

## Inside

- 02 指標の罫 ● 樋 浩一
- 03 検閲ではなく勇気と自信とチャンスを ● 吉本 光宏
- 04 図表でみる中国経済(米中比較編) ● 三尾 幸吉郎
- 06 就労延長で老後の生活水準はどうなるか ● 高岡 和佳子
- 08 オフィスは需給逼迫が継続。REIT指数は上昇基調を強める。 ● 吉田 資
- 10 もう1人も同じである確率 ● 篠原 拓也
- 11 動かめドル円相場、米中協議の影響は? ● 上野 剛志



RESEARCH

## 指標の罫

定量化には落とし穴も



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—— 経済見通しの季節

年末が近づいてくると、政府では来年度予算の編成作業が佳境を迎え、予算の前提となる政府の経済見通しが発表される。政府経済見通しの経済成長率が何%になるかは、政府の予算だけではなく、企業の売り上げなど民間の経済活動にも影響を与えるので社会全体の注目を集める。民間エコノミストも企業の経営計画や金融市場の動向の予想のために必要な来年度の経済予測作業で忙しくなる。筆者がエコノミスト生活を続けてきた間、全く変わらなかった年中行事である。

経済成長率はGDP(国内総生産)の伸び率のことだが、GDPは日本の経済活動水準を示す総合的な経済指標であり、数ある経済指標の中で最も重視されるものだ。しかし、GDPが重要な経済指標であるとは言っても、日本経済のすべてを表しているわけではなく、他の様々な指標にも目配りが欠かせない。かつては、政府に毎年度の政府見通しの経済成長率達成が要求されることも多かったが、無理をして高い経済成長率を実現しても一時的な効果しかないことがあきらかとなり、何が何でも一定の経済成長率の実現が求められることはなくなった。

## 2—— 定量化の落とし穴

政府の政策や企業活動の目標を表す定量的な指標があれば、現状と目標との距離を客観的に示すことができる。現在の方針で目標が達成できるのか、達成のために何か追加的な努力が必要なのかを、誰の眼に

もわかる形で客観的に把握できるようになり、目標の達成には大いに役立つはずだ。

しかし、目標を評価するのに適切な指標を使わないと、本来の目的に反する結果になってしまう恐れもある。病気になる熱が出て体温が高くなるが、体温を下げたからといって病気が治るわけではない。解熱剤のようなものを服用して熱が下がって体調が改善したかのような錯覚を起こしてしまい、病気の本体の治療が遅れるようなことがあれば、体温という指標の利用は却って有害になってしまう。

また、指標自体は適切であっても、指標を利用することが人々の行動を変えてしまうと有効に機能しなくなる恐れもある。例えば、医師の治療成績を単純に比較するようなことをすると、治療成績を良くしようとして医師が軽症の患者を選び、重症患者を忌避する恐れがあると指摘されている。より良い医療が行われるように医師の技量改善を目指した指標が、人々に必要な医療が供給されない原因ともなりかねないのだという。

## 3—— 見えない問題に目配りを

我々が何かを行う場合には、目標が一つだけではなかったり、達成すべき目標は一つであっても複数の要素に配慮する必要があることが普通だ。配慮すべき要素のなかには、数値化が難しいものがあつたり、適切なデータが簡単には手に入らなかったりすることも多い。簡単に手に入る指標だけで判断が行われてしまい、良いデータの入手が困難な問題は無視されてしまうという問題もある。

政府の統計には、問題が深刻になったために整備されるようになったものも少なくない。本当に深刻になるまでは、問題に注目している人も多くないので、政策などの判断を行う根拠となるデータを集めることすら行われぬ。問題が深刻かどうか判断するための根拠となる証拠が無いということは、問題が存在しないということの意味するわけではないのだ。

GDPは日本社会全体の生活水準の重要な経済指標だが、これだけで日本のすべてが分かるわけではない。GDPが大きく伸びていても、水質や大気汚染がひどくなるなどの重大な問題が悪化していて、人々の生活が良くなったとは言えないということも起こり得る。どれほど優れた指標であっても、ひとつだけを見れば社会が良くなったかどうかを判断できるというものは無いのだ。

日本に住む人達の生活をより良いものにするという最終的な目標は、非常に多くの要素から成り立っている。経済的な豊かさが増せばそれ以外の問題も自動的に改善するというわけにはいかないし、そもそも日本経済に関する最も総合的な指標ではあっても、GDPが拡大すればすべての人の経済的な状況が改善しているとは限らない。経済の世界だけで考えてもGDPのみならず様々な指標の動きに眼を配る必要がある。

21世紀はデータの世紀とも言われ、定量的な指標が注目されることが多いが、そこには我々が陥りやすい様々な罫があることを常に意識することが必要であろう。



# 検閲ではなく勇気と自信とチャンス

あいちトリエンナーレ2019を巡って



社会研究部 研究理事 吉本 光宏

mitch@nli-research.co.jp



よしもと・みつひろ

89年ニッセイ基礎研究所。

東京藝術大学非常勤講師、公益財団法人 企業メセナ協議会理事

東京2020組織委員会文化・教育委員

東京芸術文化評議会評議員 他多数。

10月14日「あいちトリエンナーレ2019」が閉幕した。「表現の不自由展・その後」が開幕から3日目に展示中止となり、それに抗議する十数名のアーティストたちも、展示の中止や変更を行っていた。

表現の自由を巡って多くの報道が行われたため、ご存じの方も多だろう。その後文化庁が補助金不交付を決定し、公的機関の補助金や助成金、さらには文化政策のあり方にまで議論が広がっている。

一方で、10月8日には関係者の尽力で展示の全面再開が実現した。その日、展示が再開された作品を見るチャンスがあった。「表現の不自由展・その後」ばかりが注目されるが、他にも力作が多い。

例えばタニア・ブルゲラの《10150909》は、展示室に入る前に手の甲に作品タイトルと同じ数字のスタンプが押される(写真)。展示室の中にはガラス張りの部屋があり、壁には手の甲と同じ数字が書き出され、室内には気化したメンソールで充満されている。

この数字は、2019年に国外へ無事に脱出した難民の数と、国外脱出が果たせずに亡くなった難民の数の合計を表している。メンソールの刺激に涙を流す人もいるだろうが、それは地球規模の問題に何も感じない人々を泣かせるためだという。

日本は先進諸国で最も難民の受け入れに



厳しい国だ。昨年1年間の難民認定申請者数は10,493人、難民と認定したのはわずか42人、認定率は0.4%だ。1,015万909人という数字は、そうした日本政府への痛烈な批判と受け取ることも可能だ。しかし、アーティストの真意は、私たち一人ひとりに、地球上で起きている問題の深刻さを伝え、難民に思いをはせてほしい、というメッセージだろう。

本稿のタイトルは、英国アーツカウンシル(1945年設立)の初代会長である経済学者J・M・ケインズの言葉で、芸術への助成に関して「公的機関の仕事は、指導したり、検閲したりすることではなく、勇気と自信とチャンスを与えることなのです」というものだ。

