

# ニッセイ基礎研 Report

Sept. 2021 Vol.294

- 02 韓国は本当に人口減少で消滅するのだろうか? ● 金 明中
- 03 成果主義としてのジョブ型雇用転換への課題 ● 清水 仁志
- 04 新型コロナワクチン接種後の消費行動や働き方の予測 ● 久我 尚子
- 06 2020年度 生命保険会社決算の概要 ● 安井 義浩
- 08 住宅市場好調、オフィス空室率上昇。REIT指数は8カ月続伸 ● 渡邊 布味子
- 10 ESGのGとは ● 梅内 俊樹
- 11 膠着続くドル円、米緩和縮小で向かう先は? ● 上野 剛志



## 体内を見る

江戸時代も、健康書はたくさんあった。病気になるないための方法を記した「養生書」の中でも、内臓の働きを小人の動きにたとえて描いた「養生鑑」は、分かりやすく面白いと大変人気があったという。暴飲・暴食は、時を経ても変わらない人類の課題のようだ。

● 飲食養生鑿  
作者不明 52.7×38.5cm  
国際日本文化研究センター  
宗田文庫所蔵



RESEARCH

# 韓国は本当に人口減少で消滅するのだろうか？



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



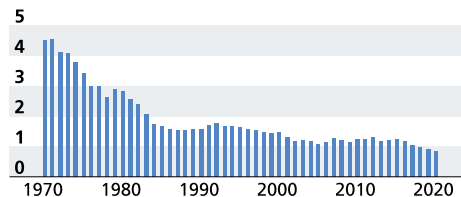
きむ・みよんじゅん  
日本経済研究センター研究員を経て、  
08年ニッセイ基礎研究所、20年より現職。  
東洋経済日報、ニューズウィーク日本版、時事通信社「厚生福祉」を連載中。  
日本女子大学・横浜市立大学・専修大学・日本大学非常勤講師を兼務。

## 出生率が「1」を下回るのは戦争などよほどの異常事態といわれるが、韓国ではその「異常事態」が3年続いて回復の兆しが見えない

韓国の合計特殊出生率（以下、出生率）の低下が止まらない。韓国の2020年の出生率は0.84（暫定）で、2019年の0.92を大きく下回る見通しだ。出生率が1を下回るのは3年連続のことで、0.84は過去最低値だ。韓国の出生率はOECD平均1.61（2019年）を大きく下回り、OECD加盟国の中で最も低い。

【図表1】韓国における合計特殊出生率

出所：統計庁「人口動向調査」より筆者作成



韓国では2020年に生まれた子どもの数は27.2万人で30万人を切ったのは初めてである。2020年の大学の入学定員が約47.3万人であることを考えると、生まれた子どもの数がいかに少ないかが分かる。このままだと今後多くの大学が廃校に追い込まれる可能性が高い（韓国の2020年の大学進学率は72.5%）。

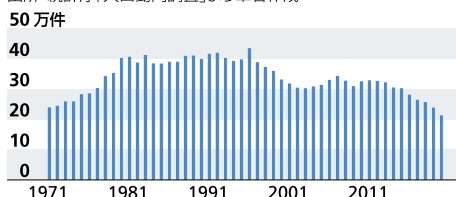
地域別の出生率はソウルが0.64で最も低く、釜山（0.75）、大田（0.81）、大邱（0.81）、光州（0.81）のような大都市の出生率が全国平均を下回っている。一方、韓国で出生率が最も高い世宗市の出生率も2019年の1.47から2020年には1.28まで低下するなど、全ての地域（第一級行政区画）における出生率が前年を下回った。

問題は今年と来年の出生率がさらに低下する可能性が高いことだ。新型コロナウイルスの影響で婚姻件数が大きく減少したからだ。韓国統計庁が発表した2020年の婚姻

件数は約21.3万件で2019年の23.9万件を下回り、統計を発表して以降最も低い数値を記録した。さらに、5月に発表された2021年第1四半期の婚姻件数は約4.8万件で前年同期より1万264件（-17.6%）減少した。

【図表2】韓国における婚姻件数

出所：統計庁「人口動向調査」より筆者作成



従って、今年と来年の出生率の回復を期待することは難しい。専門家の中には今年の出生率が0.7台まで、そして来年は0.6台までに低下すると予想する人もいる。

韓国政府は少子化対策として2006年から総額21兆円を投入してきたが成果が出ていない。その理由の一つは支援策の多くが結婚後の支援に偏っているからだ。

韓国ではまだ儒教的な考えが根強く残っており、結婚してから出産するケースが多い。しかしながら、多くの若者は安定的な仕事を得ておらず、結婚という「贅沢」を選択できない立場に置かれている。2021年5月現在の20歳～29歳の若者の失業率は9.3%で全体失業率の4.0%より2倍以上高く、大卒者の正規職就業率も低い（参考2015年は52.5%、韓国職業能力開発院）。

韓国で若者の失業率が高い理由としては、大学進学者が多く卒業後に需要と供給のミスマッチが発生していることと、サムスン電子、現代自動車などの大企業と中小企業間の賃金格差が大きいことが挙げられる。そこで、多くの若者は就職浪人をしてまで大企業に入ろうとするが、選択されるのは一部の人に過ぎない。

不動産価格の高騰も未婚化・晩婚化の一因になっている。ソウル市のマンションの売買実取引価格指数（2017年11月=100）は、文政権が誕生した2017年5月の94.1から2021年4月には164.9となっており、約1.75倍上昇した。韓国では結婚前に男性側が家を用意する慣習があり、不動産価格の高騰は男性にとって結婚のハードルを高め、婚姻件数の減少にもつながっている。

今後、韓国で出生率が回復しないと2750年には国が消滅するという予測も出ており、韓国政府は強い危機感を抱いている。2022年3月の大統領選挙で、各候補者はバラ色の少子化対策を公約として打ち出す可能性が高い。そうなると、出産や育児に関する手当は現在よりさらに手厚くなるだろう。

但し、問題は雇用不安や不動産価格の高騰等が原因で若者が結婚に踏み出せず、未婚化・晩婚化が加速していることだ。韓国政府は、出産・育児に関連した結婚後の支援に加えて、若者に安定した雇用が提供できる雇用環境を整えると同時に、不動産価格を安定化させ、若者が不安なく結婚や出産ができる環境を構築する必要がある。それが韓国を消滅から救う近道であるだろう。

韓国ほどではないものの、日本でも非正規の割合が増えて雇用が安定せず収入も低いことが結婚の障害になっている。「第15回出生動向基本調査（2015年）」によると、25～34歳男性の3割以上が、結婚ができない理由として「結婚資金が足りない」、「住居のめどが立たない」を挙げている。従って、政府は結婚後の支援のみならず、未婚の若者が経済的理由により結婚を躊躇うことがないように経済的支援をより強化する必要がある。

# 成果主義としてのジョブ型雇用転換への課題

## 年功賃金・終身雇用の合理性と限界



総合政策研究部 研究員 清水 仁志  
h-shimizu@nli-research.co.jp



しみず・ひとし  
16年日本生命保険相互会社入社。  
17年ニッセイ基礎研究所(現職)。

### 1——年功賃金、終身雇用の合理性

終身雇用とは、定年までの継続雇用を前提とした雇用慣行であり、年功賃金と共に戦後以降の経済発展を支えた日本的雇用慣行の柱である。これらの関係を説明するためによく用いられるのが、定年制について述べているラジアー(1979)である\*。

ラジアーの理論では、企業は労働者が若い時は生産性よりも低い賃金を支払い、それ以降は生産性よりも高い賃金を支払う年功賃金が合理的だと述べている。労働者が若い時の生産性と賃金の差は企業の預り金として蓄積され、それ以降の生産性を上回る賃金支払いによって取り崩される。全体で見れば入社から定年までの間で労働者が生み出す総生産価値と労働者に支払われる総賃金の現在価値はバランスする。

