

ニッセイ基礎研 Report

Apr. 2022 Vol.301

- 02 一億総「推しあり」政策 ● 矢嶋 康次
- 03 コロナ禍でも成長を持続する少額短期保険業界 ● 松岡 博司
- 04 日本銀行の金融緩和解除で長期金利はどの程度上昇するか ● 福本 勇樹
- 06 消費者の考える1年後の行動や働き方の予測 ● 久我 尚子
- 08 2021～2023年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 2022年度の年金額は0.4%減額。現役賃金の下落と痛み分け ● 中嶋 邦夫
- 11 円買い理由が見当たらない ● 上野 剛志



時間を視る

1889年、フランス革命100周年を記念して開催されたパリ万国博覧会。その「目玉」として計画されたのがエッフェル塔の建設だった。鉄橋建設で高い技術を誇っていたエッフェル社によって1887年1月着工し、1889年3月には竣工。驚異的なスピードでの完成となった。エッフェル塔の公式カメラマン ルイ＝エミール・デュランデルが空に向かって立ち上がっていく様子を定点から撮った写真は、2年余りの時間の経過を後世にくっきり残すこととなった。

●
建設中のエッフェル塔
1887-1889
From Wikimedia Commons

一億総『押しあり』政策

だれにでもある熱量バリバリの消費



総合政策研究部 常務理事 チーフエコノミスト 矢嶋 康次

yyajima@nli-research.co.jp



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、21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。

トラベルミステリーの第一人者の西村京太郎氏が亡くなりました。氏は600冊以上の作品を世に送り出し映像化された作品も多い。筆者は、西村氏の大ファン。出張に出るときは新作を買って鞆に入れている。新幹線に乗り新作を読んでいると、通路を挟んだ向こうにも同じ本を読んでいる人がいる。中年のあるあるだ。

若い時から西村氏の作品を読むようになって、テレビで放送される『十津川警部』や『タクシードライバーの推理日誌』の元刑事の運転手・夜明日出夫を演じる故・渡瀬恒彦氏の大ファンになった。特に十津川警部を演じる渡瀬氏と相棒役・亀井刑事役の伊東四朗氏の掛け合いがたまらない。再放送の2時間サスペンスを観まくっている。家族に言わせれば、2時間の放送の間にあれだけ人が殺されるわけがない。番組の最後になると、真犯人、被害者家族、刑事がみんな崖の上に集まり一連の殺人事件の振り返りをするが、そんなわけではない。家族は、番組の「現実離れしている観」をあげつらい、文句だらけだ。それでも西村氏の新作を購入し、西村作品のテレビ番組を見ては、昔読んだ作品をまた購入して読み直す。家族に何を言われようと、それだけはやめられない。西村氏が亡くなり、この先「新作買い!」と自分の熱で買うものが1つなくなってしまったことは、残念でたまらない。

一方、家族の推しは、韓国の俳優やアーティスト。寝る間を惜しんで、DVDやいろいろなサブスクで、映画や動画コンテンツを見まくっている。聞くところによると、BTSだけで100万人以上の日本人がファンクラブに加入しているという。すご

い数だ。いろいろなメディアで「沼」特集がされている。日本の中で沼にはまってしまった人達が、あちらこちらにたくさんいる。コロナ禍で人との付き合いが減る中、同じ推し同士がSNSなどで繋がり合い、同じテーマを共有することで心を豊かにし、いつも心の平安を得ている。社会が大変だからこそ、より絆が深まる世界だろうとを感じる。SNSを閲覧しているだけ楽しむ人もいるが、確実にグッズや動画などでお金をかける人もいる。韓国のエンターテインメントは、大きな沼だ。ただ、私はその沼にはまりそうにはないし、家族も私の沼には、この先興味を示すことはないだろう。私の推しと家族の推しは、この先お互い交わることはなさそうだ。

「萌え」「推し」「オタク」など、いろいろなワードが使われる。消費市場の中には、特定コンテンツが消費者の心を強くとらえ、提供者と需要者の距離を非常に近くする構造が存在する。おそらくマーケティングに関わる人は、どうやったら自社製品を消費者に届けられるか、どうやったら消費者に訴求できるか、常日ごろ距離感を縮める努力をしているだろう。このような市場は、その理想に近いはずだ。消費者にとっても、熱狂できることはすごく幸せに違いない。そのような消費は、熱量が相当高い。

マクロで言えば、日本経済の5割は消費であり、経済を牽引する。しかし、マクロの消費は他国に比べてずっとさえない(図表)。今回のコロナでも、日米の消費を見ていると、勢いに大きな差があることに気づく。同じ消費なのに、何か温度差を感じるのは、私だけではないだろう。

私のエコノミストとしての頭の中の「消

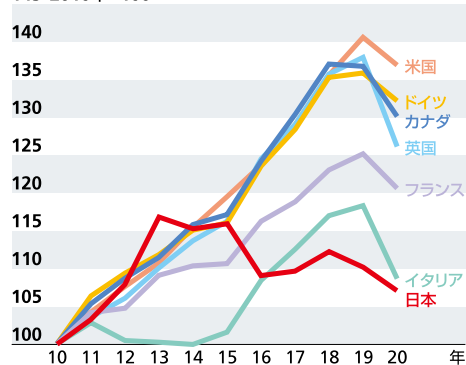
費』は、マクロの実質所得があり、それに消費性向をかける。消費が落ちるとすれば、景気が悪くなって、賃金やボーナスが減り所得が減少するか、消費税率が上がって実質所得が減る、あるいは将来不安が高まり、消費性向が低下するときだ。それは数式で自動的に算出される、無機質で冷たい「消費」である。

一方、ミクロには、熱量バリバリの消費がたくさんあり、その両者には開きがある。こんな私でも西村ワールドに引き込まれて、ミステリーの沼にはまっている。この乖離は、きっと推しがいない一部の富裕層が、消費せずに巨額の貯蓄をしているからに違いない。そういう人がいないと、マクロ消費の不振とミクロの推し消費の活況の差は説明できない。私にもあったのだから、貯蓄をしている人にも推しができるはずだ。そう考えれば、「一億総『押しあり』」計画を実現すれば、消費を伸ばし、経済を広げるチャンスが、日本にもあるはずである。

〔図表〕名目家計消費(G7)

資料:OECD

145 2010年=100



コロナ禍でも成長を持続する少額短期保険業界

大手生損保会社による少額短期保険子会社の設立も相次ぐ



まつおか・ひろし
81年 日本生命保険相互会社入社
横浜支社、財務企画室、総合企画室を経て
94年 ニッセイ基礎研究所



保険研究部 主任研究員 松岡 博司

matsuoka@nli-research.co.jp

1——成長を続ける少額短期保険業

少額短期保険業は、90年代後半から2000年代初頭に問題化した「いわゆる根拠法のない共済」を保険業法の枠内に捉えるべく、2006年4月に保険業法を改正して設けられた新たな保険業態である。

