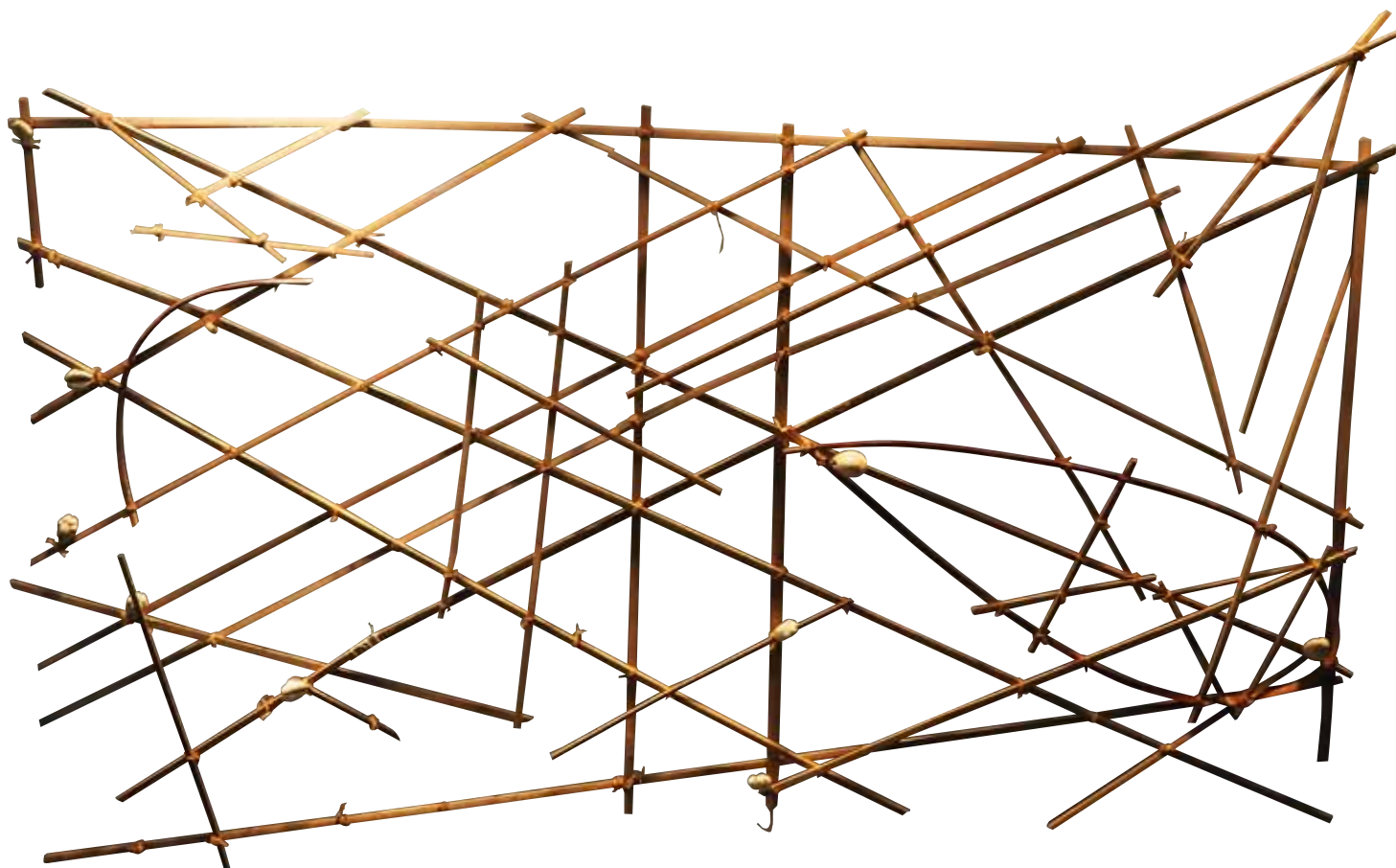


ニッセイ基礎研 Report

July 2022 Vol.304

- 02 西側 vs ロシア ● 伊藤 さゆり
- 03 官民連携の新たな仕組み「ソーシャルインパクトボンド」とは ● 原田 哲志
- 04 オタクのコミュニティは本当にオタクにとってのサンクチュアリー(保護区)なのか。 ● 廣瀬 涼
- 06 利上げサイクル再考 ● 高山 武士
- 08 2022-2023年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 数字の「17」は、結構興味深い数字だって知っていますか ● 中村 亮一
- 11 みるみる進む円安、そろそろ歯止めはかかるか? ● 上野 剛志



海を視る

太平洋に浮かぶ1,100以上の島々からなるマーシャル諸島。
測量機器やコンパスがまだない時代、島同士の船での行き来に
「海図」として使われたのが、枝と貝殻を組み合わせる
「スティック・チャート」だった。貝殻は「島」、枝は海の「潮流」や
「うねり」、長い枝は島への正しい道…など、それぞれに意味が込められた。
その読み方は父から子へ秘密裏に受け継がれた大切な情報だったという。

●
マーシャル諸島の海図[スティック・チャート]

19世紀

ベルン歴史博物館所蔵

From Wikimedia Commons

西側 vs ロシア

勝者なき消耗戦



経済研究部 研究理事 伊藤さゆり

ito@nli-research.co.jp



いとう・さゆり

早稲田大学大学院商学研究科修士課程修了。
87年日本興業銀行入行、調査部シニアエコノミストを経て
01年ニッセイ基礎研究所、17年7月より現職。
近著に『EUと新しい国際秩序(共著)』(日本評論社)など。

ウクライナでの戦闘の長期化とともに、西側とロシアの攻防も激しさを増している。

北大西洋条約機構(NATO)対ロシアの直接的な武力衝突にこそ発展はしていないが、西側による経済制裁とロシアによる対抗措置の応酬の範囲は広がり、世界的な影響の一層の拡大が懸念されている。

広がる経済制裁の範囲

西側の武器は通貨、金融、技術、市場だ。ロシア中央銀行への制裁や国際決済手段である国際銀行間通信協会(SWIFT)からの排除、ハイテク製品などの輸出禁止といった制裁措置は西側の優位性を武器として行使したものだ。

ロシアにとっては、欧州連合(EU)が米英と足並みを揃えたことは、おそらく予想外だっただろう。EUの中核国である独仏は米英よりもロシアに宥和的な姿勢をとってきた。EUは化石燃料をロシアに依存するなど経済的な結び付きも緊密だ。その分だけ、EUによるロシアへの経済制裁の効果は高いが、EU側が受ける痛みも大きくなる。それでもEUは、4月の第5次制裁で石炭禁輸、5月には第6次制裁として石油禁輸を全会一致で決めた。EUが痛みを覚悟の上で課した経済制裁の効果も「抜け穴」があれば弱められてしまう。EUは、石油禁輸に合わせて、ロシア産原油・石油製品の海上輸送に関わる保険や資金提供も禁止し、「抜け穴」封じも決めた。ただ、激変緩和のため、石炭禁輸は4カ月、原油の禁輸は6カ月、石油製品は8カ月の移行期間を設け、かつ、パイプラインを通じて供給される原油は例外とし、なんとか全会一

