

ニッセイ基礎研 Report

Dec. 2021 Vol.297

- 02 株式インデックス投資、何が良いか ● 熊 紫云
- 04 コロナ禍を経て拡大が続くサードプレイスオフィス市場 ● 吉田 資
- 06 新型コロナワクチンを「接種したくない」と思っていた人が接種を決めた理由 ● 村松 容子
- 08 オフィス空室率は上昇が継続。物流市場も需給がやや緩和。 ● 吉田 資
- 10 なぜ世界一の病床大国で医療が逼迫するのか ● 三原 岳
- 11 米インフレ高進はドル高要因なのか? ● 上野 剛志



第九を視る

ベートーヴェンがシラーの詩「歓喜に寄す」に出会ったのは1792年。

それから30余年後に発表されたのが、第四楽章にこの詩が引用された「交響曲第9番」だった。

ほとんど聴力を失った中での創作で、1824年の初演時には聴衆の喝采にも気づかなかったという。

フリードリヒ・ヴィルヘルム3世に献呈された自筆譜は、ユネスコの世界記憶遺産に登録されている。

●
「交響曲第9番 二短調 作品125」自筆譜

ルートヴィヒ・ヴァン・ベートーヴェン 1824

ベルリン国立図書館所蔵

From Wikimedia Commons



RESEARCH

株式インデックス投資、何が良いか

先進国株、新興国株、米国株と日本株、どれを選ぶ？



金融研究部 研究員 熊紫云

ziyunxiong@nli-research.co.jp

1——はじめに

資産形成は自助努力が求められる流れになってきた。2019年6月に、金融庁の金融審議会でも報告された「老後資金の2,000万問題」が世間で大きな物議を醸した。

資産形成の手段には預貯金、債券、株式、投資信託、不動産などがある。しかし、現状、預貯金は安全性が高いが、低金利環境で収益性はゼロに近い。個人向け国債も元本割れリスクがないものの、低金利で収益性が低い。一方で、株式は価格変動リスクがあるが、収益性が高く、分散や長期投資等でリスクを抑制することもできるため、長期の資産形成に向いている。

株式に投資する方法はいくつかある。まず、株式の個別株に投資する場合は、一定以上の金融知識が求められ、リスク軽減のために多くの銘柄へ分散投資するには相当な金額が必要となり、投資の初心者にはハードルが高い。

一方で、投資信託を活用すれば、少額から手軽に投資できる。投資信託にはアクティブ型投資信託とインデックス型投資信託があるが、主要な市場インデックス型投資信託はニュース等で報道される有名な株式市場の動きと連動しており、値動きが把握しやすい。また、インデックス型投資信託は、一般的にアクティブ型投資信託よりコストが安く、数多くの銘柄を組み込んでおり、少数の株式に投資するよりもリスクが分散されており、リスクが小さい。以上のことから、株式インデックス投資は、資産形成の手段として初心者に適していると思う。

ただ、日本では1,000種以上^{*1}のインデックス投信商品があり、どれを選んだ

らいいのか戸惑ってしまう方もいるだろう。そこで、主要な株式インデックスについて紹介し、過去のデータに基づいて、どの株式インデックスを選択すべきだったかについて説明してみたい。

2——代表的な株式インデックスの紹介

ニュースなどを通じて情報を簡単に入手でき、値動きが把握しやすいという観点から、本稿では図表1に挙げた株式インデックスを分析の対象とする。

代表的な日本株式インデックスにはTOPIXと日経平均株価がある。TOPIXは時価総額が東京証券取引所上場企業全体の96.3%^{*2}を占めており、株式市場全体の動向を示す指標である。日経平均株価は高い指標性を持っており、一般に広く知られている。

代表的な米国株式インデックスにはS&P500、ダウ平均株価とナスダック100がある。S&P500の時価総額は米国株式市場全体の約80%を占めており、米国の株式市場動向を広く反映している。ダウ平均株価は米国を代表する企業の株価動向を示しており、ニュース等でよく報道される。ナスダック100はITやバイオテクノロジーなど最新技術を持つ企業と米国に上場している海外企業が含まれている。

世界の各国・地域を代表するインデックスもある。日本の投資信託によく採用されているMSCIコクサイは米国、イギリス等の先進国株式が組み入れられているが日本株式は除かれている。一方で、MSCI WorldはMSCIコクサイと異なり、日本株式が組み入れられている。MSCI EM（新興国株式）は中国、韓国、インド、ブラジルなど

の新興国株式が組み入れられている。先進国と新興国の両方の株式を組み入れているのがMSCI ACWI（全世界株式）である。

3——株価下落直前に100万円を投資した場合、その後どうなる？

実際に、上記の株式インデックスを使って長期投資をする場合はどうなるか？

仮に100万円を日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前に一括投資し、2021年9月末まで保有していたら、100万円がいくらになったかを見てみよう。

図表2を見ると、金融・経済危機直前という最悪のタイミングで株式インデックスに投資を開始したとしても、長期保有をすると、最終残高が元本100万円を大きく上回ることが分かる。例えば、日本バブル崩壊直前の1990年年初にナスダック100に100万円投資し、2021年9月末まで31年9カ月持ち続けたとすると最終残高は5,967万円と60倍近くになっている。実際は各種コストがかかるので、多少はこれよりは少なくなるが、極めて大きな金額と

〔図表1〕代表的な株式インデックス

注：銘柄数と時価総額（円単位）については「2021年9月末時点」。円換算レートは2021年9月末のRefinitiv為替レート。時価総額について、TOPIX、S&P500、ナスダック100、MSCIコクサイ、MSCI World、MSCI EM、MSCI ACWIは浮動株ベース、日経平均株価とダウ平均株価は発行済み株ベース。資料：Bloomberg、Datastream及び各インデックスのファクトシート、メントロジーから作成。

国・地域	インデックス	銘柄数	算出方法	時価総額
日本	TOPIX	2,183	時価総額加重	449兆
	日経平均株価	225	株価平均	462兆
米国	S&P500	505	時価総額加重	4,066兆
	ダウ平均株価	30	株価平均	1,171兆
	ナスダック100	102	時価総額加重	1,891兆
先進国	MSCIコクサイ	1,289	時価総額加重	5,992兆
	MSCI World	1,561	時価総額加重	6,445兆
新興国	MSCI EM	1,418	時価総額加重	876兆
全世界	MSCI ACWI	2,979	時価総額加重	7,320兆



ゆう・しうん
20年 日本生命保険相互会社入社
21年 ニッセイ基礎研究所

なっている。ITバブル崩壊直前の2000年3月にダウ平均株価に100万円投資し、21年6カ月持ち続けたとすると最終残高は563万円、リーマン・ショック直前の2007年11月にナスダック100に100万円投資し、13年10カ月持ち続けたとすると、最終残高は730万円になっている。

一方、ITバブル崩壊直前に日経平均株価に100万円投資した場合、最終残高は206万円と21年間も投資して2倍くらいにしか上がっていない。リーマン・ショック直前に日経平均株価に100万円投資した場合はおよそ13年で最終残高が228万円に増えているが、米国株式には見劣りする。

4——まとめ

家計の金融資産構成について日米を比較すると、2021年3月末時点の現預金（日：54.3%、米：13.3%）と投信・株式（日：14.3%、米：51.0%）の比率がまさに正反対である^{*3}。特に日本は家計の預貯金額は総額1,000兆円を超えており、リスク回避傾向が非常に強いことが分かる。