その名のごとく、少額の保険金額（病氣死亡保険金300万円以下、損害保険金1,000万円以下等）で短期（生保・医療保険1年以内、損保2年以内）の保険契約のみを引き受ける。年間収入保険料の額や資産運用に制約が課される等、業務運営面では一般の保険会社よりも厳しい制約に服するが、最低資本金が小さく、内閣総理大臣（実際は財務局）に登録すれば開業できるなど、開業面の規制は一般の保険会社よりも緩やかである。

業態誕生からおよそ16年、少額短期保険業界は一貫して高い成長を持続し、コロナ禍中にあった2020年度もその増勢は衰えなかった[図表1]。

少額短期保険各社の商品は、小口でシンプルではあるが、多様性に富んでいる。

既存の生保会社や損保会社では、市場が小さすぎる、リスクが大きすぎると、二の足を踏むであろう商品が、その機動力やバイオニア精神により開発、販売されている。

2——大手生損保会社による少額短期保険会社の設立または買収

少額短期保険業界において、最近目立っているトレンドの1つが、大手生損保会社による少額短期保険会社の設立や買収の動きである[図表2参照]。

近年の生損保会社による少額短期保険会社設立（買収）の主な目的は、ニーズが多様化・細分化して、生損保会社本体では対応しきれない顧客層、保障分野が存在する現状に対応し、少額短期保険会社の柔軟さと機動力を活かして、そうした顧客層・保障分野に保障提供することである。デジタル化が進展する中で、デジタル技術を活用した商品・サービスを創り出し、提供することを目指す会社もある。実験的な事業に積極的に取り組めることは、少額短期保険会社を設立（買収）するメリットの1つであろう。

具体的な事例を見ると、たとえば、少額

短期保険会社設立の動きの先駆者的な存在である損害保険ジャパングループのMysurance株式会社は、デジタル技術を活用した商品・サービスの提供に積極的に取り組んでいる。

第一生命グループの第一スマート少額短期保険が2021年4月に販売開始した特定感染症保険「コロナminiサボほけん」は、新型コロナウイルス感染者数の状況に応じて、毎月1日にその月の申込時の保険料が確定する「ダイナミックプライシング」という手法を用いている。また保険契約の申込・給付金の請求などの手続きはスマホで完結する。

アフラック生命グループのSUDACHI少額短期保険が2021年2月に販売開始した「SUDACHIのささえる医療保険」は、親会社アフラックの医療保険に加入できなかった顧客を対象としている。

3——おわりに

本稿では、保険会社による参入に焦点を当てたが、少額短期保険業への新規参入全体で見れば、生損保会社の子会社は少数派である。事業会社が、自らの事業遂行の流れの中に少額短期保険会社の保険を組み込もうとの意図で少額短期保険会社を設立している事例も多い。こちらの動きについては改めて見ていきたい。

また金融庁は、2021年9月に発表した「2021年 保険モニタリングレポート」の中で、少額短期保険業界の市場規模の拡大を認めつつ、「当期純利益は対前年同期で減少しており、引き続き赤字業者数が一定程度存在している」と述べている。業態が安定してきた現在においてこそ、こうした健全性等の観点からのフォローも行っていきたいと考える。

[図表1] 少額短期保険業界の業績の推移

資料：少額短期保険協会ホームページ情報より作成

	2010年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度中間
年度末会社数(社)	66	85	89	97	101	103	110	112
年度末保有契約件数(万件)	425	638	687	753	831	883	957	995
収入保険料(億円)	466	726	814	923	1,032	1,074	1,178	—

[図表2] 保険会社(グループ)による少額短期保険子会社設立・買収(2018年以降の主な動き)

資料：プレス発表資料、報道資料等からニッセイ基礎研究所作成

年 月	親保険会社(グループ)	少額短期保険子会社の設立、買収の動き
2018年3月	楽天グループ	もっどぎゅっと少額短期保険を子会社化、同年5月、楽天少額短期保険に改称
2018年10月	チューリッヒ	ライフサポートジャパン少額短期保険を子会社化、チューリッヒ少額短期保険に改称
2019年3月	損害保険ジャパン	Mysurance少額短期保険が営業開始
2019年6月	SBIグループ	日本アニマル倶楽部を子会社化、2020年6月、SBIプリズム少額短期保険に改称
2019年8月	住友生命	アイアル少額短期保険を子会社化
2020年6月	SBIグループ	常口セーフティ少額短期保険の子会社化を取締役会決議
2020年8月	あいおいニッセイ同和損保	スマートプラス少額短期保険(Finatext ホールディングスと共同で運営)が営業開始
2021年2月	アフラック生命	SUDACHI少額短期保険が営業開始
2021年4月	第一生命	第一スマート少額短期保険が営業開始
2021年4月	日本生命	ニッセイ少額短期設立準備会社を設立
2021年7月	あいおいニッセイ同和損保	リトルファミリー少額短期保険が営業開始
2022年2月	東京海上日動火災保険	東京海上日動少額短期設立準備株式会社を設立

日本銀行の金融緩和解除で長期金利はどの程度上昇するか

日銀の金融緩和と政策による長期金利の下押し効果の測定



金融研究部 上席研究員 福本 勇樹

fukumoto@nli-research.co.jp

1——日本銀行の金融政策の効果を考慮に入れた日本国債金利（10年物）の分析

世界的にインフレ抑制のための金融引き締めが議論される中で、日本では1月の金融政策決定会合を前に、日本銀行が物価目標の2%に到達する前に利上げすることについて可能かどうか議論しているとの報道があった。会合後の記者会見で黒田総裁は物価目標の2%が安定的に達成されるまで長短金利の引き上げは想定していないと述べ、早期利上げ観測を否定した。

2022年3月の金融政策決定会合後の会見で、生鮮食品を除く消費者物価指数が4月以降に2%に到達する可能性があるとしたものの、エネルギーや食料品等を中心とした輸入価格の上昇によるもので好ましい物価上昇ではなく、当面引き締めはないと言及したが、仮に日本銀行が一連の金融政策を解除した際にどの程度の金利上昇が生じるのか、あらかじめ理論的な長期金利の適正水準について分析しておくことは意義のあることだと思われる。

本稿では、被説明変数を日本国債金利（10年物）として、説明変数に米国債金利（10年物）、米ドル円のヘッジコスト（3カ月）、実質GDP成長率予想、期待インフレ率、日本銀行の全体に占める国債保有割合と複数のダミー変数を採用して統計モデルを構築した。

分析結果の概要を説明すると、米国債金利（10年物）が1%上昇すると日本国債金利（10年物）が0.214%上昇する。

米ドル円のヘッジコストは、2016年9月のYCC（イールドカーブコントロール）導入以前は、米ドル円のヘッジコストが

1%上昇すると日本国債金利（10年物）が0.04%上昇し、YCC導入後は、ヘッジコストが1%上昇すると日本国債金利（10年物）が0.056%低下し、2020年3月のコロナショック以降は、ヘッジコストが1%上昇すると日本国債金利（10年物）が0.1%上昇する関係になっている。米ドル円のヘッジコストは日本円と米ドルの短期金融市場の内外金利差の情報を含んでいる。日米の金融政策の方向が一致していればヘッジコストは安定的に推移するが、金融政策の方向が違えばヘッジコストは拡大・縮小する。そのため、このファクターを導入することで日米の金融政策の方向性に関する情報を考慮することができる。また、ヘッジコストの拡大・縮小は国内投資家の対外証券投資の動向に影響を与えるだけでなく、海外投資家が米ドル建てで日本国債に投資する際にヘッジコスト分の利回りが向上するため、海外投資家から見た日本国債の投資妙味にも影響を与える。

