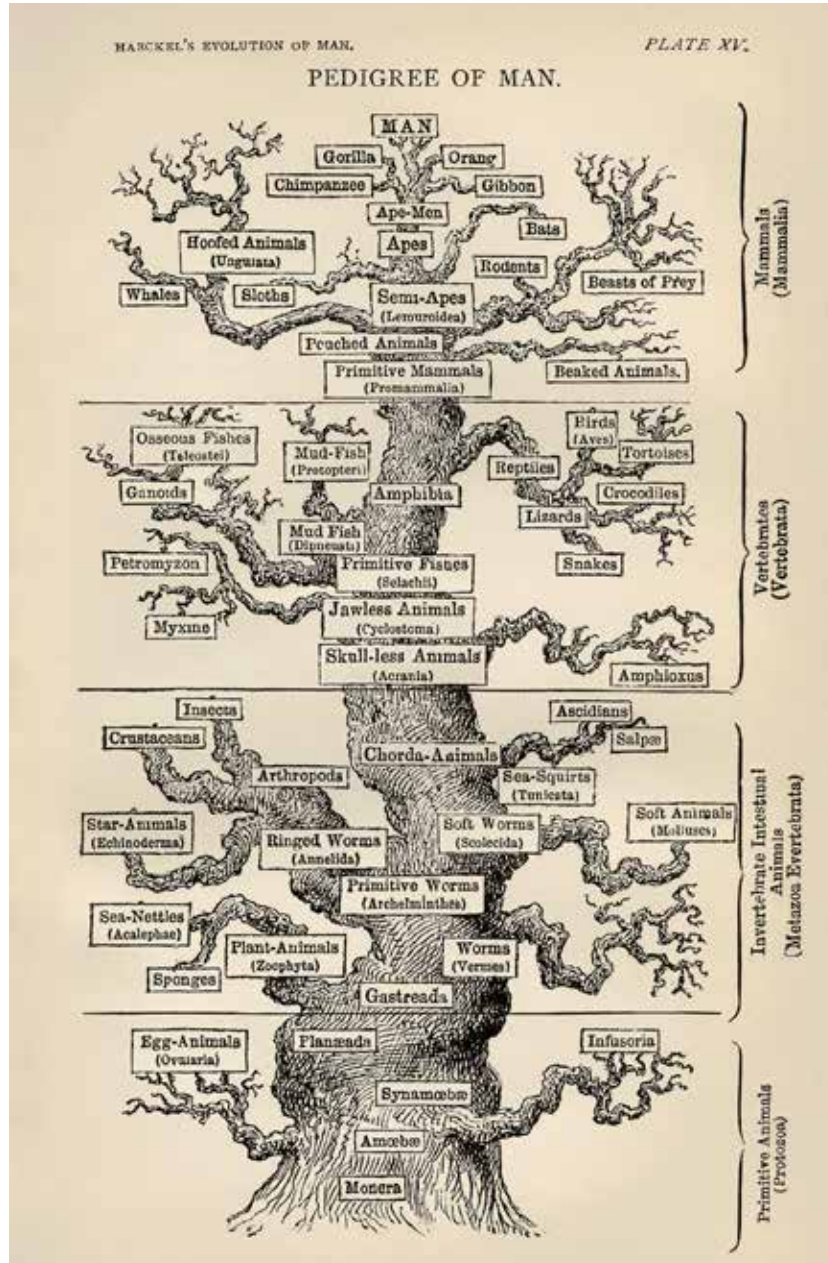


ニッセイ基礎研 Report

June 2022 Vol.303

- 02 G7次期議長国としての日本の役割 ● 氷見野 良三
- 03 時を駆けるか中高年 ● 徳島 勝幸
- 04 商業施設売上高の長期予測 ● 佐久間 誠
- 06 投資家置き去りの東証プライム市場 ● 井出 真吾
- 08 東京オフィス市場は賃料下落が継続。住宅価格はさらに上昇 ● 岩佐 浩人
- 10 新型コロナウイルスと保険金支払 ● 有村 寛
- 11 円安に急ブレーキ、円高トレンドの始まりか?それとも円安トレンドの小林止か? ● 上野 剛志



ルーツを視る

ドイツの生物学者であったエルンスト・ヘッケルは、ダーウィンの「進化論」に感銘を受け、特に動物の進化を「系統樹」によって説明した。描かれた「人類の系統発生図」は、彼の圧倒的な画才によって芸術作品に昇華され、後世の生物学だけでなくグラフィックデザインの分野にも強い影響を及ぼしたと言われている。

●
人類の系統発生図
エルンスト・ヘッケル 1879
From Wikimedia Commons

G7次期議長国としての日本の役割



総合政策研究部 エグゼクティブ・フェロー 氷見野 良三



ひみの・りょうぞう

83年大蔵省入省 03～06年バーゼル銀行監督委員会事務局長
20年7月～21年7月金融庁長官
21年10月～東京大学公共政策大学院客員教授(現職)
22年1月～ニッセイ基礎研究所(現職)

1—— G7・G20の役割変化

来年、日本はG7の議長国となる。

世界金融危機以降、主要先進国のみならず主要新興国もメンバーとするG20の役割が大きくなり、G7の果たす役割はかつてよりは小さくなった。しかし、ロシアによるウクライナ侵略以降、経済制裁をはじめ、G7の共同行動が果たす役割が大きくなっている。他方、ロシアやロシアと親しい国もメンバーとなっているG20の運営は困難を増している。

もちろん、対立を内包するからこそG20での対話の価値が大きいのかもしれないが、例えば、4月20日にワシントンで開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議では共同声明は出されなかった。今年のG20議長国はインドネシア、来年はインドだが、大変難しいかじ取りを迫られるだろう。

日本はG20においても議長国をサポートしていかねばならないが、G20が進路を見失わないようにするためには、来年日本がG7議長国として世界共通の課題について方向性を的確に示し、G7が先導役を務められるようにしていくことも重要だろう。

2—— 世界秩序の再構築

来年は、このたびの戦争を踏まえた世界秩序の再構築が本格化する最初の年となるのではないかと。冷戦後の秩序が大きな転換点を迎える中、来年、世界がどのような進路を見出せるかは、日本自身の生存と安全にとっても死活的な重要性を持つ。

日本は、ロシアのみならず中国をも隣人とする国、アジア唯一のG7メンバー、核兵器の非保有国、国連安全保障理事会常

任理事国ではない世界第三位の経済大国だ。日本ならではの視点を踏まえた提案を積極的に行っていくことは、G7の主張の世界全体に対する説得力を高めるだろう。逆に、日本がこの年にG7議長国となるといふ巡り合わせを最大限活用しなければ、世界秩序再構築の議論は北大西洋条約機構(NATO)加盟国を中心に進むのではないかと。

3—— ゴールからトランジションへ

根本的な点に遡って議論が必要となっているのは安全保障の問題だけではない。気候変動問題に関しては、日本は「最終的な到達点(ゴール)だけではなく、そこに至る移行過程(トランジション)も重要だ」と早くから主張してきた。しかし、これまでは、「グリーン以外はすべてブラウンとして一日も早く排斥すべき」とする立場からは、しばしば疑いの目を向けられてきた。

こうした状況は変化しつつある。既に昨年10月のG20ローマ・サミットは、COP26の成功に向けた決意と産油国への増産要請を同時に議論しなければならない難しい状態に陥っていた。更に、現在は、ロシアの天然ガスに依存することの含意に直面し、移行過程におけるエネルギー安定供給の問題が最前面に出てこざるをえなくなっている。

