ニッセイ基礎研REPORT | October 2020 | vol.283

Inside

02 「ワーケーション」「二地域居住」定着のカギは地方のモビリティ ◉ 坊 美生子

03 新型コロナ対応で今考えておきたい三つのこと ◉ 松澤 登

04 新型コロナによるデジタル化がもたらしたオフィス市場の不確実性 ◉ 佐久間 誠

06 通勤時間と幸福度の関係 ◉ 岩﨑 敬子

08 2020·2021年度経済見通し ◉ 斎藤 太郎

10 誰が株価を上げているのか ◉ 高山 武士

11 じわりと進む円高、今後の行方は? ◉ 上野 剛志

RESEARCH

「ワーケーション」「二地域居住」定着のカギは地方のモビリティ

ウィズコロナ時代の新しい働き方に応じた交通インフラ整備を

ぼう・みおこ
2002年読売新聞大阪本社入社。
2017年9月ニッセイ基礎研究所入社（現職）。

生活研究部 准主任研究員・ジェロントロジー推進室兼任 坊 美生子
mioko_bo@nli-research.co.jp

新型コロナウイルスの感染拡大は多くの企業にテレワークを広げ、ワーカーたちが働く場所を見直すきっかけになった。そこで注目が集まっているのが、地方の観光地で休暇を取りながら仕事もこなす「ワーケーション」や、都市と地方の両方に拠点を持って仕事をする「二地域居住」である。ただし、この動きが広がり、定着するためには、乗り越えなければならない壁がある。それは、マイカーを持たずに来訪したワーカーたちの、地方における移動手段をどう確保するかという問題である。従来から大きな課題となってきた、交通インフラの問題である。

地方では、マイカーがないと生活が成り立たないケースが多い。電車や路線バスは、路線や本数が限定されており、こちらの都合に合わせた利用は難しい。それではタクシーはどうかというと、車両数も少なく、地方に出張して駅に着いたらタクシーがなくて困った、という経験をした人も多いだろう。採算が合わずに事業者が廃業したり、営業所が撤退したりした地域もある。地方へ移住するワーカーであれば、マイカー購入を検討する人が多いかもしれないが、一時的に滞在するワーケーションや、仕事の都合に合わせて行き来する二地域居住の場合は、そうはいかない。どうしても、現地の移動手段を利用することが必要になる。

従来からIターンやUターンを誘致してきた地方の自治体にとっては、新型コロナの影響により、地方に深く関わる「関係人口」を増やすチャンスが生まれたが、このチャンスを生かして活性化に結び付けるためには、改めて地域の移動手段を拡充し、モビリティ向上を目指さなければならない。筆者は、その解決策の一つが、地方で多くの住民が所有しているマイカーを活用した「自家用有償旅客運送」制度だと考える。地元住民が登録ドライバーとなり、都市部からテレワークをするために訪れたワーカーらを対象に、マイカーで輸送サービスを行うというものである。マイカーを用いて他人を有償で輸送することは、道路運送法で原則禁止されているが、自家用有償旅客運送は、事前に自治体の首長や交通事業者等が合意することや、ドライバーが通常の1種免許に加えて大臣認定講習を受講したりすることを条件に、例外的に認められている。

ここで、自家用有償旅客運送の問題点を押さえておく必要がある。これまで、全国的に導入が広がってこなかった要因の一つには、登録ドライバーが受け取る収入が少ないため、担い手が不足しているという問題がある。この制度では、輸送の対価は、タクシー料金の半額程度が目安とされているためである。しかし、ワーケーションや二地域居住のように、都市部から来訪するワーカーたちが乗客となれば、改善が期待できる。これまでのように地域の高齢者らを主な乗客と想定した場合、輸送範囲は自宅から病院や薬局、役所など近距離が多いと考えられたが、都市部から訪れるワーカーが乗客となれば、空港や近郊の観光地、人里離れたエリアの宿泊施設など、輸送範囲がより広範になると予想される。輸送距離が延びれば、ドライバーの収入が増え、担い手確保がより容易になると考えられる。ただし、今後の推移を見守り、導入のハードルが依然高いようであれば、さらなる制度の見直しが必要となるだろう。

インバウンドの激減により稼働率が低迷するホテル、旅館などの一部は、既にワーケーション向けプランを販売し始めている。しかし、ワーカーたちに中期的・繰り返し滞在してもらうためには、ホテルや旅館が所有する専用車両だけでは移動ニーズに応えきれない可能性がある。そこで、もし地域に自家用有償旅客運送が導入されれば、地元のホテルや旅館などと連携した企画が可能になり、リピーター確保につながるかもしれない。そしてワーカーたちが地域の観光地や飲食店などで消費すれば、地域経済が潤う。

ワーケーションや二地域居住などの新しい働き方は、ウィズコロナ、アフターコロナの一つのキーワードになっている。その拠点となる宿泊施設やシェアハウス、シェアオフィス等の整備は企業などが先行して行っているが、ワーカーたちが実際にその地域で生活していけるかどうかは、拠点外での移動手段が整っているかどうかにかかっている。その対策は、一企業、一個人で取り組むことは難しい。自治体が主導し、地域の住民や企業と協力することが必要不可欠である。ウィズコロナの新しい働き方から生まれた地方活性化のチャンスを定着させるカギは、地方の関係者が連携してモビリティ向上を急ぐことにあると考える。

新型コロナ対応で今考えておきたい三つのこと

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

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

緊急事態宣言解除の際には、感染の波が繰り返し来ることが想定され、医療体制が危機に陥る場合には再度の緊急事態宣言を出すとの説明があった。現状、新規感染者は落ち着いているようであるが、今後、新型コロナ後初めてといってよい冬を迎えるにあたって、どのような対策が求められるのであろうか。

2020年5月25日に緊急事態宣言の解除が行われたが、平常時に戻ったわけではない。新型インフルエンザ特措法に基づく「新型コロナウイルス感染症対策本部」は設置されたままである（特措法15条）。したがって、各都道府県にも対策本部が置かれ（特措法第23条）、都道府県対策本部長（知事）は、その区域に係る新型コロナウイルス対策の実施に関し、必要な要請を行うことができる（特措法第24条第9項）。

したがって現段階においても、三密回避やテレワークの要請など、協力要請レベルのことは対策本部の議事を経て、知事が行うことができる。

それでは、緊急事態宣言を改めて出すとされた場合、その意味とはどのようなものであろうか。緊急事態宣言は、新型コロナウイルス感染症のまん延により「国民生活及び国民経済に甚大な影響を及ぼしているとき、または、そのおそれがある」（特措法第32条、施行令第6条）場合に、期間、区域、概要を定めて出される。定められた区域のある都道府県の知事は、緊急事態宣言が出されたときに、各種の要請・指示を行う権限を有する。

この要請・指示ができるものは、二つある。一つは外出自粛の要請である（特措法第45条第1項）。もう一つは、多数の者が利用する施設、または当該施設を使用する催し物の、利用停止要請（特措法第45条第2項）、および要請に従わない場合の停止指示である（同条第3項）。

