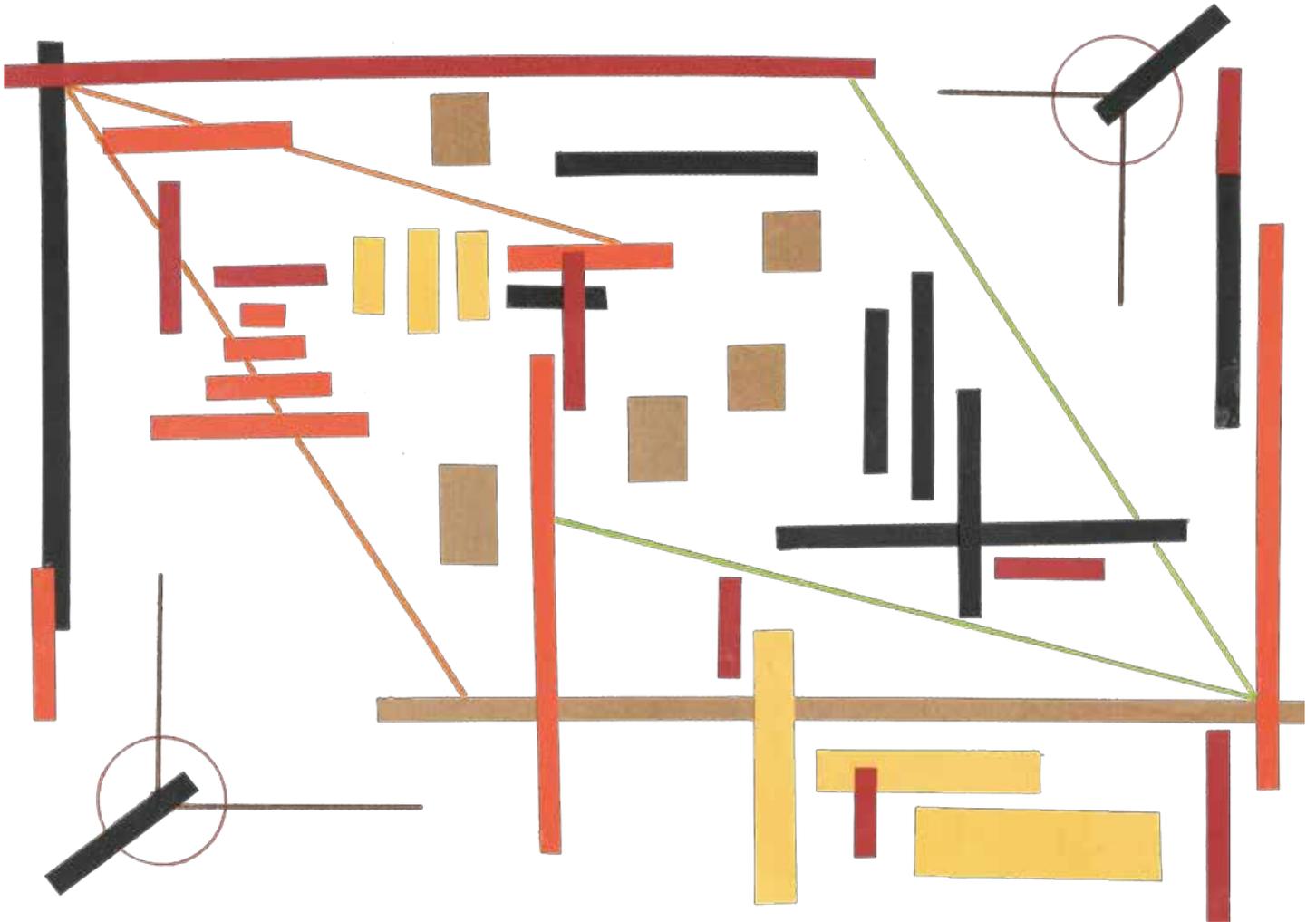


ニッセイ基礎研 Report

Feb. 2023 Vol.311

- 02 行きたくなくなるオフィスとは何か? ● 百嶋 徹
- 03 韓国の出生率が0.81まで低下 ● 金 明中
- 04 首都圏住宅市場(マンション・戸建て)の動向 ● 渡邊 布味子
- 06 米中新冷戦下の世界とは? ● 三尾 幸吉郎
- 08 「トリプル安」後の英国 ● 伊藤 さゆり
- 10 世界一の人口大国となるインド経済の見通し ● 斉藤 誠
- 11 ドル円は2大テーマが激突へ ● 上野 剛志



現代音楽を視る

一見、アートのように見えるグラフィック、現代音楽等で使われる「図形譜」という楽譜だ。図形、色彩、文字、絵画…など自由な表現方法で、五線譜では表現しきれない音楽を創造する手段として使われる。作曲家のルールを演奏家の解釈で演奏するため、その都度違った音楽が奏でられることになるが、その偶然性も作品の魅力となる。

トカンティンス連邦大学の
サウンドクリエイション・ワークショップのために
開発された図形譜
©Léo Perotto
From Wikimedia Commons



RESEARCH

行きたくなるオフィスとは何か？

フルパッケージ型オフィスのすすめ



社会研究部 上席研究員 百嶋 徹
hyaku@nli-research.co.jp



ひやくしまとる

1985年野村総合研究所入社、証券アナリスト業務、財務・事業戦略提言業務に従事。1998年ニッセイ基礎研究所入社。明治大学経営学部特別招聘教授を歴任(2014~16年度)。専門は企業経営、イノベーション、AI・IoT、スマートシティ、企業不動産(CRE)等。領域融合的な視点で企業経営に資する提言的な調査研究に努める。

多くの企業がコロナ禍で緊急避難的に導入した在宅勤務でのテレワークが、多様な働き方の選択肢としても活用されつつある中、「従業員が出社したくなるようなオフィスを目指すべく、メインオフィス(本社など本拠となる中核的なオフィス)などオフィスの在り方を再定義すべきである」との考え方が広がっている。

その中でも、「従業員が一人でもできる作業は在宅勤務でこなせるため、オフィスは、従業員がコミュニケーションを交わしコラボレーションを実践する創造的な場に変えるべき」との意見が多く聞かれる。これは、在宅勤務とオフィスワークの役割・機能を厳格に切り分けようとする考え方だ。この考え方を突き詰めると、固定席など一人で集中できるスペースが撤去される一方、座席を固定せず共用する「フリーアドレス」や「ホットデスク」が導入され、従業員同士の交流を促すオープンな環境に特化したオフィスに行き着くだろう。

このようなコラボレーション機能に特化したオフィスでは、メインオフィスが本来担うべき、イノベーション創出の起点や企業文化の象徴としての機能を十分に果たせない、と筆者は考える。

従業員がイノベーションにつながり得るアイデアを生み出すプロセス例を考えてみよう。まず、オフィス内のインフォーマルなコミュニケーションを促す休憩・共用スペースなどで、異なる部門の従業員との何気ない雑談・会話や時には白熱した議論から、これまでにない気付きやインスピレーションを得るのが第一段階(フェーズ1)だ。