アーツカウンシルは、英国が発祥とされ、「芸術文化に対する助成を軸に、政府と一定の距離を保ちながら、文化政策の執行を担う専門機関」のことである。

初代会長となったケインズは、第二次世界大戦でナチス・ドイツが芸術を政治的に利用したことに異を唱え、政府から一定の距離を置く「アームズ・レンクスの法則」を提唱。政府から独立したアーツカウンシルの立場を確立したとされる。同時に彼は、アーティストを尊重し、芸術の質を重視する方針を打ち出した。

日本では、1990年に芸術文化振興基金が設立された際、日本芸術文化振興会(Japan Arts Council)が発足している。諸外国のアーツカウンシルと比較して、機能や組織体制などが必ずしも十分ではなかったが、近年、文化審議会での検討などを経て、プログラム・オフィサーなどの起用が進み、機能が強化されてきた。

地方公共団体でも、2007年の横浜市の

アーツコミッション・ヨコハマ以降、各地で設置が進んでいる。2016年からは、文化庁が補助金によって地域アーツカウンシルの創設を後押しするようになった。

名古屋市も今年度この補助金に採択されて試行事業を進めており、あいちトリエンナーレ実行委員会会長代行の河村たかし名古屋市長も、今回の一件以降、アーツカウンシルの設置を示唆している。

また、実行委員会会長の太田秀章愛知県知事も、「あいちトリエンナーレのあり方検証委員会」での議論を踏まえ、アーツカウンシルの設置に前向きだ。「表現の不自由展・その後」の展示中止と再開に対する両首長の態度は、まったく真逆の状況で、それぞれどんなアーツカウンシルを設置するのか注目したい。

しかし今回の事件は、二つの自治体ばかりか、日本芸術文化振興会や地域アーツカウンシル、さらには、国や地方公共団体の芸術に対する補助金や助成金のあり方に大きな一石を投じている。文化庁の補助金不交付の決定は、アーティストの表現や芸術祭をはじめとした文化事業の萎縮ばかりか、公的機関の自主規制につながる懸念があるためだ。

現在、複数の地方公共団体が、地域アーツカウンシルの創設を検討していると聞く。行政から独立した組織を経由すれば、首長が補助金の決定に直接異を唱えることは難しくなるだろう。それだけに、税金を投入する補助金に相応しい審査や評価の仕組み、基準について慎重な検討が求められる。

が、それ以上に今問われるべきは、芸術と向き合う理念であり哲学ではないか。70年以上前のケインズの言葉は、そのことを何よりも私たちに突きつけている。

# 図表でみる中国経済(米中比較編)

米中経済を6つの視点で多角的に比較



経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

mio@nli-research.co.jp

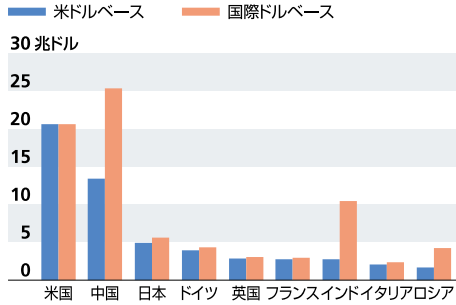
世界経済は出口の見えない米中対立に翻弄される展開となっている。10月の米中閣僚級貿易協議では、中国が米国産農産物の輸入を拡大することや、米国が対中制裁関税の上乗せを凍結することなどで折り合い「第一段階」の合意に向けて動き出したが、「第二段階」に先送りした構造問題での合意は予断を許さない。しかも、米商務省は安全保障上の懸念があるとして中国有力企業を「エンティティー・リスト(EL)」に掲載する動きを加速しており、日本など同盟国にも協力を求めている。日本にとっては、同盟関係にある米国と、緊密な経済関係にある中国が対立する状況が長期化し、それが今後しばらくの新常態(ニューノーマル)になると見るべきだろう。そこで、本稿では、米中両国が事ある毎に対立する新常態の下で踏まえておきたい、米中経済の比較データをご紹介します。

## 1—— GDP規模

米中経済が世界各国の経済にどのような影響を及ぼすのかを探る上では、まず経済規模を示す国内総生産(GDP)を確認しておく必要があるだろう。国際通貨基金(IMF)の統計によれば、2018年の米国の名目GDPは米ドルベースで約20.8兆ドル、中国は約13.4兆ドルとなっており、世界のGDP(約85兆ドル)に対する比率はそれぞれ24.2%(世界第一位)、15.7%(世界第二位)である。また、物価水準を勘案して為替レートを調整した購買力平価(PPP)に基づく国際ドルベースでは、中国のGDPIは約25.3兆ドルとなり、米国の約20.8兆ドルを超えて、中国が世界第一位だ[図表1]。

[図表1] 世界の名目GDP(2018年)

資料:国際通貨基金(IMF)のデータを元に作成



## 2—— モノ貿易

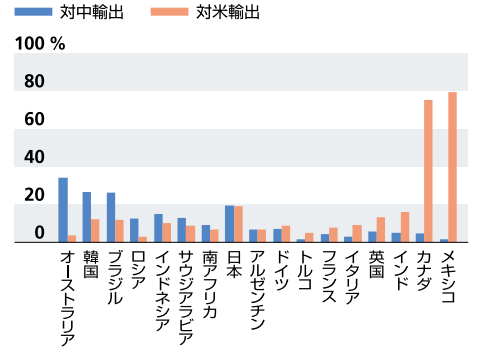
米中経済の影響力を見る上ではモノの貿易量がひとつの参考指標となる。特に米中両国への輸出は世界各国にとって経済発展の重要な牽引役となるだけに重要である。まず、国際通貨基金(IMF)の統計で、2018年のモノの貿易量を見ると、米国が約4.2兆ドル(輸出:約1.7兆ドル、輸入:約2.5兆ドル)、中国が約4.6兆ドル(輸出:約2.5兆ドル、輸入:約2.1兆ドル)と、全体ではほぼ同規模、輸出では中国の方が大きく、輸入では米国の方が大きい。また、世界各国の輸出相手先という観点で見ると、メキシコとカナダでは対米輸出が8割近くを占めており、欧州でも対米輸出の方が多い。一方、オーストラリア、韓国、インドネシアなどアジア地域や、ブラジル、サウジアラビアなど資源国では対中輸出の方が多い[図表2]。

## 3—— サービス貿易

一方、2018年のサービスの貿易量を見ると、米国が1兆3943億ドル(輸出:8270億ドル、輸入:5673億ドル)、中国が7594億ドル(輸出:2336億ドル、輸入:

[図表2] 各国の輸出に占める米中のシェア(2018年)

