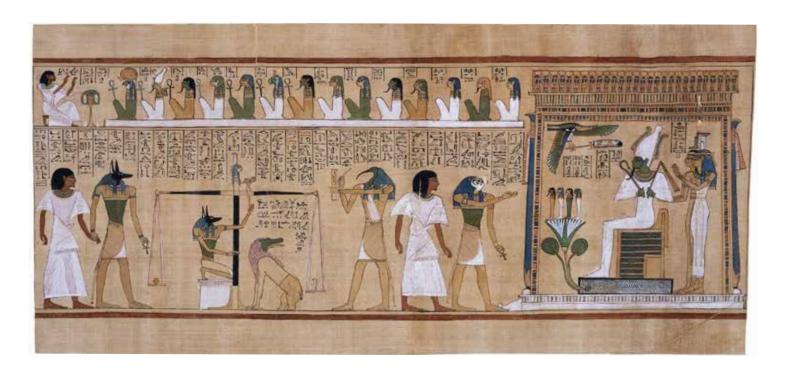
# Representation of the second second

- 02 コロナ克服前の日本経済に新たな試練 ◎ 斎藤 太郎
- 03 テレワークがもたらす職場のメンタルヘルスケアの変化について 金 明中
- 04 新型コロナワクチンをすぐには接種しない人の理由と特徴 ◉ 村松 容子
- 06「オフィス出社率指数」をもとにポストコロナの働き方を探る ◎ 佐久間 誠
- **08** ESG投資の実際の手法を学ぼう 原田 哲志
- **10** さらに活用が進む、つみたてNISA 前山 裕亮
- 11 じわりと進む円高、持続性をどう見るか? ◎ 上野 剛志



# 死後を視る

古代エジプト人は死後の世界を信じ、 墓には死後の楽園に入るまでの過程が 記された「死者の書」が埋葬された。 紀元前1310年頃の古代エジプトに生きた 書記官フネフェルの「死者の書」には、 ジャッカルの頭をもつ冥界の神アヌビスに 審判の場に導かれる死者の様子が描かれている。

死者の書[フネフェルのパピルス] 写本、39.8×550cm 紀元前1275年頃 大英博物館所蔵

From Wikimedia Commons



# ロナ克服前の日本経済に新たな試練

#### 資源価格高騰で膨らむ所得流出額

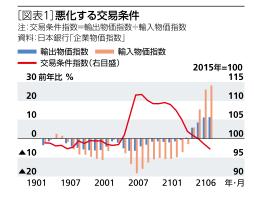


経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎 tsaito@nli-research.co.jp

世界経済の回復を背景に資源価格が高 騰している。原油価格 (WTI)は新型コロナ ウイルス感染拡大に伴う世界的な需要の 急減を受けて2020年4月には1バレル= 10ドル台 (月中平均)まで下落したが、足 もとでは70ドル台まで上昇している。ま た、銅やアルミニウムといった非鉄金属、と うもろこしや小麦といった穀物などの国際 商品市況も軒並み大きく上昇している。

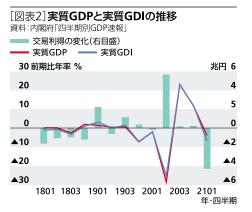
# (悪化する交易条件)

日本は資源のほとんどを輸入しているた め、資源価格の高騰は輸入物価の上昇に つながっている。2021年6月の輸入物価 指数は前年比28.0%となり、1980年9月 (同29.7%)以来、約40年ぶりの高い伸 びとなった。世界経済の好調を反映し輸出 物価も上昇しているが、2021年6月は前 年比11.3%と輸入物価の伸びは大きく下 回っている。この結果、交易条件指数(輸出 物価指数/輸入物価指数)はここにきて急低 下している [図表1]。



交易条件の悪化は日本から海外への所 得流出が進んでいることを意味する。GDP 統計では、交易条件(輸出入の相対価格) の変化に伴う実質所得 (購買力)の変化を 把握する指標として、「交易利得」が公表さ れており、「実質国内総所得 (GDI)=実質 GDP+交易利得」という関係がある。

たとえば、2021年1-3月期の実質GDP は前期比年率▲3.9%のマイナス成長と なったが、輸入デフレーターの上昇率(前 期比6.7%)が輸出デフレーターの上昇率 (同2.1%)を大きく上回ったため、交易利 得は0.2兆円(季節調整済・年率換算値) となり、前期から▲4.3兆円の大幅減少と なった。この結果、実質GDIは前期比年率 ▲6.5%と実質GDP以上に大きく落ち込 んだ [図表2]。



## (海外への所得流出額の試算)

輸入物価の上昇ペースは一段と加速し ており、2021年度入り後は海外への所得 流出がさらに拡大していることが見込まれ る。ここで、原油価格が現状とほぼ同水準 の1バレル=75ドルで推移した場合、2021 年度末にかけて100ドルまでト昇した場 合、GDP統計の交易利得が2021年度にど の程度減少するかを試算した。その他の資 源価格は原油価格にほぼ連動、為替レート は1ドル=110円で横ばい、輸出物価は足 もとの上昇ペースが今後も続くと仮定した。



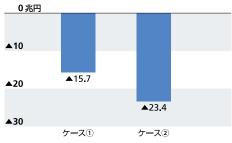
さいとう・たろう 92 年日本生命保険相互会社入社。 96年 ニッセイ基礎研究所、19年より現職 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。 優秀フォーキャスターに8回選出。

試算結果は図表3のとおりである。原油 価格が今後横ばいで推移した場合、2021 年度の交易利得は2020年度に比べて▲ 15.7兆円減少する。原油価格が2021年 度末にかけて100ドルまで上昇した場合 は、2021年度の交易利得は2020年度に 比べて▲23.4兆円減少する。

#### [図表3]原油価格の想定別・所得流出額(試算)

注:所得流出額は2021年度の交易利得の減少額 ケース①: 原油価格(WTI)が75ドル/バレルで推移 ケース②: 原油価格(WTI)が2021年度末にかけて 100ドル/バレルまで 上昇

資料:内閣府「四半期別GDP速報」



当研究所では、2021年度の実質GDP成 長率を3.5%と予想している。これを実質 GDPの実額でみると2020年度の526.4 兆円に対して、2021年度は544.5兆 円、前年度に比べて18.2兆円の増加とな る。つまり、原油価格が100ドルまで上昇し た場合、交易利得の減少分が実質GDPの 増加分を上回り、2021年度の実質GDI成 長率はマイナスとなることを意味する。