フェーズ2では、得られた気付きやひらめきを、間を置かずに一人で集中して熟成

し深掘りすることで、ビジネスに使える具体的なアイデアに一気に呵成に落とし込まなければならない。ところが、従業員間の交流を促す機能に特化したオフィスでは、周りが騒がしく集中できないために、気付き・ひらめきを熟成させる集中作業だけのために、わざわざ自宅に帰ったりサテライトオフィスの個別ブースを予約しなければならないのであれば、そのようなオフィス環境は本末転倒であり、創造的な環境には程遠いと言わざるを得ない。それでは、気付き・ひらめきを整理されたアイデアに落とし込むタイミングを逸してしまい、ビジネスに活かされない単なる気付き・ひらめきの段階で終わってしまうことになりかねない。

フェーズ3は、生成されたアイデアを文章・図表・数式などに形式知化する最終段階であり、ここでも集中力が要だ。

このように気付きやひらめきの鮮度が高いうちに、間を置かずに一気にアイデアの形式知化までのプロセスを回し切ることが重要であるため、各フェーズは中断・分断せずにオフィス内で一気に通貫で進めるべきだ。フェーズ2以降の集中作業は、自宅に持ち帰って在宅勤務で行うのではなく、フェーズ1と同じオフィス内の固定席や集中ブースで行うことが効率的だ。またフェーズ2では、少人数で深掘りの議論を行うこともあり得るため、少人数で密度の濃いミーティングをじっくり行える分散した小さな部屋も、オフィスに完備されていることが望ましい。

このようにイノベーションの源となるアイデアを効率的に生み出すためには、メインオフィスでは、従業員間の交流を促すオープンな環境と集中できる静かな環境といった両極端にある要素を共存させるなど、多様

なスペースの設置が求められる。テレワークとの役割のすみ分けにより単一の機能に集約するのではなく、できるだけ「フルパッケージの機能」を装備することが望ましい。

そもそも「行きたくなるオフィス」と言っても、従業員が望むオフィス環境は嗜好や性格特性などによって異なる。また同じ従業員でも、その時々に取り組んでいる業務の内容や気分・体調によっても、照明の明るさや家具などを含め働く場へのニーズは異なるだろう。企業が従業員にその時々々のニーズに応じて「働く環境の選択の自由」を与えることは、「働き方改革」の本質だ。従業員の働く環境の多様なニーズにできる限り応えとの視点からも、メインオフィスにはフルパッケージ機能の装備が望まれる。

オフィスは従業員にとって、各々の能力や創造性を最大限に活かすことができる場所であり、そのコミュニティに属していることを誇りに感じることができる場所でないといけない。自席などアイデンティティを持てる居場所も必要だ。多様性のない機能特化型のオフィスでは、居場所がないと感じる従業員が多くなってしまわないだろうか。メインオフィスは、多くの従業員が愛着や誇りを持てる場でなければ、そこで企業文化を醸成することはできず、会社への帰属意識を高めることもできない。

行きたくなるオフィスを考えるなら、訪れるとワクワクする多様性を持った街のような「フルパッケージ型」のオフィスをお奨めしたい。街や都市をモチーフとした設計デザインの下で、様々な利用シーンを想定して多様なスペースを取り入れることは、創造的なオフィスの「原理原則」であり、コロナ前後で変わるようなものではない、と筆者は考えている。

韓国の出生率が0.81まで低下

OECD加盟国の中で1を下回るのは韓国が唯一



生活研究部 主任研究員 金 明中

kim@nli-research.co.jp



きむ・みよんじゅん

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

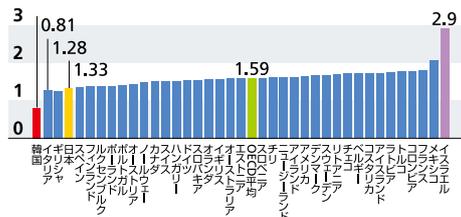
1——2021年の韓国の出生率が過去最低を更新

韓国の合計特殊出生率(以下、出生率)の低下が止まらない。韓国の統計庁が2022年8月24日に発表した「2021年の出生統計」によると、韓国の2021年の出生率は0.81で、2020年の0.84を下回り、過去最低を更新した。韓国の出生率はOECD平均1.59(2020年)を大きく下回り、OECD加盟国の中でも最も低く、1を下回るのは韓国が唯一である。

【図表1】韓国における合計特殊出生率
出所：統計庁「人口動向調査」、「2021年出生統計(確定)」より筆者作成、最終利用日2022年12月4日



【図表2】OECD加盟国の合計特殊出生率
注：韓国、フランス、スイス、スウェーデンは2021年、他の国とOECD平均は2020年
出所：OECD Dataより筆者作成、最終利用日2022年12月4日



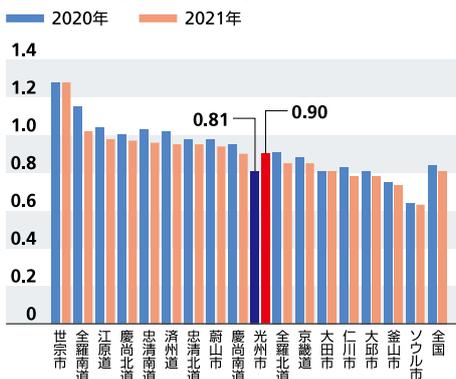
韓国で2021年に生まれた子どもの数は26万562人と前年比1万1,775人減少し、2年連続で30万人を下回った。2020年の大学の入学定員が約47.3万人であることを考えると(4年制大学:約31.0万人、短大:約16.3万人)、生まれた子どもの数がいかに少ないかが分かる。このままだと今後多くの大学が廃校に追い込まれる可能性が高い(韓国の2021年の大学進学率は73.7%に至る)。

そこで、韓国教育部は、学齢人口の減少に対応するために、大学自らが構造調整を行うように助成金を提示し、計96大学が2025年までに入学定員を減らすことを決めている。入学定員の削減規模は計1万6197人だ。地域別では非首都圏が74大学で全体削減規模の88%に当たる1万4244人を減らすことになっている。

地域別(第一級行政区画)の出生率はソウルが0.63で最も低く、釜山(0.73)、大邱(0.78)、仁川(0.78)のような大都市の出生率が全国平均を下回っている。一方、韓国で出生率が最も高い世宗市の出生率は2020年と同じく1.28を維持し、光州市の出生率は少し改善されたものの、その他の地域の出生率はすべて2020年を下回った。

【図表3】韓国における地域別合計特殊出生率(2020年と2021年)

出所：統計庁「2020年出生統計」、「2021年出生統計(確定)」より筆者作成、最終利用日2022年12月4日



2——韓国の出生率が低い理由は?