実質GDP成長率予想は1%上昇すると日本国債金利（10年物）は0.1%上昇する関係にある。

期待インフレ率は、YCCと同時にオーバーシュート型コミットメントが導入されるまでは、2%と期待インフレ率の差が1%広がると日本国債金利（10年物）が0.094%低下し、導入後は0.043%上昇する関係になっていた。また、2019年10月の消費増税後は2%と期待インフレ率の差が1%広がると日本国債金利（10年物）が0.098%上昇する関係になっている。

日本銀行の全体に占める国債保有割合は1%上昇すると2014年3月までは日本国債金利（10年物）が0.036%低下し、

2014年4月以降は0.01%低下する関係にある。定数項のダミー変数の影響は、マイナス金利政策導入で日本国債金利（10年物）を0.211%押し下げ、YCCの導入でさらに0.033%押し下げている。

2——各金融政策による日本国債金利（10年物）に対する押し下げ効果の測定

本稿の統計モデルに基づいて、長期金利の適正水準（理論値）を計測すると、2022年1月末時点で0.97%となる。つまり、財務省のデータによると2022年1月末時点の長期金利は0.177%であったので、日本銀行の一連の金融政策によって長期金利が0.8%程度押し下げられていることになる。この評価結果に基づくと、需給によって一時的に上下することはあるだろうが、現時点で日本銀行がすべての金融政策を解除すると、この押し下げ効果が剥落することで0.8%くらいの長期金利の上昇が生じる可能性について留意しておくべきということになる。

また、2022年1月末時点における各金融政策が長期金利に与えた影響について計測すると[図表]、「日銀のバランスシートの拡大」によって0.64%の押し下げ効果、「物価安定の目標」の導入で0.13%の押し上げ効果、「マイナス金利政策」の導入で0.21%の押し下げ効果、「YCCとオーバーシュート型コミットメント」の導入で0.08%の押し下げ効果があることになる。

物価安定の目標が日本国債金利（10年物）に対して下押し効果をもたず、若干の押し上げ効果を持っている点については、YCCとオーバーシュート型コミットメントの導入に起因していると考えている。特に、



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。

YCCの導入によって日本国債金利(10年物)がゼロ%近辺を推移するように政策が変更されたことで、日本国債金利(10年物)が物価目標2%の達成の時間軸に関する期待も含めて将来のインフレ予想に関する情報をほとんど内包しなくなったものと解釈できる。そのため、日本国債金利(10年物)に対する物価目標に関する下押し効果は解消され、YCCの金利目標であるゼロ%をベースとして、市場が想定する物価目標を達成した際にあるべき金利水準にまで押し上げ効果をもたらす形で調整したものとみられる。さらに、2018年7月に日銀が政策の枠組みを強化した際に、日本国債金利(10年物)が0.1%程度を推移する中で「その倍くらいを想定している」と新しいレンジについて説明したが、その後に消費増税によって従来よりも物価目標の達成への期待が高まり、YCC導入の際と同様に金利目標であるゼロ%をベースとして、物価目標を達成した際にあるべき金利水準(=0.2%前後)にまで押し上げ効果をもたらす形で調整したものと考えられる。

YCCについては、コロナ禍以前は長期金利を0.3%程度押し下げていたが、コロナ禍以降その効果はほとんど失われている。これは、コロナ禍においてもYCCの目標を

ゼロ%近辺に維持してきたことが影響しているとみている。つまり、コロナ禍において海外では金融緩和の強化により短期金利・長期金利ともに低下した中で、日本ではマイナス金利政策やYCCの効果もあって短期金利・長期金利ともにほとんど変動しなかったためではないかと考えられる。

3——もし日本銀行が一連の金融政策を解除するとしたら

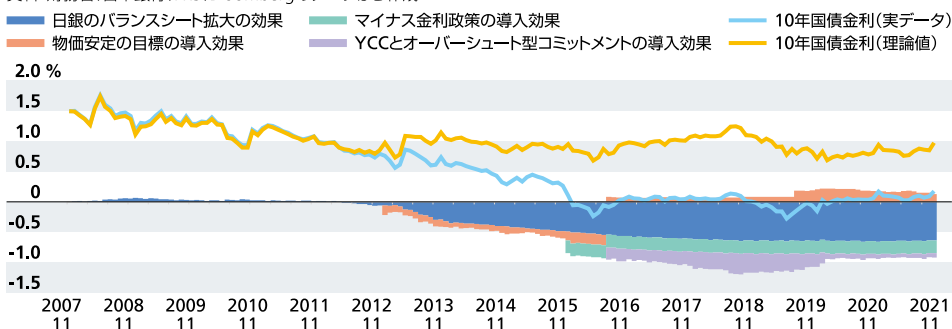
2022年1月の金融政策決定会合後の記者会見での説明に基づくと、もし日本銀行が一連の金融政策を解除するのであれば、まずは物価安定の目標の達成が必要になる。そして、バランスシートの縮小の他、マイナス金利政策、YCCを解除することになる。現状、マイナス金利政策とYCCの組み合わせによって、無担保コールレート(オーバーナイト物)と長期金利の長短金利差は0.2%程度になっている。最終的にマイナス金利政策の解除による短期金利の利上げを想定に入れると、逆イールドを避けつつ、徐々に長短金利差を拡大しながら全ての金融政策を解除するという難しいかじ取りが求められる。さらに、マイナス金利政策の3層構造(基礎残高、マクロ加算残高、政策金利残高)は、地域金融強化のための特別当座預金制度や気候変

動対応オペで金融機関に対するインセンティブ付けにも活用されるなど、他の政策とも密接に関連している。これらを総合的に考えると、物価目標の達成と同時に全ての金融政策が解除されるのではなく、少なくともYCCとマイナス金利政策はタイムラグをもって解除されることになるだろう。しかしながら、本稿の分析によると、現時点ではYCCによる下押し効果は0.08%程度にとどまるため、YCCのみを解除して、YCCの目標となる金利目標をゼロ%から徐々に引き上げていくにしても、金利目標の対象を10年物から5年物などのより残存期間の短いものに変更するにしても、短期金利を利上げするのに十分な長短金利差は確保されないものと結論付けられる。