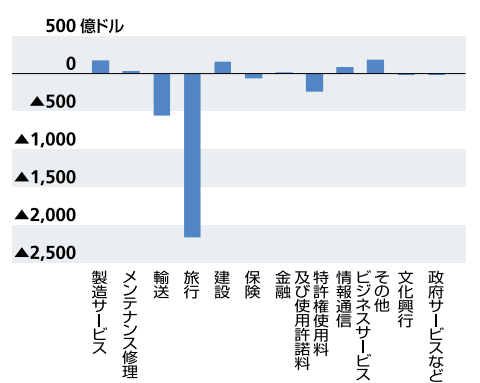
資料:国際通貨基金(IMF)のデータを元に作成



5258億ドル)と、米国は中国を遥かに上回っており、収支では米国が約2600億ドルの黒字、中国は約2900億ドルの赤字である。米国の黒字の内訳を見ると、旅行、金融、特許権使用料及び使用許諾料が3大収益源となっている。一方、中国は旅行収支が2000億ドル超の赤字で[図表3]、世界の観光地で存在感を発揮している。

[図表3] 中国のサービス収支の内訳(2017年)

資料:世界貿易機関(WTO)のデータを元に作成



## 4—— 投資

世界各国への経済的影響力を見る上では対外直接投資も重要な参考指標となる。米中両国の対外直接投資残高の推移を見ると、米国は2018年時点で6.5兆ドル、中国は1.9兆ドルとなっており、米国



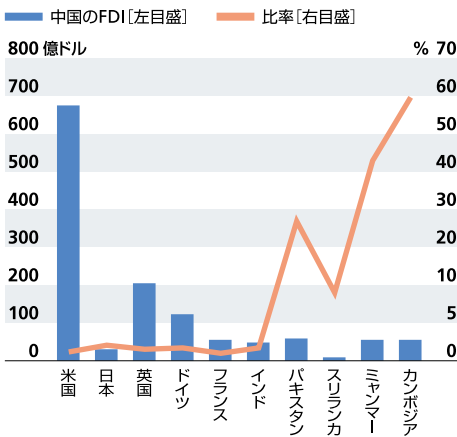
みお・こうきちろう  
82年日本生命保険相互会社入社。  
94年に米国パナゴラ投資顧問へ派遣、  
00年ニッセイアセットマネジメント等を経て、  
09年ニッセイ基礎研究所、13年より現職。

が中国の約3.5倍の規模を誇っている。但し、米国は2018年に1.4兆ドル減らした一方、「一帯一路」構想を推進する中国は増加傾向を維持した。米国の減少はリパトリ減税や保護主義的政策で、海外に出ている資金が国内に還流したためと見られる。

また、投資先別に見ると、米国は近隣のカナダやメキシコ、それに英国、ドイツ、フランス、日本など先進国への投資が多い。一方、中国は先進国向けが多いものの各国での比率は小さく、一帯一路沿線国・地域(特に親中政権の国)では、投資額は小さいものの中国比率が高いのが目立つ[図表4]。

[図表4] 中国からの直接投資(2017年)

資料: 国連貿易開発会議(UNCTAD)、中国商務部のデータを元に推定・作成



## 5—— 科学技術力

また、米中対立は経済面に留まらず科学技術面にも及んでいる。経済発展の上でも国家安全保障の上でも、科学技術力がある上での役割は大きい。科学技術力を見る上で役立ついくつかの指標を見ると、まず中国の大学のレベル向上が目立つ[図表5]。国際特許出願件数を見ても、米国の5万6319件に対して、中国は4万8875件であり、米国の方が多く、中国の出願

[図表5] 世界大学学術ランキング(トップ500内の学校数)

資料: 上海交通大学高等教育研究院

順位	2005年	2015年
1	米国 168	米国 146
2	英国 40	中国 44
3	ドイツ 40	ドイツ 39
4	日本 34	英国 37
5	カナダ 23	フランス 22
6	イタリア 23	イタリア 20
7	フランス 21	オーストラリア 20
8	中国 18	カナダ 20
9	オーストラリア 14	日本 18
10	オランダ 12	スペイン 13

件数はうなぎ登りで増加してきており、米中の差は年々縮小している\*1。

但し、世界に通用する特許のストックが中国はまだ少ないため、特許権使用料及び使用許諾料の収支は赤字だ。

## 6—— 世界は米中両国をどう見ているのか?

最後に視点を換えて、「世界は米中両国をどう見ているのか」を確認するため、日本の外務省が2017年-19年に実施したアンケート調査の結果を紹介しておきたい。調査期間は東南アジア\*2が2018年2月、中央アジア\*3が2019年2月、中東\*4が2019年2-5月、アフリカ\*5が2017年3月、中南米\*6が2018年2月、欧州\*7が2019年2月である。

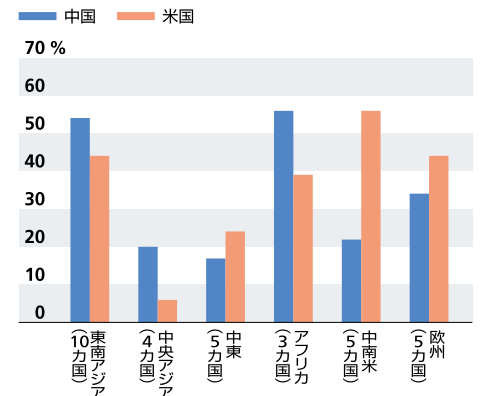
まず、「あなたの国にとって、現在重要なパートナーは次の国のうちどの国ですか」との問いに対して米国・中国を選んだ人の割合を見ると[図表6]、東南アジア、中央アジア、アフリカでは中国が米国を上回った一方、中東、中南米、欧州では米国が中国を上回った。

また、「あなたの国にとって、今後重要な

パートナーとなるのは次の国のうちどの国ですか」との問いに対して米国・中国を選んだ人の割合を見ると、東南アジア、中央アジア、アフリカでは引き続き中国が米国を上回ったもののその差は縮小している。また、中南米では引き続き米国が中国を上回ったもののその差は縮小し、中東では中国が米国を逆転、欧州では米中がほぼ同数という結果となっている。ちなみに、欧州5カ国の内訳を見ると、英国とハンガリーでは引き続き米国が中国を上回り、ドイツ、フランス、イタリアでは中国が米国を上回るという結果だったものの、いずれもその差は小さい。世界各国は、米中両国が覇権争いを繰り広げる中で、その立ち位置を決めかねているというのが現状と考えられる。

[図表6] 現在、重要なパートナー

資料: 日本外務省のデータを元に作成



[\*1] 中国の科学技術力に関しては、「3つの切り口からつかむ図表中国経済」(白桃書房、2019年)の131~140ページをご参照ください

[\*2] ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの10カ国

[\*3] ウズベキスタン、カザフスタン、キルギス、タジキスタンの4カ国

[\*4] エジプト、ヨルダン、UAE、チェンブリア、サウジアラビアの5カ国

[\*5] 南アフリカ、ケニア、コートジボワールの3カ国

[\*6] メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、コロンビア、トリニダード・トバゴの5カ国

