

三井住友信託銀行

# 調査月報



## 時論

「第四の矢」としての財政再建..... 1

## 経済の動き

米国金融緩和縮小の見送りと今後の展望

(月例グローバル経済金融レビュー)..... 3

経常赤字新興国で異なる資金調達構造..... 11

QE3縮小と新興国向け証券投資の実態..... 17

急増するサ高住の実態と課題..... 25

## 時論

### 「第四の矢」としての財政再建

2014年度予算の概算要求がまとまった。各省庁の要求総額は過去最大の99.2兆円となり、2013年度当初予算の一般会計92.6兆円を大きく上回る規模となった。既存の経費分である裁量的経費を10%カットした上で、その+30%を上限とする「優先課題推進枠」という上乘せ枠に各省庁が成長戦略や防災などを名目に3.5兆円要望を積み上げた。

また、消費税増税による景気の腰折れを防ぐべく、企業減税や低所得者向け対策、公共事業積み上げを盛り込んだ5兆円超の経済対策も打ち出された。

成長戦略を後押しするためには多少の予算措置は必要であろうし、高齢化と劣化が進む社会インフラの再整備は防災・減災のためにも注力すべきだろう。逆進性を伴う消費税増税から低所得者の生活を守るために何らかの対策は講じられて良い。しかし最近の動きは、国土強靱化、消費税増税対応、デフレ脱却、さらに今後はTPP対策や東京オリンピックと、様々な名目を付けて財政支出が歯止めなく増え続け、アベノミクス第二の矢である「機動的な財政出動」が「恒常的・拡大的財政出動」に変質するのではないかと、財政再建がいよいよ遠のくのではないかと、この危惧を感じる。

危惧の中身をもう少し詳しく述べたい。第1は、5兆円経済対策の政策割り当ての議論に見られるように、財政運営の考え方に不整合、あるいは“良いとこ取り”的なものが散見され始めたことである。

消費税増税は家計の実質所得を減少させるので、景気にマイナスの影響を与えることは避けられない。景気腰折れを心配するのであれば、家計にフォーカスした即効性のある政策が検討されるのが筋であろうが、議論の中心は企業減税（法人税減税、投資減税等）実施の可否・時期・効果に関わるものとなっている。企業減税によって競争力が高まれば、やがては雇用・賃金増加を通じて家計にも恩恵が及ぶとの論もあるが、それは数年の時間を要する話であり、症状と処方箋の時間軸が一致していない。

そもそも企業減税は、目先の景気対策としてではなく、規制改革を軸とする成長戦略や、「底辺への競争（race to the bottom）」と言われる世界的な法人税引き下げ競争への戦略的対応という視点から議論されるべきではないか。

また、景気が腰折れてはデフレ脱却が頓挫するとの懸念も経済対策の背景にあるようだが、アベノミクスは「デフレ脱却のための政策対応は金融政策が中心」と整理し、それゆえ異次元金融緩和を実施したのであって、財政政策が主役ではないはずである。

第2は、財政再建は増税と歳出削減両面からの取り組みが必要であるが、後者に関する議論が停滞していることである。

今日こそ財政赤字に悩むユーロ圏各国も、ユーロ発足時には、その参加資格である「財政赤字3%以内」を満たすべく、公務員給与・補助金・社会保障支出等様々な歳出削減を行った。6月に出さ

れた「骨太の方針」では「2020年度までプライマリー・バランスを黒字化する」との目標が示された。これを達成するには消費税増税だけでは到底無理であり、社会保障関連を中心とした歳出の抑制、無駄な歳出削減は避けて通れないが、今のところ具体的な進展はあまり見られない。

第3は、財政再建と成長戦略とが別々に議論され、両者を結び付ける発想が希薄であることである。

ユーロ圏経済とりわけ南欧諸国の経済の停滞は、財政再建に当たっては緊縮財政一本では限界があり、成長戦略による潜在成長力の底上げが必要であることを示唆している。わが国の古い財政再建の成功事例として取り上げられる米沢藩の上杉鷹山や備中松山藩の山田方谷が行った改革も、前者は300万本の植林による漆・和紙・縮織<sup>ちぢみおり</sup>、後者は豊富に産出する砂鉄を原料とした鉄製品（農機具、釘）、煙草、茶、柚餅子<sup>ゆべし</sup>といった特産品の殖産興業―すなわち成長戦略―が大きな利益をもたらし、莫大な借金を抱えて破綻寸前だった藩財政を再建する決め手となった。

成長戦略は財政再建を進める上で有力な手段であり、またそのように推進していくことが、安易な財政支出拡大に頼る誘惑を断つ規律付けにもなるはずである。

第4に、異次元金融緩和策との兼ね合いを勘案すると、財政状況の深刻さ、財政再建の緊急性に対する危機感のレベルが不十分ではないか、ということである。

日銀の国債購入額は年間発行額の約7割に上るが、このオペは、①財政規律を弛緩させる、②事実上の財政ファイナンスと受け止められる、③国債価格が下落した場合には日銀の資産が大きく毀損する、④これらの結果、日本国債に対する信認が突然、失墜する―といった様々なリスクを内包している。

こうしたリスクをミニマイズするためにも、財政再建に向けた不断の取り組みは必須である。日銀が掲げた「2年間で2%」という物価上昇目標は達成困難となった場合、日銀の大規模な国債購入が長期化する可能性があることを考えると、なおさらである。

このように考えると、巷間、アベノミクス「第四の矢」として、東京オリンピックを含めて様々なものが挙げられているが、財政再建以外あり得ないとする。

（調査部長 金木利公 Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

# 米国金融緩和縮小の見送りと今後の展望

## (月例グローバル経済金融レビュー)

### <要旨>

世界経済の現状は、堅調な米国景気が他の経済圏に恩恵をもたらす構図は先月から変わっていない。ユーロ圏の景気悪化には歯止めがかかりつつある他、中国では外需環境の改善に加えて政策当局の投資前倒しもあって景気減速局面を脱却する兆しを見せている。日本では企業収益増を背景に設備投資がようやく増加に転じるなど、自律的回復局面に向けた動きが続いている。

かかるなか、米国連邦準備理事会は、金融市場の予想を覆す形で、9月の債券購入措置(QE3)規模縮小開始を見送った。このことは、一時的に金利上昇を抑制して資産価格上昇と新興国通貨安を一服させるプラス効果をもたらした反面、今後米国景気加速が見込まれる中で長期金利が急騰し、資産価格が調整するリスクを高めたというマイナス面も有する。この影響で日本の長期金利に対する上昇圧力や、アジア新興国の通貨への下落圧力が再び強まる可能性もあり、特に5月以降の通貨下落やこれに対応した利上げが实体经济に及ぼす悪影響がこれから顕在化する経常赤字新興国の状況には注意を要する。

### 1. 海外経済・金融情勢 ～ 米国景気回復の恩恵を受ける姿に変化なし

#### (1) 米国 ～ 債券購入措置減額開始見送りの背景と今後の含意

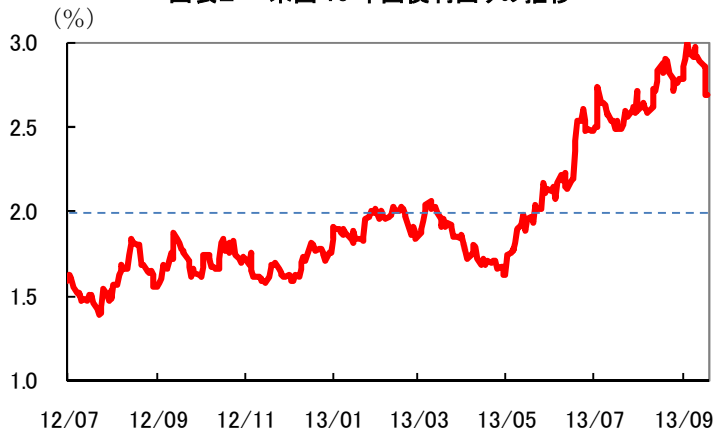
米国景気の堅調な推移を背景に、9月の連邦公開準備委員会(FOMC)において、連邦準備理事会(FRB)は債券購入措置(QE3)の規模縮小を開始するという予想が一般的であったが、実際には見送られた。FRBは2013年と2014年の経済成長率予想を6月時点から下方修正しており、5月以降1%ポイント程度進んだ長期金利上昇による実質的な金融環境の引き締まりが将来の景気と労働市場の改善の障害となるリスクを懸念したものと考えられる。従って、QE3の規模縮小が開始されるのは、2%を下回る低インフレの環境下において、景気回復の持続性がある程度の確度で見込めるようになった後と考えるのが妥当だろう(図表1, 2)。

図表1 9月 FOMC メンバーの経済見通し

	(%)	
	2013	2014
経済成長率	2.0～2.3	2.9～3.1
前回6月	2.3～2.6	3.0～3.5
失業率	7.1～7.3	6.4～6.8
前回6月	7.2～7.3	6.5～6.8
コアインフレ率	1.2～1.3	1.5～1.7
前回6月	1.2～1.3	1.5～1.8

(資料) 米国連邦準備理事会公表資料より  
三井住友信託銀行調査部作成

図表2 米国 10年国債利回りの推移



(資料) Bloomberg

この点について、各種経済指標の動きから先行きの環境を見通すと、景気の方角性を示す生産指数は、PMI 指数における受注と在庫のギャップがプラス方向に拡大していることから、2013 年下期にかけて増産に向かうと見込まれる(図表3)。そして住宅市場については、中古住宅販売が足許やや鈍化して在庫件数月販売戸数比が4ヶ月から5ヶ月に増えているものの、この程度の軽微な悪化で年間10%前後のペースでの住宅価格上昇が急に止まるとは考えにくい(図表4)。企業・家計とも、民間部門の需要は今後も拡大が続く可能性が高いと判断できる。

図表3 生産指数と先行指標の動き



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

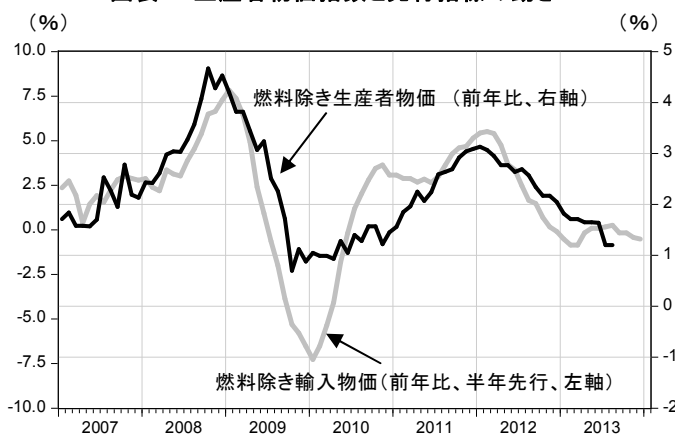
図表4 住宅価格指数と先行指標の動き



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

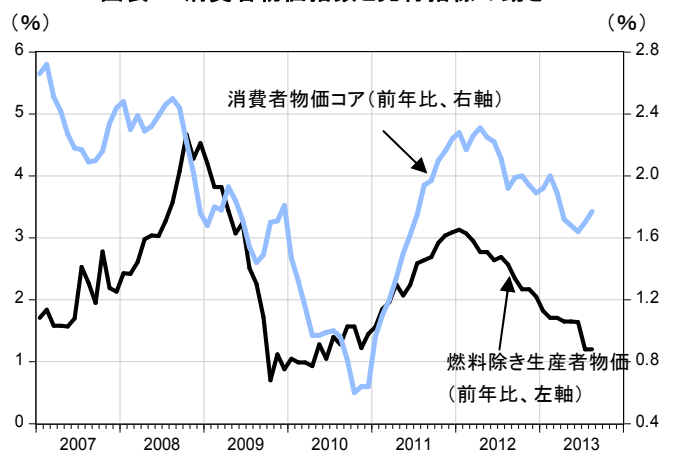
一方インフレ環境については、生産者物価に半年先行する輸入物価上昇率が鈍化していることから、生産者物価に数ヶ月遅行する消費者物価コア上昇率も、暫くは前年比+1.5%前後の低い水準で推移することが予想される(図表5,6)。かかる低インフレ環境下での金利上昇が経済活動を阻害することを避けたいというのがFRBの意図であるとするれば、次回10月のFOMCまでに公表される1カ月分の経済指標からインフレ率が上昇に向かうという確証が得られる可能性は低いため、QE3の規模縮小開始は12月にずれ込むと見る。

図表5 生産者物価指数と先行指標の動き



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

図表6 消費者物価指数と先行指標の動き



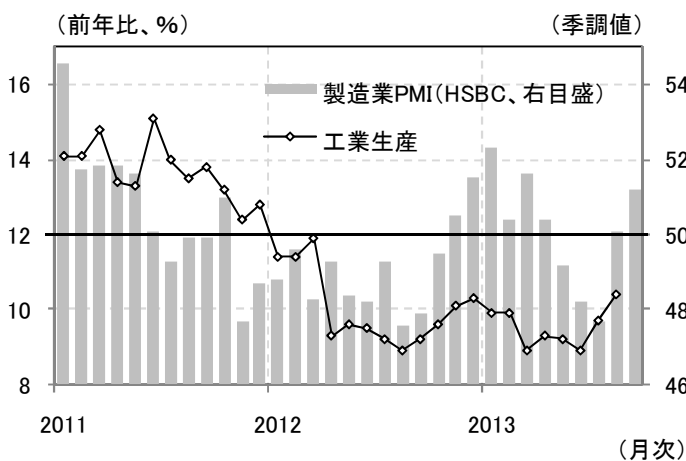
(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

なお、今回のFRBの経済見通しにおける失業率の予測値は殆ど変わっておらず、FRBメンバーが予想する利上げ開始の時期にも大きな変化はない。従って、仮に2014年半ばまでに債券購入額をゼロにするならば、今後QE3の規模が縮小されていく過程において、一回あたりの減額規模は必然的に大きくなる。この結果、米国10年国債利回りの上昇ピッチも速まる可能性があるため、FRBがQE3の規模縮小を開始する際には、フォワードガイダンスの強化などによって長期金利急騰を避けようとする工夫が必要となろう。いずれにせよ、金融政策と市場期待のギャップによって長期金利は上方に振れやすい展開が予想される。

## (2) アジア新興国 ～ 中国景気は回復の兆しあるも持続性は不透明

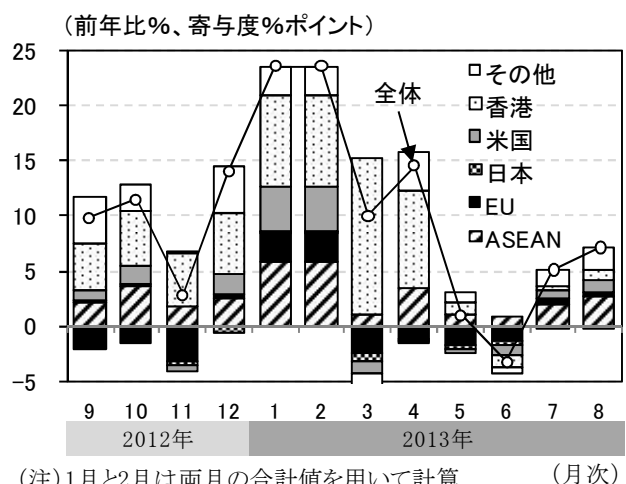
2013年に入ってからこれまでの世界経済は、米国経済の堅調さと中国含む新興国の減速という差異が際立ってきたが、ここ2カ月の中国の経済指標は、回復基調を維持している。9月の製造業PMI(HSBC)は51.2と2カ月連続で景況感の境目となる50を上回り、工業生産伸び率は前年比10.4%増と8ヵ月ぶりに二桁の伸びを取り戻した(図表7)。背景には、鉄道関連投資の拡大など政府の対応によって固定資産投資伸び率(年間累計)が7月の前年比+20.1%から8月に同+20.3%に高まったことや、前月に続いて輸出金額がプラスを維持するなど外需環境改善が続いていることがあると見られる(図表8)。但し、固定資産投資の伸び回復は依然として公的需要頼みであり、輸出全体の伸びに対して通貨安で打撃を受けているインドネシア中心とするASEAN向け輸出の寄与が大きいなど、回復に向けた動きの持続性に対する懸念が完全に解消されたわけではない。

図表7 中国のPMI指数と生産伸び率



(注) 工業生産の1月2月は両月の合計値より計算  
(資料) CEIC、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

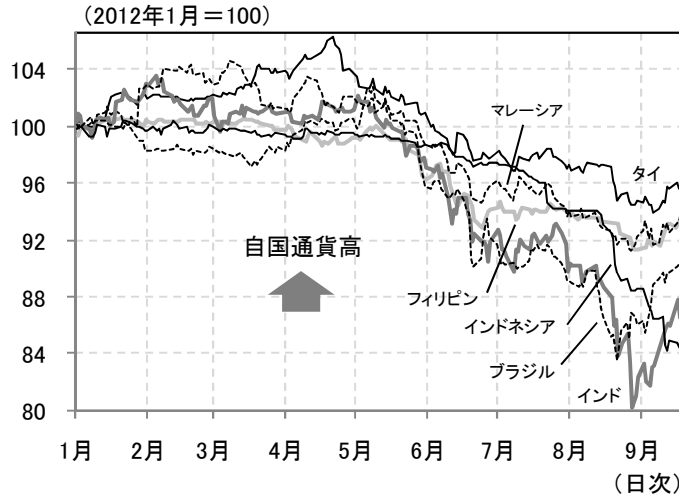
図表8 中国輸出金額伸び率の内訳



(注) 1月と2月は両月の合計値を用いて計算。(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

他方、米国QE3の規模縮小観測が強まったことをきっかけに進んだ新興国通貨下落の動きについても、経常赤字国を中心に、相次ぐ利上げや為替介入、資本規制が実施されたことで、インドやブラジルの通貨下落も8月後半から歯止めがかかりつつある(図表9)。