しかし、低金利環境が続いている中、預

貯金以外の資産形成手段として、株式インデックス投資が非常に有効である。

過去のデータを見る限り、結論として以下のことが言える。

○投資後に価格が下がっても慌てて売ることなく、辛抱強く持ち続け、価格上昇を待つ長期投資が良い。但し、老後が近くなった段階で、価格が上がり、十分満足できる資産が形成できたら、躊躇なく売却することもとても重要である。

○株式インデックスとしては、米国株式（ナスダック100、S&P500、ダウ平均株価）、米国株式が7割以上を占める先進国株式（MSCIコクサイ）などをはじめ、収益力、成長力が期待できるインデックスが良い。尚、インデックス投資ではリターンは同様な

ので、コストが安いものを選ぶべきである。○当然ながら、投資においては分散投資が重要だが、最近の傾向として各種株式インデックスの値動きの連動性が高まってきており分散投資のメリットは小さい。一方、国内債券投資は利回りが低すぎるため、投資するメリットは小さい。長期的な資産形成のための資金であれば、株式イン

デックス投資をメインに投資するのが良い。

尚、株価下落直前という最悪の条件に一括投資していた場合でも株式インデックス投資メインが良いのだから、最悪期に限らず、株価下落後の最良期にも投資する積立投資ならばなおのこそ、株式インデックス投資をメインに投資することをお勧めする。

加えて、これから人生100年時代の資産形成を考えて株式インデックスに投資する場合には、税制上の優遇措置がある「確定拠出年金（企業型や個人型のiDeCo）」や「つみたてNISA」を利用すべきである。さらに余裕がある場合は特定口座で株式インデックス投資から始め、慣れてきたらアクティブ型の投資信託に投資するのも良い。まずは、手元に資金があれば、勇気を出して、株式インデックスに投資してみてもどうか。

【*1】投資信託協会ウェブサイトより、公募株式投信のインデックスファンド数が1,079(2021年8月末時点)。
【*2】日本取引所グループウェブサイトより、東京証券取引所上場企業全体の時価総額は東証一部、東証二部、マザーズとジャスダックの時価総額(浮動株ベース、円単位)で計算した(2021年9月末時点)。
【*3】いずれも2021年3月末のデータ。2021年8月20日の日本銀行調査統計局「資金循環の日本欧比較」より。

〔図表2〕最終残高と年率利回り(2021年9月末時点、単位:万円)

注:各ランキングは各インデックスがそれぞれの期間内における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)を使用。ナスダック100については、1989年12月末から2003年8月末まではPIを用いて試算。円換算レートはRefinitiv為替レート。年率利回りは複利ベース。株価指数に直接投資することができない。下記グラフは、株価指数に投資できると仮定し、各時点に等金額100万円を一括投資した場合の四捨五入の試算結果。データは投資コスト、税金などを考慮していない。資料:Datastream, Bloomberg, QUICKより作成。

日本バブル崩壊直前～今			ITバブル崩壊直前～今			リーマン・ショック直前～今			コロナ・ショック直前～今		
インデックス	最終残高	年率利回り	インデックス	最終残高	年率利回り	インデックス	最終残高	年率利回り	インデックス	最終残高	年率利回り
ナスダック100	5,967	13.7%	ダウ平均株価	563	8.3%	ナスダック100	730	15.4%	ナスダック100	175	37.6%
ダウ平均株価	2,052	10.0%	S&P500	482	7.6%	S&P500	358	9.6%	S&P500	141	21.5%
S&P500	1,833	9.6%	MSCI EM	453	7.3%	ダウ平均株価	334	9.1%	MSCIコクサイ	136	19.3%
MSCIコクサイ	1,365	8.6%	MSCIコクサイ	410	6.8%	MSCIコクサイ	256	7.0%	MSCI World	135	18.9%
MSCI EM	1,009	7.6%	ナスダック100	409	6.7%	MSCI World	246	6.7%	MSCI ACWI	133	17.9%
MSCI World	846	7.0%	MSCI World	377	6.3%	MSCI ACWI	229	6.1%	日経平均株価	129	15.6%
MSCI ACWI	816	6.8%	MSCI ACWI	371	6.3%	日経平均株価	228	6.1%	ダウ平均株価	126	14.1%
日経平均株価	114	0.4%	日経平均株価	206	3.4%	J-REIT	197	5.0%	TOPIX	123	12.6%
TOPIX	112	0.3%	TOPIX	173	2.6%	TOPIX	169	3.8%	MSCI EM	120	11.2%
NOMURA-BPI(総合)	NA	NA	NOMURA-BPI(総合)	NA	NA	MSCI EM	132	2.0%	J-REIT	103	2.0%
J-REIT	NA	NA	J-REIT	NA	NA	NOMURA-BPI(総合)	127	1.7%	NOMURA-BPI(総合)	99	▲0.4%

コロナ禍を経て拡大が続くサードプレイスオフィス市場

利用ニーズの高まる郊外エリアは新規開設の余地が残る



金融研究部 主任研究員 吉田 資

tyoshida@nli-research.co.jp

1—— サードプレイスオフィス事業への新規参入が相次ぐ

新型コロナウイルス感染拡大後、通勤時間の削減や、執務環境が整っておらず自宅でのテレワークが困難等の理由から、自宅から近い「レンタルオフィス*1」や「シェアオフィス*2」、「コワーキングスペース*3」等のサードプレイスオフィスを利用する人が増えている。

こうした背景を踏まえ、不動産業以外の他業種から、サードプレイスオフィス事業への新規参入が相次いでいる。2019年に「東京電力」が、2020年に紳士服販売の「青山商事」、2021年に情報サービス業の「サイバーエージェント」等が、サードプレイスオフィス事業を開始した。

2—— 首都圏におけるサードプレイスオフィスの現況

1 | サードプレイスオフィスの拠点分布

もともと、サードプレイスオフィスは東京駅や渋谷駅等の都心ターミナル駅周辺での開設が多くみられた。しかし、コロナ禍を経て自宅近くでの利用ニーズが高まるなか、サードプレイスオフィスの開設は都心部から郊外エリア（東京駅から70キロ圏内）へと広がりを見せている。

2 | サードプレイスオフィスが入居しているオフィスビルの属性

サードプレイスオフィスが入居するオフィスビルを規模別（延床面積）*4に確認すると、小型ビルが33%、中型ビルが32%となり、中小型ビルで全体の約3分の2を占めた（図表1上図）。また、エリア別

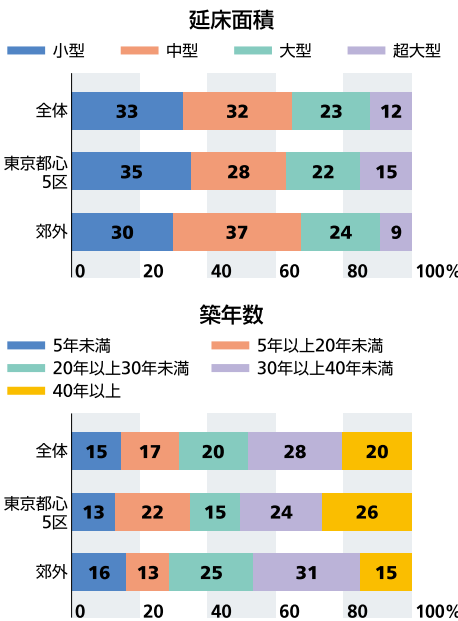
にみると、「東京都心5区*5」においては中小型ビルの割合（63%）が高い一方で、超大型ビルの割合が15%となり一定数の大規模拠点が開設されている。