ここからは、都道府県知事が外出自粛要請や、施設や催し物の閉鎖・停止要請・指示を出すためには、緊急事態宣言が出されることが前提とされているようにも読める。

ただ、特措法による緊急事態宣言の発出は非常に重たい。緊急事態宣言により、包括的一般的な自粛要請、施設や催し物の閉鎖要請・指示が出され、事実上経済が停止してしまった経験を我々はすでにしてきている。現状で、政府は、新型コロナ感染拡大防止を行いつつ、経済も回すという難しいかじ取りを行っている。

今後、冬季に向かって新型コロナ感染が再拡大することも想定されるが、今どのようなことを考えておくべきであろうか。三つのものが挙げられる。

一つ目は、緊急事態宣言発出前の都道府県知事の協力要請範囲の拡充である。緊急事態宣言発出前の協力要請規定である特措法第24条第9項に関しては、特措法第26条により、必要事項を定めるべきことを都道府県の条例に委任している。

したがって、新型コロナ感染拡大の抑止策として、条例によって、たとえば、施設に対する感染予防のための措置の要求、感染予防のための措置を行わない施設における営業自粛要請等を定めることが考えられる。現在、都道府県知事による対策が脚光を浴びている。しかし、条例という議会の意思表示に基づくことで、知事からの要請の内容に一層の正当性を与えるものと思われる。

二つ目は、緊急事態宣言発出後の影響を限定的なものとすることである。まず、生活のためや通勤等を除く県境をまたがる移動自粛要請を、特措法の条文に盛り込むことが考えられる。ゴールデンウイークの際は、感染拡大地域以外を含む、全国に緊急事態宣言が出された。他方、知事が県境をまたがる移動自粛要請発言を独自にしており、事実上の移動自粛要請が行われている。

しかし、移動の自由は非常に重要な国民の権利であり、自粛要請レベルであっても、明文の法的根拠は必要と考える。また、県境移動の自粛要請を正面から認めることにより、クラスターを追えている県にまで緊急事態宣言が出されることを回避できるのではないかと思われる。年末年始の帰省・旅行シーズンに向けて臨時国会での対応を検討すべきである。

三つ目は、強弱をつけた各種要請・指示の発出である。たとえば、接待を伴う夜の飲食店を中心に、特に感染予防対策に協力しないところに強い閉鎖要請・指示を行い、感染予防対策を行うことで、クラスターの発生がない、あるいはまれである業種・事業者は営業継続を認めるとすることが考えられる。この点、特措法第45条第2項第3項は、閉鎖要請・指示を「できる」とする規定であることから、政府の対処方針で明確化すれば足り、法律の改正までは不要なのではないかと思われる。

条例を制定する、あるいは、緊急事態宣言を限定的に発令する、および、緊急事態宣言下における要請・指示を柔軟化するという三つの方策により、医療崩壊を招かない適切なタイミングでの対応が適切になされることが重要と考える。

新型コロナによるデジタル化がもたらしたオフィス市場の不確実性

テクノロジーはオフィスに創造的破壊と進化のいずれをもたらすか?

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

1 ―― 新型コロナがオフィス市場にもたらしたデジタル化による不確実性

新型コロナウイルスのパンデミックは、世界がいかに不確実性に満ちているかを改めて示した。大きな不確実性が顕在化した後には、ニューノーマルが訪れる。新型コロナが長期的な構造変化をもたらすとされ、アフターコロナの世界が盛んに議論されるのはそのためだ。

米マイクロソフトのサティア・ナデラCEOが「2年分のデジタル変革が2カ月で起きた」と述べたように、新型コロナが触媒となり、社会全体でデジタルシフトが加速した。テレワークも一気に普及が進んだ。そして、テレワークの拡大により、オフィスがいらなくなるとする「オフィス不要論」が、一部ではニューノーマルとして予想されている。

米国や英国の商業施設では、すでにテクノロジーによる創造的破壊が顕在化している。eコマースの拡大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。テレワークの拡大により、オフィス市場にデジタル化による創造的破壊が顕在化する不確実性が高まっている。

ネットスケープ社を創業したマーク・アンドリーセン氏が2011年に"Why Software is Eating The World（ソフトウェアが世界を飲み込む理由）"と題したコラムで、次の10年で既存企業とテクノロジーを活用した新勢力の戦いが熾烈になると予想した。現在の、オフィスvs.テレワークの構図は、日本の不動産市場の本丸であるオフィスセクターにおいても、同様の戦いが始まることを思わせる。

2 ―― テレワーク拡大により代わる仕事のポータル

今後、テレワークが定着していくことについては、概ね意見が一致している。しかし、テレワーク拡大によるオフィス需要へのインパクトの大きさは、依然不透明である。企業が、現在の「7割経済」ではなく、長期的な競争をオフィスなしで勝ち抜けるかの検証はこれからだ。

それはさておき、テレワークは、オフィスの「仕事のポータル」としての役割を脅かす可能性を秘めている。ポータルとは大きな建物の玄関を意味し、インターネットブラウザを立ち上げたときに最初に表示するサイトをポータルサイトと呼ぶ。これまでオフィスワーカーは、まずオフィスに行くことを当然のこととしてきた（図表1）。オフィスで、パソコンで作業し、電話で取引先と連絡し、会議室で同僚と議論などしていた。一方、テレワークでは、まず向かうのがノートパソコンやタブレット、スマホのため、仕事のポータルはクラウドサービスなどのデジタル・プラットフォームが担うことになる。オフィスは、自宅やフレキシブルオフィスなどのサードプレイスと同様に、場所の選択肢の一つにすぎなくなる。

仕事のポータルの交代がオフィス市場に与える影響を現時点で推し量るのは困難である。可能性としては、オフィス賃料の下方圧力の増大や、住宅など他のセクターとの賃料格差の収束、リスクプレミアムの拡大などが考えられるが、今後注意深く見極める必要がある。

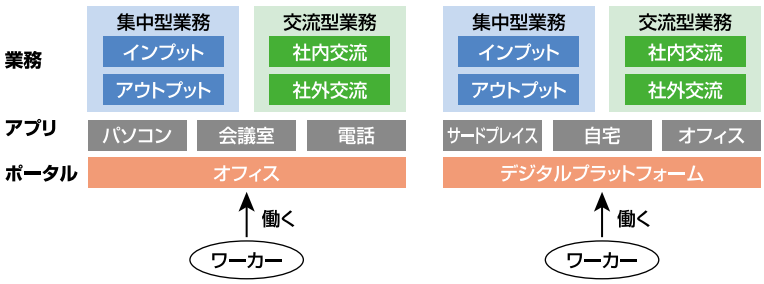
3 ―― オフィスのスマート化がもたらす不動産業のサービス化

長期的な視野に立てば、デジタル化はオフィスにとって脅威だけでなくチャンスにもなり得る。不動産とテクノロジーは、互いに需要を高めあう補完関係にもなり得るからだ。オフィスというフィジカル空間にデジタル空間を取り込むことで仕事のプラットフォームとしての更なる進化を遂げ、また不動産会社が自らの役割をプラットフォーマーして再定義するきっかけになる可能性がある。