図表9 主要新興国の対ドル通貨レート

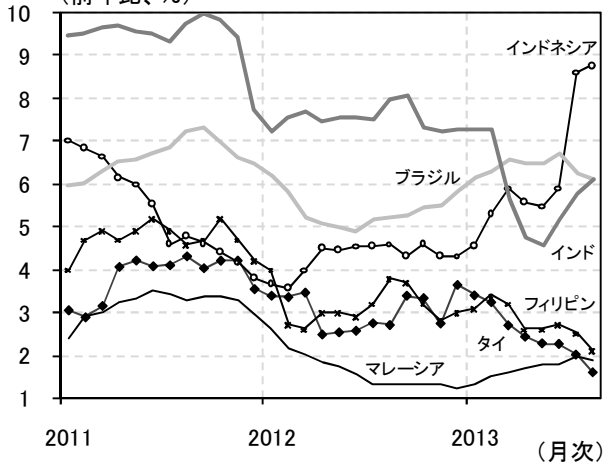


(資料)CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

9月のFOMCにおいてQE3の規模縮小が見送られたことは、短期的には新興国通貨の下落に歯止めをかける要因になる。しかし、この先も米国の金融政策に対する市場予想のみならず、自国経済の脆弱性に応じて、通貨への下落圧力が再び強まって不安定な動きを見せる局面もあろう。とりわけ、これまでの通貨安に起因する輸入インフレ圧力の高まりや、通貨安に対抗するための利上げが实体经济を減速させる悪影響が明らかになるのはこれからであると考えられる(図表10)。為替介入の原資となる外貨準備高が減少していることもあって、今後は米国金利上昇の影響ではなく新興国の实体经济悪化を材料とした通貨安圧力が生じる可能性がある。アジア新興国の経済金融情勢が悪化するリスクは、経常赤字の国を中心になお残っている(図表11)。

図表10 主要新興国の物価上昇率

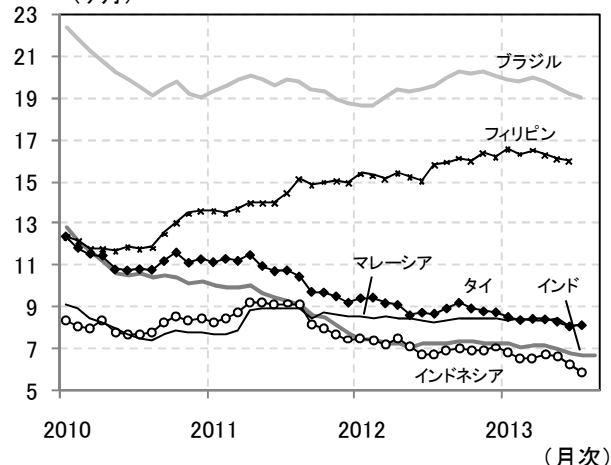
(前年比、%)



(資料)CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

図表11 主要新興国の外貨準備高/輸入額比

(ヶ月)



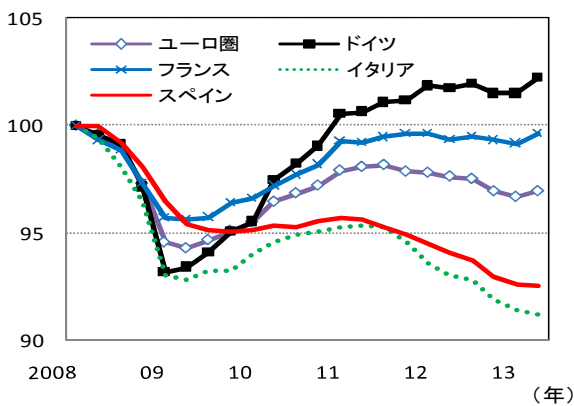
(資料)CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

**(3) 欧州 ～ 景気は底ばい安定に向けた動きが続くが、まだ慎重な判断が必要**

欧州経済に目を転じると、8月のユーロ圏製造業PMI指数は51.4と2カ月連続で50を上回った他、7-9月期GDPは前期比年率+1.1%と7四半期ぶりにプラスになるなど、景気底割れから改善の兆しが見え始めている。経済成長率を国別に見ると、中核国であるドイツ(同+2.9%)とフランス(同+1.9%)がプラス成長になっただけでなく、周縁国でもポルトガルの成長率が同+4.4%と3年ぶりにプラスを回復した他、イタリア(同▲1.2%)、スペイン(同▲0.4%)はまだマイナスながらも下げ止まりに向かっている(図表12)。かかる動きの背景には、昨年秋以降金融市場が落ち着いていること、米国中心とする外需環境の改善に加えて、緊縮一辺倒だった財政スタンスの転換によるマインド好転などがあると見られ、ユーロ圏景気のこれ以上の悪化には歯止めがかかりつつあるという見方が出始めている。9月のECBスタッフによる2013年経済成長率見通しも▲0.4%と、6月時点での▲0.6%から若干ながら上方修正された(図表13)。

**図表12 ユーロ圏主要国のGDP推移**

(2008.Q1=100)



(資料)Eurostat

**図表13 ECBスタッフの経済見通し**

(%)

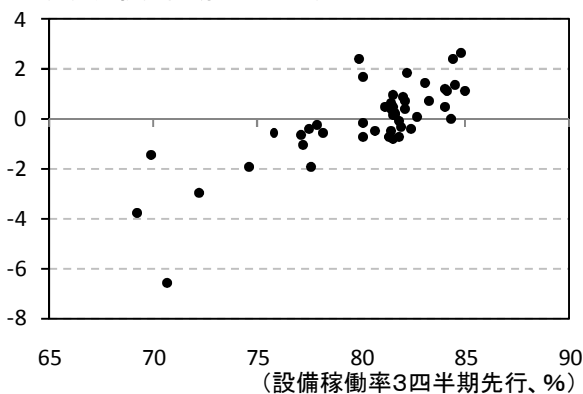
		経済成長率		
		範囲	中央値	前回比修正幅
経済成長率	2013	▲0.6～▲0.2	▲0.4	0.2
	2014	0.0～2.0	1.0	▲0.1
消費者物価上昇率	2013	1.4～1.6	1.5	0.1
	2014	0.7～1.9	1.3	0.0

(資料)ECB

しかし、直近4-6月期の設備稼働率が77.5%と固定資産投資回復の境目である80%を下回っていることや、失業率は上昇に歯止めこそかかっているものの12.1%で高止まりしていること、そして独仏含め銀行貸出伸び率のマイナス幅拡大基調が続いているなど、安定的な景気回復局面入りにはまだ遠い(図表14,15)。この他、年内にもギリシャへの第3次支援が必要となることなどがほぼ確実とされる中で、9月22日に行われたドイツ総選挙の結果成立する政権が、ギリシャ支援を含む欧州債務問題に対してどのようなスタンスを取るかなど、政治面での不確定要素もある。経済金融情勢が再び悪化するリスクは低下しているものの、無視できる程に小さくなっているわけではない。

**図表14 ユーロ圏設備稼働率と固定資産投資伸び率**

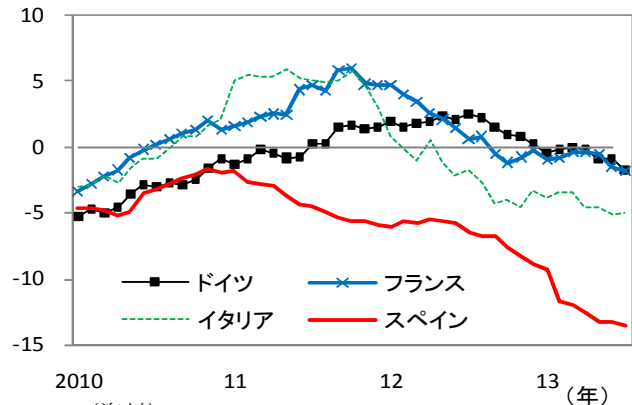
(固定資産投資前期比伸び率、%)



(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

**図表15 ユーロ圏主要国の非金融企業向け貸出**

(前年比、%)



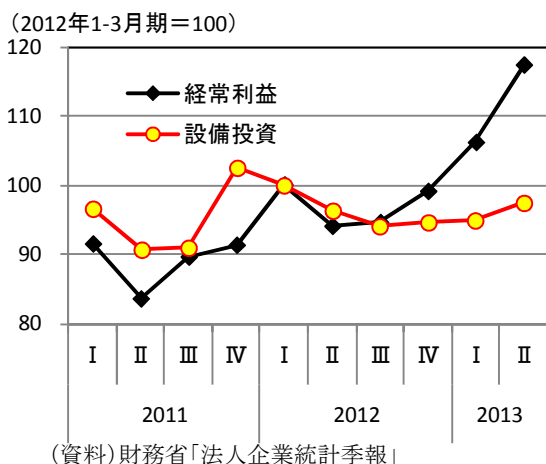
(資料)Bloomberg



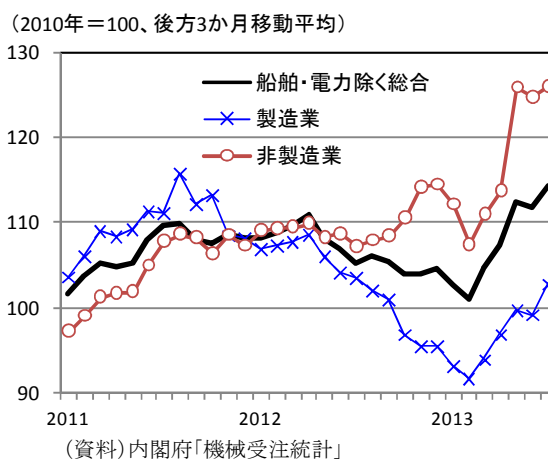
## 2. 国内景気の現状 ～ 設備投資が増加に転じたのが大きな変化

世界各地域の景気が、格差を残しながらも徐々に改善に向かう中、日本も自律的回復に向けた動きが徐々に進んでいるのが特徴である。そのように判断できる最も大きな材料は、設備投資が増加に転じたことである。4-6月期の法人企業統計季報では、製造業中心とする経常利益の回復がより鮮明になるとともに設備投資が増加に転じ(図表16)、これを反映した4-6月期GDPの設備投資も1次速報値の前期比年率▲0.1%から2次速報値で+1.3%まで上方修正された。これは、企業部門において収益改善が設備投資増加につながるという「前向きな循環」に向けた動きが出始めたことを意味するもので、日本経済に関する重要な変化である。設備投資の先行指標とされる機械受注額は、多少の凹凸を伴いながらも足許まで増加基調にあることから、7-9月期以降も設備投資の増加が続くと見るのが妥当であろう(図表17)。

図表16 企業収益と設備投資

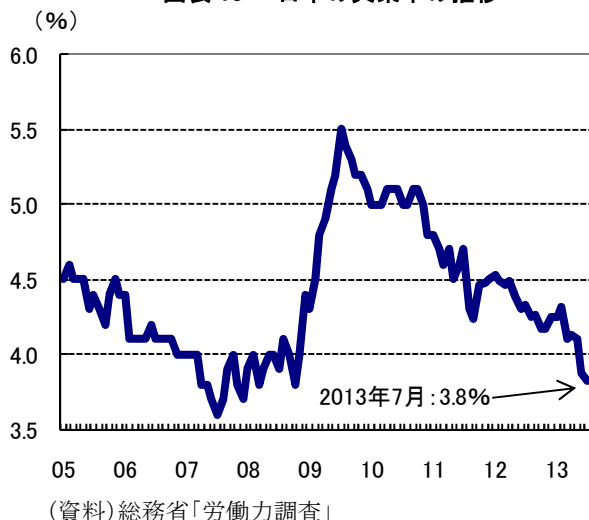


図表17 機械受注額の動き

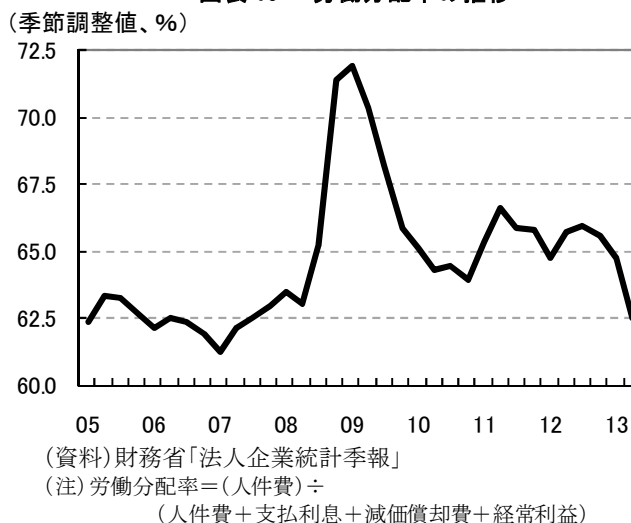


しかし、家計部門での前向きな循環に向けた動きは一進一退の範囲を出ていない。7月の失業率が3.8%と前月から更に低下し、企業収益の回復によって労働分配率はリーマンショック前の水準まで低下している(図表18,19)。

図表18 日本の失業率の推移



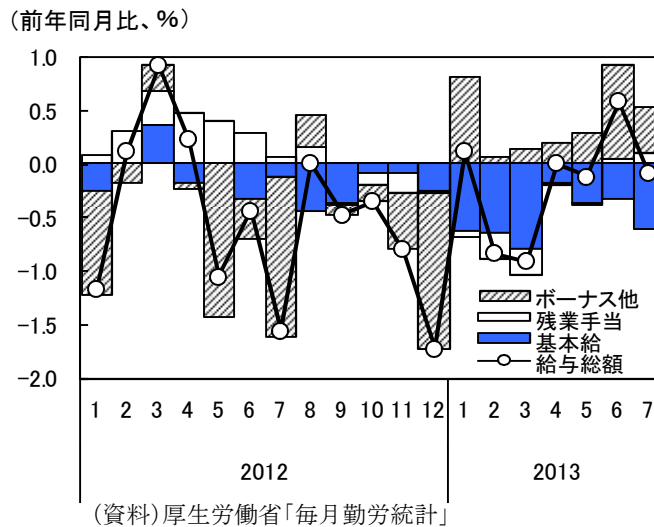
図表19 労働分配率の推移



今年の一人あたり夏季ボーナス平均額は、中小企業の従業員まで含めても前年比プラスとなっているのも、企業収益の回復と、相対的な人件費負担の軽減が背景にあると考えられる。しかし基本給は弱い動きを続け、7月の一人あたり賃金は前年比▲0.1%と減少していることは(図表20)、国内企業が人件費増加に対しての慎重な姿勢を変えていないことを示唆する結果と言える。

労働需給が徐々に逼迫しつつあり、しかも企業収益回復で人件費を増やす余地が拡大する中、この先基本給を中心とする賃金を実際に上向くのかどうか、言い換えれば設備投資を増やし始めた国内企業が人件費増加をも容認し、前向きな循環の動きが企業から家計にまで波及するかが国内景気回復の安定性と持続性を見る上で重要なポイントとなるであろう。

図表20 一人当たり賃金伸び率の内訳



このように日本の実体経済が回復色を強めているにもかかわらず、長期金利は日銀の量的質的金融緩和による大量の国債買い入れが続く中、低下基調で推移している。先行きについても、賃金の回復ペースが高まらないという基本的な見方に沿えば、急激に上昇する可能性は低く、米国金利上昇の影響を受けても緩やかな上昇に留まるとするのが長期金利のメインシナリオである。

但し、国債の流動性は依然として低いままであるため、今後も日米双方の景気回復が続けば、日銀の買い入れだけで長期金利を抑えきれない局面が来る可能性もある。その場合、従来連動性が高かった日米長期金利の乖離が最近拡大しているだけに、大幅に上昇する可能性が高くなっている点には留意しておく必要がある(図表21)。

図表21 日米長期金利の動き



以上、内外経済の現状とともに今年度下期にかけての世界経済を展望すると、米国では雇用者増加ペースに若干の振れもあるが、景気は依然として堅調な回復ペースを維持していると判断できる。この恩恵が欧州や中国景気の下支え要因として徐々に現れつつあり、日本では企業部門における前向きな循環、および自律的回復の芽が出てきている。世界経済は総じて上向きつつあり、米国を筆頭に下期も改善に向かうと見込まれる。

金融市場の予想を覆す形で、米国連邦準備理事会が債券購入措置(QE3)規模縮小開始を見送ったことは、一時的に金利上昇を抑制して資産価格上昇と新興国通貨安を一服させるプラス効果をもたらした反面、この先米国景気加速する中で長期金利が急騰し、資産価格が調整するリスクを高めたというマイナス面も有する。この影響で日本の長期金利が急騰したり、アジア新興国の通貨下落圧力が再び強まったりする可能性もある。なかでも、経常赤字の新興国では、5月以降の通貨下落に伴う輸入インフレ圧力上昇や利上げが実体経済に及ぼす悪影響がこれから顕在化する可能性が高いため、経済金融環境の推移にはこの先も注意を要するだろう。

