

ニッセイ基礎研 Report

May 2024 Vol.326

- 02 そもそも何が「保険業」? ● 松澤 登
- 03 韓国の出生率が0.72で、8年連続過去最低を更新 ● 金 明中
- 04 リート市場の分配金は今後5年間で5%減少の見通し ● 岩佐 浩人
- 06 中国、20代の未婚化、出生率低下が顕著 ● 片山 ゆき
- 08 インド経済の見通し ● 斉藤 誠
- 10 新NISAを躊躇している方に知ってもらいたい投資信託の真実 ● 前山 裕亮
- 11 しぶといドル高圧力、一体いつまで続くのか? ● 上野 剛志



色のいろいろ [14]

銀

幕

昭和初期、庶民にとって映画が数少ない娯楽のひとつだった時代、大きなスクリーンに投影される映像に人々は夢中になった。映画をより鮮明に映すために、当時のスクリーンには反射効率のよいアルミなどの銀色塗料が塗られ、英語では「silver screen」と言われた。日本語訳の「銀幕」は、スクリーンそのものをさす言葉から映画を表す言葉へ、そして「銀幕のスター」を生み出したのだった。

●
カサブランカ
ハンフリー・ボガードとイングリッド・バーグマン
監督：マイケル・カーティス | 1942
From Wikimedia Commons



RESEARCH

そもそも何が「保険業」?

保険業該当性に関するQ&A



保険研究部 専務取締役 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、2024年4月より現職
ハーバードロースクールLLM取得

「これって保険業なのかな?」時に保険会社や一般事業会社の法務部門が頭を悩ませる問題がある。保険業であれば保険業の免許や少額短期保険業の登録が必要となり、一般事業会社が行うことはできない。逆に保険業に該当しなければ、付随業務(保険業法(以下法)98条)や法定他業(法99条)等に該当しない限り、保険会社等を行うことができない(法100条)。

たとえば、会社の懇親会で従業員から会費を徴収し、弔慰金や結婚祝い金を支払う制度(親睦会)はどうか。あるいは大量販売で販売時に料金を徴収して業者保証期間よりも長く無料修理保証をする仕組み(延長保証)はどうか。

このような問いが立てられるのは、保険業法が「保険」そのものを定義していないからなのだが、まず法の該当条文を見てみよう。「人の生存又は死亡に関し一定額の保険金を支払うことを約し保険料を収受する保険、一定の偶然の事故によって生ずることのある損害をてん補することを約し保険料を収受する保険その他の保険で、第三条第四項各号(筆者注：生命保険業)又は第五項各号(筆者注：損害保険業)に掲げるものの引受けを行う事業」とある(2条1項。下線筆者)。要するに保険の引受けを行う事業が保険業といっているだけで、保険については定義していない。

保険業に該当するかどうかについては、従来、少額短期保険業者向けの監督指針(以下、監督指針)V(1)や事業者からの問い合わせに答えるノーアクションレターで解釈の方針が示されていたが、2023年11月30日に「保険業該当性に関するQ&A」(以下、Q&A)によって、一括して解釈指針

が示されることとなった。Q&Aは従来の解釈を変えるものではない^{*1}が、以下ではその内容を見ていこう。

まず、保険業かどうかを検討しなければならない場合は、「ユーザーから何らかの金銭を受領し、一定の事象が発生した場合に金銭の給付や修理を行う等の補償サービスを提供しようとする場合」とされている(Q&A問1)。そうすると、冒頭の親睦会も延長保証も金銭を徴収し、金銭を支給又は補償サービスを提供するので検討対象になる。

次に検討すべきは、法令で除外されていないかということである(Q&A問2)。法の保険業の定義規定には除外規定がある(法2条1項1号~3号)。たとえば会社でひとつの親睦会を運営しており、かつその懇親会が弔慰金を支払うことが大きな目的の一つとしているようなケースでは、一の会社がその従業員を相手に行う保険として保険業から除外される(法2条1項1号口、Q&A問7)。すなわち法解釈上保険業ではあるが、行政の監督の必要性はないことから、法の対象外にする趣旨である。

さらに、会社内の一つの部の親睦会で会費はほとんどが宴会などの費用に充てられるが、弔慰金も支払うようなケースでは「一定の人的・社会的関係に基づき、慶弔見舞金等の給付を行うことが社会慣行として広く認められているもの」として、法解釈上も保険業に該当しない(監督指針V(1)②注1、Q&A問9)。ただし、社会通念上妥当なものとして10万円を越えないこととされている(同前)。

さて、もうひとつの延長保証であるが、こちらは総合判断により保険業に該当するかどうか判断されることとなる(監督

指針V(1)(注2)、Q&A問12、監督指針の文章は下記枠内。下線筆者)。

予め事故発生に関わらず金銭を徴収して事故発生時に役務的なサービスを提供する形態については、当該サービスを提供する約定の内容、当該サービスの提供主体・方法、従来から当該サービスが保険取引と異なるものとして認知されているか否か、保険業法の規制の趣旨等を総合的に勘案して保険業に該当するかどうかを判断する。なお、物の製造販売に付随して、その顧客に当該商品の故障時に修理等のサービスを行う場合は、保険業に該当しない。

延長保証は「物の製造販売に付随して」に該当するため、上記監督指針のなお書き以降によって、保険業に該当しないこととなる。これは民法562条の契約不適合責任を拡張した取引形態であるからである(Q&A問15)。これは上記「保険業かどうか検討しなければならない」とする範囲が広く、他の契約形態に該当するものも含まれるから、それを除外する趣旨である。さらに、デリバティブ(金融商品取引法)や保証^{*2}(民法)など他の法律で保険とは異なる取引類型とされているものも保険には該当しない(Q&A問8)。

結局、最後は「総合判断」により保険業に該当するかどうかを決めるというのは、文言として保険業を過不足なく定義することが困難であることを意味している。Q&Aによりかなり明確になったとは言え、保険に類似した新規事業を立ち上げるにあたっては、引き続きノーアクションレター等を利用する必要があると思われる。

[*1] 安田栄哲・佐藤諒一「『保険業該当性に関するQ&A』の解説」金融法務事情No2229 P40

[*2] ただし、保証証券業務(保険数理を使う保証形態)は保険業とみなされる(法3条6項)。

韓国の出生率が0.72で、8年連続過去最低を更新

若者の意識を的確に把握し有効な対策の実施を



きむ・みよんじゅん

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、23年より現職。東洋経済日報、「月刊人材経営」、時事通信社「厚生福祉」を連載中。亜細亜大学特任准教授、日本女子大学・横浜市立大学・慶応義塾大学・日本大学非常勤講師を兼務。