韓国における少子化の原因は、子育て世帯の経済的負担の問題だけではなく、未婚化や晩婚化の影響も受けている。しかしながら、今までの韓国政府の少子化対策は、出産奨励金や保育費の支援、児童手当の導入や教育インフラの構築など、主に子育て世帯に対する所得支援政策に偏ってい

る。2020年12月に確定された「第4次少子・高齢社会基本計画」も子育て世帯に対する支援策が大部分を占めている。

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

高い不動産価格も未婚化・晩婚化の一因になっている。韓国では結婚前に男性側が家を用意する慣習があるものの、近年の不動産価格の高騰は男性にとって結婚のハードルを高め、婚姻件数の減少にもつながっている。最近、韓国銀行(中央銀行)の急速な利上げにより、金利の上昇等にもない全国のマンション価格が下落しているものの、住宅ローンの金利負担も増えており、若者にとってマイホームの夢は実現が難しいままである。

今後、韓国が少子化問題を解決し、出生率を引き上げるためには子育て世帯に対する対策だけではなく、未婚率や晩婚率を改善するための対策により力を入れるべきであり、そのためには何よりも安定的な雇用を提供する必要がある。また、若者が結婚して安心して子育てができるように、負担が少ない公共住宅の供給拡大も欠かせない。さらに、多様な家族形態を認めて社会保障制度の恩恵が受けられる社会をより早く構築する必要があると考えられる。

首都圏住宅市場(マンション・戸建て)の動向

価格は高水準だが取引戸数が減速、在庫は増加



金融研究部 准主任研究員 渡邊 布味子
fwatanabe@nli-research.co.jp

1——価格は、首都圏のマンション・戸建てともに上昇しているが、伸びが鈍化

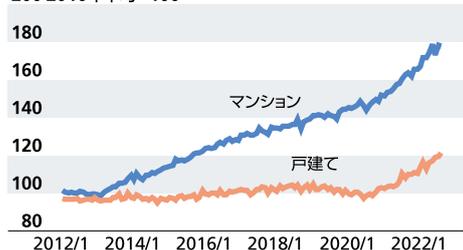
国土交通省の不動産価格指数によると、2022年8月の首都圏(南関東:1都3県)は、マンションが177.9(2010年平均を100とする)と最高水準を継続し、戸建てが121.3と上昇した。首都圏住宅市場は、引き続きマンションが牽引し、戸建てがマンションの価格を追う構造である[図表1]。

不動産経済研究所によると、2022年10月の新築マンション価格は6,787万円と10年前の約1.6倍となったが、前年同月比で+0.5%と上昇ペースが減速している。また、東日本レインズによると、2022年10月の中古マンション価格は4,395万円と10年前の1.8倍、前年同月比で+13.1%となった。

しかし、住宅市況は価格水準だけから市況を判断するのは難しく、取引件数も加味して判断するのが適当である。

[図表1] 不動産価格指数(首都圏1都3県)

資料: 国土交通省の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成
200 2010年平均=100



2——取引件数は、中古マンションと持家が急減速している

不動産経済研究所によると、2022年10月の新築マンション発売戸数は2,768戸(前年同月比+34.7%)と3ヶ月ぶりに増加した。月次公表値の12ヶ月移動累計でも3.3万戸(前年同月比+4.3%)を回復

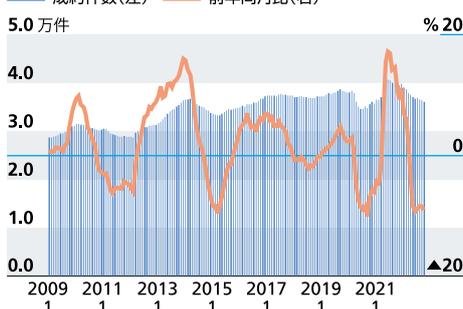
し、初月契約率は71.9%と5ヶ月ぶりの70%回復となった。2021年以降の売れ行きの伸びは一服したものの、国内市場は新築需要が強く、例年最も売れ行きの良い12月にさらに持ち直しが期待される。新築マンション市場では高水準の価格が継続すると思われる。

一方、東日本レインズによると、2022年10月の中古マンション成約件数は3,072戸(前年同月比▲10.7%)となった。地域別では東京都区部が前年同月比▲3.1%と比較的減少が少ないが、神奈川県(横浜市・川崎市以外)が▲21.3%、埼玉県が▲19.8%、東京都多摩が▲19.4%と減少が大きく、郊外の売れ行きが鈍っている。また月次公表値の12ヶ月移動累計でも3.6万戸(前年同月比▲9.0%)と7カ月連続の減少となった[図表2]。コロナ禍のテレワークの広がりなどから、住宅需要は郊外へと広がることを期待する向きもあったが、東京都区部の強さが際立っている。

国土交通省によると、2022年10月の首都圏の持家の新設住宅着工戸数は4,723戸(前年同月比▲76.9%)と著しく減少した。持家の場合、土地を先に取得し、建物がある場合には取壊し、新たな

[図表2] 首都圏中古マンションの成約件数(12ヶ月移動累計)

資料: 東日本レインズの公表を基にニッセイ基礎研究所が作成

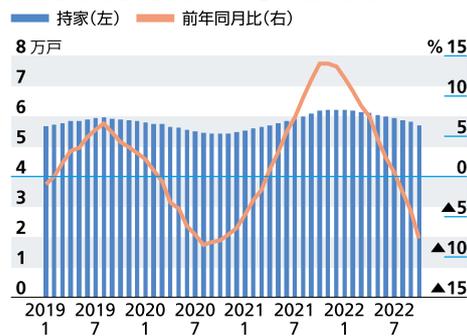


建物を計画して建築する。つまり、時間の余裕と資金力が必要である。また、マンション用地の取引価格の高騰から、住宅地全体の価格が上昇しており、持家が購入希望者の予算外となった場合が相当数あるとみられる[図表3]。

一方、2022年10月の首都圏の新築分譲戸建ての新設住宅着工戸数は、5,139戸(前年同月比+17.4%)となった。2021年5月以降は増加傾向で、2021年8月の前年同月比+87.6%、2021年12月の+82.7%、2022年9月の+61.6%など、複数の月で高い伸びとなった。月次公表値の12ヶ月移動累計でも59,850戸(前年同月比+6.6%)と13カ月連続の増加となった。持家は個人名で、新築分譲戸建て

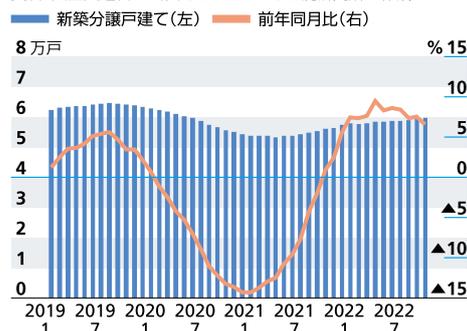
[図表3] 持家の新設着工戸数(首都圏1都3県、12ヶ月移動累計)

資料: 国土交通省の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成



[図表4] 新築分譲戸建ての新設着工戸数(首都圏1都3県、12ヶ月移動累計)

資料: 国土交通省の公表を基にニッセイ基礎研究所が作成





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

は住宅供給者名で着工するのが通常である。価格水準の高い新築マンションや持家の代わりに新築分譲戸建てを購入する人が増加すると期待して、供給者が着工戸数を増加させたとみられる[図表4]。

3——在庫戸数も増加している

ただし、2022年10月の新築分譲戸建ての在庫戸数は13,056戸(前年同月比+54.7%)と、2022年2月以降、急速に増加しており、実需を超えた戸数が供給された可能性がある。