図表 22 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013		2014	見通し総括
			7-9	10-12	1-3	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 2.1	+ 3.2	+ 4.1	公共投資と消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高い成長率続く
	米国		+ 2.6	+ 2.8	+ 3.0	年後半以降、製造業部門でも雇用増加するなど景気再加速、2014年以降は3%成長に
	欧州		+ 0.4	+ 0.8	+ 0.8	景気は底を打ったものの、牽引役が外需以外に見当たらないため成長率のプラス幅は小さいものに留まる
	中国	前年同期比 %	+ 7.5	+ 7.7	+ 7.8	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のまま推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.65～0.89	0.65～0.85	0.70～1.00	量的質的金融緩和の効果下方圧力となる一方、米国金利上昇などをきっかけに急騰の可能性が残る
	米国 10年債利回り		2.47～3.00	2.60～3.00	2.75～3.10	FRBはフォワードガイダンス強化で金利抑制を図るも、一回のQE3減額幅が大きくなるため急騰リスクもあり
	円ドル レート	円/ドル	96.2～ 101.2	97.0～ 102.0	98.0～ 103.0	年後半の米国成長加速を背景に円安トレンド
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	1.28～1.35	1.32～1.37	1.30～1.36	振れの大きい展開ながら、年後半からの米国成長加速によりトレンドはドル高

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura\_Toshio@smtb.jp  
花田 普 : Hanada\_Hiroshi2@smtb.jp  
黨 貞明 : To\_Sadaaki@smtb.jp  
鹿庭 雄介 : Kaniwa\_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

# 経常赤字新興国で異なる資金調達構造

## <要旨>

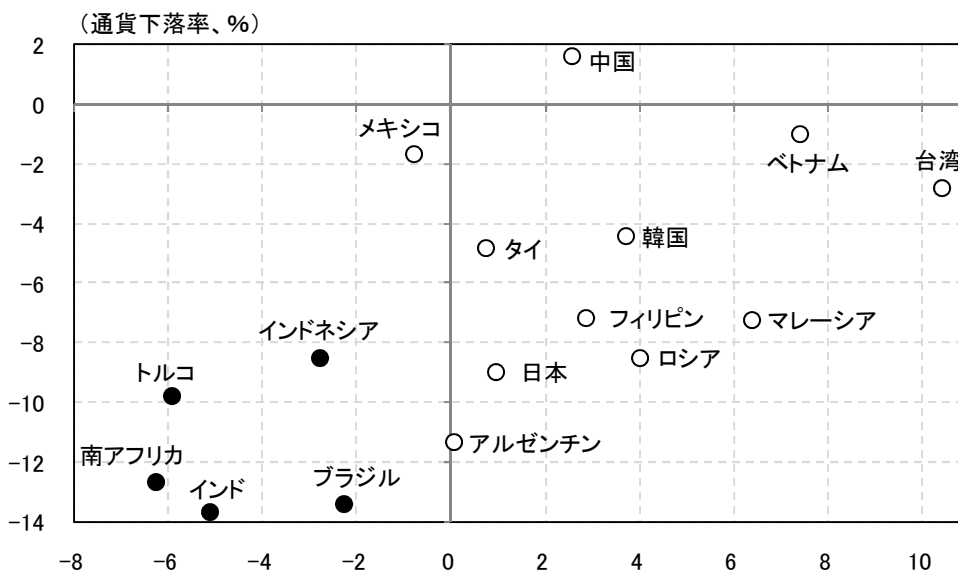
米国 QE3 規模縮小観測が高まる中、経常赤字を抱える新興国では通貨安が進んできた。これは経常赤字分の資金調達を海外に依存し、調達の中身によっては赤字ファイナンスに支障をきたすことが懸念されるためである。とりわけ直接投資中心の国よりも証券投資やその他投資が中心の国の方が世界金融市場の動きに左右され易く脆弱である。

こうした観点から経常赤字新興国のファイナンス構造を比較すると、直接投資が中心のブラジルとインドネシア、証券投資が中心のトルコ、その他投資が中心の南アフリカとインドに分類できる。例えば、トルコは過去と比べて潤沢な外貨準備残高を有しているものの、資本収支に占める証券投資の割合が高いことから短期的な資金の動きに左右されやすいとの解釈ができる。こういった点からも金融情勢の変化が各国にもたらすリスクを見る上では、経常赤字のファイナンス構造の相違にも目を配る必要がある。

### 1. 経常赤字新興国で顕著な通貨下落

米国における債券購入措置(QE3)の規模縮小観測が高まる中、新興国では資金流出に対する懸念から通貨安が進んだが、中でも経常赤字を抱える新興国では、経常黒字国と比べ下落幅がより大きい。図表1は縦軸に今年1月からの通貨下落率、横軸に経常赤字(対GDP比、2012年)をとったものであるが、ここからもインド、インドネシア、ブラジル、南アフリカ、トルコといった経常赤字国の通貨下落率が相対的に大きいことが分かる。

図表1 対ドル通貨下落率と経常赤字



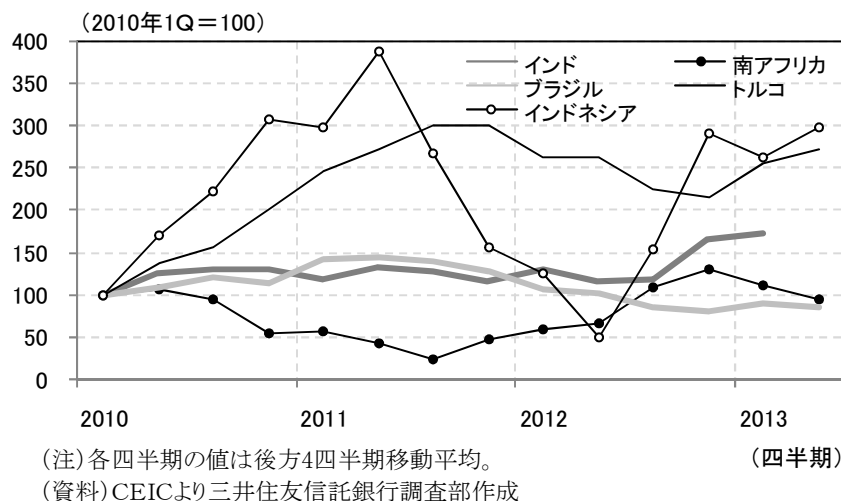
(注) 経常赤字は2012年、通貨下落率は1月から8月にかけてのもの。(経常赤字 対GDP比, %)

(資料) IMF、CEICより三井住友信託銀行調査部作成

このように経常赤字国で通貨下落率が大きいのは経常赤字分の資金調達を海外からの資金に依存しているために、米国 QE3 の規模縮小による先進国での金利上昇が短期的な資金に依存している経常赤字のファイナンスに支障をきたす要因となることが懸念されているためである。

今のところ、インド・インドネシア・トルコ・ブラジル・南アフリカという主な経常赤字国における資本収支は黒字のままで、国際収支データから見る限り資金調達が著しく細まっているといった動きは見られていない(図表2)。しかしながら資金調達の構造によっては海外情勢の変化が直ちに経常赤字のファイナンスに支障をきたしやすいのか、安定的な資金調達構造であるためそういった懸念は小さいのかといった相違はあるだろう。本稿では上に挙げた主要な経常赤字国の構造を見ることを通じて、経常赤字という点で共通している国々の資金調達面での安定性の相違を見ていきたい。より具体的には、海外からの資金調達が、①新興国の成長を目した直接投資などの長期資金によって賄われているのか、②証券投資といった金融環境に左右されやすい資金に依存しているのか、あるいは③それ以外の資金に依存しているのか、といった観点から比較してみたい。

図表2 資本収支（四半期）



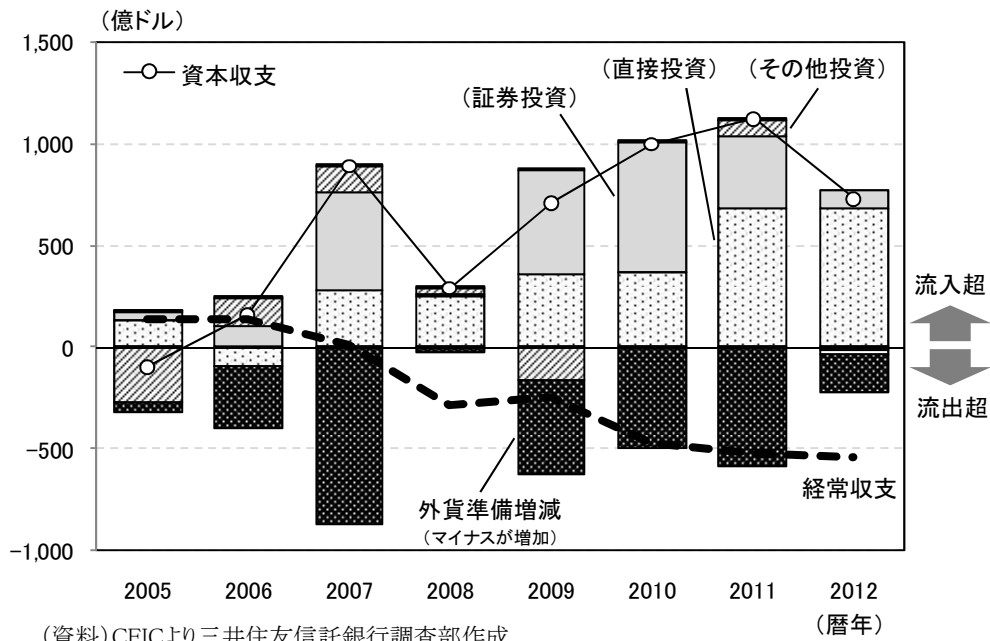
## 2. 経常赤字国における資本収支黒字の構造の違い

### (1) 直接投資中心（ブラジル、インドネシア）

資本収支の黒字が主に直接投資で構成されている国としてブラジルやインドネシアがある。

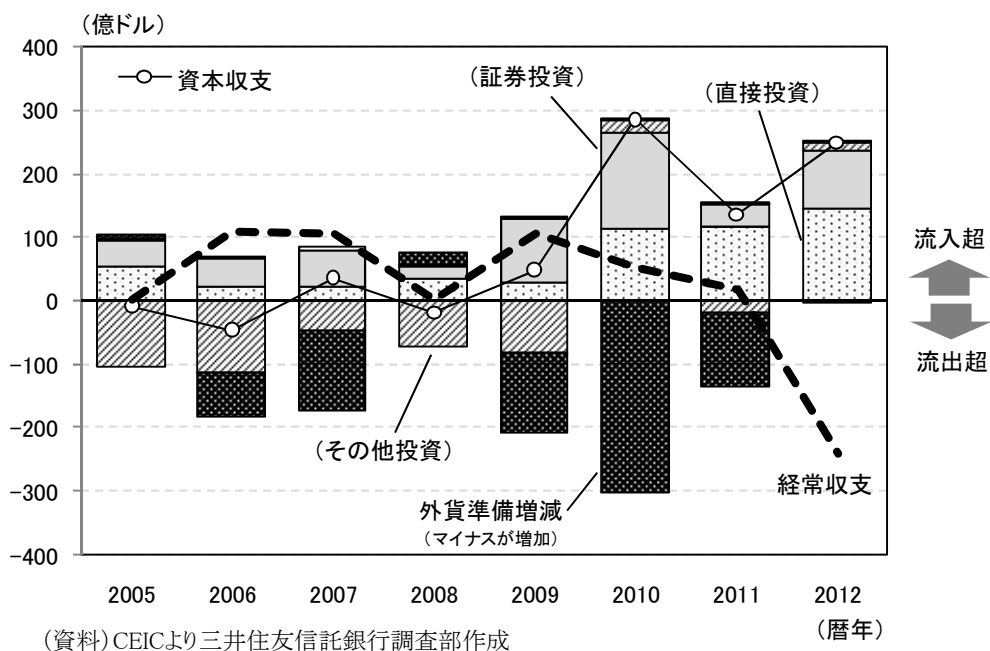
2008年から経常赤字に陥っているブラジルをみると、資本収支の黒字はリーマンショック直後の2009年から2010年まで証券投資が中心であり、その後は資本流入規制の強化等の影響もあって証券投資は急減している。反面、増加したのが直接投資であり政府当局による投資促進策が追い風となったことが伺える(図表3)。

図表3 国際収支（ブラジル）



インドネシアも 2011 年までは経常黒字国であった。しかし国内経済の好調を背景とした輸入増加や資源価格の下落により輸出が伸び悩んだことで貿易赤字となり、経常収支も 2012 年には赤字に転落している(図表4)。インドネシアが経常赤字に陥る中、拡大を続けてきた資本収支の黒字は、それまでの証券投資中心から直接投資中心にシフトしてきている。背景にはインドネシア経済の安定した経済成長を続けてきたことに加え人口規模の大きさから、内需への期待が高まり直接投資の増加に繋がっていると見られる。

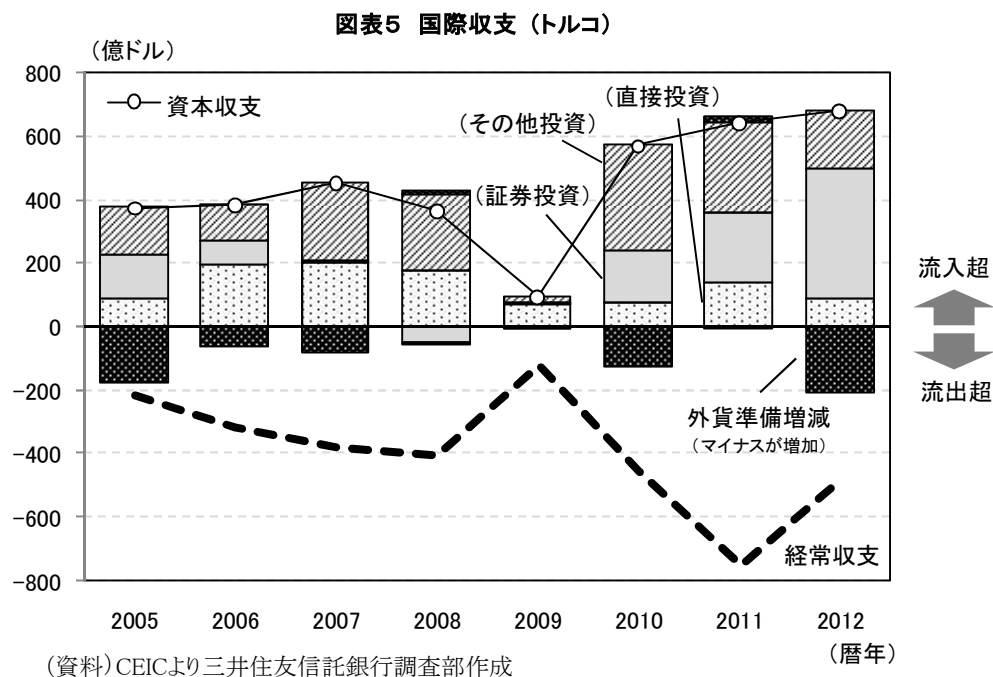
図表4 国際収支（インドネシア）



この直接投資はブラジルやインドネシア以外の企業が海外で事業を始める際の投資であり、比較的安定的な資金が多いとみられる。このため資本収支の黒字分が主に直接投資によって支えられているこれら2カ国では短期的な資金の動きには左右されにくいとみられる。

## (2)証券投資中心（トルコ）

一方、トルコではリーマンショック以降、資本収支の黒字に占める直接投資やその他投資の割合が徐々に低下してきた。代わって増えているのが証券投資であり、2012年には資本収支の黒字の半分以上を占めていることが分かる(図表5)。

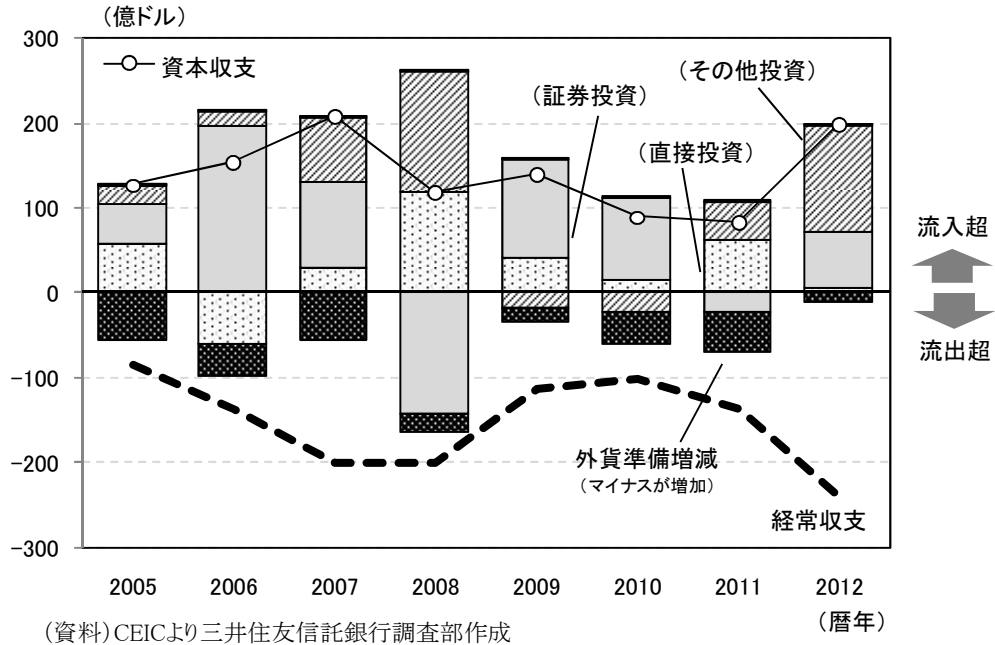


この証券投資は債券や株式の売買が含まれており、流動性が高く内外金利の動きにも左右されやすいことから主要国の金融政策による影響も受けやすい。そのため今後米国 QE3 規模縮小が実施されることによって、短期的な資金移動が生じる可能性が相対的に高い国と言えるだろう。

