

ニッセイ基礎研 Report

Jan. 2022 Vol.298

- 02 変動金利型と固定金利型のどちらの住宅ローンを選択すべきか ● 福本 勇樹
- 04 パワーカップル世帯の動向 ● 久我 尚子
- 06 共同富裕に舵を切った中国 ● 三尾 幸吉郎
- 08 2021～2023年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 ESGに関する国際的な枠組み(イニシアチブ)を学ぼう ● 原田 哲志
- 11 FRBの「タカ派急旋回」にも反応の鈍いドル円、今後の動きは? ● 上野 剛志



地球を視る

1968年、アポロ8号が人類初となる
有人での月周回飛行を成功させた。
ミッション中のクリスマスイブ、宇宙飛行士たちが出会ったのが、
月の地平線から地球が上ってくる「地球の出」。
その息を飲む光景をウィリアム・アンダースがカメラに収めた1枚は、
2003年のライフ誌の特集「世界を変えた100枚の写真」に選ばれ、
「史上最も影響力を持った写真」と評された。

●

地球の出
ウィリアム・アンダース 1968年12月24日撮影
アメリカ航空宇宙局所蔵
From Wikimedia Commons

変動金利型と固定金利型のどちらの住宅ローンを選択すべきか

市場動向から最適な住宅ローンの借入戦略について考える



金融研究部 上席研究員 福本 勇樹
fukumoto@nli-research.co.jp

1——はじめに

住宅金融支援機構の「業態別の住宅ローン新規貸出額及び貸出残高の推移」によると、個人の住宅ローン借入残高は2021年3月末時点で約207兆円に達した。個人の住宅ローン借入残高が増加基調にある要因として、低金利環境の長期化、住宅ローン減税の順ざや、マンション価格の上昇の3つが挙げられる。

住宅金融支援機構の調査によると、低金利環境が長期化する中で、新規貸出における変動金利型住宅ローンの割合が徐々に拡大しており、2019年度は75%を占めている。

2021年10月時点で、金融機関が提供する住宅ローンの適用金利の最低水準は、変動金利型で約0.4%、固定金利型で約1.2%である。低金利環境だけでなく、利ザヤ確保のため、地域金融機関や新規参入銀行中心に住宅ローン獲得競争が激化していることも、変動金利型を中心に住宅ローンの適用金利に対する低下圧力になっているものと推察される。

また、住宅ローンの借入期間も長期化している。マンション価格の上昇に対して、相対的に取組時の適用金利の水準が低い変動金利型で借入れ、住宅ローン減税の経済的なメリットも享受しながら、毎月の返済額を抑制する個人が増えているものとみられる。

2——変動金利型と固定金利型のどちらを選択すべきか

取組時は変動金利型の方が固定金利型よりも適用金利が低い。そのため、取組時の返済額(元本返済+利息支払)で比較す

ると、変動金利型が固定金利型よりも小さくなる一方で、元本返済額のみを比較すると、変動金利型の方が固定金利型よりも大きくなる。また、変動金利型は10年国債利回りなどの市場金利が変動すると適用金利も変動するが、固定金利型は変動しない。よって、将来に金利が上昇すると、変動金利型の適用金利が取組時の固定金利型よりも高い水準になるリスクがある。また、固定金利型はローンの完済までの返済額が確定するので、将来の資金計画を立てやすいという利点もある[図表1]。

変動金利型を取り組むべきか、固定金利型を取り組むべきかという悩みの根本的なところは、「将来に金利上昇が生じるのか否か、金利上昇が生じたとしてもうまく乗り越えられるのか」という点にあると思われる。

このような根本的な悩みに対して、住宅ローンを検討する際に「金利上昇局面になってから機動的に固定金利型で借りればよい」という選択は本稿では推奨しない。その理由として、「一般的に金利上昇する際は変動金利型よりも固定金利型の方が早く適用金利が上昇するため」「将来の金利上昇を予測するのは難しいため」「住宅ローンの債務者は金利リスクをヘッジす

る手段に乏しいため」の3つが挙げられる。

これらの留意点を踏まえると、変動金利型の住宅ローン債務者が金利上昇リスクに備える手段は、金利上昇する前に住宅ローンの一部(または全て)を固定金利型で借り入れるか、将来の環境変化や損失に備えて預貯金などでリスクバッファを確保しておくくらいしかない。

1つ目の変動金利型と固定金利型の組合せ(ミックスローン)の活用については、金融理論では、相反するリスクをもつ金融商品をポートフォリオに組み入れると分散効果が働くことが知られている。元利均等返済で住宅ローンを取り組む前提だと、変動金利型と固定金利型のメリットとデメリットは相反している。このような相反関係にある金融商品は、金融理論から「組み合わせた方がよい」という答えが導かれる。どのような割合で取り組めばいいのかは、住宅ローンを借り入れる個人のリスク許容度に依存する。つまり、変動金利型で取組時の固定金利型を超えるような金利上昇が生じて、住宅ローンの返済が問題なく行える程度に収入と金融資産を保有しているのであれば、変動金利型の割合を大きくしても問題はない。一方で、変動金利型で取組時の固定金利型を

[図表1] 変動金利型と固定金利型のメリットとデメリットの比較(元利均等返済の場合)
筆者にて作成

	変動金利型	固定金利型
Pros (メリット)	・(金利上昇がなければ、)住宅ローン取組時の返済額が小さい ・(金利上昇がなければ、)返済額に占める元金が大きく、借入残高の減少スピードが速く、将来の利息支払額も減少していく	・適用金利が変動せず、将来の支払額が確定している ・金利が上昇しても返済額が変わらない
Cons (デメリット)	・適用金利が変動するので、将来の支払額が決まらない ・金利上昇時に返済額が大きくなる恐れがある	・(金利上昇がなければ、)住宅ローン取組時の返済額が大きい ・返済額に占める利息支払が大きく、借入残高の減少スピードが遅く、将来の利息支払額も大きくなる

※メリット・デメリットが相反的



ふくもと ゆうき
05年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入社。
14年ニッセイ基礎研究所(現職)。
日本証券アナリスト協会検定会員。

超えるような金利上昇が生じた際に、住宅ローンの返済が困難になるようなギリギリの収入水準や金融資産なのであれば、当初より返済額は大きくなるが固定金利型の割合を大きくした方がよい。

2つ目の「預貯金などの金融資産でリスクバッファを確保する」は、低金利環境が今後も長く継続すると期待できるのであれば、相対的に低利の変動金利型住宅ローンを借入れ、毎月の返済額を抑制しながら借入残高を減らしつつ、余裕が生じた分をリスクバッファとして預貯金などに回すという発想である。預貯金などのリスクバッファをもつことで金利上昇が生じた際の返済額の増加に対処できるだけでなく、繰り上げ返済の原資としても活用できる。繰り上げ返済を行えば、金利上昇が生じても将来の利息支払いの負担がある程度抑制できる。さらに預貯金などでリスクバッファを確保しておく、教育資金などで急な出費が必要になる際の資金に充てることもできる。