生活研究部 上席研究員 金 明中

kim@nli-research.co.jp

1—— 韓国の出生率が8年連続過去最低を更新

韓国の2023年の合計特殊出生率(以下、出生率)は0.72(暫定値)となり、2022年の0.78を下回り2015年の1.24を記録して以降、8年連続で過去最低を更新した[図表1]。日本の1.26(2022年)やOECD平均1.58(2021年)を大きく下回る数値だ。2023年に生まれた子どもの数は23万人で、2022年より19,200人減少し、歴代最少を記録した。

[図表1] 韓国における合計特殊出生率の推移

出所:統計庁「2023年人口動向調査出生・死亡統計(暫定)」より筆者作成、最終利用日2024年3月1日



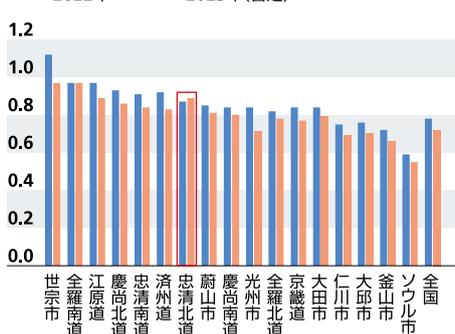
2015年以降出生率が低下し続けている理由としては、2015年以降に出産をした女性の多くが1980年代中盤以降に産まれた女性が多いことや、韓国の経済成長率が2012年以降大きく低下したことが挙げられる。まず、韓国政府が実施してきた産児制限政策が1980年代からそれまでの「二人を産んでよく育てよう」から「一人だけ産んでよく育てよう」に変わり、その影響下にあった女性たちが出産のタイミングを迎えているからと考えられる。また、2000年代に平均5%であった経済成長率が2012年に2%台に低下してから回復されず、それ以降も2%前後という今まで韓国経済が経験していなかった低成長が続いたことが若者の失業率や非正規労働者の割合を引き上げにつながり、出生率にマ

イナスの影響を与えただろう。

また、その内訳をみると、ソウル市を含む大都市の出生率低下が続いている。韓国の4大都市の出生率はソウル市が0.55、釜山市が0.66、仁川市が0.69、大邱市が0.70で下位1位から4位を占めた。2022年と比べて出生率が上昇したのは忠清北道のみで、2022年には出生率が1を超えた世宗市の出生率もついに1を下回るようになった。

[図表2] 韓国における地域別合計特殊出生率(2022年と2023年(暫定))

出所:統計庁「2023年人口動向調査出生・死亡統計(暫定)」より筆者作成、最終利用日2024年3月1日



2—— 首都圏に人口や就業者が集中し、若者の意識が変化

なぜ韓国では少子化がここまで深刻になってしまったのだろうか。韓国における少子化の主な原因としては、若者がおかれている経済的状況が良くないこと、韓国の総人口と就業者の過半数が首都圏(ソウル市、京畿道、仁川市)に集中していること、若者の結婚及び出産に関する意識が変化したこと、育児政策が子育て世代に偏っていること、男女差別がまだ残存していること、子育ての経済的負担感が重いこと等が考えられる。この中で今回は首都圏に人口や就業者が集中していることと若者の意識が変化していることに注目したい。

行政安全部が発表した調査結果による

と、2023年12月現在、首都圏の住民登録人口は2,601万人で、全体の50.7%にのぼることが分かった。また、同時点における首都圏の就業者数は1,448万人で全就業者の51.6%を占めた。良質の仕事を求めて首都圏に集まった若者は、激しい競争を生き残るために結婚と出産をあきらめた可能性が高いだろう。また、若者の意識も変わっている。ビッグデータの分析結果を見ると、以前は幸福に関連する言葉として、「愛する」、「会う」、「一緒にいる」という言葉が挙げられていたが、最近では、「食べる」、「美味しい」、「元気に過ごす」といった言葉が若者の幸福に影響を与えていることが分かった。また、結婚しても子どもを産もうとしない若者カップルが増えている。

3—— 若者の意識変化に注目

日韓では①晩婚化や未婚化の進行、②賃金などで男女差別の存在、③子育てに対する経済的負担が大きい、④子育て世帯に対する所得支援政策に偏っており未婚化や晩婚化に対する対策が相対的に少ない等といった少子化をもたらす原因に共通点が多い。日本は、韓国に比べると若者の就職率が高く、子育てに対する経済的負担が大きくないが、最近、物価が上昇することにより実質賃金が減少している。実質賃金の減少は子育て世帯の経済的負担を増やし、子どもを産むことをためらわせる要因になるだろう。政府は子育て世帯の経済的負担が増えないように財政政策だけではなく、実質賃金の減少を防ぐための対策を講じる必要がある。また、ビッグデータなどを用いて、なぜ若者の結婚や出産に関する意識が変化したのかを徹底的に分析し、対策を講じることが望ましい。

Jリート市場の分配金は今後5年間で5%減少の見通し

シナリオ別の分配金レンジは「▲18%～+7%」となる見通し



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。

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

1—— J-REIT市場は弱含みで推移

J-REIT(不動産投資信託)市場は日本銀行による金融政策正常化に伴う金利の先高観などを背景に弱含みの動きが続く。市場全体の値動きを表わす東証REIT指数は昨年▲4.6%下落し今年も▲0.7%下落している(3月末時点)。史上最高値を更新し活況に沸く株式市場と比較すると、昨年来、TOPIXが+46%上昇したのに対して、東証REIT指数は▲5%下落し、両者のパフォーマンス格差が拡大している[図表1]。

[図表1] 東証REIT指数とTOPIXの推移(22年12月末=100)

出所: 東京証券取引所のデータをもとに作成



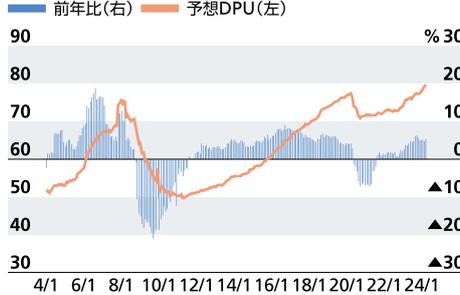
もっとも、投資口価格が下落する一方、J-REIT市場のファンダメンタルズは堅調である。市場全体の1口当たりNAV(Net Asset Value)は、不動産価格の上昇を反映し前年比+2%増加し、予想1口当たり分配金(DPU)についてもホテル収益の本格回復などが寄与し過去最高水準にある[図表2]。

こうした市場価格とファンダメンタルズのかい離は、いずれ修正に向かうと考えられるが、その前提となるJ-REIT市場の業績回復はどの程度期待できるだろうか。

以下では、ニッセイ基礎研究所のオフィス賃料予測並びに金利見通しなどを利用して、今後5年間のDPU成長率を確認したい。

[図表2] 予想DPUの推移(東証REIT指数ベース)

出所: 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



2—— 今後のDPU成長率を試算する

J-REITは主に、①保有不動産の賃貸事業収益(NOI、Net Operating Income)を高める『内部成長』、②不動産を取得する『外部成長』、③金融コストを低減する『財務戦略』を通じて、DPUの成長を図る。