これまでにはまず野心的な目標を設定することが中心だったが、来年は取り組みを成熟させていくことに焦点があたるのではないかと。

4—— 地に足のついたアジェンダ設定を

2019年、日本はG20の議長国だった。トランプ前大統領のアメリカ・ファースト

政策、プレグジット、デリバティブズ規制をめぐる米欧間の対立などを踏まえ、金融の分野での「市場の分断」への対応をアジェンダに掲げた。多くの国々の支持を得、サミットの宣言文に盛り込まれただけでなく、例えば、本年1月には証券監督者国際機構(IOSCO)から報告書「グローバル監督カレッジの活用から得られた教訓」が公表されるなど、その後も具体的な取組が続いている。

ただ、現実には、市場の分断はこれからむしろ深刻になっていくのではないかと考えられる。宣言文について20か国のコンセンサスを築くことも容易ではないが、それを具体的な取組に移すことは更に難しく、現実世界を変えていくことは一層難しい。

国際租税面での日本の長年にわたる粘り強い取組が近年大きく花開いた例もあるが、多くの場合は、膨大な努力を注ぎ込んだ結果、世界が1ミクロンでも現実に変われば、大成功といわなければならない。逆に、短期的に目覚ましい成果を追おうとすれば、紙の上だけの成果になる可能性が高くなる。

会議設営、警備、おもてなし、そして印象的な映像を残せる場面を作ること(SNS映え)ももちろん重要だが、それらに専念して済む年回りでないことはいままでもない。

議長就任前からG7内外のさまざまなステークホルダーと綿密に議論を重ね、地に足のついたアジェンダ設定を行っていくことが望ましい。政府だけではなく、わたしたち政府の外にいる者も、内外の幅広い議論の輪に加わり、課題の指摘だけではなく解決策・提案を具体的に考え貢献していくことが大切だろう。

時を駆けるか中高年

時間は夢を裏切らないか



金融研究部 研究理事 年金総合リサーチセンター長兼 ESG 推進室長 徳島 勝幸

k-toku@nli-research.co.jp



とくしまかつゆき

86年日本生命保険相互会社入社。08年ニッセイ基礎研究所。資産運用関係業務に25年以上に渡って従事し、証券アナリストジャーナル編集委員や複数の公的共済組合等で運用に関する委員を務める。主な著書に「図解入門 よくわかる 最新 年金の傾向と対策」(共著)。

時間の流れは一定だろうか

自分が年を重ねるにつれ、身につまされて感じる変化が幾つかある。まず、記憶力の衰えが顕著である。先日も趣味を同じくする友人と話している際に、共通の知人のハンドルネームが浮かんで来ない。ましてや、本名が出て来るはずもない。このような固有名詞に関する記憶の衰えとともに強く感じるのが、時の流れが速くなってしまったという実感である。

時間があっという間に過ぎ去ってしまうという意味で、日本では古くから「光陰矢の如し」と表現して来た。他の国でも同旨の表現は多く、中国では「光阴似箭」などと言うらしく、むしろこちらが本家である。英語でも“Time and tide wait for no man.”などの慣用句を大学受験に際して暗記したことが懐かしい。つまり、時が早く過ぎてしまうことを、世界中の人々が実感していることは間違いない。

こうした感覚的な表現に対して、時間の流れる速さは一定であると、物理学者は反論するだろう。かつて一日の長さは地球の自転周期を基に定められていた。しかし、そもそも自転周期自体が24時間ちょうどでないこともあって、現在はセシウム原子時計で観測される周波数を基に定義された「秒」が時間を計測する際の基準にされている。

また、年についても、当初は地球の公転周期に基づいて定められたものだが、遅くともユリウス暦の採用される以前の紀元前には1年=365日ちょうどでないことが認識されている。加えて、地球の公転周期自体すら必ずしも一定でない。

実際の時間と体感する時間

客観的なはずの時間そのものが、このように「揺らぎ」を持っているだけではない。個々人の感じる主観的な時間の長さも、大きく変化することが知られている。大学での1コマ90分の講義は、面白ければあっという間に終わってしまうが、詰まらない内容・教授ならば無限に続く地獄の責め苦であるかのように感じられるだろう。職場での勤務時間も、集中して取り組むとすぐに終業時刻になってしまうのに、面白くない業務だとなかなか終業時刻にならないと感じることがある。このように、客観的に計測される時間と主観的に感じる時間とは、長さの異なるものと感じられる可能性が高い。

さらに、主観的な時間の価値は、観測する自然人の年齢によっても影響されると考えられる。つまり、10歳の小学生にとっての1年は、これまでの人生に対して $1/10=10\%$ にも相当する(厳密には物心ついてからで、より大きなウェイトになる)。そのため、子供は1年を長いと感じる。一方、50歳の中高齢層にとっての1年は、 $1/50=2\%$ にしか相当しない。結果として、年をとってしまうと、流れる時間の価値が相対的に小さくなってしまっており、時の流れを早いと感じてしまうのではないか。

時間を味方につけること

年齢を重ねるにつれて時間の流れを速く感じるのであれば、間違いなく、将来に向けた備えは早めに取り組んでおいた方が良い。しかも、次第に、残された時間は短くなって

来る。定年延長といった雇用慣行の見直しが進みつつあるものの、継続雇用においてはすら従来の給与水準を維持されることは多くないし、新しい職場では賃金水準が低下する可能性は高い。そもそも、個人差はあるものの、以前と同じように働くことは、体力的にも精神的にも容易でないだろう。

『自助・共助・公助』という表現は、個々人の努力を求めるものとして反発を受けているが、高齢化が進行し人口が減少しつつある日本において、公助に限界があることは自明のことである。共助や自助を活用しない限り、将来の老後生活は厳しいものとなることが必至だろう。

そのためには、時間を味方につけることが重要である。長期に及び日銀の低金利政策を受けて、投資による利回り獲得よりも、暗号資産やCFD(差金決済)取引などの投機的な手段による一攫千金が目されて来た。しかし、物価や海外の金利上昇によって、日本国内の金利水準も超長期年限を中心に上昇の兆しが見られはじめている。

金利が0%ならば複利効果を得ることは出来ないが、プラスの利回りならば、複利効果によって資産の増殖を実現できる。7%で10年間運用することが出来れば、元利金合計がほぼ倍になること($1.07^{10}=1.967$)が知られている。ここまでの高利回りは実現出来なくても、金利水準の上昇によって資産運用による果実の拡大が期待できる。

時の過ぎ行くままにせず、時間を味方につけ利用することで、将来に備えてはどうだろうか。時間は決して夢を裏切らないものと信じたい。

商業施設売上高の長期予測

少子高齢化・EC市場拡大・コロナ禍による消費行動の変容が商業施設売上高に及ぼす影響



金融研究部 准主任研究員 佐久間 誠
msakuma@nli-research.co.jp



さくま・まこと

06年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入行。
13年国際石油開発帝石。15年ニッセイ基礎研究所。
19年ラサール不動産投資顧問。20年ニッセイ基礎研究所。
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。