さて、総生産価値と総賃金が等しいことは、常に生産性と賃金を一致させた場合にも成り立つ。それにもかかわらず年功賃金を採用するのは、労働者の不正を防止するためである。労働者は定年まで企業に預り金を預けており、もし不正をすればその一部が回収できなくなる可能性がある。そのため、生産性と賃金を一致させた場合よりも、年功賃金を採用した場合の方が、労働者は長く一生懸命働くことになる。

### 2——年功賃金、終身雇用の限界

近年、産業界を中心に年功賃金、終身雇用の限界に関するコメントが相次いでいる。先のラジアーの理論から考えると、その背景には、いくつかの要因が挙げられる。

一つは、人口動態の変化である。ラジ

アーの理論では、労働者一人について入社から定年までの間の総生産価値と総賃金が一致するように賃金カーブが設計されているが、実際には企業は預り金をプールしておらず、過少賃金の若者から過大賃金の中高齢者に賃金の移転が行われている。少子高齢化により過大賃金の中高齢者の割合が高まり、人件費の増加を招いている。

また、ビジネス環境の変化のスピードが速まっていることで、将来の生産性の予測が困難になっていることも挙げられる。かつては経験の蓄積によって徐々に生産性上昇が見込まれていたが、現在のように技術進歩が速く、スキルが陳腐化しやすい環境下においては、将来の生産性を予測することは難しい。まして、雇用延長により就業期間が長くなるほど、賃金カーブの設定は困難を極める。結果として、一部の中高年齢者の生産性が当初想定していたほど上昇せず、過大賃金のコストが大きくなっている可能性がある。

### 3——学び続けられる社会的仕組み

上記で述べたように、様々な要因が重なることによって、従来型の年功賃金を維持することが困難になってきている。すぐさま生産性と賃金の完全一致には至らないだろうが、今後はより個人の生産性に見合った成果主義的な賃金体系へと変わっていく可能性は高い。

賃金と生産性を一致させるための仕組みとして、ジョブ型雇用が検討されている。骨太の方針2021や、経団連の2021年版経労委報告においてもジョブ型雇用の活用について触れられている。

従来のメンバーシップ型雇用では、企業は新卒一括採用により人材を確保したのちに、従業員を育成する。対してジョブ型では、スキルを持った人材を採用するという逆の流れだ。ジョブ型雇用が機能するためには、就職前に労働者がスキルを身につけていることが条件である。しかしながら、生産性と賃金の差が小さくなると、転職が活発化し、社内訓練が縮小する可能性がある。企業は、従業員がある程度長期にわたり働き続けることを前提に社内訓練(先行投資)を行っているからだ。

現在、様々な公的な職業訓練が行われているが、それらの利用者は一部にとどまっている。制度自体の認知度が低いことや、訓練内容が労働者のニーズに合致していないといった要因もあろうが、人材育成は終身雇用の下、企業内で行われるという考えが根深く、働きながら自発的に学ぶということにシフトできていない可能性がある。

企業が終身雇用を前提とした社内訓練を行わずとも、継続的な教育訓練を実施するためには、必ずしも労働者の自発的な行動のみに依存させるのではなく、国からブッシュ型の訓練を提供することも必要だろう。

周辺環境の整備をしないまま成果主義の賃金体系へ移行すると、預り金の未回収コストが小さくなることで、不正の抑制効果が薄れることに加え、継続して十分な人材育成が行われないため、生産性の低下へとつながる恐れがある。そうならないためにも、国が主体となり、労働者が継続的に教育訓練を受けられるよう、現在の教育訓練制度の一層の拡充が求められる。

[\*] Lazear, Edward P. (1979) "Why Is There Mandatory Retirement?", *The Journal of Political Economy*, Vol.87, No.6, pp.1261-1284.



# 新型コロナワクチン接種後の消費行動や働き方の予測

約半数が外出行動を再開、約7割がマスク着用等が習慣化



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、21年7月より現職。



生活研究部 上席研究員 久我 尚子

kuga@nli-research.co.jp

## 1—— ワクチン接種後の予測

政府は10～11月に希望者全員の新型コロナウイルスのワクチン接種完了を目指している。感染力の強い変異種の感染拡大によって先行き不透明な部分はあるが、ワクチン接種が進むことで、コロナ禍の出口もおぼろげに見えてきたのではないかと考えている。

ニッセイ基礎研究所が20～74歳の約2582名を対象に7月に実施した「第5回新型コロナによる暮らしの変化に関する調査」によると、ワクチン接種が進んだ後、外食や旅行などの外出型の消費行動がコロナ前と同様になることについて、約半数がそう思う(「そう思う」+「ややそう思う」と回答している[図表1])。

生活様式や価値観等では、マスク着用や社会的距離を取るなどの習慣化について、約7割がそう思うと回答している。ウイルスとの戦いの出口が見えてきたとはいえ、多くの生活者はウイルスとの共存は続くと考えているようだ。

また、ワクチン接種済み証明の有無による差別や分断が生じることについては約半数がそう思うと回答しているが、現在はワクチン接種進行の過渡期であり、今

後、大多数が接種済みとなった時点では意識が変容している可能性もある。

働き方では、出張が減りオンライン会議が増えることについては約半数が、出社が減りテレワークと併用した働き方が主流になることについては約4割が、そう思うと回答している。前者の方がそう思う割合は高いが、これは、出張を要する遠隔地との会議は通常業務よりテレワークの利点を活かしやすいためだろう。一方、通常業務では、医療や介護などテレワークが難しい業種もある上、テレワークが可能な業種であっても、現在のところ、出社とテレワークの最適なバランスを模索中の組織も少なくない。2020年は様々な組織でテレワーク環境の整備が進んだが、足元ではIT企業等でも社員同士の対面コミュニケーションによる協業から得られる価値を再認識することで、オフィス回帰の動きも見られる\*1。

また、コロナ前のように勤め先で飲み会等が実施されることについては、そう思う割合は約3割にとどまる。やはり業種によらず、大なり小なり働き方が変わること、上司や同僚との付き合い方も変わると考えているのだろう。

## 2—— 属性別のワクチン接種後の予測

### 1 | 外出型消費行動

外出型の消費行動について性別に見ると、そう思う割合は、いずれも女性が男性を上回る[図表2]。女性の方が外出行動再開への期待感が強いようだが、これは、従来から様々な消費文脈で言われてきたように、女性の方が男性より消費意欲が旺盛であるためだろう。同じ年収階級の男女の消費傾向を比べると、年収階級によらず女性が男性を上回るという事実もある\*2。

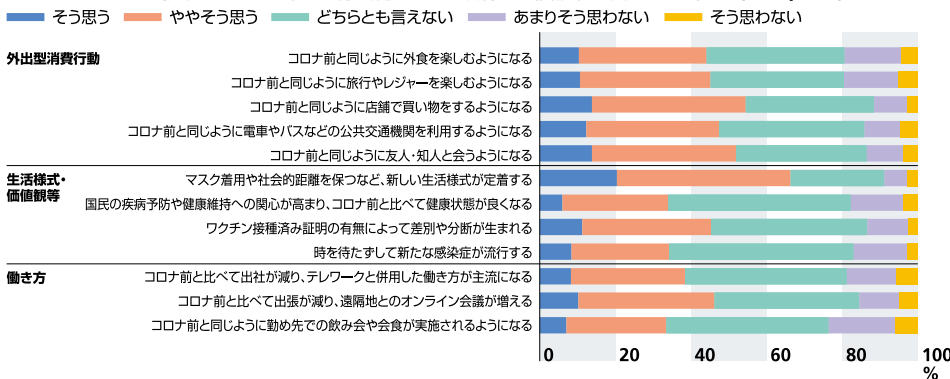
年代別には、20歳代、あるいは高齢層ほど、そう思う割合が高い傾向がある。これは、感染による重篤化リスクの高い高齢層ほど外出自粛傾向が強いため、外出行動再開への期待感が強い影響が考えられる。

