

# ニッセイ基礎研 Report

Apr. 2023 Vol.313

- 02 大学や専門学校への進学と遺族年金 ● 中嶋 邦夫
- 03 物流業界の2024年問題 ● 矢嶋 康次
- 04 なぜ、炎上は繰り返されるのか ● 廣瀬 涼
- 06 現在の景況感的良好だが、先行きに関して悲観的な見方が強まる ● 吉田 資
- 08 2022～2024年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 米国株式に集中? それとも分散投資? ● 前山 裕亮
- 11 金融システム不安の台頭で不透明感が強まる円相場 ● 上野 剛志



色のいろいろ [01]

## ホワイトハウス

アメリカ合衆国大統領が居住し、執務をする場所。1800年に完成し、2代大統領のジョン・アダムスが初入居者となった。当初の名前は「プレジデントハウス」。外側が白い漆喰のようなもので塗られた建物は、まわりの赤煉瓦や木材の建物との対比で、通称「ホワイトハウス」と呼ばれたという。正式名称となったのは1902年のこと。26代大統領セオドア・ルーズベルトが大統領令を出して採用した。

# 大学や専門学校への進学と遺族年金

時代に合わせた制度改正を期待



保険研究部 上席研究員・公的年金調査室長 中嶋 邦夫

nakasima@nli-research.co.jp



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

今年も新入学シーズンがやってきた。特に今年は、3年前に中学や高校に入学した「完全コロナ世代」とも呼ばれる子どもたちの進学時期にあたる。生徒も教員も慣れない中でのリモート授業など、これまでにない学生生活を経験して掴んだ進学には、喜びもひとしおだろう。

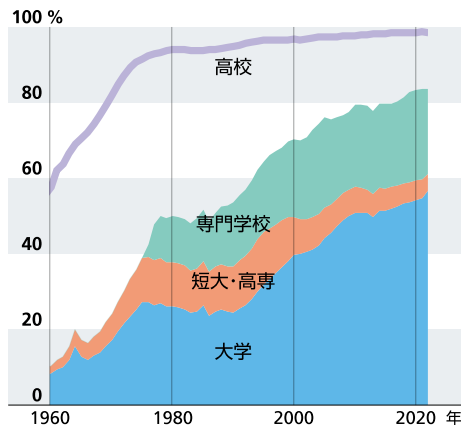
## 1——大学や専門学校への進学率は84%：親世代の高校進学率と同水準に

今年のはじめには「子育て世代の学び直し」が話題になったが、子どもたちの進学率は上昇傾向が続いている[図表1]。昨春(2022年)のデータを見ると、大学への進学率は57%に達し、これに短大や専門学校などへの進学率を加えると84%に及ぶ。

この水準は、約50年前の高校進学率と同水準である。現在の高校生たちが大学や専門学校などへ進学するかどうかは、その親世代が高校へ進学するかどうかと同じレベルの話になりつつある。

[図表1] 進学率の推移

注：専門学校は専修学校(専門課程)を、高専は4年次を指す。  
資料：文部科学省「学校基本調査」より作成



## 2——現役時の死亡に対する遺族年金：対象の「子」は高校卒業相当まで

その一方で、公的年金の遺族年金の対象となる「子」の年齢範囲は、50年以上前の制度創設期からほとんど変わっていない。変わったのは、1994年の法改正で、「18歳未満」が「18歳到達年度の年度末まで」(高校卒業相当まで)になった程度である\*1。

現役時の死亡に対する遺族年金には、遺族基礎年金と遺族厚生年金がある。

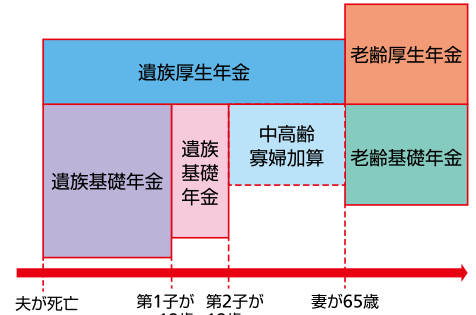
遺族基礎年金は、公的年金の加入者全員に共通する年金である。公的年金の加入中に死亡した場合、保険料の納付要件と遺族の収入要件を満たし、遺族年金の対象となる「子」がいれば受け取れる\*2。逆に言えば、遺族が配偶者のみの場合など、遺族年金の対象となる「子」がいなかった場合には支給されない。遺族が配偶者と子の場合には全額が配偶者に支給されるが、実質的には「子」のための年金と言える。

遺族厚生年金は、厚生年金加入者の死亡に対する上乗せ年金である。遺族年金の対象となる「子」がいて、諸要件も満たせば、遺族基礎年金と遺族厚生年金の両方を受け取れる。また、遺族年金の対象となる「子」がおらず遺族基礎年金の対象にならない場合でも、諸要件を満たせば配偶者や父母などが遺族厚生年金を受け取れる。

加入者の死亡当初は遺族基礎年金を受け取っていても、「子」が所定の年齢を超えると遺族基礎年金を受給できなくなる。この場合のうち、遺族基礎年金を受給できなくなった時点で残された妻が40歳以上の場合は、遺族基礎年金と入れ替わりで遺族厚生年金に中高齢寡婦加算がつく\*3

[図表2] 遺族年金の受給例

注：妻の老齢厚生年金が遺族厚生年金より多い場合。



[図表2]。ただし、加算の水準は、「子」の人数に応じた加算を除いた遺族基礎年金額の4分の3であり、遺族基礎年金の水準より低くなる。

## 3——今後の制度改正への期待：「子」の範囲を大学卒業相当へ

このように、残された子が高校を卒業すると遺族年金が減額されるため、大学や専門学校などへの進学の障害になるおそれがある。大学や専門学校への進学率の上昇を踏まえれば、遺族年金の対象となる「子」の範囲を大学卒業相当へ延ばすことも、検討すべきではなかろうか\*4。

旧友たちの遺児には間に合わなかったが、未来の子どもたちのために前向きな検討を期待したい。

[\*1]障害等級が1~2級の場合は20歳未満(1994年改正の前後とも)。

[\*2]遺族年金の対象となる「子」は、年齢に加え、未婚も要件。

[\*3]死亡した夫の厚生年金加入期間も、加算の要件。また、加入者の死亡時に残された妻が40歳以上の場合は、子がいなくても加算を受け取れる。

[\*4]必要となる財源は、現在の現役世代が負担すべきだろう。なお、2020年度の遺族基礎年金額は、老齢年金や障害年金を含む基礎年金総額の0.4%にとどまる。「子」の範囲を拡大しても、保険料への影響は限定的だろう。

# 物流業界の2024年問題

ポチる経済を支える物流、生産性向上なるか



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。

## 1—— 物流業界が直面する 2024年問題とは

2019年4月に施行された働き方改革関連法では、時間外労働の上限規制が設けられている。これに違反した事業者は、6か月以下の懲役または30万円以下の罰金が課せられることになる。大企業では2019年4月から、中小企業では2020年4月から施行されている。

ただ、建設事業、自動車運転業務、医師については、上限規制の適用が2024年3月末まで5年間猶予されてきた。それがいよいよ来年4月から施行される[図表1]。とりわけ、長時間労働で若手を確保できず、慢性的に人手不足が進み、高齢化が進展している物流業界の動向は気になるところだ。