3——リスクバッファ付き変動金利型住宅ローンの効果検証

前項では、変動金利型住宅ローンを借り入れる際にとりうる対応策として2つの方法を紹介した。低成長・低インフレ・低金利が長く継続している状況から、しばらく「金利上昇はない」との判断で変動金利型住宅ローンを借り入れるのは自然な発想のように思われる。しかしながら、日本の経済成長率やインフレ期待が改善し、それに応じて日本銀行が金融緩和政策を縮小または解除すれば、金利上昇はまず間違いなく生じることになる。35年等の長い期間で変動金利型住宅ローンを借り入

れると、1~2%程度の適用金利の上昇がいずれ生じる可能性は否定できない。先に触れたが、もしかすると訪れるかもしれない将来の金利上昇に個人が備えることのできる手段は限られているため、本稿で提案したようなミックスローンや預貯金等での積立も組み合わせて対応していくことが望ましいだろう。

ここでは、2つ目のリスクバッファを持つという対応策について、具体的にその効果について検証してみたい。

以降、首都圏で6,200万円(2021年6月時点の平均水準)の新築マンションを購入する際に、不動産価格分をすべて元利均等返済型の変動金利型住宅ローン(取組時の適用金利:0.4%)の借り入れで賄う場合について、シナリオ分析を行っていく。変動金利型住宅ローンの適用金利が0.4%(一定)で推移し、0年後、5年後、10年後、15年後、20年後、25年後、30年後のどこかで1%、2%または3%の金利上昇が生じた(上昇後は一定で推移)と仮定して、金利上昇と同時に積み立てた預貯金で繰り上げ返済した際の毎月の返済額を計算する。

この例では、変動金利型で借り入れた場合(毎月15万8,218円)と固定金利型(取組時の適用金利:1.2%)で借り入れた場合(毎月18万855円)で毎月の返済額に2万2,637万円の差がある。この差額を預貯金で毎月積み立てていき、繰り上げ返済の原資として用いる。ここでは、繰り上げ返済に借入期間を変更しない「返済額軽減型」を採用する。

図表2に分析結果を示している。適用金利が1%程度の上昇であれば、5年後に金利上昇が生じても変動金利型住宅ローン

の方が毎月の返済額が小さくなるのが分かる。このまま低金利環境がこの先5年以上継続して、金利上昇幅も1%程度に収まるのであれば、固定金利型住宅ローンで借り入れた気持ちになって変動金利型住宅ローンで借り入れ、返済額の差額を繰り上げ返済の原資として預貯金で積み立てていくのは、それなりに合理性のある判断だということになる。

〔図表2〕変動金利型住宅ローンのシナリオ分析結果(繰り上げ返済あり)

筆者にて作成 (円)

金利上昇の 発現と 繰り上げ 返済の 実行	金利上昇 なし (0.4%)	1%上昇 (1.4%)	2%上昇 (2.4%)	3%上昇 (3.4%)
0年後	158,218	186,812	218,338	252,661
5年後	154,214	178,023	203,967	231,972
10年後	148,701	167,769	188,288	210,223
15年後	140,549	154,919	170,180	186,318
20年後	127,115	136,834	147,012	157,646
25年後	100,476	105,588	110,864	116,302
30年後	21,008	21,544	22,089	22,643

一方で、適用金利の上昇幅が2%程度になると、繰り上げ返済を行ったとしても、変動金利型住宅ローンの返済額の方が小さくなるには15年程度低金利政策が継続する必要があることが分かる。このような2%程度の金利上昇のリスクにも備えていく場合には、例えば、住宅ローン減税による所得税控除分も含めて繰り上げ返済の原資を拡大する、ミックスローンで固定金利型の割合を大きくして当初の返済額が大きくなるデメリットを享受して想定以上の金利上昇に備える、といった対応策も合わせて検討していく必要があるだろう。

本稿の分析が、住宅ローンを借り入れる個人の家計管理に寄与できるのであれば幸いである。

パワーカップル世帯の動向

コロナ禍でも増加、夫の年収1500万円以上でも妻の約6割は就労



生活研究部 上席研究員 久我 尚子
kuga@nli-research.co.jp



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。

1——世帯の所得分布の全体像

近年、共働き世帯が増え、妻が夫並みに稼ぐ「パワーカップル」の存在感も増している。パワーカップルには明確な定義はなく、夫婦の合計年収に注目したものや、年収に加えて金融資産の量も考慮したもの、あるいは政治家や事業家など影響力のある夫婦を指すこともあるが、本稿では一定程度の裁量権を持つ年収水準であることなどを考慮し、夫婦共に年収700万円以上の世帯と定義する。

パワーカップルの状況を捉える前に、まず、世帯の所得についての全体像を確認する。厚生労働省「令和元年国民生活基礎調査」によると、総世帯(5,179万世帯)の年間平均所得は552万円、中央値は437万円である。高所得世帯に注目すると、1,200～1,500万円未満は全体の3.8% (198万世帯)、1,500～2,000万円未満は2.1% (109万世帯)、2,000万円以上は1.3% (65万世帯)を占める。なお、この10年ほど、いずれも横ばいで推移している。また、これらの高所得世帯は世帯主の年齢は50歳代前後、南関東や東海、大都市で多い傾向がある。

2——パワーカップル世帯の動向

1 | 共働き夫婦の年収分布

次に、パワーカップルを含む共働き世

帯の状況を見ると、2020年の世帯数は1,621万世帯で総世帯の約3割を占める(総務省「令和2年労働力調査」)。

共働き世帯について、妻の年収階級別に夫の年収階級の分布を見ると、妻の年収が高いほど夫も高年収の割合が高まる傾向がある[図表1]。年収1,000万円以上の妻の80.0%が夫も年収1,000万円以上であり、その割合は以前より上昇している(2016年は75.0%)。

一方で、妻の年収が200万円未満を除くと、妻の年収が低いほど夫も低年収の割合が高まる傾向がある。つまり、高年収同士、あるいは低年収同士が夫婦となることで、夫婦(世帯)間の経済格差の存在が窺える。

なお、妻の年収200万円未満(収入無し

を除く)では、逆に夫の年収は低年収の割合が低下し、年収500万円以上の割合が高まる。これは、夫が一定の年収を得ているために、自身の収入を増やすよりも夫の扶養控除枠を意識して働く妻が増えることなどがあげられる。