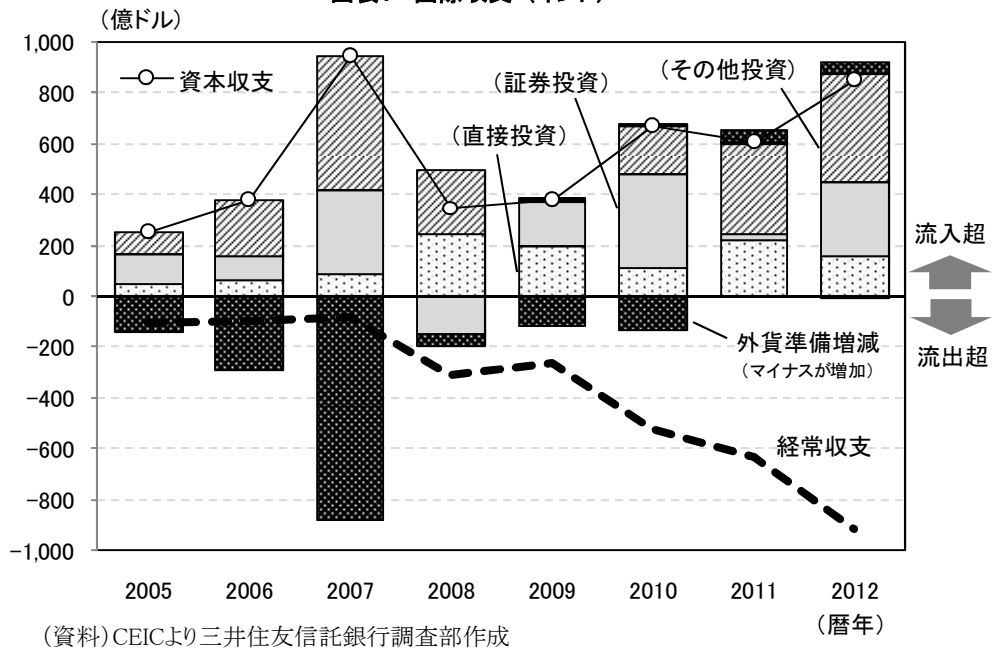
## (3)その他投資中心（南アフリカ、インド）

南アフリカやインドといった経常赤字国では、資本収支の黒字の多くがその他投資によって構成されている。南アフリカではこれまで資本収支の黒字は主に証券投資が占めていたものの、2011年頃から徐々にその他投資の割合が増え、2012年には全体の半分以上を占めるまでとなった(図表6)。他方、インドは従前よりその他投資が資本収支の黒字の一定割合を占めており、2008年頃からは直接投資の割合も増えているとはいえ、依然として半分以上はその他投資が占める構造となっている(図表7)。

図表6 国際収支（南アフリカ）



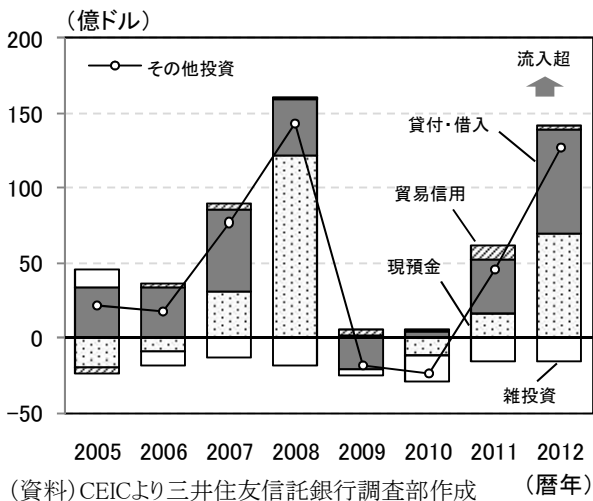
図表7 国際収支（インド）



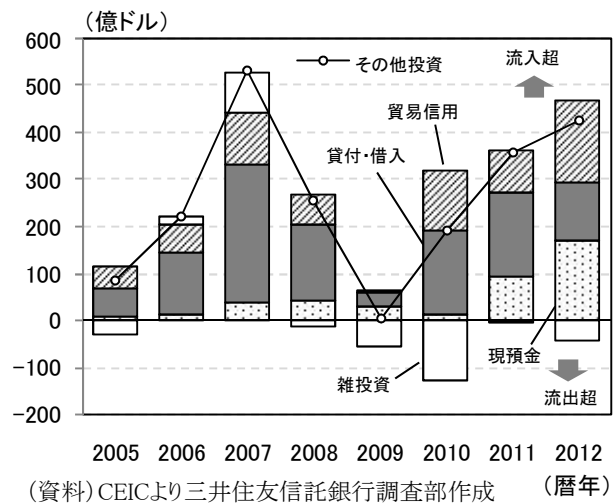
その他投資とは現預金や貸出・借入、輸出入における企業への一時的な貸付である貿易信用などが含まれている。南アフリカとインドの両国においてその他投資の内訳を見てみると、ここ数年共に現預金の流入が大幅に増えていることが分かる(図表8,9)。現預金の増加自体は直接投資ほど安定的な調達手段とは言い難く、金融部門の状況が悪化した場合には途絶える可能性も考えられることから、どちらかといえば不安定な調達構造に近いと考えるべきであろう。もっともインドでは現預金の流入の多くは非居住者からの預金の受け入れであるとみられ、米国や欧州を中心とした世界景気の回復が今後も続くならば現預金の流入が続く可能性もある。



図表8 その他投資 (南アフリカ)



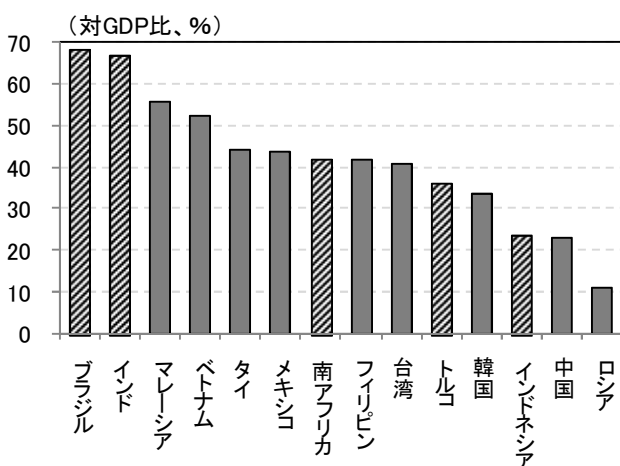
図表9 その他投資 (インド)



### 3. まとめ 一経常赤字の資金調達構造に目を配ることも重要

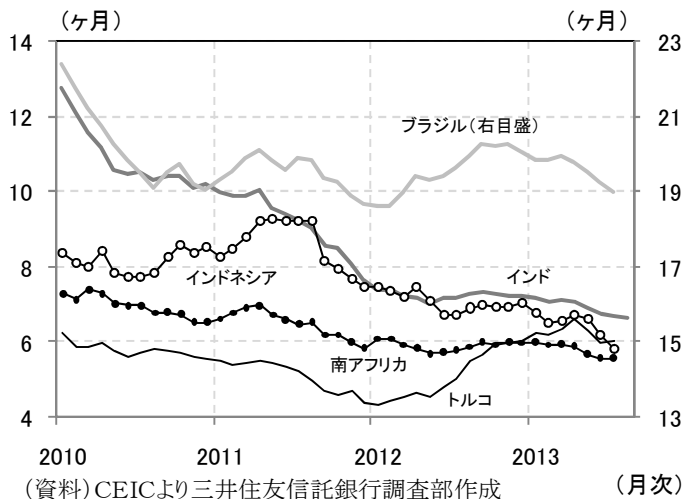
海外からの資金流入の動きは必ずしも資本収支の構造のみに左右されるものではない。例えば政府債務残高の規模が大きい場合や、ソブリン格付けの引き下げで投資適格級からの転落が懸念される場合なども考えられる(図表 10)。但し、かかるマイナス材料により直ちに資金調達に支障が生じ、外貨準備高減少ペースが加速して更に資金調達が難しくなるといった悪循環に陥りやすいかどうかは、見てきたようなファイナンス構造の安定度合いも重要な要素になる。例えば、外貨準備高(対輸入比)が他の新興国よりも低いトルコでは、資本収支の黒字に占める証券投資の割合が高く、短期的な資金の動きに左右されやすい(図表 11)。この先海外金融情勢変化が各国にもたらすリスクを見る上では、こういったファイナンス構造の相違にも目を配る必要がある。

図表10 政府総債務残高 (新興国、2012年)



(資料)IMFより三井住友信託銀行調査部作成

図表11 外貨準備高/輸入 (新興国)



(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa\_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

# QE3縮小と新興国向け証券投資の実態

## <要旨>

米国における債券購入措置(QE3)の縮小観測が浮上した5月下旬以降、新興国の株価や通貨が大きく下落したことから、米国を中心とした先進国が金融緩和を強化する過程で、新興国市場へ流入したマネーの『巻き戻し』が起こっているとの指摘が多くなされている。しかしながら、米国から直接新興国に向かう証券投資フローには特段目だった変化は見られておらず、マネーの『巻き戻し』といった事態には至っていない。

5月下旬以降の新興国の株価下落には、英国やオフショア市場に拠点を置くヘッジファンド等を経由した証券投資フローの変化が短期的には影響を及ぼした可能性はあるものの、米国から新興国への株式投資は、米国の株式市場が堅調を維持している間は、投資家のリスク許容度も高く、プラスを続ける傾向が見られる。従って、中長期的に見れば、QE3の縮小が米国景気の回復を前提に行われ、米国の株価が上昇基調を維持している間は、新興国の株式市場への資金流入は続く。

他方、逆に米国向けの証券投資フローを見ると、米国債市場における海外投資家の影響が大きく、QE3縮小が実施されるなかで、海外投資家、とりわけ中国の通貨当局からの債券購入規模が鈍化することに伴い、長期金利に上昇圧力が掛かりやすい。仮に、米国の長期金利が急騰し、米国株価下落によって投資家のリスク許容度が低下した場合には、新興国向けの証券投資が細る可能性はあるだろう。かかる点を踏まえると、今後は、米国から新興国に向かう証券投資フローのみならず、海外から米国へ向かう証券投資フローの変化にも十分な注意が必要であろう。

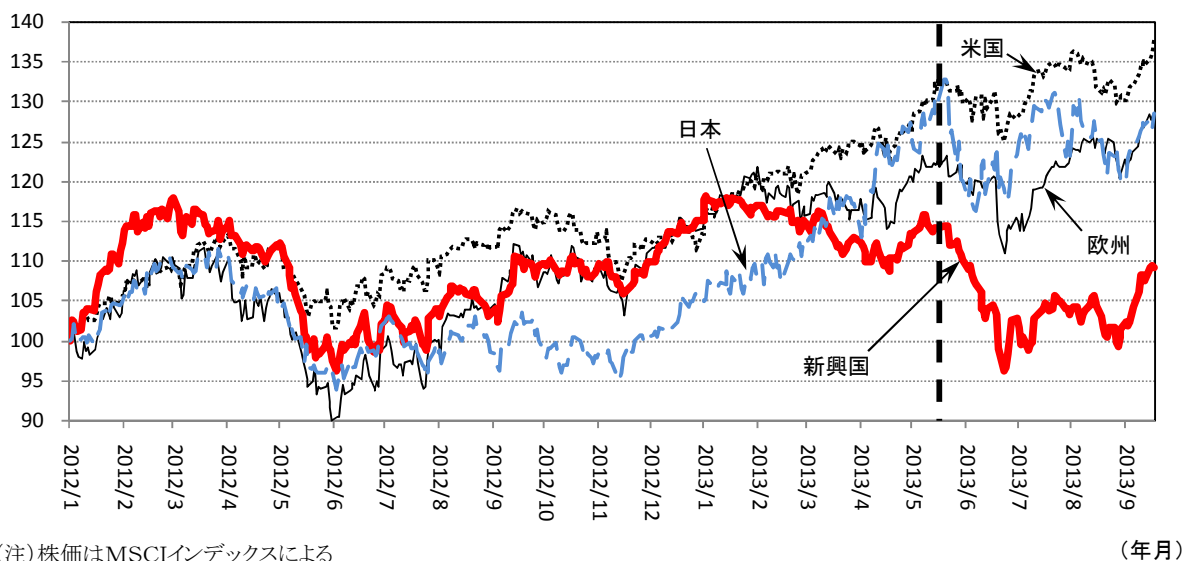
## 1. QE3の縮小観測と新興国株安

米国の連邦準備制度理事会(FRB)による債券購入措置(QE3)の早期縮小観測以降、東南アジアやBRICsといった新興国においては株価が大幅に下落し通貨安も一気に進んだ。その後、バーナンキFRB議長が当初発言した内容について軌道修正を図ったことや、9月の米国連邦公開市場委員会(FOMC)において緩和縮小が見送られたこともあり、新興国の金融市場はやや落ち着きを取り戻しつつある。

この間、世界の株式市場の動向について見てみると(次頁図表1)、5月下旬のQE3の縮小観測によって株価は世界的に調整したが、その後、米国や欧州、日本等の先進国の株式市場は堅調な回復ぶりを示しており、米国では史上最高値を更新するに至っている。一方、こうした先進国の株式市場とは対照的に、新興国では株価は戻りも鈍く、急落前の水準を回復しきれていない。

図表1 地域別に見た世界の株式市場の動向

(2012年初=100)



(注) 株価はMSCIインデックスによる

(資料) Bloombergより三井住友信託銀行 調査部 作成

(年月)

こうした一連の株価の動きから、リーマンショック後、米国を中心とした先進国の通貨当局による過去に例のない金融緩和によって、新興国市場へと流れ込んだ過剰マネーが、QE3縮小観測を契機に新興国から引き揚げられつつあるといった、所謂、マネーの『巻き戻し』が起こっているとの指摘がなされることが多い。しかしながら、かかるマネーの『巻き戻し』を具体的に示した分析は多くない。

そこで本稿では、QE3の縮小観測前後のマネーフローの変化を、米国を中心とした証券投資に焦点を絞り分析を行うことを試みた。具体的には、米国の財務省から発表される統計数値であるTIC (Treasury international Capital System) を用いて、米国投資家による『対外証券投資』、および海外投資家（米国以外の投資家）による米国への証券投資（以下、『対米証券投資』と呼称）という米国から見たインとアウトの証券投資フローの変化を探り、新興国からのマネーの『巻き戻し』といった現象が実際に起こっているのか、またそれらが新興国や米国の金融市場にどういった影響を及ぼしているのか、という点についてデータに基づきながら整理したい。

## 2. 株式投資が中心の米国からの対外証券投資

最初に、米国投資家による新興国 (ASEAN4: タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンと BRICs: ブラジル、ロシア、インド、中国の計8カ国) への証券投資の動きを、最初に量的金融緩和 (QE1) が始まった2009年以降に遡って見てみたい。これによれば、米国から新興国の株式市場へは過去4年間に1カ月当たり15億ドルの資金が流入する一方で、債券市場からは同▲2億ドルの資金の流出 (米国への資金の還流) が生じていた (次頁図表2)。つまり、米国から新興国への証券投資は株式市場が中心であったことが分かる。

米国から新興国向けの株式投資は、QE3の縮小議論が高まった5月以降も、1カ月あたり8億ドルの資金の流入が続いており、この数字を見る限り、新興国から米国へのマネーの『巻き戻し』が起こるといった事態には至っていない。

図表2 米国からの対外証券投資の推移(1カ月あたり)-<対新興国>

(単位:億ドル)

年次	2009年	2010年	2011年	2012年	過去4年の平均	2013年1～4月	2013年5～7月
株式	15	26	16	6	15	14	8
債券	2	▲1	▲9	▲2	▲2	▲11	▲15
合計	17	25	7	4	13	3	▲8

(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

もっとも、以上の数字は、米国から新興国へ直接向かったものに限定されている。新興国の株式に投資されるマネーは、かかる直接的な証券投資のみならず、タックスヘイブン(租税回避地)で設立されたヘッジファンドにいったん資金が流れ込み、そのファンドを経由して新興国に間接的に投資されるケースも考えられる。従って、新興国への証券投資を見る場合、直接新興国に向かう投資フローのみならず、ヘッジファンド等の資金の集積地である英国やオフショア市場を経由した間接的な資金の流れをも考慮する必要がある。

そこで、米国からの株式投資が、全体としてどこの国に多く向かっているのか、その推移を見たものが、図表3である。これを見ると、買越し(米国から株式投資マネーが向かっている国・地域)上位国には世界のファンドの集積地である英国をはじめ、カリブ地域、香港といった所謂オフショア市場の代表的な国・地域が多く含まれており、これらのオフショア市場に拠点を置くヘッジファンドを通じて、その一部が新興国市場にも流れ込んだことが推測できる。