デジタル化の歴史を紐解くと、これまでデジタル技術の進歩は、デジタル空間の範囲やインターフェース（接点）を次々と変化させてきた。その変化に伴い、新しいプラットフォームが誕生し、IT業界の勢力図を塗り替えてきた[図表2]。

現在、我々とデジタル空間をつなぐインターフェースはパソコンやスマホ、タブレットなどである。しかし、AIやIoT、5Gなどの技術進歩により、オフィスや街がスマー

[図表1] **Before vs. Afterコロナにおける仕事のポータル** 資料：ニッセイ基礎研究所作成



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(現職)。
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。

[図表2]**デジタル技術の進歩とプラットフォーマーの誕生**
注:他にもxRデバイスなどがスマホの次のインターフェースとして注目されている　出所:ニッセイ基礎研究所作成

ト化することが可能になれば、インターフェースが手元のデジタル機器から不動産に代わる。手ぶらでも常時デジタル空間と繋がることが可能になり、フィジカル空間とデジタル空間を結びつける新たなプラットフォームが生まれることになる。

デジタル変革によりスマート化することで、オフィスは「(1)モニタリング、(2)制御、(3)最適化、(4)自律性」(Porter and Heppelmann, 2014)の機能を得ることになる[図表3]。

オフィスの利用状況のモニタリングが可能になれば、現在は自社所有もしくは賃貸が一般的なオフィスを、利用量に基づいた従量制とすることができる。また、オフィスにおける生産性を測定し、収益拡大やコスト削減に向けて最適化できるようになれば、成果に応じて賃料を支払うことも可能だ。つまり、オフィスのオペレーショナル・アセット化が進む。

そうなれば、従来の賃貸借契約ではなく、コワーキングスペースなどで見られる利用契約とするケースが増える。また、「1人あたり面積」ではなく「利用量あたり料金」、そして「利用価値に対した対価」と、オフィスを捉える尺度が変化する可能性もある。

デジタル化の進行によりオフィスのサービス化が進み、オフィスはその利用を目的としたハードではなく、顧客に価値を届けるソフトになる。米ジェネラル・エレクトリックは、航空機エンジンのデジタル化によって、それまでのエンジンの売り切りと保守・管理によるハードを中心としたビジネスモデルから、最適なフライトパターンを提案するなどソリューションを提供することで対価を得るようなサービスを中心としたビジネスモデルに転換した。こうしたビジネスモデルのサービス化が不動産業においても起き得るのではないだろうか。

先にデジタル化の波が押し寄せた金融業では、米中のITプラットフォーマーが台頭しており、日本の不動産業界にもITプラットフォーマーが乗り込んでくる懸念は強い。その前に、日本の不動産会社はデジタル化を進め、自らの役割をプラットフォーマーして再定義し、デジタル化による脅威に対抗する必要がある。

しかし、米シェアオフィス大手WeWorkや印ホテルチェーン大手OYOが、現在岐路に立たされているように、不動産業でデジタル化を進めることは容易ではない。不動産はコピーペーストすることができず、規模を拡大するのに、コストも時間もかかる。不動産もデジタル化の波から逃れることはできないが、デジタル化の範囲や速度については慎重に見定める必要がある。また、この不動産の難しさにこそ、既存の不動産会社の勝機があると考える。

いずれにせよ、「フィジカル空間」である不動産と「デジタル空間」は、需要を食い合う代替関係にも、互いに需要を高めあう補完関係にもなり得る。今後もデジタル化という長期トレンドが続くことについては疑う余地がなく、いかにデジタル化の脅威もしくはチャンスと付き合っていくかは、不動産業の根幹を揺るがしかねない課題である。

[図表3]**スマート化の進展により追加されるオフィスの機能**
出所:Porter and Heppelmann(2014)をもとにニッセイ基礎研究所作成

スマート化の進展

モニタリング	制御	最適化	自律性
センサーと外部のデータ源を活かして、オフィスを総合的にモニタリング	オフィスに搭載したソフトウェアによって、機能やユーザー・エクスペリエンス(UX)をコントロール	モニタリング機能と制御機能をもとに、アルゴリズムにより、生産性の向上などの目的のためにオフィスの稼働と使用を最適化	モニタリング、制御、最適化を組み合わせてオフィスの自動運用や他のシステムとの自動連携、改良やパーソナル化などを実現

参考文献:Porter, Michael E, and Heppelmann, James E (2014) "How Smart, Connected Products Are Transforming Competition", HBR, November 2014,(邦訳4「接続機能を持つスマート製品」が変えるIoT時代の競争戦略), 有賀裕子訳, ダイヤモンド社『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』, 2015年4月号)

通勤時間と幸福度の関係

リモートワークの拡大で幸福度は高まるか？

保険研究部 研究員 岩﨑 敬子
kiwasaki@nli-research.co.jp

1 ―― はじめに

新型コロナウイルス感染症は、リモートワークの制度拡大のきっかけになっている。リモートワークによる様々なストレスが報告されている一方で、これまで通勤や身支度にかかっていた時間を節約できることで、生活の質が向上したと感じている方もいるのではないだろうか。実際に通勤時間と幸福度の間には負の相関が見られることがこれまで欧米で行われてきたいくつかの研究で報告されている[*1]。しかし、日本での通勤時間と幸福度の関係に関する研究はこれまで殆ど無い。そこで、日本での状況をとらえるために、本稿ではニッセイ基礎研究所が行った独自の調査の分析結果を紹介する。

国が実施した平成28年社会生活基本調査によると、日本に住む10歳以上の通勤・通学者における平日の通勤・通学時間の全国平均は往復1時間19分である。これは1ヶ月（20日間）では26時間20分になる。多くの人が人生の中で無視できない割合の時間を割いているからこそ、その人々の幸福度への影響をとらえることは重要と考えられるのである。

2 ―― 調査の概要

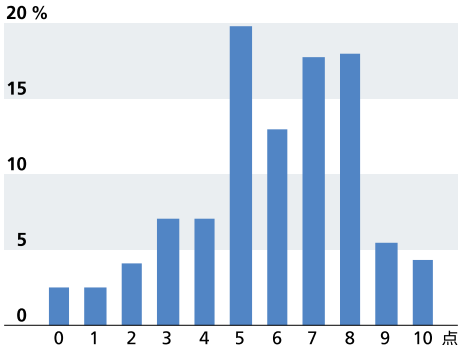
全国の18～64歳の男女被用者を対象[*2]にしたWEBアンケート調査である。回答期間は2020年2月28日～3月25日。回答数は5,594件。回答は全国11地区の性・年齢別の分布を2015年の国勢調査の分布に合わせて収集した[*3]。