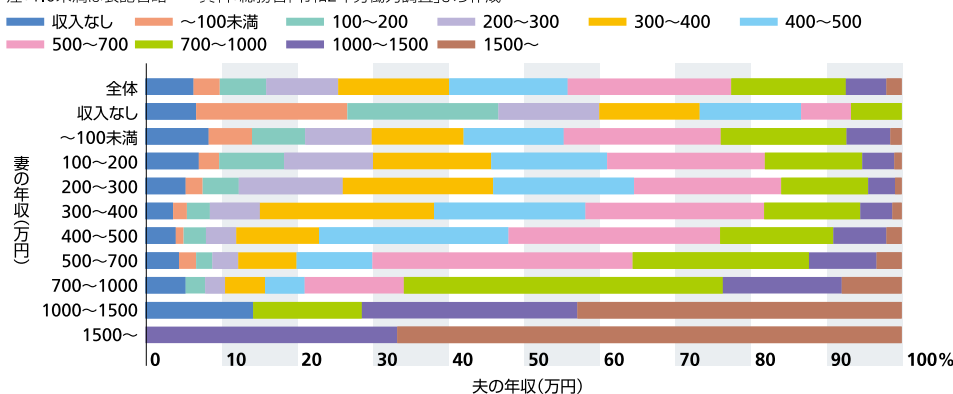
2 | パワーカップル世帯数の推移

夫婦共に年収700万円以上のパワーカップル世帯に注目すると、2020年は34万世帯で総世帯の0.62%^{*1}、共働き世帯の2.1%を占める[図表2]。

なお、前述の通り、パワーカップルの定義は様々であり、参考までに、夫婦の合計年収が2千万円前後・以上の世帯^{*2}を見ると、14～29万世帯で総世帯の0.25～0.52%、共働き世帯の0.86～1.8%を占める。先に見た通り、年間所得2千万円以

[図表1] 妻の年収階級別に見た夫の年収階級分布(2020年)

注: 1.0未満は表記省略 資料: 総務省「令和2年労働力調査」より作成



[図表2] 夫婦の年収階級別に見た共働き世帯数(2020年) 注: 図表2は図表1を世帯数で見たもの。

(万世帯)		夫の年収(万円)									
		全体	収入なし	～100未満	100～200	200～300	300～400	400～500	500～700	700～1000	1000～1500
妻の年収(万円)	全体	1621	101	55	98	150	234	248	344	241	86
	収入なし	18	1	3	3	2	2	2	1	1	0
	～100未満	474	39	27	33	41	57	62	97	78	27
	100～200	446	31	12	38	52	69	68	92	57	19
	200～300	228	12	5	11	31	45	42	44	26	8
	300～400	166	6	3	5	11	38	33	39	21	7
	400～500	100	4	1	3	4	11	25	28	15	7
	500～700	90	4	2	2	3	7	9	31	21	8
	700～1000	39	2	0	1	1	2	2	5	16	6
	1000～1500	9	1	0	0	0	0	0	0	1	2
	1500～	4	0	0	0	0	0	0	0	0	1

夫妻の合計年収(万円)	世帯数(万世帯)	総世帯に占める割合(%)	就業者夫婦世帯に占める割合(%)
2000以上	14	0.25	0.86
2000前後	15	0.27	0.93
1500～2000未満	17	0.31	1.05
1500前後	110	1.99	6.79
1000～1500未満	72	1.30	4.44
1000前後	246	4.45	15.18
※参考: 夫婦共に700以上	34	0.62	2.10

上の世帯は全体の1.3%であるため、このうち共働き世帯は3割前後を占めると見られる。また、夫婦の合計年収1500万円前後・以上まで広げると、46～156万世帯で総世帯の0.83～2.8%、共働き世帯の2.8～9.6%を占める。

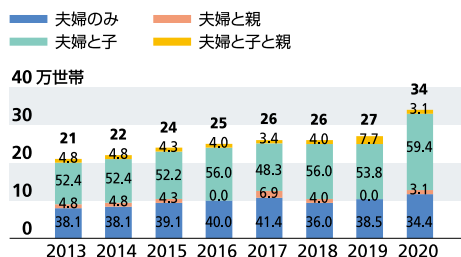
視点を夫婦共に年収700万円以上のパワーカップルに戻すと、その世帯数は近年、増加傾向にある[図表3]。

なお、2019年から2020年にかけての大幅な伸びは2021年以降の変化を考慮して判断すべきだ。なぜならば、当該データの公表値は1万世帯単位であり、現在のところ、単位に対してパワーカップル世帯数が少ないため、内訳として公表されている世帯種類別の世帯数を合算すると総数と差が生じるため、世帯種類別の世帯数の合算値に対する各世帯種類の割合を算出し、総数に占める割合として示している。

パワーカップル世帯の内訳を見ると、2020年では夫婦と子世帯が約6割、夫婦のみ世帯が約3割を占める。

【図表3】世帯類型別に見たパワーカップル（夫婦共に年収700万円以上の世帯数）

注：太字は総数。世帯数の公表値に用いられる単位に対してパワーカップル世帯数が少ないため、内訳として公表されている世帯種類別の世帯数を合算すると総数と差が生じるため、世帯種類別の世帯数の合算値に対する各世帯種類の割合を算出し、総数に占める割合として示している。
資料：総務省「労働力調査」より作成



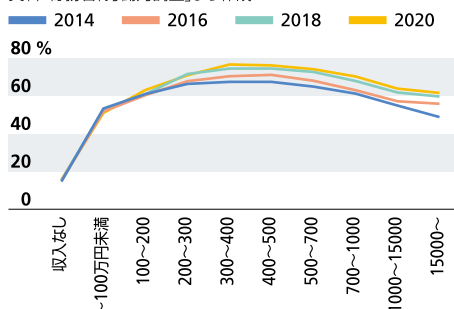
3 | 夫の収入別に見た妻の就労状況

労働経済学では古くから、夫の収入が高いほど妻の就業率が下がるという「ダグラス・有沢の法則」があるが、2020年のデータを見ても、夫の年収400万円以上では同法則が成立している[図表4]。

一方で夫の年収によらず妻の労働力率は全体的に上昇傾向にあり、夫が高収入の世帯でも妻の多くは働くようになっていく。例えば、夫の年収が1500万円以上の世帯を見ると、2014年から2020年にかけて、妻の労働力率は48.8%から61.5%（+12.7%pt）へ、世帯数は20万世帯から

【図表4】夫の年収階級別に見た妻の労働力率

資料：総務省「労働力調査」より作成



32万世帯（+12万世帯）へと増えている。

また、夫が高年収の世帯ではフルタイムで働く妻（週35時間以上就業の雇用者）もやや増えている（図表略）。夫の年収が1500万円以上の世帯では、2014年から2020年にかけて、フルタイムで働く妻の割合は14.6%から17.3%（+2.7%pt）へ、世帯数は6万世帯から9万世帯（+3万世帯）へと増えている。なお、夫の年収が700万円以上の世帯に広げて見ると、フルタイムで働く妻の割合は17.4%から21.2%（+3.8%pt）へ、世帯数は78万世帯から114万世帯（+36万世帯）へと増えており、このうち約3割がパワーカップルと言える。

3——就労環境整備は有効な消費喚起策

パワーカップル増加の背景には、近年、仕事と家庭の両立環境の整備が進んだことで、出産後も正社員として働き続けることで収入を大幅に減らさずにキャリアを積む女性が増え、若い世代でパワーカップルが増えていることがあげられる。

また、世の中が変わることで、価値観が変容した影響もあるだろう。共働きがスタンダードになる中で、仕事と家庭のどちらかを選ぶのではなく、仕事も結婚も子どもを持つことも望む女性が増えている^{*3}。また、30代以下の世代は男子も家庭科が必修科目となった世代だ。さらに、女性の大学進学率が短大進学率を上回った後に進学先を選び、「男女雇用機会均等法」にて男女差別が全面撤廃された後に社会人となった世代だ。日本社会では依然として男女の役割分担意識が存在するが、これまでの世代と比べて、女性が男性のサポートに回るのではなく、男女が肩を並べて社会で活躍する

