

## Inside

- 02 不安の時代 ● 樋 浩一
- 03 分断が顕著な米国世論 ● 窪谷 浩
- 04 30歳代と50歳以上の物価上昇率格差は消費増税後に3%まで拡大 ● 斎藤 太郎
- 06 韓国に経済危機は再来するか? ● 金 明中
- 08 オフィス・物流市場は一段と改善、住宅市場は弱含みで推移 ● 渡邊 布味子
- 10 公年金改正案の要点と課題 ● 中嶋 邦夫
- 11 ドル円相場への新型コロナウイルスの影響は? ● 上野 剛志



RESEARCH

# 不安の時代

過剰な貯蓄を回避する保険の意義



客員研究員 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。  
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—— 不安の時代

1970年代を境に先進諸国の経済が成長鈍化局面に入ったのではないかと議論が活発となっているが、成長率の低下が醸し出す社会の停滞というイメージは、日常生活実感に反するところがある。経済成長を測るために使われるGDPは、日本経済がどれだけモノやサービスを生産したのかという経済活動の水準を表す指標で、人々の生活がどれほど豊かかを表すものではない。

GDPの成長率が示す以上の速度で我々の生活は変化している。インターネットが生活の隅々に入り込み、AI(人工知能)が人々の職業生活を全く変えてしまうのではないかという記事が身の回りにあふれている。社会の変化は鈍化するどころか、むしろ加速して目が回るほどだ。

生存競争の中では立ち止まっている生物はいずれ絶滅してしまい、生き残るためには常に進化し続けることが必要だ。ルイス・キャロルの「鏡の国のアリス」では、赤の女王が「ここでは全力で走らないと同じところに留まってられない」と言うのだが、現代社会では同じ位置にとどまることが難しくなった。先進諸国が抱えている問題は、経済が発展しなくなったことではなく、急速な変化の中で今の生活を維持できるか人々が大きな不安を感じていることではないか。現代は停滞の時代ではなく、急速な変化の中の、不安の時代と考えるべきなのではないだろうか。

人々の不安をさらに深刻にしているのは、かつて人々を守ってくれた制度や仕組みが非効率的だとされて徐々に縮小していることだ。

## 2—— 自助努力

冷戦の時代には世界が福祉国家に収れんして行くと考えられていたが、1980年代に入ると競争や自助努力が強調されるようになった。共産・社会主義経済の行き詰まりを目の当たりにして、競争が経済を発展させる原動力だという考えが広まり、敗者を救う仕組みは競争阻害的だと批判されるようになった。

生活の安定という要望に対して、経済発展を強調する人たちは限られたパイを奪い合うことでは問題は解決できず、パイを大きくすることこそが本質的な解決策だと言う。しかし、経済成長の恩恵は一律に分配されるわけではなく、成功者に暖かく敗者には冷たい。社会で成功している人達は、優れた才能の持ち主であるだけでなく、人並みはずれた努力もしている。しかし、同じように能力もあり、努力を重ねつつも成功に至らなかった人も大勢いる。栄光の座にたどり着く人は一握りで、紙一重の差で大多数の人はどこかで競争から脱落している。

社会の指導的な立場にいる人達は、人々に挑戦を勧め、進歩・発展を求めよう。こうした挑戦が社会を進歩させていることは確かだが、そのために自分が犠牲となることは誰もものぞまないとはいえない。難関に挑んで勝ち残ることができるという自信のある人はわずか、多くの人達にとって幸福の基本的な要件は、明日も今日と同じような平穏な日々が続くことではないか。自信がなくても挑戦できるようにするためには、セーフティネットが重要だ。

## 3—— 不安への対応

個人が生活の安心を確保する方法として、誰もが考えることは、万一の際に使える資産を積み増すことだ。昔は社会全体が貧しく、ほとんどの人はその日の生活を賄うことで精一杯だったので貯蓄をする余裕はなかった。貯蓄ができたのはほんの一握りの人達だけだった。経済が発展して社会全体が豊かになると、多くの人に生活のゆとりが生まれ、万一の際にそなえて貯蓄をする余裕ができた。

これは大きな福音だったが、同時に新たな災いの種にもなった。所得の一部が貯蓄されるということは、支出されず需要を生み出さないということだ。支出＝所得＝生産という、マクロ経済学の三面等価の原理からは、このような状態は維持できず、所得が減少してバランスが回復する。先進諸国の経済が低迷するようになった原因は、不安への対応で生まれた貯蓄の過剰ではないか。人々が不安に対処するために貯蓄をしている中では、政府がいくら消費喚起の旗を振っても大きく消費が伸びることは難しい。

そもそも、貯蓄で将来のリスクに備えるのは無駄が多い。長生きのリスクに備えて全員が100歳まで安心な資産を蓄積しても、ほとんどの人は100歳まで生きることができず、多くの人の貯蓄は実は不要だったという結果になるからだ。

リスクを多くの人が分担する「保険」という仕組みが、需要不足を生み出す人々の不安を緩和するための鍵を握っていることを我々は再認識するべきであろう。



# 分断が顕著な米国世論

米国が直面する諸問題に対して、支持政党による考え方の違いが顕著



経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

kubotani@nli-research.co.jp



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。

最近発表された米国の世論調査は、米国が直面する諸問題に対する考えが支持する政党によって大きく乖離していることを示している。さらに、医療保険制度などの特定の問題では支持する政党が同じであっても世代によって支持する政策が異なる実態を示している。

ピュー・リサーチの世論調査では、米国が直面する諸問題について「非常に大きな問題」との回答割合は「医療費負担」が66%、「薬物中毒」が64%と大きくなっていくほか、「大学の学費負担」(55%)、「財政赤字」(53%)と続いている[図表1]。

世論調査の結果をさらにみると、支持する政党によって回答が大きく乖離していることが分かる。民主党支持者の73%が「気候変動」を「非常に大きな問題」と捉えてい

るのに対し、共和党支持者ではその割合は僅か17%に留まる。また、「不法移民」の問題では、逆に共和党支持者の67%に対して民主党支持者では23%となっている。

一方、「財政赤字」、「テロ」、「薬物中毒」など、支持政党による乖離幅が1桁に留まっている項目はあるものの、世論調査が対象とした11項目の平均乖離幅は27%ポイントにも上っている。

このような中で民主党、共和党支持者ともに「非常に大きな問題」との回答割合が過半数を超える項目は、「薬物中毒」、「医療費負担」、「財政赤字」の3項目となっており、これらの項目では重点的に超党派での対応が求められていると言えよう。

実際に「薬物中毒」問題では、病院で処方される麻薬系鎮痛薬であるオピオイド

が原因の中毒患者や中毒死の急増に対して、中毒患者の治療や回復支援、中毒の予防などを盛り込んだ法律を超党派の圧倒的な支持で成立させた例があり、議会は一定の成果を上げている。

もっとも、「非常に大きな問題」との認識で一致していても、必ずしも超党派で解決策を合意できるとは限らない。例えば、「医療費負担」に関しては負担軽減のために、製薬会社に対して薬価の引き下げを求める点は、与野党問わず概ね合意されているものの、医療費負担に密接に関連する医療保険制度改革に対する考え方は支持する政党によって大きな違いがある。

