

Inside

- 02 新型コロナ緊急事態宣言で何が変わったか ● 松澤 登
- 03 新型コロナ 見えない先行き ● 篠原 拓也
- 04 若者の消費行動の現在と10年後の未来 ● 久我 尚子
- 06 「年金巨額損失」というニュースの正しい読み方 ● 井出 真吾
- 08 新型コロナでREIT市場は急落。不動産市場は曲がり角に直面 ● 岩佐 浩人
- 10 緊急事態宣言と経済対策 ● 矢嶋 康次
- 11 経済活動再開で円相場はどうなる? ● 上野 剛志



RESEARCH

新型コロナ緊急事態宣言で何が変わったか

「ロックダウン」とはどういうものか



保険研究部 取締役 研究理事 松澤 登
matuzawa@nli-research.co.jp



まつざわのぼる
1985年日本生命保険相互会社入社。
2014年ニッセイ基礎研究所、2018年4月より現職。
ハーバードロースクールLLM取得。
大阪経済大学非常勤講師。

本稿は4月2日、すなわち7都府県に、緊急事態宣言が発出される数日前に公表した「研究員の眼」に加筆・修正をしたものである。

当時、「ロックダウン」「都市封鎖」といった用語が使われ、海外における道路封鎖や、外を出歩く人を取り締まる警官の姿の報道等があいまって強い統制を加えるかのような印象を与えていた。現時点では、日本の緊急事態宣言が、海外のような強制的な外出制限や移動制限を行うものではない、すなわち、いわゆる「ロックダウン」ではないことが共通認識となっている。しかし、当時は情報が少なかったため、法令に定める緊急事態宣言の内容を紐解くこととしたものである。

緊急事態宣言は、「新型コロナウイルス感染症が国内で発生し、その全国的かつ急速なまん延により国民生活及び国民経済に甚大な影響を及ぼしているとき、または、そのおそれがあるものとして感染経路が特定できない、あるいは感染が拡大していると疑うに足りる正当な理由があるとき」(新型インフルエンザ特別措置法(以下、単に法という)第32条、施行令第6条)に、期間、区域、概要を定めて発出される。緊急事態宣言が出されたときに、各種の要請・指示を行うのは、当該区域が属する都道府県の知事である。

各種の要請・指示に関連して法が定めているのは、以下の二つである。一つは、「生活の維持に必要な場合を除きみだりに居宅等から外出しないこと」の要請である(第45条第1項)。もう一つは、「学校、福祉施設(通所または短期間の入所により利用されるものに限る)、興行場、政令で定める多数

の者が利用する施設を管理する者、または当該施設を使用して催し物を開催する者(施設管理者等)」に対して、利用停止要請を行うこと、および要請に従わない場合に停止指示を行うことである(法第45条第2項、3項)。そして、これらの要請・指示違反に対する罰則等は存在しない。

つまり可能になるのは、外出自粛要請と、施設・催し物の閉鎖要請・指示だけであり、海外でみられるような、道路の封鎖や鉄道・バスの運行中止、強制的な自宅待機命令などを出すことはできない。

施設の閉鎖要請・指示対象となるのは、上記で出てきた施設に加え、「劇場・映画館、百貨店等の物販店舗、ホテル・旅館(集会の用に供される部分に限る)、キャバレー、ナイトクラブ、ダンスホール」等(施行令第11条)を対象としている。

他方、「食品、医薬品、医療機器その他の衛生用品、再生医療等製品又は燃料その他生活に欠くことができない物品として厚生労働大臣が定めるものの売り場」は明文で閉鎖要請・指示の対象から外れている(施行令第11条第7号かっこ書き)ので、生活必需品を取り扱う店舗が行政の要請・指示によって閉まるということはない。

むしろ、電気・ガス・水道等のインフラの維持(法52条)、医療提供体制の維持(法47条)、運送・通信等の維持(法第53条)に加え、食品や生活必需品の供給、あるいは金融機能といったような生活維持に必要な業務が途絶えることのないような対応が求められる。したがって、業種ごとに異なるが、緊急事態宣言に基づく外出自粛要請が行われる場合においても、一律に会社への出勤停止ということにはな

らず、各社において、輪番制出社など出勤者の削減が求められる。また、学校や保育所、ショートステイの高齢者施設等が閉鎖されることとなるため、家族の世話の必要から、出勤に支障が生ずる社員への配慮も求められる。

ところで、緊急事態宣言の眼目は医療提供体制の維持である。この観点から、行政は臨時の医療施設開設のための土地・家屋等の使用ができる(法第49条)。まずは所有者等の同意を得る必要がある(第1項)が、所有者等が正当な理由がないのに同意をしないときは、同意がなくとも土地・家屋等を使用することができる(第2項)。

なお、営業自粛や催し物の中止による損失補償については、法は何も定めていない。補償されるのは、検疫法による停留を受け入れた病院、医療施設のために使用する土地・家屋の所有者、医療品・食品等を売り渡すように要請を受けた所有者等、あるいは治療にあたっている間に感染してしまった医師等に限定されている(法第62条、第63条)。失業した人や収入が激減した中小事業者などへの支援は別途の支援政策として行われる。

戦後でみても、トップクラスの非常事態が発生した。政府・自治体には試行錯誤の部分もあったと思われるが、現時点(5月14日)で感染者数・死亡者数とも欧米に比して少なく済んでいる。これは各種の自粛に協力した方々、関係各所・医療従事者の方々の努力によるものであろう。

コロナ前に戻るためには、確立した治療薬とワクチンの開発が欠かせない。それまでは新しい生活様式にのっとって過ごしていくことが重要である。

新型コロナ 見えない先行き

どうなれば「小康状態」や「終息」といえるのか？



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」

新型コロナウイルスの感染拡大は、先が見通せない。どうなれば小康状態に至り終息宣言が出せるのか、考えてみたい。

感染防止のカギは「潜在的な感染者」

現在の拡大防止策は、集団感染の防止を重視している。これは、医療施設で受診する患者以外に、発症前感染者、不顕性感染者、軽症感染者がいることを想定したものだ。こうした潜在的な感染者も、感染力を持つとみられている。最近の感染症の事例を、少しみてみよう。

まず、2002～03年に流行したSARS（重症急性呼吸器症候群）では、患者が本格的な感染力を持つのは、発症して肺炎に至る約5日後からといわれる。発症前感染者や発症初期患者の隔離により、感染拡大を防いだ結果、早期に終息に至った。

いっぽう、2012年流行開始のMERS（中東呼吸器症候群）は、重症化しにくく、不顕性感染者や軽症感染者がいた。不顕性感染者の感染力は不明だが、隔離は必要とされてきた。これら潜在的な感染者からの感染が、いままも続いているようだ。

インフルエンザの場合も、潜在的な感染者が問題となる。発症しても、通常の風邪と見分けが付きにくい。受診せずに、無理をして会社や学校に来てしまい、その結果、感染が拡大するといわれている。