新築の定義は、「建物完成から1年かつ、今まで居住者がいないこと」である。建物完成から1年を超えれば新築ではなくなるため、在庫戸数が急増した2022年2月から1年を経過する2023年2月ごろまで在庫の増加が続けば、建築後1年を経過した分譲戸建て(新古戸建て)が顕在化し始めると思われる。

1年を経過した新築住宅は、理論的には新築よりも価値が減少する。供給者が「完成後1年を迎える前に売却したい」という気持ちになりやすく、交渉の余地が生じるかもしれない。今後、新築分譲戸建ての価格の上昇には歯止めがかかる可能性があるのではないだろうか。

また、2022年10月の中古マンションの在庫戸数は40,300戸(前年同月比+14.4%)と9カ月連続で増加した。在庫戸数は、年単位で増加が続くことが多く、現在の勢いも強い[図表5]。

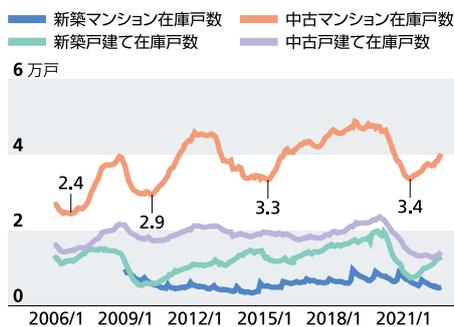
中古マンションの場合、近年では元の所有者から不動産業者がマンションを買い取り、内装や水回りなどの設備を新築同様に更新してから、設備相応の値段で購入希

望者に販売するのが通常である。販売価格が購入希望者の予算以内であればよいが、過剰な設備投資などにより販売価格が購入希望者の予算を上回ってしまうこともある。上昇し続けてきた中古マンション価格であるが、購入希望者が「適当と考ええる水準より価格が高い」と考え、成約に至らなかった物件が市場に積みあがってきているのだろう。

なお、新築マンションについては、2022年10月の販売在庫は4,945戸(前月から+148戸、前年同月から▲431戸)で、前年を下回る月が25カ月連続し、完成在庫も2,343戸と前年同月から▲405戸減少している。開発用地価格の高騰などから新築マンションの供給量自体が減ったために在庫戸数も減っており、10月に初月契約率が70%以上を回復したことも併せると、新築マンション市場では価格は高水準で安定しているとみる。

[図表5] 各住宅市場の在庫戸数(首都圏1都3県)

資料:不動産経済研究所、東日本レインズの公表を基にニッセイ基礎研究所が作成



4——中古マンション、新築分譲戸建ての購入希望者は買いたい物件でなければ慌てて買う必要はないかもしれない

現在の売買市場においては、開発用地の価格が高く、建築費についても上昇傾

向である。投資額が大きく膨らんでいるため、住宅供給者が価格を下げることは容易ではない。特に新築マンションについては人気が高い上に、供給量が少ない。在庫戸数も安定していることから、需要者の不足により市場が崩れるということはまずないだろう。

一方、長期金利の上昇、コストプッシュによる物価の上昇、賃金の低迷など、住宅市場を減速させる可能性のある複数のマクロ経済要因が生じている。購入希望者層の可処分所得の減少は、ローンの借入可能額やローン返済計画を通じて住宅の購入予算を引き下げ、住宅市場の価格上昇傾向を転換させる可能性があり、今後慎重に見ていく必要があるだろう。

首都圏住宅市場全体では取引戸数が減少し、新築マンション以外の市場では在庫戸数が増加している。特に新築分譲戸建ての在庫戸数の増加が続いた場合には、新築の期限である建築後1年を前に、売却価格の見直しや、キャッシュバックキャンペーンなどの実質的に価格を引き下げる販売方法に変化する可能性がある。

不動産の売買は交渉事であり、住宅であっても容易に価格が下がるわけではない。また、不動産は一つとして同じものがないため、購入を見送った後、再度同じような住宅に出会うかはわからない。「気に入った住宅があったなら、市況には関係なく購入する」のが正解の場合もある。しかし、「住宅は購入したいが、買いたい住宅に出会えていない」という人は、慌てて買うのではなく、価格に見合う良い物件を粘り強く探すという選択肢もあるのではないだろうか。

米中新冷戦下の世界とは?



経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎
mio@nli-research.co.jp



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。

1——激しさを増す米中対立

第二次世界大戦後の世界は、米国を盟主とする自由民主主義陣営とソビエト連邦(ソ連)を盟主とする社会主義陣営に分断された世界だった。それが1990年前後に米国を盟主とする自由民主主義陣営の勝利で終結すると、世界一の経済力・軍事力・情報力・科学技術力を有する米国が唯一の超大国として、国際秩序の在り方を決めるパクス・アメリカーナの時代に入った。そして世界経済はひとつに統合されてグローバル化が加速することとなった。

それから30年余りを経た今、パクス・アメリカーナの世界を脅かす国が出現した。グローバル化で経済力を飛躍的に向上させた中国である。中国の国内総生産(GDP)はおよそ17.5兆ドルと米国経済の4分の3の規模に達し、世界第2位の経済大国となった。購買力でみた国際ドルではおよそ27兆ドルと米国の1.2倍に達している。軍事面においても米国を脅かす存在となりつつある。世界各国の軍事力に関する評価を公表しているグローバル・ファイヤーパワーによれば、第1位は米国、第2位はロシア、そして中国は第3位となっている。安全保障を考える上でカギを握る情報戦においても、中国は北斗衛星導航システムという独自の衛星測位システムを整え、米国がGPSを使う情報戦においても対抗できる体制を築こうとしている。科学技術力の向上も目覚ましい。日本の文部科学省に置かれている科学技術・学術政策研究所(NISTEP)が公表した「科学技術指標2022」では、科学技術に関する論文の量で米国を上回っただけでな

く、その質を表す注目度の高い論文数でも上回り、世界一となった。

そして、中国は2022年10月に開催された党大会で、自らの発展モデルを「中国式近代化」と名付けた上で、「戦争や植民地支配、略奪などという広範な発展途上国の国民を不幸に陥れた、他国を犠牲にして自国の利益をはかる血なまぐさいかつての近代化の道は歩まない」と宣言した。これは西洋諸国の繁栄が途上国の犠牲の上に成り立ってきたパクス・アメリカーナを暗に批判するとともに、貧困にあえぐ途上国に対してはワシントン・コンセンサスに代わる発展モデル「中国式近代化(旧称:北京コンセンサス)」を提示したものと言えるだろう。

2——深層にある政治思想の対立

米中両国がこれほど対立を深めた根本には政治思想の違いがある。米国を初めとする西洋諸国が民主主義を普遍的価値と考え、その「欧米型民主主義」を世界に広めようとしているのに対し、「人民民主独裁」を憲法で定める中国は「中国の特色ある社会主義」で中華民族の偉大なる復興という夢を実現しそれを世界に広めようとしている。これは西洋文明と中華文明の衝突とも言えるものだ。