ことをごく普通のこととして捉える意識が格段に強まっているだろう。そして、それは女性だけでなく男性にも言えることだ。

コロナ前は共働き世帯による活発な消費が様々な文脈で話題となっており、洗濯乾燥機やロボット掃除機などの時短家電やカット野菜などの時短食材、家事代行サービスなどの利用のほか、パワーカップルが都心の高級マンション市場を牽引しているといった見方もあった。テレワークが浸透したことで働き方は変容したが、特に子どもがいる共働き世帯では、仕事と家庭の両立に十分な時間があるとは言えず、引き続き時短を叶える（時間を買う）需要は強いと見られる。また、都市部ではコロナ禍でも中学受験が活発であり、受験年齢の低年齢化などによって教育への支出が増えているとの報道^{*4}もあるが、やはり、これらの市場にもパワーカップルの姿があるのだろう。パワーカップルは全体からすればごく僅かだが、消費意欲は旺盛と見られ、消費市場へのインパクトは無視できない。今後も一部の消費市場を活性化させ、その規模はじわりと拡大していくと見られる。

ところで、年収階級別に単身勤労者世帯の男女の消費性向を比べると、女性が男性をおおむね上回る（総務省「全国家計構造調査」）。これまでも様々なマーケティングの文脈で言われてきた通り、女性の方が男性より消費意欲は旺盛だ。つまり、女性が働き続けられる環境が整備され、その収入が増えれば個人消費の底上げにつながる。また、夫婦世帯単位で見ても、現役世代の世帯収入が増えれば消費に結びつきやすい。

仕事と家庭を両立するための就労環境の整備と言うと消費施策としては遠回りのようなのだが、その効果への期待は大きい。

【*1】ここでの総世帯は総務省「2020年労働力調査」における二人以上世帯と単身世帯を合わせた5,524万世帯。

【*2】妻の年収1,500万円以上で夫の年収500万円以上など合計が2,000万円以上に加えて、妻の年収1,000～1,500万円未満で夫の年収500～1,000万円及びその逆のパターンを加えたもの。

【*3】久我尚子「続・働く女性の管理職希望」（2019/5/10）、ニッセイ基礎研究所、基礎研レター

【*4】「小学校受験、増える傾向続く」（朝日新聞、2021/11/13、朝刊24面）等。

共同富裕に舵を切った中国

文化大革命に逆戻りし経済発展が止まるのか？



経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎

mio@nli-research.co.jp

1——問題の所在

習近平政権が“共同富裕(皆が共に豊かになる)”の実現に向けて統制を強化し始めた。アリババ集団など巨大IT企業に対する独占禁止法違反を理由とした罰金徴収、芸能人に対する税務調査強化や罰金徴収、富裕層の財産に対する課税強化や第三次分配(高額寄付)の奨励など金持ち崇拝を戒めるような動きがでてきたのに加えて、高価で庶民の生活を苦しめる“新三座大山”^{*1}(教育、不動産、医療)の退治に乗り出している。さらに、習近平思想を小中高校で必修化したり、ライブ配信では芸能人を応援する“投げ銭(おひねり)”を未成年者には禁止したりと、若年層への教育的指導も目立ってきた。そして、習近平政権が文化大革命を発動した毛沢東が唱えた共同富裕に舵を切ったことで、文化大革命へ逆戻りするのではないかとの懸念が浮上している。それでは、中国は本当に文化大革命に逆戻りしてしまうのだろうか。また共同富裕に向かうことは中国経済にどんな影響をもたらすのだろうか。

2——習近平政権が誕生する前の共同富裕

改革開放前の中国では、共同富裕を優先する毛沢東らと経済発展を優先する鄧小平らが対立していた。鄧小平は当時の状況下で共同富裕を優先すると“共同貧困”に陥りかねないとの考えの下、経済発展を優先すべきだと主張していた。一方、当時最高指導者の地位にあった毛沢東は、共同富裕を損なうと考えた措置には断固として反対したため、1962年頃から鄧小平らが進めていた経済発展を優先する運営を許容することができず、1966年8月に

は「司令部を砲撃せよ」と題した評論を人民日報に掲載し、文化大革命を始めることとなった。毛沢東が亡くなった後もその路線対立は続いたが、鄧小平が“先富論(一部の地域や一部の人が先に富を得てもよく、あとで他の地域や他の人々を助けて、徐々に共同富裕に到達することにしよう)”を唱えて、共同富裕を棚上げし、経済発展を優先する運営に舵を切った。そして中国は、世界第2位の経済大国に発展し、一人当たりGDPが増えて、最貧国を脱して徐々に豊かな国になっていった。

3——習近平政権が目指す共同富裕

習近平政権が目指す共同富裕の在り方を公式文書などから読み解くと、下記3点から毛沢東のそれよりも鄧小平のそれに近いと考えられる。第一に習近平政権は中国がおかれた現状を“社会主義初級段階”と認識している点である。社会主義初級段階というのは鄧小平時代の1987年に提示された概念で、当該段階では“4つの近代化≡改革開放”が主要任務とされている。第二に毛沢東が目指した画一的な平均主義を明確に否定している点である。21年8月

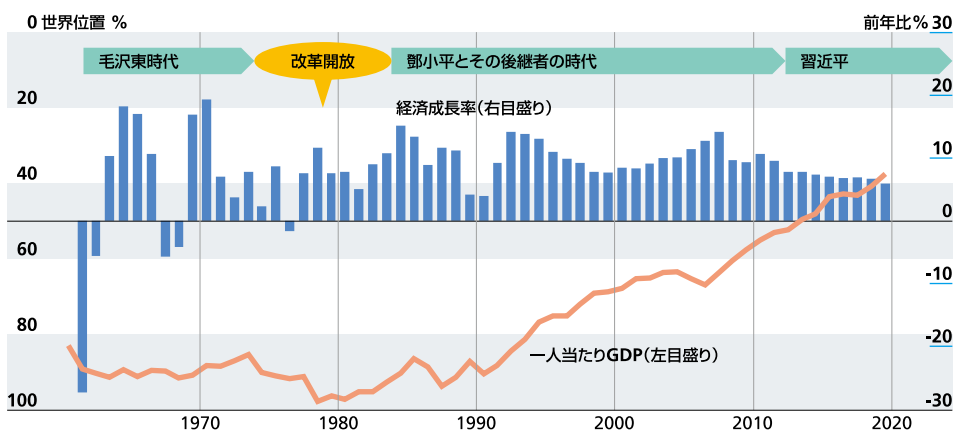
17日に開催された中央財經委員会第10回会議では「共同富裕は人民全体の富裕であり、人民大衆の物質生活・精神生活がいずれも富裕になることであり、少数の人の富裕ではないし、画一的な平均主義でもない」としている。第三に共同富裕を長期目標としている点である。前述の中央財經委員会第10回会議では「共同富裕を段階的に促進しなければならない」として急進的な推進を排除している。さらに、共同富裕モデル区を浙江省に設けて段階的に展開しようとしていることから、広東省(深圳)や福建省(アモイ)などに経済特区を設けて沿海部が先に豊かになることを許した鄧小平の運営スタイルに近いと考えられる。

