

ニッセイ基礎研 Report

May 2022 Vol.302

- 02 金融機関はなぜ合併するのか ● 松澤 登
- 03 拒否権のパワー ● 篠原 拓也
- 04 まるわかり“実質実効為替レート” ● 上野 剛志
- 06 ロシア経済悪化の他国・地域への影響 ● 高山 武士
- 08 確定拠出年金では何に投資したら良いのか? ● 熊 紫云
- 10 ふるさと納税をしない理由 ● 岩崎 敬子
- 11 ドル130円接近、円安進行に歯止めはかかるか? ● 上野 剛志



ツボを視る

肩が凝ったり少し頭痛があるときに、無意識に押している「ツボ」。その効果は世界的にも認められ、360余のツボがWHO(世界保健機関)にも定められている。東洋医学では、体内に張り巡らされた通路(経路)をエネルギー(気)がスムーズに流れるように、通路上にあるツボ(経穴)を刺激して調子を整えることが大切。14世紀に中国で記された医書「十四経發揮」に細かく解説され、現代の日本の鍼灸養成施設の教科書の元にもなっている。

十四経發揮より「足少陽胆経之図」

滑寿

京都大学附属図書館所蔵

金融機関はなぜ合併するのか

会社法・銀行法の観点から



保険研究部 常務取締役 研究理事 松澤 登

matuzawa@nli-research.co.jp



まつざわ・のぼる

1985年 日本生命保険相互会社入社
2014年 ニッセイ基礎研究所、2021年4月より現職
ハーバードロースクールLLM取得
大阪経済大学非常勤講師

みずほ銀行のシステムトラブルが繰り返されてきており、金融インフラにも影響が及んでいる。そもそも、みずほフィナンシャルグループは、大手都市銀行であった第一勧業銀行および富士銀行、並びに長期信用銀行業界の雄であった日本興業銀行の三行が経営統合したことによって構築された。

これら三行はバブル崩壊後の金融不況による経営不振から脱却するとともに、銀行としての競争力の向上を目指すという観点から、2000年に同一の持株会社(当時のみずほホールディングス)の傘下に入った。さらに2003年に三行体制を再編し、みずほ銀行とみずほコーポレート銀行の二行に合併統合した。そして、2013年にはこれら二行が合併して単一行となった。この合併によって各行がそれぞれ有していたシステムを一本化する必要性が生じた。逆の言い方をするとそもそも合併をしななければこのような問題は生じなかった。

同じ持株会社の下に三行がぶら下がるだけにとどまらず、合併まで行うのはなぜであろうか。一般的には①経営の効率化、②営業の効率化、③シナジー効果の獲得であろう。

法的な問題はどうか。法律問題として考えられるのは、ア)取締役の兼務問題、イ)利益相反取引、ウ)財政支援の方法がある。

まず、ア)取締役の兼務問題としては、銀行の常務に従事する取締役(あるいは執行役)は、内閣総理大臣(金融庁長官に権限委任、以下同じ)の認可を受けなければ他の会社の常務に従事することはできない(銀行法7条)。したがって経営陣のキー

パーソンが複数の銀行において役員を兼務しようとするときには、通常はどこかの銀行で常勤とし、その他の銀行では非常勤とすることとなる。そうすると経営戦略のすり合わせにひと工夫が必要となる。

次に、イ)利益相反取引とは、取締役と金融機関の取引について金融機関の取締役会の承認を必要とするという取引に関するルールである。たとえばA銀行の代表取締役であるBが、C銀行の非常勤取締役でもあった場合を考える。A銀行とC銀行が何らかの取引をする場合には、利益相反取引としてC銀行の取締役会において承認を得る必要がある(会社法365条1項→会社法356条1項2号)。なぜならBはA銀行を代表する立場だからであり、したがってCの非常勤取締役でもあるBにとって自己取引(利益相反取引)となるからである。

このような取引は取締役会の承認を受けることを行うことができる(会社法356条2項)が、C銀行に損失が生じた場合には、C銀行側で取引を行った代表取締役と、C銀行取締役会で賛成した取締役はその任務を懈怠したものと推定される(会社法423条)。この責任は総株主の同意がなければ免除できない(会社法424条)。グループ会社間での取引も多いであろうし、この点はリスクとして認識されている。

最後に、ウ)財政支援の方法であるが、同一グループに属する銀行間で行う取引は「独立当事者間での取引条件」で行うことが原則である(アームズレングスルール、銀行法13条の3)。なお、このアームズレングスルールは役員兼任の有無にかかわらず適用される問題である。

より具体的に、銀行法の定めるアームズ

レングスルールでは、同一の銀行持株会社の子会社同士の銀行(C銀行とA銀行)で行う取引であって、業務の種類、規模、信用度に照らして他の銀行との間で行われる同種、同量の取引を同様の条件下で行われるものと比較して、当該銀行(C銀行)にとって不利な条件で行われる取引は禁止されている(銀行法施行規則14条の10)。ただし、内閣総理大臣の承認を受けたときはこの限りではない(銀行法13条の3但し書き)。

この承認については、その取引を行わなければ、A銀行の営業継続に支障を生ずるおそれがある場合(銀行法施行規則14条の8)に行うものとされ、具体的にはi) A銀行が経営危機に陥り支援が必要であること、ii) A銀行において十分な自助努力及び経営責任の明確化が行われていること、iii) A銀行において清算などに比べて経済合理性があること、iv) C銀行が損失見込み額を事前に償却・積み立てていること(監督指針V-2(2))が承認の要件とされている。経営危機に陥っていることが銀行間での経営支援の条件とされるなど厳重な規制がかかっている。

このように単に持株会社の傘下に行くつかの銀行を置くだけというのでは、経営に迅速性・柔軟性を持たせることができない。銀行間の密な連携も期待できない。法律問題としても合併することにメリットがあるものと考えられる。

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？



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



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

社会では、さまざまな会議で議決が行われる。代表的なものは、国際連合(国連)だ。その中でも、とくに安全保障理事会(安保理)は、各種制裁措置の決定などを審議する機関として重要である。じつは、国連の他の機関は、加盟国に対して勧告しかできない。国連憲章のもとで、加盟国に実施の義務づけを伴う決定を行う権限は、安保理だけが有している。その議決についてみてみよう。

◇ 常任理事国は拒否権を持っている

安保理の議決は、全15カ国中9カ国以上が賛成した場合に議案が可決・成立となる仕組みだ。重要問題である実質事項の議決では、常任理事国のうち1カ国でも反対すると議案は成立しない。これは、常任理事国が持つ拒否権といわれる。

この拒否権があるために、これまでさまざまな議案が否決されてきた。大国の利害の不一致が、安保理の機能不全を引き起こしてきたと指摘されるゆえんだ。

拒否権にはものすごいパワーがあることは直感的にもわかる。実際に、常任理事国は、他の理事国14カ国がすべて賛成している議案であっても、拒否権の発動により不成立にもっていける。

◇ 投票力を示す指数

では、拒否権には、実際にどれくらいのパワーがあるのか?具体的に数字で表したい。ここで、よく使われるのが、会議での採決や投票で各投票者の投票力を表示する、「シャープレイ=シュービック指数」という指標だ。これは、アメリカの経済学者である、シャープレイ氏とシュービック氏が開発した指数だ。ゲーム理論の中では、協力ゲームと呼ばれるものの分析に出てくる。