また、若者は従来から他年代と比べて外出行動に積極的であるために期待感が強いのだろう。なお、職業別に見ると20歳代の多い学生では、全ての項目で、そう思う割合が全体を大幅に上回り、特に旅行やレジャーでは69.4%を占める(全体+24.3%pt)。

なお、各年代で性別に見ても、そう思う割合は、おおむね女性が男性を上回る。

ワクチン接種状況・意向別には、接種完了層や完了間近の層、接種に積極的な層で、そう思う割合が高く、外出行動再開への期待感が強い(図略)。一方、接種に消極的な層では、そう思う割合が低い。なお、接種に消極的な層は、感染による重篤化リスクの低い若い年代が多く、「絶対に接種したくない」と回答した層では、20～30歳代が過半数を占める。

[図表1] ワクチン接種が進んだ後の消費行動や生活様式・価値観、働き方の状況(n=2,582)



## 2 | 生活様式・価値観等

生活様式・価値観等について性別に見ると、そう思う割合は、いずれも女性が男性を上回り、特にマスク着用や社会的距離の習慣化で高い[図表3]。これは、感染不安の強さの違いによるものだろう。同調査にて、感染による「健康状態悪化」や「世間からの偏見・中傷」、「人間関係悪化」について不安のある割合は、いずれも女性が男性を大幅に上回る(いずれも+10pt以上)。年代別には、高齢層ほどマスク着用等を積極的に考えており、そう思う割合は70歳代で8割を超える。

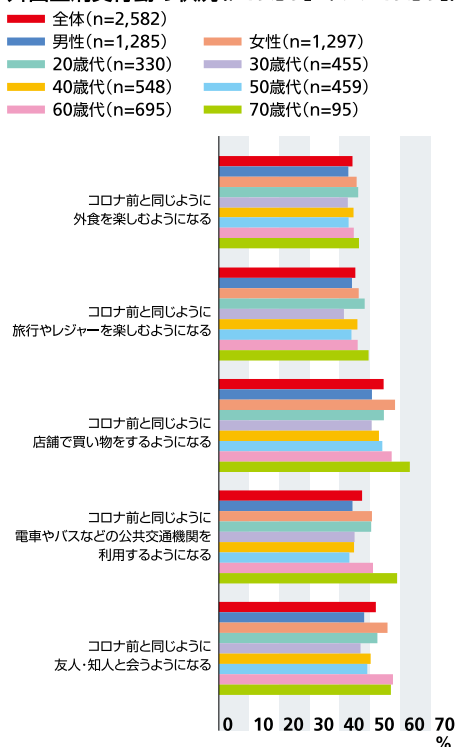
## 3 | 働き方

働き方について性別に見ると、そう思う割合は、いずれも女性が男性を上回る[図表4]。特に、出張が減りオンライン会議が増えることなどで高いが、これは女性の方がテレワークの浸透に対して期待感が強いためだろう。同調査にて、在宅勤務が増え「通勤が減ることや郊外の居住が増えること」や「都合の良い時間に働きやすくなること」、「人間関係のストレスが減ること」について、そう思う割合は、いずれも女性が男性を上回る。

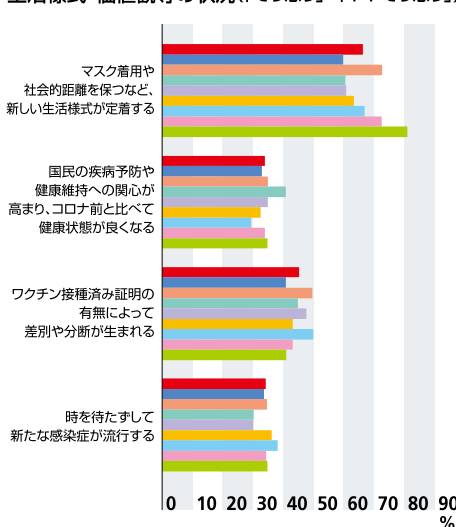
また、従来から、仕事と家庭の両立にあたり、女性の家事や育児の負担の大きさは各所で指摘されている。内閣府「令和2年版男女共同参画白書」によると、2016年の共働き世帯の家事・育児・介護時間は、夫は週平均39分だが、妻は258分であり、3時間半以上の差がある。

年代別には、20歳代でテレワーク併用が主流になることについて、高齢層ほど出張が減りオンライン会議が増えることについて、そう思う割合が高い傾向がある。また、50歳代を底に若い年代ほど、コロナ前のように勤め先で飲み会等が実施されると考えている。なお、高齢層では無職が多いため、自分自身のことではなく世間一般のことを想定して回答している可能性がある。

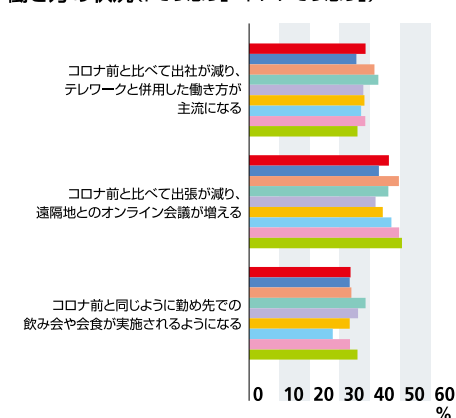
[図表2] 性年代別に見たワクチン接種が進んだ後の外型消費行動の状況(「そう思う」+「ややそう思う」)



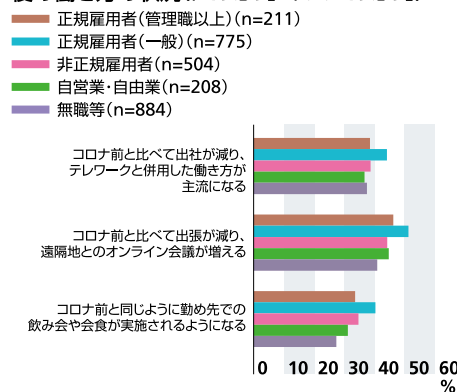
[図表3] 性年代別に見たワクチン接種が進んだ後の生活様式・価値観等の状況(「そう思う」+「ややそう思う」)



[図表4] 性年代別に見たワクチン接種が進んだ後の働き方の状況(「そう思う」+「ややそう思う」)



[図表5] 就業形態別に見たワクチン接種が進んだ後の働き方の状況(「そう思う」+「ややそう思う」)



就業形態別には、正規雇用者の管理職以上で、テレワークを併用した働き方が主流になることや出張が減りオンライン会議が増えることなどについて、そう思う割合が高い[図表5]。経営者や管理職は、組織においてテレワークを推進していく立場にあることや、在宅勤務の利用をはじめ日頃の業務における裁量の幅が大きいこと、また、現場業務が比較的少ないために在宅勤務を活用しやすいことなどから、テレワークの浸透に対して肯定的な見方が強いと考えられる。

## 3—— 感染状況を見ながら需要喚起策を

ワクチン接種が進む中で、飲食代金の割引やポイントサービスの割り増し、保有者向けのイベントやキャンペーンの実施、医療機関や介護施設の面会制限の緩和などを目的としたワクチンパスポートの国内活用が検討されている。

コロナ禍は業種や雇用形態による経済状況の分断を生んでいる<sup>\*3</sup>。くれぐれも感染状況を慎重に見ながらだが、現在停止されているGoToキャンペーンとの組合せなども検討し、消費を牽引する可能性の高い層などへ向けて需要喚起策が講じられることで、コロナ禍で苦境に立つ飲食業や旅行業などの救済が進むことを期待したい。

[\*1] 「オフィス再開で社員と綱引き 米IT大手、感染収束にらみ」日本経済新聞(2021/06/11)など。  
 [\*2] 久我尚子「平成における消費者の変容(2)」、ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート(2019/3/12)  
 [\*3] 久我尚子「コロナ禍1年の仕事の変化」、ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート(2021/4/20)