4——文化大革命に逆戻りするのか？

文化大革命に逆戻りする可能性を考えると、下記3点からその可能性は極めて低いと見られる。第一に前述したように習近平政権の共同富裕に対する考えが毛沢東よりも鄧小平に近いことが挙げられる。第二にここもとの統制強化は「改革を全面的に深化させる」措置の一環と考えられることである。2013年11月に開催された

[図表] 中国の成長率と一人当たりGDPの推移

資料：中国国家统计局、世界銀行のデータを元に筆者作成 注：世界位置は(中国の順位÷対象国数)で計算





みお こうきちろう
82年日本生命保険相互会社入社。
94年に米国パナゴラ投資顧問へ派遣、
00年ニッセイアセットマネジメント等を経て、
09年ニッセイ基礎研究所、13年より現職。

第18期3中全会で習近平政権は「改革を全面的に深化させる」方針を示した。そこでは「市場が資源配分の中で決定的役割を果たす」とし、「核心の問題は政府と市場の関係」にあること、そして「政府の過剰介入」と「政府の監督が不十分」という両面から問題解決を図ることが肝要であると指摘している。したがって「政府の監督が不十分」だったと反省した所に対しては統制を強化するが、一方で「政府の過剰介入」にならぬよう気を付けることを予定していることになる。第三に習近平の政権基盤が既に固まっていることである。文化大革命を発動した1966年の毛沢東は中国共産党トップ（主席）ではあったものの、中国政府トップ（国家主席）は劉少奇が務めていた。しかし、現在の習近平国家主席は中国共産党トップ（総書記）を兼務しており、2017年に開催された第19回党大会では自らの名前を冠した「習近平の新時代の中国の特色ある社会主義思想」を共産党章程（党規約）に入れるなど政治基盤がしっかり固まっている。したがって毛沢東のように「司令部を砲撃せよ」として階級闘争を呼びかける動機がない。

5—— 共同富裕が中国経済に与える影響

他方、共同富裕に向かうには、それを実現する上で必要な統制措置を強行することが必要となるため、中国経済には多かれ少なかれ影響を与える。そのポイントとしては下記3点が挙げられる。

第一は共同富裕に向かうスピードの問題である。急ぎ過ぎれば経済発展を止める可能性が高まり、ゆっくりならその可能性は低くなる。習近平政権は21世紀半ばの実現を目標とし、それに先立って浙江省

を共同富裕モデル区に設定して実証実験から始めることとしているため、約30年かけて浙江省から全国へと広げていくこととなる。したがって、共同富裕に向けた措置が、経済発展を止めるような急スピードで進むとは考えづらい。

第二は貧富の格差をどの程度まで縮めるかである。国際連合開発計画の報告によれば、中国では上位1%の富裕層が得ている所得が全体の13.9%に達した。それを一気に縮小するとなれば、リスクを伴う企業家精神（アントレプレナーシップ）が委縮して経済への打撃が大きくなる。習近平政権は「中間が大きく両端が小さいオリーブ型の分配構造」を目指すとしている。現在の所得分布は富裕層が少なく貧困層の多い三角形と見られるが、これを中間層の多いオリーブ型にするには、富裕層の財産を減らすとともに、その資金を貧困層の救済や教育に投入することにより、経済的に自立した中間層を増やすことになる。但し、現時点では目指すオリーブの姿は明確でない。浙江省での実証実験を待つしかないだろう。

第三は「第1次分配、再分配、第3次分配」に関する具体的な制度設計である。第1次分配で生産性の改善ペースを上回るような労働分配率の引上げを行えば企業は疲弊するし、再分配で不動産税（日本の固定資産税に相当）の全国展開を急ぎ過ぎれば不動産バブルが崩壊する恐れも排除できない。一方、労働分配率を適切に引上げ、個人所得税の累進性を適切に強めることができれば、中間層が育ち個人消費を盛り上げる可能性もある。さらに第3次分配で先に成功した企業家が、その潤沢な資金をスタートアップ企業の支援や育成に向け

るように導くことができれば、企業活動の生態系（エコシステム）を大きく発展させる起爆剤となる可能性もある。

6—— 経済成長率の見通し

以上のように現在は習近平政権の目指す共同富裕の姿がおぼろげに見え始めた段階で、その影響を定量化するのは時期尚早と言えるだろう。しかし、共同富裕に向かうためには、これまで自由だった経済活動に制限を加えることが必要となる。貧富の格差や腐敗・汚職の蔓延が是正されれば持続可能性は高まるだろうが、企業家精神（アントレプレナーシップ）やイノベーションに対する打撃は避けられず、経済成長にはマイナスのインパクトをもたらすだろう。

一方、経済発展を止めてしまうようなことにもならないだろう。習近平政権は今後、前述した制度設計を具体化する段階に入るため経済が失速するリスクは高まる。しかし、鄧小平以来の歴代政権が尊重してきた科学的分析に基づく“实事求是”や“摸着石頭過河”^{*2}（踏み石を探って川を渡る）の心構えを失わない限り、共同富裕モデル区における実証実験などで試行錯誤を繰り返しつつも、経済発展と共同富裕の最適バランスを探ることとなり、盲目的に共同富裕に邁進するとは考えにくい。したがって、共同富裕に向かうことで経済成長率は下がるだろうが、それは身の丈に合った経済成長率に戻るだけに過ぎないと筆者は考えている。

【*1】中国建国（1949年）前の新民主主義革命期においては、庶民を苦しめる帝国主義、封建主義、官僚資本主義の3つを三座大山と呼んだ

【*2】摸着石頭過河とは必ず突破しなければならないことだが、確証がないものについては、しばらくは実践を重んじ、創造を重んじ、大胆に模索し、勇気をもって切り開くよう励まし、経験を得て見定めてから、再び押し開くように前進すること

2021～2023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——2四半期ぶりのマイナス成長

2021年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.9%（年率▲3.6%）と2四半期ぶりのマイナス成長となった。緊急事態宣言の長期化や半導体不足などの供給制約の影響で、民間消費（前期比▲1.3%）、住宅投資（同▲1.6%）、設備投資（同▲2.3%）がいずれも大幅に減少し、国内民間需要が2四半期ぶりに減少した。ワクチン接種の進捗を反映し政府消費が前期比1.0%の高い伸びとなり、公的需要が3四半期連続で増加したが、民間需要の落ち込みをカバーするには至らなかった。

日本経済は、新型コロナウイルス感染症の影響で2020年4-6月期に過去最大のマイナス成長となった後、2四半期連続で前期比年率二桁の高成長を記録したが、緊急事態宣言が再発令された2021年入り後は停滞が続いている。