[\*7] 英国、ドイツ、フランス、イタリア、ハンガリーの5カ国



# 就労延長で老後の生活水準はどうなるか



金融研究部 主任研究員 高岡 和佳子  
takaoka@nli-research.co.jp

## 1—— 就労延長という選択肢

生活水準は所得によって大きく異なり、一般的には所得が高いほど生活水準は高い。退職後も退職前と同程度の生活水準を維持し、かつ生存中に資産が枯渇する可能性を抑えることを前提にするなら、高所得者ほど老後のためにより多くの資産を準備する必要がある。例えば年収500万円の世帯なら、2,000万円の資産を用意できれば老後も同様の生活水準を保てるが、年収1,000万円の世帯なら、6,500万円もの資産を用意しないと生活水準を保つことができない。

しかし、退職までの期間が相対的に短い50代であっても、生活水準を維持できる十分な資産を用意できている世帯は少ない。およそ半数の世帯は退職後に生活水準が10%以上低下する可能性が高い\*1。十分な資産を用意できていない世帯にとって、老後の収入を増やすことが生活水準の低下を防ぐ最も有効な手段となる。まずは公的年金の受給開始を繰り下げることで、収入を増やすことが可能だ。そこで、就労期間の延長によって老後の生活水準がどの程度改善するかを確認する。老後も現役時代と同程度の生活水準が維持できる世帯の割合を、65歳で退職する場合と70歳まで就労期間を延長する場合と比較する。70歳まで就労期間を延長する場合は、公的年金の受給開始も70歳まで繰り下げることにする。70歳まで繰り下げると、公的年金受給額は42%も増額(1月あたり0.7%×60ヶ月)されるからだ。

## 2—— 就労延長期間中の働きかた

最初に、総務省労働力調査(2018年)で男性の就労状況を年齢別に確認する[図表1]。年齢が上昇するにつれ役員や自営業者の割合が増加するものの、59歳までは大部分が正規の従業員である。60歳から64歳で非労働者と非正規の従業員の割合が増加し、正規の従業員の割合が大きく減少する。65歳から69歳においては、一般の雇用者(雇用者の内役員以外の者)のうち、正規の従業員はおよそ3分の1に過ぎず、残りの3分の2は非正規の従業員である。更に非正規の従業員のおよそ半数は、パートやアルバイトの従業員である。

そこで、65歳から69歳までの就労形態は、(1)非正規の従業員として就労するパターン、(2)正規の従業員として就労するパターンに分けて考え、更に非正規の従業員として就労するパターンは、(1-1)パートやアルバイトの従業員として就労するパターンと(1-2)パート・アルバイト以外の非正規の従業員として就労するパターン

に分け、計3パターンとする。続いて、厚生労働省平成30年賃金構造基本統計調査を参考に、それぞれの就労パターンで期待できる収入を図表2の通り想定した。

[図表2] 就労パターン別想定年収

就労パターン	雇用形態	就業形態	想定年収
(1-1)	非正規	短時間 (パート・アルバイト)	約119万円 (約10万円×12ヶ月)
(1-2)	非正規	所定労働時間 かつ所定労働日数	約206万円 (約17万円×12ヶ月)
(2)	正規	所定労働時間 かつ所定労働日数	約447万円 (約28万円×16ヶ月)

## 3—— 就労延長による効果

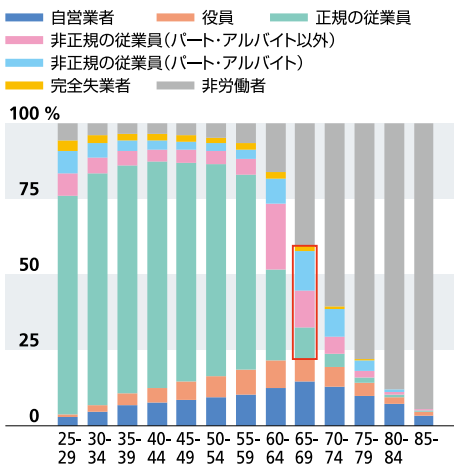
各種公表資料\*2を参考に、老後の資金の準備状況に応じて50代を4つのグループに分割し、就労延長などによる各グループの構成割合の変化を確認する。グループ1とは、退職時の退職給付も含めると、既に十分な資産を保有し、生活水準が低下する可能性が極めて低い世帯である。グループ2とは、今後の資金計画次第で生活水準が低下する可能性を回避できる世帯である。グループ3とは、生活水準が低下する可能性が高いが、今後の資金計画次第で低下率が10%未満にとどまる見込の世帯である。最後に、グループ4とは、生活水準が低下する可能性が極めて高く、かつ低下率が10%を超える見込の世帯である。

就労パターン別の各グループの構成割合は図表3の通りである。1番左は65歳で退職すると同時に公的年金の受給を開始する場合を示しており、右側3つは70歳まで働き退職と同時に公的年金の受給を開始する場合を、就労パターン別に示している。

当然ながらより高い収入が得られる就

[図表1] 年齢別の就労状況(男)

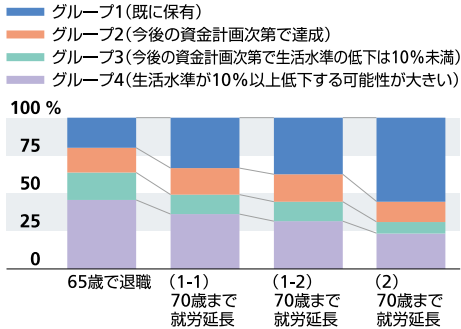
資料：総務省 労働力調査(2018年度)を基に筆者作成





たかおか わかこ  
 99年日本生命保険相互会社入社。  
 06年ニッセイ基礎研究所、17年4月より現職。  
 日本証券アナリスト協会検定会員。

[図表3] 公的年金の繰下げ支給や就労延長の効果 (全体)

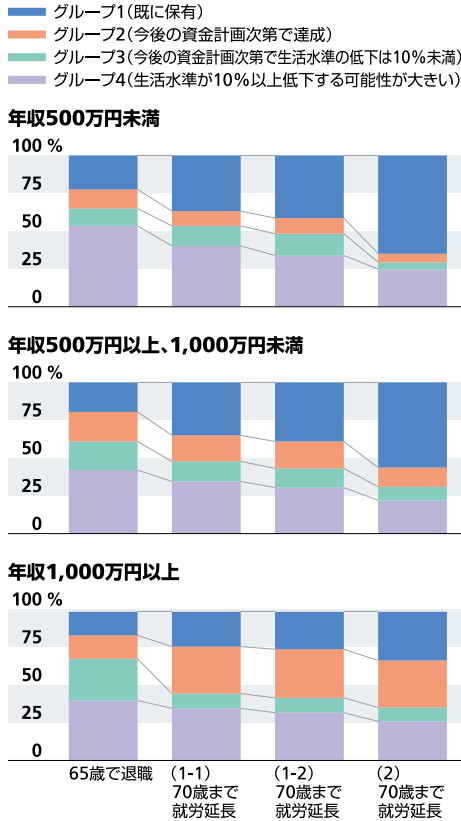


労パターンほどグループ1の割合が増加し、グループ4の割合が減少する。65歳から69歳の一般の雇用者(男性)における収入上の中間層である(1-2)パート・アルバイト以外の非正規の従業員として就労するパターンにおけるグループ4の割合は32%で、65歳で退職すると同時に公的年金の受給を開始する場合の46%と比べ14%も減少する。なお、一番収入が少ない(1-1)パートやアルバイトの従業員として就労するパターンでも、グループ4の割合は36%にまで減少する。

