

Inside

- 02 成長戦略としての「カーボン・ニュートラル」 ● 矢嶋 康次
- 03 リカレント教育は重要ですか? ● 金 明中
- 04 コロナ禍の家計消費の推移 ● 久我 尚子
- 06 内部留保がコロナ禍の防波堤に ● 上野剛志
- 08 2020~2022年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 新型コロナ 集団免疫論の是非 ● 篠原 拓也
- 11 じわじわ進む円高ドル安、いつまで続くのか? ● 上野 剛志



RESEARCH

成長戦略としての「カーボン・ニュートラル」

各国で進むグリーン戦略、日本は巻き返せるか



やじま やすひで

92年日本生命保険相互会社入社。
95年ニッセイ基礎研究所。17年より現職。

『非伝統的金融政策の経済分析』（共著）で第54回エコノミスト賞受賞。



総合政策研究部 研究理事 チーフエコノミスト 矢嶋 康次

yyajima@nli-research.co.jp

1——菅首相の2050年

「カーボン・ニュートラル」宣言

カーボン・ニュートラルとは、ライフサイクル全体で見たときに、二酸化炭素の排出量と吸収量が正味でゼロになる状態をいう。

菅首相は10月26日の所信表明演説で、はじめて2050年までに「実質ゼロ」とする方針を表明した。世界では、日本の次に宣言した韓国を含め、すでに122カ国が「2050年実質ゼロ」の目標を掲げている。これまでの「50年にできるだけ近い時期に」との表現を改め、国際社会で消極的だと受け止められたイメージの払しょくを図った。

ただ、実現へのハードルは相当高い。例えば、既にある省エネ計画においても、2013年度実績から2030年度までに年間最終エネルギー消費を、対策前比で原油換算▲5,030万kl程度削減することを目標に掲げている。

これはエネルギー消費効率を同期間に35%程度改善することに相当し、石油危機後の20年間に我が国が実現した省エネと同程度の改善を目指す、かなり野心的な計画だった。

日本が今回示した2050年「実質ゼロ」では、エネルギー消費効率の更なる向上が求められるだろう。世界に対して宣言した数値目標は、これまでの野心的な計画とは重みが異なる。相当な覚悟と計画が必要になる。

日本経済は、4-5月を底に持ち直して来ているが、依然、力強さを欠いた状態にある。気になるのは、日本の競争力や

将来の供給力にも関わる設備投資の弱さだ。7-9月期の設備投資は、前期比▲3.4%と2四半期連続で減少した。

挽回の策として期待が高まるのが、コロナ禍で停滞した社会を、環境投資で立て直そうという「グリーン・リカバリー」だ。デジタルと合わせて、日本復活の起爆剤にしようとの構想が、実質ゼロ宣言の裏にある。

2——各国で進む強力なグリーン戦略、政府の強いコミットメントが必要に

漸く動き始めた日本に対し、海外の動きは大規模で迅速だ[図表]。

欧州では、新たに欧州委員長に就任したフォンデアライエン氏が、欧州グリーン・ディール戦略を推進している。欧州は、環境対策を成長戦略にも位置づけ、今後10年間で総額1兆ユーロもの資金を、再生エネルギーなどに投じる計画だ。

米国でも、次期大統領のバイデン氏が今後4年間で2兆ドルを、クリーン・エネルギーなどのインフラに投資する計画を明らかにしている。

イノベーションは、民間が起こすものであるが、新たな社会に移行するとの政府の強い意志が見えないと、民間はなかなか動けない。ましてや、カーボン・ニュートラルを実現するためには、単なるイノベーションではなく、革新的イノベーションを起こして、社会構造を抜本的に転換する必要がある。

政府は、水素・蓄電池・洋上風力などの重点分野について、年末までに目標や実行計画を策定し、支援策などと合わせて、グリーン成長への道筋を明らかにする方針だ。制度の詳細や支援策、規制緩和などの具体策が、どのように示されるのか。政府の強いコミットが、どこまで示されるのか。その内容に注目したい。

[図表] 各国のグリーン戦略

資料：各種報道などをもとにニッセイ基礎研究所作成

	戦略	概要
米国	クリーン・エネルギー政策 (バイデン次期大統領)	環境保全分野に4年間で2兆ドルを投資し、再生可能エネルギーや電気自動車、水素利用などの拡大を目指す
EU	欧州グリーン・ディール投資計画	今後10年間で1兆ユーロを投資。再生可能エネルギーへの転換や雇用の転換など、全てのセクターの行動変容を促す。
ドイツ	未来投資パッケージ	2021年にかけて実施する経済対策の一部。気候変動に対応するモビリティとデジタル化を重視し、500億ユーロが配分される。
フランス	国家水素戦略	2030年までに70億ユーロを投資。水素技術の開発により、製造業やモビリティ分野における脱炭素化を促進する。
英国	グリーン成長戦略	産業の低炭素化を実現するイノベーションを重視。世界最大規模の洋上風力発電などへの積極的な投資を行う。
中国	第14次五カ年計画	グリーン経済の生産高を2025年に12兆元とGDPの約8%、2035年に10%以上にするを目指し、グリーン経済への転換を図る。
韓国	韓国版ニューディール	国家発展戦略の1つにグリーン・ニューディールを掲げる。2025年までに気候変動対策として73.4兆ウォンを投じる。

リカレント教育は重要ですか?



生活研究部 主任研究員 金 明中

kim@nli-research.co.jp



きむ・みよんじゅん
労働政策研究・研修機構アシスタント・フェロー、
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、15年より現職。
日本女子大学・大学院非常勤講師を兼務。

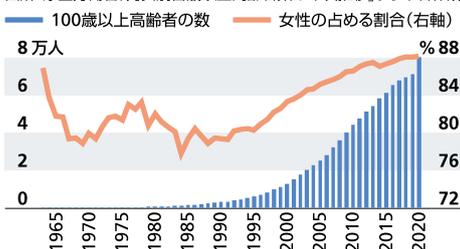
最近、マスコミで「人生100年時代」という言葉をよく耳にします。人生100年時代という言葉は、2016年に出版され、日本でも30万部を超えるベストセラーになった『LIFE SHIFT (ライフ・シフト) -100年時代の人生戦略』、東洋経済新報社、以下『LIFE SHIFT (ライフ・シフト)』に由来しています。

日本人の平均寿命は、1950年の男性58.0歳、女性61.5歳から2018年には男性81.41歳、女性87.45歳まで伸びています。さらに、2019年における65歳時点の平均余命は、男性が19.83年、女性が24.63年まで上昇しました。つまり、健康であれば平均的に男性は85歳頃まで、そして、女性は92歳頃まで生きることができる時代になりました。