では、今回の新型コロナはどうか。不顕性感染者や軽症感染者がいるとみる研究者が多い。そこで、潜在的な感染者を念頭に置いた拡大防止策がとられている。

小康期に入るための数値基準はない

拡大防止策により、感染症が終息（患者が1人もいない状態）すれば理想的だ。しかし、専門家の多くは、新型コロナが工

ンデミック（風土病として、感染症が地域に一定の割合で発生し続けること）として定着するとみているようだ。

たとえば、ハーバード大学のマーク・リブシッチ教授は、こう予測している。

〈来年までに、世界の40～70%の人々が、新型コロナに感染するだろう。ただし、感染者がすべて重症となるわけではない。多くは軽症か不顕性感染となるだろう。〉

（The Atlantic誌2020.2.24）

政府は2013年に、「新型インフルエンザ等対策政府行動計画」を公表している。そこでは、感染症拡大をいくつかの時期に分けて、対策をとることとしている。

海外で感染が発生する「海外発生期」、国内で初の患者が出る「国内発生早期」を経て、国内で初めて接触歴が追えない患者が出る「国内感染期」に入る。新型コロナは現在、国内感染期とみられる。

その後、患者の発生が減少し、低水準でとどまる「小康期」に入れば一段落。ただし、その数値基準は示されていない。

過去の感染症でみる「小康状態」

過去の感染症の小康状態をみてみよう。

【SARS】2002年11月、中国広東省で流行開始。WHO（世界保健機関）には、中国語のレポートが届いたが翻訳されず、対応が遅れた。当時は、英語とフランス語だけがレポートに用いられていたためだ。（※現在は、中国語、アラビア語、スペイン語、ロシア語も用いられている。）

その後、感染が拡大し、2003年3月、WHOは「世界規模の健康上の脅威」と宣言した。感染地域では、徹底した患者の隔離等が行われた。その結果、感染は5月にピークを迎え6月に抑制された。

【韓国でのMERS】2015年5月中旬に、感染した患者が出た。感染していた中東地域からの帰国者が、いくつかの医療機関を受診したことで、二次感染が発生した。韓国では、38人の死亡者が発生した。

感染者の隔離を徹底した結果、6月に感染は失速した。感染が医療施設内にとどまったことも、封じ込めに寄与した模様。

【新型インフルエンザ】2009年4月に、アメリカやメキシコで、ブタ由来のウイルスが、人から人に感染する例が発生。感染は若年層、特に子どもに拡大した。WHOは、警戒フェーズを引き上げ、6月12日よりパンデミック移行を宣言した。

その後、北中米、南米を中心に、感染拡大が続いた。秋には感染者数の把握が困難となり、WHOは12月に感染者数の公表をやめ、死亡者数のみの集計とした。2010年に入ると、流行は通常の季節性インフルエンザと変わらなくなった。8月10日、WHOはパンデミックを解除した。

コロナで「終息宣言」を出す条件

SARSは2003年7月5日にWHOより終息宣言が出された。これは、2～10日間とされる潜伏期間の2倍の日数が経過しても、新たに患者が出なかったことによる。

韓国でのMERSでは、韓国政府が2015年12月24日をもって終息宣言を発表した。2～14日間とされる潜伏期間の2倍の日数を経ても、新規患者がなかったためだ。新型コロナでは、WHOは潜伏期間を1～14日としている。28日間、新規患者が出ないことが終息宣言の条件と考えられる。

新型コロナは、現段階では終息が見通せない。政府の防止策とともに、一人ひとりの予防策の実施が重要と考えられる。

若者の消費行動の現在と10年後の未来

消費のデジタル化、新型コロナで変化が加速



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



くが 尚子
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。

1—— コロナでデジタル化が加速

近年、若者を中心に消費行動のデジタル化が進んでいる。インターネット通販や動画配信などのサブスクリプションサービス、キャッシュレス決済サービスの利用に加えて、SNSによるコミュニケーションも活発だ。個人と個人がネットを介して容易につながることでできるシェアリングエコノミーも広がりを見せている。

さらに、今、新型コロナウイルスによる外出自粛や非接触志向の高まりによって、若者をはじめ幅広い消費者層で消費のデジタル化は加速している。

本稿では、今年3月に実施した「暮らしに関する調査*」を用いて、若者(20~34歳の未婚者)の現在や若者が10年後に予測する消費行動について捉える。

2—— 若者の消費行動の特徴

調査では、約40の消費行動について「あてはまる/ややあてはまる/どちらともいえない/あまりあてはまらない/あてはまらない」の5段階でたずねている。上位2つの選択割合の合計値を「あてはまる割合」とし、全体(20~50歳代)と比べて若者で高い項目を見ると、若者ではネット通販のほか、カーシェアやレンタル・サブスクの利用意向が高く、「所有より利用」志向が高い様子がうかがえる[図表1]。

この背景には、①デジタル消費に慣れ親しんでいること、②モノがあふれた中で育ってきたために所有欲が弱いこと、③経済不安による節約志向の高さなどがあげられる。

また、家事代行サービスの利用にも積極的であり、背景には夫婦共働きが標準と

なっていることがあるのだろう。

このほか、若い男性ではメリットがあれば個人情報を登録することへの抵抗が弱い傾向が、若い女性ではフリマアプリの利用意向が高く、欲しいものとの出会いを求めてネットを見る傾向がある。また、女性ではモノを買うよりも旅行やレジャーなどの体験にお金を使う「モノよりコト」志向も高い。

3—— 若者の情報収集行動の特徴

情報収集行動については、若者は、LINEやSNSなどを介したデジタル交流が多い傾向やSNSでの発信意向、SNSの情報を信頼する傾向が強い[図表2]。これらより、スマホやSNSに慣れ親しんで育ってきたデジタルネイティブらしい様子がうかがえる。

一方で、「SNSを使う人は多いが、結局、マスメディアの影響が最も大きいと思う」は4割前後を占めて高く、「(略) SNSの情報が一番信用できると思う」を1割程度も超える。

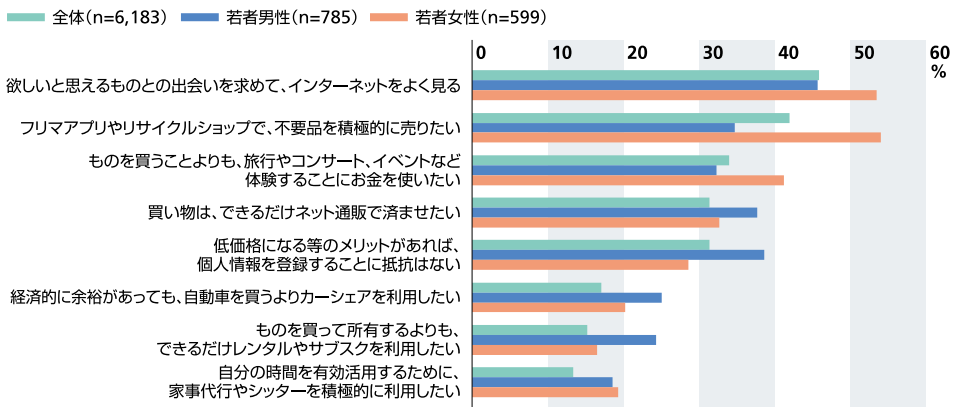
つまり、若者はSNS志向が高い一方で、SNSよりもマスメディアの影響力が勝ると考えている。