トラック運送などの事業者数は、EC（電子商取引）市場の拡大などに伴い、30年間で2倍の6万事業者まで増加して来た[図表2]。ただ、同期間における物流量は、宅配だけで10億個から60億個と6倍近く増加している。荷物の増加に人手の確保が追い付かない状態であり、マンパワーが足りていないことは明らかだろう。トラック協会のアンケート調査によると、年間960時間超となるドライバーのいる事業者は全体で3割程度[図表3]。これをその

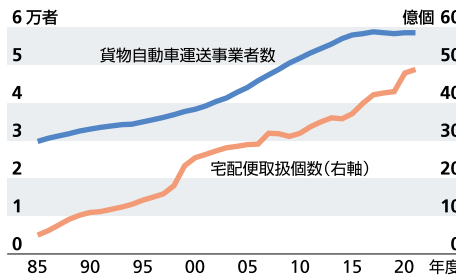
[図表1] 物流業界への働き方改革関連法の影響

注：改正後の1年間の時間外労働の上限は、休日労働を含まない、36協定の特別条項付き協定を締結した場合の時間  
資料：厚生労働省ホームページより、ニッセイ基礎研究所作成

	改正前	改正後
中小企業における、月60時間を超える時間外労働への割増賃金率	25%	2023年4月から <b>50%</b>
自動車運転業務への年間時間外労働の上限規制	なし	2024年4月から <b>960時間</b>

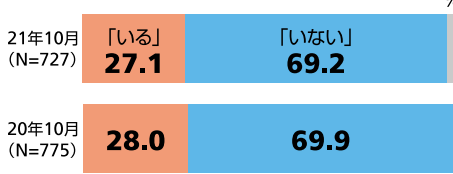
[図表2] 貨物自動車運送事業者数と宅配便取扱個数の推移

注：貨物自動車運送事業者は、「霊柩」事業者を除く合計、宅配便取扱個数はトラック運送による取扱数  
資料：国土交通省「貨物自動車運送事業者数（規模別）」「令和3年度宅配便等取扱実績関係資料」



[図表3] 上限規制「960時間」を超える従業員の有無

注：NIは、回答のあった事業者数。  
資料：公益社団法人全日本トラック協会「第4回 働き方改革モニタリング調査について」



まま輸送能力に置き換えれば、3割程度のマンパワーの不足となり、物流量の減少になると粗く見積もることもできるだろう。

## 2—— 物流業界の生産性向上を、 如何に実現していくか

国は最近、高速道路の深夜割引の仕組みを見直すことを決めた。現行の割引制度は、深夜0時に高速道路の料金所を通るかどうかで料金が大きく変わるため、割引を受けるために料金所等の手前で、待機するトラックが増えるという問題が生じていた。新たな仕組みの導入は、ドライバーの負担軽減につながると期待されるが、物流網の安定化には力不足だろう。

人手不足への対応としては、無人走行や荷下ろしのロボット化など、技術の進展に

も期待が掛かる。ただ、こちらも実用化までには時間が必要であり、即効性のある対策とはなり難い。しばらくは、配達経路の最適化や置き配の拡大など、消費者の協力を得ながら効率化していくが必要になる。

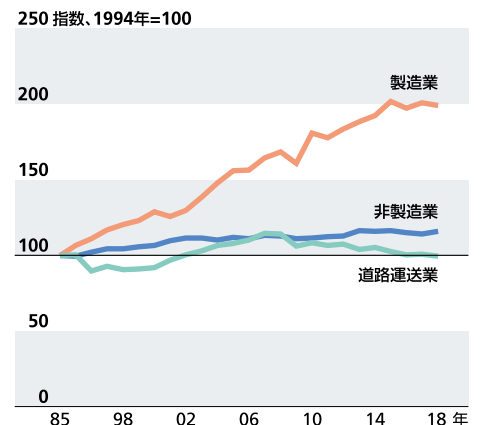
運輸業界では今年、供給制約やコスト増から賃上げなどの処遇改善が進むはずだ。ただ、時間制約やコスト制約から生産性が向上しなければ、配送量は減少して行くと思われる。物流コストの上昇は、すなわち生活コストの上昇につながる。混乱は免れまい。

デジタル経済圏が大きくなることで、我々の「ポチる経済」は便利になったが、その恩恵を受けられるのも物流がしっかりしているからだ。しかし現状、この分野は長時間労働が前提となっている部分もあり、物流を維持していくには生産性の向上が不可欠となる[図表4]。

物流業界の2024年問題は、社会全体の制約要因となりうるリスクを有する課題だと言える。

[図表4] 生産性の推移

注：時間当たり労働生産性=実質付加価値産出額/マンパワー  
資料：JIPデータベースよりニッセイ基礎研究所作成



# なぜ、炎上は繰り返されるのか

迷惑動画投稿がされてしまう構造を考える



生活研究部 研究員 廣瀬 涼

hirose@nli-research.co.jp



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

## 1—— バイトテロ

アルバイト従業員が職場で迷惑行為を行い、SNSにその様子を投稿し炎上させることで職場や雇い主に大きな損害を与える通称「バイトテロ」という言葉が使われ始めたのが2013年。あれから10年経過した現在、バイトテロに限らず、消費者が小売店や飲食店での迷惑行為や非常識な行動を撮影し、SNS上で炎上してしまうという事象が後を絶たない。炎上により、迷惑行為を行った者は巨額な賠償金を請求されたり、デジタルタトゥーとしてその行為がネット上に漂い続け、社会的制裁を受けることになるのは、今や周知の事実である。なぜ、このような炎上はなくなるのだろうか。

## 2—— 従来の炎上の構造

今でこそほとんどの者が何かしらのSNSを利用している現代社会だが、バイトテロなる従業員による迷惑行為の動画が投稿され始めた2012年は、Twitterの全年代での利用率はわずか15.7%であった。そのため、2012年当時はSNSにおける諸問題が今よりは表層化してはおらず、自分のちっぽけな独り言が拡散され社会問題につながるというような意識もなく、後先を考えずに軽率な迷惑行為の投稿がされていたように思われる。だからこそ、それがたまたま大衆の目に留まってしまい、「炎上」という本人も思ってもいない結果が生まれてしまっていたのである。

SNS普及以前では、2ちゃんねるのような匿名掲示板において、ユーザーが特定の

迷惑行為を題材にスレッドを立て、その場で迷惑行為を行った人の個人情報特定するなど、今でいう炎上のような行為が見された。また実社会においては、地域社会の目が迷惑行為を表ざたにし、且つその目が抑止力になっていた。しかし、昨今ではSNSの利用者の増加に伴い、かつては匿名掲示板で行われていたような特定行為や、その迷惑行為をわざと拡散し、世間に注目させるために迷惑行為を表ざたにさせようとする者もいる。これは、正義感や迷惑行為を告発(リーク)することで得られる承認欲求がモチベーションとなっているが、一方でSNSが今やマスメディアのように報道の機能として定着しており、迷惑行為が投稿への抑止力にも繋がっているのである。このようなリスクや抑止力があるにもかかわらず、なぜ迷惑投稿による炎上は繰り返されるのだろうか。