致に漕ぎ付けた。保険や資金提供禁止にも6カ月の事業縮小期間を設ける。ウクライナへの侵攻にできる限り早く歯止めを掛けるためには、早期の制裁強化が望ましいが、経済の混乱を回避する観点から、制裁措置の導入は段階的なものとならざるを得ない。

ガスを巡る攻防

フィンランドのシンクタンク「エネルギー・クリーンエア研究センター(CREA)」が作成する「ロシア・エネルギー輸出トラッカー」によれば、ロシアがウクライナに侵攻した2月24日以降、EUはエネルギー代金として611.8億ユーロ(1ユーロ=140円換算で8.6兆円)をロシアに支払っている。石炭15.4億ユーロ(0.2兆円)、石油337.7億ユーロ(4.7兆円)、ガス258.6億ユーロ(3.6兆円)という内訳だ*。まだ禁輸対象となっていないガスはパイプラインで供給されており、インフラの制約があるため、石油以上に難易度が高い。しかし、ロシアへの戦費供給の停止、エネルギー安全保障の強化の両面で最優先課題となっている。EUは、3月10~11日の特別首脳会議で、エネルギー供給懸念と価格高騰に対応する「緊急対策」と脱ロシア化石燃料の行動計画「REPowerEU」を進める方針を確認、5月30~31日の特別首脳会議を前に「省エネルギー」、「ガスの供給元の多様化」、「クリーンエネルギーの推進」、「投資の拡大」を4本の柱とする政策文書をまとめた。脱ロシア化石燃料の実現に必要な投資の財源として、復興基金の復興強化ファシリティー(RRF)の融資枠やEU予算

の基金を活用、3000億ユーロ(42兆円)を確保するという。

ロシアは、こうしたEUの脱ロシアの動きを座視するつもりはないだろう。ロシアにとってもパイプライン・ガスの代替先の早期確保は難しいが、ロシアにはEUが脱ロシア・ガスを実現する前に供給停止のカードを切り、揺さぶりを掛けるインセンティブがある。すでにロシアが一方的に決めたガス代金のルール建てでの支払いに応じなかったなどの理由で、ポーランド、ブルガリアに始まり、ドイツ、イタリアなどへのガス供給を停止・削減している。

ガスを巡るEUとロシアの攻防は、需要期となる今年秋口以降に向けて、激しさを増すことになるだろう。

仲介者不在で不安定さを増す世界

ウクライナ戦争と経済制裁は穀物や肥料輸出にも影響し、世界的な食料危機のリスクも高まっている。この問題でも、ロシアを非難する西側と西側の経済制裁が原因とするロシアの主張は平行線を辿り、問題解決の糸口は見えない。

西側とロシアの対立は総力戦の様相を呈し、双方とも妥協できない勝者なき消耗戦に入りつつあるように思われる。

大国・地域間の経済制裁と報復の激化の問題は当事国・地域間だけでなく、戦争とも制裁とも無関係なエネルギー、食料輸入国等にも影響が及ぶことだ。仲介者不在の世界経済の不安定性は増している。

[*] <https://energyandcleanair.org/financing-putins-war/> (6月13日アクセス)

官民連携の新たな仕組み「ソーシャルインパクトボンド」とは



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



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——官民連携の新たな仕組み

「ソーシャルインパクトボンド」

官民連携の新たな仕組みである「ソーシャルインパクトボンド(Social Impact Bond:SIB)」への注目が高まっている。SIBは、行政の①成果連動型支払契約と②民間資金の活用を組み合わせた官民連携の手法である。米国、豪州をはじめ多くの国で「就労支援」、「医療・健康」、「再犯防止」、「生活困窮者支援」といった分野で、SIBを活用することで公共サービスに民間資金を導入する取り組みが行われている。日本でも、2015年に複数のパイロットプロジェクトが行われて以来、自治体での活用が広がっている。

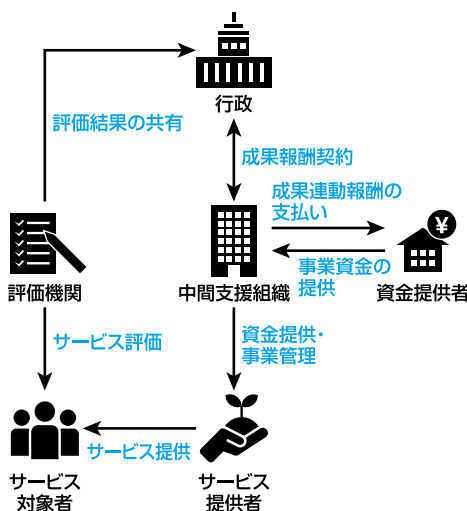
SIBの一般的な流れは①行政と中間支援組織が取り組み対象とする社会課題を選定し、事業の評価指標や資金提供者への支払の条件を策定、②中間支援組織が民間などからの資金を募集、③調達した資金を用いてサービス提供者がサービスを実施、④第三者評価機関が①の評価指標などに基づいてサービスを評価、⑤①の条件に基づいて資金提供者にリターンが支払われる[図表1]。SIBでは、民間の評価や知見を公共事業に導入することで効率化や公共支出の削減が促される[図表2]。

2——SIBの特徴と課題

行政から民間への公共サービスの委託契約には①民間委託、②成果連動型民間委託(Pay For Success:PFS)、③SIBといった複数の形態が存在する。従来の民間委託契約では、行政は決まった金額をサービス提供者に支払う。このような従来の民間委託契約では、サービスの成果に関わらず委託料は一定の金額であることから、サー

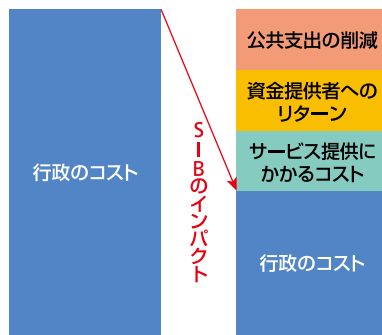
[図表1] SIBの仕組み

出所: G8インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会
「日本における社会的インパクト投資の現状2016」



[図表2] SIBの投資効果算出イメージ

出所: 塚本一郎/金子郁容編著「ソーシャルインパクト・ボンドとは何か」



ビス提供者に事業の効率化のインセンティブは働きにくい。これに対して、PFSではサービス提供者にサービスの成果に連動した報酬が支払われるため、サービスの効率化のインセンティブが生じる。しかし、提供者である社会的企業やNPO等は、十分な資金的余裕がないことも多く、支払いが数年後になるような成果連動型支払契約への対応は困難な場合も多い。