毎年9月15日の「老人の日」の後に発表されている日本の100歳以上の高齢者の数は、2020年に8万450人で2019年より9176人も増え、初めて8万人を超えることになりました。100歳以上の高齢者の数は、1997年以降からは年間1000人以上増加しはじめ、特に、2007年から2016年までは10年連続で年間3000人以上も増加しました。

[図表] 100歳以上高齢者数の推移

出所：厚生労働省「男女別百歳以上高齢者数の年次推移」より筆者作成



100歳以上の高齢者に占める女性の割合は、1963年の86.9%から1984年には77.8%まで下がった後、再び上昇し2020年には88.2%に至っています。

長寿化は人生設計の見直しを要求します。『LIFE SHIFT (ライフ・シフト)』によると、

これまで多くの人々は「教育→仕事→引退」という3ステージの生き方で生活してきました。しかし、寿命が延び、健康に生活する時間が長くなれば、働く期間も長くなり、転職する人も、また日本の多くの企業が設定している60歳定年以降に働くことを希望する人も多くなると考えられます。特に、転職後に、または定年後に既存の仕事とは変わった仕事を希望する人が増加すると予想され、そこでリカレント教育の重要性が高まってきています。

リカレント教育 (recurrent education) とは、義務教育や基礎教育を終えて労働に従事するようになってからも、個人が必要とすれば教育機関に戻って学ぶことができる教育システムです。文部科学省では、リカレント教育を「『学校教育』を、人々の生涯にわたって、分散させようとする理念であり、その本来の意味は、『職業上必要な知識・技術』を修得するために、フルタイムの就学と、フルタイムの就職を繰り返すことである」と定義しています。

日本における今までのリカレント教育は、主に「社会人学習」として実施されてきました。会社に通う社会人が大学の学部(通信制)、大学院、専修学校で学びたいことを学習するケースが多いものの、諸外国に比べると、日本のリカレント教育への参加者は低い水準に止まっています。例えば、2015年時点の「『学士』課程入学者に占める25歳以上の人の割合」と「『修士』課程入学者に占める30歳以上の人の割合」は、それぞれ2.5%と12.9%で、OECD平均16.6%と26.3%を大きく下回っています。さらに、日本では学ぶことへの意欲が年齢とともに弱まる傾

向にある現状を考慮すると、中高年齢層に対するリカレント教育は十分に普及できていない可能性が高い状況です。

文部科学省が2018年に発表した「教育・生涯学習に関する世論調査」によると、「あなたは、学校を出て一度社会人となった後に、大学、大学院、短大、専門学校などの学校において学んだことがありますか」という質問に対して、「学習したことがある」と「学習してみたい」と回答した年齢別割合の合計は、50代は40.2%、60代は34.5%、70歳は22.1%で、30代の51.9%と40代の46.0%を下回る結果が出ました。

政府は、少子高齢化の進展に伴い、社会保障制度の財政状況が厳しくなっていることと労働力不足の問題を解決するために、定年延長を含めて高齢者が継続して働く環境を構築しようとしています。また、働き方改革を推進し副業・兼業の普及促進も図っています。政府の目標通り、人々がより長く働き、より多様な分野で働くためには、企業もOJTなどの教育訓練以外に、より多様な学び直しが経験できる機会を提供する必要があります。

株式会社ワークポートが2020年2月に実施した調査結果によると、学び直しやスキルアップのための支援や取り組みを行っている企業に魅力を感じると回答した回答者の割合は93.5%に達しました。労働力不足が深刻化する中で、企業がより多様な学び直しの機会を提供すると、良い人材を獲得できる可能性も高くなるでしょう。

今後、リカレント教育が個人の知識や経験を豊かにするだけでなく、地域社会や商店街の活性化にも貢献できるシステムとして整備されることを心から願うところです。

コロナ禍の家計消費の推移

増えた巣ごもり消費と激減した外出型消費の現状は？



生活研究部 主任研究員 久我 尚子

kuga@nli-research.co.jp

1—— 巣ごもり消費は6月がピーク、 外出型消費は低水準ながら 回復基調

新型コロナウイルスの感染拡大により外出行動が控えられることで、旅行やレジャー、外食、ファッションなどの外出型消費の需要が大幅に減る一方、食料やゲーム、パソコンなどの巣ごもり消費の需要が増している。

3月以降の推移を見ると、おおむね4・5月をピークに、6月以降は傾向が転じ、需要が増したものは増加率が下がり、需要が減ったものは回復基調を示すようになっている。

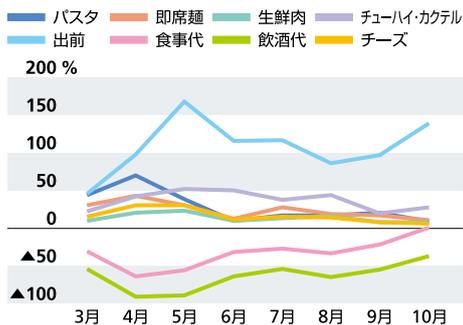
2—— 外食需要の中食シフト

新型コロナで変化した主な支出項目として、まず、食費について見ると、需要の減った外食の食事代や飲酒代は、4月を底に回復基調にある[図表1]。ただし、食事代と比べて飲酒代の減少率は大きく、昼間と比べて夜間の外食の戻りは鈍いようだ。

なお、10月の食事代は前年同月と同水準まで戻っているようだが、昨年の10月は消費税率が10%へ引き上げられ、外食が控えられた月であった。

一方、巣ごもり生活で需要の増した出前やパスタ、即席麺、生鮮肉、チューハイ・カ

[図表1]二人以上世帯の食費(対前年同月実質増減率)
資料:総務省「家計調査」より作成



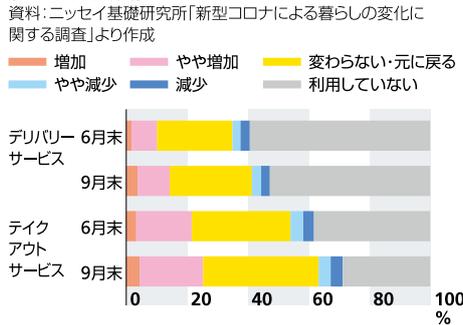
クテルなどはピーク時ほどではないが、高水準で推移している。

なお、図表1の出前は二人以上世帯のインターネットからの注文のみを見たものだが、ニッセイ基礎研究所の20~60歳代を対象にした調査によると、コロナ前よりテイクアウトやデリバリーの利用が増えているが、コロナ禍において一層伸びている[図表2]。