議決の安定性や、投票力の分析などに用いられる指標だ。

◇ 指数の考え方は意外と簡単

この指数の考え方は、それほど難しくはない。5人が投票して、過半数で可決・成立となる議決を例にみていこう。

投票者は、ある議案に順番に賛成票を投じていくとする。まず、このような投票順が何通りあるか、計算してみる。これは、5の階乗(5!) = 120通り。つぎに、ある投票者が投票する前には成立しておらず、その投票者が投票したことによって成立する、という投票順の個数を数えてみる。3人目が賛成票を投じた段階で過半数となるので3人目の投票者となる投票順の数で、それぞれ24通りずつだ。そして、この2つの投票順の数を割り算する。24 ÷ 120 = 0.2で、どの投票者も5分の1ずつ投票力を持つことになる。

◇ 安保理での投票力を計算すると…

それでは、この指数を使って、国連安保理の常任理事国と非常任理事国の投票力をそれぞれ計算してみよう。まず、15カ国が投票する投票順の数は、15の階乗(15!) = 1,307,674,368,000通りとなる。

つぎに、ある常任理事国が投票した時点で、議案が成立する投票順の数を計算してみると、256,657,766,400通りある。この2つの数を割り算すると、19.627%となる。他の常任理事国も同じパワーを持つから、常任理事国全体では、約98.135% (= 19.627% × 5)。非常任理事国は、全部合わせても残りの1.865%のパワーに過ぎない。非常任理事国のうちの1カ国は、さらにその10分の1で、0.1865%となる。つまり、常任理事国は、非常任理事国の

約105倍(= 19.627% ÷ 0.1865%)のパワーを持っていることになる。拒否権には、ものすごいパワーがあることが数字で表されたわけだ。

◇ もし議決方法を変更したら…

それでは、架空の話として、もし常任理事国2カ国の反対がないと拒否権は発動されない、というように拒否権の発動要件を変更した場合はどうなるか。この場合は、常任理事国は1カ国で16.830%、非常任理事国は1カ国で1.5851%となる。常任理事国は非常任理事国の約11倍(= 16.830% ÷ 1.5851%)のパワーを持つ。

また、ある常任理事国が拒否権を発動した場合でも、他の14カ国(他の常任理事国4カ国と非常任理事国10カ国)が賛成することによって、再可決して議案を成立できるよう、議決方法を変更したらどうなるか。この場合は、常任理事国は1カ国で14.865%、非常任理事国は1カ国で2.5674%となる。常任理事国は、非常任理事国の約6倍(= 14.865% ÷ 2.5674%)のパワーを持つようになる。まだ、約6倍もパワーの違いは残るが、現在の約105倍の違いに比べれば、常任理事国と非常任理事国の投票力の格差は、だいぶ縮まることとなる。

今回は、国連安保理の議決を取り上げたが、他の会議の議決でも、この指標を用いて投票力を測ることができる。会議で誰かが拒否権を発動しそうなきには、そのパワーを計算してみるとよいだろう。

[*]計算細部については次をご参照下さい。
・「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?」(研究員の眼, 2022年3月1日)
・「拒否権のパワー [もう一度]—常任理事国と非常任理事国の投票力格差を別の指標でみると…」(研究員の眼, 2022年4月12日)

まるわかり“実質実効為替レート”

“50年ぶりの円安”という根深い問題



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



うえのつよし

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

1—— 円のREERは50年ぶりの 低水準に

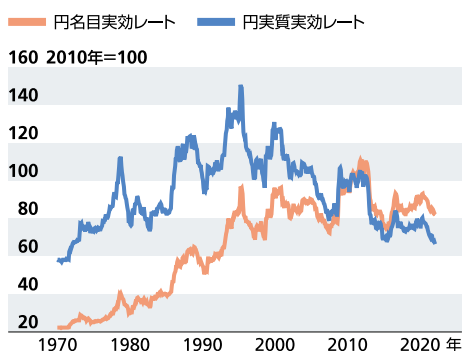
実質実効為替レート（「REER」と表記）は一般的に「通貨の実力」などと説明されるが、より厳密に言えば、「自国の財・サービス価格の海外の財・サービス価格に対する相対価格（割安・割高度）」を示し、その状態をもたらしている為替レートと言い換えることもできる。具体的には、2国間の為替レートに内外物価変動による通貨の購買力変化を反映したうえで、貿易ウェイトで加重平均したものだ。そして、為替レートが下落したり、海外よりも物価上昇率が低かったりする場合に下落する。

円のREERの推移を見ると〔図表1〕、直近2月の値は50年前の1972年2月以来の低水準に当たる。当時はドル円レートが1ドル305円という割安水準にあった。

〔図表1〕円の名目・実質実効為替レート

注：22年2月まで（月次平均）

資料：BIS "Effective exchange rate indices (Broad Indices)、
日銀よりニッセイ基礎研究所作成



次に円のREERについて大きなトレンドを捉えると、1995年4月をピークとして長期にわたって下落基調にある。ただし、直近の名目実効レート^{*1}がピークから15.3%下落したに過ぎないのに対し、REERの下落幅は55.9%に達している。海外の消費者物価指数^{*2}がこの間に約2倍に上昇したのに対し、日本の消費者物価指数が横

ばい圏に留まったことで、REERが大幅に押し下げられた形になっている。

2—— 下落の背景と影響

1 | 下落の背景

ただし、本来、購買力平価の考え方に基づけば、円のように「相対的に低インフレ」の通貨は相対的に購買力が上昇しているため、名目実効レートが上昇して、インフレ格差分の下落圧力が相殺される¹はずだ。それにもかかわらず、円の名目実効レートが下落した背景には、まず日銀による金融緩和の常態化によって金利が極めて低位に抑えられてきたことが挙げられる。この間海外では日銀ほど極端な緩和策が採られなかったうえ、度々金融引き締めが行われて金利が上昇してきた。最近も顕著だが、海外での金融緩和縮小・引き締め時には内外金利差が拡大し、円安圧力が高まってきた。

また、国際収支の構造変化によって円の実需が減少したことも、名目実効レートの下落に繋がっている。貿易収支面では、企業の生産拠点の海外シフトによって輸出数量が伸びづらくなった一方で、世界的な需給のタイト化によって原油高となったことで輸入額が高止まりした結果、この10年程度の日本の貿易収支はほぼゼロに落ち込み、外貨を円に交換する「円転需要」の減少に繋がった。また、コロナ禍発生に伴う訪日客の急減によって、近年、旅行収支の黒字が急減したことも「円転需要」の減少に繋がっている。

一方、金融収支では、企業の海外シフトに伴って子会社等への投資である直接投資額が伸び、円を投資用の外貨に交換する「円投需要」が増加したことが円の下落

要因になっている。つまり、円のREER下落の原因は、日本が低成長・物価低迷を脱せず、日銀が大規模な緩和を常態化させるなか、企業がより成長の見込める海外へ生産拠点をシフトさせたことに加え、原油価格が高止まりしたことで円の実需が減少したこととまとめられる。