これに対して、SIBでは民間の資金提供者が事業リスク(成果目標未達リスク)を負担する。このため、SIBはPFSと比較して

サービス提供者の経済的リスクが小さく、参入可能な事業者も多くなる。ただし、SIBの資金提供者は事業リスクを負うため、資金提供にあたって事業のリスクやサービス提供者の能力や信用力、成果目標達成の見通しを厳しく評価することが必要となる。

このようなSIBの仕組みによって、民間の資金提供者が公共事業の評価や効率化に寄与することが促される。

3——国内でのSIBの推進の取り組み

このように、公共事業の改善や社会課題への取り組みの新たな仕組みとしてSIBが注目される中、日本でも政府によってSIBの普及促進が行われている。政府は「経済財政運営と改革の基本方針2021」の中で「SIBを含む、複数年にわたる成果連動型民間委託契約方式について、成果指標の明確化を行いながら取り組む分野を拡大するとしている。また、こうした方針に基づき、関係省庁は「PFSの推進に関するアクションプラン」を取りまとめ、①共通のガイドラインの作成、②PFSを活用する地方公共団体等に向けた支援、③PFS事業の横展開に向けた理解促進等、④PFSの補助制度の検討といったPFS/SIBの普及推進に向けた取り組みを行う。

こうしたSIBの普及に向けた取り組みが推進される中、自治体においてもSIBを活用した様々な取り組みが実施されている。しかし、SIBを自治体などが抱える課題の解決に有効に活用するには課題点も残されている。①SIBを活用できる社会課題の発掘と共有、②SIBの組成支援、③適正な事業規模の確保といった点が挙げられる。こうした課題を解決し、社会や環境の改善に向けたSIBの活用の進展を期待したい。

オタクのコミュニティは本当にオタクにとってのサンクチュアリー(保護区)なのか。

利己主義と排他主義が生むオタクのコミュニティの実態



生活研究部 研究員 廣瀬 涼

hirose@nli-research.co.jp

1 — はじめに

オタクという言葉の多様化に伴い、オタクを自称することやコミュニティに参加すること自体のハードルが下がったように思われる。そのため、コミュニティに参加することで共通の趣味を媒介として、和気あいあいとした人間関係の構築を目的とするオタクも増えている。また、オタクという消費者について認識が薄い人からすればオタクのコミュニティはお互いの趣味を理解してもらえるサンクチュアリー(保護区)かの如く捉える者も多いようだが、手放してそのような意見を肯定することはできないのが実状だ。

2 — 消費性からみるオタクのコミュニティと閉鎖的な人間関係

筆者は消費性という側面から、オタクを「自身の感情に「正」にも「負」にも大きな影響を与えるほどの依存性を見出した興味対象に対して、時間やお金を過度に消費し精神的充足を目指す人」と定義している。彼らは、最新グッズやイベント情報、オタク内でのトレンド等の主に情報収集の場としてコミュニティを活用している。他のオタクと繋がりをもつことは、オタク活動をしていく上で視野を広げることと繋がるため、充実したオタク活動を

するには、コミュニティに属す事が必須ともいえる。一方で、①ライトファンやにわかオタクに対して高圧的な態度をとる(他者排他)、②同じコンテンツが好きな人に敵対意識を持つ(同担拒否)、③コンテンツに対する熱心さを消費量やオタク歴で測る(マウンティング)など、好きなモノに対するこだわりが強い故に非友好的な行動をとる者もあり、オタク同士がコミュニティ内で良好な人間関係を構築し、それを維持することは困難であると、筆者は考えている。他人を排斥する行動は、自身のコンテンツ消費の機会損失を防ぎたい、という欲求が根底にある。そこで、コンテンツを購入する経済力があるにもかかわらず、売り切れ等で購入できなかった場合、その感情は妬みになる。そのため、オタクが他のオタクとの交流において、平静を保つことが出来るのは、自身の購買欲求を充足出来ている時のみであり、“欲しいと思うもの”を買った上で、初めて他のオタクと親交を深めることになる。

3 — なぜオタクは他人の価値観に首を突っ込むのか

オタクが一般消費者と大きく異なる点は、当該コンテンツをワタクシゴトとして、自身の生活の中心に置き、常に高いプライオリティを持っている点にある。だからこそ、ただの娯楽として消費されるにと

どまらず、当事者意識を持って情報を発信したり、作品に対する解釈の裾野を広げるなど、自身のコンテンツに対する考察や認識を深めようとする。そこで、自分の理想や価値観と他人の価値観とが乖離していると感じた場合、それは強い不快感となり、結果、コミュニティ内の他のオタクに自身の価値観を押し付けようとするオタクが一定数存在することになる。自身の理想を押し付ける背景には、オタクとしての経験年数やオタクとしての活動量を、他者にマウントすることが自身の価値観を正当化させる要因となっているからだ、と筆者は考える。

4 — 自身の幸福は他人の不幸?

実際に他人を批判しなくとも大なり小なり、コンテンツに対する解釈や好きな箇所は人それぞれ異なる。コンテンツ消費自体が精神的充足に繋がるオタクにとって、嗜好やこだわりは繊細で複雑なモノであり、各々唯一無二の価値観を構築しているため、同じ「好き」という感情であっても、その理由や背景は他のオタクと全く同じになるという事はない。その差異自体が他人とは違うこだわりの部分であり、精神的充足となっている部分そのものでもある。そのため、他のオタクとわかり合うという事は、他人の精神的に心地よいと思う感情を満たしてくれる要素を理解するという事であり、故に他のオタクがそのコンテンツを嗜好している本質を理解することは困難なのである。コンテンツに対するこだわりは、多岐にわたり、各々のオタクが

【図表】オタクのコミュニティで垣間見ることができる非友好的な行動

出所：筆者作成

他者排他	ライトファンやにわかオタクに対して高圧的な態度をとる
同担拒否	同じキャラクターやアイドルが好きな人に敵対意識を持つ
マウンティング	コンテンツに対する熱心さを消費量やオタク歴で測る



ひろせ・りょう
19年 ニッセイ基礎研究所入社
21年7月より現職

コンテンツに対する愛を構築しているため、共感できる部分があれば、共感できない部分も出てくる。更に共感ができる部分においても、その理由の全てが自身の共感(好きな)理由と一致することはない。そのため、オタクだからと言って供給される情報や商品のすべてを享受できるわけではなく、クレームを入れたりSNSを通じて非難したりする者も出てくるわけである。一方でそのような情報を肯定的に受け取るファンもいるわけであり、残酷な言い方をすれば、自分にとってはうれしい情報でも、ほかの誰かにとっては最悪な情報の場合もあり、逆もまた然りなのである。