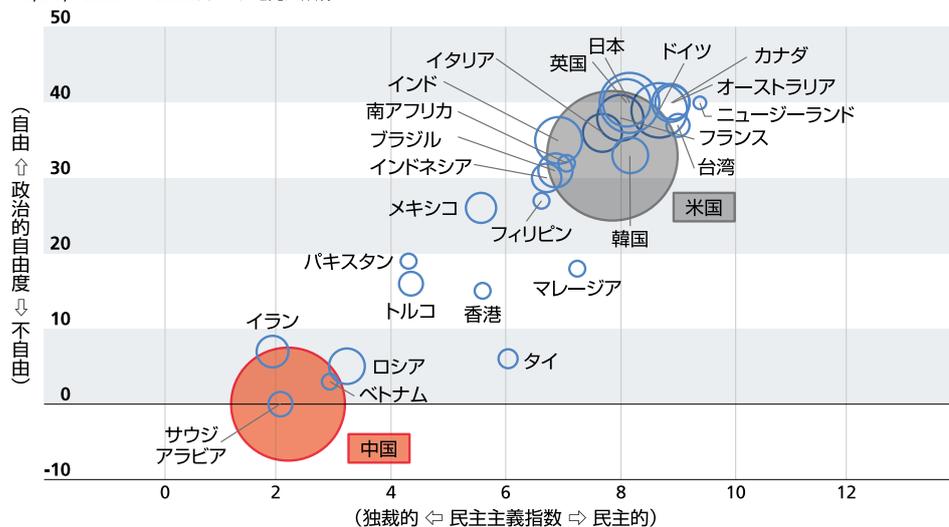
それぞれの特徴を簡単にまとめると、欧米型民主主義は、国民主権、自由選挙、多数決原理・少数意見尊重、三権分立、言論・信教の自由、法の下での平等などで特徴づけられる政治思想を基盤に、「人は自由でなければ生きていく価値を認識できない」という人身の自由、言論・出版の自由、宗教の自由など自由権を特に重視する

人権思想を持ち、民間企業中心の自由資本主義による経済運営が行われている。そして欧米型民主主義には、国民に賢者を為政者に選ぶ教養と力量があれば理想的な制度であるものの、そうでなければ為政者が選挙のたびに交代し一貫した政治ができなかったり、為政者が目先の世論に迎合し過ぎて衆愚政治に陥ったりする恐れがあるという特徴がある。

一方、中国の特色ある社会主義は、共産党エリートによる人民民主独裁と、そこに民意を反映させるための「全過程人民民主主義^{*1}」とに特徴づけられた政治思想を基盤に、「人は生きていくだけでも価値がある、貧しさから抜け出す権利がある」という生存権・発展権を特に重視する人権思想^{*2}を持ち、国有企業中心の国家資本主義による経済運営が行われている。そして中国の特色ある社会主義には、為政者が強い指導力を発揮できる体制なので理想の実現に向けて一貫した政策運営を行なえるという利点があるものの、為政者が失政を繰り返して経済が停滞したり、共産党エリート内に腐敗が蔓延したりすれば、国民が離反して内乱が起きる恐れがあるという特徴がある。

ここで世界の他の国々・地域がどんな状況なのか確認しておこう。フリーダムハウスが公表した「政治的自由度」を縦軸に取り、エコノミスト・インテリジェンス・ユニット研究所が公表した「民主主義指数」を横軸に取って、各国・地域がどこに位置するかを見ると(丸の大きさはGDP、図表)、米国を初めとする欧米型民主主義の国々は両基準ともに高水準で右上にあるのに対し、中国は左下にある。また、左下には中国だけで

【図表】政治思想マトリクス
IMF, EU, Freedom Houseのデータを元に作成



はなくロシアやイランなどもあり、その中間に位置する国・地域も少なくない。

3—— 終わり無き「正義vs正義」の論争

バイデン米政権は2021年12月、日本や欧州などの首脳を招いて民主主義サミットを開催し、中露との関係を「民主主義」と「専制主義」の闘いと位置づけ、民主主義国の連携強化を呼びかけた。民主主義を「正義」、専制主義を「不義」としたの二項対立に持ち込み、欧米型民主主義への信認を高めようとしたのだろう。

これに対し中国は異を唱えた。民主主義サミットが開催された21年12月、中国の民主主義と題する白書を発表し、「民主主義は各国人民の権利であり、少数の国の専売特許ではない」として、米国が欧米型民主主義を他国に押し付けるのは内政干渉であり、各国がどのような民主主義を選ぶかは自由であるべきだと主張、「自由の国」を自負する米国を皮肉った。また人民民主独裁を憲法で定める中国にとって専制主義は「不義」ではなく「正義」である。特に中国の特色ある社会主義を完成させる途上(社会主義初級段階)では必要不可欠なプロセスと考えられているため、共産党政権が崩壊しない限り変わることはないものだ^{*3}。

したがって米国が二項対立に議論を持

ち込んでしまうと、中国が外交的に譲歩しようと思ってもその余地が全く残されていないため、「正義vs正義」の挑戦状を叩きつけられたようなもので、共産党政権の崩壊を望んでいるようにしか見えない^{*4}。こうしたことを踏まえると、米国が「民主主義vs専制主義」の二項対立という考え方を取り下げて中国の特色ある社会主義の存在意義を認めるか、あるいは中国で共産党政権が崩壊しない限り、米中対立は半永久的に続くだろう。

4—— 米中新冷戦下の世界

それでは米中新冷戦下の世界情勢はどんな勢力図になるのだろうか。想像の域を出ないが、欧州連合(EU)やファイブアイズの国々、それに日本は欧米型民主主義という価値観を共有しているので、米国を中心とする陣営に与する可能性が高いだろう。但し、欧州諸国の中には、独自の外交を展開してきたフランスや、中国との関係が深いハンガリーなどもあるので、一枚岩ではないかも知れない。

一方、中国を中心とする陣営に与する可能性がある国としては、ロシア、北朝鮮、イランなどが挙げられる。それに伴って上海協力機構(SCO)加盟国やBRICSの一部の国が加わる可能性もある。但し、これらの

国々は反パクス・アメリカーナで一致するだけで、中国の特色ある社会主義を信奉している訳ではないため、中国を中心とする陣営というよりも「反米同盟」に近いのかも知れない。

それ以外の国々は政治思想のいかに関わらず中立にとどまる国が多いだろう。中国に近づきすぎれば米国から非友好国と見做されて、米国を中心とする陣営から排除される恐れがある。米国は信頼できる友好国での立地を重視する「フレンド・ショアリング」のサプライチェーンを構築しようとしているからだ。一方、米国に近づきすぎれば中国から非友好国と見做されて、報復措置を受ける恐れがある(いわゆる「経済的威圧」)。その点、中立であれば、手厚い支援はどちらの陣営からも期待できないが、どちらの陣営も敵に回さずに済み、米中両国もこれらの途上国を敵に回したくないため、これまでどおりに両陣営との貿易・投資関係を継続できるからだ。

さらにそれぞれ自国の国益に照らして是々非々の判断ができるため、米中両国の意見が激しく対立する国際会議では、キャスティング・ボートを握ることもできる。実際、2022年11月に開催されたG20サミットでは、ウクライナに侵攻したロシアと、それを非難する西洋諸国が対立し首脳宣言採択が危うくなったが、ロシアとも西洋諸国とも交流のあったインドは双方の歩み寄りを促し、存在感を高めることとなった。米中新冷戦下の世界では「第三世界(中立国)」の国々を巡る多数派工作が盛んになりそうだ。