つまり、外食需要が中々回復しない中で、外食需要の一部が中食需要へシフトするとともに、中食需要自体も一層増しているようだ。

これは、コロナ禍でテイクアウトやデリバリーに対応する飲食店が増え、消費者にとって選択肢が増え、サービスとしての魅力が増したことのほか、ビフォーコロナから共働き世帯や単身世帯といった利便性を重視する世帯が増加傾向にあることなどがあげられる。

[図表2]2020年1月頃と比べた利用の増減(20~60歳代)
資料:ニッセイ基礎研究所「新型コロナによる暮らしの変化に関する調査」より作成

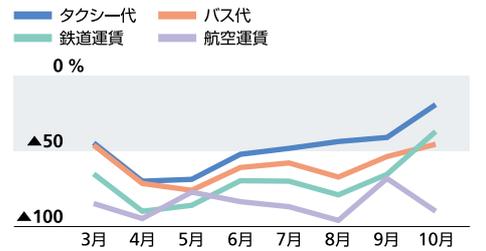


3—— 移動手段のセルフシフト

次に交通費について見ると、いずれも回復基調にあるが利用控えの状況が続いており、回復にも温度差がある[図表3]。タクシーなど短距離移動で、空間を共有する人数が少ない交通機関の回復基調が強い。

一方、自動車や自転車などのセルフ手段

[図表3]二人以上世帯の交通費(対前年同月実質増減率)
資料:総務省「家計調査」より作成

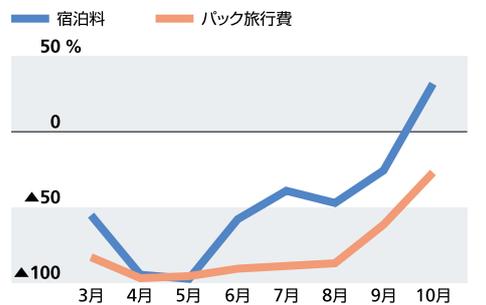


の購入は3月以降、前年より増えた月の方が多い(図表略)。また、先のニッセイ基礎研究所の調査によると、コロナ禍で公共交通機関の利用は減少する一方、セルフ手段の利用は増えており、公共交通機関の利用控えの一部がセルフ手段の利用へとシフトしているようだ。

4—— マイクロツーリズムに回復基調、 ゲームやパソコン等の巣ごもり 需要増

教養娯楽費のうち、コロナ禍で需要の減った旅行について見ると、GoToトラベルキャンペーンの影響もあり回復基調にある[図表4]。

[図表4]二人以上世帯の旅費(対前年同月実質増減率)
資料:総務省「家計調査」より作成



ただし、温度差があり、交通費を含むパック旅行費と比べて宿泊料単体の回復基調が強い。コロナ禍では、自家用車などを利用して近場へ出かけて宿泊施設のみを利用する「マイクロツーリズム」の回復に



くがなおこ

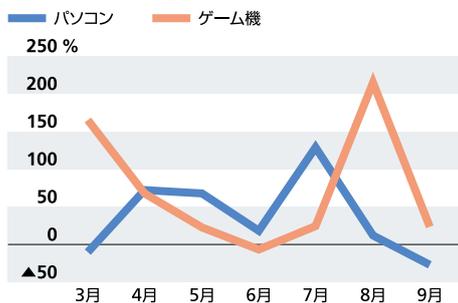
01年早稲田大学大学院理工学研究科修士課程修了(工学修士)。
同年株式会社NTTドコモ入社。
07年独立行政法人日本学術振興会特別研究員(統計科学)。
10年ニッセイ基礎研究所、16年7月より現職。

勢いがあるようだ。

一方、教養娯楽面で需要の増したパソコンやゲーム機の支出額の推移を見ると、複数のピークがある[図表5]。

[図表5]二人以上世帯のパソコン・ゲーム機の支出額(対前年同月実質増減率)

資料:総務省「家計調査」より作成



パソコンは、緊急事態宣言が発出された4・5月と7月にピークがある。在宅勤務によるテレワークの定着化が一層進む中で、国民1人当たり一律10万円の「特別定額給付金」の給付や夏の賞与もあり、比較的値の張る耐久消費財への需要が増したのだろう。なお、この時期は家具の支出額も増しており(一般家具は6月+82.1%、7月+130.7%)、在宅勤務環境を整えた消費者も増えたようだ。

ゲーム機は、全国一斉休校が要請された3月や学校等の夏休みのある8月にピークがあり、子どもの生活と連動している。この夏は感染が再拡大したため、帰省や旅行を自粛したことで、家の中で時間を持て余す子どもへゲームを買い与えた親も多かったのだろう。

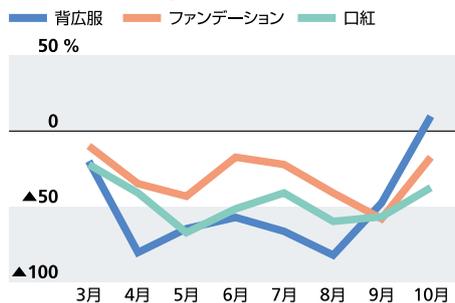
5—— テレワークの定着化やマスク着用でスーツや化粧品需要減

経済活動が再開され、徐々に消費者が外へ向かい始めたとはいえ、在宅勤務によ

るテレワークの定着化が進み、マスク着用が常態化することで、スーツやメイクアップ用品は夏頃に二番底を示している[図表6]。

[図表6]二人以上世帯のスーツやメイクアップ用品の支出額(対前年同月実質増減率)

資料:総務省「家計調査」より作成



ワクチンや特効薬が開発されたポストコロナにおいては、外出行動の再開によって、メイクアップ用品は回復していくだろうが、スーツは依然として厳しい状況が続くだろう。それは働き方が変わるためだ。在宅勤務等による柔軟な就労環境の整備は、そもそも「働き方改革」として進められてきたため、ポストコロナでも一層の定着化が見込まれる。

6—— 今後の個人消費 ～雇用環境の悪化による収入減少で消費控えの懸念、生活支援策の更なる拡充を

12月に海外で新型コロナウイルス感染症のワクチン接種が始まった。ワクチン接種が効果を発揮し、行動制限が緩和される日が、少しでも早く近づくことを期待したい。しかし、実際に日本でワクチン接種が普及するまでには、まだしばらくの時間がかかるだろう。よって、少なくとも2021年の上期までは現在のウィズコロナにおける行動変容の状況が続くと見られる。