1 | 保有ビルの収益は減少が継続

三鬼商事によると、東京都心5区のオフィス空室率(2024年3月)は5.47%となり、2022年9月(6.49%)をピークに改善基調にある。また、平均募集賃料についても前月比でプラスに転換し底打ち感が広がる。このように、コロナ禍を契機に悪化したオフィス市況は調整局面を脱しつつあるようだ。一方、J-REIT保有ビルの収益は減少が続いている。継続比較可能な物件を対象に保有ビルのNOIの推移を確認すると、2021年から前年比マイナスに転じ、2023年上期は▲4.3%、下期は▲1.4%となった[図表3]。

また、保有ビルの賃料ギャップ(市場賃料と継続賃料のかい離率)は全体で▲1%と推計され、現状、市場賃料が継続賃料を下回る状態にある。

ニッセイ基礎研究所の国内6都市のオフィス賃料予測によると、今後5年間の賃料変動率は、標準シナリオで東京が+2%、大阪が▲12%、名古屋が▲7%、札幌が▲

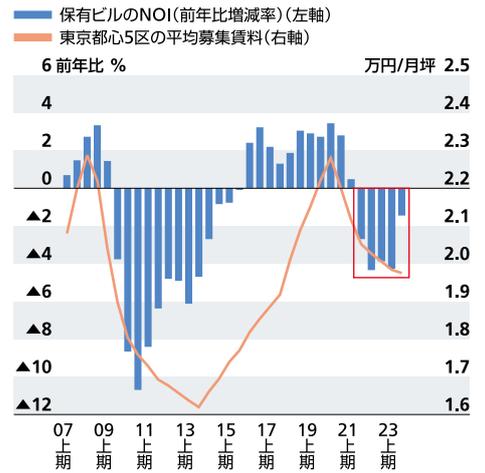
[図表3] J-REIT保有ビルの内部成長と

東京都心5区のオフィス募集賃料

注: 各時点で3期以上の運用実績があり継続比較可能な

オフィスビルを対象に集計

出所: 三鬼商事、開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

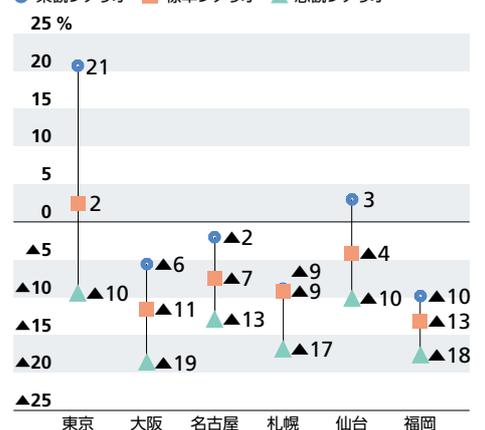


9%、仙台が▲4%、福岡が▲13%となっている[図表4]。このうち、東京については「新規供給が高水準で推移する一方、オフィス環境整備に向けた需要は底堅いことから、空室率の上昇は限定的で、成約賃料は概ね横ばいとなる見通し」である。この予測を利用して、一定の前提条件のもと、今後5年間のNOI成長率を計算した。結果は、標準シナリオで▲1%、楽観シナリオで+4%、悲観シナリオで▲6%となった。

[図表4] 今後5年間のオフィス賃料予測(2023末~2028年末)

出所: ニッセイ基礎研究所

● 楽観シナリオ ■ 標準シナリオ ▲ 悲観シナリオ



2 | 賃貸マンションは賃料上昇率が拡大

住宅系REIT(主要5社)の開示資料によると、テナント入替時の賃料変動率は+3.7%(2023年下期)となり上昇率が拡大している。この要因の1つに、東京23区への人口回帰が挙げられる。住民基本台帳人口移動報告によると、2021年はコロナ禍を受けて▲1.5万人の転出超過となったが、2022年は+2.1万人、2023年は+5.4万人の転入超過となった。こうした良好な市場環境を踏まえて、賃貸マンションのテナント入替時の賃料上昇率について+3%を想定する。

3 | ホテル収益のダメージは一巡

J-REIT各社の開示資料をもとにコロナ禍によるホテルの減収金額(2019年対比)を推計すると、2023年下期は▲12億円となり、ホテル収益のダメージは一巡したと考えられる。宿泊旅行統計調査によると、2024年2月の延べ宿泊者数は2019年同月対比+10.6%とコロナ禍前の水準を上回った。今後についてもインバウンド需要の拡大を背景にホテル収益の改善が期待される。こうした市場環境やホテル系REIT(主要2社)の業績見通しを参考に、ホテルのNOIは2024年下期に50億円増加(市場全体の経常利益を+1.6%押し上げ)し、その後は横ばいでの推移を想定する。

4 | 物流施設の賃料は堅調を維持

物流系REIT(主要12社)の開示資料によると、テナント更新時の賃料変動率は+4.2%(2023年下期)となり、契約更新時において賃料増額を実現できている。EC市場の拡大や企業の物流効率化・サプライチェーン見直しに伴う賃貸ニーズは旺盛であり、物流施設のテナント更新時の賃料上昇率は+4%を想定する。

5 | 財務はDPUにマイナス寄与

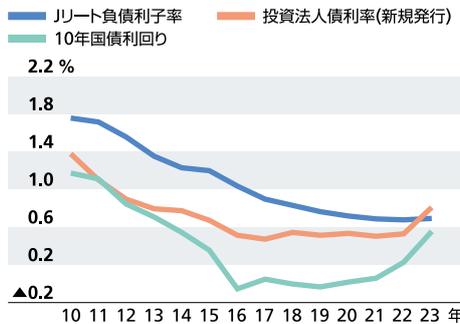
市場金利が上昇し新規の借入利率が既存の利率を上回るなか、J-REIT各社は借入期間の短縮や変動金利の比率を高めるなどして財務負担の軽減を図っている。2023年にJ-REITが発行した投資法人債

の平均利率は0.81%、発行期間は5.8年となった[図表5]。

ニッセイ基礎研究所の中期経済見通しによると、「日本銀行によるYCC撤廃やマイナス金利政策解除を受けて金利上昇圧力が高まる一方、国債買入れの効果などもあり、10年国債利回りは1%程度の水準に留まる(当初5年間、メインシナリオ)」としている。この金利見通しを利用して、『財務戦略』のDPUへの寄与度(今後5年間)を計算した。結果は、メインシナリオで▲5%となり、借入金利の上昇がDPUにマイナス寄与する見通しである。

【図表5】J-REIT負債利率、10年国債利回り、投資法人債利率の推移

注:10年国債利回り:年平均値、投資法人債利率:金額加重平均、負債利率:(支払利息+融資関連費用)/負債平残
出所:開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