SNSでは誰もが気軽に発信できる一方、マスメディアでは誰もが発信できるわけではない。プロが技術や情報収集力、企画力などを駆使してコンテンツを作成している。こういったメディアとしての性質の違いに、若者は一定の価値を認めているのかもしれない。

また、最近ではTV番組がSNSアカウント

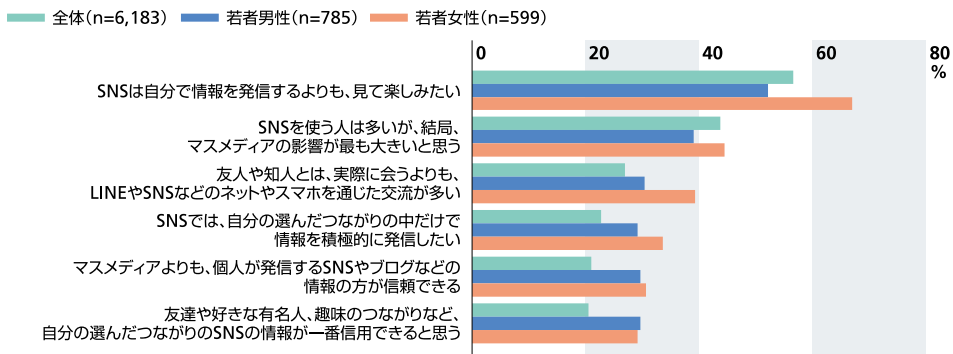
[図表1] 若者で「あてはまる割合」の高い消費行動

注: 上から全体で「あてはまる割合」が高い順

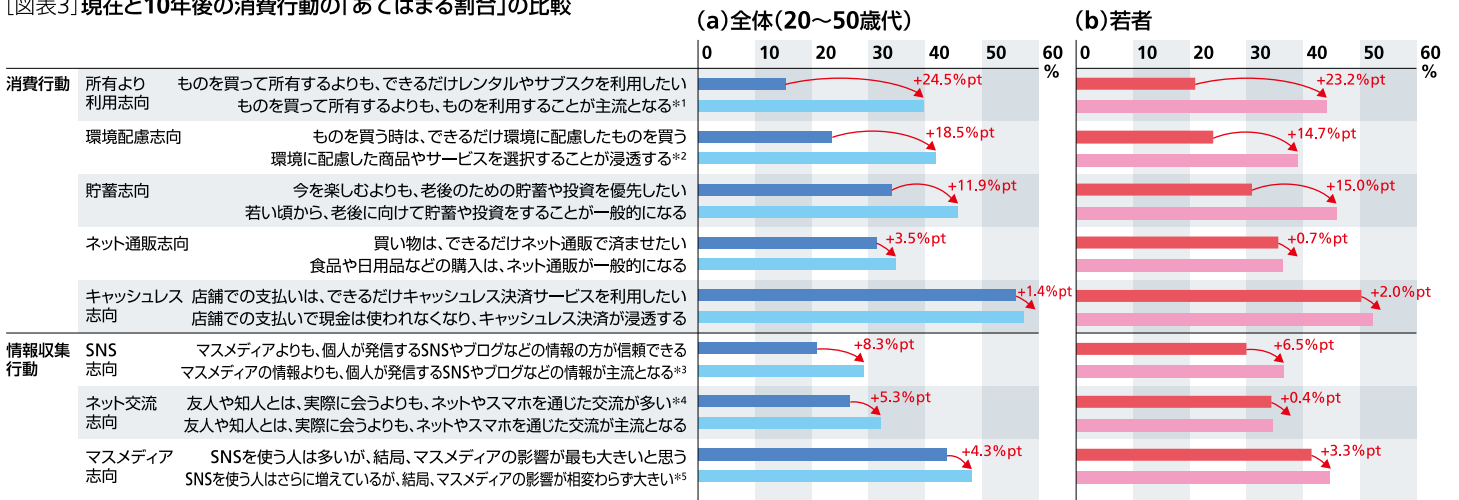


[図表2] 若者で「あてはまる割合」の高い情報収集行動

注: 上から全体で「あてはまる割合」が高い順



[図表3] 現在と10年後の消費行動の「あてはまる割合」の比較



を持つように、メディアの垣根を超えて情報が配信されている。よって、発信媒体よりも、発信主体が誰かということに一層、主眼が置かれるようになった可能性もある。

4—— 若者の考える10年後の未来

いくつかの項目について、現在と10年後の「あてはまる割合」を比べたところ、全体では、消費行動において、所有より利用志向や環境配慮志向、(老後のための)貯蓄志向で未来の選択割合が現在を10%pt以上も上回る[図表3]。所有より利用志向は、現在は主に若者で見られる傾向だが、将来は幅広い消費者層に広がりそうだ。

また、環境配慮志向も伸びているが、この背景には、現在、日常生活において環境問題を肌で感じる機会が増えていることがあげられる。近年、地球温暖化の影響等により、日本では猛暑や台風などの異常気象が増えている。

貯蓄志向の伸びについては、現役世代では少子高齢化による将来の社会保障不安に加えて、新型コロナによる先行き不安が大きいことがあげられる。

情報収集行動については、SNS志向やネット交流志向の伸びが目立ち、将来的にデジタル交流は若者だけでなく幅広い層へ広がりそうだ。一方で、マスメディア志向は低下するわけではなく、現在と同程度を維持しており(たずね方の違いもあるため、同程度という見方が妥当だろう)、10

年後の影響も大きい様子がうかがえる。

若者について見ても、全体と同様に、所有より利用志向や貯蓄志向、環境配慮志向、SNS志向の伸びが目立つ。一方、ネット交流志向はもともと比較的高いためか、未来も現在と同程度である。そして、マスメディア志向も現在と同程度であり、今後ともマスメディアとSNSの共存は続きそうだ。

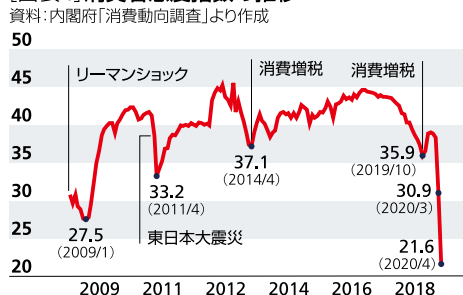
なお、全体と若者について、現在と未来のあてはまる割合の差を比較したところ、貯蓄志向で若者が全体をやや上回る。この背景には若い世代ほど将来の経済不安が強いことがあるのだろう。

5—— アフターコロナの消費行動

新型コロナの感染拡大によって消費者心理は急速に悪化している。内閣府「消費動向調査」によると、消費者態度指数は4月に21.6を示し、リーマンショックの影響の残る2009年1月を下回った[図表4]。