引き続き企業活動が制限される中で、今後の個人消費で懸念されることは、雇用環境が一層悪化することで、収入が減少し、消費が控えられることだ。

家計の収入を見ると、2020年5月以降、二人以上勤労者世帯の実収入は給付金の影響で大幅に増えているが、6月以降、勤め先収入のおよそ8割を占める世帯主収入は前年同月と比べて減少している(総務省「家計調査」)。

また、雇用の状況を見ると、3月以降、正規雇用者数はおおむね変わらないが、非正規雇用者数は3月から4月の年度の切り替わりにかけて100万人以上減少している(総務省「労働力調査」)。減少した非正規雇用の多くは飲食や旅行、小売業などのパート・アルバイトであり、コロナ禍で業績が悪化した業種における立場の弱い労働者から、雇い止めなどの深刻な影響が出ている。

この変化を受けて、完全失業率は上昇傾向にあり、ビフォーコロナは2%台前半で推移していたが、8月以降は3%台に乗るようになっている。

平常時より、非正規雇用者は女性や高齢者で多く、シングルマザー世帯や高齢単身世帯の貧困は社会課題となっている。コロナ禍において、これらの世帯はより厳しい状況におかれている。

政府は、すでに低所得のひとり親世帯に向けた「臨時特別給付金」を支給しているが、12月に再支給の方針を打ち出した。

今後、一層の雇用環境の悪化が懸念される中では、生活困窮世帯に対して、就業状況や家族構成など、各自の事情に合わせた手厚い支援策が継続的に求められる。

内部留保がコロナ禍の防波堤に

企業財務の変化と意味合い



経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
tueno@nli-research.co.jp



うえのつよし

98年日本生命保険相互会社入社、
01年同財務審査部配属、07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所。

国内企業による「内部留保(利益剰余金)*1の蓄積」は長らく、「(特に大企業が)前向きにお金を使わず貯め込んだ結果であり、景気回復の阻害要因」として政治や世論からの批判対象になってきた。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済危機(以下、「コロナ禍」)が発生したことで、その存在意義が見直されつつある。

1—— コロナ禍で収益・財務は大幅悪化

まず、コロナ禍による国内企業への影響を法人企業統計*2で確認すると、最悪期にあたる2020年4-6月期の売上高は前年比17.7%減と大幅に減少した[図表1]。4~5月に緊急事態宣言の発令に伴う休業要請によって企業活動が大きく制約されたうえ、外出自粛によって需要が急減したためだ。

企業は人件費などの諸費用を削減したものの補えず、経常利益はほぼ半減した。四半期調査は公表項目が限られていることから、最終利益(当期純利益)の状況は不明だが、経常利益同様、大幅な減益になったと推測される。

業種別では、情報通信以外は軒並み減

収減益となり、特に宿泊、飲食サービス等の5業種は赤字に転落している。

財務面では6月末の利益剰余金が前年比で8兆円減少している点が目を引く[図表1]。前期末である3月末から見ると12兆円の減少になる。つまり、この間に「内部留保が取り崩された」ということだ。公表項目が限られているため詳細は不明だが、4-6月期の最終利益が減益となり、配当支払いによる社外流出分を賄えなかったものと考えられる。

一方、6月末の借入金・社債は前年比51兆円増と大幅に増加したほか、現預金が同23兆円増と急増している。売上の急減による資金繰り悪化を受けて、今後の支払いのために現預金を確保する動きが強まり、借入や社債発行を通じて大量の資金が調達されたためだ。

このように、コロナ禍において、企業の収益は大幅に悪化、利益剰余金が減少して負債が増加するなど財務状況も悪化した。次の通り、危機の前、特にアベノミクス下で内部留保の蓄積が進み、財務体質が強化されていたことが悪影響の緩和に役立つ面がある。

2—— 内部留保蓄積のメカニズム

2000年度以降の収益動向を振り返ると、2008年度に発生したリーマンショックを受けて、売上と経常利益は翌年度にかけて急減した後、増加に転じた。特にアベノミクスがフル稼働を始めた2013年度以降は、世界経済の回復に加えて異次元緩和による円安や原油安も寄与して利益が大幅に増加し、コロナ禍前の2018年度

[図表2] 企業収益・財務の動向 (2009年度→2018年度)

資料:財務省「法人企業統計調査」

		2009年度 (兆円)	2018年度 (兆円)	2009年度比 (兆円)	(%)
収益	売上高	1,368	1,535	167	12.2
	経常利益	32	84	52	161.3
	人件費	197	209	12	6.0
	配当金	12	26	14	113.3
資産	現預金	157	223	66	41.8
	投資有価証券	202	341	139	68.9
	有形固定資産	459	491	32	6.9
負債・純資産	借入金・社債	526	564	38	7.1
	純資産合計	496	756	261	52.6
	うち利益剰余金	269	463	194	72.2

まで増加基調が続いた[図表2]。

さらにリーマンショック後の利益増加には人件費の抑制も寄与した。2009年度から2018年度にかけて企業が生み出した価値である付加価値が51兆円増加したのに対し、人件費の増加は12兆円に留まり、労働分配率は74.7%から66.3%へと大きく低下している[図表3]。

[図表3] 付加価値と人件費の推移

注:付加価値額=営業純益(営業利益-支払利息等)+役員給与+役員賞与+従業員給与+従業員賞与+福利厚生費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課
労働分配率は=人件費/付加価値

資料:財務省「法人企業統計調査」よりニッセイ基礎研究所作成



また、円安による輸出採算の改善や原油安、人件費等の費用抑制の結果、同期間に損益分岐点比率が74.7%から66.3%へと大幅に低下した[図表4]。つまり、コロナ禍前の日本企業は、より売上が減少しても利益を出せる高収益体質になっていたということだ。

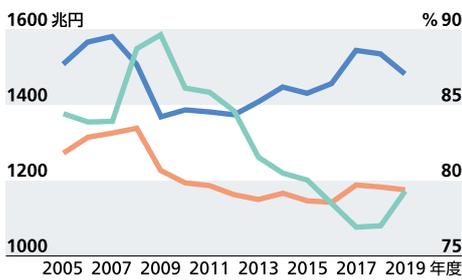
[図表1] 企業収益・財務の動向 (2019/4-6月期→2020/4-6月期)