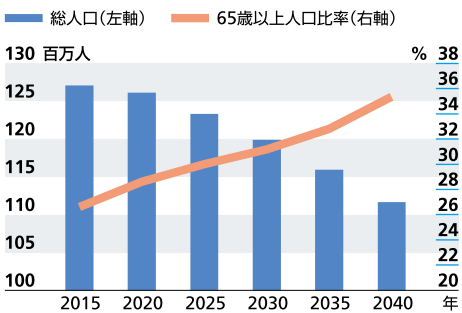
1——商業施設は少子高齢化が逆風に

コロナ禍は商業施設に多大な影響を及ぼしたが、足もとではコロナ前の水準を回復しつつある。それでは、コロナ禍が収束した後、商業施設の売上環境はどのように変化するのだろうか。

今後は少子高齢化が本格化するため、商業施設の将来の売上は決して楽観できる状況ではない。2020年の国勢調査によると、日本の総人口は1億2615万人となり、2015年から95万人減少した[図表1]。日本の人口は2010年調査をピークに減少が続いており、国立社会保障・人口問題研究所の予測によれば、今後10年間で4.9%減少、今後20年間で11.5%減少する見通しである。

[図表1] 日本の将来推計人口の推移

注:2025年以降は、令和2年国勢調査の総人口に、「日本の将来推計人口」(平成29年推計)の人口変化率を乗じることで算出
出所:総務省、国立社会保障・人口問題研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



少子高齢化は「単身世帯の増加」と「世帯の高齢化」をもたらす。

単身世帯の増加は、商業施設の売上を下支えする要因となる。品目別に見ても、単身世帯の支出は二人以上の世帯をほとんどの品目で上回り、特に食料や被服・靴、外食、観覧・入場料等、交際費を押し上げる要因になる。

これに対して、世帯の高齢化は、商業施

設の売上の減少要因となる。品目別に見ると、食料、被服・靴、外食、旅行サービスなど、多くの品目が高齢化により支出が減少し、医薬品関連、理美容サービスなど一部の品目では増加する。

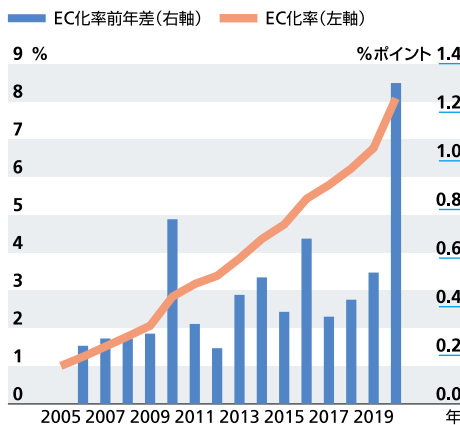
2——EC市場拡大も商業施設を下押し

リアルな店舗である商業施設への逆風として、インターネットを利用した購入であるECの市場拡大も指摘される。欧米では、コロナ前からECシフトにより多くの商業施設が閉鎖に追い込まれ、「Amazon Effect」と呼ばれている。

コロナ禍においては、巣ごもり消費が増加し、ECシフトが加速した。2020年の日本のEC化率は8.1%となり、前年からの上昇幅が+1.3ポイントと過去最大の伸びを記録した[図表2]。

[図表2] 日本のEC化率の推移

出所:経済産業省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



ただし、EC市場の拡大ペースは、足もとではコロナ前の水準まで鈍化している。コロナ禍におけるEC支出額は、2020年4月から2021年3月まで+40%～+70%の伸び率となったが、2021年4月以降は平均+10%の伸び率に減速している[図表3]。

[図表3] EC支出額変化率の推移

注:二人以上の世帯

出所:総務省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



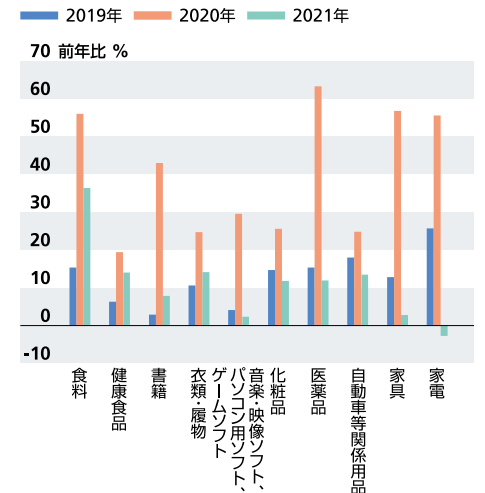
したがって、コロナ禍におけるECシフトの加速は一巡した可能性がある。

品目別に見ると、多くの品目でEC拡大ペースがコロナ前の水準に戻っているが、食料品は引き続き高い伸びを維持している。2019年から2021年にかけてのEC支出額変化率(前年比)をみると、「食料」(+15.4%→+55.9%→+36.4%)と「健康食品」(+6.3%→+19.4%→+14.1%)は、2021年においても2019年の2倍以上の伸び率となっている[図表4]。

[図表4] 品目別みたEC支出額変化(2019~2021年)

注:二人以上の世帯

出所:総務省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



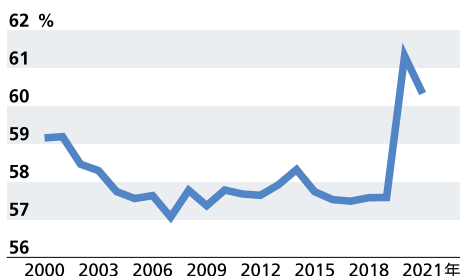
また、年齢別に見ると、高年層におけるEC支出額の伸び率は、コロナ前を上回っている。食料品や高年層は、もともとEC化率が低かったが、コロナ禍においてEC利用の普及が進んだことで、今後、EC拡大ペースが速まるかもしれない。

3—— コロナ禍を契機としたコト消費からモノ消費へのシフト

ECシフトの加速に加え、コロナ禍による消費行動の変容として、「コト消費からモノ消費へのシフト」が挙げられる。

消費支出に占める財消費の割合は2019年の57.6%から2020年の61.3%へ上昇した[図表5]。2021年は60.3%に低下したものの、コロナ前と比べて高い水準である。

[図表5] 消費支出に占める財消費の割合
注：二人以上の世帯
出所：総務省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

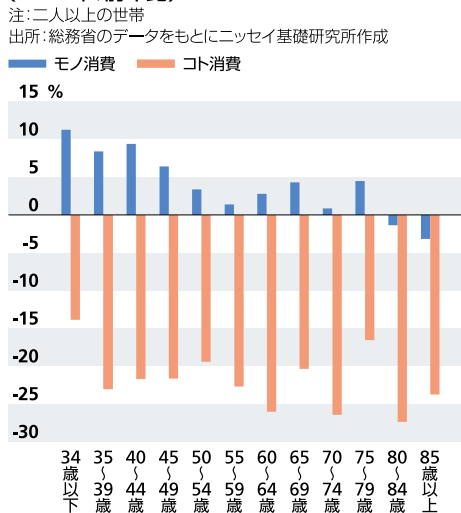


もっとも、この変化は全ての年齢層で一律ではない。家計調査における消費支出を年齢別にコト消費とモノ消費に分類してみると、2020年は「34歳以下」ではコト消費が▲13.9%、モノ消費が+11.3%となったように、若年層・中年層はコト消費をモノ消費で代替したことがわかる[図表6]。

一方、「85歳以上」はいずれの消費(コト消費▲23.7%、モノ消費▲3.2%)も減少した。

コロナ禍が収束すれば、若年層と中年層ではコト消費へ回帰し、高年層でも消費水準の回復が期待されるが、コロナ前の水準に戻るかどうかについて、現時点で判断することは難しい。

[図表6] 年齢別にみたモノ消費とコト消費の増減率(2020年、前年比)