この試算は、交易条件悪化に伴う海外へ の所得流出額のみを取り出したものであ る。実際には、原油などの資源価格の高騰 は企業収益の悪化や家計の実質購買力の 低下をもたらし、経済活動はさらに下押し される可能性が高い。日本経済はコロナ禍 を克服する前に新たな試練に直面している。

# テレワークがもたらす職場の メンタルヘルスケアの変化について



生活研究部 主任研究員 余 明中 kim@nli-research.co.jp



日本経済研究センター研究員を経て 08年二ッセイ基礎研究所、20年より現職。 東洋経済日報、ニューズウィーク日本版、時事通信社『厚生福祉』を連載中の 日本女子大学・横浜市立大学・専修大学非常勤講師を兼務。

新型コロナウイルスが長引く中で、うつ 病などメンタルヘルス不調者に対する企業 の対応が注目されている。

厚生労働省が15歳以上の男女を対象に 2020年9月に実施した調査によると、2020 年の2月~3月の期間、新型コロナウイル スの感染拡大に伴い、「そわそわ、落ち着か なく感じた 人は31.9%、「神経過敏に感じ た」人は21.2%、「気分が落ち込んで、何が 起こっても気が晴れないように感じた」人は 12.0%等、回答者の55.1%がメンタルヘル スに不安を感じていることが明らかになった。

また、株式会社ネオマーケティングが 2020年10月15日から2020年10月19日 までに20歳以上の男女1000人を対象に実 施した調査結果によると、新型コロナウイル ス流行後にメンタルヘルスの不調を感じてい る人は回答者の46.4%に達し、この割合は 男性(40.0%)より女性(52.8%)の方が高 いという結果が出た。そのうち体調・健康管 理に不満や不安がある人は、72.0% (男性 67.0%、女性77.0%)であった。

さらに、最近はテレワークが長期化する ことにより、「コミュニケーション不足や孤 独感」、「生活リズムの乱れ」、「運動不足」な どの影響でメンタルヘルスの不調を感じる 人が増えたとも言われている。テレワーク がコロナ対策として急速に普及してきただ けに、足元では「外出できないことへの閉 塞感 |、「自宅の作業環境未整備によるスト レスト、さらに「家族構成による仕事への集 中しづらさ」などが重なっていることもメン タルヘルス不調の原因となっている。

ただ、徐々にテレワークに慣れてくるにつ れ、この状況をメリットととらえるケースも 見られ始めている。例えば、ワーク・ライフ・ バランスの向上を実感する人や、ワーケー ションの利用、移住による住環境の改善、地 域コミュニティへの参加といった新たな生 活様式を模索する人が生まれている。また 従来からメンタルヘルス不調の最大要因と されている職場の人間関係によるストレス については、出社しなくてもよくなるために 軽減される、という人もいる。

こうした状況を踏まえると、テレワークは メンタルヘルス不調を増幅するだけではな いようだ。従って、今後テレワークの常態化 やさらなる普及が進めば、新たなメリットが 生まれることも意識して、メンタルヘルス対 策を再考していく必要があると考えられる。

従業員にとってのテレワークのメリットと しては、通勤ストレスの解消、通勤時間がな く有効な時間活用が可能、人に会わないこ とによるストレス軽減、育児や介護と仕事 の両立が可能、睡眠時間の増加、感染症罹 患の可能性低下などが挙げられる。

一方、テレワークのデメリットとしては、生 活リズムが乱れる可能性、コミュニケーショ ン不足による不安・孤立感、勤務時間管 理が難しいことから長時間労働の傾向、自 宅のテレワーク環境による業務効率の低 下、運動不足による自律神経の乱れなどを 挙げることができる。

既に企業はこのようなテレワークのデメ リットを解決するために様々な工夫をして いる。まず、コミュニケーション不足の問題 を解消するために、一部の企業では定期的 な間隔 (例えば1、2週間に1回程度)で、継 続的に1on1ミーティングをオンラインで 行うなど、上司が部下の体調を確認するた めの対策を実施している。また、従業員が 長時間労働に陥らないよう、在宅勤務に有

効な勤怠管理システムを導入したり、時間 外労働の条件などを取り決めておいたりす る企業も増えている。

こうした取り組みは中小企業ではなかな か進んでいないのが現状だが、中小企業の テレワーク関連経費を補助する自治体も現 れている。例えば、東京都は、感染症の拡大 防止と経済活動の両立に向けて、テレワー クを更に定着させるために5月10日より 都内企業のテレワーク環境整備を支援する 助成金の募集を開始すると発表した。助成 金は常用する労働者が2人以上30人未満 の企業の場合は最大150万円(助成率は 3分の2)が、常用する労働者が30人以上 999人以下の企業の場合は最大250万円 (助成率は2分の1)が支給される。

従業員の健康管理に関しては、今まで企 業内で実施していた健康経営の範囲を従業 員の自宅まで拡大して実施するなどの工夫 が必要だ。例えば運動不足対策として、eラー ニングでエクササイズのビデオを提供する といった例もある。政府が労働力不足を解決 するために働き方改革を段階的に推進する 中で、企業は従業員の多様な働き方を実現 し、メンタルヘルスに対する対策を含む健康 経営に取り組み、そして労働力を確保すると 共に従業員の離職防止に努める必要がある。

新型コロナウイルス感染症の罹患防止対 策として導入が進んだテレワークがニュー ノーマルとなるなか、企業にとっては若手を含 めた従業員の心身の不調をいち早く見つけ てケアする対策の重要性が高まっている。今 後、従業員のメンタルヘルス不調に対する対 策の遅れが企業経営にとって大きな損失や業 績悪化、労働力不足につながらないように、よ り早めに対策を行う必要があると考えられる。

# 新型コロナワクチンをすぐには接種しない人の理由と特徴

「安全性への不安」「順番待ち・様子見」「面倒」「ワクチン不要」



保険研究部 准主任研究員 村松 容子 yoko@nli-research.co.jp



京都大学大学院理学研究科修士課程修了。 03年ニッセイ基礎研究所。17年7月より現職 主な著書に『みんなに知ってほしい 不奸治療と医療保障』(共著)。

# 1----- はじめに

4月にはじまった高齢者の新型コロナの ワクチン接種に目途がついた自治体が増 え、現役世代のワクチン接種も始まってい る。今後、現役世代を含めて、いかに多く迅 速に接種を進めるかが課題となる。

懸念されているのが、ワクチン忌避だ。新 型コロナに関しては、高年齢で重症化リスク や死亡リスクが高いのに対し、ワクチンによ る副反応は若年に多いとされる\*1など、特 に若者が慎重になる傾向が予想される。