続いて、世帯の所得水準によって就労延長の効果に差があるのかどうかを確認する[図表4]。

就労延長の効果は、低所得世帯ほど効果が大きい。65歳で退職すると同時に公的年金の受給を開始する場合(1番左)のグループ4の割合は、年収500万円未満の世帯では54%、年収500万円以上1,000万円未満の世帯では42%、年収1,000万円以上の世帯で41%である。退職後も退職前と同程度の生活水準を維持することを前提としているため、グループ4の割合は年収1,000万円以上の世帯でも40%を超えるとはいえず、やはり所得の低い世帯

[図表4] 公的年金の繰下げ支給や就労延長の効果 (所得水準別)



ほどグループ4の割合が高い。しかし、(1-2)パート・アルバイト以外の非正規の従業員として就労するパターン(右から2番目)におけるグループ4の割合は、年収500万円未満の世帯では34%、年収500万円以上1,000万円未満の世帯では30%、年収1,000万円以上の世帯で33%であり、所得水準による差はほぼなくなる。更に、同じくパターン(1-2)におけるグループ1の割合は、年収500万円未満の世帯では41%で、年収1,000万円以上の世帯の25%を大きく上回る。

#### 4 ——— まとめと今後の課題

退職後に生活水準を引き下げざるを得ない世帯の割合が、就労延長によってどの程度減少するのかを確認した。その結果、就労延長には、生活水準の低下を抑制する効果が大きいことが確認された。当然ながら、より高い収入が期待できる就労パターンほど、生活水準の低下を抑制する効果が大きい。パートやアルバイトの従業員として就労する場合でも、十分な効果が確認できた。また、就労延長の効果は所得の低い世帯ほど大きいこともわかった。

しかし、就労延長による生活水準の低下を抑制する効果を勘案してもなお、およそ50代の3割程度は生活水準が低下する可能性が極めて高く、かつ低下率が10%を超えることが見込まれる。75歳や80歳まで働くといった選択肢もあるが、自宅を含む保有資産の活用や、長寿年金など相互扶助を可能とする金融商品の活用も併せて検討した方がよい。世帯の所得水準、老後の資金の準備状況や考え方によって、適切な金融商品も異なる。各世帯が適切な金融商品を選択でき、また適切な消費水準を把握できるだけの十分な金融リテラシーを身に付ける方がよいが、簡単ではない。フィナンシャル・プランナーなどの適切なサポートも重要である。

[\*1] 基礎研レポート「50代の半数はもう手遅れかー生活水準を維持可能な資産水準を年収別に推計する」  
 [\*2] 家計調査及び広報中央委員会 家計の金融行動に関する世論調査[二人以上世帯調査] (平成30年調査結果)、厚生労働省平成30年就労条件総合調査、東京都労働相談情報センター中小企業の賃金・退職金事情(平成30年版)、及び中小企業庁 中小企業の企業数・事業所数(2016年)

# オフィスは需給逼迫が継続。REIT指数は上昇基調を強める。

不動産クォーター・レビュー 2019年第3 四半期



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。



金融研究部 主任研究員 吉田 資

tyoshida@nli-research.co.jp

東京オフィス市場では極めてタイトな需給環境が続いており、都心部Aクラスの空室率は4期連続で1%を下回った。

東京のマンション賃料は、上昇基調で推移している。首都圏の物流施設市場では、過去最高水準の新規供給を上回る需要が発生し、空室率は低下した。

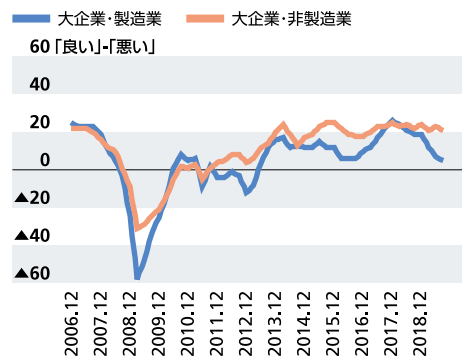
REIT指数は12.3%上昇しTOPIXの上昇率を4四半期連続で上回った。

## 1—— 経済動向と住宅市場

2019年7-9月期の実質GDP(1次速報)は、前期比年率0.2%と4四半期連続のプラス成長となった。一方、2019年7-9月期の鉱工業生産指数は、前期比▲0.6%と2四半期ぶりに下落した。自動車や半導体製造装置の輸出減少を背景に、輸送機械や生産用機械の生産が落ち込んでいる。また、2019年9月の日銀短観によると、大企業・製造業の業況判断DIは+5(前期比▲2)となり、3四半期連続で景況感が悪化した[図表1]。

[図表1] 日銀短観 業況判断DI(大企業)

出所: 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

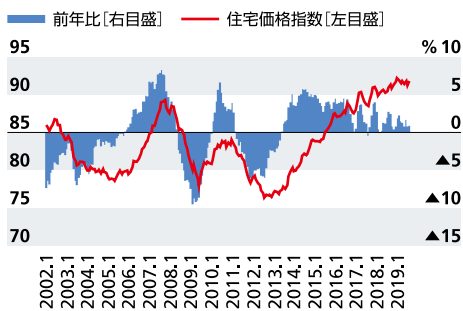


2019年7-9月期の新設住宅着工戸数は約23.3万戸(前年同期比▲5.4%)となり、低水準の着工が続いている。

2019年9月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,359戸(前年同月比▲30.0%)と前年同月を大幅に下回った。一方、2019年第3四半期の首都圏の中古マンション成約件数は9,406件(前年同期比+8.3%)となり、引き続き高い水準と維持している。また、2019年8月の住宅価格指数は前期同期比+0.9%となり、17ヶ月連続で前年同月比プラスとなった[図表2]。中古マンションは、新築に対する価格面での割安感や優良ストックの拡充等を背景に、需要が高まっており価格も上昇している。

[図表2] 不動産住宅価格指数(首都圏中古マンション)

出所: 日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」を基にニッセイ基礎研究所が作成

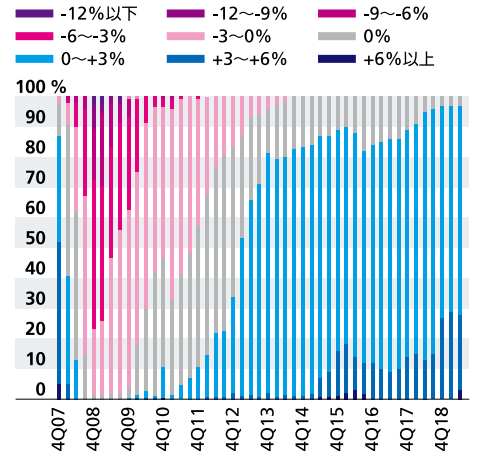


## 2—— 地価動向

地価の上昇は継続し、上昇幅も拡大している。国土交通省の「地価LOOKレポート(2019年第2四半期)」によると、全国100地区のうち上昇が「97」、横ばいが「3」、下落が「0」となり、6期連続で上昇地区が9割以上を占めた[図表3]。大阪圏の商業系3地区(「西梅田」・「茶屋町」・「新大阪」)は前期の「3~6%上昇」から「6%以上の上昇」となり、上昇幅が拡大した。