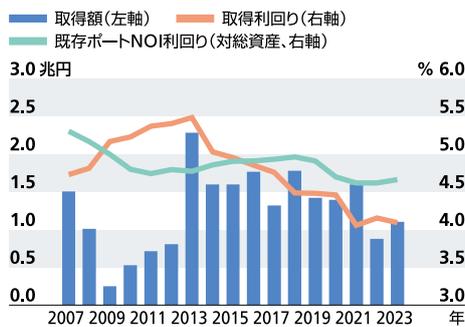


6 | 外部成長はDPUにマイナス寄与

昨年、J-REITによる物件取得額は2年ぶりに1兆円の台を回復した[図表6]。一方、不動産価格が高値圏で推移するなか、平均取得利回りは4.1%と既存ポートフォリオ利回り(4.7%)を下回る水準での取得が続く。

【図表6】J-REITによる物件取得額と取得利回り

注:引渡しベース(優先出資証券は除く)。新規上場以前に取得した物件は上場日に取得したと想定
出所:開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



そこで、『外部成長』について以下のシナリオを想定し、DPUへの寄与度(今後5年

間)を計算した(年間1兆円取得、取得利回り4.2%、借入比率50%、増資PBR1.2倍)。結果は、『外部成長』のDPUへの寄与度は▲2%となった。不動産利回りが低下し資金調達コストが上昇する現在の環境下において、『外部成長』によるDPU成長は実現のハードルが高く、慎重な対応が望まれる。

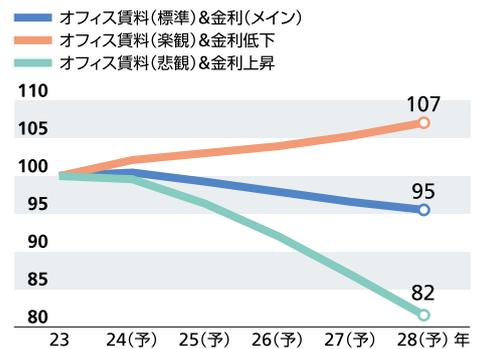
7 | 今後5年間のDPU成長率は▲5%

(▲18% ~ +7%)の見通し

最後に、上記で設定したシナリオをもとに今後5年間のDPU成長率を試算した[図表7]。結果は、オフィス賃料(標準シナリオ)と金利(メインシナリオ)を組み合わせた場合、DPU成長率は▲5%となった。内訳は「内部成長」が+2%、「外部成長」が▲2%、「財務戦略」が▲5%で、2024年はプラス成長を維持するものの、2025年から減配に転じる見通しである。また、楽観シナリオとして、オフィス賃料上振れと金利低下を組み合わせた場合、DPU成長率は+7%、悲観シナリオとして、オフィス賃料下振れと金利上昇を組み合わせた場合、DPU成長率は▲18%となった。

【図表7】今後5年間のDPU見通し(2023年下期=100)

出所:ニッセイ基礎研究所



今後、日本経済の正常化に伴い、「金利のある世界」・「インフレのある世界」を想定すると、Jリート市場の持続的な分配金成長には金利とインフレに打ち克つ『内部成長』の実現が鍵となる。投資口価格が低迷し外部環境の先行き不透明感が増すなか、引き続き、不動産ファンダメンタルズや日米の金融政策の動向を注視する必要がある。

中国、20代の未婚化、出生率低下が顕著


 保険研究部 主任研究員 片山 ゆき
 katayama@nli-research.co.jp

1——止まらない少子化、人口減少

中国の国家統計局は1月17日、2023年の総人口、出生数が前年に続き減少していることを発表した。2023年の総人口は14億967万人で、2022年から208万人減少し、2年連続の減少となった。また、2023年の出生数は902万人と、こちらも2022年から54万人減少している。

中国における出生数の減少について、国家統計局はその要因を挙げている。それは、①出産適齢期の女性人口の減少、②結婚や出産年齢などの上昇、③養育や教育費用の高騰による若年層の子育てに対する意欲の低下や考え方の変化、④新型コロナウイルスの感染拡大による出産控えである。本稿ではその中でも①出産適齢期の女性人口の減少、②結婚や出産年齢などの上昇に注目し、その様相を概観したい。

2——出生率の高い20代の女性人口が大幅に減少。

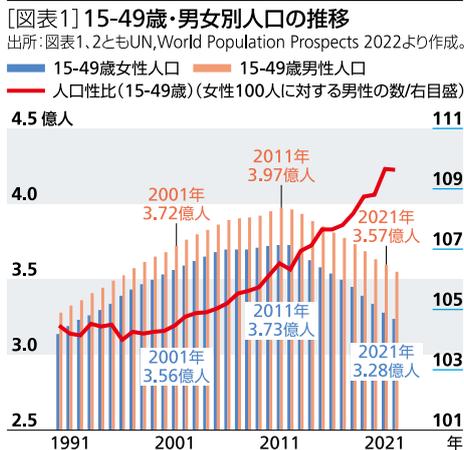
中国では1979年に一人っ子政策が開始されたが、その後も労働力として、また伝統的な‘孝’の概念によって男児の出産優先の伝統は残り続けた。澤田(2018)は、とりわけ農村部では人民公社が解体されて以降、家庭ごとの生産責任制が実施され、農地の請負面積が世帯の労働力に比例して配分されたので、家族の人数が多いほど広い土地を持つことができた点を指摘している。経済単位としての「家」が重要となったことから、後継ぎになる男子の価値が上昇し、女兒の中絶や遺棄が増大したとした。一人っ子政策によって人口はある

程度コントロールされ経済成長も果たしたが、当時の諸政策の整合性がとれていなかったため、人口性比の均衡が崩れ、その結果として将来母となる女性の数がアンバランスに減少するという事態を招いてしまったのだ。

国連の人口推計によると、生産年齢人口(15-64歳)が減少し始めた2011年に、その足並みを揃えるように女性の生産年齢にあたる15-49歳の人口も減少している[図表1]。また、15-49歳の男性も同様に減少しているが人口性比をみると2011年時点で女性100に対して男性が106.4、2021年では109.7と広がっている。女性人口が男性人口と比べて大幅に少ない状態にあることが分かる。

また、15-49歳の女性人口は2011年から2021年の10年間で、4,500万人も減少している(男性は4,000万人減)。政府が出産に最も適齡と考える20-34歳の女性人口は10年間で1,777万人減少している。出生率の最も高い25-29歳(後述)は10年間で877万人減、次いで20-24歳は2,149万人減と大幅に減少している。