3 ―― 幸福度と通勤時間の分布

1 | 幸福度の分布

まず、幸福度の把握には、「現在、あなたはどの程度幸せですか。「とても幸せ」を10点、「とても不幸」を0点とすると、何点くらいになると思いますか。」という11段階の選択式質問を用いた。回答者の平均は5.9点であった。同様の質問を含めた全国調査である平成23年度国民生活選好度調査では平均点は6.4点であったことから、それと比べると少し低めの分布であることが分かる。調査実施時期の違いに加え、本調査が18歳～64歳の男女被用者を対象としているのに対して、国民生活選好度調査は15歳から80歳の（被用者とは限らない）男女を対象としており、対象が異なることが影響していると考えられる。

[図表1] 幸福度の分布

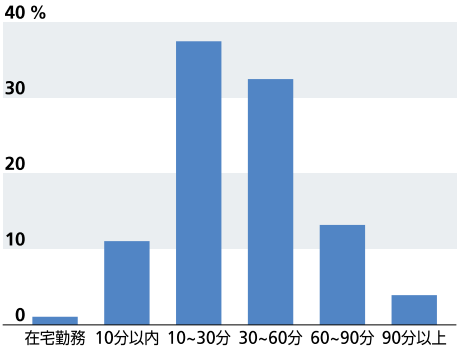


幸福度の分布は図表1の通りである。最も回答が集中しているのは、5点で約20%、次に多いのは8点及び7点でそれぞれ約18%となっている。5点のところと8点及び7点のところの2箇所に頂点がある分布の形状は、これまで日本で行われてきたアンケート調査で示されてきた日本の幸福度の分布と同様の傾向である。

2 | 片道通勤時間の分布

次に、片道の通勤時間の分布は図表2の通りである。片道の通勤時間として最も多かったのが10分～30分で約37%。次に多かったのは、30～60分で約33%であった。片道の通勤時間が30分以内の人が約50%、30分以上の人が約50%と半々程度であることが確認できる。

[図表2] 片道の通勤時間の分布



4 ―― 幸福度と通勤時間の関係

1 | 通勤時間別の幸福度の平均値

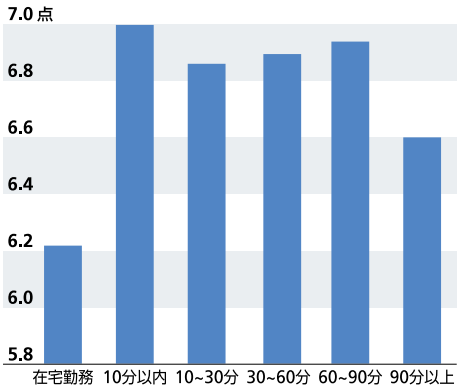
次に通勤時間と幸福度の関係を捉えるために、通勤時間別の幸福度の平均値を示したのが図表3である。この図からは、在宅勤務の人はその他の通勤者と比較して幸福度が低い傾向があることが確認できる。また、片道の通勤時間が90分以上の人については、片道の通勤時間が90分未満の人に比べて幸福度が低い傾向があることが確認できる。

2 | 通勤時間と幸福度の関係

しかし、通勤時間別の幸福度の平均点の比較は、通勤時間と幸福度の関係をとらえるのには十分ではない。通勤時間や在

いわさき・けいこ
10年 株式会社 三井住友銀行
15年 独立行政法人日本学術振興会 特別研究員
18年 ニッセイ基礎研究所 現職

[図表3]**片道通勤時間と幸福度**



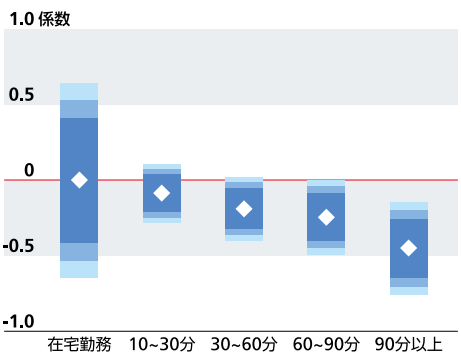
宅勤務の選択と幸福度の両方に影響を与えている様々な要因が存在している可能性があるからだ。例えば、幸福度に大きな影響を与えることが知られている健康状態が悪いことが理由に在宅勤務を行っている場合、健康状態が悪いことは幸福度を下げる一方で、在宅勤務の可能性を上げる影響を与えることで、幸福度と在宅勤務の選択の間に見せかけの負の相関が示される可能性が考えられる。

そこで、在宅勤務や通勤時間の長さの選択と幸福度の両方に影響を及ぼす可能性がある項目(健康状態、通勤手段、年収、性別、年齢、婚姻状況)をコントロール変数に加えて、幸福度を被説明変数、通勤時間の長さを説明変数として、線形回帰モデルの推計を行った。片道の通勤時間の係数の推計結果は図表4の通りである。図表4には、片道通勤時間10分以内を参照カテゴリー(係数ゼロの赤い線)として、その他の通勤時間のカテゴリーの係数とその信頼区間を示している。在宅勤務の該当者は少ないため、信頼区間が広くなっているが、係数はほぼゼロで、片道の通勤時間が10分以内の人と幸福度に大きな違いが確認できないことを示している。一方で、在宅勤務ではない人については通勤時間長くなるにつれ、係数がより大きくマイナスになっていくことが確認できる。つまりこの推計結果は、通勤時間が長くなるほど幸福度が低くなる傾向を示している。

5 —— 本分析の課題

本分析ではクロスセクションの観察データを用いており、因果関係の示唆には限界があることを申し添える。今後パネルデータや自然実験を用いて因果関係に関する厳密な検証が行われていく必要がある。また、通勤時間や通勤手段が幸福度に影響を与えるメカニズムについても検証が進められる必要がある。例えば、通勤中に、通勤ルートや時間、環境を自分ではコントロールできない状況がストレスにつながる傾向があること[*4]や、通勤時間が長いことは社会的な活動への参加や余暇の減少と相関していることが報告されている。[*5]通勤によるストレスや時間配分の変化が幸福度の低下に繋がっている可能性が示唆されるのである。

[図表4]**幸福度と通勤時間**
注:参照カテゴリーは通勤時間10分以内。被説明変数は幸福度。



6 —— おわりに

厳密な因果関係やメカニズムの検証といった課題があるものの、本分析は、新型コロナウイルス感染症対策のためのリモートワーク拡大による通勤時間の軽減が、幸福感の高まりを示す可能性があることを示した。幸福度が高まると人々の生産性が高まる可能性があることが様々な研究で明らかになってきている[*6]。リモートワークの拡大で通勤時間が減少し、幸福度が高まることで、生産性が向上するという良いサイクルに繋がることが期待される。

参考文献
Chatterjee, K., S. Chng, B. Clark, A. Davis, J.D. Vos, D. Ettema, S. Handy, A. Martin & Louise Reardon (2020) Commuting and wellbeing: a critical overview of the literature with implications for policy and future research. Transport Reviews, 40(1), 5-34.

Hilbrecht, M., B. Smale & S.E. Mock (2014) Highway to health? Commute time and well-being among Canadian adults. World Leisure Journal, 56, 151–163.