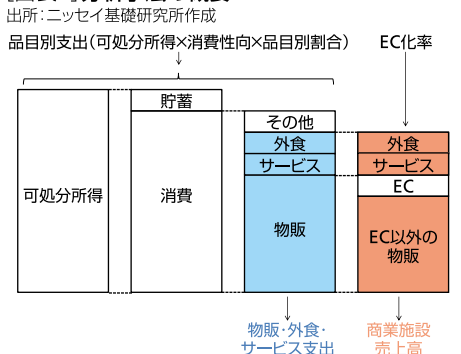


4—— 長期的な商業施設売上高の見通し

少子高齢化とEC市場拡大の影響に加えて、コロナ禍による消費行動の変容を考慮し、2040年までの商業施設の売上環境の変化を試算した[図表7]。

まず、年齢毎に見た各世帯の可処分所得と消費性向、品目別消費割合は将来時点で一定と仮定した。年齢毎の可処分所得に、消費性向と品目別消費割合を乗じることで、年齢毎の品目別支出が求まる。この年齢毎の品目別支出に、国立社会保障・人口問題研究所による年齢毎世帯数の将来推計を乗じることで、日本全体の物販・外食・サービス支出を求めた。これは日本の商業施設の潜在的な売上規模を示す。そして、日本全体の物販・外食・サービス支出からECによる購入を除いたものを、日本全体の商業施設売上高として推計した。

[図表7] 分析手法の概要



また、コロナ禍による消費行動の変容が感染収束後も定着するかは、不確実性が大きい。そのため、消費チャネルにおける「ECシフトの加速」と消費構造における「コト消費からのモノ消費へのシフト」について、「コロナ前回帰シナリオ」と2021年のウィズコロナの状態が定着する「ニューノーマルシナリオ」の、2つのシナリオを設定した。

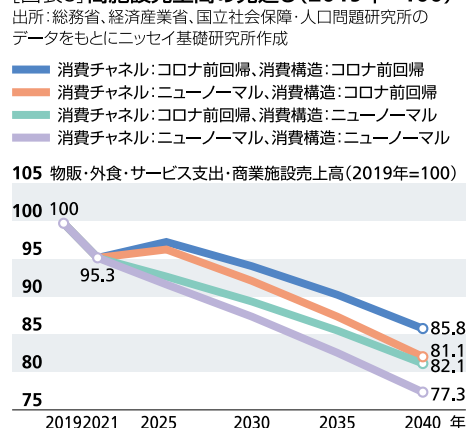
ポストコロナにおける消費行動は依然不透明ではあるものの、恐らくこれらのシナリオの間に落ち着くことが予想される。

なお、本稿では可処分所得が将来にわたり一定と仮定している。そのため、可処分所得が増加した場合、商業施設売上高は上振れることになる。逆に可処分所得が減少すれば、商業施設売上高は予想より下振れることになる。

試算した結果、商業施設売上高は(2019年=100)、2030年に「87.5~94.3」、2040年に「77.3~85.8」となった[図表8]。年率では、2030年に▲0.3%~▲1.5%、2040年に▲0.4%~▲1.3%となる。年率▲1%前後であれば、商業施設の運営力などで対応する余地もありそうだ。

しかし、ここで重要なのは商業施設売上高への下押し圧力が、今後20年にわたって緩やかに続くことである。少子高齢化とEC市場拡大は長期的かつ不可逆的な変化であり、商業施設にとって「緩やかに進む危機」だと言える。

[図表8] 商業施設売上高の見通し(2019年=100)



投資家置き去りの東証プライム市場

真の「プライム企業」とは



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



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。18年より現職。
日本ファイナンス学会理事、日本証券アナリスト協会検定会員

1——投資家も証券会社も期待せず

4月4日に東京証券取引所の新市場区分がスタートした。従来の4市場(1部、2部、ジャスダック、マザーズ)を、「プライム」、「スタンダード」、「グロース」の3つに再編したものだ。再編の背景には、2013年に東証と大阪証券取引所が株式市場を統合したなどの経緯もあり、「各市場区分のコンセプトが曖昧で、投資家の利便性が低い」などの課題意識があった。

鳴り物入りでスタートしたプライム市場だが、2月上旬に投資情報会社のQUICK社が実施したアンケートでは、「今回の市場再編をどう評価するか」との問いに対して、投資家(主に機関投資家)の64%が「投資家から見れば実質的に何も変わらない」と回答した[図表1]。

また、「日本企業の中長期的な企業価値の向上と、世界から投資マネーを集める」という目的に有効だと思うか」との問いには、「あまり有効ではない」「まったく有効ではない」と回答した投資家が計70%にのぼり、証券会社も71%が同様に答えた[図表2]。海外マネー流入で売買が活発になれば証券会社の収益機会も増えるが、そうした期待は低いようだ。

2——投資家置き去りのプライム市場

投資家などの期待が低い理由は単純

で、「プライム市場の銘柄数が多すぎる」とだ。プライム市場の銘柄は原則としてTOPIX(東証株価指数)に採用されることもあり、投資家としては成長性や流動性(売買しやすさ)、資本効率などのクオリティが高い銘柄に絞り込んで欲しいと考えるのが当然だ。

だが、東証1部上場2,175銘柄の84%にあたる1,837銘柄がプライム市場に移行することとなった(2022年3月31日時点)。しかも、そのうち295銘柄は時価総額や流通株式比率などプライム市場の上場基準を満たしていない。基準未達でも「基準適合に向けた報告書」が受理されればプライム市場に移行できる「経過措置」が適用される。

企業にとって「東証1部上場」、「プライム市場上場」であることは、人材確保や取引先・顧客の信頼を得るのに重要でもあり、激変緩和措置は必要だろう。しかし、この経過措置には期限が設けられておらず、単なる「問題の先送り」にも見える。市場再編が「看板の付け替えに過ぎない」とと揶揄される所以だ。

実は、先のアンケートでは「プライム市場は何社くらいが適当だと思いますか」という問いに対して、投資家の71%が「500社程度」(54%)または「300社程

度」(17%)と回答している。一方、実際の銘柄数に近い「1,500社程度」「2,000社程度」との回答は計12%に過ぎない。

こうした投資家の意向はプライム市場の上場基準を検討する段階で既に明らかになっていた。2019年12月にQUICK社が実施した同様のアンケートでは、「プライム市場の銘柄数はどのくらいが妥当か」という問いに対して、投資家の87%が「500社程度以下」と答えていた[図表3]。それにもかかわらず、無期限の経過措置まで導入して1,837社のプライム市場上場を承認したことは、「投資家置き去り」に見える。

[図表3] 妥当な企業数は「500社程度以下」が大半だったが…

資料: QUICK月次調査(株式)(2019年12月調査)より抜粋

問:「プライム市場」を創設する場合、企業数は何社くらいが妥当だと思いますか。	投資家	証券会社
100社程度	16%	25%
300社程度	34%	24%
500社程度	37%	31%
700社程度	2%	3%
1000社程度	10%	10%
2000社程度	2%	2%
有効回答数	62	59