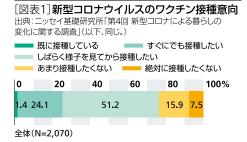
本稿では、ニッセイ基礎研究所が実施し た「第4回新型コロナによる暮らしの変化 に関する調査 | を使って、ワクチンの接種 をすぐには希望しない人の理由と特徴を 分析した。第4回調査は、全国の20~69 歳の男女(調査会社のモニタ)を対象とす るWEB調査で2021年3月26日~29日に 実施し、2,070人から回答を得た。

ワクチンをめぐっては、状況が変化し続 けているため、まず、同調査を実施した3 月末の状況を、NHKのワクチン情報特設 サイト\*2を元に振り返る。1月頃から海外 の臨床試験の結果等から安全性について の情報や、変異株にも効果があることが報 じられていた。国内における副反応に関連 して、3月10日に河野規制改革担当大臣 が「欧米の状況と比べると、数は多いよう に思われる」と発言している。26日には国 内の医療従事者で1万2000回に1件の割 合でアナフィラキシーが報告されているこ と、29日には花粉症や食物アレルギーな どがある人も接種が可能ということが報じ られた。3月末時点でワクチン接種後に死 亡した事例は報じられていたが、接種との 因果関係が認められた例はなかった。

# 2---ワクチン接種意向

# 1 | 半数が「しばらく様子を見てから」

ワクチンの接種意向を図表1に示す。



およそ半数がしばらく様子を見ることを 希望しており、集団免疫獲得の目安とされ る60~70%以上がワクチンを接種するた めには、「しばらく様子を見てから接種した い|「あまり接種したくない|「絶対に接種し たくない」などのすぐには接種を希望して いない人に、どの程度多く迅速に接種する かが重要となる。

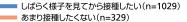
そこで、本稿では、既に接種している28 人を除く2,042人について、すぐには接種 を希望していない人の特徴とその理由を 分析した。

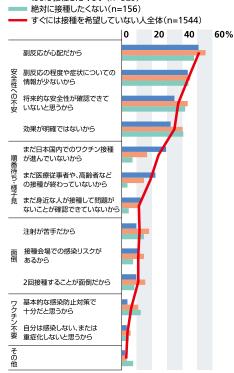
# 2 すぐには接種を希望しない理由は 「安全性への不安」「順番待ち・様子見」 「面倒」「ワクチン不要」

すぐには接種を希望していない人に対 して、その理由を複数回答で尋ねた結果を 因子分析したところ、すぐには接種しない 理由は4つの因子("安全性への不安""順 番待ち・様子見""面倒""ワクチン不要")に 分けられた\*3。

すぐには接種を希望しない理由を図表 2に示す。全体では、「副反応が心配だか ら」「副反応の程度や症状についての情報 が少ないから といった "安全性への不安" が大きかった。

# [図表2]すぐには接種を希望しない理由





接種意向別にみると、しばらく様子を見 てから接種したい人では「まだ日本国内で のワクチン接種が進んでいないから」「ま だ医療従事者や、高齢者などの接種が終 わっていないから といった 順番待ち・様 子見"が高く、将来的な安全性が確認でき ていないと思うから」や「効果が明確では ないから」は低かった。また、あまり接種し たくない人で「副反応が心配だから」「将来 的な安全性が確認できていないと思うか ら|といった「安全性への不安|に分類され る理由や「注射が苦手だから」「接種会場 での感染リスクがあるから」「2回接種す ることが面倒だから といった"面倒"が高 く、絶対に接種したくない人で「効果が明 確ではないから
|「基本的な感染防止対策 で十分だと思うから一が高かった。

# 3----女性で"安全性への不安" "順番待ち・様子見"、若年で"面倒"。

"ワクチン不要"は感染不安が低い。

"安全性への不安""順番待ち・様子見" "面倒""ワクチン不要"の各因子と関連が深い理由のいずれかを回答していた場合を1、 それ以外を0とした変数を作成し[図表3]、 これを被説明変数として線形回帰モデル を使って、それぞれの理由で、すぐには接種 を希望していない人の特徴を分析した。

調整変数として、都道府県、職業・業種、世帯年収、家族(祖父母、両親、子ども、孫)との同居/別居状況を投入した。

## [図表3]すぐには接種を希望しない理由の変数 安全性への不安:

「将来的な安全性が確認できていないと思うから」 「効果が明確ではないから」 「副反応の程度や症状についての情報が少ないから」 「副反応が心配だから」のいずれかを回答している場合に1

#### 順番待ち・様子見:

「まだ日本国内でのワクチン接種が進んでいないから」 「まだ医療従事者や、高齢者などの接種が終わっていないから」 「まだ身近な人が接種して問題がないことが確認できていないから」 のいずれかを回答している場合に1

#### 面倒:

「2回接種することが面倒だから」「注射が苦手だから」 「接種会場での感染リスクがあるから」 のいずれかを回答している場合に1

# ワクチン不要:

「基本的な感染防止対策で十分だと思うから」 「自分は感染しない、または重症化しないと思うから」 のいずれかを回答している場合に1

推計結果を図表4に示す。

安全性への不安から、すぐには接種を 希望していない人の特徴として、女性、妊娠中または授乳中の人、肥満ではない人 があげられた。現在の不安としては、日本 経済が悪化し、国内の企業業績や雇用環境が悪化する、感染状況の公表や厚生労働省によるコロナアプリの開発などに よって個人情報が保護されない事態が生 じる可能性があることをあげていた。

また、順番待ち・様子見をしている人の 特徴として、女性があげられた。現在の不安 としては、日本経済が悪化し、国内の企業業 績や雇用環境が悪化することをあげていた。

面倒さをあげている人には、若い人と 肥満ではない人があった。現在の不安として、感染状況の公表や厚生労働省による コロナアプリの開発などによって個人情報が保護されない事態が生じる可能性が あることをあげていた。

ワクチン不要と考えている人には「持病がある人\*4」は少なく、自分や家族の感染による自分や家族の健康状態の悪化の不安が低い人だった。性、年齢による有意差はなく、男女ともどの年代にもワクチン不要という考える人はいるようだった。

#### 4---おわりに

ワクチン接種は職域接種などを活用しながら進められており、現役世代への接種も始まっている。調査当時、順番待ち・様子見をしていた人も、今後一般接種が拡大していけば、自身の接種も検討するようになると思われる。近隣住民の接種率を公表する自治体もあり接種に前向きになる試みとなりそうだ。

安全性への不安を感じている人においては、副反応が出やすいとされる2回目接種後の副反応の程度や件数、副反応への対応状況などが公表される中で不安が解消していく可能性がある。また、安全性への不安を感じている人の特徴として、妊娠