次に、入居ビルの築年数を確認すると、「30年以上40年未満」（28%）が最も多く、「5年未満」の割合は15%にとどまる。（図表1下図）。

超大型の新築ビルにサードプレイスオフィスの拠点を開設する事例が多く報じられているが、実際には築年数が経過した小型ビルを拠点とするケースも多いようだ。

[図表1] サードプレイスオフィスが入居するオフィスビルの属性（延床面積、築年数）

出所：各社公表資料を基にニッセイ基礎研究所作成



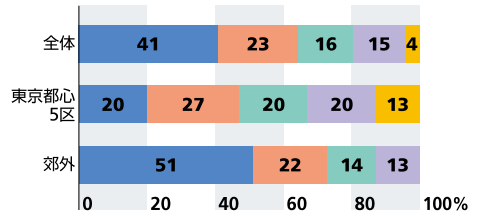
3 | サードプレイスオフィスの提供サービス内容

続いて、サードプレイスオフィスの拠点面積を確認すると、50坪未満の小規模拠点が7割弱を占める（図表2）。エリア別にみると、「東京都心5区」では「500坪以上」（13%）の大規模拠点も一定数確認す

[図表2] サードプレイスオフィスの拠点面積

出所：各社公表資料を基にニッセイ基礎研究所作成

25坪未満 (blue), 25坪以上50坪未満 (orange), 50坪以上100坪未満 (green), 100坪以上500坪未満 (purple), 500坪以上 (yellow)



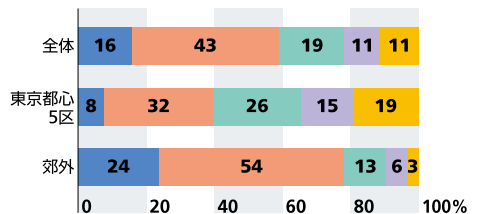
ることができる。

また、月額利用料金（最安料金）について確認すると、「1万円以上2万円未満」（43%）が最も多く、次いで「2万円以上3万円未満」（19%）となっている。エリア別では、「東京都心5区」は高額料金帯「4万円以上」（19%）が約2割を占める（図表3）。オフィスワーカーによる利用は、現状、法人契約や企業からの補助金の活用が中心と考えられる。

[図表3] サードプレイスオフィス月額利用料金※最安料金

出所：各社公表資料を基にニッセイ基礎研究所作成

10000円未満 (blue), 10000円以上20000円未満 (orange), 20000円以上30000円未満 (green), 30000円以上40000円未満 (purple), 40,000円以上 (yellow)



サードプレイスオフィスは、月極契約で日常的に利用するサービスのほか、1日または時間単位で利用料を支払い、一時利用するサービス（「ドロップイン」）がある。ザイマックス不動産総合研究所の調査によれば、サテライトオフィスの利用方針は、「タッチダウン（移動の合間など、短時間利用）で働く場所（67%）」との回答が最も多く、「ドロップイン」サービスの利用



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。

ニーズがかなり高いことが窺える。「ドロップイン」サービスを展開している拠点は53%を占める。

また、直近では、新型コロナウイルス感染防止の観点から、不特定多数の利用者が出入りし、人との接触機会が多いオープンスペースの活用を避け、「個室」の利用ニーズが高まっている。「個室」を有する拠点は、80%を占めている。

3—— コロナ禍を経たサードプレイス オフィス利用の方向性 ～郊外でのニーズ拡大

1 | 「テレワーク」対応としての利用

新型コロナウイルス感染拡大への対応で、東京では「テレワーク」が急速に普及している。

国土交通省「テレワーク人口実態調査(2020年度)」によれば、「テレワークの実施場所」として、「自宅」との回答が9割に達し、「サテライトオフィス」との回答を上回った。しかし、コロナウイルス感染拡大の収束後は、再び、自宅より執務環境が整った「サテライトオフィス」の利用を希望する就業者が増えることが予想される。

住宅地からアクセスのよい郊外エリアにおいて、サテライトオフィスの利用ニーズは更に高まるだろう。

2 | BCP対応、事業拠点の分散先としての利用

帝国データバンク「事業継続計画(BCP)に対する企業の意識調査」(2021年調査)によれば、「事業の継続が困難になると想定しているリスク」について、「感染症(60%)」を挙げる回答が大幅に増加し、「感染症」が企業活動のリスクとして強

く認識されている。

業務効率化やコミュニケーションの円滑化等の目的から、都心のオフィスビルに集約する企業は多い。一方で、BCP対応として、事業拠点の分散を図る企業もみられる。人材サービス業大手のパソナグループは、本社の管理機能を複数のオフィスに分散する取り組みを開始した。

今後、事業拠点の分散先として、郊外部に所在するサードプレイスオフィスの利用が増える可能性がある。

4—— 「周辺人口」から考える サードプレイスオフィスの 拠点開設エリア

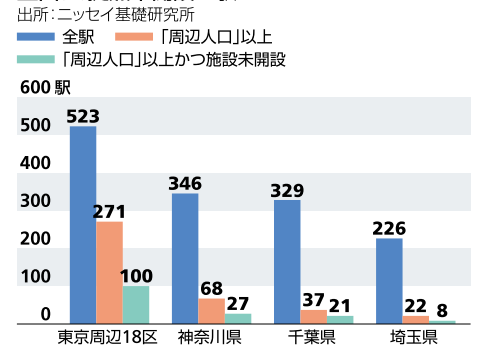
以下では、潜在的な顧客数を示す「周辺人口」を確認し、サードプレイスオフィスの拠点開設エリアについて考えたい。

首都圏の「郊外」に所在する主なサードプレイスオフィスの「周辺人口(半径1キロ圏内)」の平均値は、①「人口46,376人」、②「生産年齢人口31,446人」、③「雇用者17,167人」、④「世帯数25,035世帯」となっている。なお、一概に比較することはできないが、食品を中心にするスーパーマーケットで3万~3.5万人、ドラッグストアで1万~1.5万人、小型コンビニで4,000~5,000人の商圏人口が成立要件とされる。

首都圏「郊外」の全1,424駅について、「周辺人口」(半径1キロ圏内)が、サードプレイスオフィスの「周辺人口」(平均値)を上回った駅は、約3割の398駅(東京都271駅・神奈川県68駅・千葉県37駅・埼玉県22駅)、このうち、駅1キロ圏内に拠点が未開設の駅は、156駅(東京都100駅・神奈川

県27駅・千葉県21駅・埼玉県8駅)であった(図表4)。東京都では城南および城北、多摩地区、神奈川県では横浜市および川崎市、千葉県では湾岸部等が、サードプレイスオフィスの潜在ニーズが確認できるものの、未開設のエリア(駅)が多いようだ。

