齢単身世帯は、高齢化の進む地方部で多いため、人手不足に悩む地域ほど、実は深夜営業の必要性は低下している。

また、コンビニは家事の時短化ニーズの強い共働き世帯の受け皿でもある。現在、18歳未満の子のいる世帯の約6割が共働きだが(厚生労働省「平成30年国民生活基礎調査」)、子育て世帯では、深夜営業に対するニーズは強くないだろう。

4—— コンビニはどうあるべきか

24時間営業をやめれば利便性が低下すると言う意見もある。しかし、今は、注文後に数時間で商品が届くネット通販等の代替手段もある。コンビニだけが24時間営業に固執して疲弊する必要はない。

一方でコンビニはインフラ機能としての存在意義も大きい。特に高齢単身世帯の多い地方部では、24時間営業の店舗が全く無いと、緊急時の不安は高まる。

そこで提案だが、地域の診療体制のように、コンビニ各社が持ち回りで24時間営業を担ってはどうか。24時間営業をする店舗が1つでもあればインフラ機能を維持できる。また、減っているとはいえゼロではない深夜需要を捉えることで、コンビニ側の売上げも担保できる。

なお、コンビニは24時間営業を前提としたビジネスモデルだ。よって、営業時間を変えれば、製造や物流、店舗運営などの全てのシステムを見直す必要がある。

「情報銀行」は日本の挽回策となるのか



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

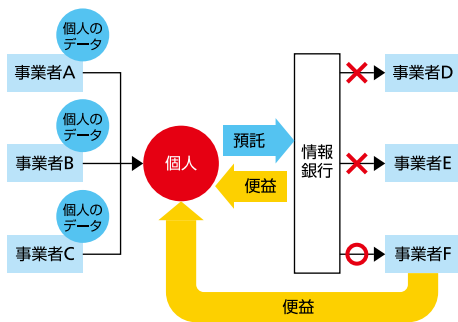
1 「情報銀行」とは

世界的なデジタル化の潮流の中、米中の巨大IT企業が圧倒的な存在感を放っている。日本はデジタル化の大きな波に乗り遅れてしまったのではないかと懸念の声は強い。データ利活用も、米中の巨大IT企業のレベルにはとてま及ばない。こうした課題意識を背景に、我が国のデータ利活用を推進するための方策の1つとして検討されてきたのが「情報銀行」である。

情報銀行とは、消費者(個人)が自分のデータ(例えば、行動履歴や購買履歴のデータ)を提供し、その対価として金銭、クーポンやポイントをはじめ、お得な情報に至るまでの様々な便益を受け取れる仕組み(事業)である[図表1]。消費者が、データを情報銀行に提供する(預ける)。データは、アンケートのように消費者自らが入力し提供する場合もあれば、消費者が使用するサービスの運営事業者が保有するデータを提供する場合もあるだろう(例えば、スマートフォン向け健康管理アプリの事業者が保有する個人の歩行・歩数履歴データ等)。データの提供を受けた情報銀行は、消費者による意思、事前に提示した条件等に基づいて、データ利用を希望する第三者(事業者)に提供する。消費者の意に沿わないデータ提供は行われなくなっている。そして、データの提供を受けた第三者から、消費者に直接または間接的に情報銀行から便益(対価)が還元される。データ提供を受けた第三者はそのデータを活用して、その消費者個人の特性や趣味・嗜好に合わせて個別最適化されたサービスや商品を提供することに活

[図表1] 情報銀行のイメージ

資料:内閣官房「官民データ活用推進基本計画実行委員会データ流通・活用ワーキンググループ第二次とりまとめ」等より、ニッセイ基礎研究所作成



かす、または大量のデータを取得・分析して新しい商品の開発やマーケティング戦略に活かす、といったことが考えられる。

足もと、情報銀行事業に参入を検討する企業も増えている[図表2]。例えば、電通系のマイデータ・インテリジェンスは、情報銀行サービス「MEY(ミー)」を提供している。そのスマートフォンアプリ(サービス)に登録すると、ユーザーのデータを活用したい企業からオファーが届く。ユーザーはデータの利用目的やその対価(返礼)を確認して、気に入ったものだけにデータを提供することが出来る。対価として、ポイントや電子マネー、お得な情報等が受け取れるという。また、三菱UFJ信託銀行が2020年4月から情報銀行サービスの提供を開始すると発表してい

る他、実証実験に取り組んでいる企業もある。民間事業者による任意*の認定制度も出来た。(一社)日本IT団体連盟が情報銀行の認定事業を開始しており、2019年6月には三井住友信託銀行、フェリカポケットマーケティングの2社の計画が、情報銀行サービスが開始可能な状態である運営計画として認定を受けた。今後、更に認定事業者が増えていくであろう。

2 「情報銀行」にかかる期待

情報銀行のような仕組みに大きな期待がかかるのは、日本におけるデータ利活用が思い描くようには進んでいないことの裏返しでもある。消費者からすれば、自らのデータがどのように使われているのか把握や制御が出来ないこと等への不安や、自らのデータを提供することによる便益を理解、実感出来ないこと等が、データ提供のハードルになっている。一方、事業者からすれば、消費者の漠然とした不安やレピュテーションリスク等を背景に、企業や業界の垣根を超えたデータ流通・活用に躊躇してしまう。こうした課題の解決策として期待されているのが、消費者が自らのデー

[図表2] 情報銀行事業の一例

※「P認定」とは、情報銀行サービスが開始可能な状態である運営計画に対する認定のこと。認定制度では、サービス実施中の事業を対象に、認定基準に適合して安心・安全なサービスを提供しているサービスであることを認定する「通常認定」もあるが、本稿執筆時点では「通常認定」を受けた企業はまだ存在しない。
資料:各社ウェブサイト、日本IT団体連盟ウェブサイトよりニッセイ基礎研究所作成