## 3—— 「悪ノリ」と「親密圏」

筆者はコミュニティにおける親密圏の存在が昨今の迷惑行為動画の投稿に繋がっていると考え。学生時代を思い出してほしい。休み時間に教室内で悪ふざけをしていたクラスメイトが、何人かいただろう。そこで行われたバカ騒ぎ、悪ふざけ、少々度を超えたいはずらは、他のクラスメイトが先生や大人に報告しない限り、公(問題)になるコトはなかった。構造としてはこれに近い。特に若者においては、現実社会におけるコミュニティは、SNS上でも繋がっている事が一般的であり、誰か知らない人と繋がるという側面のみならず、日常の延長、社会の地続

きとして用いられることが普通である。また、同じSNSでもアカウントを複数擁し、同じ学校の仲間でも、より仲がいい仲間と繋がるための専用のアカウントを使用するなど、コミュニケーション方法や投稿する内容を使い分けている。信頼や依存度が高く仲のいいグループほど、親密圏は狭くなり、その仲間内でしか盛り上がることをできないようなトピックや本レポートで言う迷惑行為を含む悪ノリなども投稿されがちだ。これは、現実社会における内輪ネタ・内輪ノリの延長なのである。学校の休み時間に悪ふざけをしているノリが、下校後もSNS上で続いており、悪ノリや悪ふざけで行われる行為のレベルが非常識なモノや迷惑行為になっていくのである。そのため、不特定多数のために動画を投稿(撮影)しているのではなく、特定の見せたい誰かがいるケースの方が多いのではないだろうか。また自身が、そのような非常識なことを内輪ネタにしているコミュニティに身を置いた場合は、誰もその非常識な行為を指摘することはないし、自身が選んだ仲間たちだけという親密圏の範囲を自ら決定できるからこそ、自分の仲間がチクるわけない、という信頼感がそのような動画として軽率に投稿される背景にあるのだろう。自分に限って炎上はしない、炎上は他人事であると考えている可能性も十分にあるのだ。

## 4—— なぜコミュニティの外に内輪ネタが漏れていくのか

では、なぜ日常における内輪ネタの延長を気の置けない仲間だけに共有している

のに、親密圏外(世間)に迷惑行為の投稿がリークされてしてしまうのだろうか。これは筆者の推測ではあるが、考えられる理由として、二つあげられる。

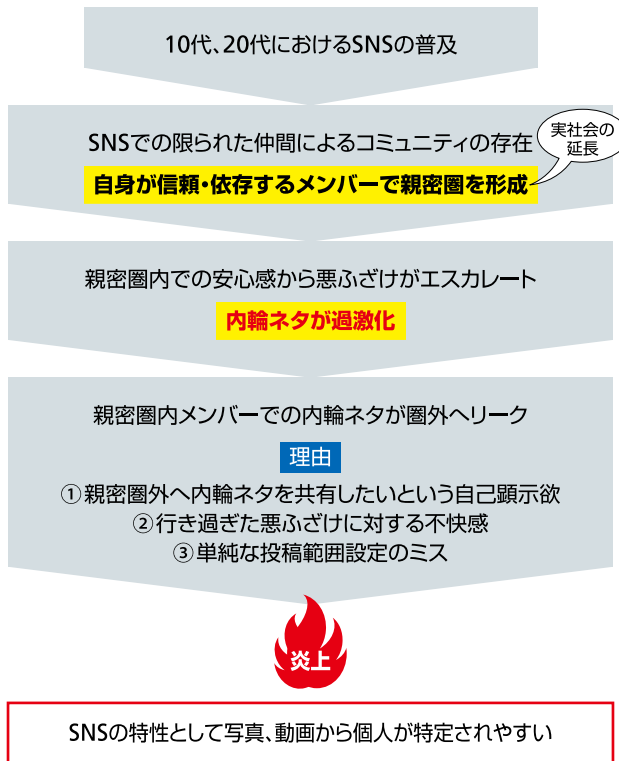
一つ目は、内輪ネタを他のコミュニティに顕示したいと思うメンバーがコミュニティの中にいる可能性だ。自分の友達にはこんなに面白いやつがいるんだぞ、とコミュニティ外の人に見せたいという欲求によって、投稿者の親密圏外の人にまでシェアされる事がある。その場合、その内輪ノリを不快に思った親密圏外の他人は、その人(投稿者)を擁護する必要がないため世間へ拡散し、その結果、その内輪ネタが問題視され炎上に繋がるのである。

二つ目は、コミュニティの中に、内輪ノリに対して不快感や疑問を抱き、その行為を問題視するために敢えてコミュニティの外に情報を拡散させようとする場合だ。笑いやエンターテインメント性を追求すればするほど内輪ノリはエスカレートする傾向があるが、エスカレートしていく過程で一線を越えて疑問や不快に思うこともあるだろう。また、そもそも公開範囲を間違えて親密圏の仲間以外が見ることが出来る状態にしてしまうと、そのネタは内輪ネタとして扱われず、自動的に問題行為として拡散されていくことになる。特に、親密圏外の仲間が学校内や顔見知りならば、投稿を消したり根回しすることで対応できるかもしれないが、そもそもSNSは顔見知りよりも社会的な人となりを知らない人と繋がるケースの方が多く、そのような投稿が顔見知り以外の人にリーチしてしまえば、その投稿は正義感や迷惑行為を告発することで得られる承認欲求を満たす対象へと変化してしまうのである。

昨今のように、なんでも動画で残したり、配信をしてしまう消費文化が定着しているからこそ、その場で完結させる予定だった悪ノリが勝手に友達に撮影され、それが投稿されたりシェアされてしまうケースもある。また、本人が当初迷惑行為をす

[図表]「SNS普及による動画炎上の構造」

出所:筆者作成



る気がなくとも、撮影する側が囁し立てれば囁し立てるほど動画内の悪ノリはエスカレートし、周りの雰囲気は迷惑行為を助長させることにもつながるのである。

## 5——まとめ

さて、ここまで論じてきた通り、筆者は昨今の迷惑行為の動画による炎上は、非常識な悪ノリや内輪ネタからエンターテインメント性を見出している場合、親密圏のコミュニティが現実社会のみならずSNS上でも地続きであるが故に、そのノリがSNS上でも行われてしまう事が大きな要因であると考えます。

また、炎上した迷惑行為は氷山の一角であり、投稿されなかったり、撮影されていない迷惑行為も多々あり、普段からそのようなノリで楽しんでいるからこそ、何かの拍子でそれ等が外にリークして炎上につながっているのだと考える。このような炎上により有名になるコトや悪いことをすることがかっこいいという価値観を擁している者もあり、自分ならばもっと面白い(迷惑)

行為ができると投稿し、立て続けに模倣犯が現れるのもお決まりとなっている。

確かに2012~2013年のバイトテロという言葉が生まれたころに比べて、SNSやインターネットリテラシーはより重要なモノであると認識されているし、SNSネイティブの若者も多く存在し、SNSに慣れ親しむ世代であるのは間違いない。しかし、利用歴が長い事やネイティブであるという事だけではリテラシーは身につかない。筆者が初めてインターネットに触れた頃は個人情報はもちろんのこと、ネット上に顔を晒しては