【図表4】サードプレイスオフィスの「周辺人口」を上回り、拠点未開設の駅



コロナ禍以降、サードプレイスオフィスは、特に、郊外で「テレワーク」対応や拠点分散先としての利用ニーズが高まっている。他業種からサードプレイスオフィス事業への参入が増加し拠点開設も増えているが、「周辺人口」を勘案すると、依然として開設の余地は残されている。今後、サードプレイスオフィスは、郊外のオフィス市場に及ぼす影響が大きくなる可能性があり、その動向を注視したい。

【*1】 会議室などを共用部分に設置して共有し、専用の個室をそれぞれ持つ、いわば合同事務所のようなオフィス形態。

【*2】 フリーアドレスでデスクを共有して利用するオフィス形態。

【*3】 オープンなワークスペースを共用し、各自が自分の仕事をしながらも、自由にコミュニケーションを図ることで情報や知見を共有し、協業パートナーを見つけ、互いに貢献しあう「ワーキング・コミュニティ」の概念およびそのスペース(コワーキング協同組合による定義)。

【*4】 小型ビル: 延床面積1,000㎡未満、中型ビル: 延床面積1,000㎡以上5,000㎡未満、大型ビル: 延床面積5,000㎡以上30,000㎡未満、超大型ビル: 延床面積30,000㎡以上

【*5】 「東京都心5区」(千代田区、中央区、港区、渋谷区、新宿区)、「郊外」(東京周辺18区、都下、神奈川県、埼玉県、千葉県)

新型コロナワクチンを「接種したくない」と思っていた人が接種を決めた理由



保険研究部 准主任研究員 村松 容子
yoko@nli-research.co.jp



むらまつ・ようこ
03年 ニッセイ基礎研究所
17年7月より現職。

主な著書に「みんなに知ってほしい 不妊治療と医療保障」(共著)

本稿では、新型コロナウイルスのワクチンの接種を、7月調査では希望していなかったものの、9月調査では接種または接種予約をしていた人に着目し、当初ワクチンをすぐには接種しなかった理由、7～9月における感染等不安の変化、最終的にワクチンを接種した理由を紹介し、今後のワクチン接種体制について考えたい。

分析に使用したのは、ニッセイ基礎研究所による「新型コロナによる暮らしの変化に関する調査*1」の第5回調査(2021年7月5～7日実施)と第6回調査(9月22～29日実施)の両方に回答をした人のデータである。

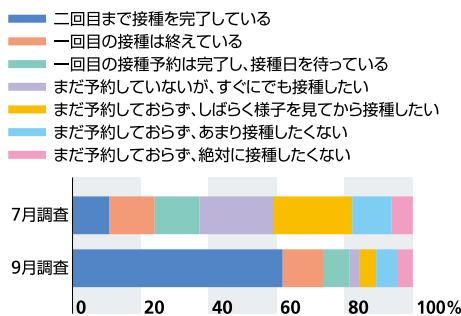
1——7月に接種希望がなかった人の4割弱が接種または予約済

まず、両時点におけるワクチン接種状況・意向を図表1に示す。7月に、接種または予約を終えている(「二回目まで接種を完了している」「一回目の接種は終えている」「一回目の接種予約は完了し、接種日を待っている」)割合は37.3%だった。また、予約はしていないが接種意向がある(「すぐにも接種したい」「しばらく様子を見てから接種したい」)割合は45.0%、接種希望がない(「あまり接種したくない」「絶対に接種したくない」)割合は17.8%だった。

それからおよそ3か月後の9月には、接種または予約を終えている割合が81.5%と、接種や接種予約が進んでいた。9月に「まだ予約していないが、すぐにも接種したい」は2.8%と低く、接種意向のある人はおおむね予約を終えていたと考えられる。

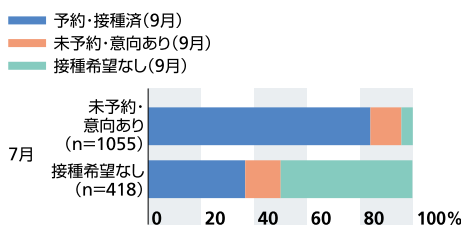
7月の接種状況・意向別に9月の状況をみると、7月に接種希望がなかった人の

[図表1]7月と9月におけるワクチン接種状況・意向
出典：ニッセイ基礎研究所「新型コロナによる暮らしの変化に関する調査」(以下、同じ)



49.8%は9月にも接種希望がなかったが、36.8%は接種または予約を終えていた[図表2]。

[図表2]7月の接種状況・意向別
9月の接種状況・意向



そこで、以下では、(1) 7月に接種または予約を終えていた人(7月に予約・接種済)、(2) 7月には接種の希望がなかったが、9月には接種または予約を終えていた人(希望なし→予約・接種済)、(3) 9月にも接種希望がなかった人(9月も接種希望なし)の3つのグループで分析を行う。

2——接種を希望しなかった理由(7月)～「希望なし→予約・接種済」で、「様子見」、「9月も接種希望なし」で「安全性への不安」「ワクチン不要」

まず、7月時点で、ワクチンをすぐには接種しなかった理由について、「(2) 希望なし→予約・接種済」と「(3) 9月も接種希望なし」を比較する[図表3]。(3)は「副反応が心配だから」「将来的な安全性が確認でき

ていない」などの「安全性への不安」を理由とする人が多かったほか、「自分は感染しない、または重症化しないと思うから」「基本的な感染防止対策で十分だと思うから」などの「ワクチン不要」と考える人の割合が高かったのに対し、(2)は「予約券が届いていないから」「身近な人が接触して問題がないことが確認できていないから」などの「様子見」をしている人が多かった。このことから、すぐには接種を希望していなかった点では同様だったが、「(2) 希望なし→予約・接種済」は、「(3) 9月も接種希望なし」と比べると、接種をまったく検討していなかったわけではなく、周囲の接種状況を見てから検討したかったようだった。

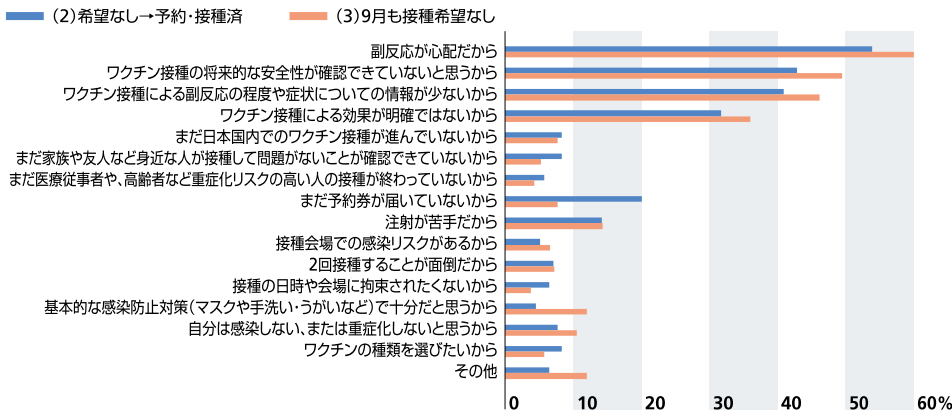
3——感染による健康不安

～「希望なし→予約・接種済」は、7～9月に適切な治療が受けられない不安が上昇

次に、7～9月における新型コロナウイルスによる健康不安の変化を図表4に示す。7月における「感染による健康状態の悪化」に関して、不安と感じている(5段階評価の「非常に不安」または「やや不安」)割合は、「(2) 希望なし→予約・接種済」が55.2%、「(3) 9月も接種希望なし」が43.8%と、(2)は(3)と比べて高かった。この割合は、9月には、(2)が59.1%、(3)が48.1%と、いずれも約4ポイント上昇した。この間、国内では感染の第5波があったことから、感染の不安を持つ人が増えたと考えられる。