【*1】全過程人民民主主義は、過程の民主主義と成果の民主主義、手続きの民主主義と実質の民主主義、直接民主主義と間接民主主義、人民民主主義と国家意志それぞれの統一を実現しており、全チェーン、全方位、フルカバーの民主主義であり、最も幅広く、最も真実で、最も役に立つ社会主義の民主主義であるとされる

【*2】2021年6月に中国国務院報道弁公室が発表した「中国共産党の人権尊重・保障の偉大な実践」では「生存権、発展権が第一の基本的な人権」としている。

【*3】「共同富裕」が実現すれば、もはや社会主義初級段階ではなくより「人民民主独裁」も無用の長物となるかも知れない

【*4】シンガポールのリー・シェンロン首相は「民主主義対権威主義の図式にはめ込むのは、終わりのない善悪の議論に足をつまむ」と警戒感を示した

「トリプル安」後の英国

日本が真に学ぶべきことは？



経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり

ito@nli-research.co.jp

1 — はじめに

22年9月下旬から10月半ばにかけて、英国が通貨ポンド、国債、株価の「トリプル安」に見舞われた。きっかけは、9月23日にトラス政権(当時)が打ち出したミニ予算「成長計画2022」(以下、「ミニ予算」と表記)だった。

英国の「トリプル安」はおおよそ2週間という限られた期間の出来事だったが、高インフレ下での財源の裏付けのない大規模財政出動が市場から拒否された金融ショックとして記憶に深く刻まれることになった。

日本は、英国の混乱と脱却のプロセスから何を学ぶべきなのだろうか。

2 — 日本と英国の違い

「トリプル安」が発生した当時の英国と日本の間には、インフレ圧力の強さ、金融政策の方向性、対外的なバランス・シートの脆弱性と市場型金融に関わる潜在的なリスクの違いがあった。

1 | インフレ圧力

英国のCPIは「ミニ予算」の公表時点ですでに前年同月比10.1% (22年9月)、10月にはさらに同11.1%まで加速した。賃金の伸びは、急激な物価の上昇に追いつかず、実質賃金(CPIの伸びを差し引いた賃金)はマイナスに沈んでいる。同様の傾向は、日本でも英国の後を追うように進みつつあるが、先行する英国の家計の購買力の低下は「生活費危機」と言われるほど深刻だ。英国では、幅広いセクターにストライキが広がり、物価と賃金のスパイラルの上昇の様相を呈しつつある。

2 | 金融政策の方向性

英中銀のイングランド銀行(BOE)は、高インフレへの対応として、21年12月に利上げを開始、その後、毎会合で利上げを決めてきた。22年2月には満期で償還される国債の再投資停止による量的縮小にも踏み出している。

さらに、「ミニ予算」公表直前の9月21日の金融政策委員会(MPC)では、50bpの利上げと量的緩和のために買入れた国債を、満期を待たずに市場で売却することで量的引き締め(QT)を加速することを決めていた。

英国の「トリプル安」局面では、市場は拡張的な財政政策と引き締めを加速する金融政策との方向性の不一致に激しく反応したとされる。

日銀は、22年12月20日の金融政策決定会合でイールドカーブコントロール(YCC)の運用の見直しを決めたが、黒田総裁は「市場機能の改善を目的としたもので、利上げではない」と説明している。BOEやその他多くの中銀が2022年に実施したような急ピッチの利上げが見通せるような状況ではない。

3 | 対外的なバランス・シートの脆弱性

英国の「トリプル安」の背景には対外的なバランス・シートの脆弱性がある。

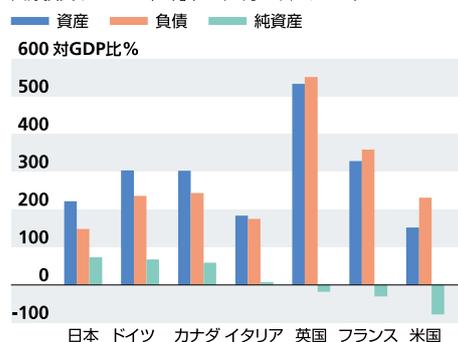
BOEで金融システムの安定性の監視を担う金融安定委員会(FPC)は、英国の金融システムは「開放度が高く、外国投資家が多くの資産を保有しているため、対外資金調達リスクにさらされている」。「対外的な負債の規模はG7の他の地域よりも遙かに大きい」ため、「マクロ経済政策の枠組みに対する外国投資家の認識が英国の金融状況に重大な影響を与える」という構造

的な問題を指摘している。

実際、2021年時点の対外負債の対GDP比で見た規模はGDPの5倍を超える水準であり、G7で突出している(図表1の赤い棒グラフ)。

[図表1] G7対外資産・負債残高(2021年)

資料: 国際通貨基金(IMF)データ「国際収支(BOP)/国際投資ポジション(IIP)」(23年1月13日アクセス)



4 | 市場型金融の潜在的リスク

英国の「トリプル安」には、国際金融センター・ロンドンを擁する強みが弱みに転じた面がある。

英国は、対外負債ばかりでなく、対外資産もGDPの5倍を超える(図表1の青い棒グラフ)。英国の対外資産と対外負債が両建てで突出した規模となっているのは、ロンドンの国際金融センターとしての役割の大きさを反映したものである。英国の対外純資産(対外資産-対外負債)はGDPの2割程度のマイナスだが、米国のおよそ8割、フランスのおよそ3割に比べれば小さい。

国際金融センターとしての発展度の高さは、市場型金融の潜在的なリスクの高さの裏返しでもある。「トリプル安」に見舞われたのは、BOEが利上げとQTを決めた直後だったが、急遽、長期国債の買入れに動いた。負債連動型投資(LDI)戦略をとる年金基金のレバレッジ問題に対処する必要に迫られたからである。



いとう・さゆり

早稲田大学大学院商学研究所修士課程修了。
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。

日本は対外負債のGDP比はG7で最小、純資産は最大と、対外的バランス・シートは強靱だ。それは、資本を引きつける力が弱い結果という側面もあり、先行きは楽観を許すものではない。

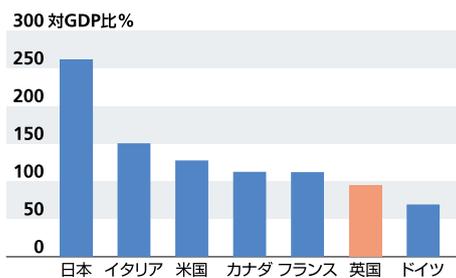
3—— 財政政策の問題点と軌道修正

1 | ミニ予算の問題点

英国には、対外的なバランス・シートの脆弱性や市場型金融の発展による潜在的なリスクがあったものの、財政運営は、必ずしも放漫に運営されてきた訳ではなかった。英国の政府債務残高の対GDP比は、グロスではG7でドイツに次いで2番目に低く[図表2]、ネット(総債務-総資産)でもカナダ、ドイツに次いで3番目に低い[図表3]。