中の人や授乳中の人が含まれる。妊娠中に新型コロナウイルスに感染するとリスクが高いことも知られており、日本産科婦人科学会からは5月12日付けで、現時点では接種のメリットがリスクを上回ると考えられることを提言している\*5。しかし、自身の身体のみならず、胎児の健康も守らなくてはいけない妊婦の中には、慎重になる人がいるのも自然だろう。同提言にもあるとおり、周囲の人が接種し、妊婦への感染予防を徹底することもあり得るだろう。

面倒さをあげている人には、若い人が多い。自身のタイミングで日常生活の中で接種ができるような会場の整備や、職場での特別休暇等の対応等、接種にともなう負担を減らす試みが必要だろう。

ワクチンが不要だと感じている人は、自分や家族の感染不安が少なく「絶対に接種したくない」と考えている人も多い。ワクチン接種による個人の感染予防効果や、社会全体での損失の軽減効果などを引き続き示していくことが重要になるだろう。

以上のとおり、接種を希望しない理由はいくつかの因子があるが、図表2のとおり "安全性への不安"が大きい。ワクチンの効果や副反応の情報については今後も公表されることを期待したい。また、情報を受け取る側においては、情報の真偽を見極め、十分な情報を得るように努めることが重要だろう。

それでも全員がワクチンを接種するような状態にはならないと思われることから、感染経路や感染パターンを周知するなど、今後も充実した情報開示を期待したい。

[\*1] 厚生労働省 新型コロナワクチンQ&Aサイト https://www.cov19-vaccine.mhlw.go.jp/qa/0014.html [\*2] NHKワクチン接種特設サイト

https://www3.nhk.or.jp/news/special/coronavirus/vaccine/japan\_2021/ [\*3] 詳細は、2021年6月15日発行の基礎研レポート「新型コロナワクチンをすぐには接種しない人の理由と特徴」をご参照ください。

[\*4] 本調査で「持病がある」とは「心疾患・脳血管疾患・糖尿病・高血圧・呼吸器疾患などの持病がある」「免疫系の持病がある、または、免疫の機能を低下させる治療を受けている」「これら以外の持病がある」のいずれかにあてはまることとした。

[\*5] 日本産科婦人科学会「COVID-19 ワクチン接種を 考慮する妊婦さんならびに妊娠を希望する方へ(2021 年5月12日)」その後6月17日に最新の声明が出ている。

# [図表4]推計結果(n=2,042)

注1:\*p<0.1、\*\*p<0.05、\*\*\*p<0.01、( )内は標準誤差

注2:「持病がある」は、「心疾患・脳血管疾患・糖尿病・高血圧・呼吸器疾患などの持病がある」

「免疫系の持病がある、または、免疫の機能を低下させる治療を受けている」「これら以外の持病がある」のいずれかに当てはまることとした。 注3:居住地(都道府県)、職業・業種、世帯年収、家族(祖父母、両親、子ども、孫)との同居/別居状況で調整

	安全性への不		不安	順番待ち・様子見		面倒		ワクチン不要	
性別(女性を1とするダミー変数)		0.0788***	(0.0264)	0.0690**	*(0.0243)	0.0126	(0.0218)	-0.0065	(0.0138)
年齢		-0.0014	(0.0013)	-0.0002	(0.0011)	-0.0050**	*(0.0010)	-0.0003	(0.0007)
	「持病がある(注2)」	-0.0200	(0.0410)	-0.0160	(0.0378)	-0.0334	(0.0328)	-0.0332*	(0.0195)
既	肥満である(BMI30以上など)	-0.0801*	(0.0470)	-0.0229	(0.0420)	-0.0829**	(0.0330)	-0.0154	(0.0171)
往	妊娠中である・授乳中である	0.1318**	(0.0704)	-0.0975	(0.0842)	-0.0923	(0.0766)	-0.0345	(0.0345)
症	これまで食品や薬物にアレルギー反応を起こしたことがある	0.0385	(0.0479)	0.0271	(0.0468)	-0.0022	(0.0403)	-0.0110	(0.0229)
	あてはまるものはない	0.0136	(0.0380)	-0.0381	(0.0342)	-0.0309	(0.0316)	0.0077	(0.0196)
	自分や家族の感染による自分や家族の健康状態の悪化	-0.0302	(0.0268)	0.0059	(0.0242)	0.0162	(0.0218)	-0.0327**	(0.0151)
現	感染しても適切な治療が受けられない	0.0397	(0.0210)	0.0389	(0.0263)	-0.0210	(0.0226)	-0.0166	(0.0147)
在の	自分や家族の感染によって収入が減ること	0.0108	(0.0281)	0.0135	(0.0260)	0.0238	(0.0222)	-0.0077	(0.0152)
不	日本経済が悪化し、国内の企業業績や雇用環境が悪化する	0.0476*	(0.0270)	0.0452*	(0.0244)	0.0073	(0.0214)	-0.0115	(0.0151)
安	感染状況の公表や厚労省によるコロナアプリの開発などに よって個人情報が保護されない事態が生じる可能性がある	0.0423*	(0.0248)	0.0288	(0.0226)	0.0590**	*(0.0202)	0.0096	(0.0122)

# 「オフィス出社率指数 |をもとにポストコロナの働き方を探る

人流データをもとにしたオフィス出社率指数の開発



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

## 1 ---- ポストコロナの働き方とは?

ワクチン接種が進むなか、コロナ禍とい う長いトンネルの出口が徐々に見えてき た。コロナ禍においては、ニューノーマルが 盛んに議論された。しかし、トンネルを抜 けた先にどのような世界が待ち受けてい るかは、依然不透明である。

ポストコロナの焦点の一つが、働き方 や働く場所の変化である。在宅勤務が急 速に普及したコロナ禍当初は、「オフィス 不要論」が注目を集めたが、在宅勤務のデ メリットも明らかになるにつれ、聞かれな くなった。現在は、オフィスと在宅での勤 務を組み合わせたハイブリッドな働き方 が主流になるとの見方が多い。ただし、オ フィスと在宅での勤務割合について、一定 の見解は得られていない。

## 2 ―― アメリカのオフィス回帰は緩慢

ワクチン接種が拡大し、ポストコロナに 足を踏み入れつつあるアメリカでは、オフィ ス回帰の動きが進んでいるのだろうか。一 部の金融機関やIT企業では、今夏からオ フィス回帰を進めるとの報道も見られる。

米国では、Kastle Systemsが入退管理 システムの入館記録をもとに、全米10都市 のオフィス出社率を公表している[図表1]。 新型コロナウイルスの感染拡大前を基準と して、全米10都市平均のオフィス出社率は 2021年6月30日の週に33%と、最も落ち 込んだ2020年4月15日の週の15%よりは 回復したものの、依然として低水準である。