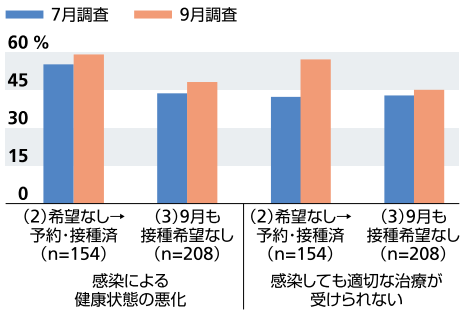
一方、「感染しても適切な治療が受けられない」に関して、不安と感じている割合は、7月に「(2) 希望なし→予約・接種済」が42.2%、「(3) 9月も接種希望なし」が

【図表3】ワクチンをすぐには接種したくない理由(7月)



42.8%と、両者に差はなかった。ところが、9月には、(2)が57.1%、(3)が45.2%と、(3)が2.4ポイントの上昇にとどまったのに対し、(2)は15ポイント上昇しており、(2)と(3)に大きな差ができていた。この間、自宅療養中に死亡した例や、救急搬送ができなかった例が多く報じられていた。図表3のとおり、(2)は「自分は重症化しない」と考えている割合が(3)より低く、重症化しても治療が受けられない不安が高まった可能性がある。

【図表4】不安を感じる割合の変化
〔「非常に不安」または「やや不安」〕



4——接種理由(9月)

～「7月に予約・接種済」は、自分や周囲のリスク軽減と「打つものだと思っていた」。「希望なし→予約・接種済」は、家族の勧め、不利益をこうむりそう、周囲の接種状況を見て最後に、ワクチンを接種した理由について、「(1)7月に予約・接種済」と「(2)希望なし→予約・接種済」を比較した【図表5】。(1)は、自分や周囲の人の感染リスクや重症化・死亡リスクを下げること、国内の感染者数を減らすこと等、ワクチンの効用に期待をした積極的な理由が多かった。次いで、「打つものだと思っていた」が3割を超えて高くなっていった。

で、「打つものだと思っていた」が3割を超えて高くなっていった。

一方、(2)もワクチンの効用に期待した理由もあったが、(1)と比べて低く、「周囲の人が接種しているから」「家族に勧められたから」「ワクチン接種済み証明(ワクチンパスポート)を活用した行動緩和策において、不利益をこうむりそうだから」が(1)より高かった。

5——おわりに

以上のとおり、7月調査で接種希望がなかった人のおよそ半数が9月調査でも接種希望がなかったが、4割弱は予約または接種を済ませていた。

「(2)希望なし→予約・接種済」は「(3)9月も接種希望なし」と比べて、7月調査で感染による健康状態の悪化に不安を感じていた割合が高かったほか、7～9月の間に、感染しても適切な治療が受けられない不安

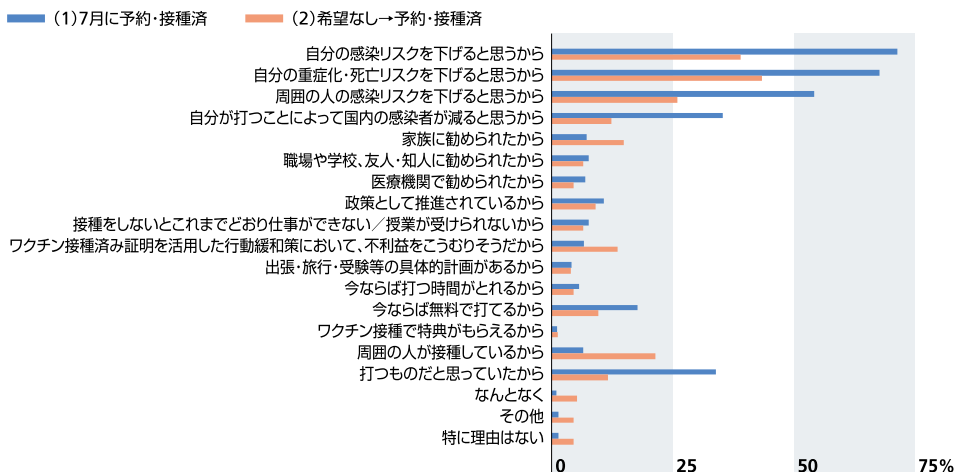
が大幅に上昇していた。7月調査でも、接種をまったく検討していなかったわけではなく、周囲の接種状況や、国内の感染状況、医療ひっ迫の状況等を踏まえて接種を検討したと推測できる。ワクチン接種理由は、ワクチンの効用に期待した回答も上位にあがったが、「(1)7月に接種・予約済」と比べて低く、家族の勧めや周囲の人の接種状況、接種済み証明(ワクチンパスポート)の活用に関する議論を考慮して接種したなどの消極的な理由も一定程度あった。また、(1)は「(ワクチンを)打つものだと思っていた」が3割を超えて高く、ワクチンで感染症を予防しようとする考えには個人差があると考えられた。

9月調査で、「まだ予約していないが、すぐにでも接種したい」は2.8%にとどまり、接種意向のある人はおおむね予約を終えたと考えられる。現在、接種意向がない人は、感染不安や適切な治療が受けられないことへの不安、重症化する不安が相対的に低く、ワクチン接種に対する安全性への不安が高い人やワクチン不要との考えが多い。

しかし、感染の再拡大や重症化リスクの高い変異株の出現、自分自身や同居家族が転職や体調等によって感染や重症化リスクが高まったとき、副反応の頻度や程度が低いワクチンが開発されたとき等に、接種意向が生じる可能性があるだろう。そのため、必要時に接種できる仕組みを整備しておくことが必要だろう。

【*1】20～74歳男女個人を対象とするインターネット調査。

【図表5】ワクチンを接種(予約)した理由(9月)



オフィス空室率は上昇が継続。物流市場も需給がやや緩和。

不動産クォーターリビュー2021年第3四半期



金融研究部 主任研究員 吉田 資

tyoshida@nli-research.co.jp

国内経済は、2021年に入り停滞が続いている。住宅市場は価格上昇が続くなか、販売状況はやや弱含んでいる。地価は回復傾向が強まるも、一部の商業地では下落に転じた地区もみられる。

オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの空室率が3.3%に上昇した。東京23区のマンション賃料は、頭打ち感も見られる。2021年7-9月累計の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲49.0%減少した。全体的に好調を維持している物流賃貸市場は、首都圏では大量供給に伴い空室率が上昇した。

1—— 経済動向と住宅市場

2021年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.8%（前期比年率▲3.0%）と2四半期ぶりのマイナス成長になった。緊急事態宣言の長期化や半導体不足などの供給制約の影響で、民間消費、住宅投資、設備投資が減少した。