企業名	取り組み概要
マイデータ・インテリジェンス(電通系)	スマホアプリで使える「MEY」を運営。モニター約12,000人、キリンホールディングスやパーソルキャリアが参加するトライアル企画を実施。
三菱UFJ信託銀行	2020年4月に情報銀行プラットフォーム「Dprime」の提供を開始する予定。
スカパー!JSAT	「スカパー!情報銀行」の共同研究・実証実験を開始。
富士通・三菱地所	「丸の内データコンソーシアム」を設立、他の協力企業とともに情報銀行サービス実証プロジェクトを実施。
三井住友信託銀行	「データ信託サービス(仮称)」が日本IT団体連盟による認定(P認定※)を受ける。
フェリカポケットマーケティング	「地域振興プラットフォーム(仮称)」が日本IT団体連盟による認定(P認定※)を受ける。



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。

データをコントロールし、便益を受けられる情報銀行のような仕組みの実現、普及なのだ。米中の巨大IT企業はデータを集め、それを活用して稼ぐという洗練されたビジネスモデルを確立し、市場を席卷した。世の中に巨大IT企業の行いに対する不安や疑念が芽生え育ちつつある今、日本の政府には安全・安心が売りのデータ流通・活用の仕組みをいち早く軌道に乗せて、巻き返しを図りたいという思いもあるだろう。

3—— 実現に向けた課題

ただ、こうした方策の実現に向けては相応のハードルもある。英国のmidata等、海外で類似の先行事例もあるが、大きく成功したとは言えない状況だ。日本が先駆者として、試行錯誤していく必要がある。

情報銀行がビジネスモデルとして成立するのか否かは重要な論点だ。データ流通・利活用を安全・安心に行う仕組みとしては理想的なのだろうが、民間事業者が運営するのであれば、収益性等の観点から持続性のあるモデルでなければ定着しない。仮にその事業単体で収益が上がらないにしても、それを補って余りある他の事業とのシナジー効果が必要だろう。

無料で使える便利なサービスやスマートフォンアプリ等が浸透している中で、消費者からフィー（月額利用料等）を徴収するのは容易では無い。となると、データの提供先である第三者（事業者）から消費者に還元する対価の他にフィーを徴収する、集めたデータを統計データや個人が特定できないようなデータ（匿名加工情報）に加工した上で第三者に提供し対価を得る、と

いったことになる。情報銀行からデータ提供を受けて、消費者一人ひとりに最適化されたサービス・商品を提供しようとする事業者であれば、購買意欲の高い魅力的な消費者（例えば、旅行や教育サービス等の高額消費に積極的な高所得者層等）のデータを入手し、その消費者にアクセスしたいと思うだろう。また、データを商品開発やマーケティングに活かしたいと考えている事業者にとってみれば、ある程度まとまったサイズのデータが無いと活用出来ない。質の高い、多くのデータを集めた上で、収益化する仕組みが作れるかどうかが鍵になる。ユーザーを増やし、多くのデータを集めるために、当面は赤字覚悟の先行投資が必要かもしれない。

ただ、データを集めようにも、消費者にとって魅力あるサービスでなければデータが集まらない。消費者がデータを提供したいと思うような便益（対価）を提供出来るかどうかポイントになる。実際にデータを提供しても数十円から数百円分の現金やポイントにしかならないといったことは十分にあり得るだろう。また、クーポン（もしくは「お得な情報」）が提供されても、似たようなクーポンや情報が溢れている中、価値を見出せない消費者もいるだろう。如何にして、消費者にデータを提供するメリットを訴求できるかが問われよう。

当然、安心してデータを預けられる管理体制の構築も必要だ。また、消費者がスマートフォンやパソコン上で容易にストレス無く操作、管理出来るユーザーインターフェースも重要だ。操作や管理が煩雑で分かりにくいようだと、消費者が魅力を感じられずに離れていってしまう。安心、透明

性、分かりやすさが求められるだろう。

今後に向けては、データ様式・形式等の標準化やルール作り、行政が保有するデータの活用、データポータビリティ（自分のデータを引き出し、他に移せる仕組み）の導入、慎重意見もある健康・医療データの流通等についても議論が進んでいくと見られる。データビジネスの展望に影響するだけに、これらの議論の行方を注視したい。

4—— おわりに

政府の旗振りもあって、情報銀行等のデータビジネスに熱い視線が注がれている。金融機関やインターネット企業等、様々な企業が業種の垣根を越えて競争を繰り広げることになりそうだ。データを活用したインターネット広告で稼いでいるグーグルやフェイスブックは、色々と批判を巻き起こしてはいるが、ある意味で非常に洗練されたビジネスモデルを作り上げた。飛び抜けて優秀な人材が集まるだけに、批判されている点を克服し、新たな進化を遂げる可能性を秘めている。日本の情報銀行等のデータビジネスを、こうした巨大IT企業に伍するレベルに高めていけるだろうか。「個人情報取扱に関する不安、懸念」が根強い一方、「面倒なことはしたくない」と思う消費者を満足させるとともに、しっかりと利益を獲得していくには「もうひと工夫」必要だろう。企業の創意工夫や試行錯誤によってビジネスモデルが進化し、データビジネスで出遅れた日本にとって、真の意味での挽回策となることに期待したい。

[*]あくまで「任意」の認定であって、認定が無いと事業が行えない制度とはされていない。

中国REIT市場の現状と見通し

2019年は公募REIT元年になるか



社会研究部 研究員 胡 笳

ko-ka@nli-research.co.jp



こか
18年早稲田大学アジア太平洋研究科博士(学術)
19年ニッセイ基礎研究所入社

世界の不動産投資信託(REIT)市場の資産規模をみると、米国は約9,071億ドル(約98兆円)、日本は1,340億ドル(約15兆円)、その他市場の合計で約4,701億ドル(約51兆円)という状況にあるが、最近注目されているのは、約12兆円(約188兆円)とも言われる潜在的な市場規模を有する中国REIT市場である。特に、新たな法制度を整備し、現在の私募ベースではなく、公募によるREITを創設しようという動きは特筆に値するもので、2019年は「中国公募REIT元年」となる可能性が高まっている。本稿では、このような中国のREIT市場の現状及び公募REIT創設の動きについて報告する。