# 2020年度 生命保険会社決算の概要



やすい・よしひろ  
87年日本生命保険相互会社入社  
12年ニッセイ基礎研究所(現職)  
日本アクチュアリー会正会員、  
日本証券アナリスト協会検定会員



保険研究部 主任研究員 安井 義浩  
yyasui@nli-research.co.jp

## 1—— 保険業績(全社)

全生命保険会社の2020年度決算が6月中に発表された。全社合計では、年換算保険料ベースで新契約は▲17.8%減少、保有契約は▲1.3%減少となった。これらを、伝統的生保(16社)、外資系生保(13社)、損保系生保(4社)、異業種系生保等(8社)、かんぽ生命に分類し、業績を概観した。[図表1]

基礎利益は、全体では5.5%増加した。基礎利益が増加したのは42社中24社である。

新契約年換算保険料[図表2]は、41社(かんぽ生命を除く)合計で、個人保険は対前年▲6.9%減少し、個人年金は、▲33.5%減少となった。2019年度に引き続き、主に外貨建保険の販売減少によるものと考えられる。

## 2—— 大手中堅9社の収支状況

まず、2020年度までの資産運用環境は、図表3の通りである。

こうした状況を反映して、国内大手中堅9社の有価証券含み益は、国内債券で▲2.6兆円減少、国内株式で6.0兆円増加、外国証券含み益は、債券で減少、株式で増加し、合計1.0兆円増加した。有価証券合計では4.7兆円の増加となった。[図表4]

### 1 | 基礎利益は微増

そうした中、2020年度の基礎利益は23,623億円、対前年度0.4%の微増と

[図表2] 新契約年換算保険料の状況(2020年度)

	個人保険			個人年金			合計			うち
	金額	対前年増減率	シェア	金額	対前年増減率	シェア	金額	対前年増減率	シェア	第三分野
大手中堅9社	4,928		37.8%	1,073		41.1%	6,002		38.4%	2,127
同上(グループ)(16社)	6,171	▲11.3%	47.4%	1,995	▲2.4%	76.5%	8,168	▲2.4%	52.2%	2,454
外資系生保(13社)	4,124	▲3.5%	31.7%	177	1.1%	0.7%	4,300	▲2.7%	27.5%	1,362
損保系生保(4社)	1,636	1.3%	12.6%	239	1.0%	9.2%	1,876	▲2.7%	10.9%	526
異業種系生保等(8社)	1,092	▲4.3%	8.4%	197	0.2%	0.1%	1,289	▲3.9%	8.2%	468
かんぽ以外41社合計	13,024	▲6.9%	100.0%	2,607	▲33.5%	100.0%	15,633	▲12.7%	100.0%	4,810
対前年増減率										
大手中堅		▲12.8%			▲23.8%			▲15.0%		▲18.1%
同上(グループ)		▲11.3%			▲34.0%			▲18.2%		▲11.9%
外資系生保		▲3.5%			▲40.1%			▲5.9%		▲15.3%
損保系生保		1.3%			▲23.6%			▲2.7%		▲3.9%
異業種系生保等		▲4.3%			▲32.3%			▲10.0%		▲0.2%
40社合計		▲6.9%			▲33.5%			▲12.7%		▲11.1%
シェア										
大手中堅		37.8%			41.1%			38.4%		44.2%
同上(グループ)		47.4%			76.5%			52.2%		51.0%
外資系生保		31.7%			6.8%			27.5%		28.3%
損保系生保		12.6%			9.2%			12.0%		10.9%
異業種系生保等		8.4%			7.5%			8.2%		9.7%
40社合計		(100.0%)			(100.0%)			(100.0%)		(100.0%)
シェアの増減										
大手中堅		-2.6%			5.3%			-1.0%		-3.8%
同上(グループ)		-2.4%			-0.6%			-3.5%		-0.5%
外資系生保		1.1%			-0.7%			2.0%		-1.4%
損保系生保		1.0%			1.2%			1.2%		0.8%
異業種系生保等		0.2%			0.1%			0.3%		1.1%
40社合計		-			-			-		-
かんぽ生命	306			0			306			14
増加率	▲79.2%			83.6%			▲79.2%			▲93.7%

[図表3] 運用環境

	2019.3末	2020.3末	2021.3末
日経平均株価	21,206	18,917	29,179
TOPIX	1,592	1,403	1,954
10年国債利回り	-0.095	0.005	0.090
米国10年国債利回り	2.405	0.670	1.733
為替			
対米ドル	110.99	108.83	110.71
対ユーロ	124.56	119.55	129.80
対豪ドル	78.64	66.09	84.36

[図表4] 有価証券含み損益(大手中堅9社計)

	2018年度末	2019年度末	2020年度末	増減
国内債券	14.9	13.7	11.1	▲2.6
国内株式	10.0	7.3	13.3	6.0
外国証券	4.3	5.1	6.1	1.0
外国債券	3.2	4.7	4.2	▲0.5
外国株式	1.1	0.3	1.9	1.5
その他とも合計	29.7	26.3	30.9	4.7

なった。[図表5]

うち、危険差益・費差益等の保険関係収支は、15,582億円、▲1.5%の減少となった。

## 2 | 利差益は、逆ざや解消以降最高水準を、引き続き更新

利差益について、図表6に示した。

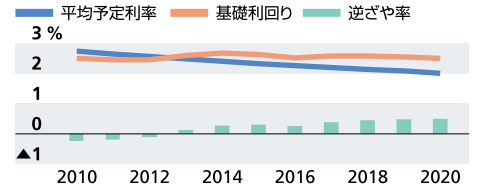
多くの会社で利息配当金収入が減少したため、「基礎利回り」は低下した。国内債券に関しては、ゼロ近くの金利が続いているので、保有年限にもよるが、利回りは低下傾向にあり、利息収入に引き続き悪影響をもたらすことになるだろう。今回はそれに加えて、新型コロナウイルス感染拡大などによる経済環境の悪化などもあって、株式配当金も増加していないと推定される。こうした中、外債利息や投信分配金の増加などが、利回り低下を補っているのが現状であろう。

一方、「平均予定利率」は、過去に契約した高予定利率契約の減少により、毎年緩

[図表5] 基礎利益の状況(大手中堅9社計)

	2018年度	2019年度	2020年度	増加率
A基礎利益	24,439	23,519	23,623	0.4%
B.利差益	7,191	7,707	8,041	4.3%
C(=A-B)、費差益・危険差益等	17,248	15,812	15,582	▲1.5%

[図表6] 利益差(逆ざや)状況の推移(9社計)



[図表1] 主要業績(2020年度)

注1: 生保の会社区分は、以下の通りとした。(各区分ごとに総資産順。)  
大手中堅9社: 日本、明治安田、第一、住友、太陽、大樹、大同、富国、朝日  
同上(グループ)16社: (大手中堅9社)、第一フロンティア、ニッセイ・ウェルス、T&Dフィナンシャル、フコク生命、ネオファースト、メディアック、はなざく  
外資系生保13社: メットライフ、アフラック、ジブラルタ、アクサ、プルデンシャル、エヌエヌ、マチュライフ、FWD富士、PGF、クレディ・アグリコル、チュロリッヒ、カーティフ、アクサダイレクト  
損保系生保4社: 東京海上日動あんしん、三井住友海上プライマリー、三井住友海上あいおい、SOMPOのみわり  
異業種系生保等8社: ソニー、オリックス、ソニーライフ・ウィズ、SBI、イオン・アリアンツ、ライフネット、楽天、みどり  
注2: かんぽ生命の保有契約年換算保険料には、郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの個人保険受再分(旧契約分)を含む。また、かんぽ生命のシェア欄は、41社小計に対する比率である。  
資料: 各社公表資料(当レポート全体を通して、過年度分修正あり)から、ニッセイ基礎研究所作成