そのため、長短金利差を十分に確保する目的で、YCCの解除と同時に日本銀行のバランスシートの縮小を同時に行う、マイナス金利政策の解除の時間軸について明確にしておくなどの対応策が求められるだろう。または、FRBなど海外の中央銀行が金融引き締めに移る中で、日本銀行があえてしばらく金融緩和を維持することで、米ドル円のヘッジコスト(=短期金利の内外金利差)の拡大を通じてコロナ禍以前と同等水準のYCCの下押し効果を回復するのを待つというやり方もあるかもしれない。ただし、後者の方法をとる場合、日本銀行が金融緩和から引き締めに移るのは、海外と比較して数年遅れになるであろうが、その際に経済成長率や物価上昇率の観点で十分に金融引き締めを行っても問題ないようなファンダメンタルズの状況にあるのかどうか、といった点に不確実性がある。

[図表] 本稿のモデルを用いた長期金利に対する各金融政策の効果の推移

資料:財務省、日本銀行、FRS、Bloombergのデータから作成



消費者の考える1年後の行動や働き方の予測

「新型コロナによる暮らしの変化に関する調査」より



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—— 1年後の外出行動や働き方は？

コロナ禍も3年目となり、当初と比べれば感染防止対策と社会経済活動の両立が図られるようになってきた。依然として先行きは不透明ではあるが、消費者は今後をどのように捉えているのだろうか。

ニッセイ基礎研究所が20~74歳を対象に実施した調査^{*1}では、1年後もマスク着用などの新しい生活様式が定着していることについて、そう思うと回答した割合は2021年12月で72.2%を占め、7月(66.3%)より上昇している[図表1]。背景には、12月の調査時点では国内の感染者数はまだ抑えられていたが、海外ではオミクロン株による爆発的な感染拡大が進行していたことなどがあるのだろう。

外出行動の再開については、12月では店舗での買い物は50.6%、外食や友人・知人と会うこと、旅行・レジャーは約4割がそう思うと答えている。いずれも7月より低下しており、特に友人・知人と会うこ

とで低下幅が大きい。

つまり、生活者の約4割は1年後に外出行動が再開していると考えているが、肯定的な見方は弱まっている。ウイルスの変異種が次々と登場することで、感染状況下では同居家族以外とのコミュニケーションに制約を感じる生活者も多いのだろう。

働き方については、12月では出張が減り遠隔地とのオンライン会議が増えることについては45.4%、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38.7%がそう思うと答えており、どちらも7月と同程度である。一方、勤め先での飲み会や会食の再開については12月で27.5%と、他項目と比べてそう思う割合は低く、また、7月より低下している。

つまり、テレワークの浸透についての見方は7月の時点で既にある程度定まっていたが、長引くコロナ禍で職場での食事を介したコミュニケーションについては肯定的な見方は弱まっているようだ。

2—— 属性別に見た外出行動再開の予測

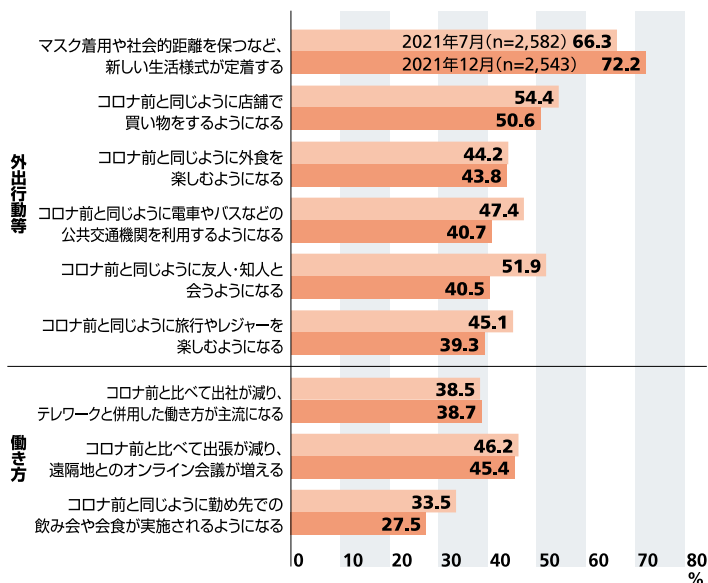
12月の調査結果について性別に見ると、新しい生活様式の定着について、そう思う割合は女性(79.0%)が男性(65.3%)を1割以上上回る[図表2]。これは、女性の方が男性より感染不安が強いためだろう。当調査では感染による健康状態の悪化や世間からの偏見や中傷などの各種不安の度合いも捉えているのだが、女性が男性を上回る項目が多い。

外出行動の再開について、そう思う割合は、いずれも女性が男性を上回り、外食や店舗での買い物、公共交通機関の利用、友人・知人と会うことで差がひらく。

つまり、女性の方が男性より1年後に外出行動が再開すると思っている。なお、昨年の秋以降、感染状況が改善した時期に再開した外出行動をたずねた結果でも、女性の方が積極的に行動を再開していた^{*2}。この背景には、従来から女性の方が消費意欲は旺盛であること、また、男性よ

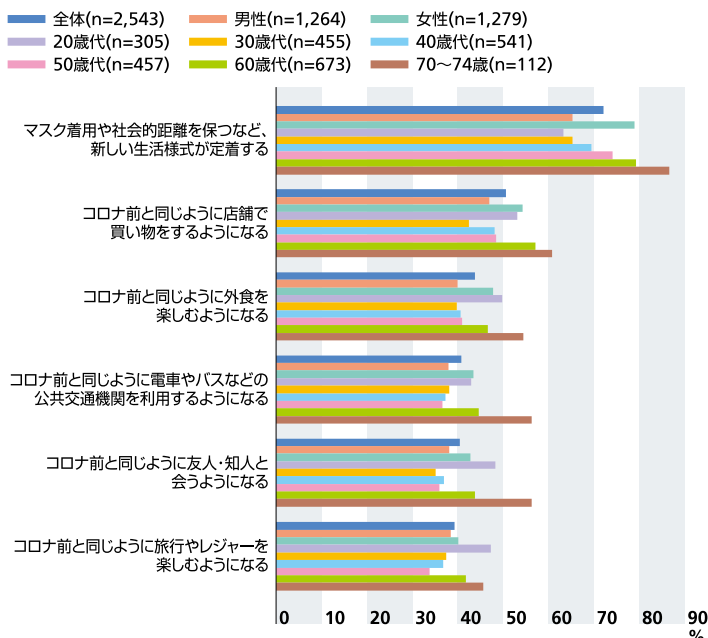
[図表1] 1年後について、そう思う割合(「そう思う」+「ややそう思う」)

注:選択肢は「そう思う」「ややそう思う」「どちらともいえない」「あまりそう思わない」「そう思わない」の5つ
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」



[図表2] 属性別に見た1年後について、そう思う割合(「そう思う」+「ややそう思う」)(2021年12月)

注:選択肢は「そう思う」「ややそう思う」「どちらともいえない」「あまりそう思わない」「そう思わない」の5つ
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」



り就業率が低く、比較的時間のゆとりがあることなどがあげられる。

年代別に見ると、新しい生活様式の定着について、そう思う割合は高年齢ほど高く、70~74歳(86.6%)では最も低い20歳代(63.3%)を2割以上上回る。長引くコロナ禍で、やはり重篤化リスクの高い高年齢層ほど今後とも感染予防対策の必要性を強く感じているようだ。