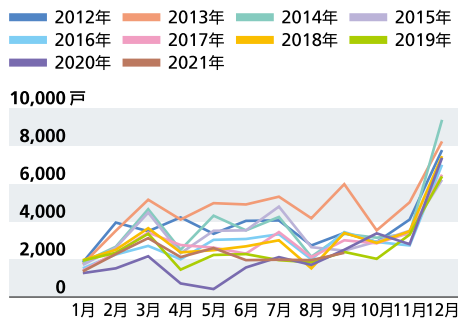
ニッセイ基礎研究所は、11月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は、2021年度が+2.6%、2022年度が+2.5%、2023年度が+1.7%と予想する。緊急事態宣言は解除されたが、引き続き感染症への警戒感が残ることなどから、消費の回復ペースはコロナ禍の急速な落ち込みの後としては緩やかにとどまるだろう。実質GDPが消費税率引き上げ前の直近のピーク（2019年7-9月期）に戻るのには2023年度と予想する。

2021年7-9月の新設住宅着工戸数は約22.5万戸（前年同期比+7.2%）となった。2019年同期比では▲3.7%となりコロナ禍前の水準を回復しつつある。

一方で、2021年7-9月の首都圏のマンション新規発売戸数は6,203戸（前年

同期比▲0.4%）とやや減少した[図表1]。平均価格は6,584万円（前年同月比+13.3%）となり3カ月連続で上昇した。価格が上昇基調で推移するなか販売戸数は減少に転じた。

[図表1] 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)
出所：不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

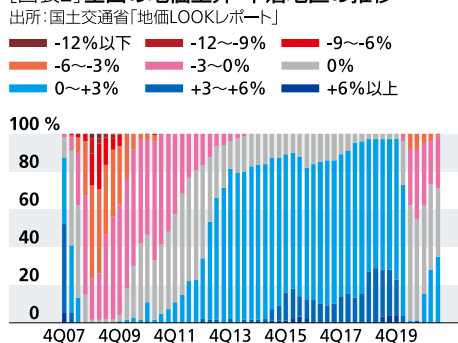


東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2021年7-9月の首都圏の中古マンション成約件数は8,793件（前年同期比▲7.8%）となった。平均価格は3,985万円（前年同月比+7.9%）となり、16ヶ月連続で上昇した。中古マンションの成約件数は、水準自体は高いものの、価格の上昇に実需が追い付かず成約件数が伸び悩むといった潮目の変化に留意したい。

2—— 地価動向

国土交通省の「地価LOOKレポート（2021年第2四半期）」によると、全国100地区のうち上昇が「35」（前回28）、横ば

[図表2] 全国の地価上昇・下落地区の推移



いが「36」（45）、下落が「29」（27）となった。[図表2]。同レポートでは、「住宅地ではマンション素地取得の動きが回復している地区が増加する一方で、商業地では新型コロナウイルス感染症の影響により店舗等の収益性が低下し下落している地区がある」としている。

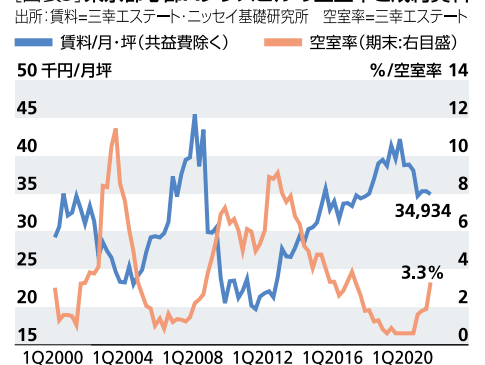
3—— 不動産サブセクターの動向

1 | オフィス

三幸エーステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2021年第3四半期の東京都心部Aクラスビル成約賃料（月坪）は34,934円（前期比▲1.1%、前年同期比▲8.2%）、空室率は3.3%（前期比+1.4%）で2017年第2四半期以来の3%台となった[図表3]。三幸エーステートは、「新築ビルへ移転したテナントの二次空室が生じたことに加え、オフィス戦略の見直しに伴い生じた大口の募集床が後継テナントを確保できず、現空床となるケースがみられた」としている。

ニッセイ基礎研究所は、東京都心部Aクラスビルの賃料見通しを9月に改定した。オフィス需要は力強さを欠き、空室率は緩やかな上昇が続く見通しである。成約賃料は、空室率の上昇を受けて下落基調で推移すると見込む。2020年の賃料を100とし

[図表3] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料





よしたたすく
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。

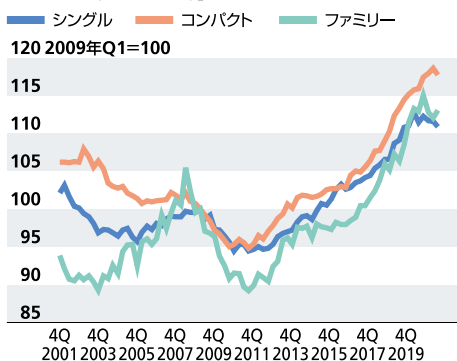
た場合、2021年は「100」、2022年は「98」、2025年は「92」への下落を予測する。

2 | 賃貸マンション

東京23区のマンション賃料は、前年比でプラスを確保したものの頭打ち感も見られる。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2021年第2四半期の賃料は前年比でシングルタイプが▲0.6%、コンパクトタイプが+1.8%、ファミリータイプが+0.2%となった[図表4]。

[図表4] 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)」



3 | 商業施設・ホテル・物流施設

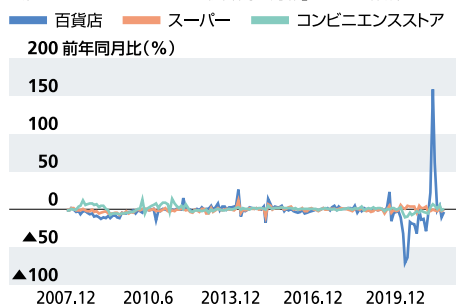
商業セクターは、新規感染者数の増加に伴う行動自粛により百貨店とスーパーの施設売上が減少した一方で、コンビニエンスストアは増加した。商業動態統計などによると、2021年7-9月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が▲3.1%、スーパーが▲1.1%、コンビニエンスストアが+1.2%となった[図表5]。

ホテルセクターは依然として厳しい状況が続いている。宿泊旅行統計調査によると、2021年7-9月累計の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲49.0%減少し、このうち外国人が▲94.3%、日本人が▲39.4%となった[図表6]。東京五輪の無観客開催や緊急事態

宣言の長期化に伴う夏季行楽シーズンの宿泊需要の消滅により、苦しい経営環境を強いられている。

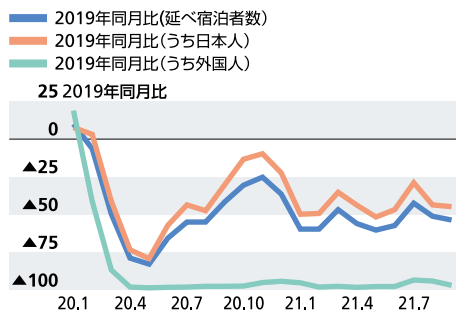
[図表5] 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)

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」をもとに作成



[図表6] 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比、2020年1月～2021年9月)