いけないと言われたものだが、SNSの普及に伴いむしろ顔を出すこと自体が普通となり、自身が映った写真や動画がネットに漂い続けるリスクに対する認識も大きく変化している。友達と残す思い出も、その思い出が迷惑行為ならば、残した思い出自体が自身が迷惑行為をしたということの証拠そのものになるわけであり、そのような認識を含めてネットリテラシーについて他人事ではないという意識を持つことが大事だろう。また、自分が仲がいいと意識して引いた境界線でSNSを使用している、インターネットは常にオープンな場所であるという認識を持つことも大事だろう。

なお、このレポートを読んで迷惑行為はばれないように行えば問題にはならない、というように誤って解釈した者がいても困るので、本レポートの目的は「なぜ迷惑行為が表ざたになるのか」その構造を考察しているにすぎない、という事を念のため付け加えたい。

## 現在の景況感は良好だが、先行きに関して悲観的な見方が強まる

## 第19回不動産市況アンケート結果



金融研究部 主任研究員 吉田 資

tyoshida@nli-research.co.jp



よしたたすく

07年 住信基礎研究所(現 三井住友トラスト基礎研究所)入社。  
18年 ニッセイ基礎研究所(現職)  
専門は不動産市場、投資分析など。

ニッセイ基礎研究所では、不動産市況の現状および今後の方向性を把握すべく、不動産分野の実務家・専門家を対象に「不動産市況アンケート」(第19回)を実施した(回答者数116名、回収率:58.0%)。

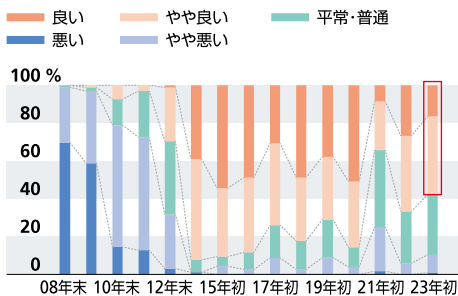
## 1——不動産投資市場の景況感

## 1 | 現在の景況感

「不動産投資市場全体(物件売買、新規開発、ファンド組成)の現在の景況感」について質問したところ、プラスの回答(「良い」と「やや良い」の合計)が約6割、「平常・普通」が約3割、マイナスの回答(「悪い」と「やや悪い」の合計)が約1割となった[図表1]。前回調査(2022年初)から大きな変化はなく、プラスの回答が半数以上を占める結果となった。

[図表1] 不動産投資市場の現在の景況感

出所:ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008~2023年



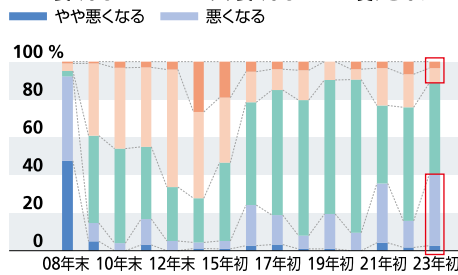
## 2 | 6か月後の景況見通し

6か月後の景況見通しは、「変わらない」との回答が約5割、悪化との回答(「悪くなる」と「やや悪くなる」の合計)が約4割、好転との回答(「良くなる」と「やや良くなる」の合計)が約1割を占めた[図表2]。

この結果、「景況見通しDI<sup>\*1</sup>」は、前年調査のプラス(+8.3%)からマイナス(▲29.3%)に転じ、悲観的な見方が強まった[図表3]。

[図表2] 不動産投資市場の6か月後の景況見通し

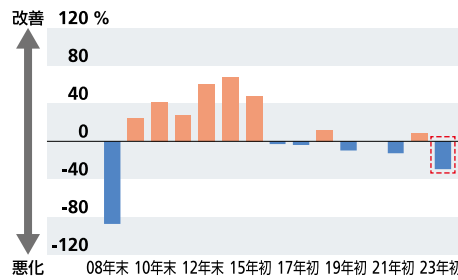
出所:ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008~2023年



[図表3] 「景況見通しDI」(6ヶ月後)

出所:ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008~2023年

※「景況見通しDI」の算出式:「(やや良くなる)+(良くなる)」-「(やや悪くなる)+(悪くなる)」[単位は回答割合(%)]



## 2——投資セクター選好

## 1 | 概況

「今後、価格上昇や市場拡大が期待できる投資セクター(証券化商品含む)」について質問したところ、「ホテル」(45%)との回答が最も多く、次いで、「賃貸マンション」(39%)、「物流施設」(38%)、「産業関係施設(データセンターなど)」(36%)との回答が多かった。

「ホテル」に関して、宿泊旅行統計調査によると、政府の旅行支援再開を受けて日本人の宿泊者数は2022年10月以降、2019年同月の水準を上回っている。外国人の宿泊者数についても水際制限の解除によって急速に回復しており、ホテルへの関心が高まっている。

「賃貸マンション」に関しては、安定したキャッシュフローが期待できるセクター

として海外資金を中心に投資需要が強い。ニッセイ基礎研究所と価値総合研究所の調査によれば、「賃貸住宅」の「収益不動産」は約72.0兆円で、市場規模の観点からも投資対象としての優位性は高いと言える<sup>\*2</sup>。

## 2 | 前回調査との比較 [期待が高まった(後退した)投資セクター]

前回調査から回答割合が10%以上増加した投資セクター(期待が高まった投資セクター)は、「ホテル」(13%→45%)、「賃貸マンション」(29%→39%)であった。一方、前回調査から回答割合が10%以上減少した投資セクター(期待が後退した投資セクター)は、「物流施設」(67%→38%)、「産業関係施設(データセンターなど)」(59%→36%)、「エネルギー関連施設(太陽光発電施設など)」(28%→17%)であった[図表4]。

「物流施設」に関して、首都圏では空室率が上昇基調で推移している。EC事業者を中心にテナント需要は底堅いものの新規供給の増加によりリーシングの進捗ペースが鈍化している。引き続き、投資家の期待が高いセクターではあるが、前回調査から順位を下げる結果となった。

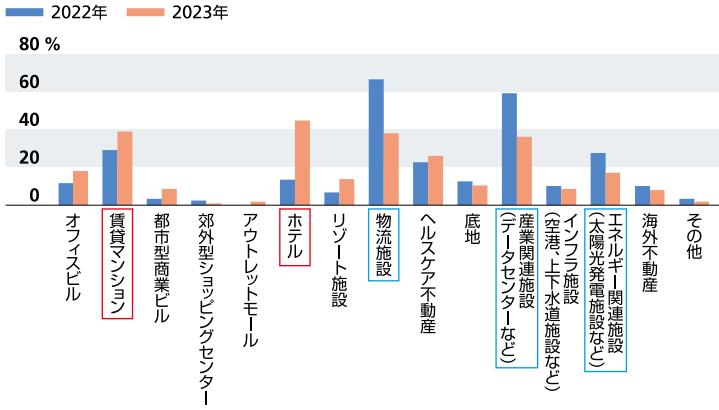
## 3——投資エリア選好

「今後、価格上昇や市場拡大が期待できる投資エリア」について質問したところ、「東京都心5区(千代田区、中央区、港区、渋谷区、新宿区)」(53%)との回答が最も多く、次いで「福岡市」(16%)、「東京都区部(都心5区を除く)」(13%)との回答が多かった[図表5]。