共和党支持者の70%が国民皆保険は「政府の責任ではない」と回答した一方、民主党支持者の83%が「政府の責任である」と回答した[図表2]。

また、民主党支持者の間でも、国民皆保険をどのように実現するのかについては、公的と民間保険を組み合わせる現行のオバマケアの制度強化を支持する回答割合が38%となっているのに対して、民間保険を締め出し、連邦政府が唯一の保険提供者となって、単一の国家プログラムとして国民皆保険を実現する所謂メディケア・フォー・オールの支持が44%と、拮抗している。このため、医療保険制度に対する民主党支持者の考えも一枚岩ではないと言えるだろう。

これまでみたように米国が直面する諸問題の捉え方は支持政党によって分断されている。また、同じ政党の支持者でも、特定の問題では意見の相違がみられており、多くの国民が納得する形で政策を実現することは容易でないだろう。

[図表1] 米国が直面する問題

注:ピュー・リサーチセンターによる19年9月3~15日調査、有効回答9,895人。両党支持者の乖離幅は民主党支持と共和党支持との乖離幅  
資料:ピューリサーチセンターよりニッセイ基礎研究所作成

項目	「非常に大きな問題」との回答割合(%)			両党支持者の乖離幅
	小計	うち民主党支持者	うち共和党支持者	
医療費負担	66	77	51	26
薬物中毒	64	61	68	7
大学の学費負担	55	65	43	22
財政赤字	53	52	54	2
気候変動	48	73	17	56
経済格差	44	66	19	47
人種差別	43	62	21	41
不法移民	43	23	67	44
テロ	39	36	41	5
性差別	26	36	14	22
米国民の雇用機会	25	34	14	20

[図表2] 国民皆保険に対する政府の責任

注:ピュー・リサーチセンターによる19年9月3~15日調査  
資料:ピューリサーチセンターよりニッセイ基礎研究所作成

	政府の責任ではない			政府の責任である		小計
	小計	政府が関与すべきでない	メディケア、メディケイドを継続	公的と民間保険の組み合わせ	単一の国家プログラム	
全体	41	6	35	28	30	59
うち共和党支持	70	11	59	16	13	30
うち民主党支持	17	2	15	38	44	83

## 30歳代と50歳以上の物価上昇率格差は消費増税後に3%まで拡大



経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎  
tsaito@nli-research.co.jp

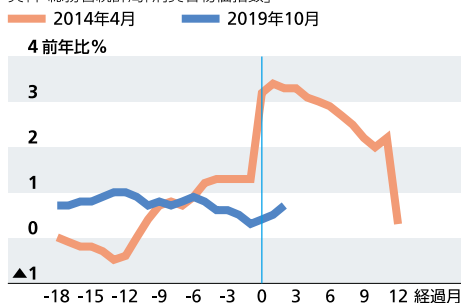
## 1—— 低水準で推移する物価上昇率

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)上昇率は2019年10月の消費税率引き上げ後もゼロ%台で推移している[図表1]。前回の税率引き上げ時(2014年4月)に1%台から3%台まで跳ね上がったの比べると、上昇率は低水準だ。その理由として、もともとの物価の基調が弱いことに加え、税率の引き上げ幅が小さかったこと、軽減税率、幼児教育無償化が導入されたことが挙げられる。

[図表1] 消費税率引き上げ前後の消費者物価(除く生鮮食品)

注:消費税率引き上げ月=0とした

資料:総務省統計局「消費者物価指数」



## 2—— 年齢階級別物価上昇率の試算

前回の消費税率引き上げ時には物価上昇率が急速に高まったことにより、実質賃金が大きく目減りし、消費低迷の長期化につながった。今回は名目賃金の伸び悩みは続いているものの、消費税率引き上げ後も物価上昇ペースがほとんど加速していないため、実質賃金の落ち込み幅は限定的にとどまっている。

ただし、消費者物価を押し下げている幼児教育無償化の影響は一部の世帯に限られている。

消費者物価指数は家計調査(二人以上世帯)における2015年平均1ヵ月間の1世帯当たりの品目別支出金額のウェイトを基に算出される。これに加えて、世帯主の年齢階級別指数が作成、公表されているが、年平均のみの公表となっている。

幼児教育無償化の対象となる世帯の割合は世帯主の年齢階級によって大きく異なるため、消費税率引き上げ後には物価上昇率の格差が拡大していることが見込まれる。そこで、月次ベースの年齢階級別の物価上昇率を試算した。

消費者物価指数で幼児教育無償化の対象となる品目は、幼稚園保育料(公立)、幼稚園保育料(私立)、保育園保育料の3品目で、それぞれのウェイトは0.03%、0.27%、0.53%だが、世帯主の年齢階級別指数では10大費目のウェイトしか公表されていない。一方、消費者物価指数のウェイトを算出する際の基となっている「家計調査」では年齢階級別の幼児教育費用、保育費用に対する支出ウェイトを求めることができる。消費者物価指数の幼稚園保育料、保育園保育料のウェイトは家計調査の幼児教育費用、保育費用を統合、配分することによって作成されている。家計調査で年齢階級別の消費支出全体に占める「幼児教育費用+保育費用」の割合を、現行の消費者物価指数と同じ2015年平均でみると、最も高いのが30~39歳の4.5%でそれに続くのが29歳以下の3.3%、40~49歳の1.6%で、50~59歳(0.1%)、60歳以上(0.0%)になるとその割合はほぼゼロとなる[図表2]。

10大費目については、総務省統計局から公表されている年齢階級別のウェイト

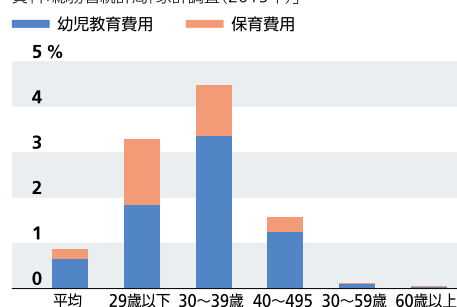
を用い、幼稚園保育料(公立)、幼稚園保育料(私立)、保育園保育料の3品目については、家計調査における年齢階級別の幼児教育費用、保育費用の割合をもとにウェイトを調整する。その上で消費者物価指数の10大費目別指数、幼稚園保育料、保育園保育料の指数を用いて月次ベースの世帯主の年齢階級別・消費者物価上昇率を試算した。

なお、消費者物価指数における幼稚園保育料(公立)、幼稚園保育料(私立)、保育園保育料の2019年10月以降の上昇率はそれぞれ前年比▲100%、同▲95.0%、同▲58.1%である。

[図表2] 年齢階級別の幼児教育・保育費用

注:消費支出に占める割合

資料:総務省統計局「家計調査(2015年)」



## 3—— 増税後に世代間の格差が拡大

このようにして求めた年齢階級別のコアCPI上昇率は図表3のとおりである。2019年9月までは年齢階級によって上昇率に大きな差はないが、消費税率が引き上げられた10月に格差が急拡大していることが分かる。平均よりも上昇率が高いのは50歳以上の世帯で、50~59歳、60歳以上の世帯では2019年12月にそれぞれ1.2%、1.4%となった。