5—— Not For Me

SNSの普及に伴い、自身の影響力や投稿内容について、他人からの共感を受け止めやすくなった。そこで、あたかも自身が影響力や発言力を持ったかのような錯覚をし、コンテンツの作風や方向性に対して、誰もが評論家のように発信できるようになった。その意見が、独り言レベルであれば大きな問題ではないが、コンテンツに対する解釈や価値観の違いについて特定のユーザーを批判する投稿は、投稿者自身の価値の押し付けとなる。

一方、SNSの投稿は、投稿した瞬間にコンテンツとなり、万人から様々な解釈をされ、消費される対象となる。そのため、自身(の投稿)が批判の対象になるコトもある。しかし、否定をせずにその違いを尊重するという方法もある。英語圏においては、Not For Meという考え方が存在する。これは「自分は面白いとは思わなかつ

たが、これを面白いと感じる人もいるから、これそのものの存在は否定しない」という、当人の当該コンテンツに対するスタンスを示す言葉として使われる。このNot For Meの価値観こそ自身の理想とのギャップを埋めるモノであり、全てのオタクがわかり合うことはない、という事に対するアンサーでもある。

6—— オタクのコミュニティは本当にオタクにとってのサンクチュアリー(保護区)なのか

情報交換を目的に他のオタクと接点を持っているオタクにとって、コミュニティは同じコンテンツを消費しているという共通項の下、一つの群衆として括られているに過ぎず、そこで行われるコミュニケーションは充実したオタク活動をする上で手段となっている。一方、コミュニティに属することで得られる帰属意識を求めているオタクも存在しており、コミュニティに対する目的意識はオタクによって異なる。コンテンツそのものから精神的充足を行うオタクにとっては、こだわりが強かったり、好きを突き詰めるほど他人との価値観との間に差異が生まれ、その結果孤立していく傾向がある。なぜなら、こだわりが強まるほど、「わかる人が分かればいい」「自分以外この価値は理解できない」といったように、自身と他人を分けるゾーン・ディフェンス(境界設定)を高くすることに繋がるからである。このような背景から、表面的には良好な人間関係を構築しているように見えても、その根底に利己主義や排他性を生む強いこだわりがあるた

め、オタク要素の強いコミュニティになるほど、良好な人間関係の構築や維持は困難になっていく。

しかし、実際はコミュニティに属することで得られるメリットも多いため、均衡を保とうと努める事が一般的である。この均衡を保とうと努めることの一つがNot For Meの精神なのである。結局オタクのコミュニティは、現実社会で培った人間的背景、感性、思想、個性といったいわば人間の土台となるものを一切無視して、ただ同じ「好き」という感情を持ち合わせた人たちが集まっているのであり、わかり合えなくて当然なのである。だからこそ、表向きでは聞き流したり、話を合わせたりすることで、一時の均衡を保とうとするのである。

しかし、その裏で、実際は多くのオタクが複数のSNSアカウントを持っており、いわゆる裏アカウントを駆使して、表向きは仲が良いと振舞っているオタク仲間に対しても、影では嘲笑ったり、非難することが一般的だ。現実社会の人間関係と同様に、SNSにおいても、人は裏では他人を非難して、表では体裁を保つのである。好きなモノに対するこだわりや、愛情が深いという事は、どうしても利己主義に陥りやすい。自分の利益の為なら、仲の良かったオタクを裏切ることも容易と考えるオタクも数多く存在する。そのような実態を知らない若者のオタクやライトファンたちが、もし趣味のサンクチュアリーとしてオタクのコミュニティを認識しているのならば、本レポートを参考にオタクのコミュニティに参加することのリスクについて、今一度考えてもらいたいと思う。

利上げサイクル再考

政策金利ピークとターミナルレート



経済研究部 准主任研究員 高山 武士

takayama@nli-research.co.jp



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）

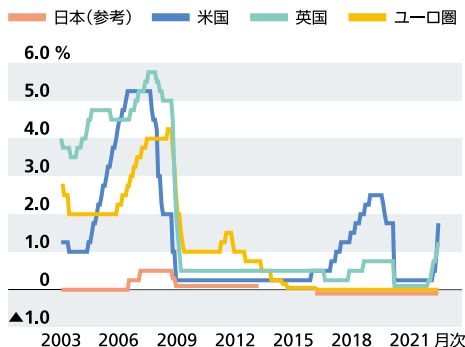
1——欧米主要国で金融引き締めに着手

コロナ禍では、世界的に大規模な金融緩和が講じられてきたが、足もとでは高インフレに直面していることを受け、金融緩和からの正常化、引き締めの動きが広がってきた[図表1]。これらの国では、利上げサイクルの到達点（ピーク）や名目の中立金利（いわゆる「ターミナルレート」）の水準に関心が集まっている。本稿では米国（FRB）、ユーロ圏（ECB）、英国（イングランド銀行）のターミナルレートについて、市場参加者の見方を確認した上で、自然利子率の観点からもその水準について考察したい。

[図表1] 日米欧の政策金利推移

注：米国はレンジの場合は上限、ユーロ圏は主要リファイナンス金利、日本は無担保コールレート（翌日物）誘導目標でレンジの場合は上限（～2013年4月3日）、当座預金の政策金利残高適用金利（2016年2月16日～）でこれらは金利目標なし

資料：Datastream



2——市場参加者の利上げ到達点見通し

欧米の政策金利のピークは世界金融危機前後で大きく異なる。米国の政策金利ピークは金融危機前で5.25%（06年6月）、金融危機後で2.25-2.50%（18年12月）である。ユーロ圏は金融危機前で4.25%（08年7月）、金融危機後で1.5%（11年7月）、英国は金融危機前で5.75%

（07年7月）、金融危機後で0.75%（18年8月）となっている[図表1]。いずれも金融危機後の政策金利のピークは危機前のピークを大幅に下回っているが、政策金利のピークが低下したことについては、自然利子率との関係も含めて後程触れることとし、先に、今回の利上げサイクルにおける市場参加者の見方を確認したい。

まず、米国ではFOMCにて参加者自身の政策金利見通しが公表される。直近で公表された22年6月の見通し（中央値）では、現在の利上げサイクルにおいて、政策金利を23年に3.75%まで引き上げた後、金利を引き下げることが想定されている。また、中立金利と解釈できる政策金利の長期見通しは2.5%である。

このFOMC参加者による見通しとは別に、ニューヨーク連銀は市場参加者への調査を実施している。この5月の調査結果でも今回の利上げサイクルで中立金利以上の政策金利引き上げ（23年に3.13%でピーク）が予想されている。

また、デリバティブ価格から将来の政策金利パスを推計することもできる。これによれば直近（22年6月20日時点）で、1年後に4%を超える水準まで政策金利を引き上げることが見込まれている。FOMC参加者や市場参加者調査による見通しと比較してピークが高い。