人口のステージが少産少死(多産ではな

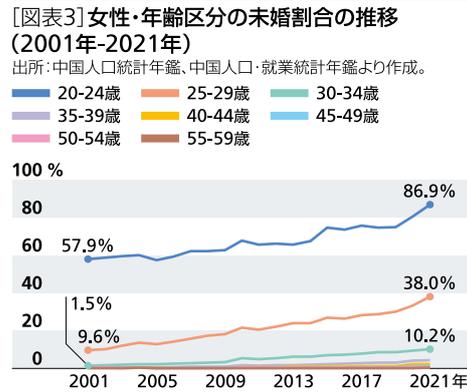
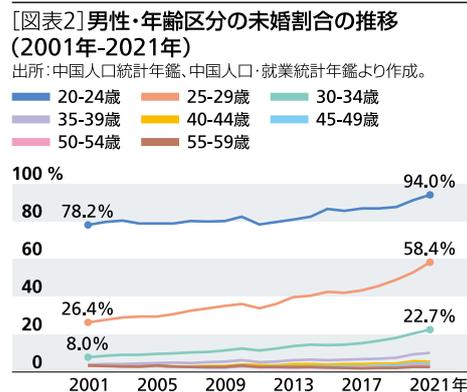


い)にある現在の中国において、母となる女性の数そのものが大幅に減少すれば生まれて来る子どもも同様に減少してしまうのは当然の帰着と考えられよう。

3——20代の未婚率の上昇が顕著。

一方、未婚率の上昇についてはどうであろうか。

図表2、図表3は5歳年齢区分別の人口に対してその未婚者数の割合(未婚率)の推移(男女別)を示したものである。



この20年間をみると、男性、女性とも20代の未婚率の上昇が顕著で、30代前半においても上昇している。20-24歳の女性については、2019年の新型コロナ禍以降、未婚率が急激に上昇しているのも1つ



かたやま ゆき

05年ニッセイ基礎研究所。22年7月より現職。
主な著書に『習近平の中国』・『アジアの生命保険市場II』(共著)等。
千葉大学客員准教授を兼務。

の特徴であろう。

20代の未婚率の上昇の背景にはまず、近年、政府の強力な後押しによる大学・大学院進学率の向上がある。20代の大半を学生として過ごす若年層が増加していると考えられる。また、この20年間の経済の高度成長、都市化の進展によって働き方や生き方が多様化している点も挙げられる。それと同時に、16-24歳の若年層の失業率は統計が開始された2018年1月時点では11.2%であったが、2023年6月には最高の21.3%を記録している。

当局は2023年7月以降、調査方法を直すとして16-24歳の失業率の発表を停止し、2024年1月に再開、2023年12月時点での失業率は14.9%とした。新たに発表された失業率には仕事を探している学生を除いて算出されているが、失業率は相変わらず高い状況にある。若年層の失業率の上昇が所得の不安定化、将来の生活への見通しに影を落とし、それが未婚率の上昇、更には出生率の低下につながる可能性もある。

4 出生率の低下

特に新型コロナ以降、20代前半の出生率が急速に低下。

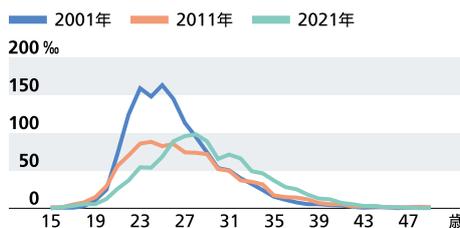
一方、晩産化の状況はどうだろうか。年齢別の出生率の推移からその状況を確認してみたい。図表4は、15-49歳の年齢別の出生率について、2001年、2011年、2021年の10年ごとに比較したものである。それによると、中国はこの20年ほどで出生率が低下し、次いで晩産化が進行しつつある点をうかがうことができる。

2001年時点では出産のピークは概ね20代前半で、出生率が最も高いのは25歳であった。次の10年間(2002-2011年)では、出産のピークの年齢層は2001年から大きな変化はないものの、出生率がおおよそ半分にまで低下している。

直近の10年(2012-2021年)では出産年齢のピークが20代後半に移っており、出生率が最も高いのは28歳であった。また、20代後半の出生率が20代前半の出生率を上回っている。更にこの20年間における年代別の出生率の変化をみると、20代の出産が減少し、それに替わって30代前半の出産が増加している点にある。つまり晩産化は、政策的に出産への緩和が徐々に開始された時期に進んでいることがうかがえる。

【図表4】年齢別(15-49歳)出生率の推移(2001年・2011年・2021年)

出所：中国人口統計年鑑、中国人口・就業統計年鑑より作成。



中国政府は一人っ子政策を堅持しながらも、2000年代には緩和の動きも見せている。各地域が状況を鑑みた上である程度の緩和措置をとることが可能となり、例えば少数民族、夫婦とも一人っ子、農村部で第1子が女儿の場合などについては第2子の出産を認めた。2013年には夫婦のどちらかが一人っ子の場合、第2子までの出産が正式に容認されている。加えて、2015年には第2子まで(適用は2016年から)、2021年には第3子までの出産が容認

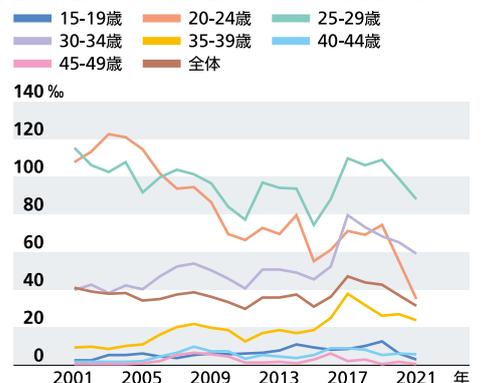
された。

このような緩和策の効果は、20代後半、30代前半の出生率の上昇に現れている【図表5】。図表5から2016年、2017年の出生率の上昇は第2子出産容認による効果と推察されるが、特に25-29歳、30-34歳の出生率が急上昇しており、当該年齢層による貢献が大きいと考えられる。20-24歳も上昇しているが25-29歳、30-34歳ほどではなく、加えて、2019年以降出生率が急降下している。

この点からも昨今の出生数の急減については、特に20-24歳の出生率の急減が大きな影響を与えたと推察することができる。2019年以降、新型コロナウイルス禍、中国と米国間の貿易摩擦や世界的な情勢から経済の低成長が続き、特に20代前半については就職難、失業率の上昇、所得の不安定化と社会情勢や経済状況の影響を最も受けやすい世代とも言える。20代前半の失業率の上昇、未婚率の上昇、それが出生率の低下につながっている点をうかがうことができる。

【図表5】2001-2021年の年齢区分別の出生率の推移

出所：中国人口統計年鑑、中国人口・就業統計年鑑より作成。



インド経済の見通し

当面は総選挙を控え投資が鈍化、景気減速へ



経済研究部 准主任研究員 齊藤 誠
msaitou@nli-research.co.jp



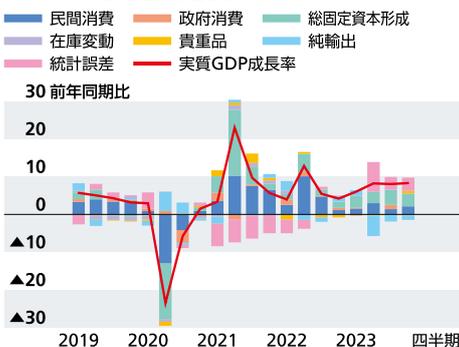
さいとうまこと
08年 日本生命保険相互会社入社
12年 ニッセイ基礎研究所

1—— 3四半期連続の+8%成長

インド経済は世界的な景気減速やインド準備銀行(RBI)の金融引き締めにも関わらず、高成長が続いている。実質GDP成長率は22年10-12月期に前年同期比+4.5%まで低下したが、その後は23年10-12月期に同+8.4%まで加速、+3四半期連続の8%成長となった[図表1]。もっとも供給側の指標である実質GVA成長率が同+6.5%と低かったことを踏まえると、実質GDPは実体経済より高く出ている可能性がある。GDPとGVAの違いは主に純間接税(間接税-補助金)であり、10-12月期は補助金の支払いが減少したため乖離が生まれたようだ。