2——交易条件の悪化で海外への所得流出が加速

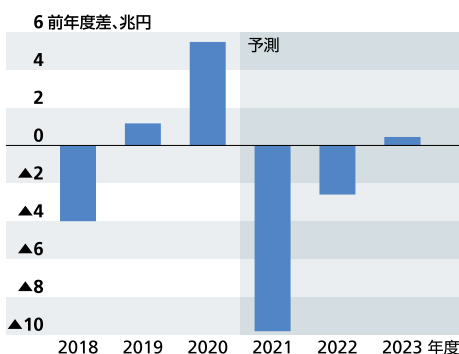
世界的に経済活動の正常化が進む中、原油をはじめとした資源価格が大きく上昇している。2021年11月の輸入物価指数は前年比44.3%と約40年ぶりの高い伸びとなった。世界経済の回復を反映し輸出物価も上昇しているが、輸入物価の伸びを大きく下回っているため、交易条件指数（輸出物価指数/輸入物価指数）は急低下している。

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統計の交易利得は、2021年1-3月期が前期差▲3.2兆円、4-6月期が同▲2.4兆円、7-9月期が同▲3.4兆円と大幅な減少が続いており、10-12月期は減少幅がさらに拡大する可能性が高い。2021年度の交

易利得は前年度差▲9.8兆円となり、現行のGDP統計（1994年度～）では2011年度の前年度差▲6.3兆円を上回る過去最大の悪化幅となることが予想される[図表1]。

[図表1] 交易利得の見通し

資料：内閣府「四半期別GDP速報」



易条件悪化に伴う海外への所得流出は、企業と家計が負担することになる。企業が輸入物価上昇に伴うコスト増を価格転嫁できなければ企業収益が圧迫され、価格転嫁が十分に行われた場合には、企業の負担は軽減される一方、消費者物価の上昇を通じて家計の負担が増加するという関係がある。

財務省の「法人企業統計」によれば、2021年度上半期の製造業の経常利益は、コロナ禍で2020年度に大きく落ち込んだこともあり、前年差9.1兆円の大幅増益となった。経常利益の増加額を売上数量と交易条件に要因分解すると、売上数量の高い伸びが経常利益を16.5兆円押し上げる一方、輸入物価上昇に伴う交易条件の悪化が経常利益を▲4.8兆円押し下げている（その他が▲2.6兆円）。

一方、企業間取引の物価（輸入物価、国内企業物価）が大きく上昇している中、消費者物価上昇率はほぼゼロ%にとどまっております。現時点では輸入物価上昇に伴う

家計負担は限定的にとどまっている。しかし、燃料費の変動が価格転嫁されやすいエネルギー（電気代、ガス代、灯油、ガソリン）はすでに大幅に上昇している。原油高の影響が遅れて反映される電気代、ガス代は今後上昇ペースが加速するため、家計の負担は一段と高まる公算が大きい。

エネルギーは生活必需品に近い性質を持つため、価格の上昇に合わせて購入量を減らすことが難しい。灯油の使用量が多い寒冷地域を中心にエネルギー以外の選択的支出を抑えることが消費全体を抑制するリスクがある。

3——緊急事態宣言の解除で消費が急回復

2021年に入ってからほとんどの期間で実施されていた緊急事態宣言、まん延防止等重点措置は9月末で解除された。人流データ（小売・娯楽施設の人出）を確認すると、2021年夏場の人出は前年を下回ったが、緊急事態宣言の解除を受けて持ち直している。10月の人出は感染症への警戒感が残っていることもあり前年とほぼ同水準にとどまっていたが、新型コロナウイルスの感染者数が低水準で推移していることを反映し、11月に入ってから前年の水準を明確に上回っている。

2021年10月以降の消費関連指標は、緊急事態宣言の解除を受けて、これまで低迷が続いてきた外出、旅行などの対面型サービスを中心に個人消費が急回復していることを示している。

日本銀行の「消費活動指数」によれば、2021年10月の実質消費活動指数（旅行収支調整済）は前月比4.3%の増加となり、特に人出との連動性が高いサービス

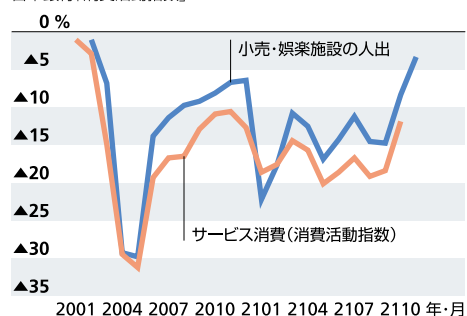


さいとう・たろう
92 年日本生命保険相互会社入社。
96年 ニッセイ基礎研究所、19年より現職。
12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。
優秀フォーカスターに8回選出。

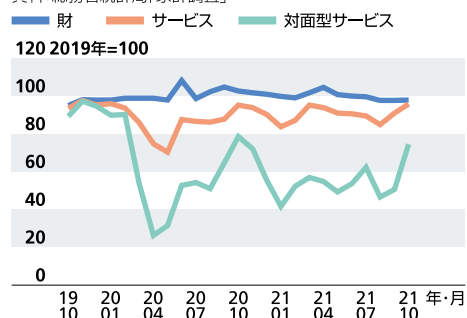
消費が同8.0%の高い伸びとなった。11月の人出が10月よりも明確に増えていることを踏まえると、11月のサービス消費はさらに水準を切り上げる可能性が高い[図表2]。また、総務省統計局の「家計調査」によれば、対面型サービス消費(一般外食、交通、宿泊料、パック旅行費、入場・観覧・ゲーム代)は、2020年秋頃にいったんコロナ前の8割程度の水準まで回復した後、2021年入り後は緊急事態宣言の再発令を受けて5割前後の水準に落ち込んでいたが、2021年10月は緊急事態宣言の解除を受けて前月比47.4%と急回復し、2020年秋頃の水準に戻った[図表3]。

夏場の景気を大きく下押しした供給制約も和らぎつつある。自動車生産は、半導

[図表2] 小売・娯楽施設の人出とサービス消費
注: 小売・娯楽施設の人出は2020年1月3日~2月6日の当該曜日の中央値との比較。サービス消費は2019年平均からの乖離率
資料: Google「コミュニティ モビリティレポート」、日本銀行「消費活動指数」



[図表3] 対面型サービス消費は緊急事態宣言解除後に急回復
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」



体不足や東南アジアからの部品調達難の影響で、2021年7月から9月までの3ヵ月で40%以上減少し、自動車販売の急速な落ち込みにつながっていた。しかし、10月の自動車生産は前月比15.9%と4ヵ月ぶりの増加となり、11月、12月も大幅増産計画となっている。また、自動車販売は9月に前月比▲32.0%と大きく減少した後、10月が同13.3%、11月が同23.8%の増加となり、9月の落ち込みの8割以上を取り戻した。供給制約に伴う自動車生産の落ち込みには歯止めがかかっており、先行きは挽回生産とそれに伴う販売増が期待できるだろう。

4——実質GDP成長率の見通し

2021年10-12月期は前期比年率8.3%の高成長になると予想する。緊急事態宣言の解除を受けて外食、旅行などの対面型サービス消費が回復し、民間消費が前期比2.8%の高い伸びとなることが高成長の主因となる。7-9月期に減少した設備投資も、企業収益の改善を背景に基調としては持ち直しの動きが続いており、10-12月期は増加に転じる可能性が高い。