1——中国REITの特徴

1 | 「類REIT」の現状と標準REIT商品との比較

REITとはReal Estate Investment Trustの略語であり、中国では「房地产投資信託基金(不動産投資信託基金)」と訳されている。しかし、不動産に係る信託制度や導管体に対する税制優遇などにおいて、米豪日各国のような国際投資家の投資基準を満たしたREIT(中国では「標準REIT」と呼ばれている。)は未だ整備されていない。現在の中国REITとは、「証券法」、「証券投資基金法」等によって中国証券監督管理委員会

(証監会)の「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」(以下「管理規定」)等、基金業協会及び上海・深圳証券取引所の資産証券化業務に関する一連のガイドラインに基づく不動産関連資産を対象とした私募ベースの証券化金融商品であり、総じて「類REIT」と呼ばれている。

「類REIT」は、「REITに類似する」を意味し、「標準REIT」に要求される基準を満たしているわけではなく、募集の仕方や流動性、商品属性など、いくつかの点で異なる。現在、中国の類REIT商品の約96.2%は私募商品で公募商品が少ないため、個人投資家の参入は難しい。現時点における類REIT商品の大きな特徴は、投資期間が短期に固定されていること及び販売時に分配率が確定されているものが多い点である。

2 | 仕組み

現在、中国のほとんどの類REIT商品は、2階層SPVの仕組みを導入している。中国証監会の「管理規定」により、資産証券化業務を展開できるのは「資産支持専門計画(資産証券化計画)」に基づく発行体(SPV)に限定され、私募投資基金(中間SPV)を通じて間接的に不動産投資を行い、実物不動産を金融資産化して取引することによって、契税などの取引税の節税をはかっている*。

3 | 税制の課題

中国の類REITにはSPVに対する税制優遇がないため、「企業所得税」として25%の税率が課せられる。オリジネーターが不動産開発企業の場合、税率30~60%の土地増値税も払う必要がある。

[図表1]「標準REIT」と中国「類REIT」の比較

資料:中国証監会(2014)「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」、大公債信(2019)「類REIT信用評価方法」及びその他の公開資料を基に作成。

項目	「標準REIT」(日本の場合)	「類REIT」
根拠法令	ある (投資信託及び投資法人に関する法律)	不十分(信託法はあるが、不動産を「信託財産」とする場合の「信託による登記」の手続き等については明白な記述がない(注1)。証券化商品としての「類REIT」の根拠法令は「証券法」、「証券投資基金法」等である。)
税制優遇	あり	なし
募集ベース	公募がメイン+私募	私募がメイン
流動性	高い(証券市場で売買)	低い(未上場)
商品属性	現状はエクイティ型のREITしかないが、モーゲージ型やハイブリッド型も組成可能。	確定分配率型REIT商品がメイン。
発行主体	投資法人	資産支持専門計画(資産証券化計画)に基づくSPV(注2)
信用格付	R&「AA」, S&P「A+」、ムーディーズ「A1」など、国内外の民間格付機関によって、長期や短期の発行体格付けが公開されている。	優先級(A/B/C)、次級(注3) (中国証監会が認定した「証券市場資信評価業務資格」を取得した格付機関より、債務補償率、融資比率及び資産の質等の要因を評価。)
投資家制限	特になし	「私募投資基金監督管理暫行弁法」が定めた要件に従い、適格投資家(注4)向け(機関投資家、200人以下、最低投資金額は100万元(約1,580万円))
収益分配	導管体要件を満たすため、収益の90%超を分配している。	優先級:家賃や利子収入等による確定分配率型がメイン。 次級:資産価値増加部分(キャピタルゲイン)がメイン、分配率は変動。
取得物件	期間中の新規投資や物件売却も可能。	期間中、投資先の変更はない。
投資期間	長期	短期(3年単位)(注5)
資産所有	実物不動産を直接所有できる。	実物不動産は、中間事業体の持分権・株式を通じて間接所有する。
投資範囲	実物不動産、不動産関連株式や債券、ローン等。その他の匿名組合の持ち分等。	運用資産のキャッシュ・フローに限定。(注6)
資金調達手法	公募・私募、金融機関借入れ、債券発行等。	金融機関からの借入れはない(注7)。

注1:中国現行の「不動産登記暫行条例」は不動産の所有権を明確にするものであるが、信託受益権に関する記述はない。

注2:SPV(Special Purpose Vehicle)とは、特別目的事業体のごとく、原資産と投資家をつなぐ導管体としての役割を担う。

注3:中国の類REIT商品は優先級・次級に区分する理由は、元本を保全するためと考えられる(証券化の優先劣後方式を参照)。通常、対象物件の純賃料収入が期間中の利息をカバーし、売却価格が元本価値を上回ることを保証するなどの信用補完措置が確保されている。つまり、対象物件の価格が下落した場合でも、「優先級」部分に出資した投資家に優先的に元本と利息が償還される。中国の類REIT商品において、オリジネーターは対象物件の優先買取権を持ち、対象物件を売却できる財力も保障されている。優先買取権を行使すれば、「次級」部分に出資した投資家の元本と利息も償還され、優先買取権を行使しなければ、対象物件を売却する必要がある。

注4:適格投資家とは、純資産1,000万元(約1.5億円)以上の法人、あるいは預金、株式、債券等の金融資産が300万元(約4,500万円)または直近3年間の平均年収が50万元(約750万円)以上の個人のごとくである。しかし、中国現行の類REIT商品は基本私募ベースであるため、個人投資家の参入は事実上不可能である。