[図表1] インドの実質GDP成長率

資料: インド統計・計画実施省より作成



10-12月期の高成長は投資の好調による影響が大きい。総固定資本形成は同+10.6% (前期: 同+11.6%)と二桁成長が続いた。23年度国家予算では資本的支出が前年度比+28.4%の9.5兆ルピー(約17兆円、1ルピー=1.82円として換算)となり大幅な支出が続いている[図表2]。公共投資は民間の経済活動に波及しているほか、中国からのデリスキングを目的とするサプライチェーン再編を進める企業の動

きも投資の追い風になっている。

GDPの約7割を占める民間消費は前年同期比+3.5% (前期: 同+2.4%)と、緩やかな成長にとどまった。都市部の雇用環境は改善傾向にあるが[図表3]、農村部の消費需要が弱く、また10-12月期の消費者物価上昇率が同+5.4%と高止まりして家計の実質所得が目減りしたことなどが影響したとみられる[図表4]。

純輸出は財・サービス輸出が同+3.4%と増加傾向が続いた。通関ベースの貿易統計をみると、財輸出は海外経済の減速により伸び悩んでいるが、10-12月期の外国人観光客数は280万人(同+14.0%)と大幅な増加が続いており、サービス輸出は好調とみられる。一方、財・サービス輸入は同+8.3% (前期: 同+11.9%)と増勢が鈍化した。結果として、純輸出の成長率

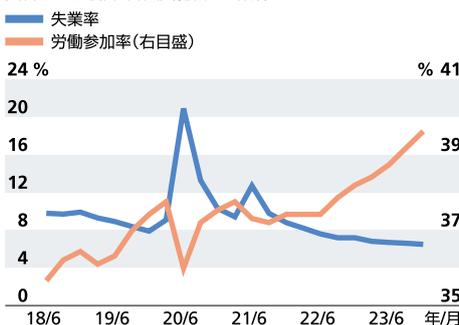
[図表2] 連邦政府の資本的支出

資料: インド財務省より作成



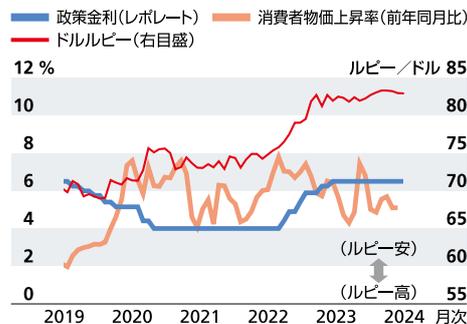
[図表3] 都市部の失業率と労働参加率

資料: インド統計・計画実施省より作成



[図表4] インフレ率と政策金利、通貨

資料: インド統計・計画実施省、RBIより作成



寄与度は▲1.2%ポイント (前期: ▲1.8%ポイント)とマイナス幅が縮小した。

2—— 食品価格安定でインフレ低下へ

インフレ率(消費者物価上昇率)の先行きは、消費の減速や緊縮的な金融引き締め策によりディスインフレ圧力が働きそうだ。足元では野菜価格の高騰が続いているが、乾期作の播種は昨年水準を上回っており、また今年の南西モンスーンは平年を上回る降水量が予測されている。今後農産物の供給量が増えるなかで食品価格は落ち着くだろう。従って、今後インフレ率は4%まで低下するとみているが、ベース効果の剥落により下げ止まり、その後は消費マインドの改善を受けて再び上向くと予想する。米国が利下げに踏み切る2024年はドル安傾向が強まり、通貨ルピーの下落圧力が弱まることも物価の安定に繋がるだろう。結果として、インフレ率は食品価格が高騰した23年度の+5.4%から24年度が+4.6%まで低下すると予想する。

3——今年後半から金融緩和に舵

金融政策の先行きは、RBIが24年後半から政策金利(レポレート)を引き下げると予想する。24年前半は堅調な経済と物価目標の中央値を上回るインフレが続くなか、緊縮的な金融政策が維持されるだろう。当研究所では今年9月に米国が利下げサイクルに転換すると予測している。今後の米国の利下げによって資金流出圧力が和らぐと、通貨ルピーが安定してインフレ圧力が低下するため、RBIは米国に追従する形で2024年度末にかけて3回の利下げに踏み切ると予想する。

4——24年度も財政健全化路線を維持

インド政府が今年2月に発表した24年度暫定予算案(会計年度は4月開始)によると、歳出は前年度比+6.1%の47兆6,577億ルピー(約87兆円)となり、23年度の同+7.1%と比べて抑制気味だった。歳出の内訳をみると、収益的支出が同+3.2%の36兆5,466億ルピー(約66兆円)と緩やかな増加にとどまったが、資本的支出が同+16.9%の11兆1,111億ルピー(約20兆円)と大幅に増額された。資本的支出は毎年二桁増が続いており、5年間で約3倍に膨れ上がっている。

一方、歳入は純税収が同+11.9%の26兆157億ルピー(約47兆円)だった。法人税、所得税、物品サービス税はそれぞれ二桁増の見通しであり、経済成長に伴う税収の堅調な拡大が予測されている。

24年度の財政赤字(GDP比)は5.1%となり、前年度の同5.8%から低下した。インド政府は税収の堅調な増加が続く一方、歳出の伸びを抑制することで、コロナ禍の財政出動により悪化した財政収支の改善に向けて、健全化の取組み路線を継続する計画だ。

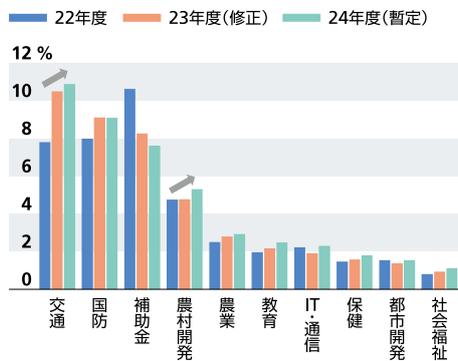
主要分野の歳出(内訳)をみると、農村開発が前年度比+11.2%の2.7兆ルピー(約4.8兆円)、IT・通信が同+20.9%