また、売越し(米国に株式投資マネーが還流している国・地域)上位国にもカリブ地域や香港の他、シンガポール、チャネル諸島、アイルランドといったヘッジファンドの拠点が多く名を連ねていることが確認できる。

図表3 米国からの対外株式投資における売越し及び買越し上位(1カ月あたり)

<売越し上位5カ国> (単位:億ドル)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1～4月	2013年5月	2013年6月	2013年7月
1	フランス ▲6	スイス ▲5	日本 ▲3	カリブ地域 ▲5	ノルウェー ▲4	カリブ地域 ▲52	ドイツ ▲17	シンガポール ▲20
2	ノルウェー ▲2	英国 ▲3	スイス ▲3	シンガポール ▲4	オランダ ▲3	シンガポール ▲12	オランダ ▲13	ノルウェー ▲7
3	中国 ▲2	フランス ▲3	メキシコ ▲3	アイルランド ▲2	シンガポール ▲3	ノルウェー ▲5	台湾 ▲6	カナダ ▲5
4	アイルランド ▲2	ドイツ ▲3	ノルウェー ▲1	イスラエル ▲1	中国 ▲3	チャネル諸島 ▲4	香港 ▲5	インド ▲2
5	ドイツ ▲2	アイルランド ▲2	イスラエル ▲1	ノルウェー ▲1	韓国 ▲2	アイルランド ▲2	オーストラリア ▲5	オーストラリア ▲2

<買越し上位5カ国> (単位:億ドル)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年1～4月	2013年5月	2013年6月	2013年7月
1	英国 20	香港 22	カリブ地域 29	香港 13	英国 94	英国 108	カリブ地域 32	日本 46
2	ブラジル 15	ブラジル 16	韓国 7	英国 10	日本 43	香港 34	日本 21	カリブ地域 40
3	香港 8	日本 11	ブラジル 7	日本 8	ルクセンブルク 15	フランス 28	フランス 17	英国 25
4	カナダ 6	韓国 7	中国 5	台湾 3	フランス 13	日本 22	カナダ 14	フランス 20
5	カリブ地域 6	インド 5	フランス 4	韓国 2	香港 9	台湾 10	イタリア 3	韓国 10

(注)網掛けは、ヘッジファンドと関連が深いと見られる国または地域

(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

実際に米国からどれだけの資金がヘッジファンドに向かい、更にその中のどれだけの資金が新興国市場に流入したかを正確に把握することはできないが、新興国の市場規模を考えた場合、これらの国・地域を経由した資金の一部が新興国へ向かう、あるいは新興国から流出するだけでも市場に動揺を与えるには十分な規模であった可能性がある。

但し、ヘッジファンドへ向かう資金の特徴のひとつは、買越しから売越し、または売越しから買越しへの切り替えが非常に早いという点にある。例えば、5月に売越し先の1位にあったカリブ地域への証券投資フローは、月を隔てた6月に一気に買越しの上位へと入れ替わっている。つまり仮に5月後半以降の新興国の株価の下落にヘッジファンドの投資行動が大きな影響を及ぼしているとするれば、それは新興国市場から短期的に資金を流出させ、市場の振幅を一時的に高めたとしても、それが中長期的にトレンドとして持続すると見るのは早計であろう。

実際、過去2回のQEが終了を迎える前には、今回と同様、新興国市場からのマネーの『巻き戻し』が懸念されたが、実際には事前に懸念されたような本格的なマネーの『巻き戻し』は起こらなかった。図表4は、2009年のQE1開始後、3回に及ぶQEが行われていた期間とそれ以外の期間について米国から海外への証券投資フローを比較したもののだが、双方の期間で米国から新興国への株式投資額に大きな差は見られない。

また、英国やオフショア系市場への投資フローは、QEの期間(46億ドル/月)に比べて、それ以外の期間(11億ドル/月)が縮小している傾向が見られるが、マネーの『巻き戻し』までには至っていない。

図表4 米国の量的緩和(QE)期間とそれ以外の期間における地域別対外証券投資の比較(1カ月当たり)

(単位:億ドル)

期 間	新興 国計	新興国計								英国 + オフ ショア 系市場								
		A S E A N 4				B R I C S				英国	カリブ 地域	ルク セン ブルク	香港	シン ガ ポ ール	その他			
		マ レ ー シ ア	イ ン ド ネ シ ア	フ ィ リ ピ ン	タイ	ブラ ジ ル	ロ シ ア	イ ン ド	中 国									
QE1～QE3 (注1)	16	3	1	1	0	0	13	10	0	4	▲1	46	28	5	2	14	▲1	▲1
QE以外の期間	16	4	1	1	0	2	12	9	▲0	2	1	11	3	4	1	8	▲1	▲4

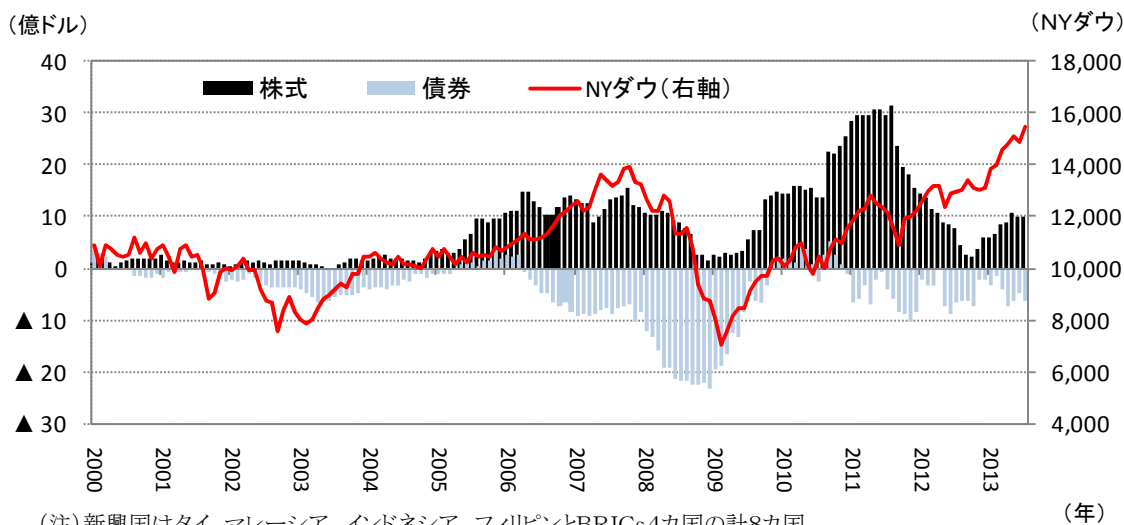
(注1) QE1は2009年3月～2010年3月、QE2は2010年11月～2011年6月、QE3は2012年9月～2013年4月迄で計算。

(注2) その他はスイス、アイルランド、チャネル諸島。(注3) ▲は売り越しを示す。

(資料) 米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

米国からの新興国向け証券投資をやや長いトレンドで見ると、米国の株価が上昇トレンドで推移しているときには、総じて新興国への株式投資を積極的に行う傾向が見て取れる(次頁図表5)。こうした背景には、ペンションファンド(年金基金)やミューチャルファンド(投信)などのファンド運用が盛んな米国において、米国株価の上昇が、かかる機関投資家のリスク許容度を高めると同時に、米国株価の上昇の結果生じる海外株式との時価構成のアンバランスを、海外株式への投資の拡大によって解消させるといった、運用執行上のリバランス効果が働いているものと考えられる。

図表5 米国投資家による対外証券投資の推移(対新興国、12カ月移動平均)

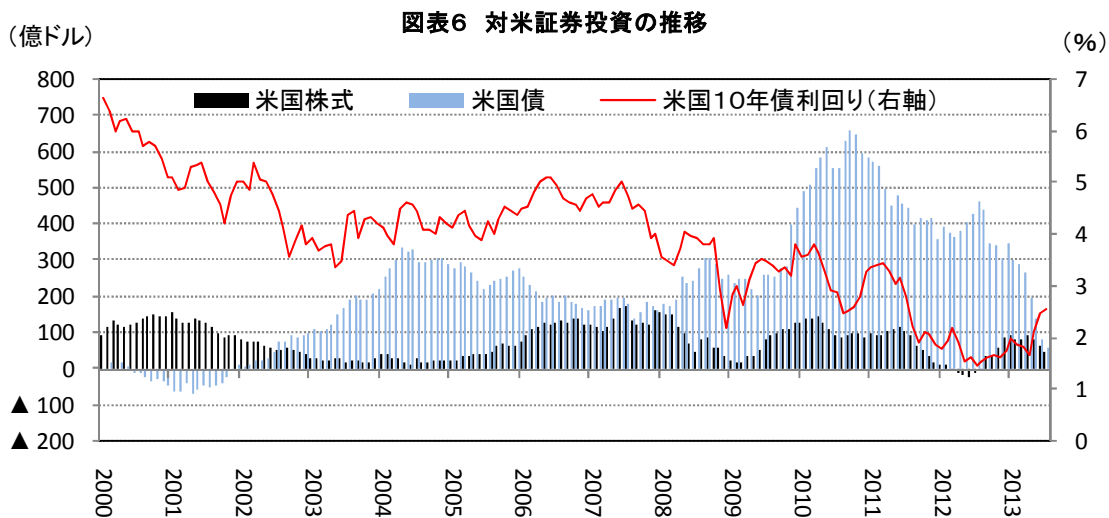


(注) 新興国はタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンとBRICs4カ国の計8カ国  
 (資料) 米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

従って、QE3の縮小観測については、その後新興国の株価が大きく下落したことで、新興国からのマネーの『巻き戻し』といったマイナスの側面だけが強調されるケースが多いが、QE3の縮小議論の背景には、同時に米国経済の復調があり、それは中長期的には、米国の株価上昇を通じて、むしろ新興国へマネーを流入させるといった、プラスの側面をも併せて考える必要がある。つまり、足元のような米国株式市場の好調が続く限り、米国からの株式投資に限って言えば、新興国市場からのマネーの流出は起こりにくいと思われるであろう。

### 3. 債券投資が中心の海外からの対米証券投資

では逆に、QE3の縮小観測によって海外投資家(米国以外の投資家)からの『対米証券投資』にはどういった変化がおこっているのか、について次に見て行くことにしよう。先ず、海外投資家による対米証券投資の長期的な推移を見てみると、図表6が示す通り、その投資対象の中心は米国債であったことが分かる。

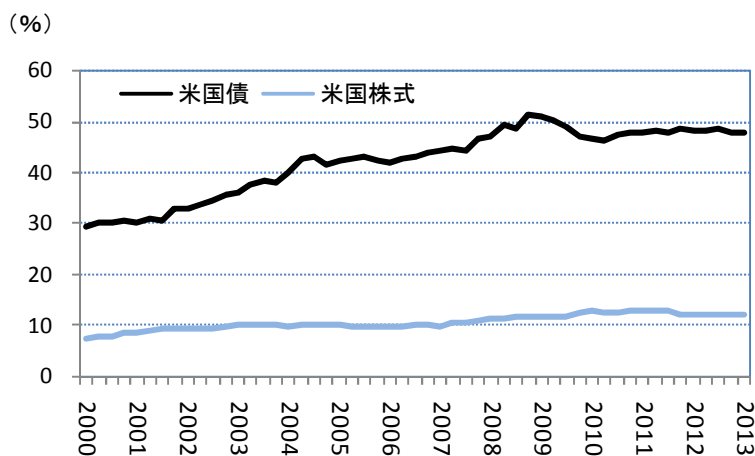


(注) 証券投資の金額は12カ月移動平均  
 (資料) 米国財務省 TIC より三井住友信託銀行 調査部 作成

海外からの米国証券投資が米国債中心であった背景には、米国債が流動性と安全性の高さから現金に近い対象として見做され、投資家のリスク許容度が低下する局面では、退避先として米国債へ資金シフトが起こる(所謂、『質への逃避』)傾向が強いためだと考えられる。とりわけ、リーマン危機後の2008年後半より米国債への投資が急拡大している点はその証拠であろう。

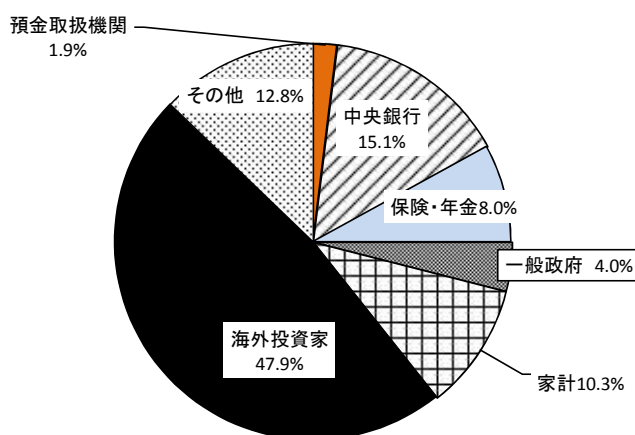
この結果、海外投資家による米国債の保有比率は全体の約5割を占めるに至っている(図表7, 8)。対して、米国株式の海外投資家による保有比率は1割程度であり、両市場において明らかな保有構造の違いがあることが分かる。これは、米国から新興国市場向けの証券投資が、主として株式を中心に行われ、QE3の縮小観測が、新興国においては株式市場に対してより大きな影響を及ぼした点と対照的であると言える。

図表7 米国の株式及び国債の海外投資家保有比率の推移



(注)2013年3月末時点  
(資料)米国FRB「Flow of Funds」より三井住友信託銀行調査部作成

図表8 米国債の部門別保有割合



(注)2013年3月末時点  
(資料)米国FRB「Flow of Funds」より三井住友信託銀行調査部作成

こうした点を踏まえて、以下では、対米証券投資のうちの米国債のみに焦点を絞って、その変化を見て行くことにする。

次頁、図表9は、海外投資家による米国債のネット買越し額(1カ月当たり平均値)の推移を時系列で見たものだが、これを見ると、QE3の縮小観測が浮上した5月以降に、海外民間部門による米国債の売却額が急拡大したことが分かる。特にQE3の縮小期待が十分織り込まれたと考えられる6月の数字では、海外投資家による米国債の売越し額は、海外民間部門による大量売却によって▲408億ドルと過去最大を記録した。

この間、具体的にどの国が米国債を売却したのかを、次頁、図表10の国・地域別の米国債投資額の推移で見ると、5月、6月とも、売越し上位国は、英国やカリブ地域、といったファンドの集積地によって占められ、その金額も大きいことから、ヘッジファンドによる売却も大きく関与していたことが推測される。

しかし7月は、英国やカリブ地域からの米国債投資は逆に大量の買越しに転じており、ヘッジファンドを経由したと推察される資金は、売買の切り替えのタイミングが非常に早いといった特徴がここでも確認できる。

こうした海外民間部門の売買行動とは対照的に、海外公的機関による買越し額は単月でこそ大きなばらつきが見られるものの、均してみれば買越し基調は維持されている。この背景には、外貨準備を背景にしたと見られる中国らの継続的な投資が寄与していると思われる。

図表9 海外投資家による米国債のネット買越し額の推移(1カ月当たり)

年次	2009年	2010年	2011年	2012年	過去4年の 平均	(単位:億ドル)				
						2013年 1～7月	2013年 1～4月	2013年 5月	2013年 6月	2013年 7月
米国債合計	449	586	360	347	436	▲ 17	▲ 40	110	▲ 408	339
公的機関	135	143	120	175	143	42	13	403	▲ 7	▲ 159
民間	314	443	240	172	292	▲ 59	▲ 53	▲ 293	▲ 401	498

(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

図表10 海外投資家による米国債投資の売越し及び買越し上位(1カ月当たり)

<売越し上位5カ国>												(単位:億ドル)	
2011年		2012年		2013年1～7月		2013年1～4月		2013年5月		2013年6月		2013年7月	
1	中国 ▲ 39	ロシア ▲ 30	カリブ地域 ▲ 90	カリブ地域 ▲ 74	カリブ地域 ▲ 297	英国 ▲ 298	ルクセンブルク ▲ 71						
2	ロシア ▲ 22	ルクセンブルク ▲ 27	ルクセンブルク ▲ 43	ルクセンブルク ▲ 44	カナダ ▲ 53	カリブ地域 ▲ 157	中国 ▲ 65						
3	アイルランド ▲ 10	アイルランド ▲ 13	シンガポール ▲ 23	日本 ▲ 41	英国 ▲ 44	ブラジル ▲ 35	香港 ▲ 49						
4	ルクセンブルク ▲ 9	カリブ地域 ▲ 10	スイス ▲ 14	シンガポール ▲ 34	チェコ ▲ 37	香港 ▲ 33	メキシコ ▲ 47						
5	台湾 ▲ 5	ベルギー ▲ 6	ベルギー ▲ 14	スイス ▲ 28	ルクセンブルク ▲ 37	ロシア ▲ 26	シンガポール ▲ 30						