地方都市では、「福岡市」(13%→16%)と「札幌市」(5%→9%)の回答が増加した。

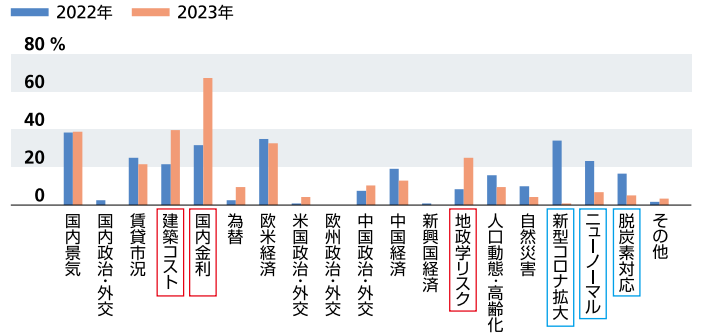
【図表4】今後、価格上昇や市場拡大が期待できるセクター(前回調査との比較)

出所: ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(調査時点: 2022年1月および2023年1月)



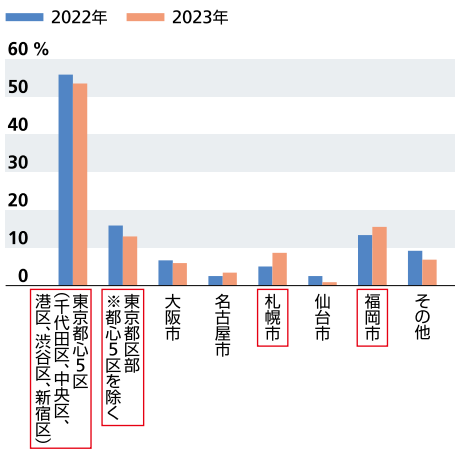
【図表6】不動産投資市場のリスク要因(前回調査との比較)

出所: ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(調査時点: 2022年1月および2023年1月)



【図表5】今後、価格上昇や市場拡大が期待できるエリア(回答は1つ)

出所: ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(調査時点: 2022年1月および2023年1月)



これらの市では、容積率緩和等で築年数が経過したオフィスビルの建て替えを促す施策を背景に、複数の大規模開発が進行中であり、期待が高まっているものと考えられる。

#### 4——不動産投資市場のリスク要因

##### 1 | 概況

「不動産投資市場への影響が懸念されるリスク」について質問したところ、「国内金利」(67%)との回答が最も多く、次いで、「建築コスト」(40%)、「国内景気」(39%)、「欧米経済」(33%)との回答が多かった。

##### 2 | 前回調査との比較【懸念が高まった(後退した)リスク要因】

前回調査から回答割合が10%以上増加したリスク要因は、「国内金利」(32%→67%)、「建築コスト」(22%→40%)、「地政学リスク(ウクライナ情勢、北朝鮮な

ど)」(8%→25%)であった【図表6】。

「国内金利」に関して、昨年12月に日銀は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和(イールドカーブコントロール)」の許容幅を±0.50%へ拡大し、10年国債利回りの上昇を容認した。今年4月からは植田新総裁のもと大規模緩和の見直しに着手することが想定され、不動産投資市場への影響が懸念されている。

また、「建築コスト」に関して、資材価格の高騰や労務費の上昇などに伴い、建築コストの上昇リスクが意識されているようだ。

「地政学リスク」に関して、資源価格の高騰に伴う物価上昇や企業業績への影響が懸念されるなか、不動産投資市場のリスク要因として指摘する回答が増加した。

一方、前回調査から回答割合が10%以上減少したリスク要因は、「新型コロナ拡大」(34%→1%)、「ニューノーマル(デジタル化の進展、人々の行動変容など)」(23%→5%)、「脱炭素対応(コスト負担増、環境投資など)」(17%→5%)であっ

た【図表6】。

新型コロナ感染拡大の社会的な影響が徐々に和らぐなか、「新型コロナ拡大」や「ニューノーマル」への懸念が後退したものと考えられる。

#### 5——不動産価格のピーク時期

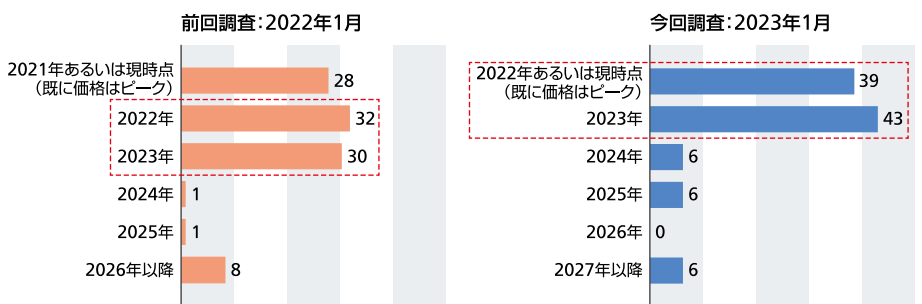
「東京の不動産価格のピーク時期」について、「2023年」(43%)との回答が最も多く、次いで「2022年あるいは現時点(既に価格はピーク)」(39%)との回答が多かった【図表7】。

今後については、日米中央銀行の金融政策や東京のオフィス市況、国内外の景気・インフレ動向など先行き不透明感が強いなか、不動産価格は2023年までにピークアウトするとの回答が大多数を占める結果となった。

【\*1】「景況見通しD」の算出式: (「やや良くなる」+「良くなる」) - (「やや悪くなる」+「悪くなる」)  
単位は回答割合(%)  
【\*2】吉田資・室 剛朗「わが国の不動産投資市場規模(2022年)」(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2022年9月9日)

【図表7】東京の不動産価格のピーク時期

出所: ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(調査時点: 2022年1月および2023年1月)



## 2022～2024年度経済見通し

  
 経済研究部 経済調査部長 齋藤 太郎  
 tsaito@nli-research.co.jp

## 1——景気は足踏み状態に

2022年10-12月期の実質GDPは、前期比0.0%（年率0.1%）とほぼゼロ成長にとどまった。高水準の貯蓄や全国旅行支援による下支えもあって民間消費は前期比0.3%と堅調を維持したが、設備投資が前期比▲0.5%と3四半期ぶりに減少したことなどから、国内需要が5四半期ぶりに減少した。一方、輸出が前期比1.5%と増加する一方、輸入が同▲0.4%の減少となったことから、外需は成長率を押し上げた。

2022年10-12月期はかろうじてプラス成長となったが、日本経済は約2年にわたってプラス成長とマイナス成長を繰り返しており、一進一退の状態から抜け出せずにいる。2022年10-12月期の実質GDPはコロナ禍前の2019年10-12月を0.8%上回っているが、直近のピーク（2019年7-9月期）を▲1.9%下回っている。経済の正常化までにはかなりの距離がある。