2 | 下落の影響

次に円REER下落の日本経済への影響に目を転じると、プラス面としては、まず輸出への好影響が挙げられる。REERは「自国の財・サービス価格の海外の財・サービス価格に対する相対価格」を示すことから、同レートが下落すれば国内での生産コストが相対的に割安になり、「輸出数量の増加」や「輸出採算の改善」効果が生まれる。また、円安による収益改善を織り込んで株価が上昇することで、株を多く保有する富裕層を中心に、消費における一定の「資産効果」も発生する。

さらに、円安になることで日本への旅行コストが割安となり、「インバウンド消費（サービス輸出）が増える」効果があるほか、海外からの利息・配当収入の円換算額が高上げされる効果もある。

ただし、既述の通り、企業の生産拠点の海外シフトが進んだことで、円安にもかかわらず、輸出数量は伸び悩んでいる。また、コロナ禍で訪日客が途絶えたことでインバウンド消費も消滅しているため、円安のプラス効果は近年低減している。

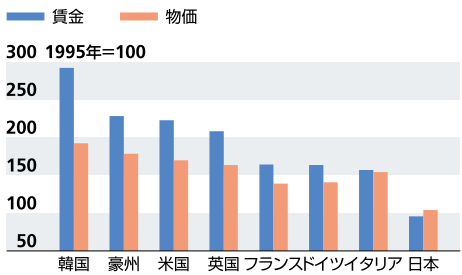
一方、マイナス面としては、輸入コストの増加が挙げられる。名目為替レートの下落や海外での物価上昇によって、自国の財・サービス価格に対して海外の財・サービス価格の相対価格が上昇するため。そし

て、輸入コストの増加は、商品への価格転嫁が進まない場合には企業収益の悪化要因となり、転嫁が進んだ場合には物価の上昇を通じて家計の実質賃金を押し下げる要因になる。

たとえ、REERの下落によって輸出企業を中心に収益が改善したとしても、家計の実質賃金が下落して消費が低迷するのであれば、バランスを欠き、経済の好循環や国民生活の改善は見込めない。

現に、1995年から2020年にかけて、日本の実質賃金は約8%も下落しており、国際的に見て、賃金の低迷が際立っている[図表2]。

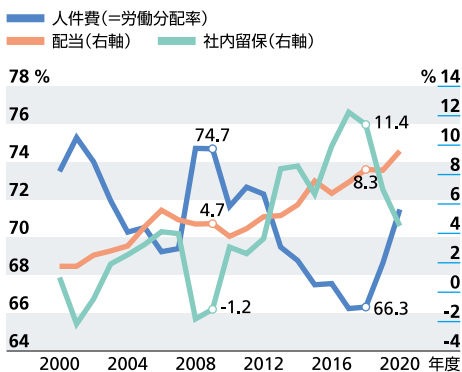
[図表2] 主要国の賃金・物価の変化(1995→2020年)
注: 1995年の水準を100とした場合の2020年の水準
資料: OECD.statよりニッセイ基礎研究所作成



日本の賃金低迷の原因について、企業収益を切り口として見てみると、まず、賃金の原資となる企業の稼ぎである「付加価値」が伸び悩んでいる。直近2019~20年度はコロナ禍による急激な収益悪化という特殊事情があったため、2018年度の付加価値を見ると、1995年度の水準に対して13.4%増に留まる。これは年率換算で0.5%増に過ぎない。一方、この間に企

[図表3] 付加価値に占める人件費・配当・社内留保の割合(全業種)

注: 付加価値額=営業純益(営業利益-支払利息等)+役員給与+役員賞与+従業員給与+従業員賞与+福利厚生費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課
資料: 財務省「法人企業統計調査」よりニッセイ基礎研究所作成

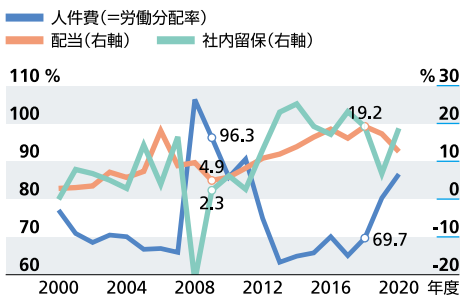


業の人件費は増加したものの、その増加率は付加価値の伸びより低く、年率換算で0.1%増に留まる。付加価値の増加率を人件費の増加率が下回ったため、付加価値に占める人件費の割合である労働分配率は大きく低下している。この構図は、リーマン危機からの回復期にあたり、REERも大きく下落した2009~18年度について特に顕著である[図表3]。

一方で、2009~18年度にかけて配当と社内留保(内部留保へ回す利益)の付加価値に占める割合は明確に上昇している。特に円安の恩恵を受けやすく付加価値増加率の高かった自動車や生産用機械では、「労働分配率低下、配当・社内留保率上昇」という傾向が顕著になっている[図表4]。

[図表4] 付加価値に占める人件費・配当・社内留保の割合(自動車)

注: 付加価値額=営業純益(営業利益-支払利息等)+役員給与+役員賞与+従業員給与+従業員賞与+福利厚生費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課
資料: 財務省「法人企業統計調査」よりニッセイ基礎研究所作成



つまり、賃金低迷の背景には、企業による付加価値創出の伸び悩みに加えて、株主配当や内部留保積み増しへの付加価値分配が優先されてきたことがある。とりわけ円安が収益の追い風になってきた輸出産業でこの優先傾向が強い。

3 REERの行方と求められること

1 REERの行方

最後にREERの行方を考えると、自然体で行けば、今後少なくとも2年程度はさらに下落に向かう可能性が高い。人々の予想物価上昇率の低い日本の物価上昇率が海外の物価上昇率を超えることは考えづらい。日銀が金融緩和を継続する一方で海外の主要中央銀行が金融引き締めを続けることで、内外金利差が拡大し、円安圧力になりやすいためだ。従って、輸出環境

はさらに改善する一方で、家計の実質賃金はますます圧迫されることが予想される。

なお、家計への悪影響や世論の悪化を受けて、政府・日銀が人為的に円のREER下落を止めに行くシナリオも否定はできないが、ハードルは高めた。政府が円買いドル売り介入をするためには米政府の理解がカギになるが、現在の米国にとっての最優先課題であるインフレを抑えるためには、輸入物価を押し下げるドル高の方が好都合のため、理解を得られるかは不透明だ。米国の理解がない場合でも日本の単独介入は可能だが、これまであまり効果を発揮してこなかった。また、日銀が円安を止めるために金融緩和を縮小したり、引き締めへ転じたりすれば、市場金利が上昇して景気の逆風になるうえ、政府の利払いを増加させ、財政政策の余地を狭めてしまう。

2 REER下落に対して求められること

今後、円のREERがさらに下落に向かうことを前提とした場合、最も求められることは賃金の上昇だ。企業が生産性を高めて付加価値を増加させ、従業員に適切に利益増加分の還元を行えば、REER下落による実質賃金の下落が回避できる。もちろん、従業員にも生産性向上に向けた取り組みが求められるし、政府も生産性向上・適切な利益分配に向けての環境・枠組み作りが求められる。