ユーロ圏でも市場参加者の金融市場に関する見通しの調査が実施されている。この22年6月公表の結果（中央値）では、政策金利（主要リファレンスオペ金利）を24年末にかけて1.75%まで上昇させると見込まれており、これは市場参加者が想定する中立金利（政策金利の長期見通し）でもある。

また、デリバティブ価格に基づく政策金利パスは、直近（22年6月20日時点）で、1年後に約2%の水準まで政策金利を引き上げることが見込まれている。市場参加者調査による見通しと比較して速いペースでの利上げが織り込まれており、ピークも高い。

最後に、英国でも市場参加者の金融市場に関する見通しの調査が実施されているので、その結果を確認したい。

22年6月の調査結果では、今回の利上げサイクルのピークの政策金利が中央値で2.00%であり、これは市場参加者が想定する中立金利でもある。

また、英国のデリバティブ価格に基づく政策金利パスは、直近（22年6月20日時点）で、1年後に3%台半ばの水準まで政策金利を引き上げることが見込まれており、市場参加者調査による見通しと比較して高いピークが想定されている。

なお、ユーロ圏や英国の市場参加者の先々の政策金利の予想経路は、上述の通り中立金利水準まで引き上げるが、その後、中立金利を下回る水準に利下げすると想定されている。

3——自然利子率

次に、政策金利について、やや理論的な側面に焦点をあてて、自然利子率の観点から考察していきたい。

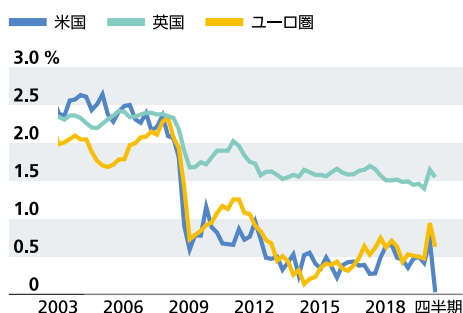
自然利子率とは、経済・物価に対して中立的な（緩和的でも引き締めのでもない）実質金利の水準のことである。一定の前提のもとでは、自然利子率は潜在成長率と一致するが、通常は、自然利子率は潜在成長率から乖離し、経済モデルとしてもこ

うした乖離を織り込んだモデルが一般的と見られる。

自然利子率の推計データとしては、ニューヨーク連銀が主要国の自然利子率の推計値を公表しており、米国・ユーロ圏・英国の自然利子率の推計結果は図表2のようになる。

【図表2】欧米の自然利子率(HLW)

注: Holston-Laubach-Williamsの方法(HLW)で求めた推計値
資料: FRBNY



自然利子率の推計方法は多様であり、その推計結果も一般に幅を持って見る必要があるが、ニューヨーク連銀の公表する推計値果によれば最近の自然利子率(コロナ禍直前まで)は米国とユーロ圏で0.5%程度、英国で1.5%程度となる。

自然利子率は実質値であるので、中銀の物価目標である2%のインフレ率が安定的に達成されたと考えて、2%を加えた名目値に換算すれば、名目中立金利の目安となる。つまり、米国とユーロ圏で2.5%程度、英国で3.5%程度が中立金利(ターミナルレート)の目安と言える。

さきほど確認したように、市場参加者の見通しではユーロ圏のターミナルレートは2%弱、英国は2.0%である。ここから逆算される自然利子率はゼロないしマイナスであり、ニューヨーク連銀の推計値と比較すると乖離がある。つまり、この推計値が自然利子率を高く見積もっている、もしくは市場参加者が自然利子率を低く見積もっていると言える。

一方、米国では自然利子率の推計値(0.5%程度)と市場参加者の想定する名目中立金利(2.5%)は整合的である。ただし、ユーロ圏や英国で市場参加者がここで

の推計より低い自然利子率を想定しているように、米国でも実際の自然利子率がこの推計値よりも低いとすれば、2.5%の名目中立金利は高すぎるという可能性もある。

ここで、近年低下傾向にある自然利子率の変動要因を確認しておきたい。

IMFが公表した4月の世界経済見通しではこの自然利子率について参考文献とともに簡潔かつ網羅的に触れている。

これによれば、1980年代以降、多くの国で自然利子率の低下が共通の現象として見られており、その原因として以下の事項を指摘している。

- ・高齢化の進展による貯蓄の押し上げ(＝投資資金供給の増加)
- ・生産性上昇率の減速
- ・資本財価格下落による投資支出の減速(投資(＝貯蓄)需要の減少)
- ・貯蓄率の高い高所得者層への所得集中(格差拡大による貯蓄の押し上げ)
- ・新興国における安全資産需要の増加
- ・リスクプレミアム上昇による金利低下

一方、将来の動向については、このまま低下圧力が維持されるという主張も、緩和されるという主張もあり、議論中であるとしている。例えば、自然利子率の上昇要因として以下が挙げられている。

- ・中国(や他の新興国)が消費主導の成長に転換し、過剰貯蓄(saving glut)が是正される
- ・コロナ禍関連の不確実性の改善が流動性選好や予備的貯蓄を減少させる
- ・社会保障支出の拡大と債務の積み上がりによる金利上昇圧力

さらに、

- ・金融制度の変化、中銀の政策枠組みや金融仲介機能の変化、バランスシートの規模

といった事項も中立金利に影響を及ぼし得るため、シャドーバンキングやフィンテック、気候変動対応を含む構造変化にも注意する必要があるとしている。

以上、自然利子率の変動要因について確認してきた。こうした要因のうち、市場参加者が低下圧力要因を重視しているのであれば、市場参加者の中立金利の見積もりはモデルによる推計値よりも低くなると見られる。

4——さいごに

実際、歴史的に見れば世界金融危機以降、政策金利は低い状況が続いてきた。世界金融危機以降のインフレは資源価格の高騰によるコストプッシュがメインであり、景気の過熱とインフレが相互に高まっていくという状況にはなかった。

足もとのインフレを見ると、ユーロ圏はコストプッシュ主導だが、米国は需要が旺盛でデマンドプル要素も強いと思われる。こうしたインフレは近年では珍しいと言えるだろう。このデマンドプル要因のインフレに対し、どの程度政策金利を引き締めれば効果的なのか、という問いに対するヒントは世界金融危機以降の経験からは得られていない。

政策当局者の中立金利の見積もりが低すぎるとしたら、想定されている利上げでは金利水準が足りず、インフレ鎮静化効果が生じないことになる。他方、中立金利の見積もりが高すぎれば、想定されている利上げでも、金利水準が高いことになり、経済減速効果が大きく生じコロナ禍からの回復が腰折れる可能性がある。