3——真のプライム市場に相応しい企業

銘柄数を絞り込む効果を試算してみよう。絞り込み条件は図表4の通りだ。

- ①プライム市場上場1,837銘柄を出発点とし
- ②経過措置適用銘柄およびTOPIXの段階

[図表1] 投資家の6割は今回の市場再編を評価していない

資料: QUICK月次調査(株式)(2022年2月調査)より抜粋

問: 今回の市場再編をどう評価しますか。	投資家	証券会社
各市場区分の特徴が明確になり投資しやすくなる	3%	7%
グローバルに通用する企業が明確になり東証の国際化に寄与する	2%	3%
東証1部の際限ない社数増加を止められたことは評価する	10%	13%
投資家から見れば実質的には何も変わらない	64%	48%
プライム市場に基準未適合企業が上場し、かえってわかりにくくなる	20%	26%
有効回答数	59	61

[図表2] 証券会社の期待も低い

資料: QUICK月次調査(株式)(2022年2月調査)より抜粋

問: 今回の市場再編は「日本企業の中長期的な企業価値の向上」と「世界から投資マネーを集める」という目的に有効だと思いますか。	投資家	証券会社
大いに有効	0%	2%
多少有効	29%	26%
あまり有効ではない	34%	43%
まったく有効ではない	36%	28%
有効回答数	58	61

的ウェイト低減銘柄を除外した1,517銘柄

③は市場の評価や企業の収益性を加味するため、直近のPBR(株価純資産倍率)が1倍未満の銘柄、実績ROE(株主資本利益率、10期平均)が直近の株主資本コストよりも低い銘柄を②から除外した612銘柄だ。

さらに④はコーポレートガバナンス・コードが求める社外取締役の割合(3分の1以上)を満たさない銘柄、投資家の売買しやすさを考慮するため売買代金回転率(図表4注参照)が0.5回未満の銘柄と最低投資金額(東証は50万円以下を推奨)が100万円超の銘柄を③から除外した401銘柄だ。

図表4の絞り込み方法はごく簡易的である。他の方法も無数に考えられるが、銘柄数としては③④が投資家のイメージに近い。

【図表4】絞り込み条件と銘柄数

注: 売買代金回転率は年間売買代金÷株式時価総額、株主資本コストはQUICK推定値 資料: 筆者作成

絞り込み条件	銘柄数
① プライム市場上場銘柄	1837
② ①から経過措置適用銘柄、TOPIXの段階的ウェイト低減銘柄を除外	1517
③ ②からPBR1倍未満、ROE10期平均が株主資本コスト未満の銘柄を除外	612
④ ③から社外取締役1/3未満、売買代金回転率0.5回未満、最低投資金額100万円超の銘柄を除外	401

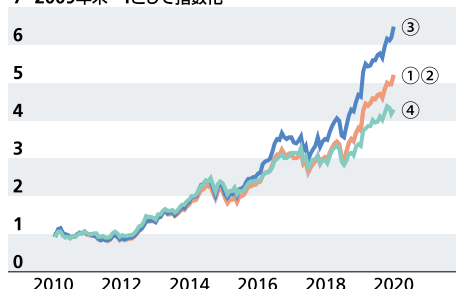
図表5に上記①～④の銘柄をそれぞれのポートフォリオに時価総額加重で組み入れた場合のバックテスト結果を示す。結果は一目瞭然で、PBRとROEで銘柄を絞り込んだ③のパフォーマンスが最も良好だ。①のプライム市場銘柄と比べて③のリターンは年率2.2%高いが、リスクは0.2%しか高くない。その結果、「リターン÷リスク」が唯一1.0を超えた(精確には1.0025)。リスクに対して最も効率よくリターンをもたらしたことを意味しており、投資家にとっての魅力度が①～④の中で最も高い。

この結果は、上場基準で「経営の質」を考慮すると投資対象としての株式市場の魅力度を高め、「海外から投資マネーを集める」という市場再編の目的のひとつを達成させる可能性を示唆している。いっそ

【図表5】「経営の質」を考慮すると投資魅力度が向上する

注: リターン、リスクはいずれも年率。2010年1月～2021年12月 資料: QUICK NPMより筆者作成

7 2009年末=1として指数化



	①	②	③	④
リターン	14.7%	14.8%	16.9%	12.9%
リスク	16.6%	16.6%	16.8%	15.5%
リターン/リスク	0.89	0.89	1.00	0.83
銘柄数	1,837	1,517	612	401

ライム市場の抜本改革が求められるが、スタートしたばかりで具合が悪ければ、さらに上位の少数精鋭市場を創設することも検討に値する。

というのも、PBRが1倍未満の企業は市場での株式評価額が自己資本よりも低いことに他ならず、一般に「経営として失格」とされる。スクリーニングしたデータを詳細に見ると、PBRが1倍未満の企業の約半数は実績ROEが株主資本コストを下回っている。株主が求める最低限のROEを達成できていない。

これらの企業が「株主価値を毀損している」ことは、企業が投資家との対話を通じて持続的に企業価値を高めていくための課題を分析・提言した経済産業省のプロジェクト(伊藤邦雄座長)の最終報告書、通称「伊藤レポート」が指摘しているほか、学術的にも「価値破壊的」であることが一般的な解釈だ。また、近年その重要性の指摘が増えている非財務資本(人的資本、環境への配慮など)が脆弱なため市場の評価が低い可能性もある。いずれも「最上位市場に相応しい」とは言い難い。

一方、社外取締役比率などで銘柄数をさらに絞り込んだ④のリターンは最も低いが、リスクも最も低く評価は微妙だ。全期間のリスク・リターン効率が0.83と①～④のうち最低なので「長期的には魅力

度が最も低い」といえるが、短期的なリスクの低さは注目に値する。

たとえば、チャイナショックが起きた2015年は①よりもリターンが4.4%高く、米中貿易摩擦が激化した2018年は5.3%高い。ESG投資に関する先行研究が示唆するように、株価下落局面における下値抵抗力が優れているのかもしれない。

経過措置適用銘柄等を除外した②は①との違いがほとんど無い。②で除外された銘柄のほとんどは時価総額が小さいため、ポートフォリオ全体への影響が軽微だったのだろう。だからといって、経過措置をいつまでも適用するのは好ましくない。東証自身が当該企業に期待しているように企業価値向上に向けた取り組みを加速するためにも、経過措置の期限、未達の場合は厳格に運用することを早期に決めることが重要だろう。

最後に、ポートフォリオ③における構成比が同①の構成比よりも大きい銘柄(上位10社)を図表6に挙げた。当然だがPBRは全て1倍を超え、キーエンス、リクルートホールディングス、東京エレクトロンは特に高い。この3社に共通するのは過去10期平均ROEが10%を超えていることだ。資本を有効活用して効率的に稼ぐ仕組みができていることを株式市場は高く評価しているのだろう。他の銘柄も含めて、成長投資に積極的な企業や世界的なデジタル化の潮流に乗った企業が目立つ。

【図表6】ポートフォリオ③の構成比が

①より大きい主な銘柄

注: ROEは直近10期平均(単位%)、3月18日時点 資料: QUICKより筆者作成

銘柄コード	銘柄名	ウェイト差(③-①)	PBR	ROE
7203	トヨタ自動車	2.54%	1.11	10.8
6758	ソニーグループ	1.93%	2.08	6.4
6861	キーエンス	1.23%	6.36	12.5
6098	リクルートホールディングス	0.97%	6.41	14.7
8035	東京エレクトロン	0.92%	7.54	15.5
9432	日本電信電話	0.89%	1.54	8.1
7974	任天堂	0.85%	3.71	7.9
8058	三菱商事	0.79%	1.02	7.7
4063	信越化学工業	0.76%	2.42	9.1
9433	KDDI	0.71%	1.81	14.2