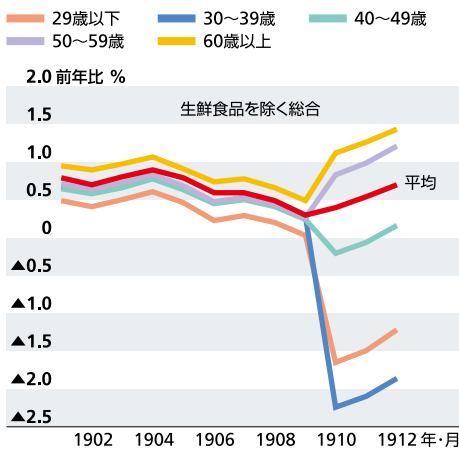


さいとう・たろう

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。  
優秀フォーカスターに7回選出。

[図表3] 世帯主の年齢階級別・消費者物価上昇率

注:ニッセイ基礎研究所による試算値  
資料:総務省統計局「消費者物価指数」



一方、49歳以下の世帯は平均を下回っており、幼児教育無償化の恩恵が最も大きい30~39歳の世帯では前年比▲2%程度のマイナス、29歳以下の世代では同▲1%台のマイナスとなっている。50歳以上と30歳代では消費税率引き上げ後の物価上昇率格差が約3%まで拡大した。

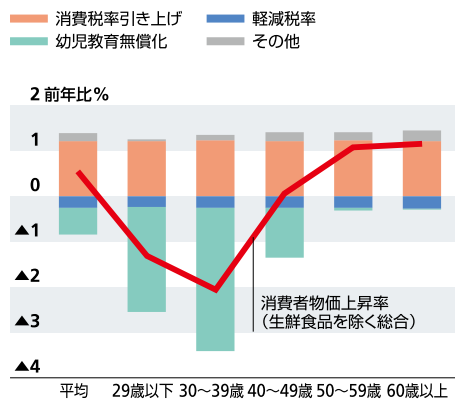
消費税率引き上げ後の世帯主の年齢階級別・消費者物価上昇率を寄与度分解すると、それぞれの年齢階級別の支出ウェイトが異なるため、消費税率引き上げ、軽減税率導入の影響が若干異なるが、その差はそれほど大きなものではない。圧倒的に差が大きいのは幼児教育無償化の影響である。

幼児教育無償化によるコアCPI上昇率の押し下げ幅は29歳以下が▲2.3%、30~39歳が▲3.2%、40~49歳が▲1.1%、50~59歳が▲0.1%、60歳以上が▲0.0% (数値は2019年10~12月の平均)である[図表4]。

幼児教育無償化の恩恵を大きく受けている世帯主39歳以下の世帯の割合は11.5% (29歳以下が1.5%、30~39歳が

[図表4] 消費税率引き上げ後の物価上昇率の寄与度分解

注:2019年10~12月平均の上昇率に対する寄与度分解  
総務省統計局「消費者物価指数」,「家計調査」を用いて  
ニッセイ基礎研究所が試算



10.0%)にすぎない(2018年の家計調査(二人以上世帯)による)。一方、消費税率引き上げ後の物価上昇率が平均を上回っている50歳以上の世帯の割合は70.0%(50~59歳が17.8%、60~69歳が22.8%、70歳以上が29.5%)である。消費税率引き上げ後の物価上昇率が低水準にとどまっているのは、一部の世帯の物価上昇率が大きく下がっているため、全体の7割を占める50歳以上の世帯は1%台の物価上昇に直面している。

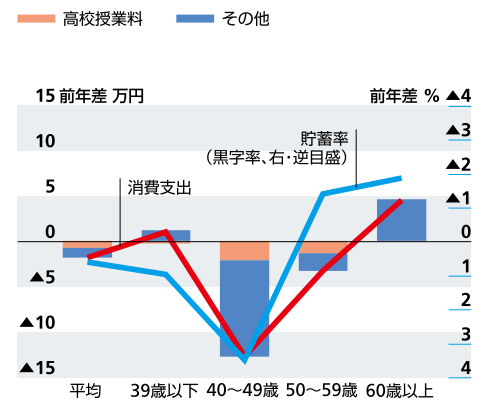
#### 4 幼児教育無償化による消費押し上げ効果は限定的か

幼児教育無償化によって消費者物価上昇率の平均値は大きく押し下げられているが、そのことが実質所得の上昇を通じて個人消費を押し上げることは期待できないだろう。幼児教育無償化で支払う必要のなくなった保育料のかかなりの部分は貯蓄される公算が大きいためである。

幼児教育無償化による負担軽減が消費

[図表5] 高校授業料無償化時の年齢階級別消費支出(2010年)

注:消費支出は二人以上世帯、貯蓄率(黒字率)は二人以上の勤労者世帯  
資料:総務省統計局「家計調査」



増加につながりにくいことを示唆する例として、2010年4月に実施された高校授業料の無償化が挙げられる。高校授業料無償化の恩恵を大きく受けたのは、40~49歳、50~59歳の世帯だったが、2010年の消費支出はむしろその年齢層で大きく落ち込んだ。特に、高校授業料の減少が最も大きかった40~49歳の世帯では貯蓄率(黒字率)が大幅に上昇したことにより、他の年齢層よりも消費の落ち込み幅が大きくなった[図表5]。

足もとの消費の落ち込みは、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動が主因と考えられる。このため、現時点で消費の基調的な動きを見極めることは困難だが、消費税率引き上げ後の個人消費は、見かけの物価上昇率以上に実質所得低下の影響を受けている可能性が高い。幼児教育無償化による消費押し上げ効果は限定的と考えられる。

# 韓国に経済危機は再来するか?



生活研究部 准主任研究員 金 明中  
Kim@nli-research.co.jp



きむ・みよんじゅん  
労働政策研究・研修機構アシスタント・フェロー、  
日本経済研究センター研究員を経て、  
08年ニッセイ基礎研究所、15年より現職。  
日本女子大学・大学院非常勤講師を兼務。

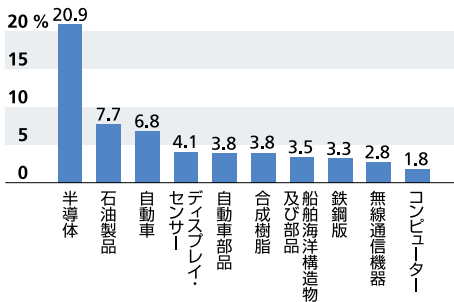
最近、韓国経済が危ないというニュースが日本のマスコミなどから流れている。一部のマスコミでは1997年のアジア経済危機が再来する可能性が高いとまで報道している。実際、韓国経済はどうなっているのだろうか?