そして、賃金が持続的に上昇に向かえば、経済の好循環が起こり、予想物価上昇率の上昇や需給ギャップの改善を通じて、物価上昇率も底上げされるだろう。

その後、持続的な物価上昇を受けて日銀が金融緩和の出口戦略を開始すれば、名目実効レートが上昇してREERも持ち直すことが期待される。これまで出来てこなかっただけに難易度は高いが、目指すべき理想形として念頭に置いておきたい。

[*1]ある国の貿易額における相手国別の割合をウェイトとして用いて、それぞれの国の通貨との2国間為替レートを加重平均して算出する。一般的には外貨建て名目為替レートベースで、基準時点(100)として計算される。
[*2] BIS実質実効レート(Broad指数)対象国の各消費者物価指数を日本の貿易シェアで案分して計算。

ロシア経済悪化の他国・地域への影響



たかやま・たけし

06年 日本生命保険相互会社入社
09年 日本経済研究センターへ派遣
10年 米国カンファレンスボードへ派遣
11年 ニッセイ基礎研究所 14年 日本生命保険相互会社
20年 ニッセイ基礎研究所（現職）



経済研究部 准主任研究員 高山 武士
takayama@nli-research.co.jp

1——はじめに

ロシアがウクライナへの軍事侵攻を開始し、西側諸国が経済・金融制裁を課したことでロシア経済の悪化が想定される。また、その反作用として西側諸国自身が受ける影響もあると見られる。

本稿では、国際産業連関表を用いてロシアとその他の国々の経済的なつながりを把握することで、世界の各国・地域におけるロシア経済低迷の反作用がどの程度ありそうかを定量的に把握する。

なお、分析はOECDの公表する2018年の産業連関構造を前提としているが、実際には経済・金融制裁によってサプライチェーンが再構築され、産業連関構造は大幅に変化すると見られる。また需給バランスの崩れからインフレを通じて各国の産業に幅広い影響が及ぶことも想定される。そのため、本稿の分析結果がそのまま影響度の違いとして顕在化するとは言えないものの、経済への影響を見る上でのヒントになるものと考えている。

2——付加価値でみた地域間の取引

本稿では国際産業連関表を用いて以下の2種類の構造を調査する。

ひとつは、「①ロシアで供給されるモノ・サービスがどの国・地域で使われているか」、次が「②ロシアで需要されるモノ・サービスがどの国・地域で生み出されたものか」である。

①はロシアからの輸入、②はロシアへの輸出に類似した概念だが、本稿では付加価値(最終需要)に着目しており、端的には、付加価値ベースで見た際の「ロシア産商品の消費地(①)」と「ロシアで消費される商品の原産地(②)」のようなものである。

1 | ロシアの付加価値の供給先 (川下への影響)

①については図表1のような関係にある。ロシアが生み出す付加価値1兆5920億ドルのうち、3710億ドル(23.2%)が海外で消費や投資に使われている。さらにそのうちの41.6%にあたる1540億ドルがユーロ圏を中心とする欧州の最終需要であり、欧州との結びつきが深いことが分かる。それ以外では中国が670億ドルと大きい。また、ロシアではエネルギーに関する付加価値を多く供給している点も特徴である。

ロシアの供給が滞るとユーロ圏を中心にその分の需要ができなくなる。図表1で

は金額ベースでの大まかな影響が把握できる。また、各国・地域の経済規模(最終需要)と比較してどの程度の影響度合いかをみたものが図表2となる。

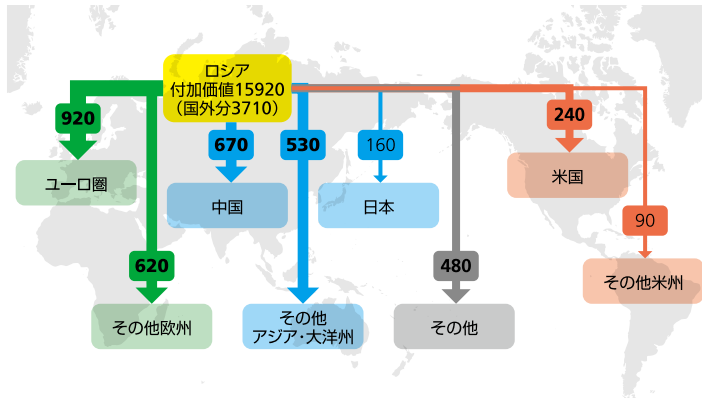
この図表からは、経済規模対比でチェコやトルコ(本稿では欧州として分類)といった国への影響が大きいことが分かる。次いでイタリアやドイツといったユーロ圏の国々や韓国が影響度では上位に位置する。一方、米国やオーストラリアの影響度は主要国のなかでもかなり小さいと言える。なお、図表2ではロシアの産業別の付加価値を示している。ロシアが世界でも主要なエネルギー供給先ということもあり、鉱業による付加価値が多く輸出されていることも読み取れる。

2 | ロシアの最終需要の付加価値構造 (川上への影響)

次に、②については図表3のような関係にある。ロシアの最終需要1兆4290億ドルのうち、3010億ドル(21.1%)が海外の付加価値で構成されている。さらにそのうちの42.8%にあたる1290億ドルがユーロ圏を中心とする欧州の付加価値であり、こちらもデータからも欧州との結び

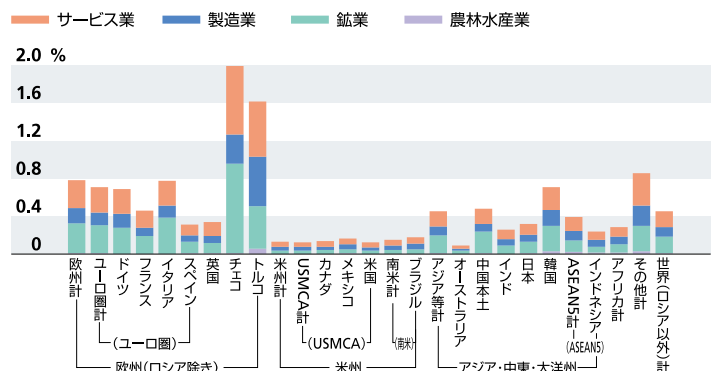
[図表1] ロシアの付加価値の供給先

注: 矢印は付加価値の向かう先、単位は億ドル(10億単位で四捨五入)
資料: OECDよりニッセイ基礎研究所作成



[図表2] ロシアの供給減による各国・地域への影響度 (ロシアのモノ・サービスがどこで需要されているか)

注: ロシアの産業別付加価値がどの国・地域で最終需要をされているかを示す、各国・地域の最終需要に占める割合 資料: OECDよりニッセイ基礎研究所作成



つきが深いことが分かる。中国が470億ドルと大きいことも同じである。なお、米国については若干ではあるが、①の結びつきより②の結びつきの方が大きい。これは米国が生産のための原材料をあまりロシアに依存していない一方、ロシア向けのモノ・サービスを多く提供していることを示唆している。例えば、ロシアで販売されるアップルのスマートフォンやパソコン、あるいはロシアで利用できるビザやマスターカードといった決済サービスの付加価値の一部が米国産であることなどはイメージしやすい。そして、これらの企業はいずれも、ロシアのウクライナ侵攻を受けてモノ・サービスのロシアでの提供を停止している。