	新契約年換算保険料 (個人保険・個人年金)			保有契約年換算保険料 (個人保険・個人年金)			保険料等収入			総資産			基礎利益		
	億円	増加率	シェア	兆円	増加率	シェア	兆円	増加率	シェア	兆円	増加率	シェア	億円	増加率	シェア
大手中堅9社	6,002	▲15.0%	38.4%	13.1	▲1.1%	52.9%	13.84	▲5.9%	49.0%	227.4	7.1%	66.4%	23,623	0.4%	68.3%
同上(グループ)(16社)	8,168	▲18.2%	52.2%	14.7	▲0.3%	59.5%	15.95	▲6.1%	56.5%	244.6	7.1%	71.5%	23,954	0.5%	69.2%
外資系生保(13社)	4,300	▲5.9%	27.5%	6.3	1.0%	25.5%	7.78	▲4.0%	27.5%	57.4	4.7%	16.8%	7,911	4.0%	22.9%
損保系生保(4社)	1,876	▲2.7%	12.0%	2.3	0.9%	9.2%	2.69	▲4.2%	9.5%	24.6	3.6%	7.2%	1,659	165.6%	4.8%
異業種系生保等(8社)	1,289	▲10.0%	8.2%	1.4	3.3%	5.8%	1.82	▲2.6%	6.5%	15.7	11.5%	4.6%	1,083	48.8%	3.1%
	15,633	▲12.7%	100.0%	24.8	0.4%	100.0%	28.25	▲5.1%	100.0%	342.3	6.6%	100.0%	34,609	5.5%	100.0%
かんぽ生命	306	▲79.2%	(2.0%)	4.3	▲10.1%	(17.2%)	2.70	▲16.9%	(9.6%)	70.2	▲2.1%	(20.5%)	4,219	5.3%	(12.2%)
生保計(42社)	15,939	▲17.8%	-	29.0	▲1.3%	-	30.94	▲6.3%	-	412.4	0.0%	-	38,828	5.5%	-



やかに低下し続けている。現在、新規契約は予定利率1%未満のものが主流であることから、より緩やかにとはなるとしても、低下傾向は続くだろう。

以上の結果、利差益は、ほぼゼロ金利の状況にあっても、2020年度も逆ざや解消後最高水準を更新し、8,041億円、4.3%の増加となった。基礎利益の動向は、危険差益や費差益の大幅な好転が見込めない中、利差益の増加に依存している現状だが、経済環境に大きく左右されることもあり、将来にむけて楽観はできない。

### 3 | 当期利益は実質増加

#### ～内部留保重視、配当も安定的な水準

基礎利益はほぼ横ばい、キャピタル損益は大きく増加し、その合計額は25,901億円と対前年度6,337億円の増加となった。危険準備金、価格変動準備金、追加責任準備金などの調整を行った実質的な利益は、23,538億円と前年度から大幅に増加した。[図表7]

2020年度は、実質的に、利益の72%が内部留保に、残り28%が契約者への配当にされているとみることができ、例年より内部留保の割合が少し高いとはいえ、比較的安定している。

配当については、9社中3社が、危険差益関係で引き上げた。一方利差益関係では1社が引き下げており、運用環境の先行き不安を反映している。一方で、内部留保の貢献度に応じた配当、あるいは団体保険における健康経営配当など、独自の配当が新設される動きもあった。

[図表7] 当期利益とその用途(大手中堅9社計)

注1:(※)通常の損益計算書とは異なり、危険準備金及び価格変動準備金の繰入(または戻入)前の数値となる。

	2018年度	2019年度	2020年度	増加率
①基礎利益	24,439	23,519	23,623	104
②キャピタル収益	8,162	11,887	15,485	3,598
③キャピタル費用	▲11,637	▲15,843	▲13,207	2,636
基礎利益+キャピタル損益	20,964	19,563	25,901	6,337
④不動産処分損益	▲276	▲253	▲319	▲66
⑤不良債権償却	▲52	▲5	▲75	▲70
⑥法人税および住民税	▲3,345	▲3,803	▲3,715	88
⑦法人税等調整額	1,878	2,502	2,339	▲163
⑧その他	▲3,707	▲4,893	▲12,161	▲7,268
A. [当期利益](※)(①から⑧合計)	15,463	13,111	11,970	▲1,141
(a)うち、追加責任準備金繰入額	▲3,306	▲4,036	▲11,568	▲7,532
A'(a)を除いた場合の当期利益	18,769	17,147	23,538	6,390
危険準備金の増加	1,764	2,783	▲856	▲3,639
価格変動準備金の増加	3,711	1,671	2,688	1,017
資本の増加	3,978	3,276	3,503	227
B. 内部留保の増加(▲は取り崩し)	9,452	7,730	5,335	▲2,395
B' 広義の内部留保の増減(B+(a))	12,759	11,766	16,903	5,137
(B'/A')	68%	69%	72%	0
C. 契約者配当準備金繰入	6,010	5,381	6,635	1,254
(C/A')	32%	31%	28%	

### 4 | ソルベンシー・マージン比率

#### ～高水準を維持

ソルベンシー・マージン比率(9社合計)は998.4%とほぼ横ばいであり、引き続き高水準にある。[図表8]

2020年度は、資産運用リスクが大幅な増加に転じた。国内株式の時価上昇によるリスク対象資産額の増加や、外貨建資産の増加(後述のトピックス2参照)によるものと思われるが、マージンの方も、その他有価証券含み益の増加や、オンバランス自己資本(貸借対照表の資本、危険準備金、価格変動準備金などの合計)が引き続き増加して、リスクの増加をほぼ相殺している。

### 3——トピックス

#### 1 | 新型コロナウイルス感染拡大の影響

生命保険では、まず新型コロナウイルス感染症で亡くなったケースでは死亡保険金が支払われる。しかもこれは「災害」に該当するとされ、もし「災害割増特約」といった割増支払いの保険に加入していた場合には、上乘せの保険金が支払われることになる。

今般の新型コロナウイルス感染症は、当初は規定がなかったため、災害割増の対象となっていなかったが、感染拡大にあわせて支払対象とするように各社の取扱いが拡大されてきた。

また、入院した場合に給付金が支払われるのは、従来通りだが、その他にも、自宅または病院と同等とみなされる施設(ホテルなど)での治療も、入院給付金支払の対象とされた。

こうして、保険金・給付金の支払い対象を急遽拡大して、契約者への便宜を図ったきたわけが、2020年度決算では軽微な影響に留まっている。国内大手社であれば、通常時でも数千億円の保険金・給付金支払いがある中で、新型コロナウイルス感染症関係の支払いは数億～数十億円と1%にも満たない規模であり、生命保険会社の収支状況をすぐに悪化させるほどではなかった。

ただし、2021年夏以降の感染者数の再拡大、特に自宅療養者の急増により、入院給付金の支払が増加してきている。そのため、今後の収支への影響を注視しておく必要がある。

#### 2 | 外貨建資産の動向

2020年度においても、外貨建資産は金額、構成比とも伸びた。[図表9]

保険販売業績としては、外貨建保険販売は好調ではなかったものの、低金利などの状況下における、より高い収益性を求める意図で、外貨建資産に重点的に投資したことが推察される。

[図表8] ソルベンシー・マージン比率(大手中堅9社計)

1. ソルベンシー・マージン比率 = ソルベンシー・マージン / (リスク総額 / 2)

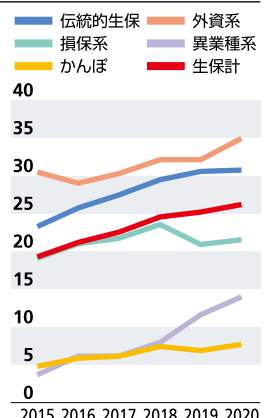
2. 「対リスク比率」の各項目は、ソルベンシー・マージン比率に合わせ、「リスク総額 / 2」に対する比率とした。

	2018年度		2019年度		2020年度	
	実額	対リスク比率	実額	対リスク比率	実額	対リスク比率
(1) ソルベンシー・マージン	38.4兆円	966.9%	37.5兆円	1000.3%	45.4兆円	998.4%
うち オンバランス自己資本	13.5	340%	14.0	373%	14.2	313%
うち その他有価証券 評価差額	14.2	357%	11.9	318%	18.3	402%
うち 土地の含み損益	1.2	31%	1.5	41%	1.6	35%
うち 負債性資本調達	3.7	93%	4.1	108%	4.6	101%
うち 解約返戻金相当額 超過額等	5.8	145%	6.0	160%	6.7	146%
(2) リスク総額	7.9兆円		7.5兆円		9.1兆円	