の1.2兆ルピー(約2.1兆円)となり、大幅な積み増しとなった[図表5]。ここ数年でインフラ開発が加速している交通は同+3.6%の5.4兆ルピー(約9.9兆円)だった。伸び率こそ小幅だが、引き続き重点分野と言える規模感だった。

一方、食料、肥料、燃料などの補助金の支出額は同▲7.8%の3.8兆ルピー(約6.9兆円)であり、昨年に続き減額された。バラマキ色の強い補助金の予算を減らすことにより、インフラや農村開発など主要分野に財源を振り分ける形となった。

[図表5] 主要分野の歳出額

資料: インド財務省より作成



5——総選挙前に投資鈍化、景気減速へ

先行きのインド経済は次回総選挙を控えて投資が鈍化、景気の減速傾向が続くだろう。もっとも23年度は第3四半期まで+8%成長が続いたため、1-3月期の景気減速を織り込んでも通年の成長率は前年度比+7.6%と、世界最高ペースの成長速度となるだろう。

24年度は当面のタカ派的な金融政策により成長ベースが低下するだろうが、内需主導の高成長は続く予想する。24年度は世界的な製造業の調整局面の一巡に

よる財貨輸出の回復とインバウンド需要の持続的拡大が予想されるが、世界経済の減速により財・サービス輸出の増勢は緩やかなものとなりそうだ。また輸入は内需拡大を背景に輸出を上回る伸びが続くものとみられ、外需は引き続き成長率の押し下げ要因になるとみられる。

内需は投資を中心に短期的に鈍化するだろう。24年前半は借入コストの上昇や総選挙前の政治的不透明感の高まりから民間投資が一時的に下振れるとみられる。しかし、次回総選挙を巡っては世論調査で優勢を保つインド人民党が勝利する可能性が高く、政策の継続性が保たれることとなりそうだ。そのため、民間投資は総選挙後に持ち直し、サプライチェーンの多様化を図る企業の動きと生産連動型インセンティブ制度をはじめとした海外からの投資誘致策が追い風となり加速するだろう。また24年度暫定予算案では資本的支出が大幅な積み増しとなり、インフラ開発などの公共投資は好調が続くそう。

緩慢な成長が続く民間消費は農村部を中心に回復するだろう。先行きは農業生産の拡大により食品インフレの鈍化と農村部の所得増が予想されるため、農村部の消費需要が拡大しよう。また都市部の消費需要も投資拡大に伴う雇用環境の改善を背景に堅調に推移するだろう。

以上の結果、24年度の実質GDP成長率は金融引き締めの上昇効果が徐々に経済活動の重石となり前年度比+6.4%(23年度:同+7.6%)と低下するだろうが、内需の堅調な拡大により高成長軌道を維持すると予想する[図表6]。

[図表6] 経済予測表

資料: インド計画・統計実施省、CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所作成

	単位	2022年度(実績)	2023年度(予測)	2024年度(予測)	2025年度(予測)
実質GDP成長率	前年度比、%	7.0	7.6	6.4	6.3
民間消費	寄与度、%	3.9	2.3	3.7	3.9
政府消費	寄与度、%	0.9	0.3	0.3	0.4
総固定資本形成	寄与度、%	2.2	3.2	2.6	2.8
純輸出	寄与度、%	0.5	▲2.5	▲1.0	▲1.7
消費者物価(CPI)	前年度比、%	6.7	5.6	4.6	4.7
政策金利(レポ金利)	期末、%	6.50	6.50	5.75	5.50

新NISAを躊躇している方に知ってもらいたい投資信託の真実



まえやま・ゆうすけ

大和総研、大和証券キャピタル・マーケット（現大和証券）、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンを経て14年入社。22年7月より現職。日本証券アナリスト協会検定会員。

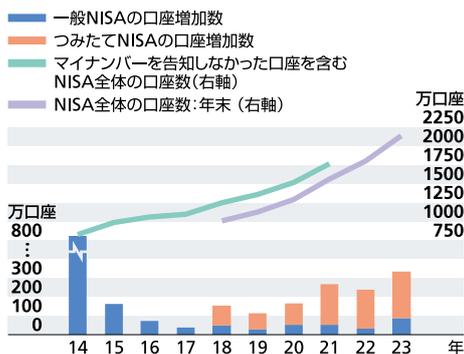


金融研究部 主任研究員 前山 裕亮
ymaeyama@nli-research.co.jp

1——口座数は着実に増加

2024年からいわゆる新NISAとして大幅に制度拡充されて生まれ変わった少額投資非課税制度(NISA)。NISAの口座数(線グラフ)は2023年末時点で一般が1,161万、つみたてが974万、全体で2,136万になっています[図表1]。口座の増加数(棒グラフ)は2023年につみたてNISAを中心に335万口座増え、2021年の268万口座を上回り一般NISAの開始年の2014年を除くと最大となりました。2023年は年後半に口座開設が特に進んでおり、新NISAを前に口座開設する人が多かったことがうかがえます。2024年に入ってから動向は金融庁の発表を待つ必要がありますが、各種報道を見る限りでは2023年以上に口座開設が進んでいる様子です。

[図表1] NISAの口座数(線グラフ)と口座増加数(棒グラフ) 資料:金融庁資料より作成。



2——実は投資信託から利益を得ている人が多い

このように制度の利用がかなり広がってきており、年代によっては口座の保有率が25%を超えてきています。ただ、それでも75%、つまり4人に3人以上はまだ口座を保有していない状況であるともいえます。

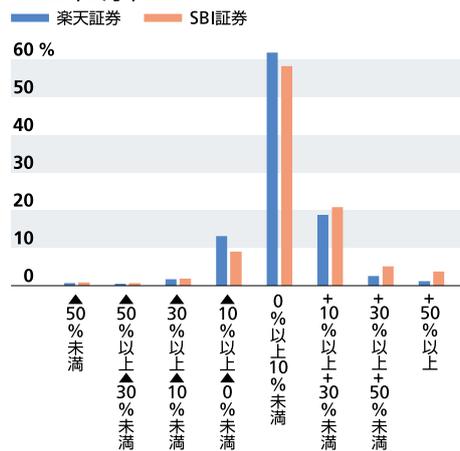
NISAの口座開設を行っていない理由はさまざまあると思いますが、もし投資に

ついて抵抗感があり口座開設を躊躇しているならば知っていただきたいデータがあります。それは金融庁が2018年から毎年、集計し公表している「投資信託の共通KPIに関する分析」です。

当分析では、「たれば」ではない新NISAの中心商品である投資信託を購入した人たちが本当にどのようになっているかを知ることができます。特に参考になるのがNISAの口座数が多い大手ネット証券2社、楽天証券とSBI証券の投資信託の運用損益別顧客比率です。

例えば最新の2023年3月末時点では、楽天証券が84%とSBI証券が88%の顧客の運用損益がプラスとなっています[図表2]。つまり2社とも8割以上の顧客が投資信託から利益を上げていることが確認できます。