また、各国・地域の経済規模(付加価値)比でみた影響度合いは図表4のようになる。経済規模比でみた影響度合いの大きさは、①でみた図表2で見た影響度合いと類似していることが分かる。

3——影響度合いの評価

前節で見たように、①も②も特に欧州との結びつきが強いことが分かった。

ここで改めて、図表2の数値の意味を考えて見る。これは「ロシアからの供給が完全にとまった際、各国・地域でのどれだけのモノ・サービスが利用できなくなるか(最終需要がどれだけ減るか)を示している」と解釈できる。例えば、ユーロ圏では経済規模対比で0.71%の最終需要が減ることになる。今回の経済・金融制裁でロシアの供給が完全にとまることは考え

にくい、仮にロシアの全産業で一律に10%の供給が止まったとすると、ロシアからの供給量が10分の1に減るため、例えばユーロ圏では経済対比0.071%の最終需要が減る、と解釈できることになる。

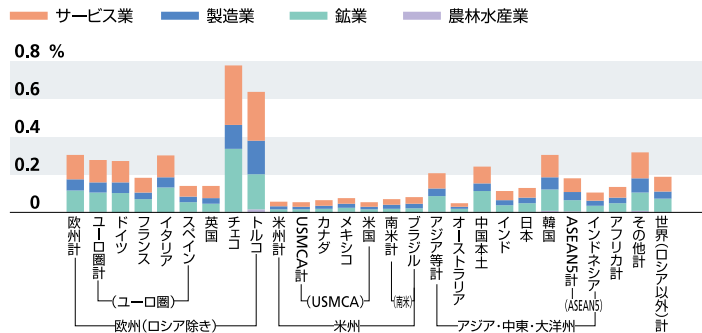
ただし、「反作用」の定量評価としては過小評価である可能性が高い点に留意する必要がある。

例えば、マクロ経済理論では負の供給ショックは物価上昇と生産量の減少をもたらすとされるが、今回はそうした影響を分析したわけではなく、2018年の経済構造(各国間の産業のつながり)を調べているにすぎない。金融取引(国際と信、対外直接投資など)が減少することによる影響も加味されていない。

他にも、コロナショックで明らかになったように、電線(ワイヤーハーネス)や半導体などの部品不足が自動車などの川下の最終財生産を止めてしまうことがある。自動車の価格(付加価値)から見れば不足部品の価格(付加価値)はごくわずかだが、途中の生産工程が止まり最終需要は急減しうる。つまり、供給不足の影響は川上の影響より川下の影響が大きくなっている可能性が指摘できる。

[図表5] ロシアの供給減による各国・地域への影響度(上流度を加味した試算)

注: 上流度に応じたウェイトを付けた試算、各国・地域の最終需要に占める割合
資料: OECDよりニッセイ基礎研究所作成



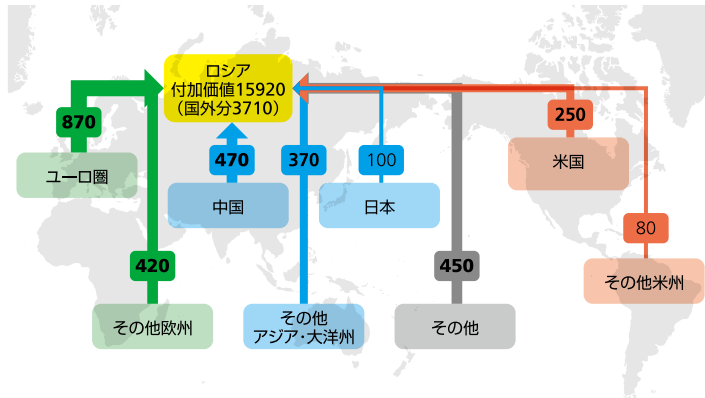
なお、最後の影響については、例えば供給網の上流に位置するほど下流の最終消費への影響度が増すとして、ウェイトを付けて計算してみることができる[図表5]。ウェイトの付け方を変えれば影響度合いも変わるが、いずれにせよ欧州経済への影響は他国・地域よりも大きいことが示唆される。

以上、ロシア経済の鈍化による他国・地域への影響を見てきた。図表5からは影響度は欧州や韓国、中国で大きいことが分かる。端的にはこれらの国がロシアからエネルギー供給を大きく受けていることを反映していると言える。

ただし、冒頭で触れた通り、経済・金融制裁によって産業連関構造が大きく変化し、例えば制裁国である西側諸国とのつながりは縮小する一方で、それ以外の地域、例えば中国などとのつながりはむしろ拡大する(ロシアからの供給が増える)といった変化が想定される点には留意する必要があるだろう。

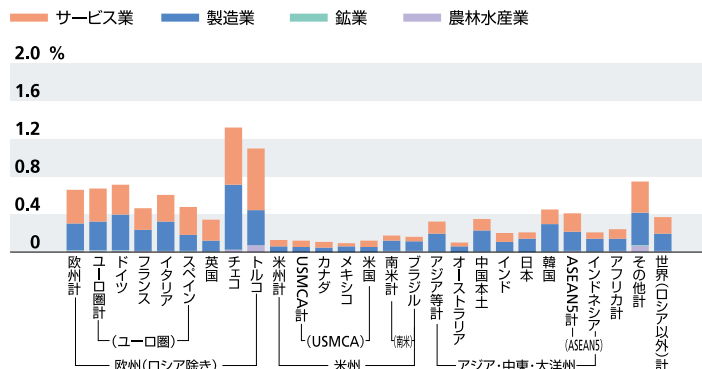
[図表3] ロシアの最終需要の付加価値構造

注: 矢印は付加価値の向かう先、単位は億ドル(10億単位で四捨五入)
資料: OECDよりニッセイ基礎研究所作成



[図表4] ロシアの需要減による各国・地域への影響度(ロシアのモノ・サービスはどこで生産されているか)

注: ロシアの産業別付加価値がどの国・地域で最終需要をされているかを示す、各国・地域の最終需要に占める割合 資料: OECDよりニッセイ基礎研究所作成



確定拠出年金では何に投資したら良いのか？

外国株式型、国内株式型、バランス型、外国債券型と国内債券型でパフォーマンスを比較してみた



金融研究部 研究員 熊 紫云

ziyunxiong@nli-research.co.jp

1——はじめに

確定拠出年金(企業型および個人型のiDeCo)は、企業あるいは自分が拠出した掛金を、預金、保険、投資信託などから、どの運用商品に投資するか、それぞれの運用商品にどの程度配分するかを自分自身で決めて運用する私的年金制度である。60歳まで資金の引き出しが原則不可であるなど、老後のための資産形成を目的とする仕組みである。

このため、確定拠出年金の資産配分は、老後のための資産形成を目的としたポートフォリオの資産配分の典型例と言える。そこで、確定拠出年金における資産配分の現状を紹介し、過去のデータに基づいて確定拠出年金での適切なポートフォリオの資産配分を考えてみたい。

2——確定拠出年金の資産配分の現状

元本確保型(預貯金・保険)と短資が確定拠出年金の全運用資産額に対して半分近くを占めている[図表1]。また、確定拠出年金統計資料(2021年3月末)によると、企業型確定拠出年金においては元本確保型だけで運用している者の割合が32.1%もいることから、リスクを一切取らずに老