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



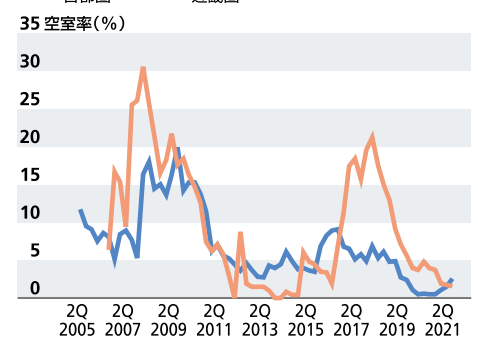
CBREによると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率(2021年9月末)は前期比+1.1%上昇の2.6%となった[図表7]。先進的物流施設への需要は3PL企業を中心に引き続き堅調で、2021年第3四半期の新規需要は約13万坪となったが、新規供給は複数の大規模物件の竣工により過去4番目に多い約18万坪に達し、空室率が上昇した。一方、近畿圏は新規物件、既存物件ともにリーシングが順調で空室率は1.6%(前期比▲0.1%)に低下した。

4—— J-REIT(不動産投信)市場

2021年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は6月末比▲3.7%となり6四半期が

[図表7] 大型マルチテナント型物流施設の空室率

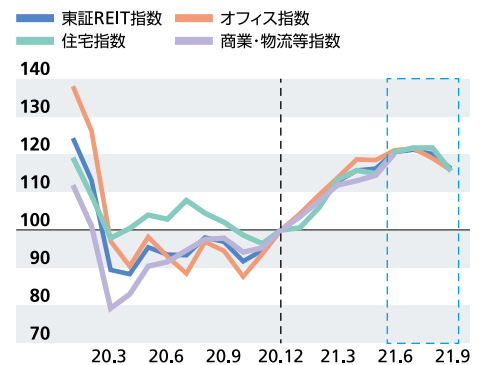
出所：CBREのデータをもとに作成



りに下落した。セクター別では、オフィスが▲4.5%、住宅が▲4.2%、商業・物流等が▲2.7%となり全てのセクターが下落した[図表8]。7月までは上昇基調を維持し9カ月連続で上昇となったが、その後は好調な株式市場への資金シフトや公募増資の増加、米国金利の上昇などを受けて下落に転じた。

[図表8] 東証REIT指数の推移(2020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



J-REITによる第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は4,857億円(前年同期比+82%)、1-9月累計で1兆1,589億円(+18%)となり金額を大きく伸ばした。アセットタイプ別の取得割合(1-9月累計)は、オフィス(44%)、物流施設(22%)、商業施設(13%)、住宅(13%)、底地ほか(7%)、ホテル(1%)の順となり、これまで低調であった商業施設の取得が回復した。

なぜ世界一の病床大国で医療が逼迫するのか

提供体制の構造的な要因を考える



保険研究部 主任研究員 三原 岳
mihara@nli-research.co.jp



みはら・たかし
95年 時事通信社入社。
11年 東京財団研究員を経て、17年10月 ニッセイ基礎研究所(現職)。
『医療経済』に『現場が望む社会保障制度』を毎月連載中。
主な著書に『地域医療は再生するか〜コロナ禍における提供体制改革〜』、
『必携自治体職員ハンドブック』(共著)。

1——はじめに

新型コロナウイルスによる医療の逼迫を受け、10月31日投開票の総選挙では各党が医療提供体制の拡充を競って訴えた。

ただ、医療資源は有限であり、無尽蔵に増やせるわけではない。しかも、人口比で見た日本のベッド数は世界一であり、世界一の病床大国で医療が逼迫する構造的な要因を探る必要がある。

本稿では、①医療資源の集中が不徹底、②医療機関の役割分担が不明確——という2つの構造的な要因を挙げ、今後の方向性を模索する。

2——医療資源の集中が不徹底

医療資源の集中が不徹底な状況として、平時から患者を十分に受け入れている急性期病床の存在を指摘できる。具体的には、診療報酬の単価が高く設定されている急性期の適用を受けているのに、十分に患者を受け入れている医療機関が存在する点である。こうした病床は業界で「何ちゃって急性期」と呼ばれており、奈良県が可視化した。

具体的には、各医療機関が各都道府県に対して現状を報告する「病床機能報告」に基づき、奈良県が2016年時点の病床を集計したところ、急性期は6,977床だった。ただ、これは医療機関の報告ベースであり、実態を伴っているとは限らない。そこで、奈良県は独自の判断に基づき、「50床当たり手術と救急入院が1日2件以上かどうか」という目安で急性期の実態を可視化し、クリアしている病床

を「重症急性期」、目安に達していない病床を「軽症急性期」という形で整理した。その結果、重症急性期は4,300床にとどまり、2,697床は目安をクリアしていなかった。こうした病床がコロナ禍でどういう役割を果たしているのか、実態は必ずしも明らかになっていないが、急性期が薄く広く存在している分、医療必要度の高いコロナ患者の受け入れが難しくなっている可能性がある。

さらに、規模が小さい医療機関が林立している点も見逃せない。2021年1月時点における厚生労働省の集計によると、「急性期病床を有している」と報告している医療機関のうち、自治体が運営する公立、日赤などの公的等は7~8割で「受け入れ可能」と答えたのに対し、民間は約2割にとどまっていた。

ただ、これは止むを得ない事情もある。新型コロナウイルスへの対応では、密度の濃い医療を提供する必要があるほか、陽性者と非陽性者を分けるゾーニングが求められるため、一定規模以上の病床が必要となる。

そこで、先に触れた厚生労働省の資料を基に、「急性期病床を有している」とくに報告している医療機関の規模を開設者別に整理すると、200床未満の病院では公立で48.9%、公的等で17.8%だが、民間は82.6%に上り、小規模な医療機関の林立が病床逼迫を生み出す一因となっている。

3——医療機関の役割分担が不明確

第2に、医療機関の役割が不明確な点を指摘できる。医療の機能は「プライマ

リ・ケア」と呼ばれる1次医療、高度な医療を提供する2次医療、3次医療に区分され、それぞれの状態に応じて医療を提供すれば、費用を最適化できる。新型コロナウイルスへの対応でも、症状が改善した患者を重症病床から転院させ、自宅・宿泊療養中に悪化した患者を受け入れれば、病床の逼迫は緩和される。

ただ、日本の医療機関の役割分担は不明確であり、医療機関同士の不十分な連携が新型コロナウイルス対応で目詰まりを起こす一因になっている。

4——おわりに~平時モードの改革を~

今回、取り上げた2つの構造(①医療資源の集中が不徹底、②医療機関の役割分担が不明確)は平時モードの改革である「地域医療構想」と共通している。

例えば、①では急性期病床の統廃合・再編が意識されていたし、②でも治癒した急性期の患者を回復期に転院させ、さらに在宅に移行させる医療機関同士の連携が課題となっている。

つまり、新型コロナウイルスは日本の医療提供体制の構造的な問題を浮き彫りにしたと言える。その一方、新興感染症への脆弱性も課題として顕在化した。このため、今後は有事に対応できるバッファとなる病床、人員を確保しつつ、平時モードの改革である地域医療構想も進める必要がある。

※本稿は2021年10月26日の拙稿を再構成した。紙幅の都合で地域医療構想との詳細な対比、医療機関連携の好事例、長期療養を前提とした病床の存在などを省略しており、詳細は下記を参照。
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=69174?site=nli>

米インフレ高進は ドル高要因なのか?