外出行動の再開については、そう思う割合は40歳代前後を底に、シニア層と若者で高い傾向がある。

この背景には、シニアは無職が多く、若者は学生も含まれるため、どちらも比較的時間のゆとりがあるために行動再開に積極的であることに加えて、シニアはコロナ禍で外出自粛傾向が強いため期待感が強いこと、若者は感染による重篤化リスクが低いことから外出行動に積極的であることなどがあげられる。

3—— 属性別に見た働き方の予測

働き方については、出張が減りオンライン会議が増えることについても、出社が減りテレワーク併用が主流になることについても、そう思う割合は女性が男性を上回る[図表3]。

つまり、女性の方が男性よりテレワークが浸透すると考えているが、その背景には、女性の方がテレワークへの期待感が強いことがあげられる。従来から、女性の方

が男性より仕事と家庭を両立する上で家事や育児の負担が大きいことは各所で指摘されている。なお、当調査では就業者に対してテレワークが浸透して在宅勤務が増えることについての意識も捉えているのだが、女性の方がそう思う割合が高い項目には「人間関係のストレスが減る」や「郊外居住が増える」、「時間管理型から成果主義の報酬体系へと変わる」、「都合の良い時間に働きやすくなる」などがある。

一方、勤め先での飲み会や会食の再開については、そう思う割合は男女とも3割弱で同程度である。

年代別に見ると、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、そう思う割合は年代による大きな違いは見られず、いずれも約4割を占める。

一方、出張が減りオンライン会議が増えることについては、そう思う割合は30歳代以上では高年齢層ほど高い。

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50歳代を底に若い年代や高年齢層ほど高い傾向がある。この背景には消費行動の再開でも述べた通り、若者は重篤化リスクが低いために飲み会等にも積極的であり、期待感が強いことがあげられる。シニア層については無職が多いため、自分自身のことというよりも世間一般のことを想定して回答した者が多い影響があるだろう。

就業形態別に見ると(図略)、非正規雇用者や自営業より正規雇用者、特に管理職以上でテレワークが浸透するという見方が強い。これは、非正規雇用者や自営業・自由業では、正規雇用者と比べてテレワークの対応が難しい対面型サービス業の従事者が多いこと、また、正規雇用者の中でも管理職以上は組織においてテレワークを推進する立場にある者が多いことに加えて、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く、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があげられる。

勤め先での飲み会等の再開についても、同様に正規雇用者の管理職以上で肯定的な見方が強く、そう思う割合は40.3%を占める。テレワークが浸透すると考えているだけに、管理職としては職場でのコミュニケーションの大切さも同時に感じているのかもしれない。

4—— おわりに

本稿では、消費者にマスク着用など新しい生活様式の定着や外出行動の再開状況、テレワークの浸透などの働き方変化の予測をたずねた結果を見てきたが、この中で働き方については不可逆的な変化と言える。テレワークの浸透は、コロナ禍前から「働き方改革」にて推進されてきた流れがあり、コロナ禍が契機となって加速し、今後も技術革新等によって一層、進化していくと見られる。

一方で生活習慣や外出行動については、今後の感染状況の推移や、ワクチンや治療薬などの対応で、どの程度、制御が可能となっていくのかに大きく影響される。

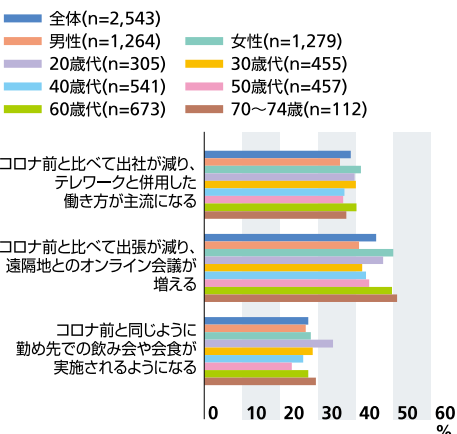
消費行動の中にはネットショッピングや中食需要の高まりなど、働き方と同様にコロナ禍前からの変化が加速したものもある。しかし、旅行や外食、会いたい人と会うことなどは、その時、その場所で、そこでしか感じられない空気を、臨場感を持って、五感で楽しむこと自体が目的の行動だ。

将来的にはメタバースやバーチャル・リアリティの進展で、現在のリアル行動の代替手段の水準は格段に上がり、新たな付加価値を持つ形にも成長していくだろう。一方で、1年後、3年後の近い将来においては、今後のウイルスの制御状況次第では、むしろリアルの価値が再認識されることで、大きく揺り戻しが生じる可能性もある。特に、コロナ禍で人との交流に制約がある中では、リアル・コミュニケーションを楽しむ場への需要が強いのではないかと。

[*1] 2020年6月からおよそ3ヶ月毎に実施。調査対象は全国に住む20~74歳の男女、インターネット調査、株式会社マクロミルのモニターを利用。
[*2] 久我尚子「感染拡大収束後の消費行動」、ニッセイ基礎研究所、基礎研レター(2022/2/4)

[図表3] 属性別に見た1年後について、そう思う割合(「そう思う」+「ややそう思う」)(2021年12月)

注: 選択肢は「そう思う」「ややそう思う」「どちらともいえない」「あまりそう思わない」「そう思わない」の5つ
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」



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——2四半期ぶりのプラス成長

2021年10-12月期の実質GDPは、前期比1.1%（年率4.6%）と2四半期ぶりのプラス成長となった。緊急事態宣言の解除を受けて、外食、宿泊などの対面型サービスを中心に民間消費が前期比2.4%の大幅増加となったことが高成長の主因である。半導体不足などの供給制約の緩和に伴い輸出が前期比0.9%と増加に転じ、外需寄与度がプラスとなったことも成長率を押し上げた。

2021年10-12月期の実質GDPはコロナ前（2019年10-12月期）比で▲0.4%まで回復した。しかし、2019年10-12月期は消費税引き上げの影響で、前期比年率▲10.5%の大幅マイナス成長となっており、日本経済はコロナ前の段階で大きく落ち込んでいた。直近のピーク（2019年7-9月期）に比べれば、2021年10-12月期の実質GDPは▲3.1%低い。

2——ロシアによるウクライナ侵攻の影響

ロシアがウクライナに侵攻したことを受けて、世界各国はロシアに対する経済制裁を強化している。日本経済への影響は、主として、①ロシアとの貿易取引の停滞、②欧州をはじめとした海外経済の減速、③原油、天然ガス、石炭の輸入停止による国内の電力不足、④資源価格高騰に伴う交易条件の悪化（海外への所得流出）、のルートで考えることができる。