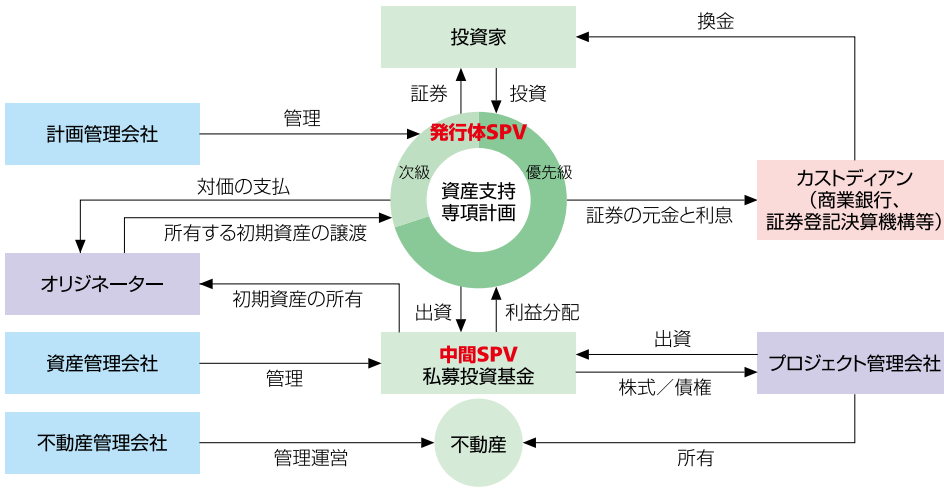
注5:類REIT商品が発行された際、固定期間(4年あるいは5年)を設定した場合、期限(3年間)満了後、オリジネーターによる優先買取権を行使する期間(1年あるいは2年)がある。長期(12~24年)を設定した場合、3年ごとに事前申告すれば投資家は退出することができ、その分が再販されることとなる。

注6:運用資産のキャッシュ・フローとは、不動産関係株式や債券、不動産受益権など監督管理部門の規定に準ずるものである。

注7:2011年、中国銀行監督管理委員会(銀監会)は「不動産開発企業への融資を緊縮する」と指示を出した結果、金融機関等による不動産関連融資の審査基準や条件が厳しくなった。これも類REIT商品が目ざされた理由の1つである。「管理規定」では、商業銀行等は資産支持専門計画に関連する資産等を保管し、運営を監督するなど、カस्टディアンとして位置付けられている。

[図表2] 中国「類REIT」の仕組み

資料: 中国証監会(2014)「証券会社及び基金管理会社子会社資産証券化業務管理規定」などを基に作成。



2 中国REIT市場の動向

1 | 市場規模

中国初の類REIT商品「中信啓航」が2014年4月に発行されて以来2018年12月までに中国の類REIT商品の銘柄数は合計44件となり、発行済み総額は915.31億元(約1.4兆円)に達している。2019年上半年では計5銘柄、発行額は106.54億元(約1,600億円)の類REIT商品が発行され、前年同期比で発行額は8.93%増加した。

2 | セクター別の動向

中国REITのサブセクターは、安定的な賃料収入が得られるショッピングセンター(27%)と小売(18%)による商業セクターが占める割合が45%と大きく、オフィス(26%)、賃貸住宅(11%)、ホテル(10%)、物流センター(4%)、書店(2%)、コミュニティビジネス(2%)などが続く。

3 | 確定分配率の動向

2014年中国初の類REIT商品「中信啓航」の発行時の確定分配率は7.0%であったが、2015年に中国人民銀行が預金準備率を引き下げるなどの金融緩和政策をとったため、類REIT商品の確定分配率は3.8%まで低下した。しかし、2017年以降は一時的例外を除き、6%を超える水準を維持している。

3 中国REIT市場の今後の見通し

1 | 不動産市場の現状と課題

近年の経済成長に伴い、中国の不動産投資は大きく拡大しているが、住宅セクターへの投資が顕著で、一極化が進んでいる。中国の不動産販売価格は変動があるものの、住宅を含めて全体として上昇基調が続く。

2 | REIT導入の経緯

中国では住宅及び商業不動産開発の不均衡を是正するとともに、健全な住宅投資を促す市場形成のために、REITに対する制度整備が必要ではないかという指摘や議論が10年以上前から続いてきた。2005年に商業部は「全国商業地産運行報告」で、「REIT融資を開放する」という方向性を提示し、2008年、中国国务院が不動産市場の発展を促進するため、「不動産信託投資基金を試験的に展開する」を提出し、中国でREITを導入する方針を明確化した経緯がある。こうして、2014年に中国では初の類REIT商品が発行された。しかし、現存の類REIT商品は私募ベースであるため、不動産市場への影響はかなり限定的と言える。

一方、投機需要を背景にした住宅の供給過剰を防ぐため、2015年12月から「不動産在庫の解消」が中国の重要なマクロ経済政策方針の1つとなっている。不動産価

格の高騰に対し、2016年の中国中央経済工作会議では、「家は住むものであり、投機するものでない」という方針が掲げられた。透明性及び流動性のある公募REITの導入を通じた不動産市場整備は、中国の不動産市場に新たな投資機会を創出し、不動産ストックの再生・利活用、資産保有リスクの軽減及び市場機能を通じた需給の適正化などにつながるものと期待されている。

3 | 公募による標準REIT導入の動きと期待

中国における公募REITの導入に必要とされる制度設計については、民間による検討が先行している。近年、中央政府の不動産市場改革に関する議論の加速を受け、公募REITの「解禁」に対する期待が高まっている。2017年6月、北京大学光華学院REITs研究チームは、「中国公募REITs発展白書」を発表し、市場分析の結果、税制が中国公募REIT発展を抑制しているとの指摘を行った。

2018年から始まった米中貿易摩擦の激化を背景に、株価が大幅に変動し経済・金融市場の不安が増大した。こうした状況下、不動産市場における公募REITの導入は中国経済の「スタビライザー」としての役割も注目されている。

中国の公募REITが解禁されれば、初の商品は北京市の一部機能の移転先である河北省雄安新区の公共賃貸住宅セクターで発行される見込みである。「千年の大計、国家の大事」とされ、大量の人口流入が予想される雄安新区において、公共賃貸住宅の公募REITの導入が成功すれば、他の地域でも同様の事業が展開される可能性がある。