消費者心理全体では厳しい状況にあるが、デジタル消費などの一部の消費行動は活性化している。

[図表4] 消費者態度指数の推移



本稿で見た、所有より利用、ネット交流、貯蓄、環境配慮といった消費者の志向は、何事もなくとも幅広い層に広がっていったものだろう。しかし、新型コロナの影響によって加速している部分がある。

外出が制限されることで、ネット通販やオンラインサービスのサブスク利用が増えている。「モノよりコト」志向とも重なる、モノの購入よりもデジタル消費にお金を費やすという面での所有より利用志向は、今、消費者の希望如何によらず、一気に高まっている。(一方で、モノを買うよりも借りるという面での所有より利用志向は、リスク回避意識の高まりから、今後、見直しが図られる可能性もある。)

さらに、人と外で会えないためにコミュニケーションのデジタル化が進むことでネット交流志向が高まり、経済不安から貯蓄志向も高まっている。深刻な災害等が生じた後は社会貢献意識が高まる傾向があるのだが、これは環境配慮志向の高まりにもつながる。

アフターコロナの消費行動は、ビフォーコロナに戻るのではなく、これまで生じていた変化が一気に進んだところで始まるのだろう。そこで消費者は何に価値を感じ、何に不便さを感じるのか。これらを読み解くことで商機が見えるのではないかな。

[*] 20~59歳、約6千名を対象に実施したインターネット調査。株式会社マクロミルのモニターを利用。

「年金巨額損失」というニュースの正しい読み方



金融研究部 上席研究員 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
side@nli-research.co.jp

1——はじめに

年金に関する批判的な報道が再び増えそうだ。新型コロナウイルスの影響で世界中の株価が急落し、年金積立金の運用が大幅な損失となった可能性が高いからだ。一部のメディア等は国民の不安を煽るだろうが、この損失が原因で年金が減らされたり、ましてや年金制度が破綻する心配などは不要だ。決して鵜呑みにしてはいけない。

2——2019年度は「大幅損失」か

年金の積立金はGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が国内外の株式や債券に投資している。2019年度は8兆円程度の損失となった模様だ。

損失の大半は国内外の株式投資によるものだ。株価が下落した2015年や2018年も「ギャンブル性が高い」などの批判が噴出したが、今回も同じような論調が増えるだろう。

〔図表1〕2019年度は8兆円程度の損失か

注：4月～12月はGPIF、1～3月および19年度は筆者簡易推計、単位＝兆円 資料：GPIF、Refinitivより試算

19年度				
	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
収益額(兆円)	-8.0	0.3	1.8	7.4
運用利回り	-4.46%	0.16%	1.14%	4.61%
				-9.84%

3——累計では57兆円の黒字

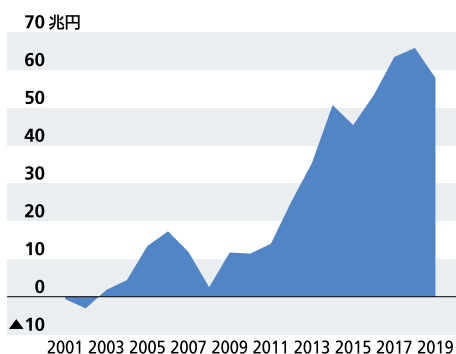
年金不安を煽りたいメディア等は今回の損失ばかりをクローズアップしがちだが、GPIFが運用を始めた2001年度からの累計では57.8兆円の黒字で、その大部分は国内外の株式投資によるものだ。

そもそも「ギャンブル」とは「たまに大当たりするがトータルでは負ける」ものだが（1大勝9敗のイメージ）、過去19年間のGPIFの運用実績は12勝7敗だ。ギャンブルと

は正反対で「3年に1度は損失が発生したが、トータルではプラス」が正しい評価だ。

〔図表2〕累計では57兆円の黒字

注：2018年度まではGPIF、2019年度は筆者推計
資料：GPIF、Refinitivより試算



4——株式を増やさなかったら・・・

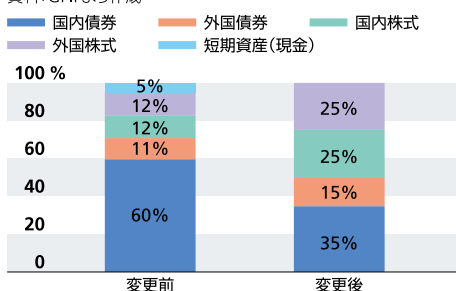
実はGPIFは2014年10月末に株式の投資割合を増やした経緯がある。従来は資産全体の24%だったが、ほぼ倍増して株式への投資割合を50%にした。

当時は日本の金利が低下傾向にあり、10年国債の利回りがついに0.5%を下回った時期だ。資産の6割を国債に振り向けても必要十分な利回りを確保しづらい等の判断から株式投資を増やしたが、「ギャンブルだ」などの批判が散見された。

では、もし2014年に株式の割合を増やさなかったら、どのような収益結果になっていたのだろうか。GPIFの詳細な売買内容

〔図表3〕GPIFは株式の投資割合を増やした

資料：GPIFより作成

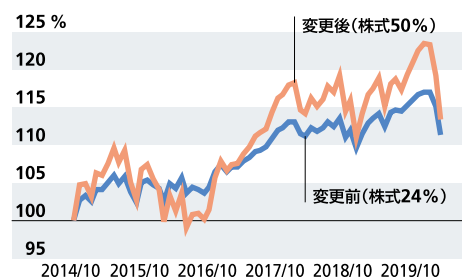


は公表されていないので、各資産の運用ベンチマーク指数の収益率を用いて試算してみよう。

株式の投資割合を増やすと発表した2014年10月末を100とすると、変更前(株式の投資割合24%)は2020年3月末時点で111.3なのに対して、変更後(株式50%)は113.3と2ポイントほど高い。変更当時の運用資産総額(約130兆円)をベースに考えると、約2.6兆円のプラス効果だ。

〔図表4〕株式の投資割合を増やした方が高収益だった

注：各資産のベンチマーク指数の月次収益率を用いて計算
(2014年10月末=100) 資料：Morningstar Directより作成



確かにグラフからは、変更後(株式50%)の方が今回のコロナショックによる株価急落の影響が大きい様子がわかる。しかし約5年半のトータルでは、コロナショックを考慮しても株式を増やしたことによる資産価値への弊害は認められない。GPIFの株式投資拡大は、一部メディア等が報じるように「年金を破綻に導いた」ところか、「将来世代への給付をより確実にしている」と言えるのではないだろうか。

従来どおり日本国債中心なら運用損失による批判を受けずに済むだろう。しかし、今やマイナス金利の日本国債に資産の過半を投資し続けることが、国民の大事な財産である年金積立金を預かる者として本当に責任を全うしているといえるのか、大いに疑問だ。



いで・しんご

93年日本生命保険相互会社入社。
99年ニッセイ基礎研究所、07年より現職。
日本証券アナリスト協会検定会員、日本ファイナンス学会。

5——年金の支給に積立金はほとんど使われていない

ところで、「年金は積立金から支給される」と考えている人が多いようだ。だからこそGPIFの運用で損失が発生すると「年金破綻の危機！」などの過激な文字がメディアを賑わせ、さらにネットで拡散して大騒ぎになるのだろう。これは大きな間違いだ。