## 1——減少する輸出と伸びない経済成長率

マスコミが韓国経済の危機説を報道している主な理由は、昨今、韓国経済の現状を表す経済指標が悪くなったからである。まず、経済成長率の見通しが段々低下している。国際通貨基金(IMF)は、10月15日に発表した世界経済見通し(World Economic Outlook)で、2019年の韓国の経済成長率の見通しを4月の2.6%から2.0%へと下方修正した。韓国銀行(中央銀行)も11月29日に、2019年の経済成長率見通しを2%と発表した。7月時点の前回予想の2.2%を下回る数値である。国際通貨基金(IMF)や韓国銀行などが経済成長率の見通しを下方修正した理由は、米中貿易戦争の長期化によるグローバル経済の鈍化、最大輸出相手国である中国の景気鈍化、半導体市況の回復の遅れなどにより、韓国のGDPの大きな割合を占めている輸出が減少したからである。実際、韓国の輸出額は2018年の12月から2019年の11月まで12カ月連続で前年同月を下回っている。輸出が前年同月に比べて12カ月連続で減少したのは2015年1月から2016年7月まで19カ月連続以降初めてのことである。特に、輸出金額の20%以上を占めている半導体の輸出金額の減少が韓国経済に打撃を与えている[図表1]。

輸出の減少は経済成長率にもマイナス

[図表1] 韓国の輸出金額に占める主要品目の割合  
出所: 韓国関税庁「輸出通関資料」より著者作成



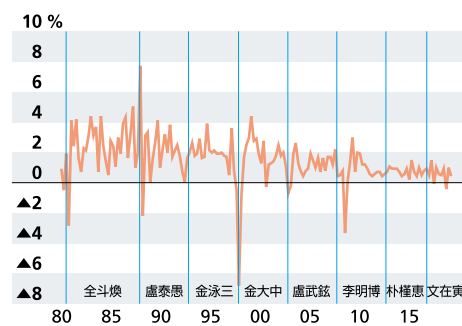
の影響を与えている。2019年第1四半期の経済成長率は対前期比マイナス0.4%と、世界金融危機だった2008年第4四半期の経済成長率がマイナス3.3%になって以降、およそ10年ぶりの最低値を記録した。民間および政府の消費支出は増加したものの、輸出は半導体をはじめとする主力製品の不振が続いた結果減少した。また、第2四半期と第3四半期の経済成長率もそれぞれ1.0%と0.4%と低く、韓国銀行が今年の1月に発表した「実質国内総生産(GDP)の速報値」によると、2019年の経済成長率は2.0%にとまった[経済成長率はすべて実質、図表2]。

経済成長率が公式に集計された1954年以降、年間経済成長率(実質)が2%を下回ったのは、凶作があった1956年(0.6%)、第2次オイルショックがあった1980年(-1.6%)、アジア経済危機があった1998年(-5.1%)、リーマンショックがあった2009年(0.8%)の4回のみで、2%を下回ることに對する韓国国内での心理的不安感は大いと言える[図表3]。

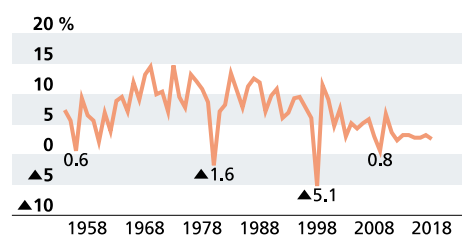
## 2——「セルコリア」、「エクソダスコリア」?

一方、韓国株式市場において、外国人投資家の韓国株の売りが続いたことや、外国人

[図表2] 実質経済成長率(対前四半期比)の推移  
出所: 韓国銀行ホームページより著者作成



[図表3] 実質経済成長率(対前年比)の推移  
出所: 韓国銀行ホームページより著者作成



投資家の韓国国内への投資が2018年に比べて大きく減少したことで、韓国のメディアでは「セルコリア」や「エクソダスコリア」という見出しで、韓国からの資本の急速な引き上げと、韓国経済の危機を書き立てた。

外国人投資家の韓国株の売り越しが続いた主な理由としては、米中貿易摩擦が長期化している中で、アメリカが中国に対して12月15日に対中追加関税リストの発動を予定していたことで中国への輸出依存度が高い韓国経済がさらに悪化すると予想されたこと、香港事態と関連した不安感が拡大したこと、米朝関係の悪化により韓国の地政学リスクが高まったことなどが挙げられる。

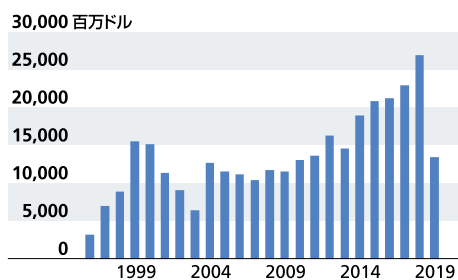
さらに、外国人直接投資の金額は2018年の269億ドルから2019年第3四半期現在135億ドルまで大きく減少している。第4四半期に大きな投資が行われなければ



前年を大きく下回ることが確かである[図表4]。ムーディーズが半導体、自動車、鉄鋼、通信、流通、石油精製、化学など主要業種の信用見通しを「否定的」と評価したことも、外国人投資家の韓国への投資減少に影響を与えている。では、本当に「セルコリア」や「エクソダスコリア」が発生し、1997年のような経済危機は再来するだろうか？

[図表4] 対韓外国人直接投資の推移

注：2019年は、第3四半期までの合計額  
出所：産業通商資源部「外国人直接投資統計」より著者作成

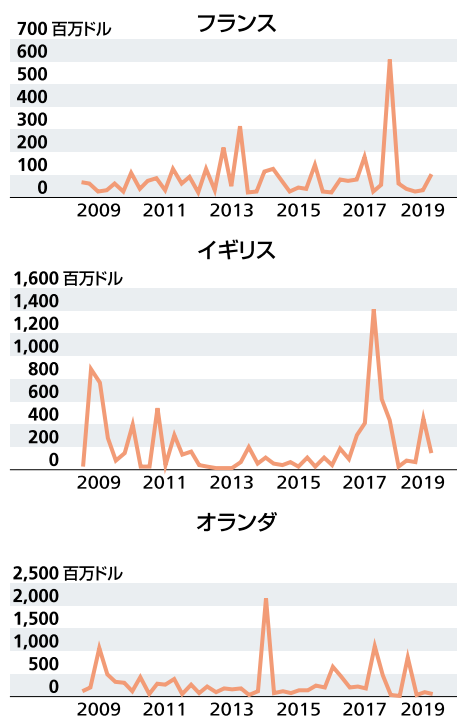
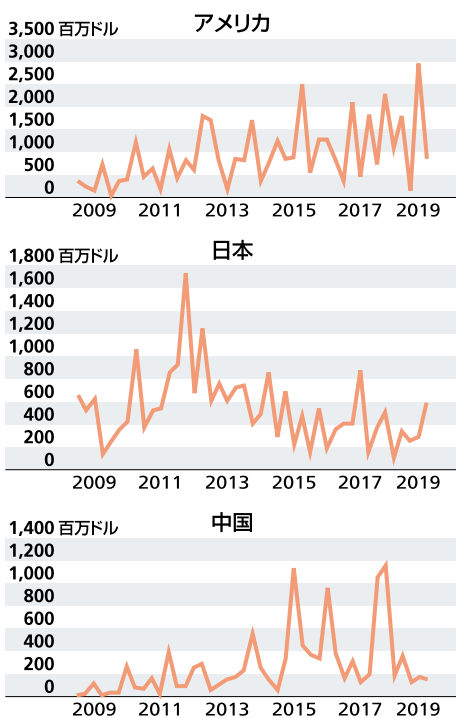