[図表9] 外貨建資産の金額と構成比

上段: 金額(兆円) 下段: 対一般勘定資産構成比(%) 会社の分類・社数は2020年度決算時点のもの。また未公表の会社についての推定値を含む (兆円、%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	対2015
	大手中堅(9社)	43.2	48.8	53.4	57.6	60.8	65.6
同上(グループ)	22.6	24.9	26.5	28.0	29.2	29.4	+6.7
同上(グループ)	46.7	53.2	58.6	64.5	68.3	73.4	+157.2
(16社)	23.3	25.7	27.5	29.4	30.5	30.7	+7.4
外資系生保(14社)	13.8	14.3	14.9	16.6	16.9	19.1	+138.7
損保系生保(4社)	30.4	29.0	30.3	32.1	32.1	34.9	+4.4
損保系生保(4社)	2.7	3.4	3.8	4.5	4.5	4.8	+176.6
異業種系生保等(6社)	19.1	21.0	21.7	23.6	20.9	21.6	+2.4
	0.3	0.6	0.6	0.9	1.4	1.8	+567.2
	3.7	6.1	6.2	8.0	11.7	14.0	+10.3
小計(40社)	63.5	71.5	78.0	86.4	91.0	99.2	+156.1
	23.7	25.6	26.9	28.7	29.4	30.1	+6.5
かんぽ生命	3.9	4.8	4.7	5.5	5.0	5.4	+136.7
	4.8	5.9	6.2	7.5	6.9	7.7	+2.8
生保計(41社)	67.5	76.2	82.7	91.9	96.0	104.6	+154.9
	19.3	21.2	22.5	24.5	25.2	26.2	+6.9



## 住宅市場好調、オフィス空室率上昇。REIT指数は8カ月続伸

不動産ウォッチャー・レビュー2021年第2四半期



金融研究部 准主任研究員 渡邊 布味子

fwatanabe@nli-research.co.jp

国内景気は消費の低迷が長期化し停滞色が強まっている。2021年4-6月期の実質GDPは2四半期ぶりにプラス成長となった。住宅市場は需要の高まりを受けて在庫数が減少するなか価格が上昇している。オフィス賃貸市場は、東京のオフィス空室率は6%を超えた。ホテル市場は苦しい状態が続いている。物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに需給環境は良好である。2021年第2四半期の東証REIT指数は8カ月連続で上昇した。

## 1—— 経済動向と住宅市場

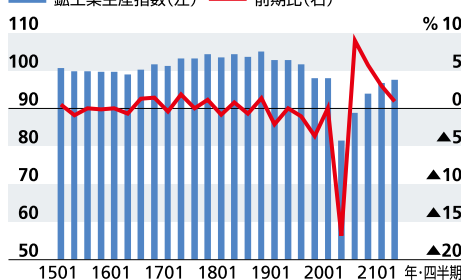
2021年4-6月期の実質GDP(1次速報)は、前期比年率+1.3%と2四半期ぶりのプラス成長になった。緊急事態宣言下でも、民間消費、住宅投資、設備投資がいずれも増加し、外需の落ち込みをカバーした。しかし大幅マイナス成長の後としては低い伸びにとどまり、今年に入り景気の停滞が続いている。

4-6月期の鉱工業生産指数は前期比+1.1%と4四半期連続の増産となり、昨年4-6月期の落ち込み分をほぼ取り戻した[図表1]。国内需要は個人消費を中心に低迷が続いているが、海外経済の回復を背景に輸出が好調を維持しコロナ前の水準を上回っていることが製造業の生産活動を支えている。

住宅市場では、需要の高まりを受けて在庫数が減少し、価格が上昇している。新設住宅着工戸数は4-6月で約22.1万戸(前年同期比+8.1%)となった。また首都圏のマンション新規発売戸数は4-6月で6,606戸(前年同期比+151.9%、2019年比+12.2%)となり、販売在庫数は6,395

[図表1] 鉱工業生産指数(前期比)

出所:経済産業省「鉱工業生産指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



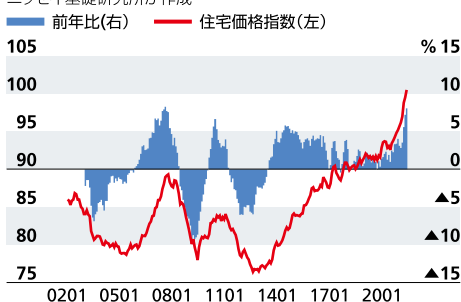
戸(前月比▲394戸)に減少した。マンション発売戸数は昨年の落ち込みからの回復が継続している。

首都圏の中古マンション成約件数は4-6月で9,987件(前年同期比+55.4%、2019年比+3.2%)となり、新規登録件数が減少し在庫数が減少するなか品薄感が高まっている。

5月の住宅価格指数(首都圏中古マンション)は11カ月連続で上昇し、過去1年間の上昇率は+8.0%となった[図表2]。

[図表2] 不動産住宅価格指数(首都圏中古マンション)

出所:日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



## 2—— 地価動向

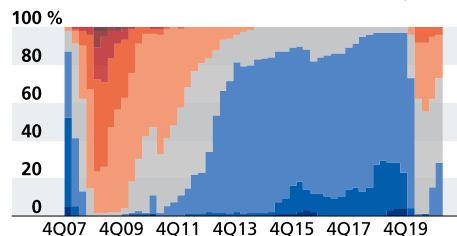
地価は下落地区が減少し、上昇地区が増加している。国土交通省の「地価LOOKレポート(2021年第1四半期)」によると、全国100地区のうち上昇が「28」、横ばいが「45」、下落が「27」となった[図表3]。同レポートでは、「住宅地ではマンション素地

取得の動きが回復している地区が増加。商業地では法人投資家等による取引の動きが戻り、横ばい・上昇に転じた地区が見られる」としている。

[図表3] 全国の地価上昇・下落地区の推移

出所:国土交通省「地価LOOKレポート」

■ -12%以下 ■ -12%~-9% ■ -9%~-6%  
■ -6%~-3% ■ -3%~0% ■ 0%  
■ 0%~+3% ■ +3%~+6% ■ +6%以上



## 3—— 不動産サブセクターの動向

## 1 | オフィス

三鬼商事によると、2021年6月の東京都心5区の空室率は16カ月連続で上昇し6.19%(前月比+0.29%)に、平均募集賃料(月坪)は11カ月連続で下落し21,160円(前月比▲0.4%)となった。他の主要都市についても空室率は上昇基調にあるが[図表4]、募集賃料は仙台と大阪を除いて前年比プラスを確保しており、募集賃料の下落率は東京(▲7.5%)が最も大きくなっている。

三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス(第2四半期)」によると、東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は35,332円(前年同期比▲9.1%)となった[図表5]。

また、日経不動産マーケット情報(8月号)によると、大規模ビルの成約賃料の下落が続いており、半年前比で、東京駅周辺では賃料の下限が5,000円下落し3.0万円~5.3万円に、大崎駅周辺では下限が1,000円、上限が2,000円下落し2.3万円~2.9万円になった」としている。

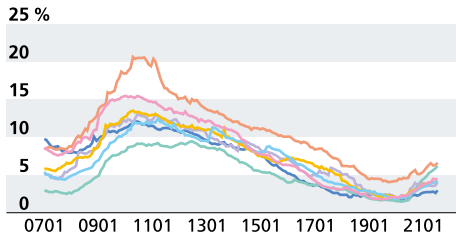




わたなべ ふみこ  
00年東海銀行(現三菱UFJ銀行)入行  
06年総合不動産会社  
18年5月ニッセイ基礎研究所(現職)