内閣府の「景気動向指数」では、CI一致指数が2022年9月から3カ月連続で低下した後、12月は前月から横ばいとなったが、2023年1月は前月差▲3.0ポイントの大幅低下となった[図表1]。CI一致指数の基調判断は、2022年12月分の公表時にそれまでの「改善」から「足踏み」へと下方修正された。景気動向指数が低下を続けている主因は、海外経済の減速を背景に輸出が低迷し、製造業の生産活動が弱い動きとなっているためである。

鉱工業生産指数は、2022年7-9月期には前期比5.8%の高い伸びとなったが、10-12月期は同▲3.0%と2四半期ぶりの減産となった。供給制約の影響が残る自動車は前期比▲4.3%の低下となったほ

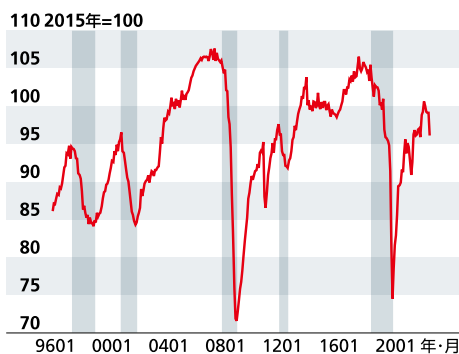
か、グローバルなITサイクルの調整を反映し、電子部品・デバイスが前期比▲5.9%と3四半期連続の減産となった。

個人消費を中心に国内需要が一定の底堅さを維持していることが下支えとなるものの、欧米を中心とした海外経済の悪化を背景に輸出の低迷が続く可能性が高いことから、生産は当面弱い動きが続くことが予想される。

【図表1】景気動向指数・CI一致指数の推移

注：シャドー部分は景気後退期

資料：内閣府経済社会総合研究所「景気動向指数」



## 2——春闘賃上げ率は94年以來の3%台へ

連合は3/3、2023年の春季労使交渉で傘下の労働組合が要求した賃上げ率が平均4.49%（3/1時点）と、前年を1.52ポイント上回ったことを公表した。

連合傘下組合の賃上げ要求と実績の関係を振り返ってみると、1990年代後半までは4%以上の賃上げ要求に対し、実際の賃上げ率は3%前後となっていた。その後は雇用情勢が厳しさを増す中で、組合が賃上げよりも雇用の確保を優先したこともあり、定期昇給分（ベースアップなし）に相当する1%台後半の要求水準という期間が長く続いた。アベノミクス景気が始まった2013年以降、過去最高益を更新する企業が相次ぎ、企業の人手不足感が大きく高ま

るなど、賃上げを巡る環境は大きく改善した。しかし、賃上げ要求は3%程度、実際の賃上げ率は2%程度にとどまってきた。

賃上げ要求水準が上がらなかった背景には、デフレマインドが払拭されていないことがあったと考えられる。デフレ期にはベースアップがなくても物価の下落によって実質賃金が上昇した。2013年の異次元緩和開始以降、少なくともデフレではなく、賃上げがなければ実質賃金が目減りするようになったが、デフレマインドが根強く残り、賃上げの重要性が十分に認識されることはなかった。

しかし、消費者物価が約40年ぶりの高い伸びとなり、実質賃金の目減りが強く意識されるようになってきたことから、状況は一変した。連合が賃上げ要求を前年までの4%程度から5%程度に引き上げたことを受けて、連合傘下組合の賃上げ要求も大幅に上昇した。このため、最終的な賃上げ率も前年から大きく上昇することがほぼ確実となった。

ただし、賃上げ率の要求水準が高いほど、実際の賃上げ率との差は大きくなる。たとえば、要求が定期昇給分に相当する1%台後半にとどまっていた時期は要求と実績の差があまりなかったが、要求が5%を超えていた1990年代前半は要求と実績の差が2~3%程度となっていた[図表2]。こうした点を考慮し、今回の見通しでは、2023年の春闘賃上げ率の想定を3.00%（厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」ベース、2022年実績は2.20%）とした。

この想定が実現すれば、2023年の春闘賃上げ率は1994年（3.13%）以来の





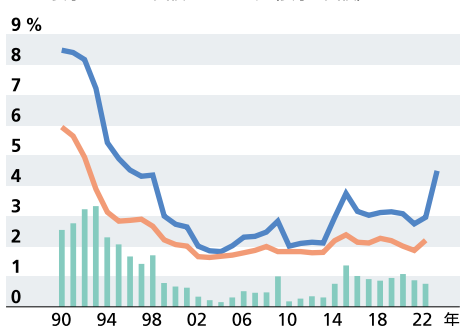
さいとう・たろう  
 92年日本生命保険相互会社入社  
 96年ニッセイ基礎研究所、19年より現職  
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務  
 優秀フォーカスターに8回選出

3%台となる。定期昇給分を除いたベースアップは1%台前半で、2022年度に続き2023年度も消費者物価の伸びを下回る公算が大きい。しかし、2024年度は物価上昇率の低下が見込まれるため、景気回復基調が維持され、賃上げがさらに進めば、ベースアップが物価上昇率を上回る状態が実現する可能性が高くなる。

2023年度は、コロナ禍における行動制限の影響で高水準となっている貯蓄率の引き下げ、2024年度は賃上げの進展と物価上昇率の低下に伴う実質所得の増加が消費を下支えするだろう。

[図表2] 春闘賃上げ率の要求と実績の関係

注：要求は連合傘下組合。23年の要求は3/1時点  
 実績は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」



### 3——実質GDP成長率の見通し

2022年10-12月期はほぼゼロ成長となったが、2023年1-3月期も前期比年率0.6%と低成長が続くことが予想される。民間消費を中心に国内需要が底堅く推移する一方、欧米の景気減速を背景に輸出が減少に転じるためである。

2023年度入り後は、引き続き輸出が景気の牽引役となることは期待できないものの、民間消費、設備投資などの国内需要を中心とした景気回復が続くことが見込まれる。2024年度は国内需要が底堅さを維持する中で、海外経済の持ち直しを受け

て輸出が増加に転じることから、成長率は高まるだろう。

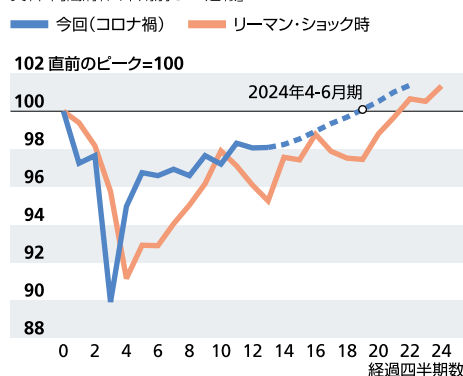
実質GDP成長率は、2022年度が1.2%、2023年度が1.0%、2024年度が1.6%と予想する。

米国のマイナス成長は小幅にとどまり、ゼロコロナ政策終了を受けて中国経済が持ち直すことから、日本は景気回復基調が維持されることをメインシナリオとしている。しかし、景気の回復力は脆弱で、米国、ユーロ圏が深刻な景気後退に陥った場合には、輸出が大きく落ち込み、日本も景気後退が避けられなくなるだろう。

実質GDPが直近のピークの水準を回復するのは、2024年4-6月期になると予想する。リーマン・ショック時には実質GDPの水準が直前のピークを回復するまでに5年以上(22四半期)かかったが、今回のコロナ禍でもそれに匹敵する長さとなる可能性が高くなってきた[図表3]。