具体的な数字で示そう。2018年度の公的年金の支出総額は約53兆円で、その99%以上が年金の給付だ。財源は3つあり、(1)現役世代から集めた保険料(約38兆円)、(2)税金など(約13兆円)、(3)積立金など(約2兆円)となっている。つまり、保険料と税金が95%以上を占めており、積立金の貢献度は3.5%に過ぎない。

15年度以降の推移をみても、積立金の貢献は年間2兆円～5兆円程度だが、その積立金の残高は約170兆円ある(2019年末時点)。仮に積立金の運用で10兆円規模の損失が数年続いたとしても、年金が減ることもなければ、ましてや年金制度が破綻することもないと考えるのが合理的だろう。

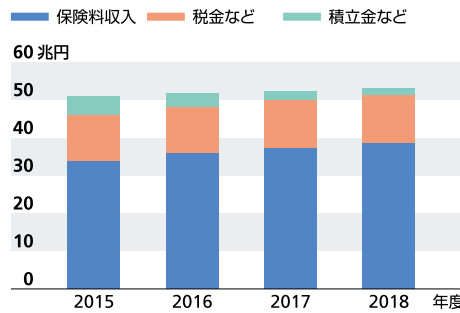
例えるなら、定常的な収入(給与や親からの仕送り)だけでは少し足りず、170万円の貯蓄から年間2～5万円を取り崩して生活している人が、貯蓄が20～30万円減ったからといって直ちに生活費が足りなくなったり、生活そのものが破綻すると言えるだろうか。

6——100年先まで、積立金は年金支給の1割程度の見込み

厚生労働省によると、年金支給に占める積立金の貢献度は100年先まで1割程度で推移する見込みだ。しかも、この試算

[図表5] 公的年金の大部分は保険料と税金で支払われている

注:「税金など」は国庫・公経済負担、「積立金など」は「支出総額」と「保険料収入」および「税金など」の差額
資料:厚生労働省の資料より作成



は6つの経済シナリオのうち悪い方から2番目(実質経済成長率0%が続く前提)の場合である。

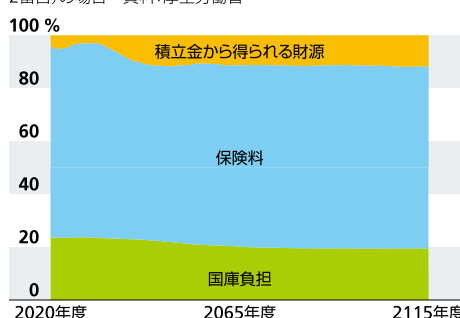
今後も景気サイクルや災害などの影響で年金積立金の運用で大きな損失が発生することはあるだろう。大事なことから繰り返すが、積立金の貢献度が1割程度ならば、運用による巨額損失が原因で年金が減額されたり年金制度が破綻することは考えにくい。

7——まとめ

2019年度は年金積立金の運用で8兆円程度の損失が発生した模様だ。GPIFが運用結果を公表する7月頃には「年金が減

[図表6] 悲観的な経済前提でも積立金の貢献度は1割程度が続く見込み

注:2019年財政検証ケースV(6つの経済シナリオのうち下から2番目)の場合 資料:厚生労働省



らされる」とか「年金破綻の危機」といった過激な報道が増えるだろう。また「2014年に株式投資の割合を増やしたことが失敗だった」などの批判も出そうだ。

確かに2019年度は大幅な損失となったが、GPIFが運用を始めた2001年度からの累計では約57兆円の収益を確保している。また、2014年に株式投資を増やしたことでコロナショックの影響は大きく受けたが、14年以降の累計では運用収益が増えた可能性が高い。

そもそもの話として年金給付に占める積立金の貢献度はここ数年5%前後だ。今後100年間についても1割程度と見込まれており、積立金の運用で大きな損失が発生したからといって年金が減額されたり、年金制度が破綻することなど考えにくい。

GPIFの運用が本当にギャンブル性が高く、中長期的にマイナスとなることが確実視されるのであれば、いずれ積立金が枯渇して年金制度は破綻の危機に直面するだろう。しかし、実際の運用がギャンブルとは程遠いものであることは先述の通りである。

こうした点に触れずに、年金積立金の運用で巨額損失が発生したことをばかりを取り上げて世間の恐怖心を煽るのは無責任である。無論GPIFは長期的な視点に立ちリスクを見極めて適切な運営を継続する必要があるが、一部メディアは十分な理解がない中で誌幅や放送時間の制約もあり、インパクトのあるトピックスとしたいのは致し方ない面もあるかもしれない。

年金運用については断片的な情報を鵜呑みにすることなく、本質を見極める姿勢が重要だ。

新型コロナでREIT市場は急落。不動産市場は曲がり角に直面

不動産ウォッチャー・レビュー2020年第1四半期



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。



金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人
hiwasa@nli-research.co.jp

新型コロナウイルスの感染拡大が猛威を振るうなか、不動産市場において指標の悪化は一部のセクターにとどまる。しかし、今後は厳しい経済ショックの打撃は避けられず、不動産市場は曲がり角に直面している。2020年1-3月期の実質GDPは2四半期連続のマイナス成長となった。住宅市場は減速傾向が強まっている。東京オフィス市場は需給環境が良好で空室率は極めて低い水準にある。1-3月の訪日外国人客数は▲51.1%減少した。物流施設市場は、首都圏・近畿圏ともに空室率が低下した。第1四半期の東証REIT指数は▲25.6%下落した。

1 経済動向と住宅市場

1-3月期の実質GDP(1次速報)は前期比年率▲3.4%と2四半期連続のマイナス成長となった。新型コロナウイルスの感染拡大による政府の自粛要請の影響などで民間消費を中心に国内需要が落ち込んだ。4月以降は緊急事態宣言の発令とそれに伴う休業要請などを背景に経済活動が一段と縮小していることから、さらなる悪化が見込まれる。1-3月期の鉱工業生産指数は前期比+0.4%と3四半期ぶりに上昇したが、前期が消費増税の影響で大幅減産となっていたことを勘案すれば戻りは弱い[図表1]。4月以降は、世界各国の工場停止に伴うサプライチェーン寸断などから、4-6月期の生産は前期比で2ケタのマイナスが予想される。

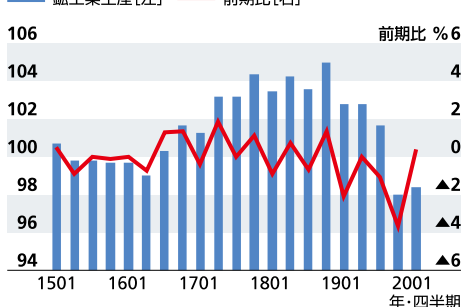
住宅市場は昨年の消費増税が尾を引いて減速傾向が強まっている。2020年3月の首都圏のマンション新規販売戸数は2,142