後のための資産形成をする人がかなり多いといえよう。

確定拠出年金の運用商品の割合を年代別に見てみると、現状どの年代でも預貯金の割合が一番大きい[図表2]。リスクがない預貯金、保険、短資を合わせた運用商品の割合は30代で37.7%、40代で40.1%、50代で47.7%、60歳以上で58.4%と、年齢が上がるにつれてその割合は高くなる。

一方で、リスクをとる投資信託の中でバランス型の割合を年代別に見てみると、19歳以下で25.0%、20代で21.5%、30代で19.0%、40代で19.5%、50代で18.2%とほぼ2割を占め、60歳以上が13.3%とやや低くなっている。

資産クラスの中で一番リスクが高い国内株式と外国株式を合わせた割合を見てみると、20代で25.9%、30代で32.3%、40代で29.4%、50代で24.1%、60歳以上で20.4%と30代をピークに年齢が上がるにつれて割合は低くなっていく。

年齢が上がるにつれてリスクがない商

品の割合が増え、リスクが高い商品の割合が減っている。一般的に、年齢を重ねるにつれポートフォリオ全体のリスクを抑えていくべきなので合理的に思えるが、実は現状の年齢別の平均的な資産配分が適切とは限らない。

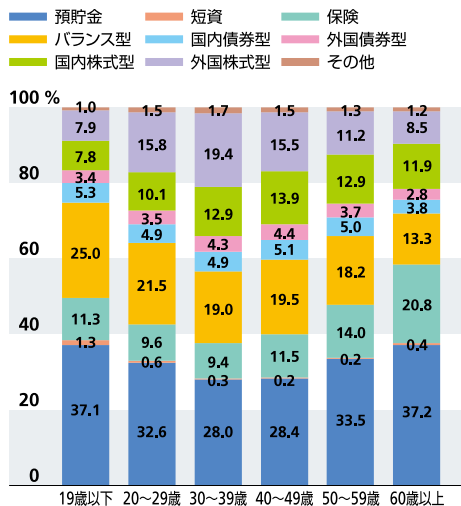
3——金融危機の直前に確定拠出年金で投資を始めたらいくらになるか？

実際に投資した場合のパフォーマンスを過去のデータを用いて試算し、代表的な運用商品の特徴を確認してみたい。

具体的に確定拠出年金専用のバランス型(資産配分固定型)の代表例として、株式インデックス25%・債券インデックス72%・短資3%を組入れる「低リスク型」、株式インデックス50%・債券インデックス47%・短資3%を組入れる「中リスク型」と株式インデックス75%・債券インデックス22%・短資3%を組入れる「高リスク型」を想定する。加えて、国内株式インデックス50%・外国株式インデックス50%を組入れる「内外株式型」と「国内債券型」、「外国債券型」、「国内株式型」、「外国株式型」、「米国株式型」それぞれ100%のケースも追加し、合計9種の資産配分で、日本での過去の4つの金融危機(日本バブル崩壊、ITバブル崩壊、リーマン・ショック、コロナ・ショック)直前という最悪の時期から毎月2万円を積立投資したら2021年12月末でいくらになったのか見てみたい[図表3]。例えば、一番投資期間が長い日本バブル崩壊直前から積立投資を始めた場合、米国株式型の最終積立金額は6,046万円、累計積立元本768万円の7~8倍になっている。外国株式型も4,761万円と元本の

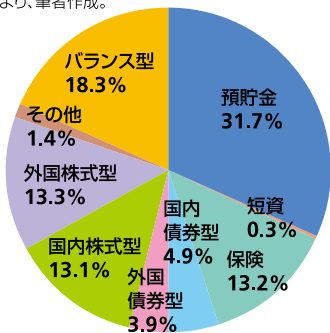
[図表2] 年代別確定拠出年金の運用商品

注:2021年3月末企業型と個人型確定拠出年金のデータを合計。
資料:運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料(2021年3月末)」より、筆者作成。



[図表1] 確定拠出年金の運用商品資産額割合

注:2021年3月末企業型と個人型確定拠出年金のデータを合計。
資料:運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料(2021年3月末)」より、筆者作成。





ゆう・しうん
20年 日本生命保険相互会社入社
21年 ニッセイ基礎研究所

[図表3] 最終積立金額(2021年末時点)

注:各ランキングはそれぞれの期間内における順位。日本バブル崩壊直前、ITバブル崩壊直前、リーマン・ショック直前、コロナ・ショック直前は1989年12月末、2000年2月末、2007年10月末、2019年12月末から月次データ(円ベース・RI)。1ヵ月毎にリバランス。投資コスト、税金などを考慮していない。資料:Datastream, Bloomberg, Morningstar Directより作成。

日本バブル崩壊直前~今 (累計積立元本:768万円)		ITバブル崩壊直前~今 (累計積立元本:524万円)		リーマン・ショック直前~今 (累計積立元本:340万円)		コロナ・ショック直前~今 (累計積立元本:48万円)	
ポートフォリオ	最終積立金額	ポートフォリオ	最終積立金額	ポートフォリオ	最終積立金額	ポートフォリオ	最終積立金額
米国株式型	6,046万円	米国株式型	2,410万円	米国株式型	1,338万円	米国株式型	69万円
外国株式型	4,761万円	外国株式型	1,959万円	外国株式型	1,062万円	外国株式型	67万円
内外株式型	2,733万円	内外株式型	1,497万円	内外株式型	857万円	内外株式型	62万円
高リスク型	1,998万円	高リスク型	1,154万円	国内株式型	677万円	高リスク型	57万円
外国債券型	1,774万円	国内株式型	1,104万円	高リスク型	668万円	国内株式型	57万円
中リスク型	1,694万円	中リスク型	958万円	中リスク型	555万円	中リスク型	54万円
国内株式型	1,597万円	外国債券型	852万円	外国債券型	463万円	低リスク型	51万円
低リスク型	1,376万円	低リスク型	776万円	低リスク型	456万円	外国債券型	50万円
国内債券型	1,080万円	国内債券型	615万円	国内債券型	371万円	国内債券型	48万円

約6倍になっている。内外株式型は2,733万円、高リスク型は1,998万円、外国債券型は1,774万円、中リスク型は1,694万円となっている。日本バブル崩壊直前からだと、日本株式の回復が緩いため、国内株式型は1,597万円と2倍程度の最終積立金額にとどまっている。そして低リスク型が1,376万円、国内債券型が1,080万円となり、資産の増加が比較的小さかった。

総じて株式型が上位になり、債券型は下位になる。資産配分固定型のバランス運用は、株式インデックスと債券インデックスの両方に投資するので、当然中間的な結果となり、株式インデックスの配分が高い方が、上位となっている。高リスク型は国内株式型と同程度かそれ以上のパフォーマンスとなり、低リスク型は国内債券型よりは良いが、国内株式型には見劣りする。中リスク型は高リスク型と低リスク型の間となっている。