### 3 ——— 韓国発の経済危機は起きるのだろうか？

確かに、最近、韓国の経済状況を表す経済指標はよくない。従って、韓国政府が適切な景気対策を緻密に行わないと1997年の経済危機が再来する可能性は十分ある。但し、その可能性はマスコミで騒ぐほど高くはないだろう。取引日基準で21日間続いた外国人投資家の韓国株の売り越しは止まり、韓国総合株価指数も12月27日現在、2,204まで回復している。そして、外国人投資家の対韓投資金額の減少が懸念されていたものの、この点はより長期的な観点から見る必要がある。つまり、上記の「対韓外国人直接投資の推移」を見ると、2018年の対韓投資金額が群を抜いて多かったことが分かる。特に、フランスや中国における2018年の対韓投資金額が大きく増加した[図表5]。

そして、経済危機があった1997年と比べると、韓国経済は大きく成長した。サムスン電子、LG、SK、現代自動車など韓国を代表する企業が現れた。1997年に89億ドルにすぎなかった外貨準備高は、2018年時点で4,037億ドルまで増加した。また、1997

[図表5] 主要国の対韓投資金額の四半期別推移 出所：産業通商資源部「外国人投資統計」



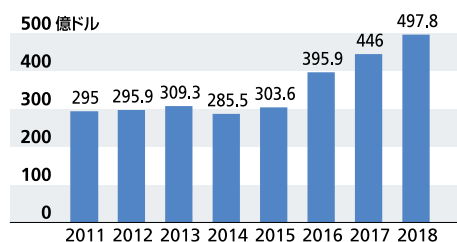
年の経済危機の大きな要因であった短期対外債務の対外貨準備高比も1997年の286%から2019年には28%まで低下している。さらに、2019年第3四半期の失業率も3.3%まで改善(政府の財政投入拡大により公共事業の仕事が増えているもの)している。このような数値からは、確かに韓国経済は1997年に比べると、格段によくなっていると言える。現在、韓国における経済指標は確かによくないものの、世界経済が同時減速している点や韓国経済が1997年のアジア経済危機の時より質量ともに成長したことを考慮すると、韓国に経済危機が再来する可能性は低いと考えられる。

もっとも、油断はできないだろう。経済全般に関する構造改革を急がないと、経済危機に直面する可能性は高くなる。マスコミでは外国人投資家の韓国離れだけが報道されているが、実際には韓国企業や若者の韓国離れの方が深刻だ。韓国企業の韓国への投資金額の減少が強まる中で、韓国企業の海外への投資は増加傾向にある[図表6]。このままだと韓国政府の雇用創出政策は失敗に終わる可能性が高い。

また、若者の多くが国籍を放棄している。

[図表6] 韓国企業の海外への直接投資の推移

出所：企画財政部「海外直接投資統計」



韓国における国籍放棄者(国籍離脱者や国籍喪失者の合計)は2018年の1年間で33,593人で、2017年の21,269人に比べて1万人以上も増加した。日本の2,262人(2018年)を大きく上回る数値である。日本に比べて韓国の国籍放棄者が多い理由としては、1)海外への留学生数が日本より多いこと(2017年基準、韓国：239,824人、日本：66,000人)、2)日本より労働市場が狭く、就職することが難しいこと、3)男性の場合、兵役の義務があることなどが考えられる。

世界的に貿易の伸びが低下し、過去のような爆発的な経済成長は期待できないのが現状である。今後は2%前後の経済成長が続くという見通しが多い。今後、韓国政府が国の富を増やし、国民の生活の質を高めるためにどのような経済対策を実施するのか注目したい。

# オフィス・物流市場は一段と改善、住宅市場は弱含みで推移

不動産ウォッチャー・レビュー2019年第4四半期



わたなべ ふみこ  
00年東海銀行(現三菱UFJ銀行)入行。  
06年総合不動産会社。  
18年5月ニッセイ基礎研究所(現職)。



金融研究部 准主任研究員 渡邊 布味子  
fwatanabe@nli-research.co.jp

19年10-12月期実質GDP成長率は国内民間需要の急速な落ち込みからマイナス成長となった。住宅市場は高値が続くなか、総じて弱含みで推移している。オフィス市場は空室率が過去最低となり、募集賃料は2008年の前回ピークに近い97%の水準まで回復した。物流施設市場(首都圏)では1.1%と過去最低水準に低下した。

## 1 経済動向と住宅市場

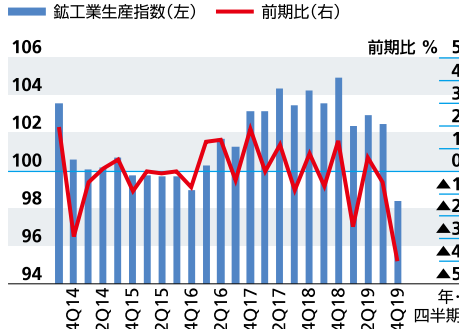
19年10-12月期実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率▲6.3%の大幅なマイナス成長となった。また10-12月期の鉱工業生産指数は前期比▲4.0%と2四半期連続で低下し、悪化幅は前回の消費増税後の落ち込み(前期比▲2.9%)を上回った。先行きについては消費増税前の駆け込み需要の反動減が和らぎ、国内需要は徐々に回復するが、新型肺炎の感染拡大による中国工場の停止などが長期化すれば、持ち直しつつあった中国向け輸出が再び落ち込むことも考えられる[図表1]。

住宅市場は価格が高値圏で推移するなか、減速傾向が強まっている。2019年12月の新設住宅着工戸数は7.2万戸(前年比▲7.9%)となり6カ月連続で減少した。また、2019年全体でも前年比▲4.0%の約90.5万戸となり3年連続で減少した[図表2]。また2019年の首都圏のマンション新規発売戸数は3.1万戸(前年比▲15.9%)となり3年ぶりに減少した[図表3]。

住宅市場は価格が高止まりするなか消費増税や個人の貸家業向け貸し出しの低迷が尾を引いており、総じて弱含みで推移している。

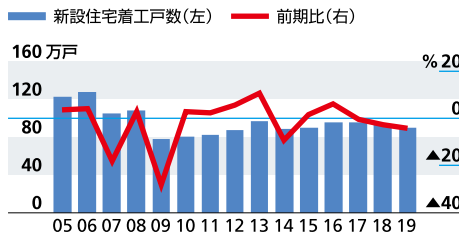
[図表1] 鉱工業生産(前期比)

出所: 経済産業省「鉱工業指数」を基にニッセイ基礎研究所が作成



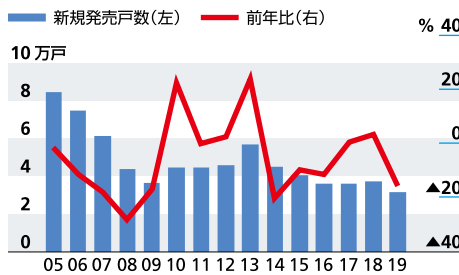
[図表2] 新設住宅着工戸数(全国、年間)

資料: 国土交通省「建築着工統計調査報告書」を基にニッセイ基礎研究所が作成



[図表3] 首都圏のマンション新規発売戸数(年間)

資料: 不動産経済研究所「全国マンション市場動向」を基にニッセイ基礎研究所が作成



## 2 地価動向

地価は引き続き上昇している。国土交通省の「地価LOOKレポート(令和元年第3四半期)」によると、全国100地区のうち「97」が上昇し、7期連続で上昇が9割を超えた[図表4]。