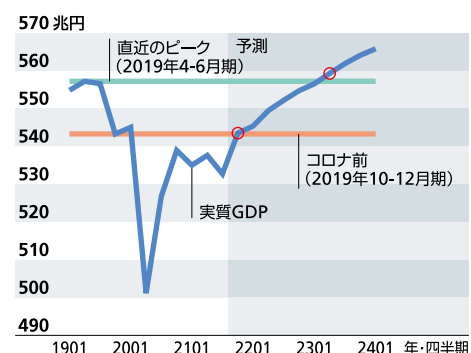
この結果、2021年10-12月期の実質GDPはコロナ前(2019年10-12月期)の水準を上回ることが予想される。ただし、2019年10-12月期は消費税率引き上げの影響で前期比年率▲9.2%の大幅マイナス成長となっており、新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化する前に平常時よりも経済活動の水準が落ち込んでいた。コロナ前(2019年10-12月期)の実質GDPは直近のピーク(2019年4-6月期)より▲2.5%も低い。実質GDPがコロナ前の水準を回復したとしても経済正常化が

実現したとはいえない。

先行きの日本経済はこれまでと同様に、新型コロナウイルスの感染動向とそれに対応する公衆衛生上の措置によって大きく左右される展開が続くだろう。現在、日本では感染状況が非常に落ち着いた状態が維持されているが、世界的にはいったん落ち着いた感染者数が再び増加している国が散見される。日本でも、オミクロン株の流行などによって、今後感染者数が増加に転じる可能性は否定できず、その際に緊急事態宣言などの行動制限の強化に踏み切れば、対面型サービス消費を中心に経済活動が再び落ち込むリスクがある。一方、医療体制の拡充や医療資源の適正な配分などを十分に進めておけば、感染者数が一定程度増加しても経済活動を制限する必要性は低下し、景気が大きく上振れる可能性がある。

実質GDP成長率は2021年度が2.7%、2022年度が2.5%、2023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2021年10-12月期、直近のピーク(2019年4-6月期)に戻るのには2023年4-6月期と予想している[図表4]。

[図表4] 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」



ESGに関する国際的な枠組み(イニシアチブ)を学ぼう



金融研究部 准主任研究員 原田 哲志
harada@nli-research.co.jp



はらだ さとし
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—— ESGに関する国際的なイニシアチブの策定が進む

気候変動や人権問題への関心の高まりを背景にESG投資の拡大が続いている。こうした中、社会課題への取組みを推進するために、様々な国際的なESGに関する枠組み(イニシアチブ)とその運営組織が設立されている。こうしたESGに関するイニシアチブに賛同する企業や投資家は年々増加しており、その影響力は増している。

2—— 代表的なESGに関するイニシアチブ

ESGに関するイニシアチブは社会課題への取り組みの方針、企業などの情報開示の枠組み、投資や金融に関する枠組みに大きく分けられる[図表1]。

[図表1] ESGに関する主な国際イニシアチブと関連組織

出所: 各所資料をもとにニッセイ基礎研究所作成



社会課題への取り組みの方針に関する代表的なイニシアチブとしては国連グローバルコンパクト(United Nations Global Compact: UNGC)が挙げられる。国連グローバルコンパクトは1999年の世界経済フォーラム(ダボス会議)でコフィー・アナン国連事務総長(当時)が提唱した企業などがリーダーシップを発揮し、持続可能な社会を実現するためのイニシアチブである。

また、社会課題への取り組みの方針は

「気候変動に関する国際連合枠組条約(United Nations Framework Convention on Climate Change: UNFCCC)」などの国際条約でも取決めがされている。

情報開示については「GRIスタンダード(Global Reporting Initiative: GRI)」、「気候関連財務情報開示タスクフォース(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)」といったイニシアチブが挙げられる。

また、2021年11月、国際会計基準(International Financial Reporting Standards: IFRS)の策定を担うIFRS財団は国際サステナビリティ基準審議会(International Sustainability Standard Board: ISSB)の設立を発表した。同時に、2022年6月を目処に、これまでESGに関する開示基準の策定を行ってきた気候変動開示基準委員会(Climate Disclosure Standards Board: CDSB)と価値報告財団(Value Reporting Foundation: VRF)をISSBに統合すると発表している。

ESGに関する開示は、開示基準を策定するイニシアチブが多数存在することによって企業の情報開示に関する負担の増加が指摘されており、開示基準の収れんが求められている。こうしたことから、イニシアチブの統合と連携による開示基準の収れんが進められている。

3—— 責任投資原則(PRI)

投資や金融に関連する代表的なイニシアチブとしては、多くの機関投資家が署名しており特に重要な存在である「責任投資原則(Principles for Responsible Investment: PRI)」がある[図表2]。PRI

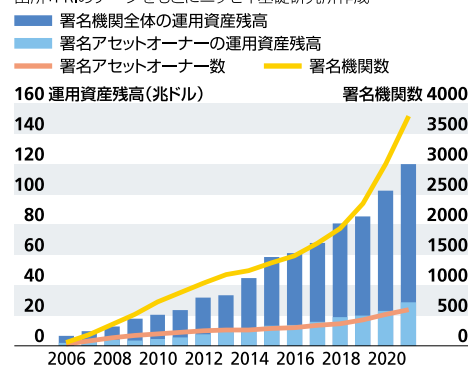
は2006年にコフィー・アナンが提唱したESG投資に関する原則であり、ESGに配慮した投資を実際に行うための6つの原則から成り立っている。

PRIは、これらの原則のもと署名機関によるESG投資の実績を積み重ねることでESG投資の実例や知見を蓄積し、ESG投資のさらなる普及拡大を図っている。そのために、PRI事務局は署名機関にESG投資の研修プログラムや情報共有など様々な支援を行っている。

[図表2] PRIの署名者数と運用資産残高の推移

注: 機関投資家は、アセットオーナーと運用機関に大別される。年金基金や保険会社など資金の出し手をアセットオーナーと呼ぶ。アセットオーナーから資金の運用を受託し、実際に企業への投資を行う機関を運用機関と呼ぶ。

出所: PRIのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



気候変動をはじめとした国際的な社会課題に個々の投資家が独力で対処するのは難しい。しかし、PRIをはじめとしたイニシアチブのもとで各国の投資家が連携していくことが、国際的な社会課題への取組みを進める原動力となっている。

国際的なイニシアチブへの参加にはハードルがあるものの、ESGに関する課題や情報の共有やルール策定への関与といった多くのメリットが期待できる。

ESGに関するイニシアチブの影響力が国際的に強まる中、日本の企業や投資家も国際的なイニシアチブの策定に積極的に関与していくことが必要である。

FRBの「タカ派急旋回」にも反応の鈍いドル円、今後の動きは？

今 月のドル円は113円台での一進一退を続けた後、昨日のFOMCを受けてやや円安ドル高に振れている。FOMCでは、物価見通しの引き上げ、量的緩和縮小の加速、政策金利見通しの大幅引き上げ（2022年中に3回の利上げ）などが示され、前回会合からFRBがタカ派へと急旋回したことが確認された。にもかかわらず、足元のドル円が114円台前半と小幅なドル高に留まっているのは、市場では事前に2022年中の2～3回の利上げが織り込まれていたためだ。また、利上げによって米経済が将来減速するとの懸念がドルの重荷になっている可能性もある。