<買越し上位5カ国>												(単位:億ドル)	
2011年		2012年		2013年1～7月		2013年1～4月		2013年5月		2013年6月		2013年7月	
1	英国 131	英国 82	中国 110	中国 122	中国 225	中国 122	日本 194						
2	日本 124	日本 73	フランス 83	フランス 88	フランス 89	日本 16	フランス 151						
3	フランス 70	フランス 70	アイルランド 14	英国 34	アイルランド 44	パナマ 15	英国 138						
4	ブラジル 40	中国 61	パナマ 11	アイルランド 14	香港 33	アイルランド 14	カリブ地域 119						
5	カナダ 15	カナダ 47	トルコ 10	トルコ 14	台湾 29	ポーランド 14	カナダ 71						

(注)数値は1カ月あたりの平均値。また、網掛けは、ヘッジファンドと関連が深いと見られる国または地域、及び中国

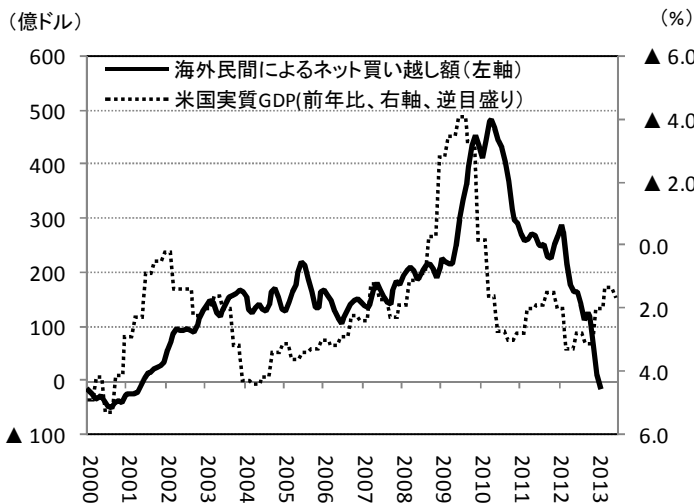
(資料)米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

ヘッジファンドを含む民間投資家の資金を中長期的に見ると、米国景気と逆方向に動く傾向がある(次頁図表 11)。一方の中国は、これまで外貨準備の増加に沿って米国債を積み増してきたが、その外貨準備の増加ペースは近年、鈍化傾向にある(次頁図表 12)。今後についても、貿易黒字の縮小に伴う為替介入の減少で外貨準備の増加ペースが鈍化していくとすれば、外貨準備の投資先としての米国債購入量も鈍化が続く可能性がある。加えて、QE3の縮小観測によって深刻な通貨安に見舞われているブラジルやインドネシアをはじめとする新興国においては、今後、自国通貨防衛の介入、すなわちドル売り自国通貨買いを行うなかで公的機関(財務省や中央銀行といった通貨当局)が、米国債の売却を加速させる可能性も考えられよう。

こうした点を踏まえると、米国債市場では、米国景気回復のみならず、海外投資家の動向によっても、長期金利に上昇圧力が掛かりやすい状況が続くと見るべきであろう。



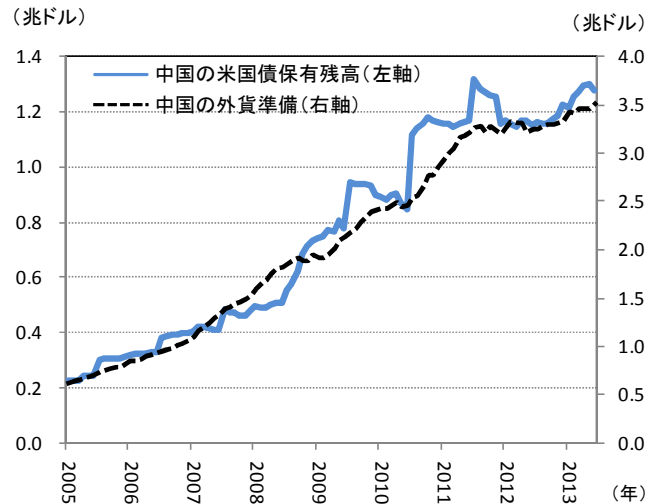
図表 11 海外民間投資家の米国債買越し額と米国景気



(注) 買い越し額は当該月を中心とした12カ月移動平均

(資料) 米国財務省TICより三井住友信託銀行 調査部 作成

図表 12 中国の外貨準備と米国債保有残高の推移



(資料) 米国財務省 TIC、Bloombergより三井住友信託銀行 調査部 作成

#### 4. まとめ—新興国への証券投資フロー見る上では米国への動きの把握も不可欠

以上見てきたように、QE3の縮小観測は、巷では新興国市場からのマネーの『巻き戻し』を起こしたとの見方があるが、少なくともこれまでのところ、米国から直接新興国に向かう証券投資フローには、特段目だった変化は見られていない。英国やオフショア市場に拠点を置くヘッジファンド等を経由した短期的なマネーフローの変化はあった可能性はあるが、それは昨今、巷で多く指摘されている新興国からのマネーの『巻き戻し』とは一線を画するものだと考えられる。本来、QE3自体は金融政策としては異例の措置であり、QE3の縮小が米国景気の回復を前提に行われ、米国の株式市場が引き続き堅調に推移する限りにおいては、米国から新興国の株式市場への資金流入も続くとの見通しがメインシナリオとなろう。

一方、米国債市場においては、QE3の縮小自体が国債需給の悪化要因となるほか、景気回復そのものも米国長期金利の上昇要因となる。景気回復によって企業業績が回復し、株価の上昇と金利上昇が同時進行する局面は、業績相場の典型的なパターンではあるが、米国債の5割弱は海外投資家によって保有されており、また、QE3の縮小に伴い、海外投資家の売買動向が今まで以上に需給に影響を及ぼすことも考えられ、状況によっては長期金利に必要以上の上昇圧力が掛かる局面も想定されよう。仮に、米国債市場における大幅な金利上昇が米国株式市場の大幅な調整圧力をもたらした場合には、米国株価の下落に伴って投資家のリスク許容度が低下し、米国から新興国向けの証券投資が細るリスクも高まることになる。

従って、QE3の縮小が新興国の金融市場に与える影響を探るうえで、今後は米国から新興国へ流入する証券投資フローの変化はもとより、米国の金融市場、とりわけ米国債市場を左右する米国への投資フローの変化を探ることは、これまで以上に重要性を増してこよう。

(経済調査チーム 佐藤 秀彦 : Sato\_Hidehiko@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

# 急増するサ高住の実態と課題

## <要旨>

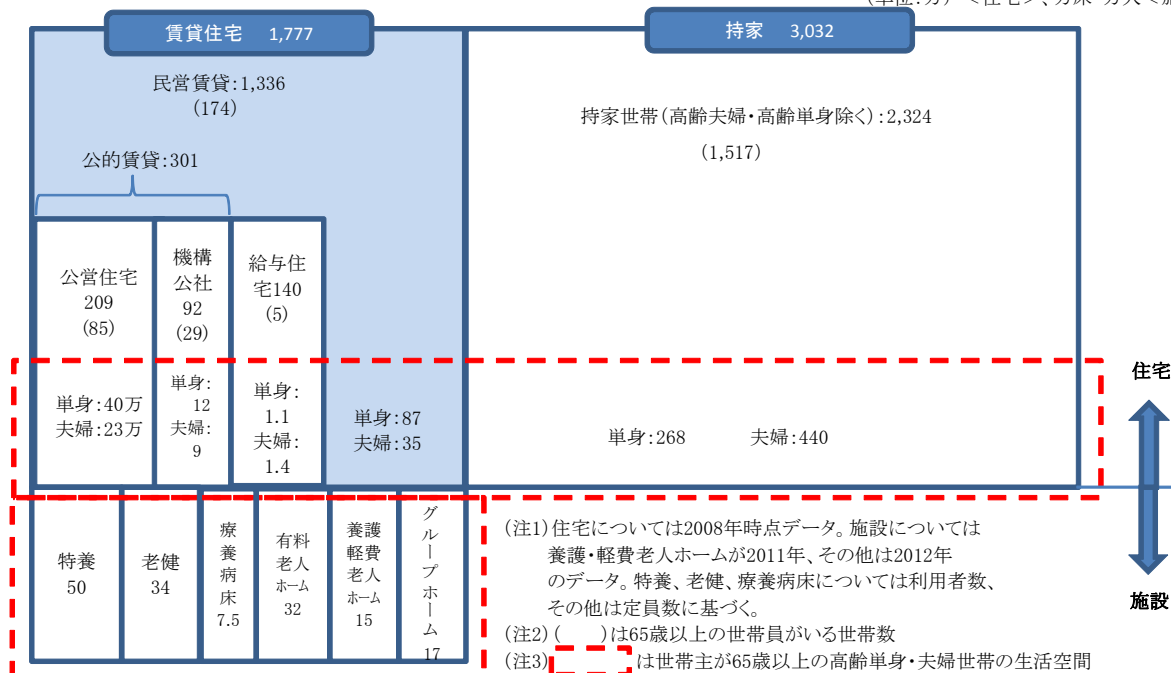
「施設から在宅へ」と高齢者の医療・介護提供体制の転換が図られる中、その受け皿として「サービス付高齢者向け住宅(サ高住)」の役割が期待されている。2011年の制度創設以降、サ高住の登録件数は、直近の2013年8月末時点で12.2万戸と目標を軽々と達成する勢いで急増している。しかし、その実態をみると、住宅というより施設化していること、また「制度変更リスク」、「運営リスク」といった事業継続リスクを十分に理解せずに安易に参入している先が多い可能性が懸念される。今後、サ高住ビジネスが健全かつ持続可能なビジネスへと発展するためには、国や自治体、事業運営者、投資家・金融機関、利用者それぞれにとっての課題を同時並行的に克服していく必要がある。

## 1. 高齢者の住まいの現状と「サービス付高齢者向け住宅」の狙い

今後「超」高齢社会を迎える我が国において、高齢者支援サービスを提供できる高齢者の住まいをいかに確保するかは、大きな課題の一つである。現状の高齢者の住まいの状況を「住宅・土地統計調査」で概観すると、高齢者のみ(単身+夫婦)の世帯は916万世帯、また、高齢の世帯員がいる世帯は1,810万世帯で、このうち持家に住む比率は、高齢者のみの世帯が77%、高齢の世帯員がいる世帯では84%と、大半が持家に居住している(図表1赤枠上)。また、要介護の状態等により自宅での居住が困難なため(一部事前に)自宅を離れ「施設」等にいる人が約160万人程度いる(図表1赤枠下)。

図表1 高齢者の住まいの現状

(単位: 万戸<住宅>、万床・万人<施設>)



(資料) 総務省「住宅・土地統計調査(2008)」及び厚生労働省資料より調査部作成

介護保険事業状況報告によれば、25年4月時点で65歳以上の第1号被保険者数は3,100万人、そのうち要介護(要支援含む)認定者は550万人いる。このうち施設入所者は約3割程度(公的な施設に限れば2割)であり、要介護認定者の大半は在宅で介護を受けている。特別養護老人ホーム(特養)入居待ちのいわゆる「待機老人」が40万人を超えるなど、施設の数不足している。

施設の数不足もさることながら、持家・賃貸ともにバリアフリー化された住宅も極めて少ない。仮に高齢で身体機能が多少不自由になってもバリアフリー化などによって相当程度自立した生活を送ることが可能になるが、一定のバリアフリー化した住宅<sup>1</sup>の比率は持家で39.6%、民間賃貸で16.2%である。このように、現状においても高齢者向けの住まいは不足しているが、今後は、家族による介護が望めない高齢単身世帯が、2020年には2010年比1.3倍、2035年には1.5倍と急増する見込みであり、高齢者用住宅の不足はより深刻化することが見込まれる(図表2)。厚生労働省の推計では、看取り場所のない高齢者の数は2022年には約30万に上るとされている。

図表2 65歳以上世帯数の推移

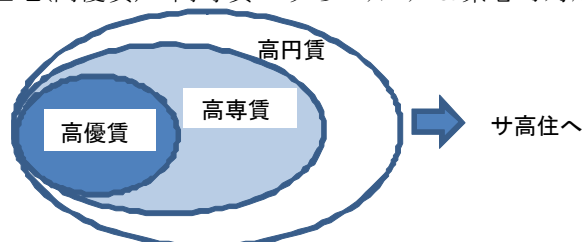
年	世帯数(千世帯)				比率(%)			
	総数	高齢単独 (a)	高齢夫婦のみ (b)	高齢世帯 (a+b)	総数	高齢単独 (a)	高齢夫婦のみ (b)	高齢世帯 (a+b)
2000	11,136	3,032	3,854	6,887	100	27.2	34.6	61.8
2005	13,546	3,865	4,648	8,513	100	28.5	34.3	62.8
2010	16,200	4,980	5,403	10,382	100	30.7	33.3	64
2015	18,887	6,008	6,209	12,217	100	31.8	32.9	64.7
2020	20,060	6,679	6,512	13,190	100	33.3	32.5	65.8
2025	20,154	7,007	6,453	13,460	100	34.8	32	66.8
2030	20,111	7,298	6,328	13,626	100	36.3	31.5	67.8
2035	20,215	7,622	6,254	13,876	100	37.7	30.9	68.6

(資料) 国立社会保障・人口問題研究所資料より調査部作成

こうした現状、また将来を見据えて誕生したのが、2011年の「高齢者住まい法」改正によって創設された「サービス付高齢者向け住宅(以下、サ高住)」である。サ高住とは、賃貸(民営)住まいの高齢者が継続して住める住まいの普及を目指して創設された「高齢者向け優良賃貸住宅(高優賃)」制度(1998年)<sup>2</sup>や「高齢者円滑入居賃貸住宅(高円賃)」制度(2001年)、「高齢者専用賃貸住宅(高専賃)」制度(2005年)を、一本化し、最低限のサービス(安否確認、生活相談)を義務付けたものである。

<sup>1</sup> 2ヵ所以上の手すりの設置又は屋内の段差解消しているもの(住宅・土地統計調査より)

<sup>2</sup> 高齢者円滑入居賃貸住宅(高円賃)：高齢者の入居を拒まないもの  
 高齢者専用賃貸住宅(高専賃)：高円賃のうち高齢者の入居に限るもの  
 高齢者向け優良賃貸住宅(高優賃)：高専賃のうちバリアフリー&緊急時対応サービスの要件を満たすもの



財政的制約もあり公的な施設の普及には限界があることに加え、高齢者自身も住みなれた地域で生活し続けたいという希望も年々高まっている(国際的にも高齢者が住み慣れた地域で住み続けることが高齢者自身にとって望ましいというコンセンサスがある)こともあり、国は高齢者介護・医療政策の軸を「施設から在宅へ」と方向転換を図っており、サ高住には、その受け皿としての役割が期待されている。

数量的には10年間で60万戸(年間6万戸)の新規普及が目標とされており、サ高住の建設・改修費用に対しては1戸当たり100万円を上限とする補助金をはじめ、税制、融資面で手厚い支援策が講じられている(図表3)。

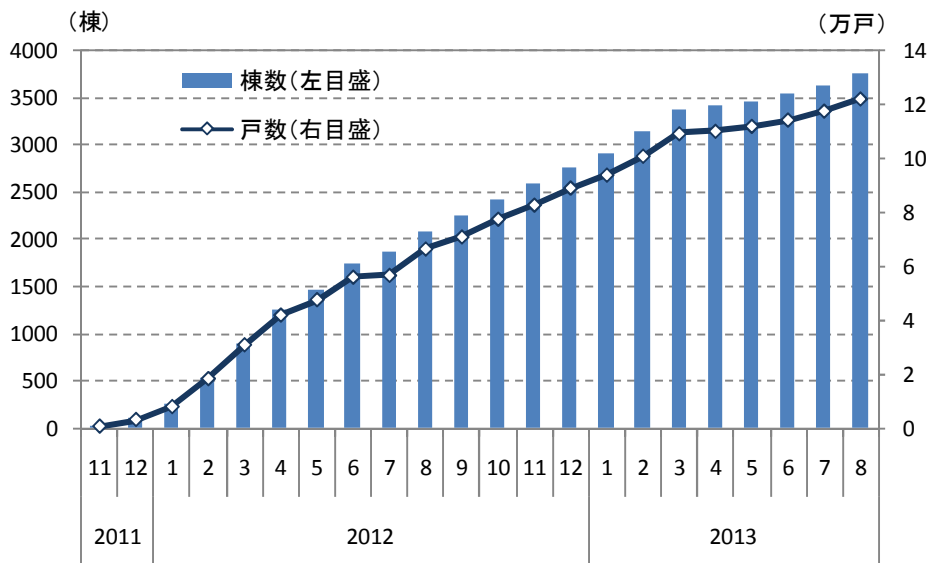
こうした支援措置の影響などもあって、サ高住の登録件数は、直近の2013年8月末時点で12.2万戸と目標を軽々と達成する勢いで急増している(図表4)。

図表3 サ高住の支援措置

補助金	≪高齢者等居住安定化推進事業:平成25年度当初予算案340億円≫ 新たに創設される「サービス付高齢者向け住宅」供給促進のため、建設・改修費に対して、国が民間事業者・医療法人・NPO等に直接補助を行う <対象>登録されたサービス付高齢者向け住宅等 <補助額>建設費の1/10、改修費の1/3(上限100万円/戸)	
税制	所得税・法人税 5年間 割増償却40%(耐用年数35年未満は28%) 固定資産税 5年間 税額を2/3軽減 不動産取得税 家屋 課税標準から1,200万円控除/戸 土地 家屋の床面積の2倍に当たる土地面積相当分の価額等を減額	平成27年3月31日までに取得した場合に適用(所得税・法人税は平成28年3月31日まで)
融資	≪住宅金融支援機構が実施≫ ・サービス付高齢者向け賃貸住宅融資 「サービス付高齢者向け住宅」として登録を受ける賃貸住宅の建設・改良に必要な資金、又は当該賃貸住宅とする中古住宅の購入に必要な資金を貸し付け(別担保設定不) ・住宅融資保険の対象とすることによる支援 民間金融機関が実施するサービス付高齢者向け住宅の入居一時金に係るリバースモーゲージ(死亡時一括償却型融資)に対して、住宅融資保険の対象とする	