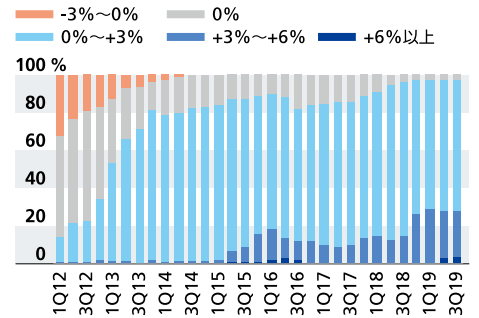
## 3 不動産サブセクターの動向

### 1 | オフィス

三鬼商事によると12月の東京都心5区空室率は前月比▲0.01%低下の1.55%、平均募集賃料は前月比+0.6%上昇し72カ月

[図表4] 全国の地価上昇・下落地区の推移

資料: 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



連続でプラスとなった。空室率が過去最低で推移するなか、募集賃料は足もと年率6~7%のペースで上昇し前回ピーク(2008年8月)に対して97%の水準まで回復した。

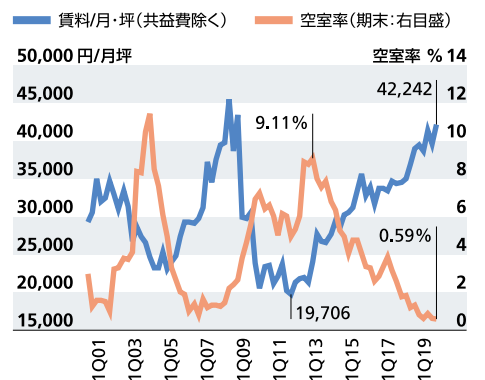
三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2019年第4四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は42,242円(前期比+6.6%)となった。空室率が1%を下回り需給が逼迫するなか、Aクラスビル賃料は4万円をはさんで緩やかな上昇傾向を示している[図表5]。

今年、東京都心5区では20万坪を超える大規模ビルの大量供給が予定されているが、その9割以上のスペースでテナント

[図表5] 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ステートが選定している。

資料: 空室率=三幸エステート、賃料=三幸エステート・ニッセイ基礎研究所





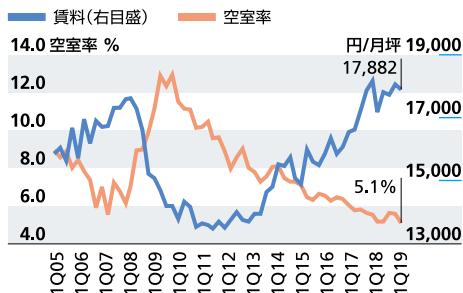
誘致の目処が立つなど、オフィスのニーズは引き続き強い。ただし、今後予想される既存ビルからの移転に伴う2次空室の影響に留意したい。

## 2 | 賃貸マンション

東京23区のマンション賃料は上昇基調を維持している。2019年第3四半期は前年比でシングルタイプが4.2%、コンパクトタイプが5.4%、ファミリータイプが2.5%上昇した。また、高級賃貸マンションについても、2019年第4四半期の空室率が5.1%に低下し、賃料(月坪)は前年比+4.1%の17,882円となった[図表6]。

[図表6] 高級賃貸マンションの賃料と空室率(東京主要3区)

注: 期間中にケンコーポレションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの  
資料: ケン不動産投資顧問



## 3 | 商業施設

商業動態統計などによると2019年の小売販売額(既存店、前年比)はコンビニエンスストア(+0.4%)がプラスとなる一方で、百貨店(▲1.4%)とスーパー(▲1.3%)はマイナスとなった。個人消費が低調に推移するなか、百貨店では地方を中心に店舗閉鎖、スーパー・ドラッグストアでは業界再編の動きもみられる。

## 4 | ホテル

2019年の訪日外国人客数は前年比2.2%増加の約3,188万人となった[図表7]。日本との関係が悪化した韓国からの訪日外国人客数は8月以降50%を超える減少が続き、年間累計では前年比▲26%となった。一方で韓国以外からの訪日客は前年比11%増加した。2019年の外国人の延べ宿泊者数は前年比+4.4%増加した一方で、日本人宿泊者数は前年比▲0.9%となり全体ではほぼ横ばいであった。

また、全国61都市のホテル客室稼働率(2019年11月)は前年同月比▲1.8%の82.2%となった[図表8]。

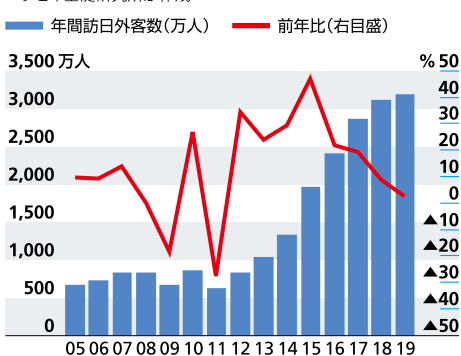
今年、政府目標である「訪日客4,000万人」の達成には25%の増加が必要となるが、新型肺炎の影響による訪日客の減少が懸念される。

## 5 | 物流施設

首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率(2019年第4四半期)は前期比▲1.3%低下の1.1%と過去最低を更新した[図表9]。「東京ベイエリア」の空室率は3期連続で0%に、「圏央道エリア」の空

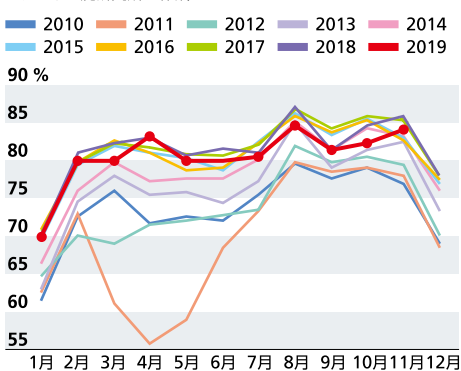
[図表7] 訪日外国人客数(年間)

資料: 日本政府観光局(JNTO)の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成



[図表8] ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)

資料: オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」を基にニッセイ基礎研究所が作成



[図表10] 2019年のJ-REIT市場(まとめ)

資料: 開示データを基にニッセイ基礎研究所が作成

		2018年末	2019年末	騰落率/変化幅	備考
指数	東証REIT指数(配当除き)	1,774	2,145	+21%	2年連続上昇
	東証REIT指数(配当込み)	3,544	4,450	+26%	史上最高値更新(11/5:4650)
ファンダメンタルズ	1口当たり予想分配金	73.7	76.8	+4%	-
	1口当たりNAV	1,686	1,781	+6%	-
	分配金利回り(%)	4.2%	3.6%	▲0.6%	-
	P/NAV倍率(x)	1.05x	1.20x	+0.15x	-
	市場規模	上場銘柄数(社)	61社	64社	+3社
市場規模など	市場時価総額(兆円)	12.9兆円	16.4兆円	+27%	過去最高
	運用資産額(取得額ベース)	18.0兆円	19.1兆円	+6%	過去最高
	物件の新規取得額	1兆7,786億円	1兆4,222億円	▲20%	-
	投資法人債発行額	1,686億円	1,488億円	▲12%	平均期間8.8年、平均利率0.52%
	株式	日経平均株価	20,015円	23,657円	+18%
	NYダウ(ドル)	23,327ドル	28,538ドル	+22%	-