4——若い人ほど、もっとリスクの高い資産に多く配分すべきである

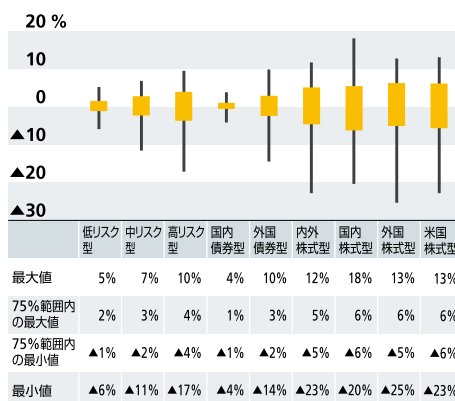
日本バブル崩壊直前から、各種資産配分における月次リターン最大の・最小値と月次リターンの極端な値を取り除いて75%

が収まる範囲をグラフにしてみた[図表4]。資産配分固定型のバランス運用を見ると、短期的な価格変動が小さいわりにリターンが高い利点がある。一方、株式型に投資すると、月次最大下落率が相対的に大きい。中長期的な平均リターンも高いので投資期間が長くなり、資産残高に占める利益の割合が大きくなると、積立元本を下回る可能性はほとんどなくなる。

確定拠出年金の場合は60歳まで現金化できず、投資を継続することとなるが、60歳までの投資期間が短い人と異なり、若い人は短期的リターンのブレにこだわる必要性は小さい。特に、一時的に資産時

[図表4] リターンの最大・最小値と75%範囲内の最大・最小値(2021年末時点)

注:日本バブル崩壊直前(1989年12月末)から月次データ。1ヵ月毎にリバランス。投資コスト、税金などを考慮していない。資料:Datastream, Bloomberg, Morningstar Directより作成。



価残高が急落して慌てて元本確保型などに入れ替え、損失を確定すべきでないことに注意してもらいたい。一時的に元本が大きく毀損しても、長期的には高い収益率を獲得できるからである。元本確保型などに入れ替えて損失を確定してしまうと、高い収益率を獲得する機会を失うことになる。

過去のデータからは、バランス型よりも、もっとリスクの高い資産クラスに多く配分することが得策である。なぜなら、分散投資は重要だが、分散投資には、時間分散と資産分散があり、さらに資産分散には、同一資産クラス内の銘柄を分散する銘柄分散と、投資する資産クラスを分散する資産分散がある。長期的な資産形成においても、銘柄分散は重要だが、株式インデックスであれば、十分銘柄分散されている。長期積立投資により、資金投入時期が分散される時間分散と長期保有のメリットを十分享受できる若い人にとっては、資産分散により価格変動リスクを抑えるメリットは小さく、長期的により高いリターンを得るメリットの方が大きい。一方、年齢が高くなるにつれ、残る投資期間が短くなるので、短期的リスクを抑えるため、少しずつ元本保証型やバランス型等に移行した方が良い。

繰り返しになるが、確定拠出年金制度は積立時期の分散と長期保有によって時間を味方にできる年金制度である。確定拠出年金の資産配分を決定する際には、外国株式インデックスなど中長期的に高いリターンが期待できる資産クラスにより多く配分した方が老後のための資産をより効率良く形成できる。今一度ご自身の確定拠出年金の拠出金割合や運用内容を見直してみてもどうだろうか。

ふるさと納税をしない理由



保険研究部 准主任研究員 岩崎 敬子
kiwasaki@nli-research.co.jp



いわさき・けいこ
10年 株式会社 三井住友銀行
15年 独立行政法人日本学術振興会 特別研究員
18年 ニッセイ基礎研究所 21年7月より現職

1——はじめに

2020年度のふるさと納税で全国の各自治体に寄付された金額の合計は約6725億円、ふるさと納税にかかる住民税控除適用者数は約552万人だった*1。ふるさと納税の利用者は増加傾向にあり、2020年度の寄付額はそれまでで最も大きい金額ではあるものの、住民税の所得割の納税義務者数は約5900万人*2であることから、利用率は1割を下回る。

ふるさと納税は、実質2000円の負担で様々なお礼の品がもらえるというメリットの見えやすい制度といえる。そして、ふるさと納税という言葉聞いたことがある人の割合は9割を超えるという報告もある*3ことから、制度の存在は既にほとんどの人に認識されているといっていいただろう。それにも関わらず、多くの人々は利用していないのはどうしてなのか。本稿では、ニッセイ基礎研究所が行った独自のアンケート調査を用いて確認した結果を紹介する。

2——調査概要

本調査は、2021年の3月にWEBアンケートによって実施した。回答は、全国の26～65歳の男女*4を対象に、全国6地区の調査対象者の性別・年齢階層別(10歳ごと)の分布を、令和2年1月の住民基本台帳の分布に合わせて収集した。回答数の合計は2,601件である。本稿ではこのうち、ふるさと納税を行ったとしても金銭的なメリットが無い可能性のある、年収130万円未満の人を除いた、1,638件の情報を用いて行った分析の結果を紹介する。

3——ふるさと納税をしない理由

1,638名の回答者うち2020年のふるさと納税をしなかった人は1,139名であった(約70%)。これらの人を対象に、ふるさと納税をしなかった理由を尋ねた回答の分布を、性/年齢層別に確認したのが図表1である。全体で最も大きな割合を占めたのは、「仕組みやメリットについて、よく知らなため」だった。年齢層別に見ると、男女ともに、「仕組みやメリットについて、よく知らなため」を選んだ人の割合が最も大きい年齢層は30代で、最も小さい年齢層は60代だった。また、「仕組みやメリットについては知っており、やりたいと思っているが、手続きが面倒なため」という人も各性別年齢層で約2割確認された。

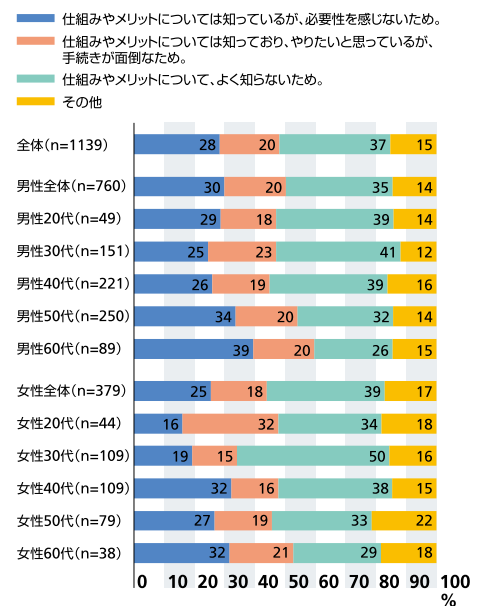
さらに、図表2は、年収別にふるさと納税をしない理由の分布を示したものである。年収が700万円未満の間で最も選択された理由は「仕組みやメリットについて、よく知らなため」である一方、年収が700万円以上のの間では、「仕組みやメリットについては知っているが、必要性を感じないため」の割合が最も大きく、「仕組みやメリットについては知っており、やりたいと思っているが、手続きが面倒なため」の割合が次に大きい。所得が高い人は納税額も大きいいため、こうした仕組みやメリットについて調べている可能性が示唆される。