資料:財務省「法人企業統計調査」

		2019 /4-6 (兆円)	2020 /4-6 (兆円)	前年同期比 (兆円)	(%)
収益	売上高	346	285	-61	-17.7
	経常利益	23	12	-11	-46.6
	人件費	44	41	-3	-7.3
	配当金	12	26	14	113.3
資産	現預金	202	224	23	11.2
	有形固定資産	273	264	-9	-3.4
	負債・借入金・社債	493	544	51	10.3
純資産	純資産合計	747	738	-10	-1.3
	うち利益剰余金	467	459	-8	-1.8

[図表4] 損益分岐点売上高と比率

注：損益分岐点売上高=固定費/(1-(変動費/売上高))
 固定費=人件費+減価償却費+支払利息+賃借料
 変動費=売上高-固定費-経常利益
 損益分岐点比率=損益分岐点売上高/売上高
 資料：財務省「法人企業統計調査」よりニッセイ基礎研究所作成



次に財務面では、2009年度末からコロナ禍前の2018年度末にかけて、利益剰余金は約200兆円も増加した[図表2]。特にアベノミクス開始後は利益が大幅に増加したため、利益剰余金の増加ペースが加速することになった。

この際に、利益剰余金増加で生まれた資金が設備投資に回れば、景気が刺激され、現預金の増加も抑えられたのだが、設備投資はあまり活発化しなかった。2018年度の設備投資額(ソフトウェア除き)は49兆円と2009年度を16兆円上回っている。ただし、この間に設備投資の原資となるキャッシュフローが36兆円増加していたことを踏まえると、設備投資は力強さを欠いていた。

結果として、B/S上の現預金は2009年度末から2018年度末にかけて66兆円も増加することになった。現預金を月商で割った手持月数も上昇し、2018年度末には1.7ヶ月分に達していた。

ここで、これまでの話をまとめると、次のとおりとなる。

- 1) 事業環境の改善に加え、人件費等の費用が抑制されたことで、コロナ禍前の企業は高い収益体質となっていた。
- 2) 利益の増加に伴って内部留保の増加ペースが加速した。
- 3) 内部留保増加で生まれたキャッシュフローが投資等に十分回らなかった結果、資金が現預金に積み上がった。

こうした動きの背景には、「日本経済が成長できるイメージが持ちづらい」ため企業が前向きに資金を活用しなかったことに加え、リーマンショック等の危機を経験して、企業の間で将来の危機に備えて財務基盤を強化する機運が高まったことがあると考えられる。

このように、コロナ禍前には、内部留保の蓄積が前向きな資金活用を抑制した結果として進んだ面があることから、景気回復の阻害要因として批判されてきた。しかし、コロナ発生後には、あらかじめ高収益体質となっていたことで多くの企業が赤字転落を免れたうえ、内部留保の蓄積と連動させる形で現預金を積み増していたことで資金繰り悪化が緩和され、負債の増加を抑えることができた。

3—— 今後の展望と課題

今回、コロナ禍を経験した日本企業は、今後も次の危機への備えを厚くするためにますます利益を確保し、内部留保と現金を蓄積する動きを強めるだろう。その際には、人件費や投資等の前向きな資金活用が抑制され、再び日本経済回復の抑制要因になり得る。

企業のこうした動きをできる限り回避するためには、まず政府・企業・国民が協力してコロナの感染抑制と経済活動の両立を図り、企業のダメージ拡大を抑えることが求められる。

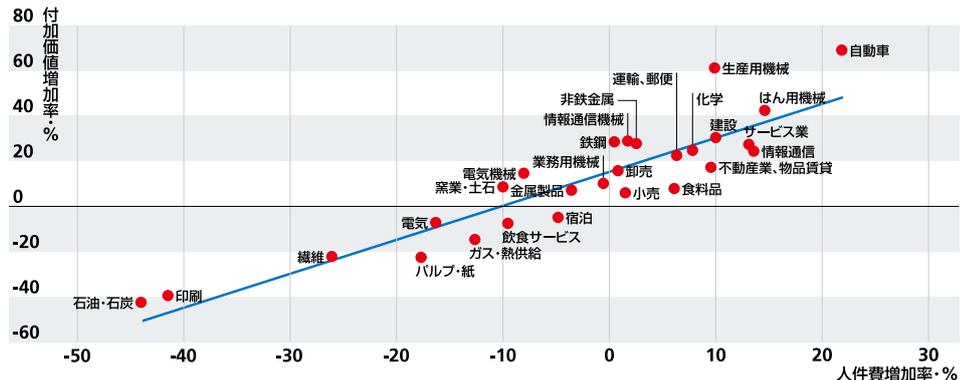
そして、コロナ禍収束後には、企業の付加価値創出力を高めることが求められる。2009年度から2018年度までの業種別の状況を確認すると、「人件費の増加率が高い業種ほど、付加価値の増加率が高い」という関係性が確認できる[図表5]。つまり、企業が人件費を増やすには、当然だが付加価値の増加がカギになるということだ。付加価値を増やすには、何より企業自身の努力が求められるが、政府も規制緩和や研究開発の促進、雇用の流動性向上などを通じて、企業がより稼ぎやすい経営環境を整備する必要がある。

さらに、企業の中長期的な期待成長率を引き上げることも求められる。内閣府の調査^{*3}によれば、企業の期待成長率は低下基調を辿っているが、成長が期待できない市場では前向きな資金活用が出にくい。従って、ここでも政府の役割が重要になる。少子化対策や社会保障改革、デジタル化などの構造改革を通じて、「日本経済が成長できるイメージ」を企業に植え付けることが求められる。歴代政権が出来なかったことだけに難易度の高い課題だが、菅政権の今後の政策運営に期待したい。

[*1] 「内部留保」は一般的に勘定科目の「利益剰余金」を指す。過去の利益の蓄積分を意味し、具体的には毎年の当期純利益から配当支払い等を引いた残りが蓄積したものとなる。
 [*2] 法人企業統計の年度調査では対象に資本金1,000万円未満の会社を含む一方、四半期調査では含まない。
 [*3] 「企業行動に関するアンケート調査」。上場企業による日本の実質経済成長率見通し(今後5年間の年度平均値)は2007年度には1.9%であったが、2019年度には0.8%に低下している。

[図表5] 業種別 付加価値と人件費の増加率(2009年度→2018年度)

注：一部業種は割愛。「飲食サービス」と「宿泊」は「サービス」の内訳。人件費は役員給与+役員賞与+従業員給与+従業員賞与+福利厚生費
 資料：財務省「法人企業統計調査」よりニッセイ基礎研究所作成