室率は前年末の14.4%から1.2%に大幅に低下するなど全てのエリアで空室の消化が進んだ。また近畿圏の空室率も前期比▲1.6%の4.0%と改善した。

## 6 | J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

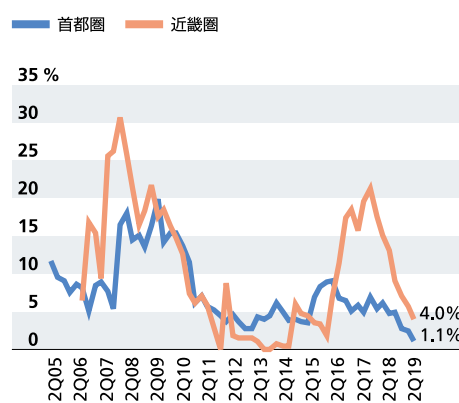
2019年第4四半期の東証REIT指数(配当除き)は、米中貿易交渉に対する楽観の見通しなどを背景に「株高・金利上昇」が進行するなか、これまでJ-REIT市場に向かって資金フローが反転し9月末比▲1.5%下落した。

2019年のJ-REIT市場を振り返ると、東証REIT指数(配当除き)は20.9%上昇し株式市場の騰落率を2年連続で上回った[図表10]。

業績面では、オフィスを中心に賃貸市場が好調で不動産評価額も上昇し、需給面では、世界景気の減速懸念などを背景に各国中央銀行が金融緩和に転じるなか、J-REIT市場は株式や債券の代替投資先選ばれて国内外から資金が流入した。一方で、業績の改善以上に価格が上昇したため、年初にみられた割安感はほぼ解消されている。

[図表9] 大型マルチテナント型物流施設の空室率

資料: CBRE



# 公私年金改正案の要点と課題



保険研究部 主任研究員 年金総合リサーチセンター兼任 **中嶋 邦夫**  
nakasima@nli-research.co.jp



なかしま くにお  
95年 日本生命保険相互会社入社  
02年 ニッセイ基礎研究所  
博士(経済学)

2019年12月の社会保障審議会年金部会と同企業年金・個人年金部会で「議論の整理」という形で改正案が取りまとめられ、2020年3月にこれらを基にした改正法案が国会へ提出される見込みである\*1。本稿では、取りまとめられた改正案の要点と将来的な課題を確認する。

## 1 | 改正案の要点：

### 加入対象者が公私年金で連動する形へ

大きな改正点は、公的年金では厚生年金の適用拡大、私的年金(企業年金・個人年金)では確定拠出年金の加入可能要件の拡大であり、これらが連動しているのが今回の要点と言えよう。

厚生年金の適用拡大では、短時間(パート)労働者の場合、対象となる企業規模が正社員\*2501人以上から51人以上へと拡大され、勤務期間要件が1年超の雇用見込みから正社員と同じ2か月超の雇用見込みへと拡大される。さらに、正社員も含めて、2か月超の雇用見込みがある場合は、雇用契約の当初から厚生年金の適用対象となる\*3。

確定拠出年金の加入可能要件は、企業型は厚生年金加入者、個人型(iDeCo)は国民年金加入者へと改められる。拡大規模は大きくないが\*4、公的年金の適用対象との自動連動化がポイントである。加えて、個々の企業年金での加入資格について、「同一労働同一賃金ガイドライン」の基本的な考え方の踏襲が法令解釈通知に明記される見込みであり、非正規労働者に対する企業年金の拡大が期待されている。

## 2 | 将来的な課題：

### 公私年金の役割分担の再整理

今回の改正では、公的年金給付の今後の目減りを考慮して、厚生年金と私的年金の対象者が拡大され、繰下げ受給による毎年の年金額の増額も促進される。しかし、今後の公的年金の目減りは基礎年金が中心であるため、現役時代に賃金が少ないほど年金額全体の目減りが大きくなる\*5。

私的年金への加入や公的年金の繰下げ受給には企業や個人の経済的な余力が必要であることを考えれば、公私年金の役割分担を総合的に再整理しながら、各制度の将来的な見直しを検討していく必要があるだろう\*6。

※本稿は2020年1月7日に弊社ホームページへ掲載したショートレポートを再構成している。

[\*1] 公的年金の改正と企業年金・個人年金(iDeCo)の改正とが一体になった1つの改正法案になる予定。

[\*2] 厳密には、短時間労働者ではない通常の厚生年金の加入者。

[\*3] 例えば2か月の雇用契約を更新する場合、現行では更新後のみ(=3か月目から)が厚生年金の適用対象となる。

[\*4] 企業型の拡大対象は、60歳前と異なる事業所で働く60代前半の厚生年金加入者と、65歳以上の厚生年金加入者である。個人型の拡大対象は、60歳以上で任意加入している国民年金加入者と、60代前半の厚生年金加入者である。

[\*5] 例えば、拙稿「年金改革ウォッチ 2018年7月号～ポイント解説：基礎年金の水準低」を参照。

[\*6] 例えば英国では、日本の厚生年金(2階部分)に当たる制度を定額給付に変更し、私的年金の優遇枠を青天井に近い形とし、低～中所得者には企業拠出を伴う私的年金への加入を半強制化し、私的年金の受給方法の制約を緩和した。ただし英国等の諸外国を参照する際は、制度改正が成功したか否かや日本との環境の違いに十分留意する必要がある。

## [図表] 2020年 年金制度改革案の主な内容

出典：社会保障審議会年金部会(2019.12.25,27)  
および同企業年金・個人年金部会(2019.12.25)より作成

### 【公的年金】

#### 厚生年金の適用拡大

##### (短時間労働者)

- 企業規模：正社員501人以上→51人以上
- 勤務期間要件：1年以上→2か月超

##### (個人事業所)

- 適用業種：士業を追加

##### (全体)

- 2か月以上の雇用見込者の適用：  
3か月目\*3→雇用契約当初

#### 在職老齢年金(減額)の緩和

- 60代前半の要件(賃金+年金)：  
標準的な年金額相当(28万円)超→  
男性平均賃金相当(47万円)超

#### 65歳以降在職中の年金額の増額(65歳以降勤務分の反映)

- 退職時の反映(改定)→在職中も毎年反映

#### 受給開始時期(繰下げ受給・繰り上げ受給)の柔軟化等

- 受給開始時期の上限(繰下げ)：70歳→75歳
- 増減額率：1999年ベース→2019年ベース

#### その他

- 保険料免除対象：未婚のひとり親を追加(税制に連動)
- 外国人の脱退一時金の要件：滞在3年以下→5年以下
- 年金手帳：基礎年金番号通知書(仮称)へ切替

### 【私的年金】

#### 確定拠出年金の加入可能要件の変更

- 企業型：原則60歳未満→厚生年金加入者(70歳未満)
- 個人型：60歳未満→国民年金加入者(原則60歳未満)

#### 受給開始時期の柔軟化

- 確定給付企業年金：60～65歳→60～70歳
- 確定拠出年金：60～70歳→65～75歳

#### 中小企業向け確定拠出年金の対象企業拡大

- 企業型(簡易型DC)：従業員100人以下→300人以下
- 個人型(iDeCoプラス)：従業員100人以下→300人以下

#### 企業型確定拠出年金加入者の個人型加入時の要件緩和

- 企業型規約で個人型加入を認める規定：必要→不要
- 企業型の限度額：月3.5万円→5.5万円(個人型は内枠)
- 企業型でマッチング拠出が可能な場合：加入不可→加入可