4——おわりに

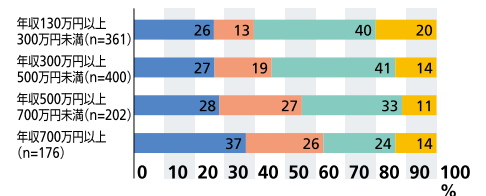
本調査からは、ふるさと納税を行った人を含めた納税者全体の約4分の1が、仕組みやメリットについてよく知らなために

ふるさと納税をしていない可能性があることが示された。仕組みやメリットをよく周知し、納税者に判断してもらうことが重要と考えられるだろう。

[図表1]ふるさと納税をしない理由(男女/年齢層別)



[図表2]ふるさと納税をしない理由(年収別)



[*1] 総務省(令和3年7月)
(https://www.soumu.go.jp/main_content/000761685.pdf, 2022年3月22日アクセス)

[*2] 総務省(令和3年3月)
(https://www.soumu.go.jp/main_sosiki/jichi_zeisei/czaisei/seido/chiran09_20.html, 2022年3月22日アクセス)

[*3] リサーチプラス(2018年7月)
(<https://www.research-plus.net/html/investigation/report/index138.html>, 2022年3月22日アクセス); リサーチノート(2022年3月)
(<https://research-platform.line.me/archives/39710497.html>, 2022年3月22日アクセス)

[*4] マイボイスコム株式会社のモニター会員

1ドル130円接近、円安進行に 歯止めはかかるか?

月 初1ドル122円台でスタートしたドル円はほぼ一本調子で上昇した。本日には一時129円台前半に達し、足元も128円台半ばにある。FRB高官によるタカ派発言が続く一方で、日銀が緩和継続スタンスを崩さなかったことで日米金融政策の方向性の違いが鮮明化し、円安に弾みがついた。原油高に伴う実需の円売りも円安をサポートしている。円安の悪影響を危惧する政府・日銀は口先介入を繰り返しているものの、円安に歯止めを掛けられていない。

今後も円安基調が続く可能性が高い。インフレ抑制を急ぐFRBは5月に利上げペースを加速し、資産圧縮も開始する見込みだ。日米の金融政策の違いがさらに際立ち、円安圧力になるだろう。また、実需の円売りをもたらしている原油高についてもロシア産原油離れによる構造的な需給逼迫懸念が背景にあるだけに、是正される見込みは乏しい。

円買い介入実施の可能性は排除できないが、米国の協力を得られそうにないだけに、実施しても効果は限られるだろう。つまり、今後も積極的に円を買う理由は見当たらない。利上げ進捗による米景気減速懸念や米物価上昇鈍化観測が台頭すれば、ドル高が抑制されることで円安に歯止めがかかると見るが、時間がかかりそうだ。従って、ドル円は近く130円を突破し、3か月後も現在より円安に留まると見ている。

今月に入り、ユーロは利上げで先行する米国のドルに対して売られたものの、円売りの勢いが勝ったことでユーロ円は上昇し、足元では139円台前半にある。今後もウクライナ情勢の緊迫化によるユーロ圏経済の減速懸念がユーロの重荷となるが、緩和の終了とその先の利上げを見据えるECBと緩和継続を掲げる日銀の姿勢の差は明確であり、ユーロの支援材料になる。3か月後の水準は現状比でやや円安ユーロ高と予想している。

今月の長期金利は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%台半ばにある。許容幅の上限に達したため、本日、日銀は指し値オペを実施して金利を抑制した。今後も米金利上昇に伴う金利上昇圧力は続くと思われるが、緩和継続を掲げる日銀は0.25%超への上昇を許容せず、指し値オペ等で抑制を図るだろう。従って、3か月後の水準は現状比横ばいの0.2%台半ばと見込んでいる。

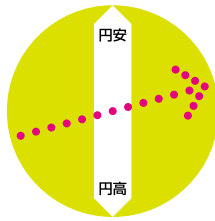


上野エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

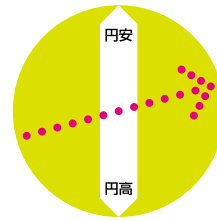
1998年日本生命保険相互会社入社、
2001年同財務審査部配属、
2007年日本経済研究センターへ派遣、
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
2009年ニッセイ基礎研究所。



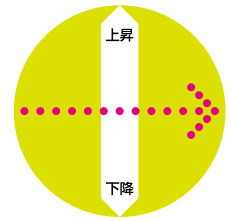
Market Karte May 2022



ドル円・3か月後の見通し

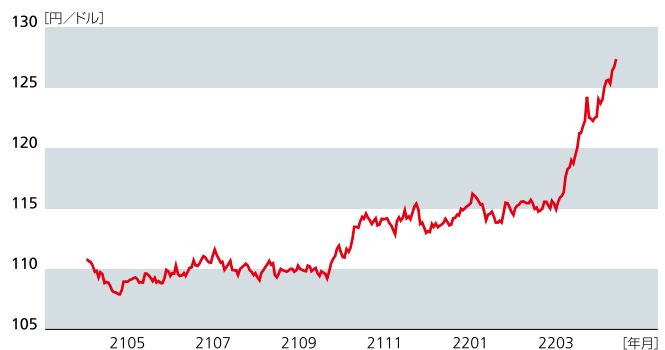


ユーロ円・3か月後の見通し

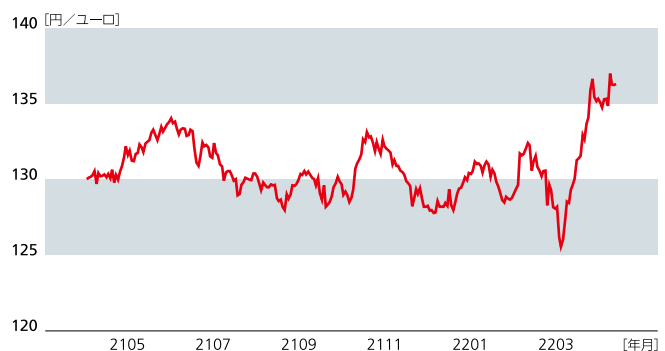


長期金利・3か月後の見通し

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 確定拠出年金では何に投資したら良いのか？
—外国株式型、国内株式型、バランス型、外国債券型と
国内債券型でパフォーマンスを比較してみた
熊 紫云 [基礎研レポート | 2022/3/11号]
- 2 ふるさと納税をしない理由
岩崎 敬子 [基礎研レター | 2022/3/25号]
- 3 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直し
上野 剛志 [エコノミストレター | 2022/2/4号]
- 4 まるわかり“実質実効為替レート”
～“50年ぶりの円安”という根深い問題
上野 剛志 [基礎研レポート | 2022/3/30号]
- 5 ウクライナ支援とふるさと納税
—寄付する経路によって負担が異なることに対する違和感
高岡 和佳子 [基礎研レポート | 2022/3/23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 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]
- 4 韓国で1日あたりの新規感染者数が
60万人を超えた理由
金 明中 [研究員の眼 | 2022/3/31号]
- 5 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
矢嶋 康次 [基礎研REPORT-ColumnI | 2022/4/7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22/3/21-22/4/17》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

月間消費支出(1世帯[2人以上]当たり) [5月30日は消費者の日]

Source: 総務省「家計調査」 Design: infogram©