2020～2022年度経済見通し



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

1—— 大幅プラス成長も戻りは弱い

2020年7-9月期の実質GDPは、前期比5.3%（年率22.9%）と4四半期ぶりのプラス成長となり、成長率のプラス幅は現行のGDP統計（1994年～）では最大となった。

緊急事態宣言の解除や特別定額給付金の効果から、民間消費が前期比5.1%の大幅増加となったことに加え、世界的な経済活動の再開に伴い輸出が前期比7.0%の高い伸びとなる一方、輸入が前期比▲8.8%の大幅減少となったことから、外需寄与度が前期比2.7%（年率11.5%）と成長率を大きく押し上げた。

一方、企業収益の急速な悪化や先行き不透明感の高まりを背景に設備投資は前期比▲2.4%と2四半期連続で減少したほか、緊急事態宣言下で着工戸数が落ち込んだことを反映し、住宅投資は前期比▲5.8%の大幅減少となった。

2020年7-9月期は内外の経済活動の再開を受けて、大幅なプラス成長となったが、過去最大のマイナス成長となった4-6月期の落ち込み（前期比年率▲29.2%）の6割弱を取り戻したにすぎない。また、日本経済は新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化する前に、消費税率引き上げの影響で落ち込んでいた。直近のピークである2019年7-9月期と比較すると、2020年7-9月期の実質GDPは▲5.9%、民間消費は▲7.2%低い水準にとどまっている。経済活動の正常化に向けた足取りは重い。

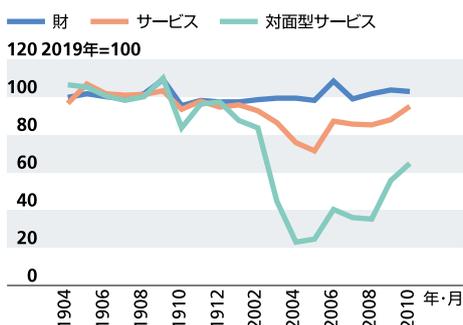
2—— 対面型サービス消費は依然低水準

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2020年5月を底に持ち直しているが、引き続きコロナ前の水準を下回っている。「家計調査」の実質消費支出を形態別に見ると、財については業ごもり需要の拡大や特別定額給付金の効果からすでにコロナ前の2019年平均の水準を上回っているのに対し、サービスは緊急事態宣言時の落ち込みが非常に大きかったことに加え、その後の戻りも弱い。特に、対面型サービス消費（外食、交通、宿泊料、パック旅行費等）については、2020年4、5月にコロナ前の2割程度にまで落ち込んだ後、直近（2020年10月）でも6割程度の水準にとどまっている〔図表1〕。

10月までは、Go To キャンペーン事業によって外食、旅行などの対面型サービス消費が一定程度押し上げられてきた。しかし、新型コロナウイルスの陽性者数増加を受けたGo To キャンペーン事業の一時停止、飲食店の営業時間短縮要請の影響などから、今後は再び弱い動きとなることが予想される。

〔図表1〕低水準にとどまる対面型サービス消費

注：対面型サービスは、一般外食、交通、宿泊料、パック旅行費、入場・観覧・ゲーム代
ニッセイ基礎研究所による季節調整値
資料：総務省統計局「家計調査」



3—— 厳しさを増す雇用情勢

雇用情勢は厳しさを増しており、失業率は2019年12月の2.2%から2020年10月には3.1%まで上昇した。経済活動の急激な落ち込みの割に失業率の上昇が限定的にとどまっているのは、経済活動の停止によって仕事を失った者の多くが、雇用調整助成金の拡充を背景に、就業者の内訳である休業者にとどまったためである。

緊急事態宣言が発令された2020年4月に597万人（前年差420万人増）と過去最多となった休業者数は、10月には170万人（前年差12万人増）となり、ほぼ平常時（2019年平均は176万人）の水準まで減少した。この間、前月の休業者が当月にどの就業状態に移行したかを確認すると、休業者にとどまる者の割合が54.4%、従業者への移行が34.6%、失業者への移行が2.5%、非労働力人口への移行が8.6%（いずれも2020年5～10月の平均）となっている。現時点では雇用調整助成金の拡充が失業者の増加に歯止めをかける役割を果たしているとの評価が可能だろう。

ただし、経済活動の水準が元に戻らない中で無理に雇用を維持し続けることは、新規雇用、特に新卒採用の抑制につながる恐れがある。実際、新たな失業者数は一定程度抑えられているのに対し、新規就業者数の減少ペースが加速している。

景気はすでに底打ちしているが、もともと失業率は景気の運行指標であるうえ、雇用調整助成金の拡充を背景とした企業内の雇用保蔵が将来の雇用創出を妨げ、雇用情勢の改善を遅らせる可能性がある。失業者数は直近のボトムである2019



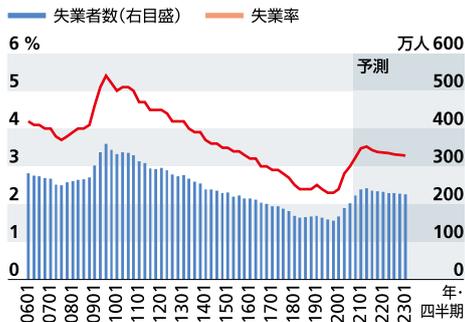
さいとう・たろう

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。
優秀フォーカスターに8回選出。

年10-12月期の156万人から2020年7-9月期には202万人まで増加したが、2021年4-6月期には241万人まで増加するだろう。失業率は2020年度末にかけて3.5%まで上昇した後、2021年度入り後は徐々に低下するものの、そのペースは緩やかなものにとどまり、2022年度末でも3.3%と高止まりが続くと予想する[図表2]。

[図表2] 失業率と失業者数の見通し

資料:総務省統計局「労働力調査」



4——実質GDP成長率の見通し

2020年7-9月期は緊急事態宣言の解除を受けて大幅なプラス成長となったが、2020年10-12月期はそのペースが大きく鈍化する公算が大きい。

輸出は好調を維持しているが、欧米で再び新型コロナウイルスの感染者数が増加していることを受けて経済活動を制限する動きが広がっていることもあり、先行きについては減速が避けられないだろう。その一方で、7-9月期に前期比▲8.8%の大幅減少となった輸入は、10-12月期はその反動で高めの伸びとなる可能性が高い。10-12月期の外需寄与度は7-9月期の前期比2.7% (年率11.5%)からプラス幅が大きく縮小することが予想される。

また、7-9月期の大幅プラス成長の主

因となった民間消費は、ペントアップ需要(抑制されていた需要)の一巡などから財の消費が伸び悩むことに加え、Go Toキャンペーン事業の一時停止によってサービス消費の改善が足踏みとなることから、10-12月期は伸びが低下するだろう。