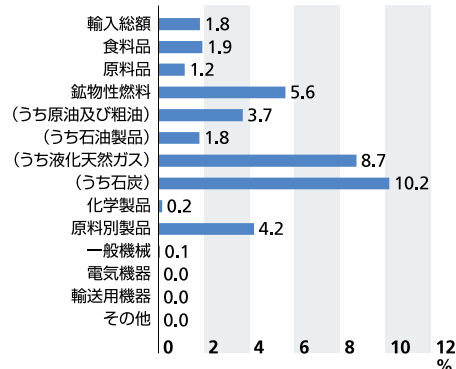
このうち、輸出については、ロシア向けの割合は1.0%（2021年の実績値）と低く、直接的な影響は限定的と考えられる。ロシアとの結びつきが強い欧州を中心とした

海外経済の減速が日本の輸出を下押しする影響のほうが大きくなるだろう。

一方、輸入に占めるロシアの割合は、総額では1.8%とそれほど高くないが、鉱物性燃料が5.6%（うち液化天然ガスが8.7%、石炭が10.2%）となっており、エネルギー調達に関してはロシアへの依存度が高い[図表1]。ロシアからの供給が途絶した場合には、深刻な電力不足に陥ることで国内の経済活動が制限される恐れがある。

[図表1] 輸入に占めるロシアの割合(2021年)

資料：財務省「貿易統計」



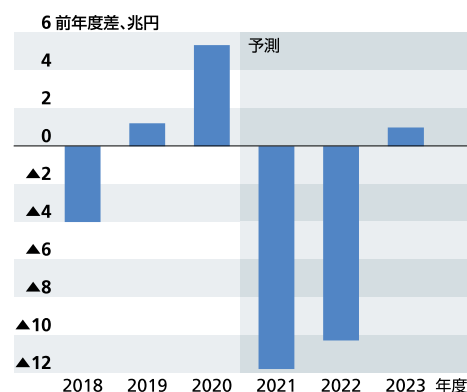
短期間で悪影響が顕在化するの、原油をはじめとした資源価格高騰によるものである。原油価格は、ウクライナ情勢が緊迫化する以前から、世界経済の回復に伴う需要拡大や投資縮小による生産能力の低下などから上昇が続いてきたが、ロシアのウクライナ侵攻後は世界的な供給不足の懸念から高騰している。

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、交易条件の悪化につながる。GDP統計の交易利得は2021年1-3月期から減少が続いているが、2022年入り後は輸入物価の上昇ペース加速によって、交易利得の減少幅はさらに拡大する可能性が高い。交易利得は2021年度の前年度差▲11.8兆円に続き、

2022年度も同▲10.3兆円の大幅減少を予想する[図表2]。海外への所得流出額は2年間で22.1兆円、GDP比で4%以上の規模となる。国内企業、家計の実質購買力の低下を通じて国内需要の下押し圧力となるだろう。

[図表2] 交易利得の見通し

資料：内閣府「四半期別GDP速報」



3——実質GDP成長率の見通し

2021年10-12月期は民間消費の大幅増加を主因として高成長となったが、2022年に入ってから状況は一変している。オミクロン株を中心とした新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、多くの地域でまん延防止等重点措置が実施されたため、2021年末にかけて回復した小売・娯楽施設の出店は再び減少し、2月以降は緊急事態宣言が発令されていた2021年の水準に近づいている。

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、バック旅行費、入場・観覧・ゲーム代）は、2021年10-12月期に前期比29.2%と急回復したが、2022年1月は前月比▲17.9%の大幅減少となった。また、「消費活動指数（日本銀行）」のサービス消費は、2021年10-12月期に前期比8.0%の高い



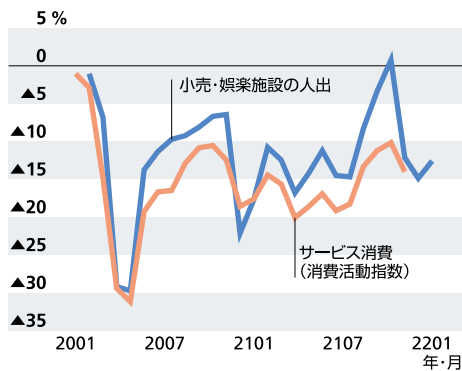
さいとう・たろう

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。

伸びとなったが、2022年1月は前月比▲4.3%と大きく落ち込んだ[図表3]。

[図表3] 小売・娯楽施設の入出とサービス消費

注：小売・娯楽施設の入出は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」



2022年1-3月期の実質GDPは前期比年率▲0.4%と小幅なマイナス予想する。まん延防止等重点措置の影響で外食、宿泊などの対面型サービスを中心に民間消費が前期比▲0.7%の減少となることがマイナス成長の主因である。高水準の企業収益を背景に設備投資が増加し、ワクチン接種の進捗を反映し政府消費も高めの伸びとなるが、消費の落ち込みをカバーするには至らないだろう。

2022年4-6月期以降は、新型コロナウイルスの感染状況が落ち着いていること、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置などが講じられないことを前提として、ゼロ%台半ばとされる潜在成長率を上回る成長が続くことが予想される。経済活動の制限がなくなれば、消費性向が大きく上昇し、民間消費が高い伸びとなることが期待できる。しかし、感染動向とその対応策に関しては不確実性が非常に高いことに加え、ウクライナ情勢のさらなる深刻化によって世界経済全体が急減速する可能性がある。日本経済は当面

下振れリスクの高い状態が続くだろう。

実質GDP成長率は2021年度が2.3%、2022年度が2.1%、2023年度が1.7%と予想する。

4——消費者物価の見通し

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、2021年9月以降上昇を続けているが、2022年1月は前年比0.2%と小幅なプラスにとどまっている。原油高・円安の影響でエネルギー価格が大幅に上昇する一方、携帯電話通信料の大幅下落がコアCPI上昇率を▲1.5%程度押し下げている。

ロシアのウクライナ侵攻を受けて原油価格は急上昇しており、エネルギー価格の高い伸びはしばらく続く可能性が高い。政府はガソリンなどの価格を抑制するための補助金の上限を1リットルあたり5円から25円に引き上げたが、原油価格の上昇ペースが非常に速いため、ガソリン価格の上昇に歯止めをかけることはできないだろう。

今後、上昇ペースの加速が見込まれるのは食料品(除く生鮮食品)である。食料品は2021年7月に前年比0.1%と上昇に転じた後、2022年1月には同1.3%まで上昇率が高まったが、川上段階の物価上昇率に比べれば伸び率は限定的にとどまっている。

足もとの食料品の輸入物価は前年比で20%台後半、食料品の国内企業物価は前年比で3%台の高い伸びとなっている。

川上段階の物価上昇を消費者向けの販売価格に転嫁する動きがさらに広がることにより、食料品(生鮮食品を除く)の上昇率は2022年度入り後には2%台、夏場には3%程度まで加速するだろう。