Sposato, R. G., K. Röderer & R. Cervinka (2012) The influence of control and related variables on commuting stress. Transportation Research Part F: Traffic Psychology and Behaviour, 15(5), 581–587

岩﨑敬子(2020年1月15日)「幸福度が高まると労働者の生産性は上がるのか?ー大規模実験を用いた因果関係の検証:プログレスレポートー」基礎研レポート

[*1] Chatterjee et al. 2020
[*2] 株式会社クロス・マーケティングのモニター会員
[*3] 「第2回被用者の働き方と健康に関する調査」
[*4] Sposato et al., 2012
[*5] Hilbrecht et al., 2014
[*6] 岩﨑(2020)

2020·2021年度経済見通し

経済研究部　経済調査部長 斎藤 太郎
tsaito@nli-research.co.jp

1―― 過去最大のマイナス成長

2020年4-6月期の実質GDPは、前期比▲7.9%（前期比年率▲28.1%）となり、GDP統計で遡ることができる1955年以降で最大のマイナス成長となった。

新型コロナウィルスの感染拡大を受けた緊急事態宣言の発令に伴う外出自粛や店舗休業の影響で、民間消費が前期比▲7.9%の大幅減少となったほか、企業収益の悪化や先行き不透明感の高まりから設備投資が同▲4.7%と2四半期ぶりに減少した。新型コロナウィルス感染回避のため医療機関の利用が急減し、政府消費も前期比▲0.6%と減少した。この結果、国内需要は前期比・寄与度▲4.9%の大幅減少となった。

また、海外経済の急激な悪化やインバウンド需要の消失から輸出が前期比▲18.5%の大幅減少となり、外需も前期比・寄与度▲3.0%と成長率を大きく押し下げた。

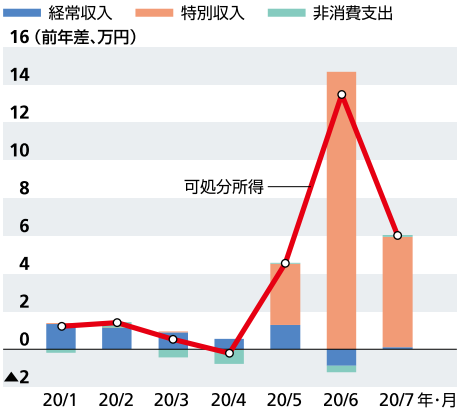
実質GDPは、消費税率引き上げや新型コロナウィルス感染症の影響で2019年10-12月期から2020年4-6月期までの3四半期で▲10.1%落ち込んだ。これは、リーマン・ショック前後の2008年4-6月期から2009年1-3月期まで（4四半期）の▲8.6%を上回る落ち込み幅である。

2―― 景気はすでに底打ち

このように、2020年4-6月期は過去最大のマイナス成長となったが、5月下旬に緊急事態宣言が解除されたことを受けて、生産、輸出、消費などの主要経済指標は2020年5月を底に持ち直している。景気動向指数のCI一致指数は、2020年3月から5月にかけて▲22.9ポイントの急低下となったが、6月に前月差+3.2ポイントと5ヵ月ぶりの上昇となった後、7月も同+1.8ポイントとなった。2018年11月 に始まった景気後退局面はすでに終了し、2020年5月が景気の谷となる可能性が高い。

緊急事態宣言下で極めて大きな落ち込みを記録した個人消費は、6月から持ち直している。緊急事態宣言の解除に伴うペントアップ需要（抑制されていた需要）の顕在化に加え、1人当たり10万円の特別定額給付金の支給が消費の押し上げ要因となった。総務省統計局の「家計調査」によれば、勤労者世帯の実質可処分所得は6月が前年比18.9%、7月が同11.7%の大幅増加となった。勤め先収入などの経常収入は低迷しているが、特別定額給付金の支給によって特別収入が急増したためである。特別収入の実額（一世帯当たり）は6月が15.5万円（前年差14.7万円）、7月が6.6万円（前年差5.8万円）であった[図表1]。

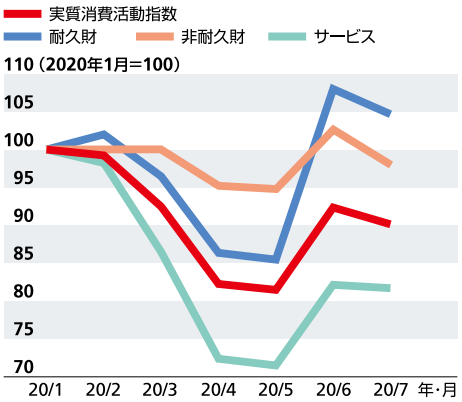
[図表1]特別定額給付金が家計の可処分所得を押し上げ　資料：総務省統計局「家計調査」



総務省によれば、給付総額12.73兆円のうち7月末までに12.32兆円（96.8%）が支給された。8月以降は特別定額給付金の支給がほとんどなくなるため、景気悪化に伴う勤め先収入の減少が可処分所得の減少に直結する形となるだろう。

個人消費は全体としては持ち直しているが、外食、宿泊、娯楽などのサービス消費は引き続きコロナ前の水準を大きく下回っている。日本銀行が作成している実質消費活動指数を形態別に見ると、耐久財、非耐久財は緊急事態宣言の影響で4、5月には大きく落ち込んだものの、6月にはペントアップ需要の顕在化によって大きく反発し、感染症の影響が顕在化する前の2020年1月の水準を上回った。一方、外出自粛の影響を強く受けたサービスは、緊急事態宣言中の落ち込み幅が財を大きく上回ったことに加え、6月以降の戻りも小さい。7月のサービス消費の水準は1月を▲20%近く下回っている。また、6月の財消費が大きく増加したのは、4、5月に外出自粛、店舗休業の影響で購入できなかったものを、緊急事態宣言解除後にまとめて購入したことが一因だったため、7月にはその反動から弱めの動きとなった[図表2]。

[図表2]実質消費活動指数（財別）の推移
資料：日本銀行「消費活動指数」



3―― 雇用所得環境の悪化が消費を下押し

経済活動の急激な落ち込みを受けて、こ

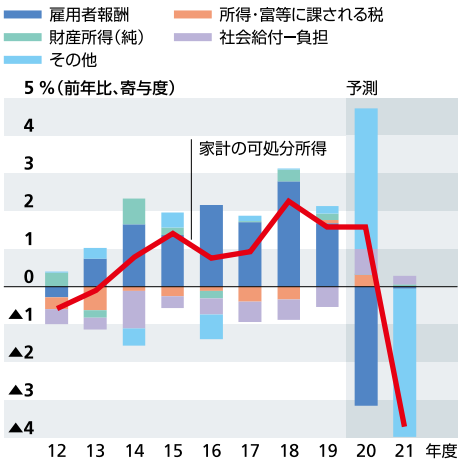
さいとう・たろう
92年日本生命保険相互会社入社。
96年ニッセイ基礎研究所、19年より現職。
12年から神奈川大学非常勤講師（日本経済論）を兼務。
優秀フォーキャスターに7回選出。