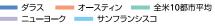
また、オフィス出社率は都市ごとに大 きく異なる。10都市のなかで、最もオフィ

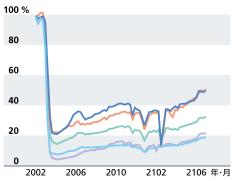
ス出社率が高いのは、米国南部のテキサ ス州オースティン (51%) で、同州のダラ ス(50%)が続く。一方、最も低いのは、IT 企業が集積するサンフランシスコ (19%) で、2番目に低いのは大手金融機関が集ま るニューヨーク(22%)である。

このように、米国では、ワクチン接種が 進むなかでもオフィス出社率の回復は緩 やかなものにとどまっている。コロナ禍で 拡大した在宅勤務が定着しつつあること で、オフィス出社率が構造的に低下してい ることを示唆しているのではないだろう か。また、回復のスピードは都市間で大き な差があり、今後の働き方とオフィス活用 は都市ごとに異なる可能性がある。

#### 「図表1]米国のオフィス出社率の推移

注: 感染拡大前=100、全米10都市平均と上位・下位2都市 出所: Kastle Systems





# 東京のオフィス出社率を測る

日本では、米国のようにオフィス出社率 を定量化した指標が存在しない。そのた め、株式会社ニッセイ基礎研究所とクロス ロケーションズ株式会社は、スマートフォ ンの位置情報データをもとにした人流 データを用いて「オフィス出社率指数 |を 共同で開発した。

# 1 オフィス出社率指数の推移

コロナ禍における東京のオフィス出社 率指数の推移を確認すると、コロナ感染 動向や政府の感染症対策にあわせて、オ フィスワーカーが働き方や働く場所を変化 させてきたことがわかる[図表2]。

感染拡大の第1波では、オフィス出社率 指数は2020年4月22日に34%まで落 ち込んだ。その後、新規感染者数が減少 に転じても、指数は50%以下で推移した が、2020年5月25日に全国で緊急事態 宣言が解除されると上昇し、6月後半には 60%前後まで回復した。

第2波では、新規感染者数の増加に伴 い、指数は2020年8月21日に50%まで 低下した。企業やオフィスワーカーのコロ ナ慣れが進んだことに加え、緊急事態宣 言の発令が回避されたため、出社率の低下 は第1波より小幅にとどまった。

第3波では、新規感染者数の増加や緊急 事態宣言の再発令により、指数は2021年 2月15日に48%まで低下した。ただし、新 規感染者数の急増と比較して、指数の低下 幅は小さかったと言える。また、新規感染 者数が減少に転じた後でも、緊急事態宣 言期間は指数の回復スピードが穏やかで あった。一部の企業では、新規感染者数が 減少しても宣言期間中はオフィス出社を抑 制する方針を維持したためだと考えられる。

第4波では、新型コロナウイルス変異株 の感染拡大への警戒感から、まん延防止 等重点措置に続いて、4月25日に3回目の 緊急事態宣言が発令されたため、2021年 6月4日に46%まで低下した。その後、新 規感染者数が減少に転じ、6月20日に東 京などの緊急事態宣言が解除されたこと



さくま・まこと 06年住友信託銀行(現三井住友信託銀行)入行。 13年国際石油開発帝石。15年ニッセイ基礎研究所。 19年ラサール不動産投資顧問。20年ニッセイ基礎研究所。 不動産証券化協会設定マスター。日本証券アナリスト協会検定会員。

から、6月30日現在の指数は58%に上昇した。指数は一時的に50%を割り込んだものの、感染拡大局面においても50~60%前後で推移していることは、第2波以降一貫して変わらない。

このようにオフィス出社率指数は、第1波で34%まで急落した。その後は、新規感染者数の増減にあわせて概ね50%~70%のレンジで上下動を繰り返しているが、新規感染者数の増減に対する指数の感応度は徐々に小さくなってきているようだ。これは、多くの企業が1年を超えるコロナ禍を経験するなかで、ウイズコロナを前提とした新たなワークスタイルやワークプレイスが定着してきたためと考えられる。

# 2 オフィス出社率指数のエリア比較

東京16エリアのオフィス出社率指数を 比較すると、オフィス出社率が高い3エリ アは、代々木・初台(64%)>目黒区(62%) >湯島・本郷・後楽(61%)である[図表3]。 これらエリアは、東京オフィス市場の周縁エリアで、中小規模のテナントが多い。また、テレワークとの親和性が高い金融・保険業や専門サービス業(法律・会計事務所やコンサル会社など)、情報通信業などが少ないエリアでもある。

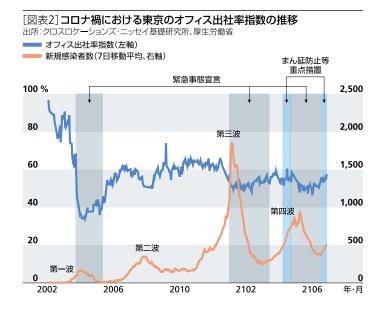
また、オフィス出社率が低い3エリアは、麹町・飯田橋(46%)、丸の内・大手町(46%)>浜松町・高輪・芝浦(40%)である。丸の内・大手町は、金融・保険業と専門サービス業の比率が高く、大企業が多い。また、浜松町・高輪・芝浦は、テレワークと親和性が高いとされる産業の比率が高いわけではないが、大企業が多く所在しているエリアである。また、麹町・飯田橋は、中小規模のテナントが多いが、専門サービス業が占める割合が大きいエリアである。

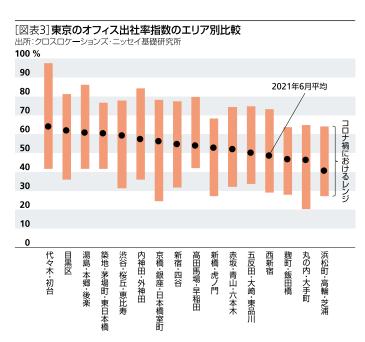
このようにエリア毎のオフィス出社率 指数には大きな差異がある。企業規模 や産業毎に、テレワークの親和性が異 なり、エリア毎に特色があるためである。 現在オフィス出社率が低い企業は、ポストコロナにおいてもテレワークを積極的に活用していくだろう。そのため、このようなオフィス出社率のエリア間差異は今後も残存する可能性がある。

#### 

2021年7月12日から4回目の緊急事態宣言が発令されたため、オフィス出社率指数は、再び50%前後へ低下するだろう。さらに、オリンピック期間中は、一時的に下振れる可能性がある。