[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」を基にニッセイ基礎研究所が作成



## 3—— 不動産サブセクターの動向

### 1 | オフィス

三幸エーステートによると、2019年第3四半期の東京都心部Aクラスビルの空室率は0.6%と4期連続で1%を下回った[図表4]。一方、成約賃料(月/坪)は39,624円となり、前期(41,932円)を下回った(前期比▲6.9%)。一部のテナントの賃料負担力は伸び悩んでおり、40,000円/坪前後で天井感が広がる兆しも見られる。

ニッセイ基礎研究所では、Aクラスビルの成約賃料は40,000円台/月・坪の水準を維持した後、大量供給による空室率の上昇や、東京五輪開催後の経済低迷等に伴い下落基調に転じ、2023年には約35,000円となると予測している。

### 2 | 賃貸マンション

2019年第2四半期の東京23区のマンション賃料は前年比でシングルタイプが5.3%、コンパクトタイプが2.4%、ファミリータイプが4.2%上昇した[図表5]。

継続的な人口流入を背景に、東京の賃



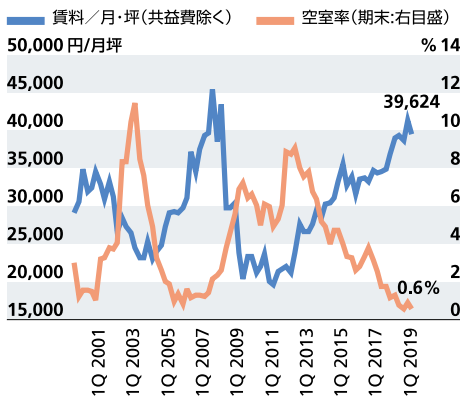
貸マンション需要は底堅く、賃料の安定的な上昇に寄与している。

[図表4] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

注: Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エーステートが選定している。

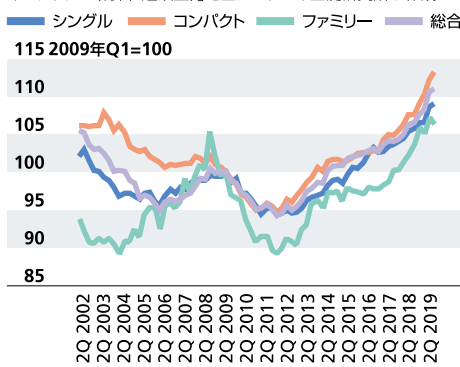
出所: 空室率=三幸エーステート

賃料=三幸エーステート・ニッセイ基礎研究所



[図表5] 東京23区のマンション賃料

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)」を基にニッセイ基礎研究所が作成



### 3 | 商業施設・ホテル・物流施設

経済産業省「商業動態統計」によると、2019年9月の小売販売額(既存店、前年同月比)は百貨店が22.8%増、スーパーが4.4%増となった[図表6]。9月は、消費増税前の駆け込み需要の勢いが増し、販売額が大きく増加した。一方、コンビニエンスストアの販売額は▲1.1%とやや低調であった。

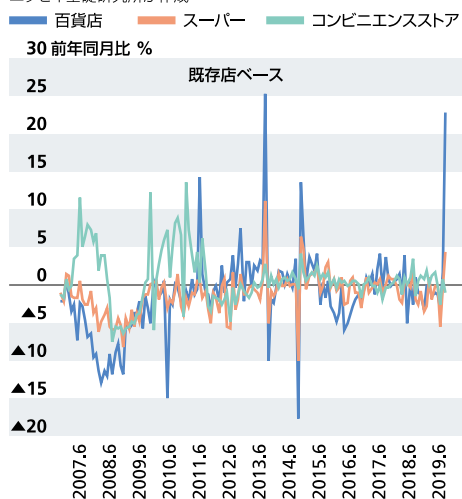
観光庁「宿泊旅行統計調査」によると、2019年8月の延べ宿泊者数は、日韓関係の冷え込み等の影響を受け、前年同月比▲2.4%減少し、30ヶ月ぶりに前年同月比マイナスとなった。翌9月の延べ宿泊者数は、ラグビーワールドカップ開催等により、前年同月比+5.0%、再びプラスに転じた[図表7]。

シービーアールイーによると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率(2019年9月末)は前期末比▲0.3%低下

の2.4%となり、過去最低水準となった[図表8]。2019年第三四半期の新規供給は過去最高水準の20.6万坪であったが、Eコマース市場の拡大や物流拠点の集約・効率化ニーズを背景に先進的物流施設への需要は引き続き旺盛で、新規供給を上回る需要(21.1万坪)が発生し、空室率が低下した。

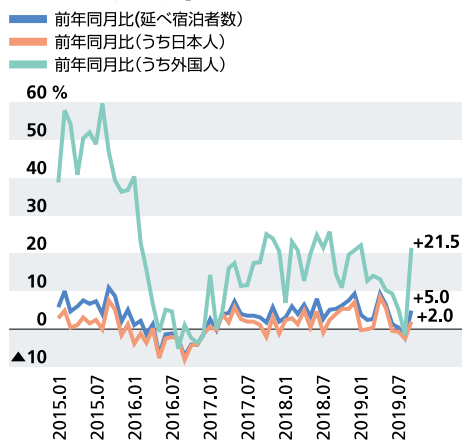
[図表6] 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)

出所: 経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」を基にニッセイ基礎研究所が作成



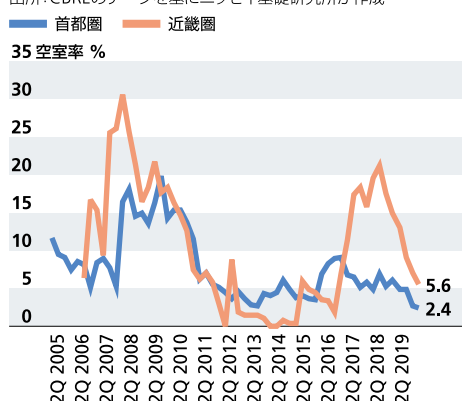
[図表7] 延べ宿泊者数の推移(月次、前年比)