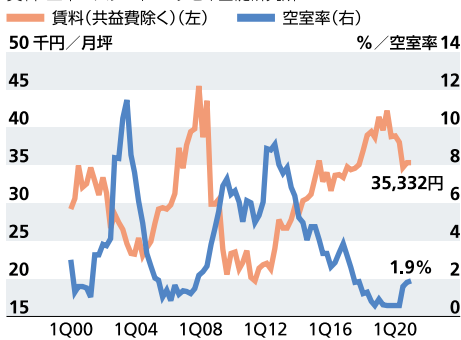
[図表4] 主要都市のオフィス空室率

出所: 三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成  
 札幌 仙台 東京 横浜  
 名古屋 大阪 福岡



[図表5] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

出所: 空室率: 三幸エステート  
賃料: 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所



## 2 | 賃貸マンション

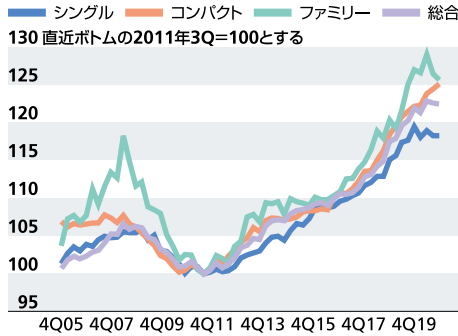
東京23区のマンション賃料はこれまでの上昇基調が弱まり横ばいとなっている。2021年第1四半期は前年比でシングルタイプが▲1.1%、コンパクトタイプが+2.8%、ファミリータイプが▲1.2%となった[図表6]。また、6月末の高級賃貸マンションの空室率は5.0% (前年比+0.1%)、賃料は18,484円/月坪(前年比+2.6%)と3期連続で前年比プラスとなった[図表7]。

## 3 | 商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、前年の緊急事態宣言の反動の影響で、百貨店とコンビニエンスストアの施設売上が増加する一方、スーパーは減少となった。商業動態統計などに

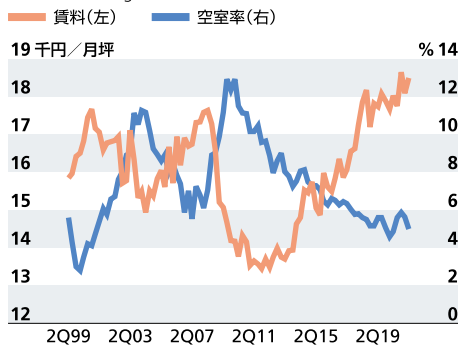
[図表6] 東京23区のマンション賃料

出所: 三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム  
「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」をもとに作成



[図表7] 高級賃貸マンションの賃料と空室率

注: 期間中にケンコーボレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの  
出所: bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



よると、2021年4-6月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+43.5%、コンビニエンスストアが+3.8%、スーパーが▲1.8%となった。

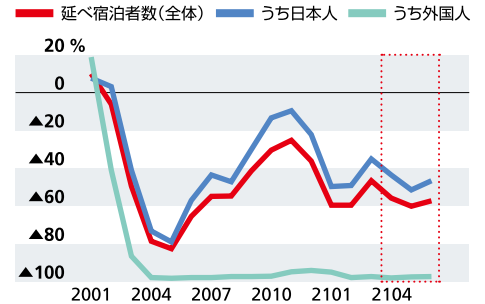
ホテルセクターは第3回緊急事態宣言の影響で、依然として厳しい状況が続いている。宿泊旅行統計調査によると、2021年4-6月の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲57.7%減少した[図表8]。

CBREの調査によると、6月末の首都圏の大型物流施設の空室率は1.5% (前期比+0.4%)、近畿圏の空室率は1.7% (前期比▲0.2%)で、需給環境は良好である。

[図表8] 延べ宿泊者数の推移

(月次、2019年対比、2020年1月~2021年6月)

出所: 「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



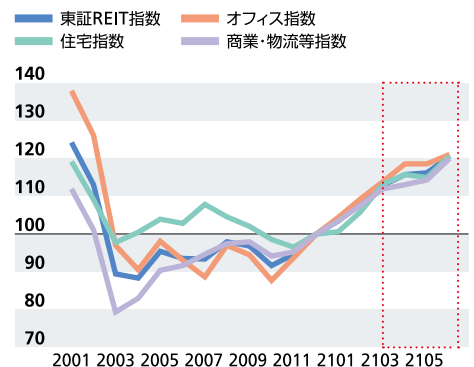
## 4—— J-REIT (不動産投信)市場

2021年第2四半期の東証REIT指数(配当除き)は3月末比+6.8%上昇した[図表9]。株式市場に対する出遅れ感などを背景に海外資金の流入が継続するなか、8カ月連続での上昇となった。6月末時点のバリュエーションは、NAV倍率が1.17倍、分配金利回りは3.3%となっている。

[図表9] 東証REIT指数の推移

(2020年12月末=100)

出所: 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



投資口価格の上昇によりエクイティの調達コストが低下し、物件取得を前向きに検討する環境は整いつつある。今後はREIT各社のファイナンス動向とそれに伴う需給への影響にも留意する必要がある。

## ESGのGとは

## 重要視されるコーポレートガバナンス



金融研究部 ESG推進室兼任 上席研究員 梅内 俊樹  
umeuchi@nli-research.co.jp



うめうち・しき

88年日本生命保険相互会社入社。09年ニッセイ基礎研究所。主な著書に「日本の年金制度—そこが知りたい39のポイント」(金融財政事情研究会)、主なレポートに「企業年金の財政安定化に資する積立剰余の活用について」など。

## 1——重要視されるG(ガバナンス)

ESGを構成するの3つの側面のうち、G(ガバナンス)を最も重視する機関投資家が多いことは各種調査で明らかになっているが、同様の傾向は企業サイドにも見られる。GPIFが公表する「第6回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」によれば、ESG活動における主要テーマとして「コーポレートガバナンス」を挙げる企業が最も多く、調査対象企業の71.7%がその重要性を指摘している[図表]。

ではなぜ、ガバナンスが重視されるのだろうか。その理由としてガバナンスならではの2つの特性が挙げられる。1つ目はコーポレートガバナンスが企業経営に係わる課題であり、あらゆる企業に例外なく認識される課題であること、2つ目は環境や社会の諸課題に対処する上での大前提として健全なガバナンスが位置づけられることである。

環境や社会に係る課題に比べ、ガバナンスは世間における話題性に欠ける面は

否めないが、ガバナンスへの取り組み次第で、今後のESG課題の行方が左右されかねないという意味で、ガバナンスは重要性の高い側面と言える。

## 2——コーポレートガバナンスとは

ガバナンスの中核的なテーマとなっているのが、コーポレートガバナンスである。様々な意味を持つ概念だが、「企業経営の健全性と効率性の確保を通じて株主に還元する利益を最大化するための仕組みや体制」と考えることができる。

従来は、不正会計、データ改ざんなどが相次いだことを受け、不祥事の防止などにコーポレートガバナンスの主眼が置かれることが多かった。しかし、日本企業の収益性が欧米に比べ低い状況が続く中、最近では持続的な成長や中長期的な企業価値の向上のための方策としてコーポレートガバナンスが強く意識されるようになってきている。中長期的な企業価値向上という観点で、ESGへの取り組みが求められるようになってきていることは、ここ数年の特徴的な傾向と言える。

コーポレートガバナンスの課題は多岐にわたるが、企業経営の健全性や効率性を高める上で重要な役割を担う取締役会への注目度は高い。中でも機関投資家やESG評価機関の関心の高いテーマとして「取締役会の独立性」と「役員報酬の有効性」が挙げられる。

前者は経営全般に対する牽制機能を担う取締役会の独立性を問うもので、方策の一つとして社外取締役の導入・増員が注目されている。後者は役員に対するインセ

ンティブとしての適切性を問うもので、支給額決定プロセスの透明性の確保や企業の持続的発展に向けた動機付けとなるような報酬体系の導入への関心は高い。

コーポレートガバナンスで重要なのは形式ではなく実効性である。このため、実効性に係わる情報を、その背景となる考え方を含めて開示し、株主をはじめとするステークホルダーの理解を得られるように努力することも重要である。こうした観点から、情報開示もコーポレートガバナンスの重要課題の一つとして認識されている。