特に米FRBは、政策金利を中立金利に引き上げる「正常化」の役割だけでなく、それ以上の利上げという、インフレファイターとしての役割も問われている。「どれだけ積極利上げをするのか」という点は久しぶりの注目点と言える。

2022・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——欧米に遅れる日本経済の回復

2022年1-3月期の実質GDPは、前期比▲0.1%（年率▲0.5%）と2四半期ぶりのマイナス成長となった。まん延防止等重点措置の影響で民間消費が前期比0.1%の低い伸びにとどまる中、設備投資が前期比▲0.7%と2四半期ぶりに減少したことに加え、外需寄与度が前期比▲0.4%と成長率を大きく押し下げた。

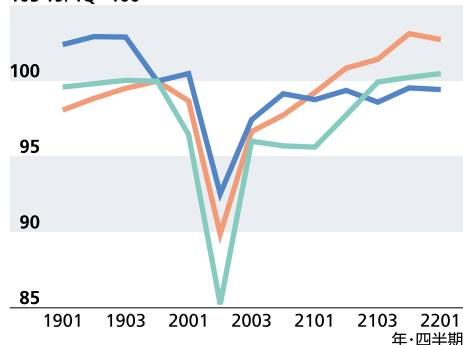
日本経済は、新型コロナウイルス感染症の影響で2020年4-6月期に前期比年率▲28.1%と過去最大のマイナス成長を記録した後、2020年後半は高成長となったが、2021年に入ってからマイナス成長とプラス成長を繰り返している。実質GDPは、米国が2021年4-6月期、ユーロ圏が2021年10-12月期にコロナ前(2019年10-12月期)の水準を上回ったが、日本の実質GDPは2022年1-3月期時点でもコロナ前を▲0.6%下回っている[図表1]。

[図表1] 日米欧の実質GDPの比較

資料：内閣府、米国商務省、ユーロスタット

■ 日本 ■ 米国 ■ ユーロ圏

105 19/4Q=100



また、日本は消費税率引き上げの影響で2019年10-12月期に前期比年率▲10.9%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経済活動の水準が大きく落ち

込んでいた。直近のピークである2019年4-6月期と比較すると、2022年1-3月期の実質GDPは▲3.4%低い水準となっている。経済活動の正常化までにはかなりの距離があるといえるだろう。

2——円安・原油高の影響

米国が高インフレに対処するために政策金利を引き上げる一方、日本が金融緩和政策を継続していることから、日米金利差が拡大し、大幅な円安・ドル高が進行している。円安にはメリットとデメリットの両面があるが、最近はデメリットが強調されることが多い。

円安による日本経済への影響をみるために、海外経済の実質GDP（所得要因）、実質実効為替レート（価格要因）を説明変数とした輸出関数（実質輸出）を推計すると、財輸出の価格弾性値は近年低下している一方、インバウンド需要の拡大などから、サービス輸出の価格弾性値は上昇している。

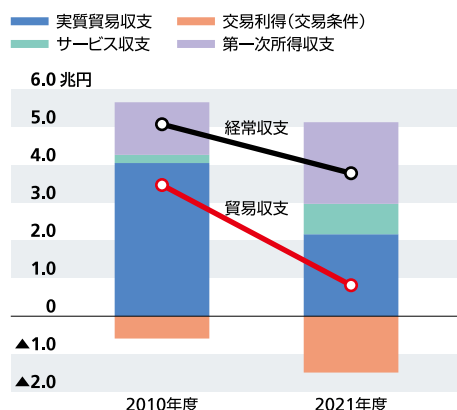
円安10%による対外収支への影響を試算すると、貿易収支は2010年度時点では3.5兆円の改善効果があったが、現在（2021年度）は0.8兆円と収支の改善幅が縮小する。内訳をみると、実質貿易収支の改善幅は4.0兆円から2.2兆円へと縮小し、交易条件（交易利得・損失）の悪化幅が▲0.6兆円から▲1.5兆円へと拡大している。一方、サービス輸出は0.2兆円から0.8兆円へと改善幅が拡大している。ただし、新型コロナウイルスに関する水際対策として実施されている入国制限が大きく緩和されることがなければ、サービス輸出については円安の恩恵を受けることは期待できないだろう。

第一次所得収支の改善幅は1.4兆円か

ら2.2兆円へと拡大している。これは、第一次所得収支の金額が増えており、円安の恩恵をより受けやすくなっているためである。

貿易収支、サービス収支、第一次所得収支の合計、すなわち経常収支への影響をまとめると、10%の円安による経常収支の改善効果は、10年度時点の5.1兆円に対し、現在では3.8兆円となる。円安による効果はかつてに比べれば小さくなっているが、対外収支全体で考えれば依然としてプラスであるという見方ができる[図表2]。

[図表2] 円安10%による対外収支への影響

注：財務省「貿易統計」、「国際収支統計」などから
ニッセイ基礎研究所試算

ただし、円安のメリット、デメリットは経済主体による差が大きいことには注意が必要だ。たとえば、輸出産業が最も大きな恩恵を受ける一方、国内需要中心の非製造業、価格転嫁が難しい中小企業ではマイナスの影響を受けやすい。また、一定の価格転嫁が可能な企業と違って家計は短期的には物価上昇による実質所得の目減りというマイナス面を大きく受けることになる。

3——実質GDP成長率の見通し

まん延防止等重点措置が3/21に終了したことを受けて、サービス消費との連動性が高い小売・娯楽施設の人出は持ち直し



さいとう・たろう

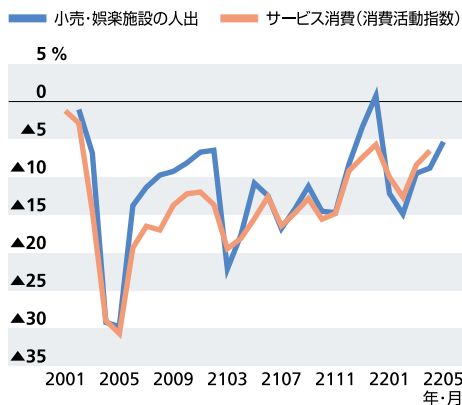
92 年日本生命保険相互会社入社。
96年 ニッセイ基礎研究所、19年より現職。
12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。
優秀フォーカスターに8回選出。

ており、5月のGWにはコロナ前を明確に上回る水準まで回復した。GW終了後は減少に転じたものの、2020年、2021年の同時期の水準は大きく上回っている。

日本銀行の「消費活動指数」によれば、実質サービス消費は、2022年1-3月期に前期比▲3.1%と落ち込んだが、月次では2022年1月の前月比▲4.5%、2月の同▲3.0%の後、3月が同4.9%、4月が同2.0%の増加となった[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4-6月期は前期比年率3.9%のプラス成長を予想する。ロックダウンの影響で中国向けの輸出が急減し、外需が成長率の押し下げ要因となるものの、外食、旅行などの対面型サービスを中心に民間消費が高い伸びとなることで成長率を大きく押し上げるだろう。