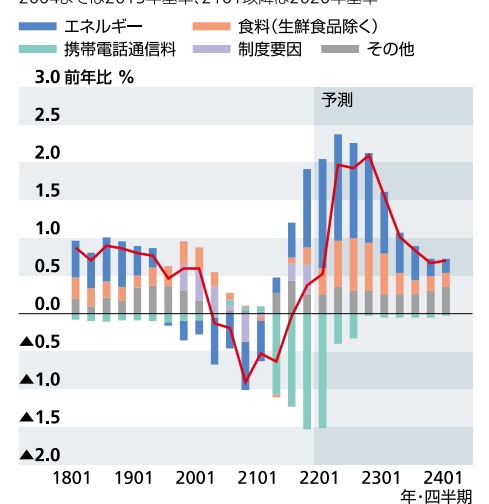
コアCPI上昇率は、携帯電話通信料の大幅下落の影響が縮小する2022年4月に2%となった後、エネルギー、食料品に加え、日用品や衣料品などでも価格転嫁の動きが広がることから、2022年中は2%前後の推移が続くことが予想される。

ただし、物価上昇のほとんどは、原材料価格の大幅上昇を販売価格に転嫁することによって生じたものであり、消費者物価指数の約5割を占め、賃金との連動性が高いサービス価格は低迷が続いている。春闘賃上げ率は2022、2023年と改善が続くものの、ベースアップでみればゼロ%台の低い伸びにとどまることが見込まれる。サービス価格の上昇を通じて物価の基調が大きく高まることは期待できない。コアCPI上昇率は、原材料価格高騰による上昇圧力が一巡することが見込まれる2023年度にはゼロ%台後半まで鈍化する可能性が高い。

コアCPI上昇率は、2021年度が前年比0.1%、2022年度が同1.9%、2023年度が同0.8%と予想する[図表4]。

[図表4] 消費者物価(生鮮食品を除く総合)の予測

注：制度要因は、消費税、教育無償化、Go Toトラベル事業
資料：総務省統計局「消費者物価指数」
2004までは2015年基準、2101以降は2020年基準



2022年度の年金額は0.4%減額。 現役賃金の下落と痛み分け



なかしま・くにお

95年 日本生命保険相互会社入社

02年 ニッセイ基礎研究所

07年 東洋大学大学院経済学研究科博士後期課程修了

保険研究部 上席研究員 中嶋 邦夫
nakasima@nli-research.co.jp

1月21日に、2022年度の年金額の改定が公表された。本稿ではその仕組みを概観し、次期年金改革への影響を考える。

1——年金額改定の仕組み

(1) 改定の全体像：

実質価値維持と健全化策の合算

現在の公的年金額の改定(毎年度の見直し)は、2つの要素から構成されている。1つは、物価や賃金の変化に応じて年金額の価値を維持するという、年金額改定の基本的な意義の部分である(以下では、本来の改定という)。これに加えて、現在は年金財政を健全化している最中なので、少子化や長寿化の影響を吸収するための調整(いわゆるマクロ経済スライド)も加味される。

2022年度の改定では、本来の改定率が-0.4%、マクロ経済スライドは特例に該当して次年度へ繰り越されたため、年金額の改定率は-0.4%となった[図表1]。

[図表1] 年金額改定ルール全体の全体像

[改定ルール]

$$\text{年金額の改定率 (全員が毎年度)} = \text{物価・賃金の伸び率 (実質価値の維持)} + \text{少子・長寿化の影響分 (年金財政の健全化)}$$

<本来の改定> <マクロ経済スライド>

[2022年度]

$$-0.4\% = -0.4\% + \text{<繰越>}$$

(2) 本来の改定率(実質価値維持)：

現役賃金の下落と同じ-0.4%

本来の改定率は、物価の変動率と賃金の変動率の組合せで決まる[図表2]。

物価の変動率は、変動へ即座に対応するために前年(1~12月)平均の消費者物価指数(総合)の上昇率が使われる。2021年は年末にかけて物価が上昇したが、年平均は-0.2%となった。

他方で賃金の変動率は、前年の物価上

[図表2] 本来の改定率の仕組み

	経済状況			本来の改定率		年金財政	本来の改定率		年金財政
	賃金	大小	物価	67歳まで	68歳から		67歳まで	68歳から	
(1)	+	>	+	賃金	物価	改善方向	賃金	物価	改善方向
(2)	+	>	-	賃金	物価				
(3)	-	>	-	賃金	物価	悪化	賃金	賃金	中立
(4)	-	<	-	物価	物価				
(5)	-	<	+	ゼロ	ゼロ	中立	賃金	賃金	中立
(6)	+	<	+	賃金	賃金				

昇率と2~4年度前の実質賃金変動率との合計が使われる。急変を避けるために3年平均となっており、今回はコロナ禍による2020年度の賃金下落が3分の1だけ影響して-0.4%となった。

この結果、2021年度の改正が機能し、年金受給者全体の本来改定率が現役賃金の下落と同じ-0.4%となった。

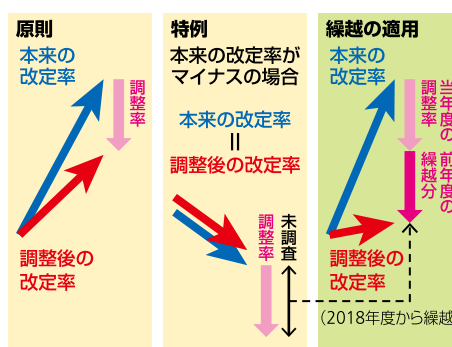
(3) マクロ経済スライド(健全化策)：

小幅ながら2年連続の繰越

マクロ経済スライドは年金財政の健全化に必要な方策だが、本来の改定率がマイナスの場合には実施されない[図表3]。本来の改定率によるマイナスとマクロ経済スライドによるマイナスという、ダブルパンチを避ける形になっている。

実施されなかった分は、以前の制度では実施されないまま流されていたが、年金財政の健全化を進めるために2018年度から次年度へ繰り越されている。今回は、当年度分の調整率-0.2%に加えて前年度

[図表3] マクロ経済スライドによる調整の仕組み



からの繰越分が-0.1%あったが、本来の改定率がマイナスだったため、両者を合わせた-0.3%が2023年度へ繰り越された。

2——次期年金改革への影響：

経済界等から調整完全適用の要望が高まる可能性

2022年度の年金額は、コロナ禍による現役世代の賃金下落を反映して2年連続で減額されることになったが、それと同時に、少子化や長寿化の影響を吸収するための調整(マクロ経済スライド)も2年連続で繰り越されることになった。

現時点の繰越は小幅であり、2021年度は2020年度と比べて賃金の水準が回復したことや昨年末から続く物価上昇などを考えれば、2023年度はある程度の調整が実施される可能性がある。しかし、仮に2023年度も調整が実施されなければ3年連続の繰越となり、繰越を撤廃し調整の完全適用を求める経済界等からの声が強まる可能性がある*。

経済界は、厚労省が2020年12月に公表した次期改革の素案と同様の方策に対して、2019年時点では慎重な姿勢を見せていた。2023年度の年金額改定が、次期年金改革を巡る駆け引きを左右する可能性がある。

[*] さらに繰越が続いて繰越分が大きくなれば、物価が大幅に上昇した時に物価の伸びを大きく下回る率で年金額が改定される形になるため、政治的な論点となる可能性もある。