[図表3] 実質GDPが元の水準まで戻るまでの期間

注：リーマン・ショック時の直前のピークは2008年1-3月期、今回(コロナ禍)の直前のピークは2019年7-9月期。今回の破線部分はニッセイ基礎研究所の予測による  
 資料：内閣府「四半期別GDP速報」



### 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、エネルギーや食料の価格上昇を主因として、2023年1月に前年比4.2%と、1981年9月以来41年4ヵ月ぶりの高い

伸びとなった。これまでは物価上昇のほとんどが資源・穀物価格の高騰や円安に伴う輸入物価の上昇を受けた財価格の上昇によるものだったが、サービス価格も2022年8月に上昇に転じた後、徐々に伸びを高めている。

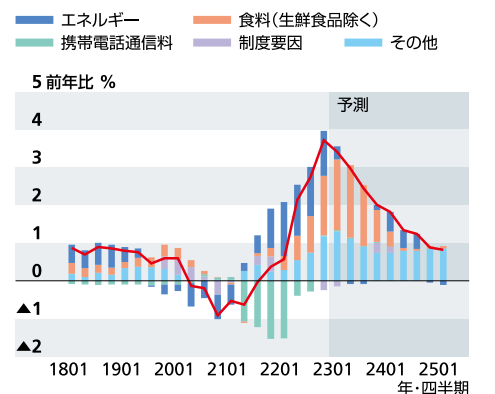
コアCPI上昇率は、2月には政府の負担緩和策によって電気・都市ガス代が抑制されたことから、3%台前半まで低下したが、電力各社が申請している認可されれば電気料金は再び大きく上昇する。電気代やガス代、ガソリン、灯油も含めたエネルギー価格はいったん前年比でマイナスとなるが、電気料金値上げや10月に予定されている負担緩和策の縮減によって再び上昇することが見込まれる。

原油高や円安の一服により輸入物価の上昇には歯止めがかかっており、2023年度入り後には原材料コストを価格転嫁する動きが弱まり、財価格の上昇率は鈍化する公算が大きい。一方、サービス価格は賃上げ率の高まりを受けて、上昇ペースが徐々に高まるだろう。

コアCPI上昇率は、2022年度が前年比3.0%、2023年度が同2.3%、2024年度が1.1%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、全国旅行支援  
 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



# 米国株式に集中? それとも分散投資?



まえやま・ゆうすけ

大和総研、大和証券キャピタル・マーケット(現大和証券)、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンを経て14年入社。22年7月より現職。日本証券アナリスト協会検定会員。



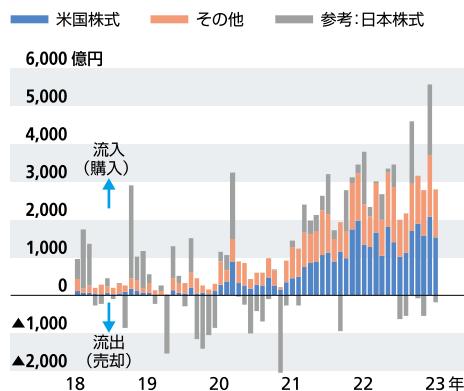
金融研究部 主任研究員 前山 裕亮

ymaeyama@nli-research.co.jp

## 大人気のインデックス型の米国株式投信

2019年の「老後2,000万円問題」をきっかけに資産運用に関心を持ち、実際に投資を始める人が増えている。それに伴って、2020年からインデックス型の外国株式投信の資金流入が増加している[図表1]。インデックス型の外国株式投信の中で特に売れているのが、S&P500などに連動する米国株式投信である。

[図表1] インデックス型の外国株式投信の資金流入  
資料: Morningstar Directより作成。国内籍追加型株式投信でEFTやSMA専用のものは除外。



## 過去10年だと米国株式一択でほぼ正解

このように米国株式が大人気になっているのは、米国株式がこれまで好調だったことが大きく関係していると思われる。実際に米国株式と日本株式、さらには全世界株式の主要株価指数の過去30年間の推移をみると、米国株式は日本株式だけでなく全世界株式も上回って上昇してきたことが一目瞭然である[図表2]。

詳しくみると、2012年以降の米国株式の上昇が突出しており、その期間で全世界株式と差が付いたことが分かる。つまり、過去10年くらいは米国株式にさえ投資していればよい状況であった。その印象が強いため、今後の米国株式にも期待する人が多いのではないかと考えられる。

[図表2] 過去30年の株価指数の推移

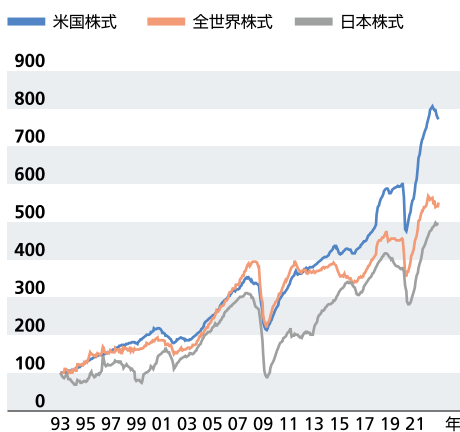
資料: Morningstar Directより作成。全て配当を含まない指数で1993年初を100として日本株式は円建て、米国株式と全世界株式はドル建ての値を指数化。



では、なぜ米国株式が長きにわたって好調だったのだろうか。主な要因として、米国企業の業績が急成長したことがあげられる。各指数の予想EPSの推移をみると、米国企業の業績が2012年あたりから特に拡大していたことが確認できる[図表3]。この業績拡大が米国株式の株価を押し上げたといえるだろう。

[図表3] 過去30年の12カ月先予想EPSの推移

資料: Datastreamから作成。全てベース通貨で1993年初を100として指数化。



## 考え次第で、どちらでも正解だが

これからも米国株式に期待していいのだろうか。その鍵は、やはり米国企業業績の動向が握っていると考えている。

今後も米国企業の業績の急成長が続くならば、中長期的に米国株式は全世界株

式を上回って上昇し続ける可能性が高いと思われる。そのため、米国企業の業績急拡大が続くことを期待したり予想したりするならば、米国株式に集中投資するのが最適な投資行動であるといえる。

ただ、2022年後半から米国企業の業績拡大に陰りがみえている。あくまでも一時的な鈍化かもしれないが、これまでの急成長が終わりに差し掛かっている可能性もある。少しでも今後の米国企業の業績に疑念を持つのであれば、米国株式だけでなく米国株式以外にも分散投資した方が無難である。

特に、米国株式は予想PERが全世界株式と比べて緩やかに上昇してきており、株高が許容されてきた面もある。このように株高が許容されてきた背景にも米国企業の業績の持続的拡大があると思われる。米国企業の業績拡大が鈍化し全世界株式並みに落ち着くと、米国株式はこれまでのように株高が許容されなくなる可能性もある。

## 過去のパフォーマンスは過去問と同じ

ゆえに今後の米国企業の業績や株価には注意が必要であり、過去のパフォーマンスは参考値として、米国株式に対して過度に期待しない方がよいと考えている。

試験などを受ける際に過去出題された問題、いわゆる過去問を参考に対策する方がほとんどだろう。過去問はとても参考になるが、参考にし過ぎて痛い目を見た方も多いのではないだろうか。