2022年7-9月期以降も、緊急事態宣言などの行動制限がなければ、これまで積み上がってきた貯蓄の取り崩しによる民間消費の高い伸びを主因として、潜在成長率を上回る成長が続くことが予想される。ただし、資源価格の一段の高騰、中国経済

の低迷長期化、金融引き締めに伴う米国経済の減速、電力不足による経済活動の制限など、下振れリスクは大きい。また、新型コロナウイルス感染症を完全に終息させることは困難であり、新規陽性者数は今後も増減を繰り返すことが見込まれる。感染拡大のたびにこれまでと同様に行動制限の強化を繰り返せば、消費の持続的な回復は実現しないだろう。

実質GDP成長率は2022年度が2.0%、2023年度が1.7%と予想する。実質GDPは2022年4-6月期にようやくコロナ前(2019年10-12月期)の水準を回復するだろう。実質GDPが直近のピークである2019年4-6月期の水準を回復するのは、2023年10-12月期になると予想する。

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、2022年4月に前年比2.1%となり、消費税率引き上げの影響を除くと2008年9月(2.3%)以来の2%台となった。

これまでコアCPIを大きく押し上げてきたのは、原油高に伴うエネルギー価格の大幅上昇だったが、ここきて上昇ペース加速の主因は食料品(除く生鮮食品)へと移りつつある。

食料品は2022年4月には前年比2.6%まで上昇率が高まったが、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、2022年夏場には4%近くまで加速する可能性が高い。

原油価格は高止まりしているが、物価高対策(燃料油価格激変緩和措置)の影響で、エネルギー価格の上昇率は徐々に鈍化する公算が大きい。一方、円安による物価上

昇圧力が高まる中で、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が見込まれる。

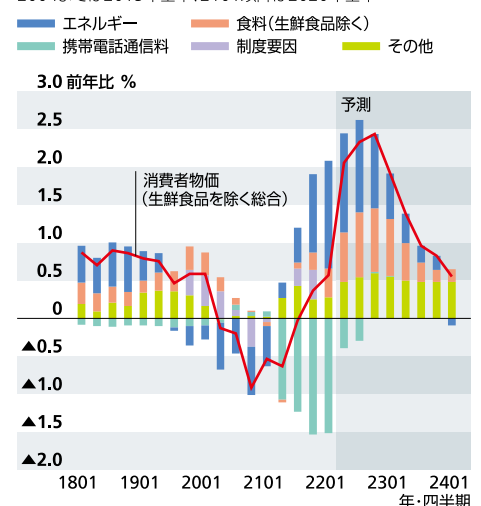
コアCPI上昇率は、エネルギー価格の上昇ペース鈍化を食料品の上昇ペース加速が打ち消すことにより、当面2%台前半の推移が続いた後、携帯電話通信料値下げの影響が一巡する秋頃には2%台半ばまで高まることが予想される。

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、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。賃金の伸び悩みが続く中では、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。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年度後半には、コアCPI上昇率はゼロ%台後半まで鈍化する可能性が高い。

コアCPI上昇率は、2022年度が前年比2.2%、2023年度が同0.9%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



数字の「17」は、結構興味深い数字だって知っていますか



保険研究部 研究理事 中村 亮一
nryoichi@nli-research.co.jp



なかむら・りょういち
82年日本生命保険相互会社入社、同社保険計理人等を経て
15年ニッセイ基礎研究所、21年より現職。
日本アクチュアリー会正会員。

1——数字の「17」のイメージは

数字の「17」と聞くと、多くの人は何か中途半端(?)な数字だなとの印象を持たれるのではないだろうか。それでも、世の中には結構「17」という数字が興味深い形で現れてくる。

「17」という数字は、1とそれ自身以外に約数を持たない「素数」である。

その前後の「16 (=2⁴)」や「18 (2,3,6,9 という約数を有する)」に比べて、何となくとっつきにくいイメージがあると思われる。有名なピタゴラスやピタゴラス教団は、4×4 (=16) の四辺形と3×6 (=18) の四辺形の間に挟まれた位置にある「17」という数字を嫌っていたとの説もある。

2——17頭のラクダの分配

数字の「17」が現れてくる有名な話として、以下のようなものがある。

あるところで、ラクダを17頭所有していた人が亡くなった。その人には3人の男の子どもがいた。遺言によれば、そのラクダの分配について「長男に2分の1、次男に3分の1、三男に9分の1を分配せよ」となっていた。ところが、17は2でも3でも9でも割り切れない。兄弟が困り果てていると、一人の通りがかりの旅人が、「自分の1頭のラクダを貸してあげるから、これで18頭になる。18なら2でも3でも9でも割り切れるだろう。」ということになった。これにより、長男は9頭、次男は6頭、三男は2頭を配分されることになり、3人に配分されるラクダの総数は17頭になった。残りの1頭は旅人がそのまま持ち帰っていった。めで

たしめでたし。

これはまさに、旅人の知恵に感心させられるエピソードであるとともに、ある意味で「17」という数字の特性を表しているものとなっている。

3——17年ゼミ (周期ゼミ、素数ゼミ)

17年ゼミというのは、「周期ゼミ」と呼ばれるものの1種で、「周期ゼミ」は一定の周期年数毎に大量に発生するゼミのことを指している。17年ゼミと13年ゼミがあり、米国でのみ観測されるとされている。米国全体でみればどこかで大量発生しているのだが、1つの地方では決められた周期毎にしか大量発生しない形になっている。17も13も素数であることから「素数ゼミ」とも呼ばれている。

なぜ「17年あるいは13年」なのかということについては、捕食者や寄生虫の周期と同期して発生する可能性を回避するためであると言われている。素数であれば、他の周期を有するものと重なる機会は限定されることになる。素数ゼミ以外のゼミの周期が4年から5年と言われている中で、これらのゼミとの競合関係も回避でき、個体の生存に有利な状況を作り出している形になっているようだ。

4——正十七角形は定規とコンパスで作図できる

正n角形が定規とコンパスで作図可能であるための必要十分条件がある。これによれば、正三角形や正方形、正五角形、正六角形は作図可能だが、正七角形は作図でき

ない、一方で、多くの人は驚かれると思われるが、正十七角形は作図可能となっている。

正十七角形が作図可能であることは、ドイツの偉大な数学者カール・フリードリヒ・ガウスによって証明されている。

5——イタリアでは「17」は忌み数

イタリア、特に南イタリアでは「17」という数字が「忌み数」とされているようだ。墓石に刻まれる「VIXI (ラテン語で『私は生きることを終えた』(=『私は死んでいる』))」という文字を入れ替えると、ローマ数字の「XVII (17)」になるということがその理由のようである。また、旧約聖書には、ノアの大洪水は、ノアが600歳の時の2月17日に起きたと記されている。