景気底打ち後も減少が続いている設備投資は、2020年10-12月期に3四半期ぶりに増加に転じるものの、企業収益の悪化や先行き不透明感の高さを背景に持ち直しのペースは当面緩やかにとどまる可能性が高い。

実質GDPは、2020年7-9月期の前期比年率22.9%から10-12月期が同4.2%、2021年1-3月期が同2.5%へと減速するものの、経済正常化の過程にあることから当面は潜在成長率を明確に上回る成長が続くことが予想される。ただし、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、緊急事態宣言が再発令されるようなことがあれば、経済成長率は再びマイナスとなり、景気の失速は不可避となるだろう。

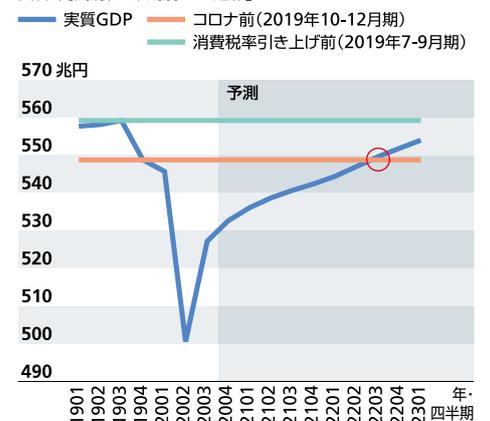
先行きの景気の回復ペースは、厳しい行動制限が課されなかったとしても、急激な落ち込みの後としては緩やかなものにとどまりそうだ。新しい生活様式(ソーシャルディスタンスの確保等)が引き続き対面型サービス消費を抑制することに加え、コロナ禍における倒産、失業、企業収益の悪化が先行きの需要の下押し圧力となるためである。さらに、需要が大きく落ち込んだ状態が続いた業界では、コロナ禍で供給力が低下したことが将来の需要の回復を遅らせる一因となる可能性がある。たとえば、インバウンド需要消失の影響を強く

受けている宿泊業では、倒産、事業規模の縮小が相次ぐことで、訪日客を受け入れるための客室数の水準が大きく低下し、このことが中長期的な需要の下押し要因となるだろう。

実質GDP成長率は2020年度が▲5.2%、2021年度が3.4%、2022年度が1.7%と予想する。実質GDPの水準がコロナ前(2019年10-12月期)を上回るのは2022年7-9月期となるが、消費税率引き上げ前の直近のピーク(2019年7-9月期)に戻るのには2023年度までずれ込むだろう[図表3]。

[図表3] 実質GDPが元の水準に戻る時期

資料:内閣府「四半期別GDP速報」



新型コロナ 集団免疫論の是非

ワクチンがなくても、集団免疫は確立できるか？



保険研究部 主席研究員 篠原 拓也
tshino@nli-research.co.jp



しのはらたくや
92年日本生命保険相互会社入社、14年ニッセイ基礎研究所
日本アクチュアリー会正会員
主な著書に「できる人は統計思考で判断する：
「自分の頭で考える力」がつく35のレッスン」

新型コロナウイルスの感染拡大が始まっ
てから約11ヵ月。まだ終息のめどは立たない。

こうした中で、9月にブラジルの一部地
域で、「集団免疫」を達成して感染が自然に
終息に向かうという報告がなされた。自然
感染に委ねることで、本当に集団免疫は確
立するのか？考えてみたい。

◆ワクチンがない中での「集団免疫論」

まず、そもそも集団免疫とはなにか。こ
れは、集団内に免疫を持つ人が多けれ
ば、感染症が流行しにくくなることを利用
した感染拡大防止の考え方だ。具体的
には、ワクチン接種等により、免疫保持者を
一定割合まで高めることを意味する。

感染症の感染力をみるうえで、「基本再
生産数」という概念がある。これは、ある
感染症にかかった人が、免疫を全く持たな
い集団に入ったときに、直接感染させる平
均の人数を表す。WHO（世界保健機関）
は、新型コロナの基本再生産数を、暫定的
に1.4~2.5と示している。

仮に、基本再生産数が2.5だったとしよ
う。この場合、10人の感染者から2.5倍の
25人に感染が拡大する。もし、25人のう
ち、15人以上が免疫を持っていれば、感染
するのは残りの10人以下となるので、感
染する人数が減り、いずれ終息するはず
だ。つまり60%以上の人々が免疫を持っ
ていれば、感染は終息する。免疫を獲得す
るにはワクチン接種が必要だが、日本ではそ
の導入はもう少し待つ必要がある。

そこで、こんな考えが出てくる。「実際
に新型コロナにかかって免疫を獲得してし
まえば、ワクチンと同じ効果があるはず
だ。」3密回避などの予防策を一切とらず
に、多くの人々が感染すれば、集団免疫が機

能して、いずれ感染は終息に向かう——
これが、自然に集団免疫が確立するとい
う「集団免疫論」の考え方だ。

◆ブラジルは集団免疫が確立した？

9月に、ブラジルのサンパウロ大学、イ
ギリスのオックスフォード大学などのメン
バーからなる研究チームは、ブラジルのマ
ナウス地域で新型コロナに感染した人が
66%に達し、集団免疫に至り流行が下火
になったとの論文*を公表した。

ブラジル全体では、7月のピーク時以
後、新規感染の勢いはやや減じていた
が、11月頃から再び感染が拡大してお
り、流行が下火になったとは言えない。

この論文は、別の専門家による査読前
の段階で発表されており、科学的な真偽に
ついては精査が必要だ。だが、真偽のほど
は別にして、内容がセンセーショナルなだ
けに、多くの物議を醸した。

現在、世界各国で感染拡大防止と経済
活動再開の両立が進められている。そん
な中、集団免疫論に期待する声も少なから
ずある。しかし、この集団免疫論には、否
定的な見解も数多く寄せられている。

◆再感染や重症化リスクをどう捉えるか

一般に、ウイルスに感染した患者は体内
で抗体ができる。この抗体が再感染を防
ぐ。これが、免疫の基本的な考え方だ。

ただ、新型コロナではそう簡単にはい
かないことがわかってきた。数か月経つと抗
体が減ってしまい、再感染する可能性があ
るといふのだ。実際に、回復後に再感染し
た事例が各国で報じられている。新型コ
ロナは「一度かかれば二度とつかからない」と
いうほど単純ではないようだ。