資産運用における過去のパフォーマンスは決して将来を保証するものではない。まさに試験対策における過去問程度に捉えて参考にしていただくことをおすすめする。

## 金融システム不安の台頭で 不透明感が強まる円相場

**今** 月のドル円は上旬に行われた米議会証言でパウエルFRB議長が利上げ加速の可能性に言及したことを受けて一旦1ドル137円台に乗せた。しかし、その後は米銀の破綻を発端に欧米の金融システム不安が台頭したことで米利上げ観測が後退し、円高ドル安が進行。さらに昨日のFOMCを受けて利上げの早期打ち止め観測が高まったことで、足元では130円台後半までドル安が進んでいる。

金融システム不安が俄かに台頭したことで、ドル円の先行き不透明感は強まった。事態が早期に沈静化すれば、FRBは従来同様インフレ抑制を優先して利上げを続行、利下げ観測の後退や安全資産需要の減少に伴う米長期金利上昇を通じてドルが持ち直すだろう。一方、逆に深刻化すれば、米経済の減速懸念が強まり、米利下げ観測の高まりを通じてドル安が進む。ただし、この際同時に流動性懸念が急激に高まれば、決済通貨であるドルを確保する動きが世界的に強まり、ドル高が進む展開も有り得る。

基本シナリオとしては、当局の迅速な対応によって金融システム不安が抑えられ、一旦ドルが持ち直すと見ている。ただし、5月以降には米利上げの打ち止めと日銀の緩和修正(長期金利操作目標の年限短期化)によって再び円高圧力が強まると見込んでいる。いわゆる「行って来い」の形となり、3ヵ月後は現状並みの130円台に落ち着くと予想している。ただし、金融システム不安の先行きは極めて見通しづらいことから、不確実性が高い点は否めない。

今月のユーロ円は1ユーロ144円台前後で推移した後、中旬に米金融不安がスイス大手銀の経営不安に飛び火して141円台に下落したが、同銀の救済合意によってやや持ち直し、足元は142円台後半にある。今後は欧米の金融システム不安が次第に落ち着くとともに、ECBが利上げを継続することで一旦ユーロが持ち直すと見ている。しかし、6月に日銀の緩和修正を受けて再び円高に振れることで、3ヵ月後の水準は現状並みの142円台になると予想している。

0.5%付近でスタートした今月の長期金利は、日銀会合での緩和維持決定と欧米の金融システム不安に伴う国債の買戻しを受けて低下し、足元では0.3%付近にある。当面は0.3~0.5%付近での推移が予想されるが、6月には日銀の緩和修正(長期金利操作目標の年限短期化)によってやや上昇すると見ている。3ヵ月後の水準は0.7%台と見込んでいる。



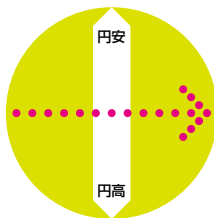
上席エコノミスト **上野 剛志**  
うえの 剛志 | tueno@nli-research.co.jp

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。

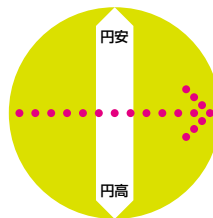


# Market Karte

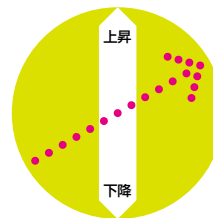
## April 2023



ドル円・3ヵ月後の見通し



ユーロ円・3ヵ月後の見通し

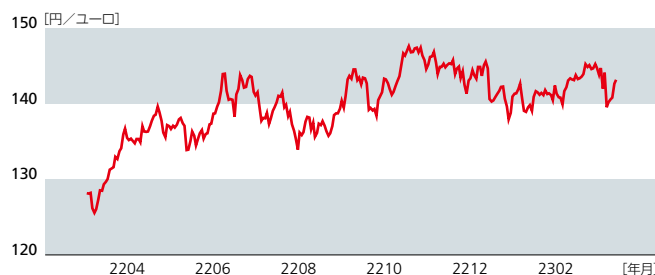


長期金利・3ヵ月後の見通し

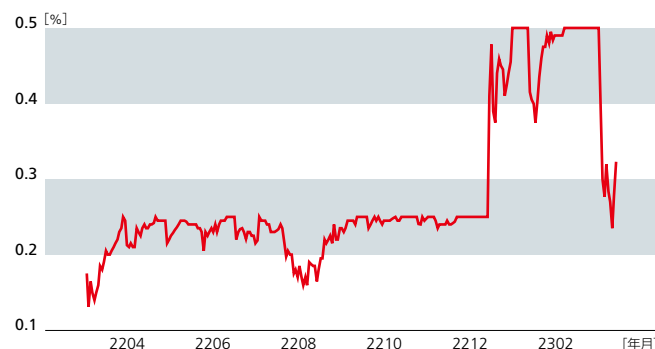
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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



# Access Ranking TOP5

## レポートアクセスランキング

- 1 資産形成、やってはいけないこと  
—FX取引、暗号資産、NFTに手を出してはいけない  
熊 紫云 [基礎研レポート | 2023/3/3号]
- 2 2023年度の年金額(確定値)は、67歳までは2.2%増、68歳からは1.9%増だが、実質的には目減り  
—年金額改定の仕組み・確定値・注目ポイント  
中嶋 邦夫 [基礎研レポート | 2023/1/23号]
- 3 2022～2024年度経済見通し(23年2月)  
齋藤 太郎 [エコノミストレター | 2023/2/15号]
- 4 当面の株価見通しと2023年の投資戦略  
—レバレッジ型ETFの正しい活用法  
井出 真吾 [基礎研レポート | 2023/2/14号]
- 5 資産形成に向いている投資商品とは何か  
—何に投資をしたら良いか迷うのであれば、iDeCoやつみたてNISAなどを活用すべき  
熊 紫云 [基礎研レポート | 2023/2/21号]

## コラムアクセスランキング

- 1 バレンタインジャンボ どう狙う?  
—一攫千金か、それとも5万円以上の当せん金か  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/1/31号]
- 2 マイナンバーカードの今後の注目点  
—1月交付率は過去2番目に高い伸び  
河岸 秀叔 [研究員の眼 | 2023/3/2号]
- 3 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]
- 4 ビッグマックから「安いニッポン」を考える  
山下 大輔 [研究員の眼 | 2023/3/3号]
- 5 なぜ韓国では不動産価格が暴落しているだろうか?  
金 明中 [研究員の眼 | 2023/2/3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23/2/20-23/3/19》

[www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)



変わる時代の確かな視点

表紙のことは◎白書といえば、政府の報告書。スポーツの試合で審判に出されるのは、イエロー&レッドカード。黒帯は、武道の有段者の証し。ジーンズの定番は、インディゴブルー。「色」という視点で見ると、世界は想像以上にカラフルに彩られている。「色」を通して、未来を明るく照らす視点のヒントを探したい。

# infocalendar April, 2023

## 北極の海氷域面積推移 [4月6日は北極の日]

Source: 気象庁 Design: infogram©