れまで改善が続いていた雇用情勢は悪化している。有効求人倍率は、2019年4月の1.63倍をピークに2020年7月には1.08倍まで低下し、2%台前半の推移が続いていた失業率は2%台後半まで上昇した。新型コロナウィルスの影響を受けて、企業の人手不足感は大きく後退している。日銀短観の雇用人員判断DI（過剰－不足）は長期にわたりマイナス（不足超過）が続いているが、2020年6月調査では3月調査から+22ポイント上昇の▲6となり、不足超過幅が大きく縮小した。雇用人員判断DIと失業率の連動性は高く、雇用人員判断DIにやや遅れて失業率が変動する傾向がある。雇用調整助成金の拡充などによって倒産、失業の増加がある程度抑制されることを考慮しても、失業率の大幅な上昇は避けられないだろう。失業率は2020年度末にかけて4%まで上昇すると予想する。

感染症の影響は賃金面にも強く表れている。2020年の春闘賃上げ率（厚生労働省）は前年から▲0.18ポイント低下の2.00%となった。業績との連動性が高いボーナスは基本給以上に厳しい。企業収益は、海外経済の減速、消費税率引き上げの影響ですでに悪化していたが、2020年度は新型コロナウィルスの影響で赤字企業が続出し、減益幅はリーマン・ショック並みの大きさとなることが見込まれる。ボーナスは2020年冬以降、減少幅が拡大する可能性が高い。雇用者数、一人当たり賃金がいずれも減少することから、2020年度の雇用者報酬は前年比▲3.4%と8年ぶりの減少となることが予想される。

一方、特別定額給付金の支給が家計の可処分所得を押し上げる。マクロベースでみた特別定額給付金の支給額は12.7兆円で、2020年度の雇用者報酬の減少額▲9.9兆円を上回る。このため、2020年度の家計の可処分所得は前年比1.6%の増加となり、消費の落ち込みを緩和する役割を果たすだろう[図表3]。ただし、特別定額給付金による押し上げは一時的で、2021年度の可処分所得はその反動で大きく落ち込むことが避けられない。長い目でみれば、雇用所得環境の悪化が消費の回復を遅らせる要因となる可能性が高い。

[図表3] **家計・可処分所得の増減要因**
資料：内閣府「国民経済計算（GDP統計）」

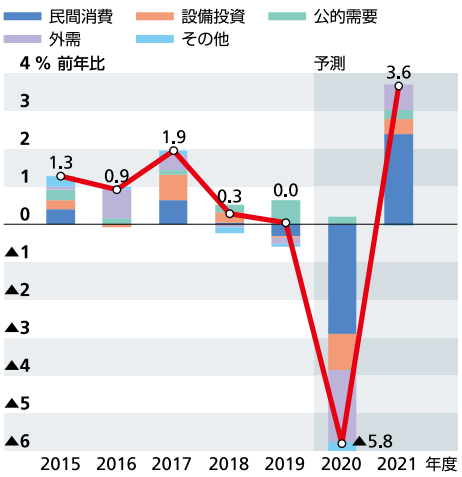


4 ――― 実質GDP成長率の見通し

日本経済は2020年5月を底に持ち直している。2020年7-9月期の実質GDPは、前期比年率14.0%の高成長になると予想する。ただし、外食、宿泊などのサービス消費の持ち直しが限定的にとどまっていること、7月以降、新型コロナウィルスの陽性者数が再び増加したことを受けて自粛を求める動きが強まっていることから、経済活動の正常化は遅れている。7-9月期の実質GDPは表面的には高い伸びとなるが、4-6月期の落ち込みの約4割を取り戻すに過ぎず、その後の回復ペースも緩やかなものにとどまる公算が大きい。

その理由としては、「新しい生活様式」の実践が恒常的に外食、旅行などのサービス支出の抑制要因となることが挙げられる。また、経済活動の収縮が一定期間継続し、倒産、失業者の大幅増加が不可避となったことで経済基盤が損なわれ、経済活動の制限がなくなったとしても需要が短期間で元の水準に戻ることは難しくなった。雇用者所得の減少、企業収益の悪化は長期にわたって個人消費、設備投資の下押し要因となるだろう。もちろん、コロナ後の新しい生活様式によってこれまでなかった需要が新たに生み出されることは期待できる。しかし、従来型の需要の消失分を短期間で取り戻すことは難しい。実質GDP成長率は2020年度が▲5.8%、2021年度が3.6%と予想する。今回の予測期間末である2021年度末（2022年1-3月期）の実質GDPは直近のピーク（2019年7-9月期）と比べて▲2.9%低い水準にとどまる。実質GDPが元の水準に戻るのは2022年度以降となろう。

[図表4] **実質GDP成長率の推移**
資料：内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」



誰が株価を上げているのか

シンプルにコロナ禍での株価上昇について考える

たかやま・たけし
06年日本生命保険相互会社入社（資金証券部）
09年日本経済研究センターへ派遣
10年米国カンファレンスボードへ派遣
11年ニッセイ基礎研究所（アジア・新興国経済担当）
14年日本生命保険相互会社（証券管理部）
20年ニッセイ基礎研究所（現職）

経済研究部 准主任研究員 高山 武士
takayama@nli-research.co.jp

多くの国ではコロナショックにより経済が大きく落ち込んだにもかかわらず、株価の回復が早い。その背景として、中央銀行の金融緩和策により「カネ余り」の状況が生まれ株価を押し上げているとの指摘がある。

そこで本稿では、金融緩和策による株価上昇について、どのような構造となっているかをシンプルに考えてみたい。

まず、中央銀行が金融緩和策を実施し、通貨（≒個人や一般企業の預金）を増やすには、①中央銀行が市中銀行の預金を増やし、②市中銀行が（中央銀行に口座を持たない）個人や一般企業の預金を増やすという2段階のステップを踏む必要がある。個人や一般企業まで預金がまわってくるかは、中央銀行が決めるのではなく、個人や一般企業がお金を借りたいと思い、それに対して市中銀行がどれだけ貸出等を行うかに依存する。

この前提の上で、シンプルなモデルで金融緩和策について考えてみたい。

登場人物は、中央銀行、市中銀行、食堂経営のAさん、Aさんの土地を保有している大家さん（Bさん）、ある株を保有している株主（Cさん）の5人とする。

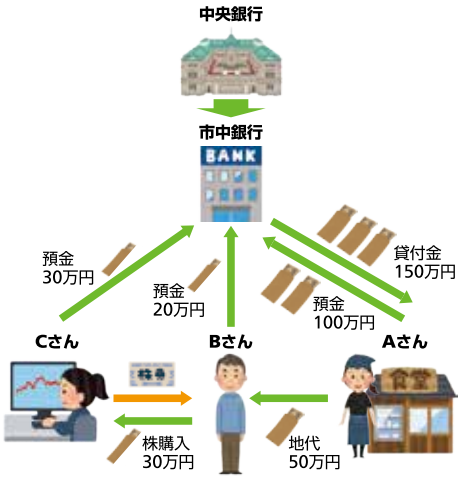
さて、当面の運転資金確保に困っていたAさんが、中央銀行の金融緩和策のおかげでお金が借りやすくなったとしよう。