戸(前月同月比▲35.8%)と7カ月連続で減少した[図表2]。現状、新型コロナウイルスの影響により多くの販売拠点が閉鎖されており、環境の悪化が続くと思われる。

2020年1-3月の首都圏の中古マンション成約件数は前年同期比▲1.9%減少した。これまで、中古マンションは新築に対する価格面での割安感から需要が高まっていたが、消費増税による景況悪化などから昨年10月以降、頭打ち感がみられる。

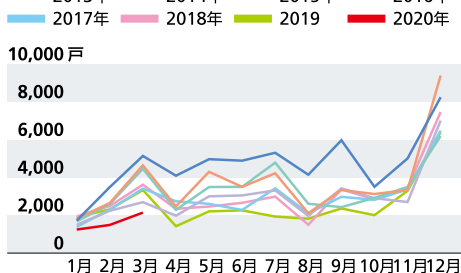
[図表1] 鉱工業生産(前期比)

出所: 経済産業省「鉱工業指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



[図表2] 首都圏のマンション新規販売戸数(暦年比較)

出所: 不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



2 地価動向

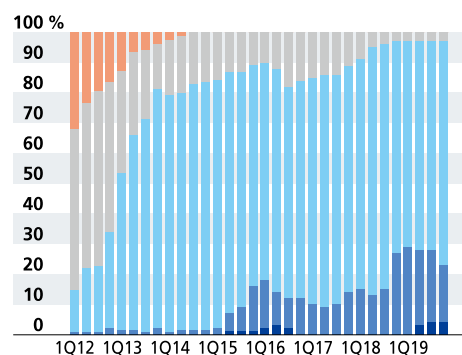
地価は引き続き上昇している。国土交通省の「地価LOOKレポート(2019年第4四半期)」によると、全国100地区のうち上昇が「97」、横ばいが「3」、下落が「0」となり、8期連続で上昇地区が9割以上となっ

た[図表3]。なお、新型コロナウイルスの影響は、今後の同レポートや「基準地価(7月1日時点)」などで確認することになるが、不動産ファンダメンタルズの変動に対して先行して動くJリート市場は、既に不動産価格の下落を示唆している。また、地価への影響が大きい金融機関の不動産向け融資姿勢についても注視する必要がある。

[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」

■ -6~-3% ■ -3~0% ■ 0%
■ 0~+3% ■ +3~+6%以上 ■ +6%以上



3 不動産サブセクターの動向

1 オフィス

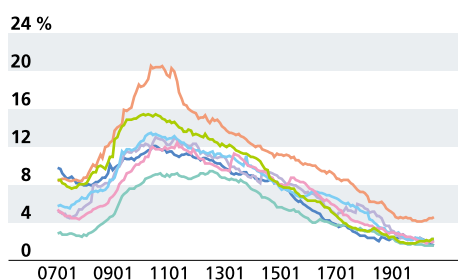
三鬼商事によると、3月の都心5区空室率は1.50%(前月比+0.01%)と極めて低い水準で推移している。平均募集賃料は75カ月連続でプラスとなり賃料の上昇ペースは年率6~7%を維持している。他の主要都市でも空室率は低下傾向にあり[図表4]、賃料の上昇率も拡大している。成約賃料データに基づく「オフィスレント・インデックス(第1四半期)」によると、東京都心部Aクラスビル賃料は38,739円と前年比で横ばいとなった。Aクラスビルの空室率が6期連続で1%を下回りハイスペックなビルへの需要が強

まる一方で、借り手側の賃料負担力に上限も見られ、4万円前後で天井感が広がりつつある[図表5]。このように、現時点においてオフィス指標に悪化は見られない。しかしながら、今後は企業業績の悪化などを背景にオフィスの新規開設の抑制や解約の増加も予想され、空室率が上昇に転じる可能性が強まっている。

[図表4] 主要都市のオフィス空室率

出所：三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

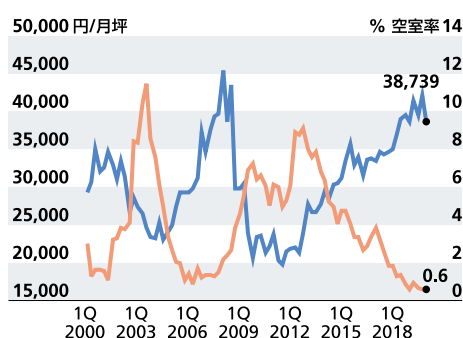
■ 札幌 ■ 仙台 ■ 東京 ■ 横浜
■ 名古屋 ■ 大阪 ■ 福岡



[図表5] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

出所：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

■ 賃料/月・坪(共益費除く) ■ 空室率(期末:右目盛)



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にある。2019年第4四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4.5%、ファミリータイプが6.0%上昇した[図表6]。

3 | 商業施設・ホテル・物流施設

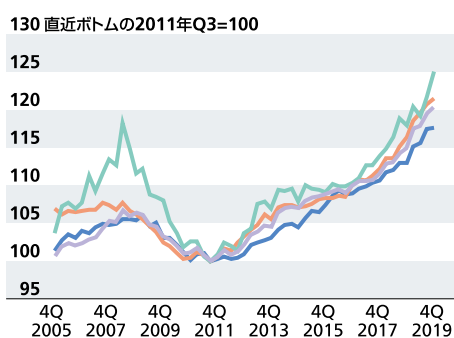
商業・ホテルセクターでは、既に新型コロナウイルスの感染拡大が深刻なダメージをもたらしている。商業動態統計などによると、2020年1-3月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が▲15.3%、スーパーが+1.6%、コンビニが

[図表6] 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)」をもとに作成

■ シングル ■ コンパクト ■ ファミリー ■ 総合



▲1.1%となった。スーパーが飲食料品の売上が好調であったのに対して、外出自粛を受けて百貨店の売上が大幅に悪化した。2020年1-3月の訪日外国人客数は前年同期比▲51.1%と急減した。また、宿泊旅行統計調査によると、2020年1-3月の延べ宿泊者数は前年同期比▲17.3%減少し、このうち外国人が▲36.6%、日本人が▲12.6%となった[図表7]。

CBREの調査によると、首都圏の大型物流施設の空室率(3月末)は前期末比▲0.6%低下の0.5%となり過去最低水準を更新した[図表8]。Eコマース市場の拡大などを背景に先進的物流施設への需要は強い。近畿圏の空室率も前期比▲0.3%低下の3.7%となった。

4 | J-REIT (不動産投信)市場

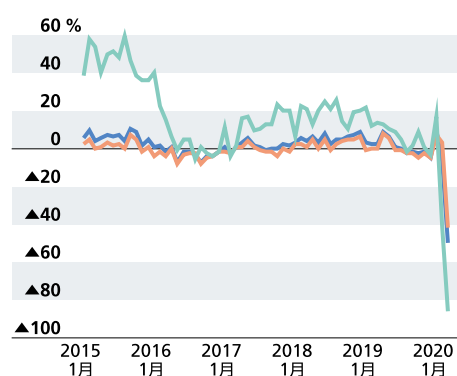
新型コロナウイルスの世界的な感染拡大はリート市場にも多大な影響を及ぼしている。第1四半期の東証REIT指数は▲25.6%下落し、四半期ベースでは過去最大の下落率を記録した[図表9]。この結果、3月末時点のバリュエーションは、P/NAV倍率が0.9倍、分配金利回りが4.8%となった。