東京オフィス市場は賃料下落が継続。住宅価格はさらに上昇

不動産クォーターリー・レビュー2022年第1四半期



金融研究部 上席研究員 岩佐 浩人

hiwasa@nli-research.co.jp

国内経済は、四半期ごとにプラス成長とマイナス成長を繰り返す一進一退の動きとなっている。2022年1-3月期の実質GDPは2四半期ぶりにマイナス成長となった。住宅市場は価格がさらに上昇している。東京オフィス市場は賃料下落が継続している。東京23区のマンション賃料は弱含んでいる。ホテル市場は1-3月の延べ宿泊者数が2019年対比で▲38.1%減少した。物流市場は、首都圏・近畿圏ともに新規供給の増加により空室率が上昇した。第1四半期の東証REIT指数は▲3.1%下落した。

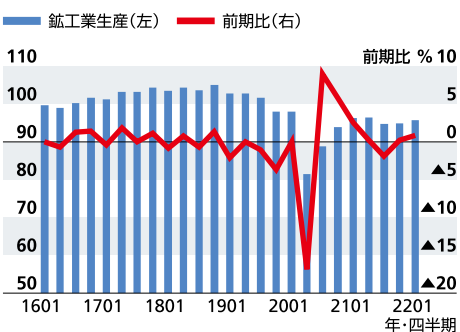
1—— 経済動向と住宅市場

1-3月期の実質GDP（1次速報）は前期比年率▲1.0%となった。まん延防止等重点措置の影響で民間消費が小幅に減少するなか、財貨・サービスの輸入が輸出の伸びを上回ったため外需がマイナスに寄与した。

1-3月期の鉱工業生産指数は前期比+0.8%と2四半期連続で増産となったが、持ち直しのペースは緩やかである[図表1]。

[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



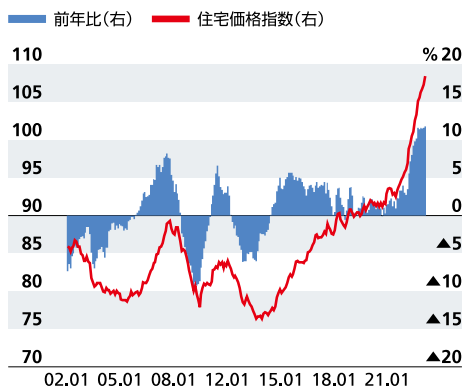
世界的な半導体不足などから生産調整の続く自動車についても2四半期連続で増加したが、21年4-6月と比べて1割以上低い水準にある。

住宅市場では、価格がさらに上昇するなか、マンションの新規発売戸数や成約件数

は前年同期比で2桁の減少となった。1-3月の首都圏のマンション新規販売戸数は前年同期比▲11.5%、1-3月の首都圏の中古マンション成約件数は▲17.6%減少した。また、2月の首都圏の中古マンション価格は20カ月連続で上昇し、1年間の上昇率は+11.9%となった[図表2]。

[図表2] 不動研住宅価格指数(首都圏中古マンション)

出所：日本不動産研究所「不動研住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



2—— 地価動向

地価は住宅地を中心に回復している。国土交通省の「地価LOOKレポート(2021年第4四半期)」によると、全国100地区のうち上昇が「55」、横ばいが「28」、下落が「17」となり、上昇地区が過半を超えた[図表3]。

同レポートでは、「住宅地はマンションの販売状況が堅調で上昇地区が増加し、商業地についても法人投資家等による取引の動きがみられた地区が横ばい又は上昇に転じた」としている。

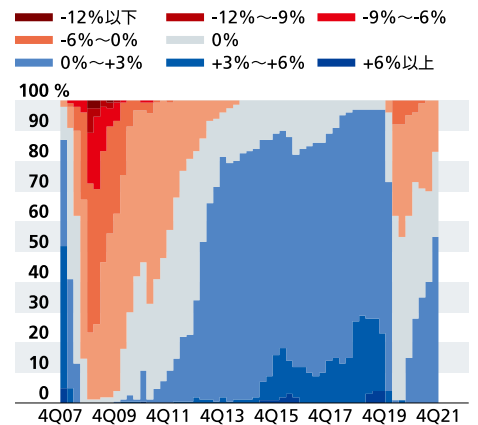
3—— 不動産サブセクターの動向

1 | オフィス

三鬼商事によると、3月の東京都心5区の空室率は6.37%（前月比▲0.04%）、平均募集賃料(月坪)は20カ月連続下落の20,366円となった。東京オフィス市場は

[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」

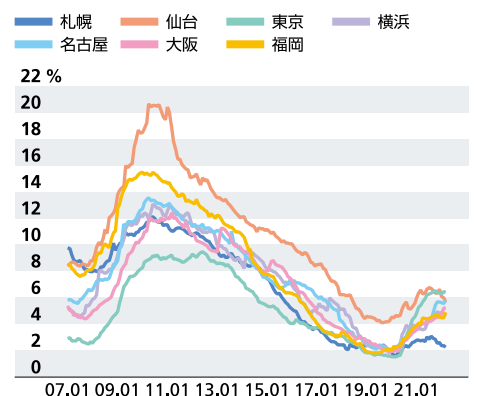


調整局面が続いているが、前年比でみた空室率の悪化幅や賃料の下落率は着実に縮小している。他の主要都市をみると、空室率は上昇基調にあるものの[図表4]、募集賃料は大阪と仙台を除いて前年比プラスを維持している。

また、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29,185円(前期比▲4.9%)となった[図表5]。Aクラスビル賃料の3万円割れは2014年第2四半期以来のことである。東京オフィス市場は来年に大量供給を控え

[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



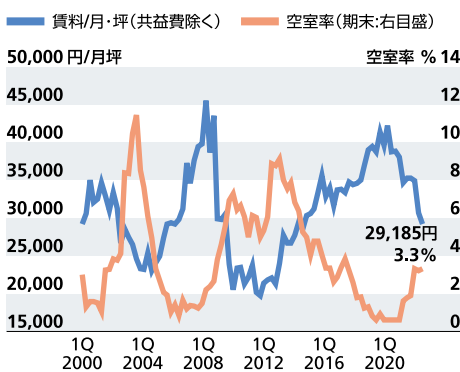


いわず・ひろと

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。

るなか、アフターコロナを見据えたオフィス入社率や企業によるオフィス戦略の再構築など、需要サイドの動向を注視したい。

[図表5] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



2 | 賃貸マンション

東京23区のマンション賃料は、住居タイプによって違いがあるものの、全体では弱含みで推移している。2021年第4四半期は前年比でシングルタイプが▲1.6%、コンパクトタイプが▲1.9%、ファミリータイプが+2.4%となった[図表6]。

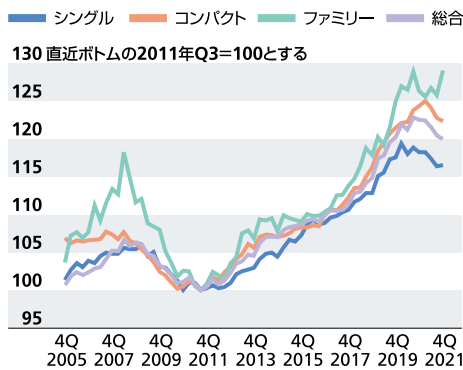
一方、総務省によると、1-3月の東京23区の転入超過数は累計で+2.6万人となり、2021年対比で1.7倍、2020年対比で7割の水準まで回復した。昨年は長引くコロナ禍のもと転出超過(▲1.4万人)となったが、転入超過の傾向が定着するか注目される[図表7]。