そこで、Aさんは当面の運転資金（100万円）とBさんへの地代支払（50万円）を市中銀行から借り入れる。

Aさんは当面の運転資金（100万円）は銀行に預金しておき、Bさんには50万円の地代を支払う。

Bさんは地代収入50万円のうち、30万でCさんの保有している株を購入し、残りの20万円は預金することにする。

Cさんは、株売却収入の30万円を預金することにする（下図）。



資料：いらすとや、筆者

この経済の「通貨量」は150万円（Aさん預金100万、Bさん預金20万、Cさん預金30万）で、「株価」は30万円である。この経済における株価はBさんがいくらで株を買いたいかによって決まり、「通貨量」は関係がないように思える。

では、Bさんはいくらで株を買うだろうか。例えば、株を発行した会社が、ずっと配当を払ってくれるとすれば、いくらで株を買ってもいつかはもとをとれるという考え方ができる。一方で、現実には会社が倒産するリスク、配当がもらえないリスクなどがある。これらの株を保有することのリスクに対してBさんがいくらなら支払っても良いと考えるか、換言すればどの程度の報酬が欲しいかによって決まる。

ここで再び通貨量を考えてみたい。経済の中にある預金（≒通貨）が多く、各人が当面必要となる以上に預金があれば、報酬が少なくても、預金として置いておくよりは、儲かるかもしれない株式を購入しておきたいと考える人が増えるだろう。つまり、通貨量と株価の関係は機械的に決まるわけではないが、通貨量が多くなれば、経済全体としては株が高値でも買われやすい状況になる。

特に、コロナ禍の各国の金融緩和策では、企業に対する資金繰り支援のため、中央銀行による社債の購入や、中央銀行が市中銀行の貸出増加に対してインセンティブを与えており、①（中央銀行→市中銀行）の資金の流れと②（市中銀行→個人・一般企業）の資金の流れが密接になっている。さらに、政府による個人・企業への給付金も個人の預金を増やすことになる。その財源を国債の発行で賄い、発行した国債を市中銀行経由で中央銀行が買い取るとすれば、中央銀行→政府→個人と資金が流れることになる。

こうした状況下では市中の預金が多く、これまでより割高でも株を買っても良いという状態、つまり「カネ余り」の状態になりやすいと言える。

例えば、図表の状態から、登場人物として政府を加えて、Aさん、Bさん、Cさんにそれぞれ給付金を10万支払ったとする（預金がそれぞれ10万円増える）。Bさんが預金は少しだけで良いと考えた場合、株を40万円でも購入したいと思うかもしれない。Cさんも給付金10万円をもらったので、株として持っていたいと考えたら、BさんとCさんの株売買はさらに高値（例えば50万円）でないと成立しないかもしれない。

今回、日本でも給付金が支給されたが、投資に充てようと考えている人は、改めて株価が決まる仕組みについて考えてみるのも面白いのではないだろうか。

マーケット・カルテ10月号［執筆時点：2020/9/17］

じわりと進む円高、今後の行方は？

9月に入り、ドル円は106円台で推移した後、中旬に米ハイテク株下落によるリスクオフの円買いや、米金融緩和の長期化観測によるドル売りによって下落し、一時105円を割り込んだ。昨日のFOMCで金融緩和の長期化が強く示唆されたことを受けて、足元も105円付近で低迷している。

FRBはゼロ金利解除のハードルを明確に引き上げたため、今後もドルの先高観は台頭しにくい。むしろ、米追加経済対策の与野党合意が見通せないことから、当面は米景気減速懸念によるドル安圧力が高まりやすいだろう。ただし、大規模緩和を柱とするアベノミクスの継続をうたう菅新政権が発足したことが円高の一定の歯止めになるほか、今後もワクチン開発への期待がリスクオンの円売り圧力になる可能性が高い。また、年終盤はドル需要の高まりによってドル高に振れやすいという季節性もある（第4四半期にドル高となったのは過去10年で8回）ことから、3か月後のドル円は現状比でやや円安と予想している。

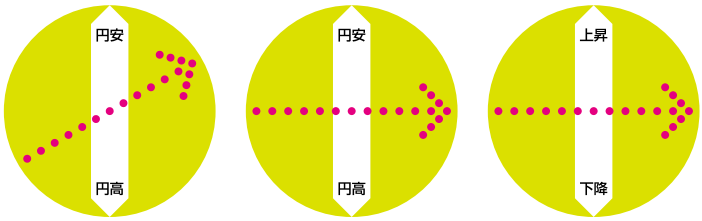
なお、米大統領選の影響は限定的と見ている。支持率で優位に立つバイデン氏が掲げる公約のうち、増税はドル安材料だが、政策の予見性向上や国際関係の改善が期待できることには（リスクオンの）円安材料の側面がある。

ユーロ円は今月に入り、利益確定のユーロ売りやECB高官によるユーロ高けん制などから下落し、足元は123円台後半で推移している。今後はドル円同様、ワクチン開発への期待が円売り圧力になりそうだが、投機筋のユーロ買い残高が依然高水準にあることから利益確定のユーロ売りも出やすい。また、英・EU間の通商交渉が引き続き難航するとみられることもユーロの重荷になる。3カ月後の水準は現状程度と見ている。

長期金利は、長らく0.0%台前半での推移が続いている。今後も国債需給緩和への警戒が燻り、特に第3次補正予算が現実味を帯びれば金利上昇圧力が高まる可能性がある。しかし、日銀は景気等への配慮から金利上昇を許容せず、オペや市場との対話を通じて抑制し続けるだろう。3か月後の水準は現状比で横ばい圏とみている。

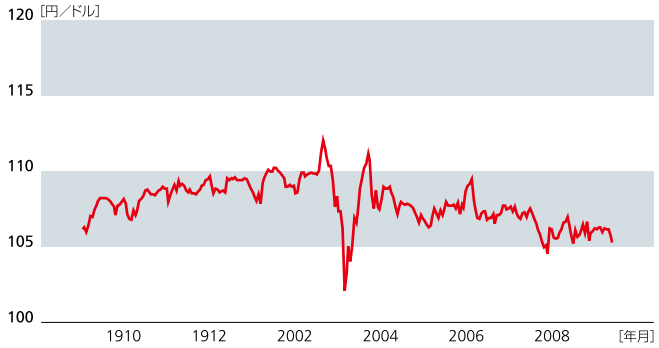
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの・つよし｜tueno@nli-research.co.jp
1998年日本生命保険相互会社入社、
2001年同財務審査部配属、
2007年日本経済研究センターへ派遣、
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
2009年ニッセイ基礎研究所。