以上のように、公募REIT商品の発行に向けて、政府部門及び民間機関は共に前向きに取り組んでいる。中国のREIT市場は、まだ制度整備や税制緩和などの課題があるが、公募REIT商品が登場する日はそう遠くはないだろう。

[*] 不動産取得税にあたる。株式の譲渡に関する土地使用権・不動産の譲渡等は免税。

中期経済見通し(2019~2029年度)



経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎

tsaito@nli-research.co.jp

1—— 製造業を中心に減速する世界経済

世界経済は製造業を中心に減速している。製造業の生産活動はIT関連需要の減退などから調整局面入りしており、世界貿易量は米中貿易摩擦の影響もあり2018年後半以降伸び率が大きく低下し、2019年入り後はマイナスに転じている。一方、世界金融危機以降、各国・地域の中央銀行が緩和的な金融政策を続けていることもあり、国内需要、非製造業は一定の底堅さを維持している。

世界経済の成長率は2017年の3.7%から2018年に3.5%へと伸びが鈍化した後、2019年は3%程度と世界金融危機以降では最も低い伸びにとどまることが見込まれる。

足もとの世界経済の減速は循環的な側面も強い。米中貿易摩擦のさらなる激化が避けられれば、製造業サイクルの底打ちに伴い2020年代初頭にかけて3%台半ばまで持ち直すことが予想される。その後は、すでに生産年齢人口が減少に転じている中国をはじめとした新興国の成長率鈍化を反映し、2020年代半ば以降の世界経済の成長率は3%台前半まで低下するだろう。

2—— 日本経済の見通し

1 | 企業部門主導の成長が続く

日本経済は2012年11月を底として長期にわたり景気回復を続けている。

今回の景気回復局面の特徴としては、海外経済の緩やかな回復、企業収益の大幅増加を背景に企業部門(輸出+設備投資)が好調である一方、家計部門(消費+住

宅)が低調であることが挙げられる。2012年10-12月期の景気の谷を起点とした今回の景気回復局面において、実質GDPは年平均で1.3%伸びたが、需要項目別に見ると、輸出(年平均4.2%)、設備投資(同3.1%)は比較的高い伸びとなっているのに対し、民間消費(同0.5%)、住宅投資(同0.4%)は実質GDPを下回る低い伸びにとどまっている。実質民間消費の伸びは2014年度から5年連続で実質GDP成長率を下回った。

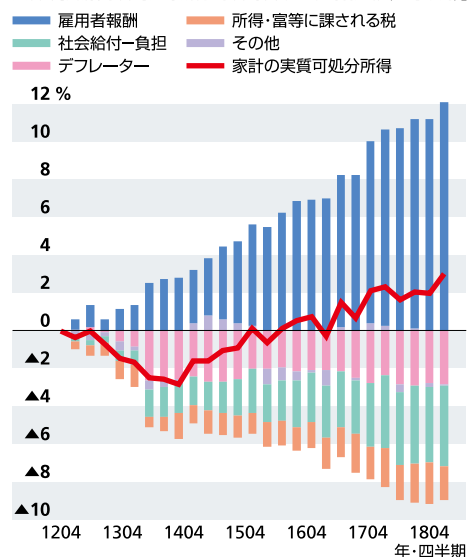
家計部門の低迷が長期化している主因は可処分所得の伸び悩みである。アベノミクス開始以降の6年半(2012年10-12月期→2019年4-6月期)で、家計の実質可処分所得の伸びは3.0%(年平均0.5%)にとどまっており、同じ期間の実質家計消費支出の伸びにほぼ等しい。実質可処分所得の内訳をみると、企業の人手不足感の高さを背景に雇用者数が大幅に増加しているため、雇用者報酬は順調に伸びている。一方、マクロ経済スライドや特例水準の解消による年金給付額の抑制、年金保険料率の段階的引き上げなどによって、「社会給付-負担」が可処分所得を大きく押し下げている。さらに、2014年度の消費税率引き上げの影響もあって、家計消費デフレターが3%近く上昇していることが実質ベースの可処分所得の目減りにつながっている[図表1]。可処分所得の伸びが高まらなければ、個人消費の本格回復は期待できないだろう。

2 | 高齢者の雇用者所得が大幅に増加

雇用情勢は改善傾向が続いており、雇用者数は高齢者を中心に増加している。

[図表1] 家計の実質可処分所得の要因分解

注: 12年10-12月期を起点とした累積伸び率、寄与度
資料: 内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」



高齢者はパートタイム、嘱託など非正規の雇用形態で働く人が多いこともあり、相対的に賃金水準は低いが、雇用者数が大幅に増加したことにより高齢者の雇用者所得は大幅に増加している。

「賃金構造基本統計」、「労働力調査」などを基に年齢階級別の雇用者所得(1人当たり賃金×雇用者数)を試算すると、2018年の雇用者所得は全体では2000年とほとんど変わっていないが、60~64歳では1.7倍、65歳以上では2倍以上に増えている。

もちろん、高齢者の雇用者所得が大幅に増加した一因は、高齢化の進展に伴い高齢者の人口自体が増えたことだが、働く人の割合が大きく高まったことによつて、高齢者の人口1人当たりの雇用者所得も近年大幅に上昇している。2018年の1人当たり賃金は全ての年齢階級で2000年よりも減少しているが、人口1人当たりの雇用者所得は55~59歳で25%増、60~64歳で74%増、65歳以上で26%増となっている。いずれも当該年齢階級の人口

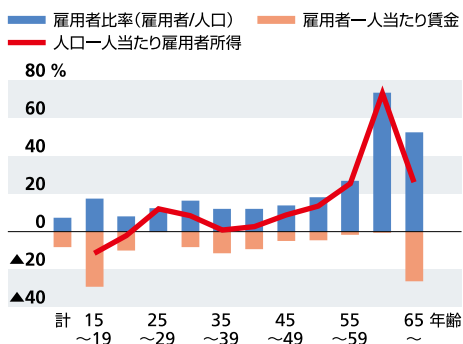


さいとう・たろう
 92年日本生命保険相互会社入社。
 96年ニッセイ基礎研究所、19年より現職。
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。
 優秀フォークスターに7回選出。