東証REIT指数は2月第4週以降急落し、直近高値からの下落率は一時▲49%に達した(3/19時点)。その後は反発に転じたものの、2015年9月以来の水準まで落ち込んでいる。

[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」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

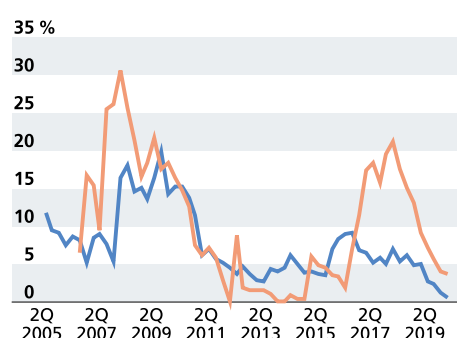
■ 延べ宿泊者数 ■ うち日本人 ■ うち外国人



[図表8] 大型マルチテナント型物流施設の空室率

出所：CBREのデータをもとに作成

■ 首都圏 ■ 近畿圏

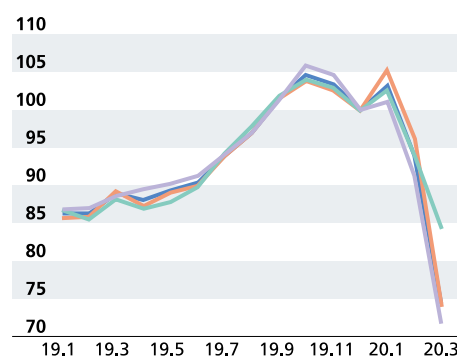


いずれにしても、不動産市場の先行きは、新型コロナウイルスの終息時期や各国の金融・財政対応、今後の景気回復状況によるところが大きい。感染拡大に終わりがみえず厳しい状況が続くが、この危機を克服し社会に日常に戻るよう、国際社会のさらなる連帯を願いたい。

[図表9] 東証REIT指数の推移(2019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

■ 東証REIT指数 ■ オフィス指数
■ 住宅指数 ■ 商業・物流等指数



緊急事態宣言と経済対策

想定を超えるスピードに政策は追いつけるか



総合政策研究部 研究理事 チーフエコノミスト 矢嶋 康次

yajima@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—— 緊急事態宣言の発令と延長

安倍首相は4月7日、首都圏などで感染者が急増している事態を踏まえて「緊急事態宣言」を発令した。当初、緊急事態宣言は、対象区域を東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、大阪府、兵庫県、福岡県の7都府県に限定し、5月6日までを期限として実施される予定であったが、感染の全国的な広がりを受けて、4月16日に対象区域が全国へと拡大され、5月4日には緊急事態宣言の解除期限が31日まで延長された。

日本で発令された緊急事態宣言は、新型インフルエンザ等対策特別措置法に基づくものであり、多くの措置は国民に対して協力を求める「要請」と法的な履行義務を持つが罰則を伴わない「指示」である。強制力が伴うものは、臨時に医療施設を開設する場合や必要物資(医薬品や食品など)を確保する場合など一部に限られている。従って、欧米のように大幅な私権制限を伴う「ロックダウン(都市封鎖)」を実施することは日本では難しく、海外に比べて強制力の点では弱い措置だと言える。しかし、規律を順守し、集団行動を得意とする国民性を踏まえれば、多くの市民や企業は、要請に沿って日常生活や営業活動の自粛を進めると見られ、実際に渋谷駅周辺で顕著な減少が見られるなど、人々の行動には明らかな変化が表れている。

一方で、今回の緊急事態宣言による経済的な影響は甚大だ。全国を対象に1ヵ月間の自粛が継続するとした場合、家計最終消費支出の約5割を占める不要不急の支出

(「外食・宿泊」「娯楽・レジャー・文化」「交通」など)が抑制されることで、日本全体では▲12.5兆円(国民経済計算2018年度ベース)の消費が減少し、名目GDPは▲2.3%低下すると計算される。これは、東京五輪延期に伴って先送りされる経済効果(約2兆円)を大きく上回る。さらに外出自粛が長期化すれば、消費が落ち込むだけに留まらず、生産調整も様々な業種で進むことになり、影響はより甚大になると考えられる。

2—— 求められる政策の「スピード感」 「躊躇なく第二、第三の矢を打つ姿勢」

国会では4月30日、緊急経済対策の財源を裏付ける2020年度補正予算が成立した。今次の経済対策は、リーマン危機時(事業規模56.8兆円)を大きく上回る規模(事業規模117.1兆円)となり、国民1人当たり10万円を一律給付する措置や最大200万円を中小企業などに支給する措置を盛り込んで、感染拡大の収束に目処がつくまでの「緊急支援」を手当てするものとなった。また、需要の急減で痛手を被った業界には、クーポン券などで需要を喚起する施策を準備するなど、感染収束後の「V字回復」に向けた景気浮揚策も盛り込まれた。これにより最低限の「止血策」が打ち出されたと、一定の評価をすることはできるだろう。ただし、今後に向けて懸念が無い訳ではない。

1つ目の懸念は政策の「スピード感」である。3月27日の2020年度予算成立から経済対策の閣議決定、そして4月中の補正予算の成立まで、予算の組み換えで遅れが生

じたとは言え、過去の事例と比べても極めて早い対応であった。しかし、事態の悪化はそれを凌駕する。3月分の経済指標や企業の月次実績が公表されるにつれて、大幅な悪化や落ち込みが明らかになりつつある。国家財政が厳しい中で、ピンポイントの支援を実施すべきだという考え方もあるが、制度設計に拘り過ぎてしまえばスピード感が失われる。今は、少しでも早く困っている人や企業に支援を届けるべきときだ。支援の手が行き届くように、分かりやすい広報や相談窓口の充実などにも期待したい。

2つ目の懸念は「これで十分なのか」という点である。海外の事例を見ても事態の長期化は避けられないと見られる。収入が大きく減少して生活に苦しむ世帯や、事業継続の瀬戸際にある中小企業などでは、今回の緊急支援措置だけで乗り切れるのか、不安は消えない。本稿執筆時点(2020年5月11日時点)では、追加の経済対策として、家賃の支払いが困難なテナントや困窮する学生への支援、従業員に休業手当を支払う企業に助成する雇用調整助成金の拡充などが、検討されている。事態の長期化が明確になった今、短期的な支援からコロナの戦いが続く限りにおいて、家計や企業の支援を継続するという強い姿勢と、それを実現するための支援が不可欠だ。危機対応には「先手を打つ迅速さ」と「十分な規模感」をもって当たることが鉄則である。後に振り返って、余分な対策だったと言われる可能性もあるが、後手に回って社会経済に壊滅的な影響が出てからでは取り返しがつかない。まさに、今が正念場だ。