また、ワクチン接種が進んだ2021年秋 以降のオフィス出社率の動向にも注目したい。働き方は企業や従業員だけでなく、 社会や経済などに幅広い影響を与える。 依然不透明なポストコロナの働き方を探る上でも、オフィス出社率指数をモニタリングしていくことが重要になりそうだ。





# ESG投資の実際の手法を学ぼう

# 代表的なESG投資手法とその特徴



金融研究部 ESG 推進室兼任 准主任研究員 原田 哲志 harada@nli-research.co.jp



08年 大和証券SMBC (現大和証券)入社。 大和証券投資信託委託株式会社、 株式会社大和ファンド・コンサルティングを経て、19年より現職 日本証券アナリスト協会検定会員。

# 1 ---- 注目が集まるESG投資について 学ぼう

環境・社会・ガバナンス (企業統治)を考 慮するESG投資が世界的に拡大している。

近年では、再生可能エネルギーや電気 自動車(Electric Vehicle: EV)の開発と普 及といった「脱炭素」が重点政策として掲 げられている。また、日常生活の中でもレ ジ袋が有料化されるなど環境問題を身近 な問題として感じる機会も増えているの ではないだろうか。

個人投資家の間でもESG投資への関心 が集まっており、ESG投資をうたった投資 信託に資金が流入している。2020年7月 に設定されたアセットマネジメントOne の「グローバルESGハイクオリティ成長株 式ファンド (為替ヘッジなし) <愛称:未来 の世界(ESG) >」は設定当初から投資家 からの資金流入が続き、2021年2月末時 点での純資産総額は9926億円と国内最 大規模の投資信託(ETFを除く)に成長した。

しかし、日本でESG投資が拡大し始め たのは、2015年にGPIFがPRI\*1に署名 し、運用にESGを取り入れたことがきっか けであり、日本でのESG投資の歴史は長く ない。また、ESG投資には様々な手法や国 際的イニシアチブ(規範・ルール)があり、そ の具体的な内容や投資手法は必ずしも 深く理解されていないのではないだろう か。ESG投資の手法について改めて学ぶ ことで、FSG投資の実際や今後の課題に ついて理解を深めたい。

# 2 — 代表的なESG投資手法

FSG投資は環境・社会・ガバナンスを 考慮する運用とされているが、これらは具 体的にはどのような事を指しているのだろ うか。ESGに関する主なテーマとしては、図 表1に示すものが挙げられる。

[図表1] ESGの各要素の代表的なテーマ	
山ボ・ニッセノ甘林田やボルボ	

出所・一ツセイ 基礎研究所作成					
環境	気候変動の抑制				
	エネルギー使用量の削減				
(Environment)	環境汚染の防止				
(LIIVII OIIIIICIIC)	リサイクル				
	生物多様性の保護				
	ダイバーシティの推進				
社会	女性活躍の推進				
(Social)	地域社会との共生				
(Social)	サプライチェーン上での人権尊重				
	公正な事業慣行				
ガバナンス	コンプライアンスの遵守				
	ステークホルダーとの対話				
(Governance)	社外取締役など取締役会の構成				
(Governance)	適切な倫理規定				

少数株主の権利の保護

環境に関しては気候変動の抑制、環境 汚染の防止、リサイクルといったテーマが 挙げられる。近年では、特に気候変動に関 連して再生可能エネルギーやEVといった テーマで投資機会が生じている。その一方 で、火力発電など化石燃料に依存した産 業・施設は事業の継続ができない、もしく は価値がほとんどなくなる「座礁資産」と なるリスクが懸念されている。

社会に関してはダイバーシティや女性 活躍の推進、地域社会との共生、サプライ チェーン上での人権尊重といったテーマが 挙げられる。こうした社会課題が注目され ることによって、企業も適切な対応が求め られている。最近では、実際にユニクロの 綿シャツが原料である中国新疆ウイグル自 治区産の綿の生産において少数民族の強 制労働が行われているとして、米国税関・ 国境警備局(CBP)により輸入を差し止め られている。ブランドイメージの維持や安 定的な事業の継続にはこうした社会的要 素の考慮が必要となっている。

ガバナンスに関してはコンプライアン スの遵守、ステークホルダーに対する責 任、取締役会の構成の多様性といったテー マが挙げられる。企業活動において社会規 範・法律の遵守を社内外の関係者に浸透 するためにガバナンスの強化・改善が求め られている。

このように、ESGは社会的に注目される 様々な問題の背景となっており、その重要 性が増している。ただし、ESGのテーマに 統一的な規定はなく重要な社会的課題は 社会や環境の状況によって変化していくこ とに注意したい。

ESG投資ではこれらのテーマを、どの ような手法を用いて運用に反映している のだろうか。様々な手法があるが、Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)によればネガティブスクリーニン グ、ポジティブスクリーニング、規範に基づ くスクリーニング、インテグレーション、エ ンゲージメント、テーマ投資、インパクト投 資の大きく7つに分類される[図表2]。

ネガティブスクリーニングはESGの観点 から問題のある企業や業種を投資対象か ら除外する手法である。しかし、ESGの観 点から不適切な銘柄を単に除外するネガ ティブスクリーニングは企業の株式を売却 し議決権を失うことから、企業との対話に よる改善の働きかけの機会を失うとの指 摘もある。議決権行使などを通じて、投資 家が積極的に改善の取り組みを行うエン ゲージメントが、投資先企業のESGの観点 での改善や長期的な投資パフォーマンス の向上につながる可能性もある。

#### [図表2]主なESG投資手法

出所: GSIA 「Global Sustainable Investment Review 2018」をもとにニッセイ基礎研究所作成

		投資手法	概要
	1	ネガティブスクリーニング	ESGの観点から問題のある企業や業種を投資対象から除外する
	2	ポジティブスクリーニング	競合する投資対象企業の中から、最もESG評価の高い企業に投資する
	3	規範に基づくスクリーニング	UNGC、OECDなどの国際機関が公表するESGに関する規範を満たす企業に投資する
	4	インテグレーション	従来の投資プロセスにESGに基づく評価を加え、投資先を選定する
	5	エンゲージメント	ESG課題について投資先企業との対話や議決権行使を行うことで、企業の行動の変化を促す
	6	テーマ投資	ESGに関するテーマ(クリーンエネルギー、女性活躍など)に関連する投資を行う
	7	インパクト投資	社会的な課題の解決を目的として投資する

規範に基づくスクリーニングはUNGC、OECDなどの国際機関が公表するESGに関する規範を満たす企業に投資する手法である。代表的な規範としては「国連グローバル・コンパクトの10原則」がある\*2。規範に基づくスクリーニングが国際機関の公表する規範に従って投資を行うのに対し、ポジティブスクリーニングは投資家がESGについて独自の尺度から企業の調査を行うなどして、より積極的にESGの観点から優れた企業に投資を行う。