今 月のドル円は一進一退の展開に。上旬に米労働参加率の低迷等を材料に一旦ドル112円台までドル安に振れた後、CPIなど予想を上回る米経済指標を受けた利上げ前倒し観測によってドルが持ち直し、一時115円に接近。一方、直近では欧州でのコロナ拡大に伴うリスク回避的な円買いによって、114円台前半に下落している。

今後も米国のインフレ懸念に伴う利上げ前倒しが意識されやすい時間帯が続きそうだ。特に12月FOMC時に公表される参加者による政策金利見通しでは利上げの前倒し示唆が予想され、米金利上昇を通じてドル高が促される可能性が高い。一時的には115円突破も視野に入る。

ただし、ドルの上値は総じて重いだろう。米インフレ・利上げ観測は通常ドル買い材料になりやすいが、行き過ぎた場合には米景気減速懸念によるドル売りや株安を通じたリスク回避の円買いをもたらす。ドル円の下押し圧力になる。また、今後も主要国でのコロナ再拡大や米暫定予算・債務上限の期限切れを巡ってリスク回避的な円買いの発生が想定される。3か月後の水準は現状比やや弱含みの113円前後と見ている。

今月のユーロ円は大幅なユーロ安が進み、足元では1ユーロ128円台後半で推移している。ラガルドECB総裁が利上げに慎重な発言を繰り返したうえ、域内でのコロナ感染再拡大と行動規制強化がユーロを押し下げた。当面は感染拡大への警戒からユーロの低迷が予想されるが、いずれ感染がピークアウトすることでユーロの持ち直しが期待される。3か月後の水準は130円前後と予想。なお、ECBは近々緊急買い取り制度終了を決定するとみられるが、別途資産買い取りの拡充によって緩和継続姿勢を示すと見込まれる。為替への影響は限定的だろう。

今月の長期金利は月初に英利上げ見送りの余波などで一旦低下した後、CPIなどの予想を上回る米経済指標の発表や政府の経済対策に伴う国債増発懸念から上昇し、足元では0.0%台後半にある。今後も米金利上昇や国債増発が金利上昇圧力となるものの、0.1%を超える水準では国内投資家の債券需要が見込まれる。また、リスク回避的な債券需要も想定されるため、3か月後の水準は0.1%前後と見込んでいる。



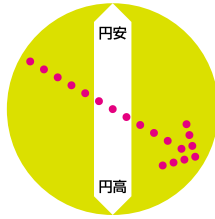
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

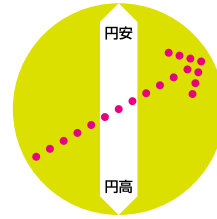


Market Karte

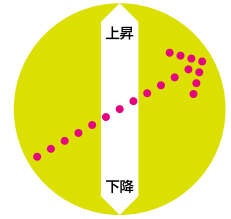
December 2021



ドル円・3か月後の見通し

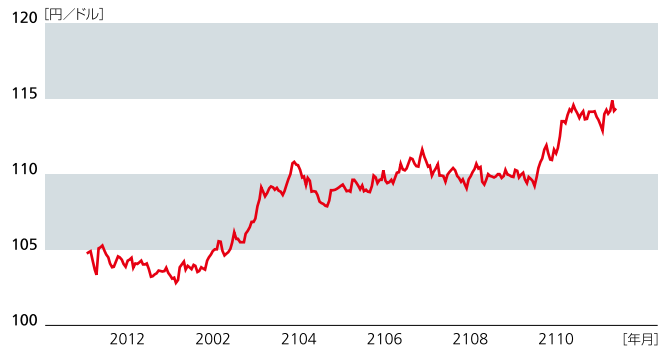


ユーロ円・3か月後の見通し

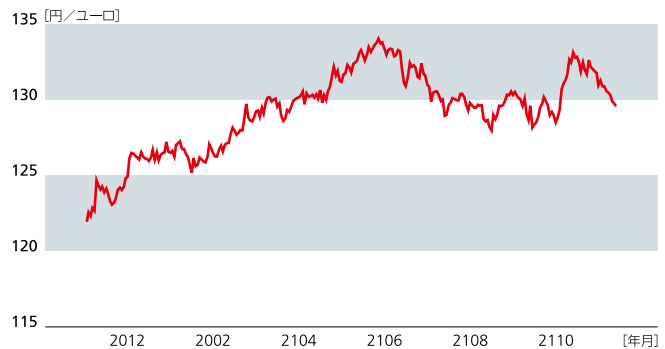


長期金利・3か月後の見通し

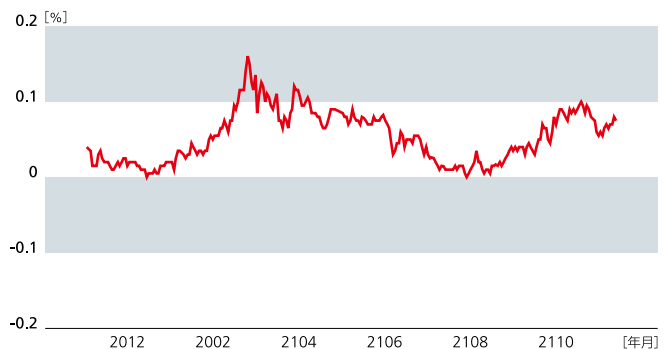
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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



レポートアクセスランキング

- 1 変動金利型と固定金利型の
どちらの住宅ローンを選択すべきか
—市場動向から最適な住宅ローンの借入戦略について考える
福本 勇樹 [基礎研レポート | 2021/11/8号]
- 2 株式インデックスに積立投資をしたら、
どれくらい増えるのか
—先進国株式、新興国株式、米国株式、日本株式で比較してみた。
熊 紫云 [基礎研レポート | 2021/11/5号]
- 3 衆院選後の株価、明暗は2週間後?
井出 真吾 [基礎研レター | 2021/10/25号]
- 4 株式インデックス投資、何が良いか
—先進国株、新興国株、米国株と日本株、どれを選ぶ?
熊 紫云 [基礎研レポート | 2021/10/8号]
- 5 新型コロナワクチンをすぐには
接種しない人の理由と特徴
—「安全性への不安」「順番待ち様子見」「面倒」「ワクチン不要」
村松 容子 [基礎研REPORT-1 | 2021/8/5号]

コラムアクセスランキング

- 1 「三角関数」と「フーリエ変換」
—三角関数の幅広い実社会利用での基礎となる重要な数学的手法—
中村 亮一 [研究員の眼 | 2021/11/10号]
- 2 1970年から2020年の半世紀でみる
出生数減少率・都道府県ランキング
—ニッポンの人口動態を正確に知る(1)
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2021/10/18号]
- 3 新型コロナ 遥かなる集団免疫
—ワクチン接種だけでは集団免疫獲得には限界?
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2021/10/26号]
- 4 つみたてNISAの実態は?
~これから多くの人の資産形成の助けになることを期待~
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2021/10/18号]
- 5 「対数」に、もう一度興味・関心を
持ってみませんか(その1)
—対数って、何だろう?—
中村 亮一 [研究員の眼 | 2021/6/4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21/10/18-21/11/14)

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

楽器・音声の音域 [12月6日はシンフォニー記念日]

Source : Essential Dictionary of Orchestration [実用音域] Design : infogram©