今後は「2022年中の3回の利上げ」について、実現性を吟味する時間帯になるが、一旦ドルが調整する可能性が高いとみている。オミクロン株の特性は未だ判然としないが、季節的な要因もあり、今後は世界的にコロナの感染拡大懸念が燃り、リスクオフの円買いが入りやすい。また、米国のインフレにも次第に鈍化の兆しが見えてくると見込まれる。投機筋がドルを大きく買い越していることを踏まえると、今後は一旦ドル売りに傾きやすいだろう。一方、春先になると、量的緩和縮小が完了し、利上げが視野に入ることに伴ってドルが持ち直すと見込まれるため、3か月後の水準は現状比横ばい圏になると予想している。

今月のユーロ円は127円～128円台での一進一退となっており、足元も128円台後半にある。ECBの利上げに慎重な姿勢や域内でのコロナ感染拡大がユーロの重荷になっている。ただし、ユーロは10月下旬以降大きく下落していることで、今後はポジション調整的な買いも期待される。また、ECBは利上げに慎重な姿勢を維持すると見込まれるが、量的緩和については縮小に向かうとみられるため、日銀との姿勢の差がユーロ高要因になり得る。3か月後の水準は130円前後と現状比でややユーロ高とみている。

今月の長期金利は月初にオミクロン株拡大への警戒からリスク回避的な債券需要が高まってやや低下したが、以降0.0%台半ばでの推移が続いている。当面はコロナ感染への警戒から低迷が予想されるものの、2022年度の国債増発懸念が燃るうえ、春先には米利上げが意識されることでやや持ち直すと見ている。3か月後の水準は0.1%弱と見込んでいる。



上席エコノミスト 上野 剛志

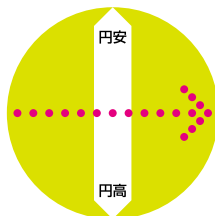
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

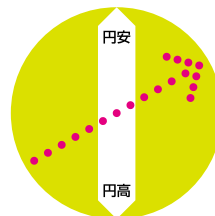


Market Karte

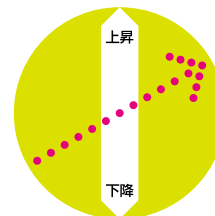
January 2022



ドル円・3か月後の見通し

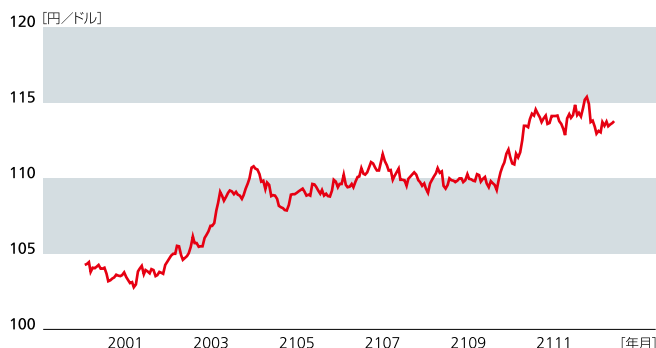


ユーロ円・3か月後の見通し

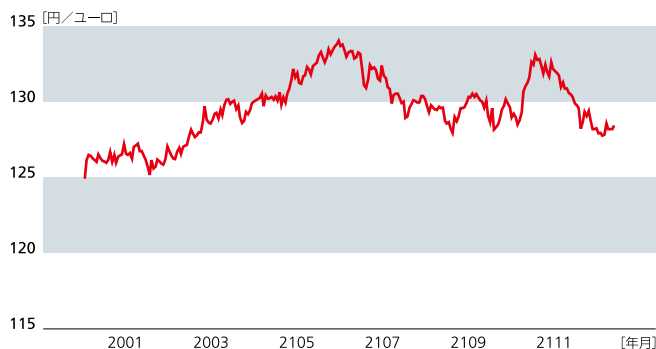


長期金利・3か月後の見通し

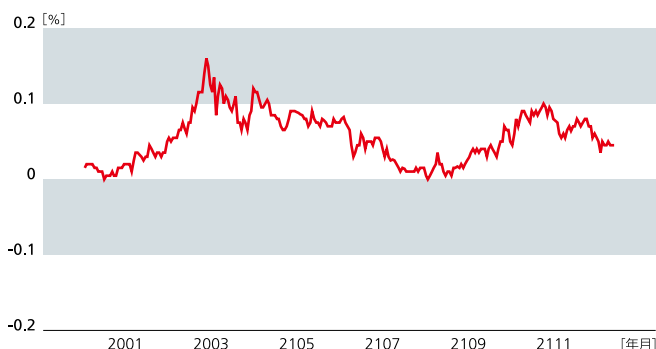
ドル円為替レートの推移[直近1年] 資料:日本銀行



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 パワーカップル世帯の動向
—コロナ禍でも増加、夫の年収1500万円以上でも妻の約6割は就労
久我 尚子 [基礎研レポート | 2021/11/18号]
- 2 株式インデックスに積立投資をしたら、
どれくらい増えるのか
—先進国株式、新興国株式、米国株式、日本株式で比較してみた。
熊 紫云 [基礎研レポート | 2021/11/5号]
- 3 株式インデックス投資、何が良いか
—先進国株式、新興国株式、米国株式と日本株、どれを選ぶ?
熊 紫云 [基礎研レポート | 2021/10/8号]
- 4 2021~2023年度経済見通し(21年11月)
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2021/11/16号]
- 5 急速に進む円安、今後も円安の流れが続くのか?
—マーケット・カルテ11月号
上野 剛志 [基礎研REPORT-Market Karte | 2021/10/22号]

コラムアクセスランキング

- 1 韓国の新規感染者数が初の4000人超え
—なぜ、韓国では新規感染者数が増加し続けているのか?
金 明中 [研究員の眼 | 2021/11/26号]
- 2 年末ジャンボ どう狙う?
—2つのくじのポートフォリオの考え方
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2021/12/1号]
- 3 「三角関数」と「フーリエ変換」
—三角関数の幅広い実社会利用での基礎となる重要な数学的手法 —
中村 亮一 [研究員の眼 | 2021/11/10号]
- 4 新型コロナ 社会的な終息に向かう?
—楽観バイアスでコロナ禍への順化が進んでいるか...
篠原 拓也 [基礎研REPORT-Column I | 2021/11/9号]
- 5 1970年から2020年の半世紀でみる
出生数減少率・都道府県ランキング
—ニッポンの人口動態を正確に知る(1)
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2021/10/18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21/11/15-21/12/12》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

マグロ初競り最高落札価格推移 [築地市場 | 2019年からは豊洲市場]

Source : 東京都中央卸売市場 Design : infogram©