インテグレーションは、従来の企業の財務情報を主に用いる投資プロセスにESGに基づく評価を加え、投資先を選定する手法である。年金基金など機関投資家はその投資資金の大きさから、社会や環境への影響も大きい。しかし、社会的観点のみに傾斜してリターンが低下しては、受託者責任を果たしているとは言い難い。こうした中、財務情報とESGの両方を考慮するインテグレーションは、社会や環境への影響を考慮しつつ、投資パフォーマンスを向上するのに適していると言えるだろう。

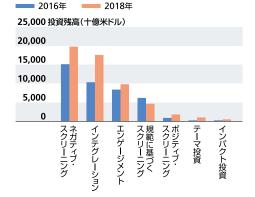
テーマ投資はESGの特定のテーマに関連する銘柄に投資を行う手法である。ESGのテーマは多岐にわたっており、それぞれの状況は異なっている。テーマ投資では特定のテーマに投資を行うことから、例えば気候変動に関連した再生可能エネルギーやEVなど投資家からの注目度が高く、投資機会の大きなテーマに集中して投資を行うことができる。

インパクト投資は社会的な課題の解決 を目的として投資する手法である。近年 では、行政から民間へ事業を委託する際に、事業の成果に連動した報酬が投資家に支払われる「ソーシャルインパクトボンド」が増加している。ソーシャルインパクトボンドは、医療や介護、就業支援といった分野で民間の資金やノウハウを活用し、公共事業の成果を向上するのに用いられており、社会的インパクトと投資成果を連動する手法として注目されている。

このようにESG投資は一つの方法ではなく、異なる観点やアプローチで行われている。それぞれの投資手法別残高を見ると、ネガティブスクリーニングやインテグレーション、エンゲージメントが多く、現状のESG投資ではこれらの手法が多く用いられていることが分かる[図表3]。ただし、ポジティブスクリーニング、テーマ投資、インパクト投資の投資残高は小さいものの高い伸び率を示しており、ESG投資手法は今後多様化が進む可能性があるだろう。

#### [図表3]主なESG投資手法別の投資残高

出所: GSIA 「Global Sustainable Investment Review 2018」をもとにニッセイ基礎研究所作成



# 3 ESG投資の今後の課題

ここまでで述べたようにESG投資には 様々な手法があるが、今後の改善に向け た課題もある。具体的には、①ESG評価情報の整備、②ESG要因の影響の不確実性、③専門知識を持つ人材や体制の整備といった点が挙げられる。

#### ESG評価情報の整備

多数の評価機関が様々な観点から企業のESG評価を行っているが、評価方法は一律ではなく類似する項目でも評価に食い違いがある、評価作業が属人的であるといった点が指摘されている。また、企業によっては必ずしも十分なESG情報を開示していない場合もある。ESG情報の開示ルールの整備や評価手法の改善が今後の課題となっている。

# ESG要因の影響の不確実性

ESG要因の影響は、気候変動をはじめとして将来的な影響の予測が難しいものもある。現在、世界各国が気候変動対策に取り組んでいるが、その内容は各国政府の方針に大きく影響される。また、再生可能エネルギーなどは現在開発が行われている途上にあり、その技術進歩と将来像を予測することは難しい。こうした不確実性の大きさがESGに関する情報を投資に活用する上での課題となっている。

## 専門知識を持つ人材や体制の整備

ESGは従来の経済・金融だけでなく、環境問題に関連した自然科学、ガバナンスに関連した法律といった知識が必要となるものも多い。こうした専門知識を自社のリソースのみでカバーすることは難しく、外部の専門家と連携する体制を構築することが求められる。

現状のESG投資の手法は完成されたものではなく、改善を続けることが必要である。社会や環境の改善に向けて、ESG投資手法の改善が進められ、今後さらにESG投資が広がることを期待したい。

[\*1] 責任投資原則(Principles for Responsible Investment:PRI)とは2006年当時の国連事務総長コフィー・アナンが提唱したESG投資に関するイニシアチブである。

[\*2] 国連グローバル・コンパクトの10原則とは、1999年の世界経済フォーラムにおいてコフィー・アナンが提唱した企業などがリーダーシップを発揮することによって持続可能な社会を実現するための規範である。

# さらに活用が進む、つみたてNISA

# 2021年は買付金額が1兆円超えか



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



大和総研、大和証券キャピタル・マ ケッツ(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10月より現職。 日本証券アナリスト協会検定会員。

# つみたてNISA口座からの買付金額が急増

2018年1月から始まった「つみたて NISA (少額からの長期・積立・分散投資 を支援するための非課税制度) 1、3年目と なった2020年は制度の活用がますます 進んだ様子である。

2020年末の口座数は302万口座と 2019年末の189万口座から1.6倍に、買 付金額の増加は口座数増加より顕著で 2020年1年間で4,639億円と2019年の 2,044億円から2.3倍になった。四半期ご とにみると、特に2020年10月-12月に買 付金額が2.002億円と前の四半期の7月 -9月の1,035億円から倍増したことが 分かる[図表1]。



# 口座開設後に実際に買付を行う投資家が 増えた

つみたてNISAに関する詳細データが 開示されるのが年1回、12月末のみであ る。そのため、なぜ2020年10月-12月に 買付金額が急増したのか分かりかねる部 分もあるが、それまで口座開設したもの の買付を行っていなかった投資家が10月 -12月に買付を開始することが多かったの かもしれない。

実際に2020年は買付が行われた口 座数が全体の口座数以上に増加し、口座 の利用状況も改善している[図表2:左]。 2018年、2019年は開設されている口 座の6割弱からしか買付が行われていな かったが、2020年は7割弱と1割ほど増 加した。

さらに、2020年に買付を増やす投資 家も多かった様子である。1口座あたりの 平均買付金額(買付なし口座を除外)が 2020年は23万円と2019年の19万円か ら増加している。

ここで年代別で買付が行われた口座数 をみると、2020年も現役世代である20 歳代から50歳代で活用がさらに進んだこ とが分かる「図表2:右]。特に、30歳代の 増加が顕著であった。

2020年は2019年の「年金2.000万円 不足」問題のような、つみたてNISAの活 用が進むような明確なきっかけはなかっ たはずである。ただ、「年金2,000万円不 足」問題は意外と2020年に入っても意 識されており、コロナ禍で在宅時間が増 える中、資産形成について真剣に考え、調 べ、実行に移す時間的余裕がある方も多 かったと思われる。そしてなにより、2020 年4月以降の良好な株式市場環境も追い 風になったはずである。そのようなことが 投資家の背中を押し、つみたてNISAの活 用がより進んだのかもしれない。