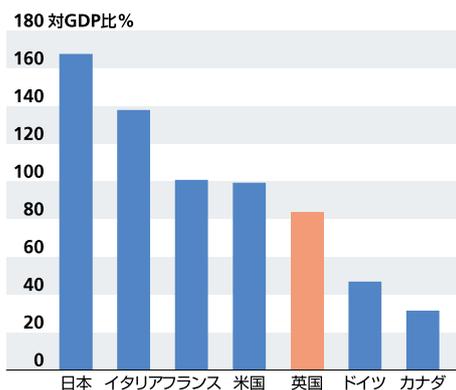
[図表2] 一般政府債務残高(グロス)

資料: 国際通貨基金(IMF)「世界経済見通しデータベース」(22年10月)



[図表3] 一般政府債務残高(ネット)

資料: 国際通貨基金「世界経済見通しデータベース」(22年10月)



基本的に財政が健全に運営されてきたにも関わらず、「トリプル安」に見舞われたのは、トラス政権が、財政への信頼確保のために確立してきたルールや制度を否定するような行動に出たことで、投資家が認識の急激な変更を迫れたからだ。

「ミニ予算」は、2010年の保守党政権発足以来続く、低成長、投資の停滞を減税や規制改革で解決することを狙ったものだった。450億ポンドの減税策と規制緩和策の一方、増税や歳出削減措置は盛り込まれなかった。

英国の低成長、投資の停滞の真の原因は、一貫性を欠く政策とEU離脱など不透明な環境が続いたことにあるとの見方は専門家の間で広く共有されている。

「ミニ予算」には、手続き面、高インフレ下の経済環境にそぐわないことに加え、政策の一貫性の欠如や、不透明感を一層増幅した点でも問題であった。

また、トリクルダウン的な成長を指向するものであったため、有権者からは大企業・富裕層優遇という批判を浴びることもなった。

2 | スナク政権の「中期財政計画」

トラス政権の後を引き継いだスナク政権は22年11月17日に「中期財政計画」を提示した。

「中期財政計画」では、本来の手続き通り、独立財政機関・予算責任庁(OBR)の「経済・財政予測」が盛り込まれ、計画と財政ルールへの適合性の評価が示された。

計画には、向こう5年間で550億ポンドの財政健全化措置を進める方針が盛り込まれた。当面は、増税は見送り、インフレによる税収増を見込む一方、「生活費危

機」対策により歳出も増加する。

25年度以降は、歳出の削減ペースを加速、最終的には税収増によって250億ポンド、歳出削減によって300億ポンドの財政健全化を進める。2008年の世界金融危機後、保守党政権が実施した財政健全化の80%が歳出削減であったことに比べると、大きな方向転換である。

財政健全化は必ずしも計画通りに進まず、生活水準の停滞が続くと見られる厳しい情勢にある。それでも、市場の信頼の回復には成功し、国民からも財政健全化に手を打つ必要性については、一定の理解を得ている。

4—— おわりに

英国は「トリプル安」を許したが、財政の健全性を重視し、信頼を確保するルールや制度は確立されていたことから、混乱を二週間程度の短期間に留めることができた。

日本はインフレのスパイラル化のリスクが低く、対外的なバランス・シートは英国よりも強靱だ。外国投資家の認識の変化をきっかけとする「トリプル安」は生じにくい構造だ。

しかし、日本の場合、財政のルールや制度は脆弱な面だけ、信頼が失われた際の軌道修正は困難を極めるリスクがある。

日本が英国の経験から学ぶべきは、今後の財政運営において、中期的な観点から財源について議論し、広く国民の理解を得て、予見可能性を高めることであろう。

(注)本稿は、22年12月2日付の同タイトルのニッセイ基礎研レポートに新たな論点を加え、要約したものである。トリプル安に対する英国の政策対応の流れや、日英の経済データの比較、トラス政権の「ミニ予算」の問題点、スナク政権の中期財政計画などの詳細は、原レポートをご参照下さい。

世界一の人口大国となるインド経済の見通し

当面は底堅い成長が続くが、製造業振興策の成否が持続的成長の鍵を握る



さいとう まこと
08年 日本生命保険相互会社入社
12年 ニッセイ基礎研究所



経済研究部 准主任研究員 齊藤 誠

msaitou@nli-research.co.jp

1—— 足元の成長率は鈍化

インドは2022年7-9月期の実質GDP成長率が前年同期比+6.3%と、8四半期連続のプラス成長となった[図表1]。4-6月期から増勢は大きく鈍化した。4-6月期の高成長(同+13.5%)は比較対象となる前年の実質GDPが低水準だったことによる影響が大きい。前期比で見ると、7-9月期の成長率は+3.6%と高く、景気は堅調に拡大した模様である。

7-9月期はサービス部門(同+9.3%)と民間消費(同+7.7%)が堅調に拡大した。新型コロナへの警戒感が弱まり消費行動が正常化するなか、国内線旅客数と外国人訪問者数の増加により観光産業が持ち直した。また祭事期を前に消費需要が盛り上がりを見せたことや、公共投資の前倒しにより投資(同+10.4%)が堅調に拡大したことも内需を押し上げた。

輸出(同+11.5%)はサービス輸出が好調で二桁増を維持した一方、輸入(同+25.4%)は輸出を上回る伸びとなり、純輸出の成長率寄与度はマイナスだった。

2—— 当面は景気減速も底堅い成長続く

当面はインド経済の減速が予想される。コロナ禍からの回復の勢いが弱まるなか、

内需はインフレの高止まりや金融引き締め策の継続が重石となり、消費と投資の増勢が鈍化しそうだ。また世界経済の減速により輸出が鈍化傾向にあり、外需のマイナス寄与は続くだろう。

しかし、公共投資は景気の下支え役となり、経済は底堅い成長を維持するだろう。今年度国家予算では、資本支出が前年度比35.4%増と増額されており、政府は大型インフラ投資計画「ガティ・シャクティ」政策を推進している。また2024年の総選挙を控えた来年度予算も経済成長に配慮した財政運営となるとみられる。

インフレ率は旺盛な内需を背景に当面高めの水準で推移するが、国際商品市況の下落によるエネルギー価格の低下や小麦の豊作による穀物価格の低下、ドル高圧力の緩和による輸入物価の上昇一服により次第に落ち着きを取り戻すだろう。

金融政策は昨年、物価抑制に向けて政策金利を1.9%引き上げている。今後も底堅い成長が続くなかで政策金利は今年前半にかけて更に0.5%引き上げられると予想する。追加利上げによりインフレ圧力は和らぐが、金利上昇が消費や投資を抑制することになりそうだ。

以上の結果、成長率は22年度が前年度比+7.0%、23年度が同+6.0%と低下するが、底堅さを保つと予想する[図表2]。

3—— 持続的成長への課題

インドは2023年に中国を抜いて世界一の人口大国となる。働き手は今後10年間で毎年1,000万人のペースで増えると見込まれるが、現在労働人口の約9割が非正規で、低生産性・低賃金の状況にある。いくら働き手が増えても質の高い職が足りなければ、効果的な経済成長を実現することは難しい。