このため、イタリアでは「17」が付く部屋番号や階数が避けられ、またイタリアの航空会社には「17列」の客席が存在しないこともある、と言われている。イタリアでは、「13日の金曜日」ならぬ「17日の金曜日」が特に不幸な日であると考えられている、とのことである。

「17という数字に対する恐怖」をイタリア語でEptacaidecafibia (英語でHeptadecaphobia、日本語でヘプタデカフォビア)と呼んでいる。

6——最後に

その他にも、各種の場面で、数字の「17」は現れてくる。

皆さんも、何気ない数字に関心を抱いて、知的探求を進めていただければと感じた次第である。

みるみる進む円安、 そろそろ歯止めはかかるか？

今 月に入り、急速に円安ドル高が進行している。1ドル128円台でスタートしたドル円は、一時136円台後半と約24年ぶりの円安水準に下落し、足元も136円付近で推移している。米物価上昇の加速を受けてFRBが異例の大幅利上げに踏み切り、今後も積極的な利上げ方針を示す一方、日銀が金融緩和姿勢を堅持したことで日米金融政策の違いが鮮明化し、日米金利差拡大を通じて円安ドル高が進んだ。日本の貿易赤字が膨らんでいることも円売りに繋がっている。この間、米国をはじめとする各国の利上げが世界経済を冷やすとの警戒から、米金利低下を通じてドルが弱含む場面もたびたびあったが、ドル高基調が反転するまでには至っていない。

今後も夏の間は米物価上昇率が極めて高い水準で推移し、FRBは異例の大幅利上げを続ける可能性が高い。緩和を堅持する日銀との差が意識されやすい時間帯が続くとみられ、円は上下しつつも下落しやすい地合いが続きそうだ。1ドル140円への到達も視野に入る。ただし、秋口には米物価上昇率のピークアウト感や、米利上げ進行による景気後退懸念等によって次第にドル高圧力が和らいでいくと見ています。3か月後の水準は現状比やや円安の137円付近と見込んでいる。

今月のユーロ円は、ユーロ圏経済の減速懸念からユーロが弱含む場面を挟んだものの、ECBによる段階的な利上げの予告がユーロ高圧力となり、足元では1ユーロ143円台半ばと月初から5円程度円安が進んでいる。今後もECBの利上げがユーロの支援材料となるが、ユーロ圏はウクライナ侵攻の悪影響を受けやすいだけに、景気減速懸念も台頭しやすい。強弱材料の綱引きとなり、3か月後の水準は現状比横ばい圏と予想している。

今月の長期金利は0.2%台前半から半ばまでの膠着した展開となっている。米金利の上昇や一部による日銀の緩和縮小観測を受けて金利上昇圧力が高まったものの、日銀が連続指し値オペ等によって概ね0.25%以下へと力すくで抑え込んでいるためだ。今後も米金利の高止まりが金利上昇圧力になるものの、緩和姿勢を崩さない日銀によって0.25%以下に抑えこまれるだろう。3か月後の水準も現状比横ばいの0.2%台前半と予想している。



上席エコノミスト 上野 剛志

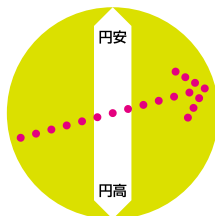
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

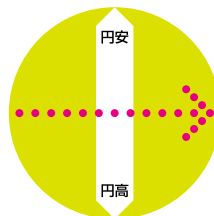


Market Karte

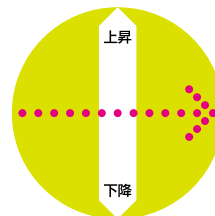
July 2022



ドル円・3か月後の見通し

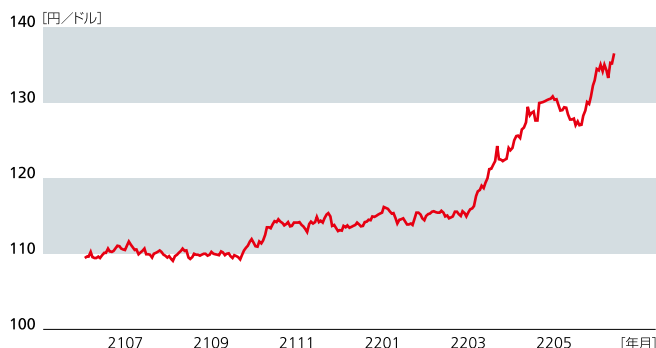


ユーロ円・3か月後の見通し



長期金利・3か月後の見通し

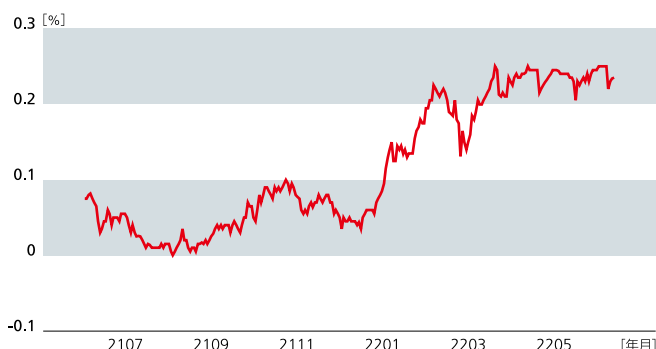
ドル円為替レートの推移[直近1年] 資料:日本銀行



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 円安は一体いつまで続く？
～円安終了の条件と見通し
上野 剛志 [エコノミストレーダー | 2022/5/6号]
- 2 円安に急ブレーキ、円高トレンドの始まりか？
それとも円安トレンドの小休止か？
～マーケット・カルテ6月号
上野 剛志 [基礎研REPORT-Market Karte | 2022/5/24号]
- 3 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]
- 4 新型コロナウイルスと保険金支払
～「自宅療養」「みなし陽性」「自主療養」、
入院給付金は支払われるのか
有村 寛 [基礎研レポート | 2022/4/26号]
- 5 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]

コラムアクセスランキング

- 1 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]
- 2 監査等委員会設置会社とは何か
～監督と監査の違い
松澤 登 [研究員の眼 | 2022/4/20号]
- 3 ドリームジャンボの期待2022
～当せんへの期待をどう膨らませるか？
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2022/5/2号]
- 4 数字の「17」は結構興味深い数字だって
知っていますか
中村 亮一 [研究員の眼 | 2022/5/20号]
- 5 「ニッポンの再婚」最新データ紹介
～2020年婚姻統計分析結果から～
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2022/5/23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22/5/23～22/6/19》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

漂着ペットボトル数と言語表記割合 [7月第3月曜日は海の日]

Source : 環境省「令和元年度海洋ゴミ調査」 Design : infogram©