3 | 商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、前期に続いて持ち直しの動きとなっている。商業動態統計などによると、1-3月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+6.2%、スーパーが▲0.1%、コンビニエンスストアが+1.1%となった。ホテル市場は、昨年12月に日本人宿泊者数がコロナ禍以前の2019年水準をいったん回復したが、年明け以降、コロナ第6波により再び苦戦を強いられてい

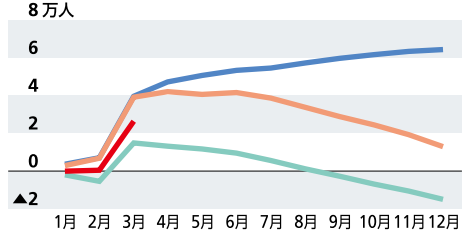
[図表6] 東京23区のマンション賃料

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



[図表7] 東京23区の転入超過数(各年の月次累計値)

出所:総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



る。宿泊旅行統計調査によると、1-3月の延べ宿泊者数は2019年対比で▲38.1%減少した[図表8]。

また、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4.4%(前期比+2.1%)、近畿圏の空室率は2.1%(前期比+0.9%)となり、ともに新規供給の影響を受けて空室率が上昇した。

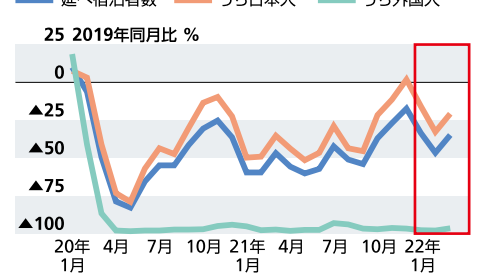
4—— J-REIT (不動産投信)市場

2022年第1四半期の東証REIT指数は、昨年末比▲3.1%下落した[図表9]。コロナ第6波や米国金利上昇、ロシアによるウクライナ侵攻など外部環境の悪化を受けて一時大きく下落したが、期末にかけて下げ幅を縮小した。

J-REIT市場は急激な外部環境の悪化により下落したものの、海外からの資金流

[図表8] 延べ宿泊者数の推移(2019年対比、2020年1月~)

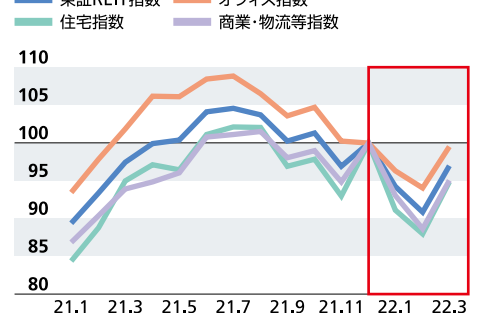
出所:「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成



入が下値を支えている。東京証券取引所のデータによると、外国人投資家の買い越し額は1-3月累計で950億円となった。こうした外国人買いの要因の1つに、J-REIT市場の厚いイールドスプレッド(配当利回り-10年金利)が挙げられる。例えば、米国REIT市場をみると、FRBの利上げにより10年金利が2.3%に上昇するなか、イールドスプレッドは0.7%に縮小した(3月末時点)。これに対してJ-REIT市場のイールドスプレッドは3.5%と高い水準を維持しており、相対的な魅力が増している。海外投資家は、日本の低金利を背景とした高いイールドスプレッドを評価し、J-REITだけではなく現物不動産への投資も積極化しており、不動産価格の上昇をけん引していると言えそうだ。

[図表9] 東証REIT指数の推移(2021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



新型コロナウイルスと保険金支払

「自宅療養」「みなし陽性」「自主療養」、入院給付金は支払われるのか



ありむらひろし
89年 日本生命保険相互会社入社
90年 ニッセイ基礎研究所
95年 日本生命 商品開発部等を経て
21年 ニッセイ基礎研究所(現職)

保険研究部 主任研究員 有村 寛
arimura@nli-research.co.jp

1——はじめに

新型コロナウイルスについては、今年に入ってからのオミクロン型の感染拡大を受け、従来からの「自宅療養」に加え、「みなし陽性」「自主療養」が報道される等複雑な状況になっている。ここでは、それぞれの概要ならびに入院給付金の取扱いについて紹介したい。

2——自宅療養

新型コロナウイルスの感染拡大、医療機関等の逼迫を受け、令和4年3月より、宿泊施設や自宅等で安静・療養を行ういわゆる「自宅療養」が認められている。

多くの保険会社では、約款上、入院給付金の支払事由について、「治療を目的とした病院または診療所への入院」であることが定められており、自宅療養は該当しないように見える。

しかし、保険会社各社は、この場合でも入院給付金の支払を行っている。言ってみれば約款規定を超えた取扱いのようにも見えるが、医療機関等の逼迫に伴う社会的要請を受けての対応と考えられる。

なお、新型コロナウイルスに罹患した場合の厚生労働省が定める療養期間(入院・宿泊療養・自宅療養)は、有症状と無症状で異なり基本的には以下の通り。

有症状：発症日を0日目とし10日目まで

無症状：検体採取日を0日目とし10日目まで(オミクロン型罹患は7日目まで)

一方、入院給付金の支払対象期間は、PCR検査等で「陽性と診断された日」から療養期間終了日とする会社が多いようである。例えば、有症状の場合で、陽性診断が0日目となる場合は、0日目から10日目までの11日間(ケース①)、陽性診断が1日目となる場合は、1日目から10日目までの10日間(ケース②)が支払対象期間となる[図表]。

3——みなし陽性

オミクロン型の感染拡大を受け、令和4年1月24日付で「①本人の提示する簡易検査の結果を用いて医師がコロナと診断」すること、「②陽性となった同居家族等の濃厚接触者が有症状となった場合、検査を行わなくても臨床症状から医師がコロナと診断」すること等が認められることとなった。上記①に加えて、②の場合(疑似陽性患者)も、各種報道で「みなし陽性」と表している例も少なくない。

これらについて、医師による診断確定があり、感染法上の届出・外出制限等も従来同様に求められること等から、保険会社も入院給付金の支払対象としている。

4——自主療養

神奈川県では、感染者の急増を受け、令

和4年1月28日より、検査キット等で陽性判明した人が、オンラインで必要事項を入力すれば、勤務先等に提出できる「自主療養届」の発行を開始した。

当取扱いは、先述の「みなし陽性」とは異なり、「約款上定められている、診断書や証明書の提出がない」、「医師による確定診断が行われない」等の課題も考えられ、保険会社としても対応に苦慮している旨の報道も見られた。しかしながら同2月18日以降、一転して保険会社が支払う旨、報道されている。

上記「自主療養届」とは別の、保険金請求用の「療養証明書」を神奈川県が発行する等、保険会社として必要な事項への対応を神奈川県が行ったこともあって、保険会社としても支払える状況が整ったと判断したものと考えられる。

5——おわりに

既述の通り、これらは医療機関等の逼迫に伴う社会的要請を受けての対応と考えられるが、契約者間の公平性等を考えると、状況が落ち着いた際は、従来通りの取扱いに戻るのではないかとと思われる。

これまで災害等の発生時には、生保業界は、誠心誠意被害者に寄り添った対応を行ってきた。新型コロナウイルス関係の対応においても、社会的要請に応え、患者に寄り添う対応をすべく、可能な限り柔軟な約款解釈に基づく取扱いに尽力するのみならず、感染の急拡大に伴い請求も急増する中、各社の支払部門では、他部門に異動した経験者に手伝ってもらって対応する等、文字通り必死の取組を行っている。引き続き、状況の変化や保険会社の取組みについて注視していきたい。