(資料)国土交通省資料等より調査部作成

図表4 サ高住登録件数の推移



(資料)サービス付高齢者住宅情報提供システムのデータより調査部作成

## 2. 急増するサ高住の実態

このように急増するサ高住の実態はどのようなものだろうか。以下では、2012年8月時点のデータをもとにした一般財団法人高齢者住宅財団による実態調査からみていくことにする。

図表5は、高専賃とサ高住の参入事業法人や設備スペック、入居者等を比較してみたものである。これをみると、参入事業法人の割合は、高専賃の時と比べて、サ高住の方が介護サービス関連法人や医療法人の増加が目立つ。特に医療法人については、高齢者の求めるサービスに医療が欠かせないということもあるが、療養病床<sup>3</sup>の再編政策の中で、運営する療養型病院の退院後の受け皿としての機能を期待して参入が相次いでいるものとみられる。

設備面をみても、高専賃に比べて1戸当たりの平均面積は25㎡未満の割合が7割を占めるなど、居住空間の狭い物件が目立つ。また、住戸内に浴室やキッチンを設置している割合が大きく低下する一方で、共用の浴室や食堂を設置している先が大幅に増加している。入居者像も高専賃に比べて平均年齢は5歳上昇しているほか、入居者のうち自立者(介護不要)の割合も大幅に減少している。こうした状況を見る限り、サ高住は「住宅」というよりはむしろ「施設」化しているのが実態である。なお、足元の状況においても(2013年3月末時点)、サービス付高齢者向け住宅協会によれば、事業法人の割合は①介護サービス関連法人が63.6%、②医療法人等が16.1%、③不動産・建設業が11.4%と介護サービス関連法人の割合が大幅に増加している他、設備面においてもほぼ同程度の比率であり、施設代替的なものが増加している状況が続いているようである。

図表5 サ高住と高専賃との比較

	サ高住 (2012.8末現在登録物件)	(参考)高専賃 (2010.10.1現在登録物件)
事業法人	①介護サービス関連法人 34.3% ②不動産・建設業 18.3% ③医療法人 17.9% ④社会福祉法人 7.7%	①介護サービス関連法人 25.1% ②不動産・建設業 23.1% ③医療法人 13.0% ④個人事業主 12.5%
住戸数(1物件当たり)	31.8戸	26.4戸
住戸面積25㎡未満	70.4%	46.4%
住戸内の浴室設置	30.3%	61.2%
住戸内のキッチン設置	47.6%	75.3%
共用浴室の設置	82.7%	53.9%
食堂の設置	88.9%	67.0%
介護併設施設あり	81.7%	60.7%
入居者の平均年齢	82.6歳	77.5歳
要介護度	自立 12.8% 平均介護度 1.8	自立 30.8% 平均介護度 1.4
月額費用(除く食費)	10万2千円	8万6千円

(資料)一般財団法人 高齢者住宅財団資料より調査部作成

<sup>3</sup> 療養病床とは、長期にわたり療養を必要とする慢性期の患者を対象とする病床のことで、医療保険が適用される「医療型療養病床」と介護保険が適用される「介護型療養病床」に大別される。2012年末現在、医療型療養病床が約27万床、介護型療養病床は約7万床ある。介護型療養病床は2017年度末に廃止(医療型療養病床に一本化)の予定である他、療養病床数そのものも削減の方向にあり、削減分は老人保健施設や有料老人ホームなどの居住系施設などへの転換が促されている。

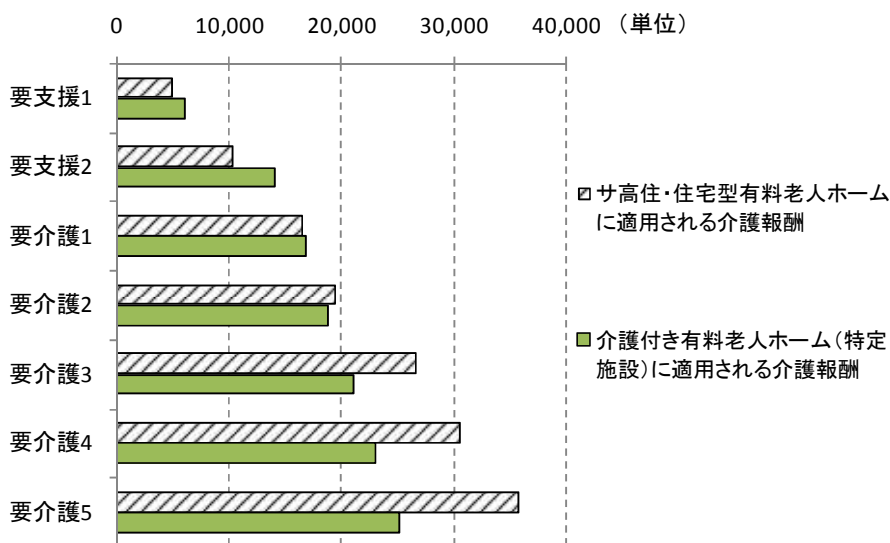
サ高住の理念からすれば、こうした施設的なものに偏って増えることは望ましいことではないかもしれないが、サ高住の制度が発足して間もないことや、高齢者のニーズが介護・医療サービスを安心して受けられることにあり、施設の数が不足している現状を考えれば、施設代替的なものが増えるのは致し方ない面もある。むしろ問題となるのは、サ高住ビジネスに潜む「事業の継続性」に関するリスク（(1)制度変更リスクと(2)運営リスク）が今後顕在化する可能性があるということだろう。

## (1)「制度変更リスク」

介護サービス市場は保険者である市町村から介護報酬が安定的に入るため、入金面での懸念が少なく、今の保険制度が続くという前提であれば、比較的安定的な経営ができる市場である。しかしながら、現状の介護保険制度は、同じ介護度の人でも住む場所によって報酬が異なる、という矛盾を抱えている。

図表6は、サ高住や自宅に住む場合に適用される介護報酬(在宅用居宅サービス)上限額と施設に適用される介護報酬(施設用居宅サービス)を要介護度別にみたものである。在宅での介護サービス利用は出来高制であるため、必ずしも上限いっぱいまで利用するとは限らないが、要介護度2を超えると、むしろ在宅の方が施設よりも介護報酬が高くなる。これは、自宅の場合、介護者の移動時間等がかかるといった面を考慮したものであるが、先にみたように、サ高住がより施設的であるとすれば、この矛盾は大きいと言えるだろう。

図表6 在宅用と施設用の居宅サービス要介護度別報酬単位



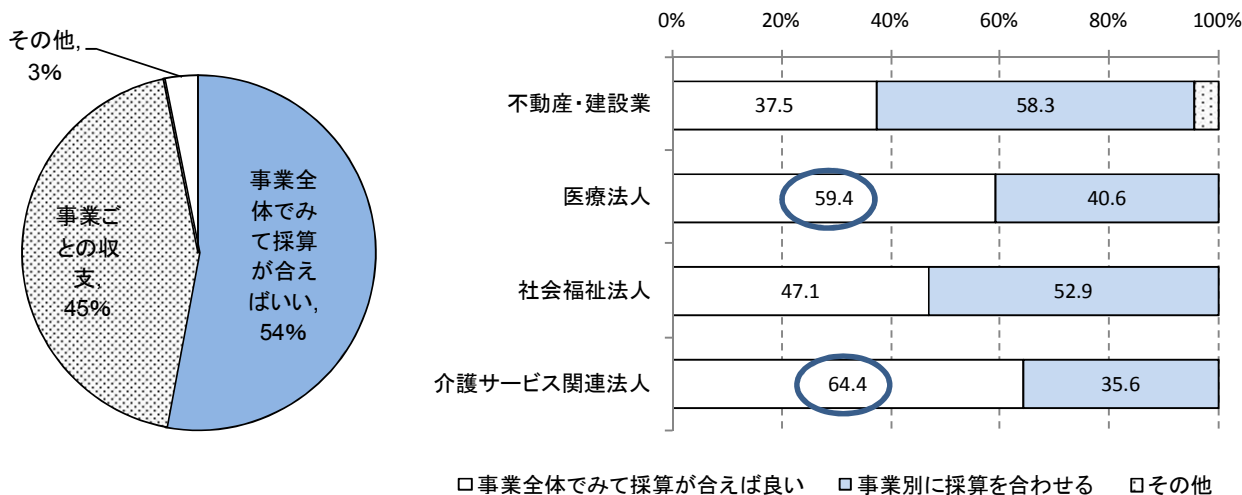
(資料)厚生労働省資料より調査部作成

一方で、先の高齢者住宅財団の調査によれば、参入事業者の収支計画に対する考えとして、介護事業、賃貸事業等の「事業ごとの収支」で採算が合うような収支計画を立てる先が45%に対し、「事業全体でみて採算が合えば良い」とする先、つまり介護保険や医療保険からの収入を大きく見込んだ事業形態が54%と多くなっている(次頁図表7)。事業主体別にみると、特に、介護サービス関連法人や医療法人でその傾向が強くなっているのが分かる。

そもそも、国が介護・医療体制を「施設から在宅へ」と方針転換し、その中核的存在としてサ高住を後押しする狙いの一つには、介護報酬の抑制・効率化があり、財政効率化の観点からいえば、

介護度が低い人は自宅、介護度の高い人は施設となるのが理に適うところであるが、事業運営者側からすれば、その逆が運営上望ましいことになり、有料老人ホームなどの中には、実際にこうした運営を実施している先もあるようである。こうした矛盾については、特定施設で外部サービス利用型の報酬体系が導入されたことから分かるように、早晚改正(＝引き下げ)されることは必至であり、介護報酬に大きく依存した経営を行う先への影響は小さいとは言えないだろう。

図表7 収支計画に関する考え方

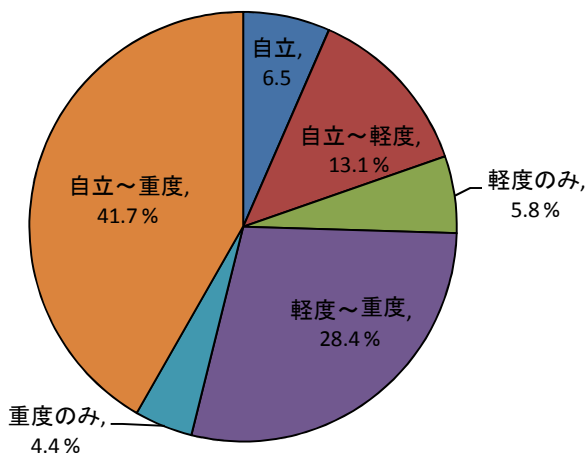


(資料)一般財団法人 高齢者住宅財団資料より調査部作成

## (2) 運営リスク

また、通常の賃貸事業と違って、サ高住が抱える運営上のリスクは入居者が高齢者であることに起因する。これは、高専賃の制度が作られた理由、つまり賃貸借契約(居住者の権利が強い)のもとで、家賃の支払い面や孤独死、認知症による近隣トラブル、火災など通常の入居者以上にリスクが高い高齢者は、「入居お断り」の物件が多いためであったことと同意である。現状、高齢者特有のリスクが発生した場合への対応について一定のルール等は整っておらず、一般の賃貸事業以上に細心の事業計画が重要になってくると言えるが、実際に事業者が想定している入居者像は、収益面からも設備面からも両立しにくい「自立から重度まで」としているものが4割を超えており、やや甘い見通しで参入している先が多いのではないかと危惧される(図表8)。特に、新規入居時点ではある程度事業者側による入居者の選別が可能であるが、入居後に状態が変化した場合に問題が増えると見込まれる。

図表8 事業者が想定する入居者像



(資料)一般財団法人 高齢者住宅財団資料より調査部作成

### 3. 健全な市場の発展のために ～機能分化と連携、評価体制の確立が鍵～

急増する裏には危うさも潜むサ高住ではあるが、今は高齢社会に適した体制への過渡期であり、今後健全かつ持続可能なビジネスとしていくためには、国や自治体、事業運営者、投資家や金融機関、利用者それぞれにとっての課題を同時並行的に克服していく必要がある。

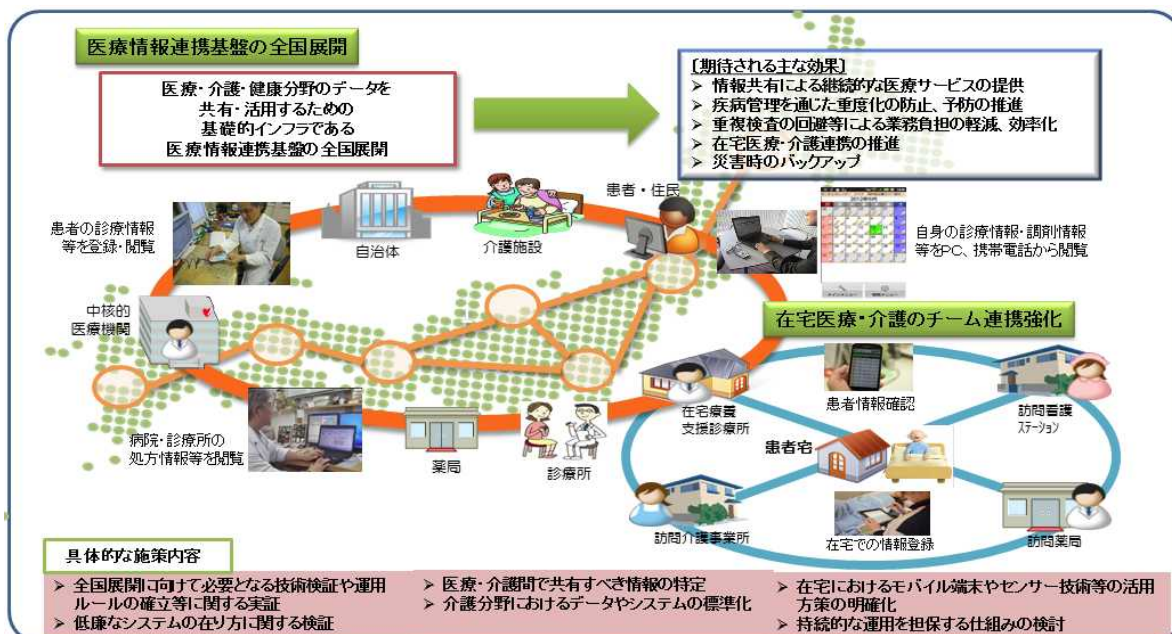
#### (1) 国や地方自治体にとっての課題 ～地域ケア体制の確立～

高齢者の居住の安定を図るためには、医療・介護が連携した地域ケア体制の充実が不可欠で、各地方自治体による地域ケア計画の策定と実行が重要である。

すでに2011年に社会保障・税一体改革が示した団塊の世代が全て75歳以上となる「2025年度のあるべき医療・介護の姿」を見据え、2012年度の介護報酬・診療報酬同時改定では、地域包括ケア体制の構築に向け、既存のサービスの見直しとともに、在宅ケアの要として24時間定期巡回・随時対応サービスなどの居宅サービスの新設や、診療機能を強化し24時間対応可能な体制を整えた在宅療養支援診療所・在宅療養支援病院や24時間訪問看護に対する報酬加算など「施設から在宅へ」の流れが強化された。また、8月21日には、社会保障制度改革の工程表と位置付けられている「プログラム法案」の骨子が閣議決定され、今秋にも第6次医療法改正案が国会に提出される運びとなっている。

今後、地域包括ケア体制を推進していく上で「地域間格差の是正」と「機能分化と連携」をいかにやるかが課題であるが、その成否の大きな鍵となるのがICT(情報通信技術: information and communication technology)の活用だろう。2011年度～2012年度に総務省による医療情報連携基盤(HER)高度活用事業として5地域における実証実験が行われたほか、2013年5月には「ICT超高齢社会構想会議」による、医療情報連携基盤の全国展開と在宅医療・介護のチーム連携を支えるICTシステムの確立が提言されている(図表9)。先進的な地域の成功事例等の情報の共有化や人材の育成、また実証実験に基づく知見や課題点をもとに障害となる規制を見直していくことも必要となる。

図表9 医療情報連携基盤の全国展開と在宅医療・介護のチーム連携を支えるICTシステムの確立



(資料)総務省「ICT 超高齢社会構想会議報告書(2013年5月)」より転載



## (2) 運営事業者にとっての課題 ～居住権の見直し(ルール明確化)～

前章でも触れたように、入居者が高齢者であることによる運営リスクが高い中で、大きな課題と考えられるのが、居住権の在り方である。高齢者施設・住宅における居住権は図表10にあるように①利用権方式、②建物賃貸借契約(普通・定期)、③終身建物賃貸借契約の3つに大別される。