出所: 「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成



[図表8] 大型マルチテナント型物流施設の空室率

出所: CBREのデータを基にニッセイ基礎研究所が作成



### 4 — J-REIT (不動産投信)市場

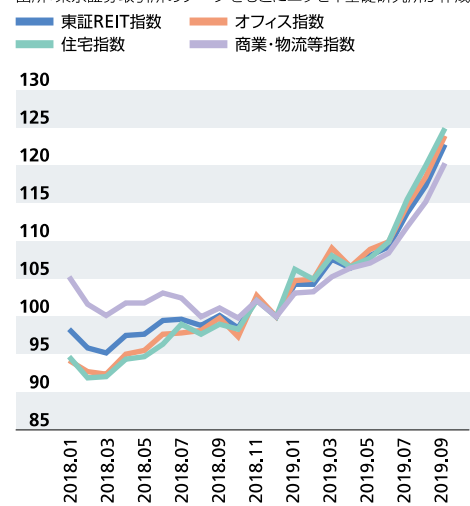
2019年9月末の東証REIT指数(配当除き)は、6月末比12.3%上昇し、TOPIX(+2.4%)の上昇率を4四半期連続で上回った。セクター別では、住宅が13.6%、オフィスが12.9%、商業・物流等が11.0%上昇した[図表9]。

REIT指数が上昇基調を強めるなか、投資家動向にも変化が見られる。東京証券取引所の投資部門別売買状況によると、今年5月以降、生保・損保の買いが増加し5~9月の累計で869億円の買い越しとなった[図表10]。もともと、REIT市場における生保・損保の保有比率は2%程度と低く、これほどの買い越し額は初めてのことである。10年国債利回りがマイナス利回りへ推移するなか、J-REIT市場の高いイールドスプレッドに着目した国内資金の流入が継続している。

[図表9] 東証REIT指数

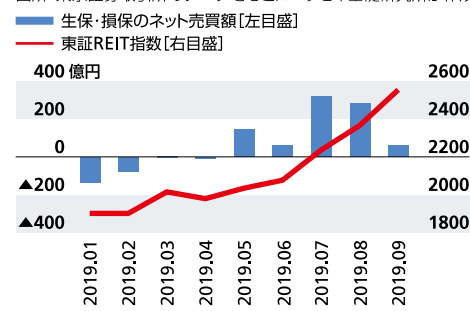
(配当除き、2018年12月末=100)

出所: 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



[図表10] 生保・損保のJ-REIT売買動向

出所: 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



# もう1人も同じである確率

追加情報は、確率に影響を与えるか？



保険研究部 主席研究員 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」

確率は奥が深い。次の問題を考えよう。

## 2人のこどもの問題

ある家庭に、2人のこどもがいます。そのうちの1人が、男の子だとわかりました。このとき、もう1人も、男の子である確率は、いくらでしょうか。ただし、男の子と女の子の生まれる確率は同じとします。

慌てていると、次の誤答をしやすい。「2人のこどものうち、1人が男の子だろうが、女の子だろうが、もう1人の性別に、関係はないはずだ。問題文は、回答者を混乱させようとして、無意味な条件をつけているのに違いない。男の子と、女の子の生れる確率は同じだというのだから、もう1人が男の子である確率は、2分の1だ。」

しかし、冷静になると正しい答えが見えてくる。「2人のこどもがいる、というのだから、その性別のパターンは、『兄弟』『兄妹』『姉弟』『姉妹』の4つしかない。男の子と、女の子の生まれる確率は同じ、というのだから、これらのパターンは均等に現れるはずだ。2人のうち、1人が男の子だとわかったのだから、『姉妹』ということはありません。残る3つのうち、もう1人も男の子となるのは『兄弟』だけだ。従って、もう1人も男の子である確率は、3分の1。」

次に、この問題の応用を考えてみたい。応用といっても条件が1つ加わるだけだ。

## 2人のこどもの問題 (何曜日生まれかがわかった場合)

ある家庭に、2人のこどもがいます。そのうちの1人が、火曜日生まれの男の子だとわかりました。このとき、もう1人も、男の子である確率は、いくらでしょうか。ただし、男の子と女の子の生まれる確率、こどもが各曜日に生まれる確率はそれぞれ同じとします。

慌てていると、次の誤りに陥りやすい。「2人のこどものうち、1人が男の子だったとして、その男の子が何曜日に生まれたとしても、そんなことが、もう1人の性別に影響するはずがない。前の問題で1人が男の子だったとわかったときに、もう1人も男の子である確率は3分の1だったから、この問題でも3分の1だ。」

しかし、次のように地道に考えてみる。まず、2人とも男で、兄が月曜日、弟が火曜日生まれの場合を、(兄月・弟火)と表すことにする。この場合、弟が火曜日生まれの男の子なので、問題の条件を満たしている。他にも(兄日・弟火)や(兄火・妹土)は、火曜日生まれの男の子を含むので、条件を満たす。しかし、(兄水・弟土)や(姉火・弟日)は、2人とも火曜日生まれの男の子ではないので、条件を満たしていない。

それでは、条件を満たす場合は、どれだけあるだろうか。書き並べてみよう。

(兄火・弟日) (兄日・弟火) (兄火・妹日) (姉日・弟火)  
(兄火・弟月) (兄月・弟火) (兄火・妹月) (姉月・弟火)  
(兄火・弟火) (兄火・妹火) (姉火・弟火)  
(兄火・弟水) (兄水・弟火) (兄火・妹水) (姉水・弟火)  
(兄火・弟木) (兄木・弟火) (兄火・妹木) (姉木・弟火)  
(兄火・弟金) (兄金・弟火) (兄火・妹金) (姉金・弟火)  
(兄火・弟土) (兄土・弟火) (兄火・妹土) (姉土・弟火)

このように、全部で27通りの場合がある。それぞれの場合は、同じ確率で発生する。要注意点は、空白部分の(兄火・弟火)を、重複カウントしないことだ。

さてこのうち、2人とも男の子である場合は、1列目と2列目に並べた13通り。つまり、もう1人も男の子である確率は、27分の13 (約48%)となり、これが正しい答えだ。この確率は、3分の1よりもだいぶ大きくなり、むしろ2分の1に近い。

この様子を図を使って理解してみよ

う。第1子を縦軸、第2子を横軸として、性別と何曜日生まれかを図示すると、196個のセルのどれかとなる。各セルが発生する確率は、全部同じだ。

		第2子													
		男の子				女の子									
第1子	男の子	日	月	火	水	木	金	土	日	月	火	水	木	金	土
			日												
	月														
	火														
	水														
	木														
	金														
	土														
	女の子														

前の問題では、青い太枠部分内のセル(147個)のうち、赤い太枠部分内のセル(49個)の比率が問われている。したがって、もう1人も男の子である確率は、3分の1であった。

一方、後の問題では、青色または赤色に色塗りしたセル(27個)のうち、赤色のセル(13個)の比率が問われている。このため、もう1人も男の子である確率は、27分の13ということになる。

どういう仕組みで、このようなことになるのだろうか。実は、男の子だとわかった1人に何らかの条件が付けば付くほど、2人ともその条件を満たすことはレアケースとなり、もう1人も男の子である確率は、そのもう1人のみで考えた場合の確率、つまり2分の1に近づくのだ。