に占める雇用者の割合(雇用者比率)が大幅に上昇したことが、人口1人当たりの雇用者所得を大きく押し上げている【図表2】。たとえば、60～64歳の雇用者比率(男女計)は2000年時点の33.5%から2018年には52.7%まで上昇している。

【図表2】年齢階級別・人口1人当たりの雇用者所得の変化(2000年→2018年)

注：厚生労働省「賃金構造基本統計」、「毎月勤労統計」、総務省統計局「労働力調査」からニッセイ基礎研究所作成



高齢者がより長く働くようになることは、マクロベースの消費動向にも影響を与えるだろう。消費水準が低い高齢者の割合が高まることは家計全体の消費水準の低下につながりやすい。ただし、世帯主が60歳以上、65歳以上の勤労者世帯の消費水準は全世帯平均よりも高い。

先行きについても、年金支給額の抑制、年金支給開始年齢のさらなる引き上げが予想されるが、高齢者がより長く働くことによって高齢者1人当たりの雇用者所得の水準を引き上げれば、高齢化に伴う消費水準の低下に歯止めをかけることは可能だろう。

3 | 潜在成長率は1%程度で推移

1980年代には4%台であった日本の潜在成長率は、バブル崩壊後の1990年代初頭から急速に低下し、1990年代終わり

頃には1%を割り込む水準にまで低下した。2008年のリーマン・ショックを契機とした世界金融危機後にはほぼゼロ%まで低下したが、2010年代半ば以降は1%程度まで持ち直している。

潜在成長率を規定する要因のうち、労働投入による寄与は1990年代初頭から一貫してマイナスとなっていたが、女性、高齢者の労働参加が進んでいることから小幅なプラスに転じている。また、最近の設備投資の回復基調を反映し、資本投入によるプラス寄与が拡大傾向にある。一方、全要素生産性は長期的に低下傾向が続き、足もとでは0%台前半となっている。

先行きの潜在成長率は、予測期間を通じて設備投資の堅調が続くことから、資本投入のプラス寄与が緩やかに拡大する一方、働き方改革の推進によって労働時間の減少が続くこと、予測期間中盤以降は労働力人口が緩やかに減少することから、労働投入による寄与はマイナスとなるだろう。また、AI(人工知能)、IoT(Internet of Things)の活用、働き方改革の推進などから、全要素生産性上昇率は0%台半ばまで回復することを見込んでいる。この結果、潜在成長率は今後10年間1%程度の推移が続くと想定した。

4 | 今後10年間の平均成長率は1.0%

今回の見通しでは、2019年10月に8%から10%に引き上げられた消費税率が2026年4月に12%に引き上げられることを想定した。

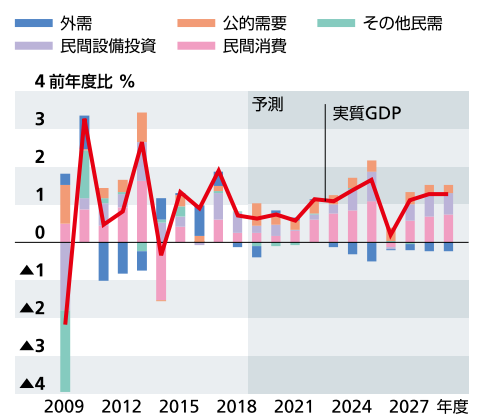
2014年4月の消費税率引き上げ時には、民間消費の大幅な落ち込みを主因として2014年度の実質GDPが前年比▲

0.4%のマイナス成長となった。2019年10月の引き上げは、引き上げ幅が前回よりも小さいこと、軽減税率が導入されること、大規模な政府の増税対策が実施されることから、消費増税による経済への影響は前回よりも小さくなる可能性が高い。ただし、2014年度に比べて増税前の消費の基調が弱いこと、外部環境(海外経済、為替動向等)が厳しいことから、増税後に景気が一定程度悪化することは避けられない。また、2020年夏の東京オリンピック・パラリンピック終了後にはオリンピック関連需要の剥落によって景気の停滞色が強まる可能性が高い。

実質GDP成長率は2017年度の1.9%から2018年度には0.7%へと減速したが、2019年度から2021年度までは潜在成長率をやや下回るゼロ%台後半の成長が続くことが予想される。2022年度に1.1%と潜在成長率並みの成長へと回帰した後は、2026年度の消費税率引き上げ前後で振幅が大きくなることを除けば、概ね1%台前半の成長が続くだろう。日本の実質GDP成長率は予測期間(2020~2029年度)の平均で1.0%になると予想する【図表3】。

【図表3】実質GDP成長率の推移

資料：内閣府経済社会総合研究所「国民経済計算年報」



年金不安の陰で増加する金融トラブル

投資勧誘より優先すべき金融知識の向上に向けた取り組み



生活研究部 主任研究員 井上 智紀
tomoki@nli-research.co.jp



いのうえ-ともき
95年生命保険文化センター入社。
03年筑波大学大学院ビジネス科学研究科経営システム科学専攻修了(経営学)。
04年ニッセイ基礎研究所、18年より現職。

1 — はじめに

いわゆる「老後2,000万円問題」として注目された金融審議会市場ワーキンググループの報告書(以下、金融庁報告書)については、世帯によりそれぞれ家計の状況が異なるなか、一律に平均で示すことの乱暴さに対する指摘もみられている。一方で、同報告書が注目される背景には、公的年金制度への根強い不信感や老後に向けた資産形成に対する意識の高まりがあるように思われる。