①の利用権方式とは、入居者が施設に居住し、施設の介護サービスや共用施設の「利用権利」を購入するもので、有料老人ホームなどに多くみられる形態である。根拠法がなく、それぞれの施設との契約によるため内容は様々である。要介護度が変わった場合には退去を求めることもできるため、事業者にとっては運営リスクをある程度軽減することができる。一般的には利用権を取得するために入居一時金と月額利用料を支払うケースが多いが、入居一時金に関しては、解約・退去時の返還に関するトラブルが多いこともあり、老人福祉法改正によって、2012年4月からは、一時金は家賃等の前払い金としての性格を有するものと定められ、入居それ自体に対する対価(権利金)の受領は認められなくなったほか、前払金の返還債務金額の算定方法などが明示化されるなど透明化が図られている。また、最近では入居一時金なしの契約も見受けられる。

一方、②の建物賃貸借契約は一般の賃貸物件と同様入居者が「部屋を借りる権利」を購入するもので、このうち、③の終身建物賃貸借契約は、2001年の高齢者の居住の安定確保に関する法律制定時に創設されたもので、契約者(借主)が亡くなるまで住み続けることができるものである。立ち退きの催促を受けず、更新料が不要であるなど入居者にとってメリットが大きく、また、事業者にとっても、借家権の相続がないことなどのメリットを有する。ただし、終身建物賃貸借契約の契約は、事業者が都道府県の認可を得なければならず、また、高齢者に配慮した設備、機能の設置が必要である他、前払い家賃の保全義務など、認可のハードルが高いこともあり供給数は少ない。

図表10 高齢者施設・住宅における居住権

	①利用権方式	②建物賃貸借契約	③終身建物賃貸借契約
根拠法	なし	借地借家法	借地借家法 高齢者の居住の安定確保に関する法律
利用期間	契約による (介護付き有料老人ホームの多くは終身)	契約期間	入居者の死亡まで
支払	入居一時金払い、月払い	月払い	入居一時金払い、月払い
経営者が変わった場合	新事業者に継承されない	新事業者に継承	新事業者に継承
権利の相続	なし	あり	なし(夫婦の場合継続居住可)
介護サービスを受ける権利	含む	別契約	別契約

(資料)厚生労働省、国土交通省資料等より調査部作成

運営リスクが高いと思われるのが②の建物賃貸借契約であるが、前出の高齢者住宅財団の調査によれば、サ高住は、普通建物賃貸借契約が71%、終身建物賃貸借契約が9%、定期建物賃貸借契約が8%、利用権方式が10%という内訳となっている。

介護度の重度化や認知症状が現れた場合、それまでの建物設備・サービスの元で住み続けることは難しいという事情に鑑みると、事業者に一定の退去権を与える一方で、他施設(住宅)斡旋を義務付ける、つまり、特定の建物に対する賃貸借契約というよりもむしろ、終の棲家を確保する権

利を有するという形が現実的ではないだろうか。実際に、ケアハウスや養護老人ホームにおいては、①一定の状態になった際の退去・転居に対する事業者の権利が強い、②同程度の費用で特養へ移ることが可能、③同一法人内に運営している特養がある、ことなどが事業者の運営リスクを軽減しつつ利用者にとっても終の棲家を確保することを可能としているようである。

退去・転居を求める際の一定の基準やルールを明確化するとともに、高齢者の状態に応じた適切な建物の設備やサービス提供体制の機能分化と連携が重要になってくるのではないかと。

### (3) 投資家及び金融機関にとっての課題 ～ 運営事業者の評価体制の確立～

サ高住が社会インフラの側面を有していることを考えると、こうした建物・ビジネスの普及促進のための資金供給は極めて重要となる。サ高住は、補助金等の後押しや登録の容易さもあり「器を作る」こと自体は比較的容易であるものの、先にもみたような運営リスクの大きさから、資金の出し手としては運営事業者の優劣をいかにはかるかが問題となる。ところが、現状、サ高住運営事業者の協会に加盟している団体は300以上に上るが、大手企業から知名度の低い会社まで千差万別で、地名度や既存設備の稼働率以外に優劣を評価する術がないといった状況にある。

解決策の一つとして期待されているのが、2014年度を目途に創設を目指す、ヘルスケア施設に運用資産を特化したリート(以下ヘルスケアリート)である。先ごろ国土交通省が実施したヘルスケアリート創設のための検討委員会の報告書によれば、ヘルスケアリートに期待されるメリットとして以下の6点があげられており、そのメリットの一つがヘルスケアリートの情報開示による運営事業者の運営能力向上・施設経営の透明化である(図表11)。

図表 11 ヘルスケアリートに期待されるメリット

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>①民間資金を直接活用した多様なヘルスケア施設の供給促進</li> <li>②ヘルスケア施設の保有と運営の分離</li> <li>③ヘルスケア施設の流動性を高める(ヘルスケア施設の不動産市場の形成)</li> <li>④ヘルスケア施設の長期安定保有(利用)と事業者の初期投資負担の軽減</li> <li>⑤ヘルスケア・リートによる情報開示によるオペレーターの運営能力向上・施設経営の透明化</li> <li>⑥資金調達手段及び運用手段の多様化</li> </ul> |
|--|

(資料)「ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会」より調査部作成。

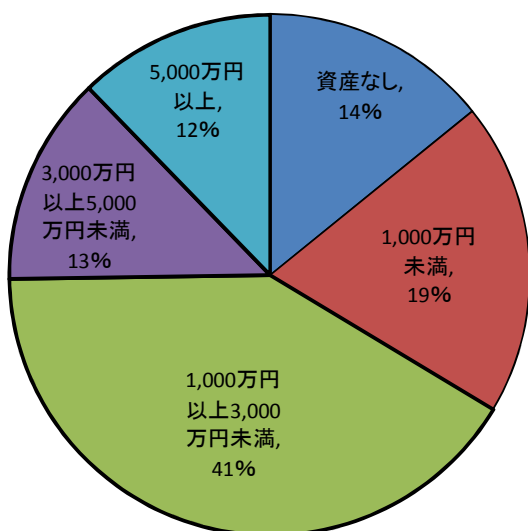
しかしながら、このロジックは「ニワトリとタマゴ」のような関係にあるのも事実である。仮に、投資家による監視体制がこうしたメリットを有するならば、長期・固定賃料で安定的かつ運用利回りが他の資産に比べて1～2%高いサ高住や有料老人ホームなどのシニア住宅が、既存のリーートの運用資産として組み入れが進んでいてもおかしくはないはずである。ところが、実際にシニア住宅が組み入れられているのは、全リーートの運用資産総額に対する金額ベースの割合は僅か0.1%に過ぎない。これは、運営事業者の能力などの「運営リスク」を評価する仕組みが十分に整っていないため、リートとしても投資リスクの判断が難しいことが考えられる。つまり、ヘルスケアリートの成否もこの評価の仕組みを確立できるかどうかにかかっていると見え、今後、評価機関の設立や運営事業者の運営状況に関する情報を入手しやすい環境をいかに整えるかが重要である。

#### (4)利用者にとっての課題 ～持ち家を資金化するルートの拡充・整備～

高齢者が住み替え(あるいは建て替え)を実行する上では資金面の問題も大きい。厚生労働省のアンケート調査によれば<sup>4</sup>、住み替え後の支払い可能費用(家賃・利用料)は「年金受給の範囲まで」と考える人が過半を占めるなど費用負担に対してシビアな目線であることが伺える。実際に、サ高住の料金設定も公的年金支給額範囲内での設定をしているところが大半であるが、これはあくまで賃料+最低限のサービスを含んだ価格であり、より快適な生活を送るためにサービスを充実させればその分費用負担が重くなるというジレンマを有する。

世帯主が60歳以上世帯の住宅・宅地資産の保有状況を見ると、1000万円超を保有する世帯が66%を占めるなど相応の資産を保有している(図表12)。一方で、フローの収入は、大半を年金等で占めており、赤字分を預貯金の取り崩しなどで賄うなど、いわゆる「アセットリッチ・キャッシュプアー」の状態にある(図表13)。長寿命化により増大する老齢期の経済的負担に対応するためには、高齢者世帯の特性を活かして、所有する土地・住宅資産を活用した資金の確保が円滑に行われることが重要である。

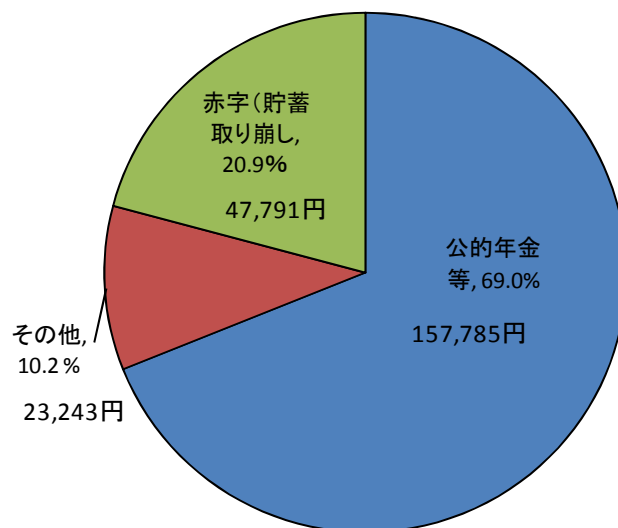
図表12 高齢者世帯の住宅・宅地資産保有状



(注1)世帯主が60歳以上の総世帯(2人以上世帯+単身世帯)  
 (注2)資産額は負債を除く純資産額ベース

(資料)総務省「全国消費実態調査(平成21年)」より調査部作成

図表13 高齢無職世帯の月間支出に対する収入源



(注1)世帯主が60歳以上の総世帯(2人以上世帯+単身世帯)  
 (注2)赤字額は「実収入-(消費支出+非消費支出)」とした

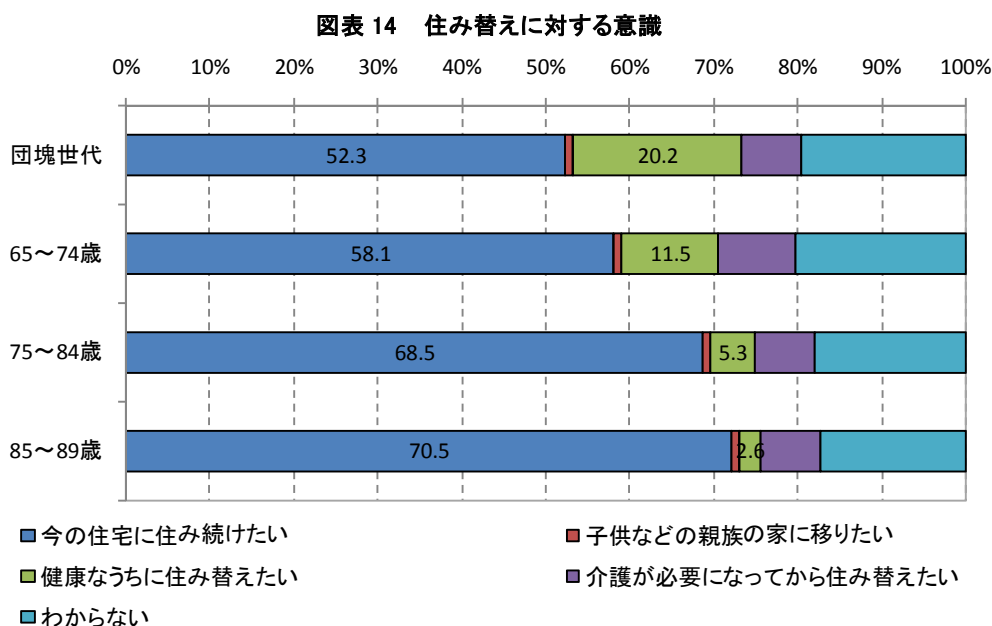
(資料)総務省「家計調査(平成24年)」より調査部作成

こうした潤沢な資産を資金化する上で、リバース・モーゲージや中古住宅をキャッシュ化するスキームや市場の拡充の必要性は従前より認識されてきたものの、内閣府のアンケート調査によれば、リバース・モーゲージを「知っている」とした人は2割程度にとどまるなど、まだまだ認知度は低い状況にある。また、「リバース・モーゲージを利用してみたい」とする人は1割にも満たず、「利用してみたいとは思わない」とする人が8割近くを占める。利用意向が低い理由としては、長生きのリスク(長生きするほど借入金が増える)やノンリコースローンではないこと、融資担保価値が土地のみに限られている(地域限定でマンションにも対応しているものもある)ことなど、必ずしも利用者のニ

<sup>4</sup> 高齢者活躍支援・住み替え促進に関する調査研究 (24年3月調査)

ーズを十分に満足させられる商品設計を提供できる仕組みが整っていないことがあるだろう。ノンリコース化あるいは建物にも担保価値を見出すためには、住宅に対する厳密で精度の高い評価方法を確立する必要があり、2013年3月に国土交通省が発足させた「中古住宅流通促進・活用に関する研究会」において議論がなされており、今後「中古住宅市場活性化ラウンドテーブル(仮称)」が設置されることとなっている。

一方、普及が低調であったもう一つの理由として、高齢者の住み替えや資産の活用に対する意識も影響していたと考えられる。例えば、高齢者の住み替えに対する意識は、「今の住宅に住み続けたい」とする人の割合がいずれの年代でも最も多い。ただし、「健康なうちに住み替えたい」とする人の割合は団塊の世代では2割に上るなど、年代を追うごとに意識は変化しているのも事実である(図表14)。

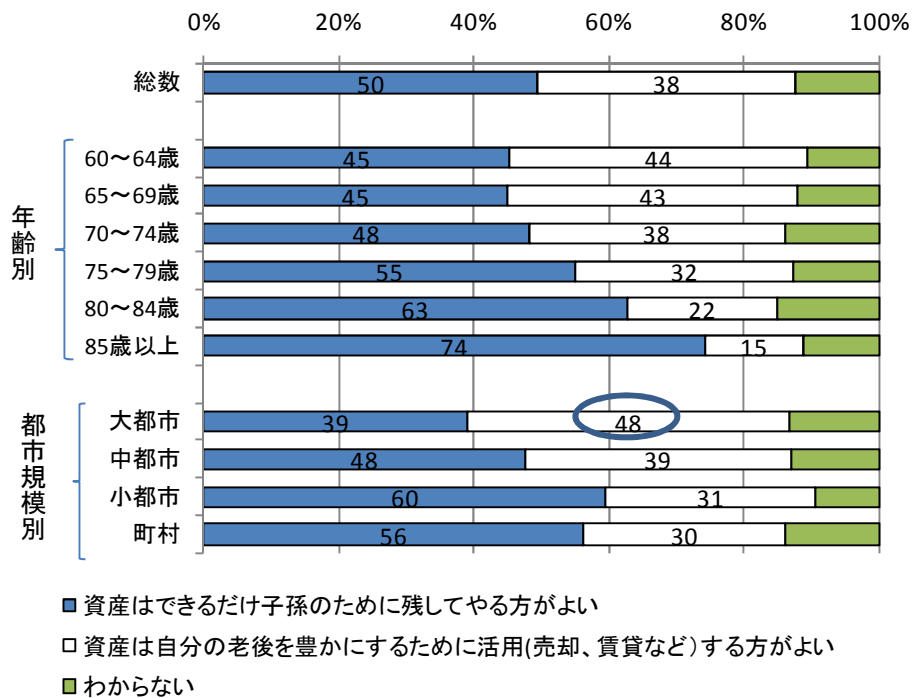


(資料)三菱総合研究所「高齢者意識調査(22年8月)」

また、資産の活用に対する意識においても、「資産はできるだけ子孫のために残してやる方がよい」とする割合は依然根強い。ただし、これも年齢が下がるにつれてその割合は低下しており、60歳代では「自分の老後を豊かにするために活用する方がよい」と考える層とほぼ拮抗する状況になっている。都市規模別にみると、大都市では、すでに後者の割合が上回る(次頁図表15)。

現状では、当面の需要に対応するためにサ高住の普及は施設的なものが先行的に増えているが、今後はこうした早めの住み替え需要を顕在化させる商品の提供も進むとともに、意識の変化が住宅資産の資金化の仕組みづくりにとって前向きに作用するのではないかと見られる。

図表 15 資産の活用に対する意識



(資料)内閣府「高齢者の住宅と生活環境に関する意識調査」(平成22年度)

以上であげた4点は、いずれも高齢化のピークを迎えるまでの時間的制約、財政的制約がある中で、従来なかった仕組みを作りあげなければならないという意味で、簡単に解決できるものではないが、サ高住の住所地特例を巡る議論<sup>5</sup>でもみられたように、目指すべき姿に向けて障害となるもの、また改善の必要性がはっきりしているものについては、規制の緩和や見直しをスピーディに進めることを期待したい。とりわけ、サ高住を含む高齢者ビジネスを巡っては、貧困化ビジネスの土壌を抱えているだけに、今後の健全な市場の発展という意味でも、また、リートによる運用資産拡大→高齢者向け住宅の開発が進む可能性が広がるという意味でも運営事業者の評価体制の確立が急がれる。

(経済調査チーム 貞清 栄子 : Sadakiyo\_Eiko@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

<sup>5</sup> 住所地特例は、他の市町村から移り住んだ住民の介護保険の給付を、以前に住んでいた市町村が支払う制度のことで、サ高住(利用権方式除く)には住所地特例が適用されないため、移住先の市町村で介護保険の財政負担が増え、サ高住普及の障害になるとみられていた。厚生労働省は今後議論を進め、2014年度にもサ高住に住所地特例が認められるよう法改正を目指している。