## ドル円相場への新型肺炎の影響は?

2

月に入ってから、国内外で新型肺炎の流行が拡大しているが、ドル円においてはリスクオフ(回避)の円高が表面化していない。新型肺炎の早期終息や中国の経済対策への期待から、リスクオフの動きが限定的に留まっているうえ、一時的にリスクオフに振れる場面においても、流動性が高く景気も堅調な米国のドルが円と同時に買われているためだ。結果、ドル円は足元でも109円台後半と堅調に推移している。

しかしながら、今後はやや円高に振れる可能性が高い。3月以降には新型肺炎流行後の内外経済指標が公表されることになるが、中国を中心にかなりの悪化が想定されるうえ、企業業績への悪影響も次第に明らかになってくるため、市場がリスクオフに傾きやすくなる。さらに米国経済も無傷では済まないとみられるためドル買いが鈍り、ドル円でもやや円高が進みやすくなるだろう。3ヵ月後の水準は108円前後と予想している。

ユーロ円は、今月に入ってドイツの経済指標悪化や政局不安を受けたユーロ売り対ユーロでのリスクオフの円買いによって下落し、足元は118円台後半で推移している。既に投機筋のユーロ売りポジションが溜まっていることはユーロの下支えとなるが、一方で新型肺炎の流行拡大は欧州経済にとっても重荷になる。また、今後もリスクオフの円高圧力が見込まれることから、3ヵ月後の水準は現状比でやや円高ユーロ安の118円前後とみている。

長期金利は今月に入って▲0.0%台前半から半ばと小幅なマイナス圏で推移しており、足元も▲0.05%にある。今後もリスクオフに伴う安全資産の国債需要が金利低下に働くが、昨年、日銀が幾度も追加緩和を匂わせながら回避したことが示すように、追加緩和のハードルは高いことから、追加緩和観測は高まりにくいだろう。また、日銀が超長期金利の低迷を是正しようとしていることも長期金利の低下を抑制する。従って、3ヵ月後の水準は現状比で若干の低下に留まると見ている。



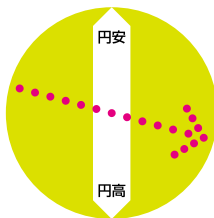
シニアエコノミスト 上野 剛志  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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)。

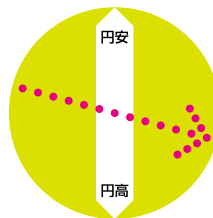


# Market Karte

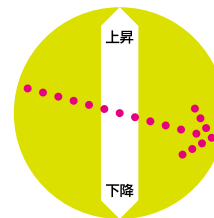
March 2020



ドル円・3ヵ月後の見通し

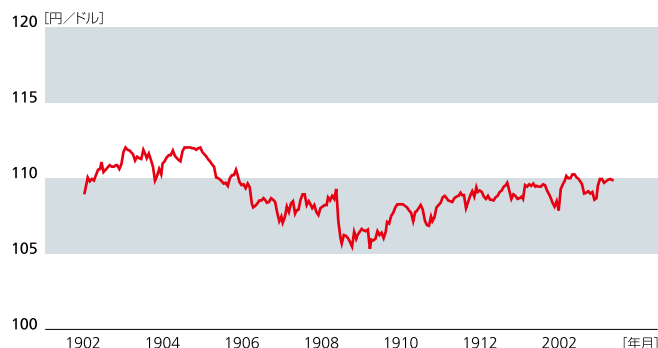


ユーロ円・3ヵ月後の見通し

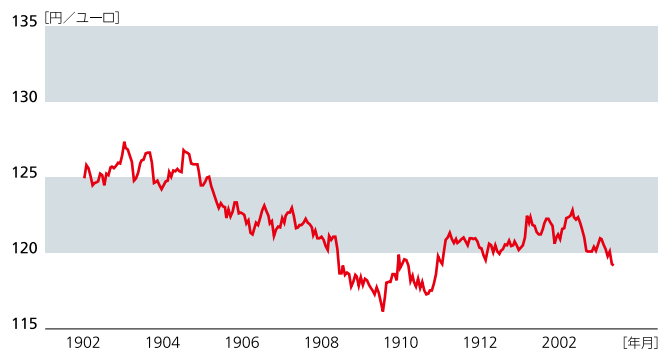


長期金利・3ヵ月後の見通し

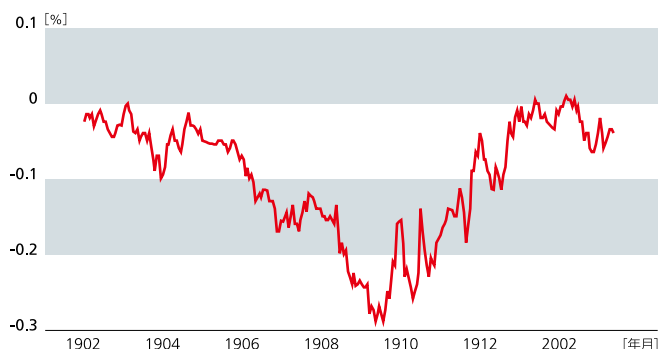
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会





**レポートアクセスランキング**

- さらに進んだ若者のアルコール離れ  
—20代の4分の1は、あえて飲まない「ソーバーキュリアス」  
久我 尚子 [基礎研レター | 2020/2/3号]
- 年金改革ウォッチ 2020年1月号  
～ポイント解説：公私年金改正案の要点と課題  
中嶋 邦夫 [保険・年金フォーカス | 2020/1/7号]
- Z世代の情報処理と消費行動(1)  
—Z世代が歩んできた時代  
廣瀬 涼 [基礎研レター | 2020/1/29号]
- 韓国に経済危機は再来するか?  
金 明中 [基礎研レター | 2020/1/20号]
- 所有から利用へと変わる消費  
—なぜサブスクリプションサービスが拡大するのか?  
久我 尚子 [基礎研レポート | 2020/1/16号]

**コラムアクセスランキング**

- 2017年婚姻届における初婚男女の年齢組み合わせランキング(4)  
—なぜ結婚希望が叶わないのか—40代男性編/  
妻の年齢ゾーン別分布状況  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2020/1/29号]
- 中国不動産の基本(1)  
土地使用权  
胡 笏 [研究員の眼 | 2020/2/5号]
- 2017年婚姻届における初婚男女の年齢組み合わせランキング(3)  
—なぜ結婚希望が叶わないのか—30代男性編/  
妻の年齢ゾーン別分布状況  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2019/12/16号]
- 数学記号の由来について(3)  
—集合論で 사용되는記号(∩, ⊂, ∪, ∩等)—  
中村 亮一 [研究員の眼 | 2020/1/7号]
- 令和の日本経済はどうか  
—経済予測の限界と意義  
樋 浩一 [基礎研REPORT-Column | 2020/2/7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20/1/20-20/2/16》

[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  
・  
高松塚古墳壁画  
制作年：700年頃  
From Wikimedia Commons

**南極オゾンホール**の年最大面積 [3月23日は世界気象デー]

Source : 気象庁(米国防空宇宙局提供のTOMSおよびOMIデータより) | Design : infogram©