円買い理由が見当たらない

今 月のドル円は、物価上昇の加速に伴う米利上げ観測の高まりを受けて大幅な円安ドル高が進行している。FRBが利上げに前向きな姿勢を強める一方で日銀が緩和継続姿勢を崩さないことで日米の金融政策の違いが際立ち、円安ドル高に拍車がかかった。ウクライナ情勢の緊迫化に伴うリスク回避的な円高圧力は、同時に発生した流動性確保のためのドル買い圧力(いわゆる有事のドル買い)や原油高による本邦貿易赤字拡大に伴う円売り観測によって相殺され、不発に終わっている。最近では円を積極的に買う理由が見当たらず、ドル買いの安心感に繋がっている面もある。この結果、月初1ドル115円台であったドル円は、足元では121円付近にまで達している。

ウクライナ情勢の行方は見通しづらいものの、米国では今後も物価上昇圧力が長引き、FRBは積極的な利上げを実施すると見込まれる。当面は米利上げが意識されやすく、ドルは上値を試すだろう。ただし、市場では既に先々の大幅な利上げが織り込まれているうえ、急ピッチの利上げは米景気減速懸念(オーバーキルへの懸念)を喚起しやすい。従って、ドルの上昇は抑制され、一旦揺り戻しの発生も想定される。3ヵ月後の水準は現状並みに留まると予想している。

今月のユーロ円は一時125円台に下落したが、ウクライナ停戦交渉進展への期待やエネルギー高の一服を受けて急速に持ち直し、足元では133円台半ばにある。今後はウクライナ情勢次第だが、いずれ鎮静化に向かえばユーロの追い風となる。また、利上げを視野に入れるECBと緩和継続を掲げる日銀の姿勢の差もユーロの支援材料になるだろう。ただし、西側諸国によるロシア制裁は長期化が見込まれるため、ユーロ圏経済への悪影響も顕在化してくると見込まれる。従って、3ヵ月後の水準は現状比で横ばい圏と予想している。

今月の長期金利はウクライナ情勢の緊迫化を受けた安全資産需要の高まりで一旦低下した後、利上げ観測に伴う米金利上昇を受けて上昇し、足元では0.2%台前半にある。今後も米利上げ観測は続くものの、米長期金利は景気減速懸念によって抑制されると見ている。また、日銀は今後も金融緩和の継続方針を強調し続けるだろう。これらの影響で、3ヵ月後の水準は0.1%台後半へとやや低下すると予想している。



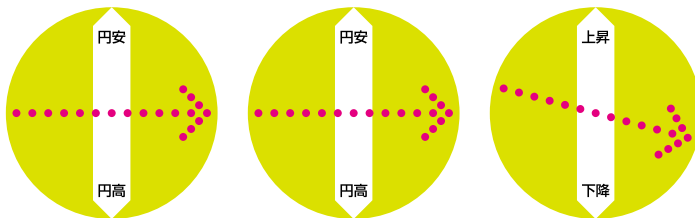
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。



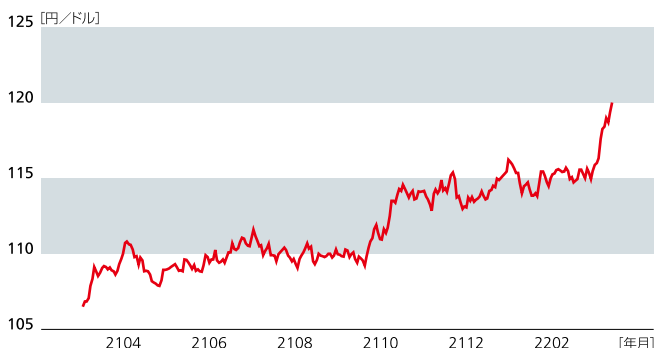
Market Karte

April 2022

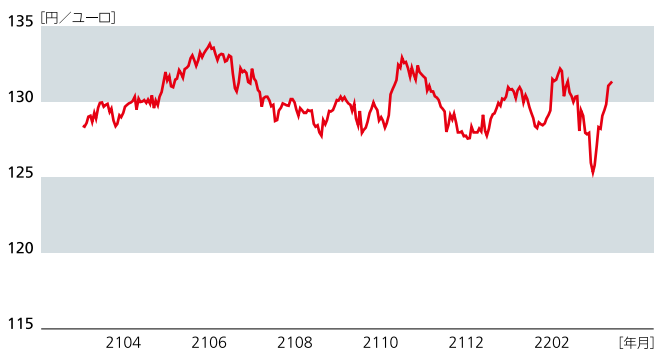


ドル円・3ヵ月後の見通し ユーロ円・3ヵ月後の見通し 長期金利・3ヵ月後の見通し

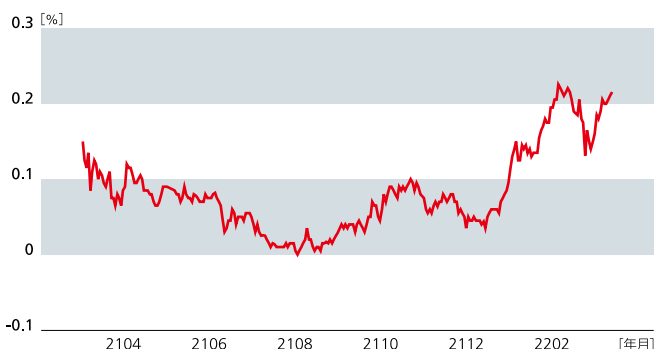
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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

- 1 原油・ガソリン価格の高騰は続くのか?
～高騰の背景整理と見通し
上野 剛志 [エコノミストレター | 2022/2/4号]
- 2 2022年の税制改正による住宅ローン契約者への影響
～住宅ローン減税から得られる経済メリットの最大化問題について
福本 勇樹 [基礎研レポート | 2022/1/18号]
- 3 粘り腰を見せる金価格
～2022年の相場展望
上野 剛志 [エコノミストレター | 2022/1/7号]
- 4 なぜウクライナ侵攻を予想できなかったのか?
～読み違えはロシア側にも～
伊藤 さゆり [エコノミストレター | 2022/3/2号]
- 5 ロシア経済悪化の他国・地域への影響
高山 武士 [基礎研レポート | 2022/3/9号]

コラムアクセスランキング

- 1 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 [基礎研REPORT-ColumnI | 2022/2/8号]
- 2 拒否権のパワー
～国連安保理で常任理事国と非常任理事国の投票力格差は?
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2022/3/1号]
- 3 バレンタインジャンボ どう狙うか?
～一攫千金か、それとも1万円以上の当せん金か
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2022/2/1号]
- 4 経済・金融制裁とSWIFT
高山 武士 [研究員の眼 | 2022/3/7号]
- 5 確定拠出年金の一時金をいつ受け取るか
～課税ルール変更を受けて
高岡 和佳子 [基礎研REPORT-ColumnIII | 2022/2/8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22/2/21-22/3/20》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

1か月間(5月)の平均読書冊数 [4月23日はこども読書の日]

Source : 全国学校図書館協議会・毎日新聞社「第66回学校読書調査」 Design : infogram©