本稿では、同報告書に対する指摘を踏まえて高齢者世帯の家計収支をより細分化してみるとともに、家計に貯蓄・投資を促す上での課題を示す。

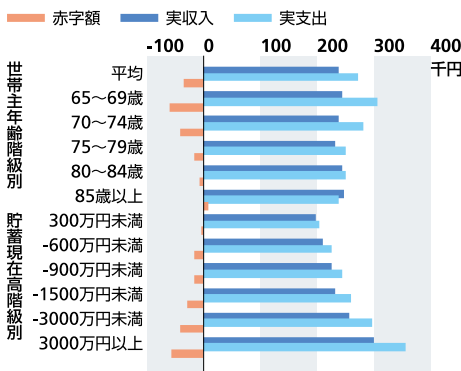
2 — 世帯主の年齢や貯蓄高により異なる高齢者世帯の家計収支

2014年の総務省統計局「全国消費実態調査」から、世帯主が65歳以上の無職世帯における1世帯あたり1か月の収入と支出についてみると、実収入と実支出の差は約3.4万円の赤字となっている[図表1]。世帯主の年齢階級別に細分化してみると、収支差は65~69歳では大幅な赤字となっているものの、加齢とともに支出が減少することで85歳以上では逆に黒字となっている。このことは、年齢階級別に30年分として合計してみても不足額は1,000万円程度に留まることを意味している。視点を変えて貯蓄現在高階級別にみると、収支差は貯蓄現在高900万円未満の世帯では1万円台の赤字に留まっており、不足額が5万円前後に達する世帯は貯蓄現在高3,000万円以上に限られている。

世帯数分布の過半が貯蓄高1,500万円

[図表1] 高齢夫婦無職世帯の家計収支

出所:総務省統計局「平成26年 全国消費実態調査」より作成



未満であることを踏まれば、高齢世帯の大半は公的年金等の収入と現役期に形成した資産の範囲で、いわば身の丈にあった消費を心がけているものと考えられる。

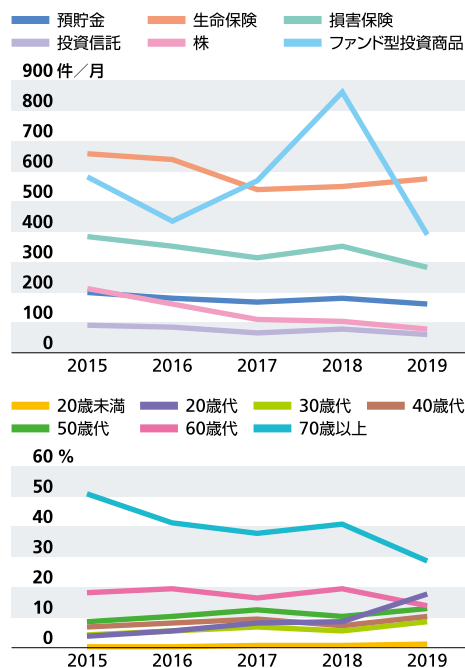
3 — 投資への取組促進の陰で増える金融トラブル

高齢期に希望する生活水準を実現するためには、計画的な資産形成の取組が求められる。一方で、資産寿命の延伸をはかることを企図して、また、売り手の甘言に誘われるなどして投資に手を出す者も少なくない。国民生活センターのデータベース(PIO-NET)から金融・保険関連の1か月あたりの相談件数の推移をみると、種類別の相談件数が概ね横ばいないし微減で推移している中、「ファンド型投資商品」が2018年度にかけて急増している様子がみてとれる[図表2]。「ファンド型投資商品」の年齢別構成比をみると、20歳代や40歳代で1割を超えるなど、相談や苦情につながる販売が若年層にも広がっている様子がみてとれる*。

これらの結果は、投資商品の販売が消費者自身の金融リテラシーに則さない形で行われている可能性があることを意味している。

[図表2] 1か月あたりの相談件数および「ファンド型投資商品」の年齢別構成比の推移

出所:国民生活センター「消費生活相談データベース」より作成
注:2019年は8/19時点の登録件数を半月分として算出



4 — 若年から高齢者まで、幅広く適切な金融知識取得の促進を

金融商品販売上の問題では、高齢者を中心として議論されることが少なくない。しかし、望まない金融トラブルに陥る者は年代に関わらず存在し、近年では特に金融取引やそもそも消費経験自体も乏しい若年層にも広がりつつある。投資や資産形成の必要性に対する関心の高まりを好機とすべく、各種金融機関による販売圧力の高まりも予想されるものの、投資を通じた資産形成を促す前に、消費者が不適切な販売・勧誘に踊らされないよう、適切な金融知識を身につける機会を提供することこそ必要なのではないだろうか。

[*] 2019年には30歳未満でも減少に転じているものの、その減少幅は1割に満たない。

楽観モードの揺り戻しに注意

10

月に入り、ドル円は米経済の先行き懸念から一旦106円台まで円高に振れた後、米中協議の部分合意を受けたリスクオンの円売りによって108円台を回復。足元も108円台半ばで推移している。

ただし、今回の部分合意は、「比較的容易な領域でとりえず合意し、摩擦の激化が一旦先送りされた」に過ぎず、摩擦解消の道筋が開けたわけではない。両国の主張の隔たりは依然大きく、今後も一筋縄では行きそうにない。今回見直されなかった既往の追加関税が世界経済の重荷になり続ける。従って、今後は一旦楽観の揺り戻しによる円高方向への調整局面を迎えると見ている。金融政策面では、FRBによる今年3回目の利下げは市場で織り込み済みだが、日銀が本格的な追加緩和を見送ると予想されることも円高反応に繋がるだろう。

一方で、来年年初に米大統領選モードへ突入することを踏まえると、トランプ大統領に残された時間は限られている。早ければ年末に摩擦の緩和に繋がる合意に向けた動きが現れ、ドル円は持ち直す可能性が高いと見ている。3カ月後の水準は現状程度と予想している。

ユーロ円は、今月、米中部分合意に伴うリスクオンの円売りに加えて、英国とEUとの離脱交渉進展・離脱案合意に伴うユーロ買いを受けて大幅に上昇し、足元では120円台前半で推移している。今後は利益確定的なユーロ売り圧力が予想されること、米中協議が一筋縄ではいかないとみられることなどから、ドル円同様、一旦円高方向への揺り戻しが予想される。ユーロ圏の景気低迷が続くこともユーロの重荷になる。ドル円同様、年末頃からは円安方向に向うものの、3カ月後の水準は現状比でやや円高ユーロ安に留まると見ている。