◆集団免疫確立までの「多くの犠牲」

集団免疫論には、集団免疫が確立する
までに死者や重症者など、多くの犠牲が生
じるため問題があるとする見方も多い。

先ほどの論文によると、マナウス地域で
は、住民1000人に1人の死亡率となっ
ている。死亡者数が世界最多のアメリカでも
0.6人程度、日本では0.01人ほどである
ことを踏まえると、この死亡率は、受け入
れ難い。また、死亡には至らずとも、重症患
者が多発して医療体制が崩壊する恐れも
ある。そうなれば、新型コロナ以外の患者
にも影響が及ぶこととなる。

WHOは、集団免疫論について否定的な
見解を示している。感染拡大を放置して集
団免疫の獲得を目指すのは「科学的にも
倫理的にも問題がある」との警告だ。

◆感染拡大はコントロールできているか

そもそも、現在の日本で潜在的な感
染者がどれほど広がっているか、正確には
わからない。「日本は検査数が少ないた
め、感染確認には至っていない未受検の
感染者が、市中にたくさん潜在している
はず」とみる人もいるだろう。

それでは、感染者数が最も多い東京
で、濃厚接触者など、感染疑いのある人を
中心に行ったPCR検査の結果はどうか？
検査の陽性率は、ここ数ヵ月10%未満
で推移していることから、免疫を持つ人
は、まだ限られているものとみられる。

いま日本には第3波が襲来している
が、欧米、ブラジル、インドのような爆発
的な感染拡大状況ではない。

この状況で集団免疫論に従い、感染
拡大防止措置を取りやめるのは無謀だ。や
はり、ワクチン接種による集団免疫の確立
を目指すことが適切といえるだろう。

[*] 論文名 “COVID-19 herd immunity in the
Brazilian Amazon”

じわじわ進む円高ドル安、いつまで続くのか?

12

月の市場は月初から半ばにかけて、英米でのコロナワクチン接種開始を受けてリスク選好地合いとなった。ともにリスク回避通貨とされる円とドルは多くの通貨に対して売られたが、ドル円のペアでは強弱感が出ず、104円前後での推移が続いた。その後は米国で財政赤字に繋がる追加経済対策の合意期待が高まったうえ、昨日にFRBが量的緩和の指針(フォワードガイダンス)を強化したことでドルの先行き余剰感が強まり、足元では103円台前半までドル安が進んでいる。

FRBによる指針強化の余韻が残るなか、米追加経済対策は近く合意に至る可能性が高まっており、当面はドル売り圧力がさらに強まる可能性が高い。円独自の売り材料は特段見当たらないため、ドル円でも緩やかな円高ドル安進行が見込まれる。一方、今後ワクチンの接種が進むにつれて米経済活動正常化の織り込みが始まることで、春先にはFRBの緩和下とはいえ米金利がやや持ち直し、ドル円も上昇に転じると見ている。3か月後の水準は104円台と予想している。

ユーロ円では、今月に入り、ワクチン接種開始を受けたリスク選好的な円安ユーロ高が進み、足元では126円台前半にある。この間にECBが追加緩和を決定したが、予想の範囲内の対応に留まったため影響は限られた。ユーロに積極的な買い材料が出たわけではなく、リスク選好をネタとして消去法的にユーロが買われた面が強い。今後については、世界的に株価の過熱感が煽っているため、年初に一旦株価の調整に伴うリスク回避的なユーロ売りが発生する可能性が高い。一方、ワクチンの接種が進んでいくことはリスク回避地合いの緩和に繋がるため、3か月後の水準は現状比でやや円高ユーロ安の125円前後と予想。

長期金利は、内外でのコロナ感染拡大に伴う根強い国債需要を受けて0.0%を若干上回る水準での低迷が続いている。第3次補正予算案で市場入札分の国債増発が避けられたことも抑制に寄与した。当面は内外での感染高止まりによって低迷が続くと見込まれるが、米欧でワクチン接種が進むにつれて、米金利上昇が波及する可能性が高い。3か月後の水準は現状比でやや上昇とみている。



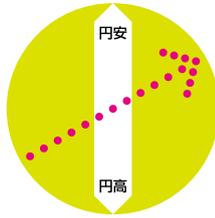
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

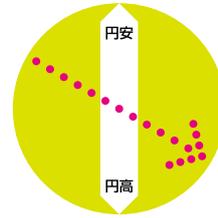


Market Karte

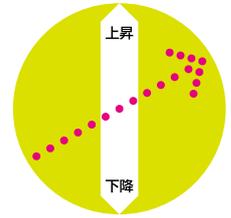
January 2021



ドル円・3か月後の見通し



ユーロ円・3か月後の見通し



長期金利・3か月後の見通し

ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会



レポートアクセスランキング

- 1 中期経済見通し(2020~2030年度)
経済研究部 [エコノミストレター | 2020/10/13号]
- 2 「びえん」とは何だったのか
廣瀬 涼 [基礎研レポート | 2020/12/4号]
- 3 「ニッポンの結婚適齢期」男女の年齢・徹底解剖(1)
—2018年婚姻届全件分析(初婚男性編)—
天野 馨南子 [基礎研レポート | 2020/11/16号]
- 4 コロナ禍を上手く乗り切っているのはどの国か?
—50か国ランキング(2020年10月更新版)
高山 武士 [経済金融フラッシュ | 2020/10/28号]
- 5 どうやって利回りを稼ぐのか
徳島 勝幸 [年金ストラテジー | 2020/5/8号]

コラムアクセスランキング

- 1 再度の新型コロナ緊急事態宣言は出るのか
—今考えておくべき三つのこと
松澤 登 [研究員の眼 | 2020/8/4号]
- 2 コロナ禍のウィーン・フィルの来日公演について
中村 亮一 [研究員の眼 | 2020/11/19号]
- 3 新型コロナ 集団免疫論の是非
—ワクチンがなくても、集団免疫は確立できるか?
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2020/11/24号]
- 4 20年を迎えた介護保険の再考(7)自己負担を考える
—医療と介護の対比で見える特色
三原 岳 [研究員の眼 | 2020/7/22号]
- 5 つみたてNISA、意外と多い短期志向?
—積立投資と合わせて長期投資は根付くのか—
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2020/7/27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20/11/16-20/12/13》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点



表紙の眼
・
見知らぬ女
イワン・クラムスコイ
制作年：1883年
所蔵：トレチャコフ美術館
From Wikimedia Commons

レトルト食品の国内生産数量 | 2019年 [1月22日はカレーの日]

Source : 日本缶詰びん詰レトルト食品協会 | Design : infogram©