産業別GDPシェア(2021年度)をみると、製造業は14.5%で停滞、農林水産業の18.1%を下回る。工業化の遅れが際立つが、視点を変えれば製造業の成長余地が大きいとも言え、今後のインド経済の持続的な高成長には政府の製造業振興策の成否がカギを握ると考えられる。

モディ首相は政権発足以来、「メイク・イン・インド」をキャッチフレーズに様々な経済改革を進めてビジネス環境を整備すると共に、巨大な国内市場を盾に関税を引き上げたり、補助金を交付したりすることにより企業に国内でのモノづくりを促してきた。また最近では、米中対立を背景に中国以外に生産拠点を設けようとする企業の動きが拡大、インドに半導体生産の工場を誘致する動きもあり、明るい兆しはみえてきている。

しかし、インドは民主主義国家であるため、政府が民意を顧みずに強引に政策を押し進め続けることは難しく、工業化の速度は一党独裁で意思決定の早い中国と比べて緩慢になるだろう。近い将来、インドは米中に続く世界3位の経済大国になるが、持続的な経済成長に向けては土地収用の円滑化や労働者に有利な労働法の改正、自由化率の高いFTAの実現など政府が取り組むべき課題は多い。

[図表1] インドの実質GDP成長率(需要側)

資料: インド統計・計画実施省



[図表2] インド経済予測表

資料: インド計画・統計実施省、CEICのデータを元にニッセイ基礎研究所作成

	単位	2020年度(実績)	2021年度(実績)	2022年度(予測)	2023年度(予測)
実質GDP成長率	前年度比、%	▲6.6	8.7	7.0	6.0
民間消費	寄与度、%	▲3.4	4.5	3.2	3.3
政府消費	寄与度、%	0.4	0.3	0.2	0.5
総固定資本形成	寄与度、%	▲3.3	4.8	3.1	2.6
純輸出	寄与度、%	1.4	▲2.9	▲0.8	▲0.7
消費者物価(CPI)	前年度比、%	6.2	5.5	6.6	5.1
政策金利(レポ金利)	期末、%	4.00	4.00	6.40	6.25

ドル円は2大テーマが激突へ

1

ドル132円台で始まった今月のドル円は円高ドル安に振れている。米国について、月初に賃金上昇率の鈍化、中旬に物価上昇率の鈍化が示され、FRBによる利上げ長期化観測が後退したことが主因となった。また、この間、日銀による正常化に向けたさらなる緩和修正観測が燻り続けたことも円高圧力となった。中旬に開催された決定会合は現状維持(かつ資金供給オベの拡充)となり、肩透かしとなった投機筋の円売りによって一旦円安に振れたものの、早期の緩和修正観測は収まらず、円売りは長続きしなかった。この結果、足元では129円台前半で推移している。

今後は米国の利上げ観測と日銀の緩和修正観測という2大テーマがドル円の行方を決定付ける。FRBは今後利上げの停止を模索する段階に入るが、足元の市場における米利上げ停止とその先の利下げの織り込みはやや早すぎるとみられ、春にかけてその修正が入ることで一旦ドル高圧力が高まると予想している。一方、今後は新総裁の人事や就任を控えて日銀による緩和修正観測に伴う円高圧力も高まるだろう。ドル高圧力と円高圧力が激突する形となり、3か月後は現状比横ばい圏の130円前後になると見ている。ただし、先行きの不透明感が強いだけに、両テーマを巡る観測の組み合わせ次第で、円高・円安の両方向に大きく振れ得る点には留意が必要になる。

1ユーロ139円台で始まった今月のユーロ円はやや円安ユーロ高に振れ、足元は140円台後半にある。日銀の緩和修正観測に伴う円高圧力が燻ったものの、ECB要人による利上げに前向きな発言が続いたことなどからドル売りの受け皿としてユーロが選好され、ユーロの追い風となった。今後もECBの積極的な利上げ姿勢がユーロの支えになるものの、既に投機筋によるユーロ買いは積み上がっており、積み増し余地は乏しい。むしろ、今後は欧州の景気後退が露わになり、景気を冷やすECBの利上げがユーロ高に直結しづらくなると見ている。3か月後の水準は139円前後に弱含むと見込んでいる。

今月の長期金利は日銀の緩和修正観測を受けて一旦上昇し、中旬にかけて0.5%をたびたび突破したが、決定会合での現状維持を受けてやや低下し、足元では0.4%付近にある。今後は、上記米金融政策を巡る観測の修正に伴う米金利上昇が波及するほか、日銀の緩和修正観測が金利上昇圧力となるだろう。日銀は許容上限を当面維持するとみられるが、3か月後の水準は上限付近の0.5%程度にやや上昇すると見ている。



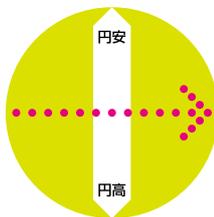
上野エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

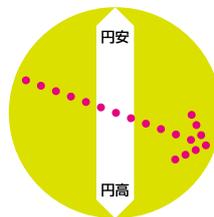


Market Karte

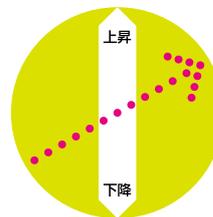
February 2023



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

- 2023年度の年金額の見直しは、67歳までは2.1%増、68歳からは1.8%増だが、実質的には目減り
—年金額改定の仕組み・見直し・注目ポイント
中嶋 邦夫 [基礎研レポート | 2022/11/28号]
- 米国株式が2023年前半に厳しいわけ
～S&P500種株価指数が2,800～3,600ポイントでの推移を予想～
前山 裕亮 [基礎研レポート | 2022/11/14号]
- もし日銀が利上げしたら
日経平均はいくら下落するか
井出 真吾 [基礎研レポート | 2023/1/16号]
- 2023年の株価見直し
～日経平均2万5000円割れも～
井出 真吾 [年金ストラテジー | 2022/12/5号]
- 2023年の原油相場展望
～波乱の火種になる可能性も
上野 剛志 [エコノミストレター | 2023/1/6号]

コラムアクセスランキング

- 水道行政、約60年ぶりの機構改革、
国土交通省に一元化
—新型コロナ問題が飛び火、通常国会で法改正へ
三原 岳 [研究員の眼 | 2023/1/5号]
- 韓国の出生率が0.81まで低下
—OECD加盟国の中で1を下回るのは韓国が唯一—
金 明中 [研究員の眼 | 2022/12/8号]
- 続・米国株式、円建てだと今後どうなる？
～2023年前半は2022年よりも厳しい可能性～
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2022/12/19号]
- Z世代を1000文字くらいで語りたい
—「コスバ」から「タイバ」へ
廣瀬 涼 [基礎研REPORT-ColumnII | 2023/1/11号]
- 東京一極集中、ほぼ完全復活へ(2)
—2022年10月まで社会減37エリア、
男性の1.4倍の女性減で出生の未来に暗雲
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2022/12/12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22/12/26～23/1/22》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

銭湯の軒数推移 [2月6日はお風呂の日]

Source : 厚生労働省「令和2年度 衛生行政報告例の概況」 Design : infogram©