長期金利は、今月、日銀による国債買入れ減額方針とリスクオンの流れを受けて上昇し、足元は▲0.14%付近で推移している。今後は為替同様、米中協議等を材料に一旦調整で低下した後、年末頃にはリスクオンで持ち直す展開を予想しているが、世界的な金融緩和の流れはしばらく続き、金利の持ち直しを抑制する。日銀も大幅な国債買入れ減額を続けることは出来ないことから、3カ月後は現状より若干低い水準に留まると見ている。



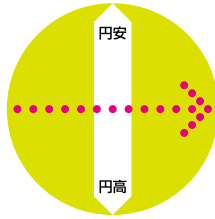
シニアエコノミスト 上野 剛志
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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)。

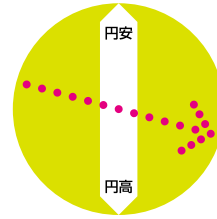


Market Karte

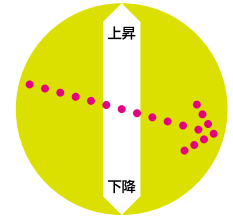
November 2019



ドル円・3カ月後の見通し

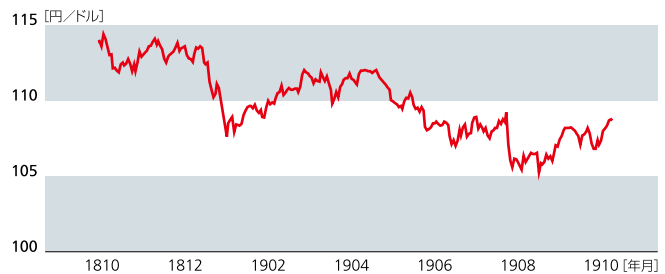


ユーロ円・3カ月後の見通し

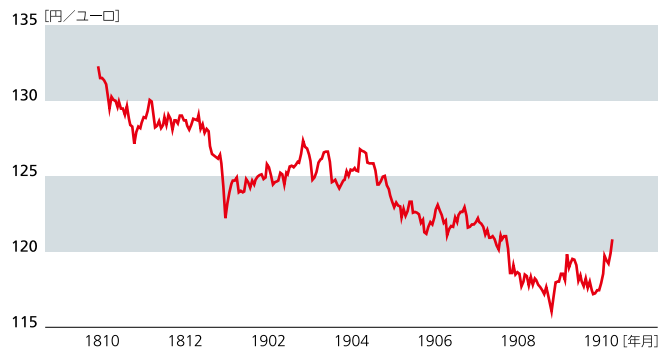


長期金利・3カ月後の見通し

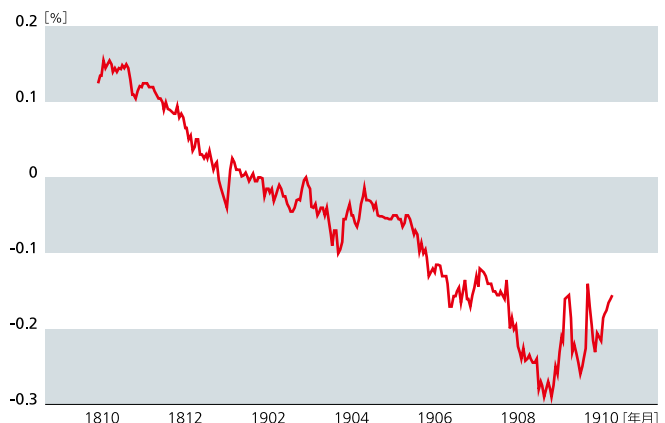
ドル円為替レートの推移[直近1年] 資料:日本銀行



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 J-REITのパフォーマンス要因分析
～J-REIT市場の上昇・下落要因を調べる～
原田 哲志 [基礎研レポート | 2019/10/3号]
- 2 現代消費文化を斬る
～「今時の若いもんはなぜ消費しないのか」という問いに対する試論
廣瀬 涼 [基礎研レポート | 2019/9/17号]
- 3 50代の半数はもう手遅れか
～生活水準を維持可能な資産水準を年収別に推計する
高岡 和佳子 [景況アンケート—調査結果 | 2019/9/25号]
- 4 現代消費文化を斬る
～若者が映画館から離れた「4つの理由」
廣瀬 涼 [基礎研レポート | 2019/10/1号]
- 5 中国REIT市場の現状と見通し
～2019年は公募REIT元年になるか～
胡 筈 [基礎研レポート | 2019/9/13号]

コラムアクセスランキング

- 1 ラグビー代表チームの愛称とその由来を知っていますか?
～(その1)日本及び南半球の国々～
中村 亮一 [研究員の眼 | 2019/10/8号]
- 2 いま一度確認したいリートの投資リスク
～「東京集中リスク」×「東京地震リスク」を忘れずに～
岩佐 浩人 [研究員の眼 | 2019/10/1号]
- 3 ファイナンスの世界での様々なファンタジー
～精緻な理論の本当の実力～
安孫子 佳弘 [研究員の眼 | 2019/9/24号]
- 4 ラグビー代表チームの愛称とその由来を知っていますか?
～(その2)日本以外の北半球の国々～
中村 亮一 [研究員の眼 | 2019/10/11号]
- 5 ラグビーボールはなぜ楕円の形をしているのか?
中村 亮一 [研究員の眼 | 2019/8/1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19/9/23-19/10/20》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点



表紙の眼
・
フローラ
ティツィアーノ・ヴェチェッリオ
制作年：1515年頃
所蔵：ウフィツィ美術館
From Wikimedia Commons

牛肉の供給量 | 2018年度 [11月29日はいい肉の日]

Source : 農林水産省「食肉流通統計」・財務省「貿易統計」 | Design : infogram©