経済活動再開で円相場は どうなる？

今 月のドル円は概ね横ばい圏で推移。新型コロナウイルス感染鈍化に伴う欧米での経済再開の動きを受け、リスクオンの円安が進む場面が散見されるほか、直近では日銀の新しい資金供給策導入観測が円売り材料になっている。ただし、一方で感染第2波への懸念やコロナ拡大の責任を巡る米中対立を受けたリスクオフの円高が入る場面もあり、方向感を欠いている。そもそも円もドルも共に安全通貨と見なされているうえ、金融政策も日米共に大きく緩和に傾いていることから、ドル円では大きな方向性が出にくくなっている。足元は107円台後半で推移している。

今後とも内外で経済活動の再開が続き、景気が回復に向かうと見込まれることはリスクオンの円売り材料となる。ただし、ワクチンの実用化には時間がかかるため、感染第2波への市場の警戒感が続くほか、米中対立が激化する可能性も高く、リスクオフの円買い圧力も想定される。3か月後の水準は現状並みと予想している。なお、仮に欧米で新型コロナウイルスの感染がぶり返せば、資金繰り懸念からドルを求める動きが再発し、ややドル高に振れると想定している。

ユーロ円は、今月に入り、独連邦憲法裁判所によるECB緩和策への一部違憲判断を受けて一旦ユーロ安に振れたが、リスクオンの円売りや独仏政府による復興基金案発表を受けて持ち直し、足元は118円近辺にある。今後は、ドル円同様、リスクオンの円売りとリスクオフの円買いがせめぎ合うが、復興を巡るEU内意思決定の足並みの乱れや、南欧の債務懸念によってユーロ安圧力が強まる場面も予想される。従って、3か月後の水準は現状比でやや円高ユーロ安と見ている。

長期金利は、景気対策に伴う国債増発方針が金利上昇圧力になる一方で、日銀の国債買い入れ増額が低下圧力となる形で0.0%付近での推移が続いており、足元も0.0%付近にある。今後も追加経済対策による国債増発が予想されるが、政府との協調姿勢を鮮明にしている日銀は金利の上昇を許容しないだろう。3か月後の水準は現状比で横ばい圏とみている。



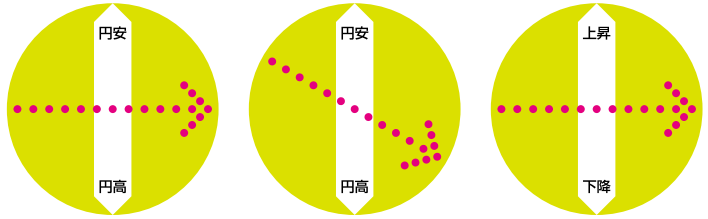
シニアエコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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)。



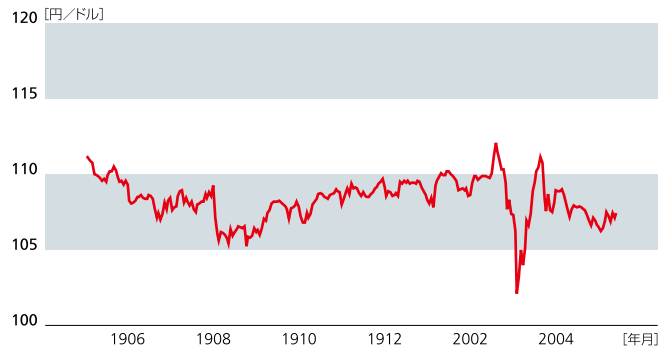
Market Karte

June 2020

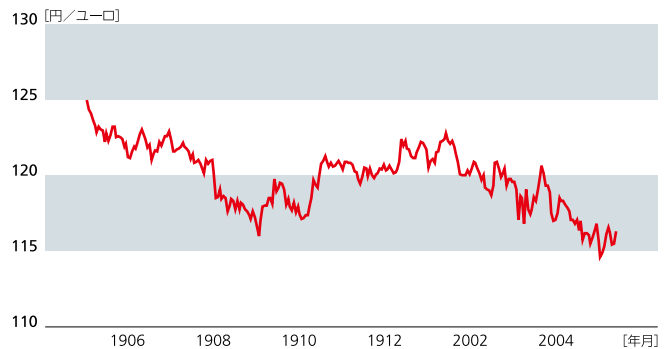


ドル円・3か月後の見通し ユーロ円・3か月後の見通し 長期金利・3か月後の見通し

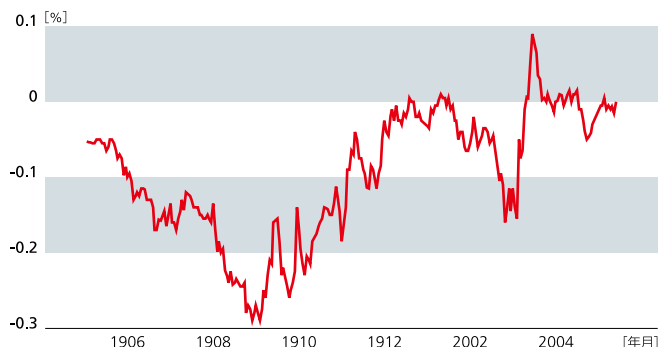
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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

- 2020-2021年度経済見通し
—新型コロナウイルスの感染拡大を受けて
2020年度の成長率見通しを大幅下方修正
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2020/4/10号]
- 若者の現在と10年後の未来～消費行動編
—消費のデジタル化、新型コロナで変化が加速
久我 尚子 [基礎研レポート | 2020/4/15号]
- インフルエンザの流行はほぼ収束
～いま高熱が続いたら、新型コロナウィルスか?
村松 容子 [基礎研レター | 2020/3/24号]
- 若者の現在と10年後の未来～働き方編
—「働き方改革」の理想と現実のギャップ、アフターコロナに期待
久我 尚子 [基礎研レポート | 2020/4/20号]
- 新型コロナで増えた消費、減った消費
—巣ごもり・デジタルは増加、外出型消費は大幅減、シェアも明暗
久我 尚子 [基礎研レター | 2020/5/13号]

コラムアクセスランキング

- 日本が韓国の新型コロナウイルス対策から学べること
—(1)検査体制
金 明中 [研究員の眼 | 2020/4/7号]
- 新型コロナ 見えない先行き
—どうなれば「小康状態」や「終息」といえるのか?
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2020/4/1号]
- 営業停止要請に従わない事業者への対応
—営業停止指示への変更および事業者名公表の検討を
松澤 登 [研究員の眼 | 2020/4/23号]
- 緊急事態宣言解除の条件とは
—ゴールデンウィークの外出自粛徹底を
松澤 登 [研究員の眼 | 2020/4/30号]
- コロナショックはマンション価格を下げるのか
—新築・中古マンションの価格推移から考える
渡邊 布珠子 [研究員の眼 | 2020/4/27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20/4/20-20/5/17》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点



表紙の眼
・
泰山拾得図
狩野山雪
制作年：江戸時代初期
所蔵：真正極楽寺
From Wikimedia Commons

infocalendar June, 2020

国内のピアノ生産台数推移 [6月6日は楽器の日]

Source: 経済産業省「生産動態統計年報」(繊維-生活用品統計編) Design: infogram©