[図表2] 投資信託の運用損益別顧客比率 2023年3月末 出所:各社公表資料から作成。



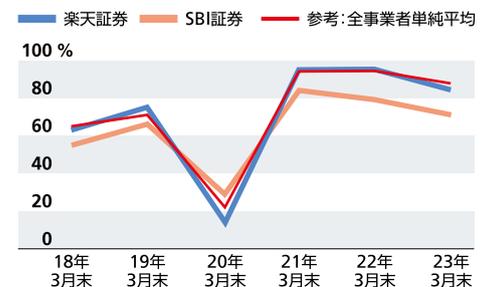
3——苦境の時もあった

当然、投資信託の運用状況はその時々市場環境にも左右されます。2社の運用損益がプラスの顧客の割合の推移をみると2021年、2022年3月末は2社とも95%程度の顧客の運用損益がプラスでし

た[図表3]。その一方で2020年3月末は楽天証券で14%、SBI証券で22%しかプラスの顧客がおらず、多くの顧客が含み損を抱えていたことがわかります。

2020年3月末は新型コロナ・ウイルスが世界中でまん延して世界的に株価が下落していたタイミングです。しかも2社は2019年の「老後2,000万円不足問題」をきっかけに投資信託を買い始めた人が多かったため、他の業者以上に厳しい顧客が多かったと推察されます。ただし、運用損益がプラスの顧客比率の推移から投資信託を保有し続けた顧客のほとんどが1年後の2021年3月末にはプラスに転じたことも見て取れます。

[図表3] 投資信託の運用損益がプラスの顧客比率 資料:金融庁資料より作成。



4——食わず嫌いせずに

新NISAは素晴らしい制度ですが、投資自体にリスクはつきものです。それでもリスクと上手に付き合いながら投資信託を通じて投資して利益を得ている人が多いのも事実です。もし新NISAや投資信託、投資について食わず嫌いしているのであれば、「投資信託の共通KPIに関する分析」などの実際のデータも踏まえた上で新NISAの活用などを改めて検討していただくと嬉しいです。

しぶといドル高圧力、 一体いつまで続くのか?

月 初1ドル151円台前半でスタートしたドル円は足元で154円台前半まで上昇している。雇用統計やCPIなど予想を上回る米経済指標が相次いだことで米利下げ観測が後退し、ドル高圧力が強まったためだ。この間、口先介入が続いたこともあり、政府・日銀による円買い介入への警戒感がドルの上値を抑え続けているが、介入が見送られる中でじりじりとドル高方向に押されている。

米経済は予想外に堅調で物価上昇圧力も根強いことから、FRBはしばらく利下げ開始に慎重な姿勢を維持するだろう。現在の見通しでは9月の利下げ開始を見込んでいるが、利下げが現実味を増してくると考えられる7月末のFOMCまたは8月下旬のジャクソンホール会合まではドル高圧力が強い地合いが続きそうだ。

一方、今後もファンダメンタルズ面で円を積極的に買う理由は見当たらないため、介入がドル円の展開を左右する。政府は他国との間で介入への地ならしを進めているとみられるうえ、節目である155円を超えると円安に一段と弾みがつく恐れが高いことから、その前後に達すれば介入に踏み切る可能性が高いとみている。

介入によって為替のトレンドを転換させることは困難だが、運営次第では円安を一時的に止めたり、ペースを緩やかにしたりする効果は期待できる。介入がカギとなるだけに不確実性は高いものの、3ヵ月後の水準は155円前後と見込んでいる。

なお、足元では中東の地政学リスクに対する警戒感が強まっている。この問題が一層緊迫度を高めた場合には、安全資産としての米国債買い（日米金利差縮小）というドル安圧力と、原油高に伴う米利下げ観測後退・日本の貿易赤字拡大観測という円安圧力が交錯してドル円は不安定化しやすいが、どちらかと言えば後者の影響が大きく出やすいだろう。

長期金利は月初0.7%台半ばでスタートした後、利下げ観測後退に伴う米金利上昇の波及により、足元では0.8%台前半に上昇している。この間、日銀の国債買入れ額が維持され、一定の金利抑制要因になっている。日銀はいずれ国債買入れの削減に踏み切ると目されるが、米金利上昇圧力が強い状況下での実施はリスクが高いため、しばらくは現状維持が予想される。このため、3ヵ月後の水準は0.8%台に留まると予想している（ユーロ円に関する記述は割愛）。



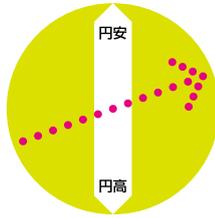
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

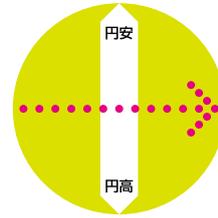


Market Karte

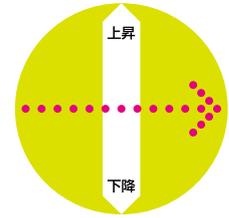
May 2024



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

- 2023年20代人口流出率にみる「都道府県人口減の未来図」(1)
—大半が深刻な若年女性人口不足へ—
天野 馨南子 [基礎研レポート | 2024/4/8号]
- 新NISA、積立投資と一括投資、どっちにしたら良いのか
—なぜ米国株式型が強かったのか—
熊 紫云 [基礎研レポート | 2024/4/12号]
- 運動を習慣化する秘訣
村松 容子 [基礎研レポート | 2024/3/26号]
- J-REIT市場の動向と収益見通し。借入金利上昇を背景に今後5年間で▲5%減益を見込む
—シナリオ別の分配金レンジは「▲18%～+7%」と見る見通し—
岩佐 浩人 [基礎研レポート | 2024/3/15号]
- 新NISA、「毎月投資」か「1月一括投資」か
井出 真吾 [基礎研REPORT-I | 2024/2/7号]

コラムアクセスランキング

- マイナンバーカードの携行率が約半分という現実に向き合う
河岸 秀叔 [研究員の眼 | 2024/3/26号]
- 韓国の出生率が0.72で、8年連続過去最低を更新
—若者の意識を的確に把握し有効な対策の実施を—
金 明中 [研究員の眼 | 2024/3/4号]
- 新NISAからの買付にやや息切れ感も
～2024年3月の投信動向～
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2024/4/11号]
- 外国人研究者から見た日経平均株価の上昇要因
—日経平均株価が史上最高値を記録した背景と日本が直面している課題は?—
金 明中 [研究員の眼 | 2024/2/29号]
- 配偶者手当を廃止する企業が増えていることを知っていますか。
河岸 秀叔 [基礎研REPORT-ColumnⅢ | 2024/4/5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24/3/25～24/4/21》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

人口100万人当たりの博士号取得者数の国際比較 [5月7日は博士の日]

Source : 文部科学省 科学技術・学術政策研究所「科学技術指標2023」 Design : infogram©