## 3——強化が求められるESG対応

気候変動や格差拡大などの問題が深刻化し、株主のみの利益を最大化する考え方では社会的な理解が得られ難くなるなか、「企業は、環境や従業員、顧客、取引先、地域社会など、株主以外のステークホルダーにも経済的な利益をもたらす責任がある」とするステークホルダー資本主義といった考え方に焦点が当てられはじめている。

あらゆるステークホルダーに配慮する経営が世界的に広まることになれば、必然的に、ESG課題への取り組み強化が要請されるようになる。その場合には、ESGを経営戦略の中で明確に位置づけ、ESG関連のモニタリングや意思決定に取締役会が積極的に関与し、ESG目標の達成度に応じた役員報酬を導入するなど、より踏み込んだガバナンスが求められるようになる。

ESGに対する世の中での意識が強まるなか、コーポレートガバナンスにおけるESG課題の重要性は今後一層高まる可能性がある。

[図表] 上場企業のESG活動における主要テーマ  
出所：GPIF「第6回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」

順位	テーマ	回答割合		
		2021年	2020年	増減
1	コーポレートガバナンス	71.7%	70.8%	0.9%
2	気候変動	63.6%	53.9%	9.7%
3	ダイバーシティ	43.2%	44.0%	-0.8%
4	健康と安全	40.6%	32.6%	8.0%
5	人権と地域社会	37.0%	34.7%	2.3%
6	製品サービスの安全	30.7%	30.8%	-0.1%
7	リスクマネジメント	28.6%	29.8%	-1.2%
8	サプライチェーン	23.5%	20.2%	3.3%
9	情報開示	20.4%	23.3%	-2.9%
10	取締役会構成・評価	17.1%	16.2%	0.9%

## 膠着続くドル円、米緩和縮小で 向かう先は？

**今** 月のドル円は、米雇用統計の良好な結果を受けた米緩和縮小観測によって一旦110円台後半まで上昇したものの長続きせず、足元では109円台後半に押し戻されている。米国を含む世界的なデルタ株の感染拡大やアフガン情勢の緊迫化、中国経済の減速を受けてリスク回避的な円買いが発生したためだ。ただし、この際に流動性の高いドルも同時にやや買われたことで、ドル円の下値が支えられている。ドル円は半年近くにわたって、110円付近での膠着が続いている。

今後の最大のカギは米金融政策となる。先週公表された7月のFOMC要旨では、「量的緩和の縮小を年内に開始することが適当」との意見が大勢を占めていたことが明らかになった。FRBは雇用の回復を確認したうえで11月にも縮小を決定する可能性が高い。市場でも織り込みが進んでいるとはいえ、緩和縮小とその先の利上げが現実味を帯びるにつれて現状低下しすぎている米長期金利が持ち直し、円安ドル高が促されると見ている。ただし、米緩和縮小は株価の圧迫を通じて円高圧力も生むこと、また、今後もデルタ株の拡大などを巡って市場の警戒感が高まりやすいことから、ドル円の上値も抑制されるだろう。3カ月後の水準は現状比でやや円安の112円前後と予想している。

今月のユーロ円は、デルタ株の世界的拡大や中国経済の減速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128円台半ばと約半年ぶりの安値圏にある。今後もデルタ株や中国経済を巡って市場の警戒感が高まりやすいほか、9月の独総選挙を控えて欧州政治の不透明感が意識されやすいことがユーロの重荷になる。しかし、緊急事態宣言解除の目途が立たない日本に比べ、ユーロ圏の景気回復は先行しているため、ユーロ円は次第に持ち直すだろう。3か月後の水準は131円前後と予想している。

今月の長期金利は0.0%を若干上回る水準での低迷が続いている。米長期金利の低迷が続いているうえ、国内でのコロナ感染拡大が金利を抑制している。今後は一時的にマイナス圏に突入する可能性も否定できないが、米長期金利の持ち直しが金利上昇圧力になっていこう。3か月後の水準は0.0%台後半と見込んでいる。



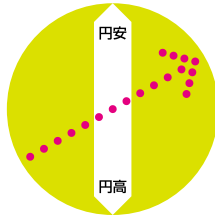
上席エコノミスト **上野 剛志**  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

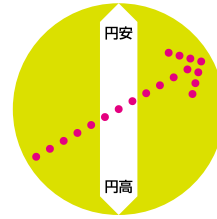


# Market Karte

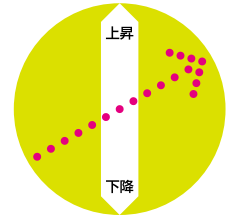
## September 2021



ドル円・3カ月後の見通し

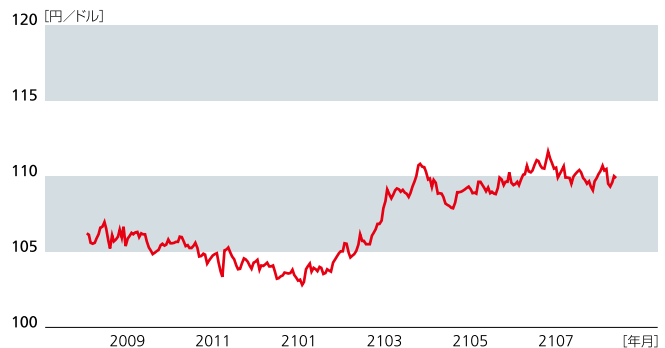


ユーロ円・3カ月後の見通し

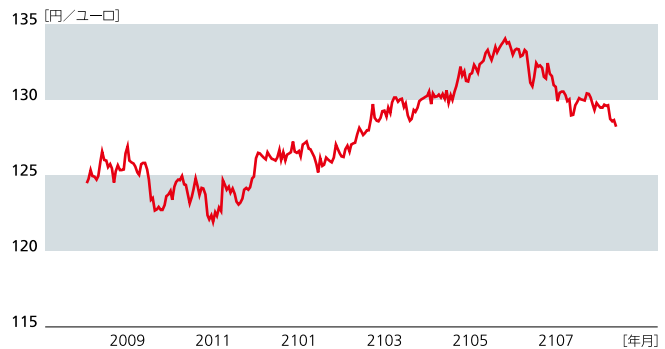


長期金利・3カ月後の見通し

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 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 インフルエンザワクチン接種者の新型コロナワクチン接種意向  
村松 容子 | 岩崎 敬子 [基礎研レポート | 2021/8/5号]
- 3 ワクチン接種後にやりたいこと  
～圧倒的に国内旅行、経済的余裕や子育て中など家庭環境で違いも  
久我 尚子 [基礎研レター | 2021/7/26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(2021年5月更新版)  
高山 武士 [経済金融フラッシュ | 2021/5/12号]
- 5 プラチナ価格は大化けするか？  
～既に6年ぶりの高水準に浮上  
上野 剛志 [エコノミストレター | 2021/5/7号]

**コラムアクセスランキング**

- 1 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]
- 2 「数学的帰納法」って何でしたっけ  
～「帰納法」と「演繹法」～  
中村 亮一 [研究員の眼 | 2021/8/6号]
- 3 女性も軍隊に、なぜ韓国では「女性徴兵論」が浮上したのだろうか？  
金 明中 [研究員の眼 | 2021/6/30号]
- 4 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 [基礎研REPORT-ColumnⅡ | 2021/8/5号]
- 5 2021年上半年・転入超過都道府県ランキング／神奈川県が社会純増トップエリアへ  
～新型コロナ人口動態解説(9)  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2021/8/16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21/7/26～21/8/22》

[www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)



変わる時代の確かな視点

**引取り猫の処分の状況** [9月20～26日は動物愛護週間]

Source : 環境省自然環境局「動物愛護管理行政事務提要」 Design : infogram©