このように、確率は、一見、無関係な情報によって、変化することがある。

いま、世の中は、デジタル革命の真っ只中といわれる。ビジネスでは、ビッグデータをもとに、経営者がさまざまな判断を行うようになってきている。どの情報をとるか、捨てるか。確率の評価には、情報の取捨選択のセンスが問われるものと思われるが、いかがだろうか。

## 動かぬドル円相場、米中協議の影響は？

11

月に入り、米中協議の進展期待に伴うリスクオンの円売りや米経済指標改善に伴うドル買いによってドル円はやや上昇したが、ドルの上値は重く、膠着状態が続いている（足元も108円台半ば）。膠着の理由は投資家がポジションを傾けにくい状況が続いているためだ。米中部分合意への署名を巡っては、前向きな情報発信こそあるものの、合意条件を巡る意見の隔たりから交渉が難航しており、不透明感が払拭されない。また、FRBが現状の政策を当面維持する姿勢を示していることもドル円の動きを抑制している。

当面の焦点となる米中協議については、楽観はできないものの、両国ともこれ以上の景気への逆風は避けたいと考えているフシがあるため、遠からず署名が実現する蓋然性が高いと見ている。12月中旬に控える米政権による対中追加関税第4弾の発動も回避されるだろう。この際、市場ではリスクオンの円売りが見込まれるが、既にある程度織り込まれていること、部分合意後もさらに難しい協議が控えることなどから、反応は限定的になりそうだ。また、年初にはドル安圧力が強まるという季節性もある。従って、3カ月後の水準は現状比で多少の円安に留まると予想している。なお、仮に協議が決裂して関税第4弾が発動されれば、リスクオフで円が急伸するだろう。

今月のユーロ円は120円前後でほぼ横ばいが続いってきた。今後は、ドル円同様、遠からず米中署名に伴うリスクオンの円売りが予想される。また、総選挙を経て英国の合意無きEU離脱が回避される可能性が高いこともユーロのサポート材料になる。一方でユーロ圏の景気低迷がユーロの重荷になるため、3カ月後の水準は現状比でやや円安に留まると見ている。

今月の長期金利はリスクオンに伴う米金利上昇を受けて一旦上昇した後にやや低下し、足元は▲0.12%付近で推移している。今後は、為替同様、遠からずリスクオンの上昇圧力が予想されるものの、米利上げが見通せない以上、米金利の上昇余地は乏しい。また、マイナス金利見合いである▲0.10%より高い水準では根強い債券需要が見込まれることも金利を抑制する。3カ月後も現状並みに留まると見ている。



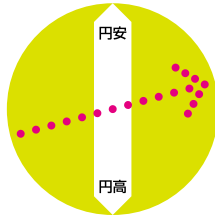
シニアエコノミスト 上野 剛志  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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)。

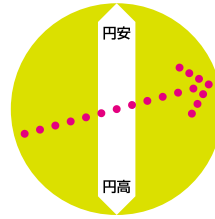


# Market Karte

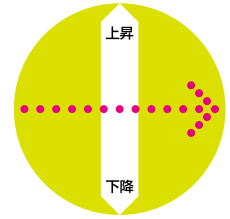
## December 2019



ドル円・3カ月後の見通し

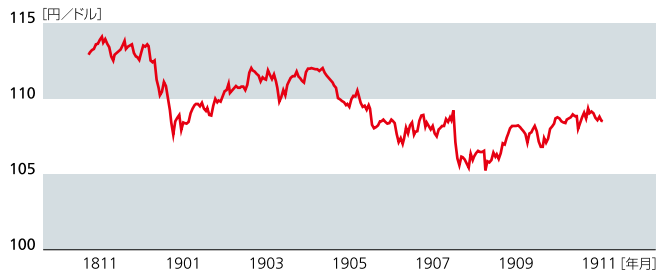


ユーロ円・3カ月後の見通し

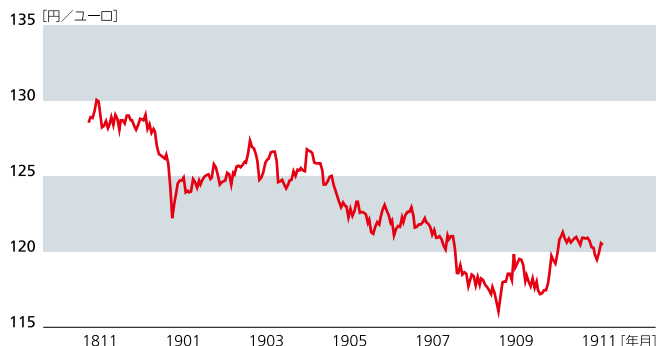


長期金利・3カ月後の見通し

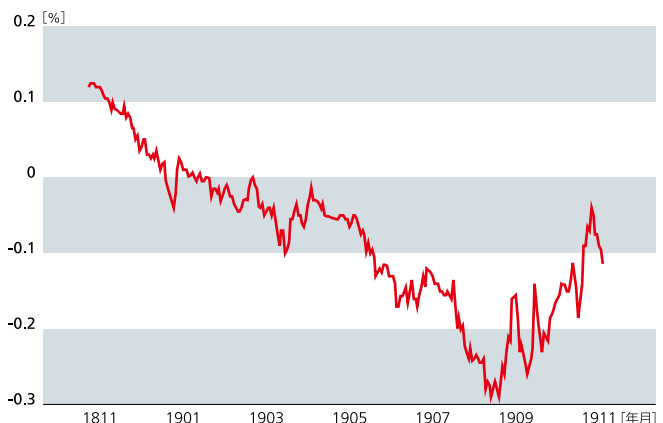
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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 中期経済見通し(2019~2029年度)  
経済研究部 [エコノミストレター | 2019/10/15号]
- 2 図表でみる中国経済(米中比較編)  
—米中経済を6つの視点で多角的に比較  
三尾 幸吉郎 [基礎研レター | 2019/10/18号]
- 3 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]
- 4 オフィスは需給逼迫が継続。  
REIT指数は上昇基調を強める。  
—不動産クォーターリービュー2019年第3四半期  
吉田 資 [不動産投資レポート | 2019/11/8号]
- 5 人口減少社会データ解説「なぜ東京都の  
子ども人口だけが増加するのか」(下)  
—女性人口を東京へ一帯なにか引き寄せるのか  
天野 馨南子 [基礎研レポート | 2019/11/11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 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]
- 3 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  
久我 尚子 [基礎研REPORT-ColumnII | 2019/11/8号]
- 4 社会資本の高齢化  
—陰鬱な科学が迫る苦渋の決断  
樋 浩一 [基礎研REPORT-ColumnI | 2019/11/8号]
- 5 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]

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19/10/21~19/11/17)

[www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)



変わる時代の確かな視点



表紙の眼

● ツタンカーメンの黄金のマスク

制作年：紀元前14世紀

所蔵：エジプト考古学博物館

From Wikimedia Commons

方面別国際線旅客数 | 2018年 [12月17日は飛行機の日・ライト兄弟の日]

Source : 国土交通省「航空輸送統計」 | Design : infogram©