Market Karte
October 2020

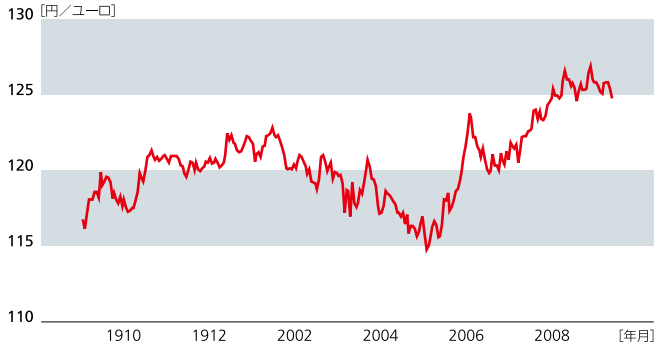


ドル円・3ヵ月後の見通し　ユーロ円・3ヵ月後の見通し　長期金利・3ヵ月後の見通し

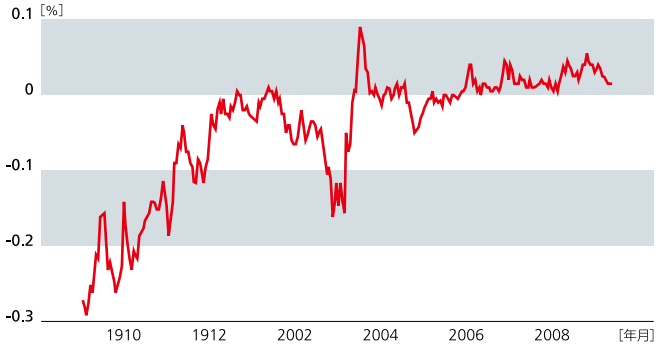
ドル円為替レートの推移［直近1年］ 資料:日本銀行



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



Access Ranking TOP5

レポートアクセスランキング

1. 新型コロナで住宅市場は更に減速、ホテル・商業は厳しさを増す
   ―不動産クォータリー・レビュー2020年第2四半期
   渡邊 布味子［不動産投資レポート｜2020/8/13号］
2. 新型コロナウイルスと各国経済
   ―コロナ禍を上手く乗り切っているのはどの国か？49か国ランキング
   高山 武士［基礎研レター｜2020/7/3号］
3. 雇用関連統計20年7月
   ―休業状態が続く人の割合が増加
   斎藤 太郎［経済金融フラッシュ｜2020/9/1号］
4. プラチナはとうとう金の半値以下に
   ～コロナショックがダメ押し
   上野 剛志［エコノミストレター｜2020/5/1号］
5. 2020・2021年度経済見通し（20年8月）
   斎藤 太郎［エコノミストレター｜2020/8/18号］

コラムアクセスランキング

1. 新型コロナ 第2波襲来の脅威
   ―第1波を上回る大波は来るのか？
   篠原 拓也［基礎研REPORT-ColumnⅢ｜2020/8/6号］
2. 新型コロナ 検査後も3密回避を
   ―陰性判定が出た後には、どのように行動すべきか？
   篠原 拓也［研究員の眼｜2020/6/2号］
3. 誰が株価を上げているのか
   ―シンプルにコロナ禍での株価上昇について考える
   高山 武士［研究員の眼｜2020/8/27号］
4. インドにバッタの大群侵入、蝗害がコロナに続く新たなリスクに
   斉藤 誠［研究員の眼｜2020/7/14号］
5. ふるさと納税のウソ、ホント
   ―年間上限額を少し超える程度が丁度いい？
   高岡 和佳子［研究員の眼｜2020/6/26号］

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づくランキングです。《アクセス集計期間20/8/17–20/9/13》

www.nli-research.co.jp

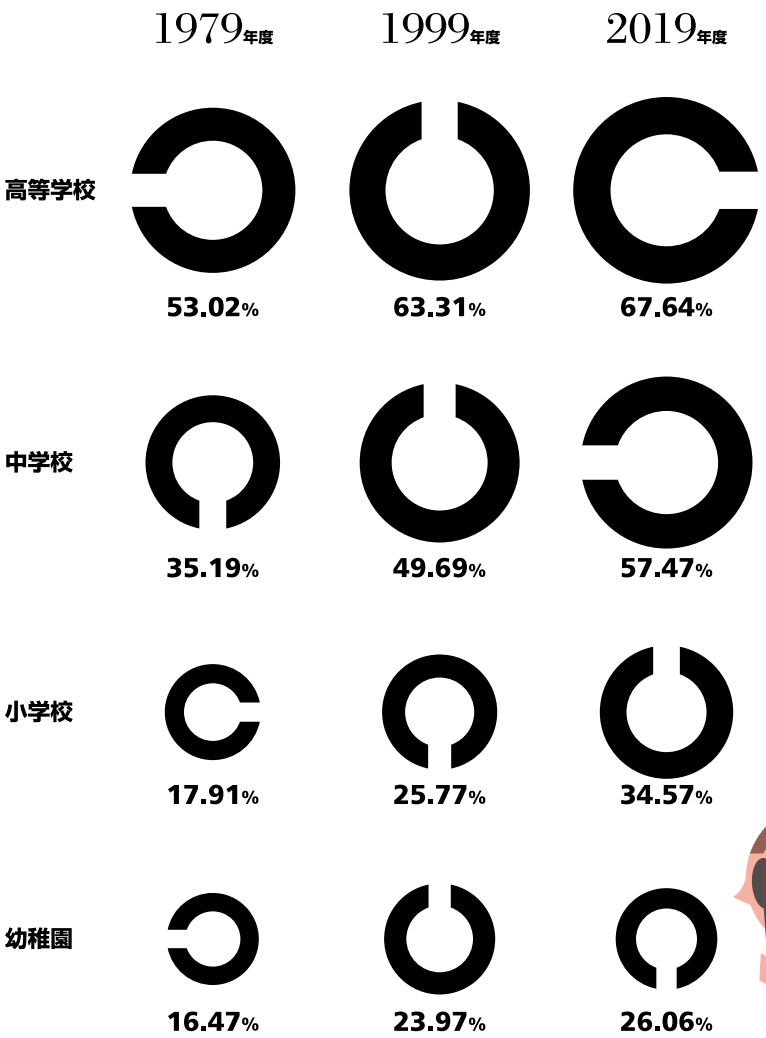
変わる時代の確かな視点

表紙の眼
・
プロセルピナ
ダンテ・ゲイブリエル・ロセッティ
制作年：1874年
所蔵：テート・ギャラリー
From Wikimedia Commons

*info*calendar
October, 2020

裸眼視力1.0未満の幼児・児童・生徒の割合［10月10日は目の愛護デー］

Source：文部科学省「学校保健統計」｜ Design：infogram©



ニッセイ基礎研Report｜Oct.2020,Vol.283｜2020年9月30日発行 ◉ 編集・発行者：株式会社ニッセイ基礎研究所｜102-0073東京都千代田区九段北4-1-7
◉ デザイン：NDCグラフィックス ◉ 印刷：岡村印刷工業株式会社
Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved 禁・無断転載複写
ISSN 1342-9876