[図表]療養期間と入院給付金支払対象期間

		0日	1日	2日	3日	4日	5日	6日	7日	8日	9日	10日	
(1)有症状 ※7日目までに 症状軽快して いる場合	療養期間	発症日	→										
	入院給付金 支払対象期間	ケース① (陽性診断が発症日の場合)	陽性診断	→									
		ケース② (陽性診断が1日目の場合)	陽性診断	→									
(2)無症状 ※検査前から無 症状のまま10日 間経過した場合 (オミクロン型罹 患の場合7日間)	療養期間	検体採取日	→										
	入院給付金支払対象期間 (陽性診断が1日目の場合)	陽性診断	→										

円安に急ブレーキ、円高トレンドの始まりか？ それとも円安トレンドの小休止か？

月 初1ドル130円近辺でスタートしたドル円は足元では127円台後半にある。3月から4月にかけて急速に円安ドル高が進んだが、今月は円安に急ブレーキがかかり、むしろやや円高に振れている。企業の決算発表などを受けて、高インフレやFRBの今後の急速な金融引き締めによって米国が景気後退に陥るとの懸念が台頭し、先々の景気見通しを織り込む米長期金利がやや低下したことが円高ドル安圧力になった。また、ゼロコロナ政策堅持に伴う中国経済減速懸念も米金利低下を通じて円高をサポートした。

今月の動きが円高ドル安基調の始まりなのか、それとも円安ドル高基調の小休止に過ぎないのかは見極めが難しいが、今後もう一段円安に振れる可能性が高いと見ている。FRBの利上げはまだ途に就いたばかりで米国経済も依然底堅さを保っている。いずれは景気減速局面を迎えてドル安基調に転じるにしても、市場の悲観が先行しすぎている感がある。今後、過度の悲観が一旦後退するにつれて、米金利の持ち直しに伴って円安ドル高圧力が再び発生する可能性が高い。また、長期化している上海の都市封鎖が来月解除される方針であることも円安に寄与するだろう。3カ月後の水準は132円前後と見込んでいる。

今月のユーロ円は、ユーロ圏経済の減速懸念から一旦ユーロが大きく下落した後、ECBの早期利上げ観測台頭を受けて持ち直し、足元では136円台前半と月初の水準をほぼ回復している。今後もウクライナ侵攻長期化によるユーロ圏経済の減速懸念がユーロの重荷となるものの、7月にはECBが利上げ開始に踏み込むと見込まれることから、日欧金融政策の違いが鮮明化し、ユーロの追い風になる。3カ月後の水準は現状比でややユーロ高の138円前後と予想している。

今月の長期金利は0.2%台前半での横ばい推移を続けている。米金利上昇が一服したほか、今月から日銀が連続指し値オペの毎営業日実施を開始したことで、金利の上昇が抑えられている。今後は米金利が一旦持ち直し、国内金利の上昇圧力になると見ているが、連続指し値オペで0.25%以下に抑えこまれるだろう。3カ月後の水準は現状比横ばいの0.2%台前半と見込んでいる。



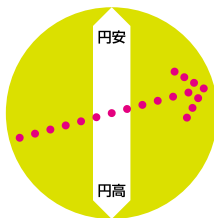
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

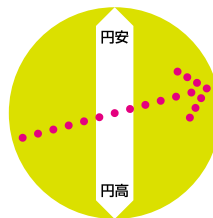


Market Karte

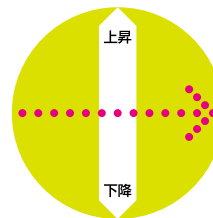
June 2022



ドル円・3カ月後の見通し

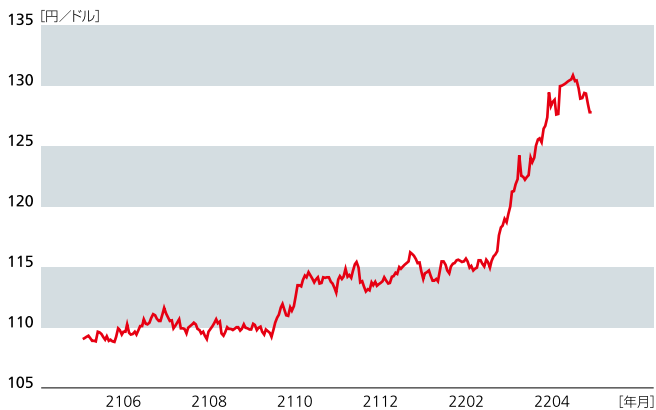


ユーロ円・3カ月後の見通し

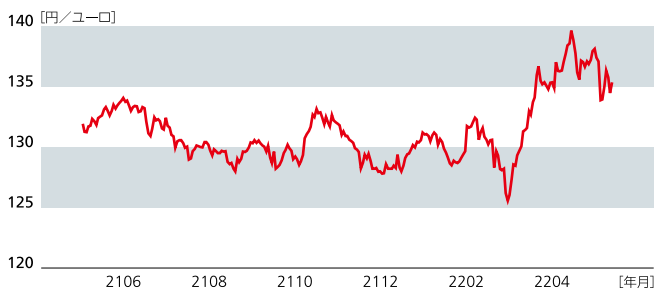


長期金利・3カ月後の見通し

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



Access Ranking TOP5

レポートアクセスランキング

- 1 円安は一体いつまで続く?
～円安終了の条件と見通し
上野 剛志 [エコノミストレター | 2022/5/6号]
- 2 確定拠出年金では何に投資したら良いのか?
～外国株式型、国内株式型、バランス型、外国債券型と
国内債券型でパフォーマンスを比較してみた
熊 紫云 [基礎研レポート | 2022/3/11号]
- 3 オタクのコミュニティは本当にオタクにとっての
サンクチュアリー(保護区)なのか。
～利己主義と排他主義が生むオタクのコミュニティの実態
廣瀬 涼 [基礎研レポート | 2022/5/10号]
- 4 日本株の見直し
～2022年内に日経平均3万円回復か～
井出 真吾 [年金ストラテジー | 2022/5/9号]
- 5 新型コロナウイルスと保険金支払
～「自宅療養」「みなし陽性」「自主療養」、
入院給付金は支払われるのか
有村 寛 [基礎研レポート | 2022/4/26号]

コラムアクセスランキング

- 1 ドリームジャンボの期待2022
～当せんへの期待をどう膨らませるか?
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2022/5/2号]
- 2 確定拠出年金の一時金をいつ受け取るか
～課税ルール変更を受けて
高岡 和佳子 [基礎研REPORT-ColumnⅢ | 2022/2/8号]
- 3 ふるさと納税をしない理由
岩崎 敬子 [基礎研REPORT-ColumnⅢ | 2022/5/11号]
- 4 韓国で1日あたりの新規感染者数が
60万人を超えた理由
金 明中 [研究員の眼 | 2022/3/31号]
- 5 拒否権のパワー
～国連安保理で常任理事国と非常任理事国の投票力格差は?
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2022/3/1号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に
基づくランキングです。《アクセス集計期間22/4/25-22/5/22》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

infocalendar June, 2022

年齢階級別「楽器を演奏する人」の割合 [6月6日は楽器の日]

Source : 総務省「平成28年社会生活基本調査」 Design : infogram©