# コロナ・ショックでも売却する投資家は 少なく

なお、2020年は2、3月に金融市場が混 乱、いわゆるコロナ・ショックがあった。つ みたてNISA対象投信でも基準価額が大 きく下落するものも多かったが、嫌気して 売却してしまった投資家は少なかったよう である。

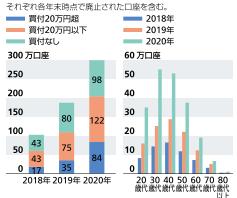
2020年のつみたてNISAからの売却 額は519億円であった。年初残高3.069 億円の17%ほど売却が出たことになる が、2019年も18%(=売却額158億円 /年初残高884億円)ほど売却されてい る。2020年に売却が膨らんだ様子はな かったといえよう。

ただ、つみたてNISAから2年連続で2 割弱の売却があり、2020年もそれなりに 売却が出たともいえる。制度趣旨を踏まえ ると、1-2年程度の短期で売却してしま うのはもったいないと筆者は感じている。

つみたてNISAの活用が今後どのくらい 進むのかと合わせて、投資家がどのように 活用していくのか、長期投資が根付いてい くのかについても、引き続き注目してみて いきたい。

#### [図表2]つみたてNISAの買付額別口座数(左)と 年代別の買付ありの口座数(右)

資料: 金融庁公表資料より作成。右は買い付けが実際にあった口座数。



# 2021年は買付金額が1兆円超えか

2021年に入ってから、外国株式のイン デックス投信などつみたてNISA対象投信 への資金流入が一段と増加している。そ のため、つみたてNISAからの買付金額が 2021年は8,000億円(2020年10月-12 月の約4倍)を軽く超え、1兆2,000億円 から1兆5,000億円になる可能性が高そ うである。

# マーケット・カルテ8月号 [執筆時点: 2021/7/20]

# じわりと進む円高、 持続性をどう見るか?

月のドル円はやや円高ドル安が進み、足元では109円台前半まで下落している。 米緩和縮小・利上げ観測が燻るにもかか

わらず米長期金利が急低下し、ドルの重荷となっている。これまで活発化していた米国債売りを伴うリフレトレード(物価上昇を見越した取引)が緩和縮小観測によって巻き戻され、米国債の買戻し(金利低下要因)が進んだ可能性が高い。パウエルFRB議長による頻繁なハト派発言も米長期金利の低下を促した。また、直近ではコロナデルタ株の世界的拡大に伴うリスク回避的な円買いも加わっている。

デルタ株の動向には注意が必要だが、米長期金利の低下はリフレトレードの修正を含む一時的なもので、米金融政策の先行きを踏まえると金利水準も下がりすぎていると考えられる。今後は米国で緩和縮小の議論が進み、8月末のジャクソンホール会議で近い将来の緩和縮小決定が示唆される可能性が高い。緩和縮小とその先の利上げが現実味を増すことで米長期金利は持ち直し、円安ドル高が促されると見ている。ただし、夏場には円高に振れやすいというアノマリーがあることに加え、衆院選接近に伴って国内政治の不透明感が強まり、株価圧迫を通じて円の下値が支えられる可能性が高い。従って、3カ月後の水準は現状比でやや円安の111円台と予想している。

今月のユーロ円は、ユーロ圏の経済指標悪化やデルタ株の世界的拡大に伴うリスク回避的な円買いユーロ売りによって下落し、足元では129円台前半にある。今後もデルタ株の動向に留意が必要なほか、9月の独総選挙を経て独政治が不安定化する恐れがあり、ユーロの下振れリスクになる。ただし、ワクチンの普及や行動規制の緩和に伴う欧州経済の回復シナリオは維持されており、今後もECBによる債券買入れ縮小観測が燻りやすいだろう。ユーロ円は次第に持ち直し、3か月後には132円付近まで回復すると予想している。

今月の長期金利は低下し、足元では0.0%の節目に 肉薄している。日銀は今月から国債買入れをさらに減 額しているが、米長期金利低下に押された形だ。既述 の通り、今後は米長期金利が次第に持ち直すと見込 まれるため、本邦長期金利にも上昇圧力がかかると 見る。3か月後の水準は0.0%台後半を予想している。



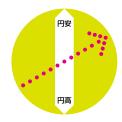
上席エコノミスト **上野 剛志** うえの・つよし | tueno@nli-research.co.jp

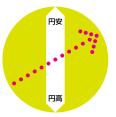
1998年日本生命保険相互会社入社、 2001年同財務審査部配属、 2007年日本経済研究センターへ派遣、 2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣 2009年ニッセイ基礎研究所。

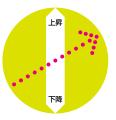


# Market Karte

August 2021







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

- 新型コロナワクチンを すぐには接種しない人の理由と特徴 ~「安全性への不安」「順番待ち・様子見」「面倒」「ワクチン不要」 村松 容子[基礎研レポート | 2021/6/15号]
- 2 原油価格の注目点と見通し ~国内のガソリン高は収まるか? 上野 剛志[基礎研レター | 2021/5/19号]
- 3 米国株式に今から投資ってどうなの? 前山 裕亮[基礎研レポート | 2021/6/21号]
- 4 人口動態データ解説 - 東京-極集中の「本当の姿」 天野 馨南子[所報 | 2021/7/7号]
- 5 ウィズコロナ・ポストコロナの消費者像 ~「新型コロナによる暮らしの変化に関する調査」 久我 尚子[所報 | 2021/7/2号]

# コラムアクセスランキング

- 1 成果主義としてのジョブ型雇用転換への課題 一年功賃金終身雇用の合理性と限界 清水 仁志[研究員の眼 | 2021/7/2号]
- 2 韓国は本当に人口減少で消滅するのだろうか? 金明中[研究員の眼 | 2021/7/12号]
- 3 テレワークがもたらす 職場のメンタルヘルスケアの変化について 金 明中[研究員の眼 | 2021/6/24号]
- 4 フラクタルって知っていますか ---1.26次元や1.58次元の図形ってどんなものなのだろう---中村 亮ー[研究員の眼 | 2021/6/28号]
- 5 高年齢者がより活躍できる社会をつくるためには —「在職老齢年金」の見直しなどを含めた多様な対策の実施を 金 明中[基礎研REPORT-ColumnⅢ | 2021/7/7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21/6/21-21/7/18》

# www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

# infocalendar August, 2021

# バナナの輸入先と輸入量[8月7日はバナナの日]

Source: 財務省貿易統計2020 Design: infogram@

