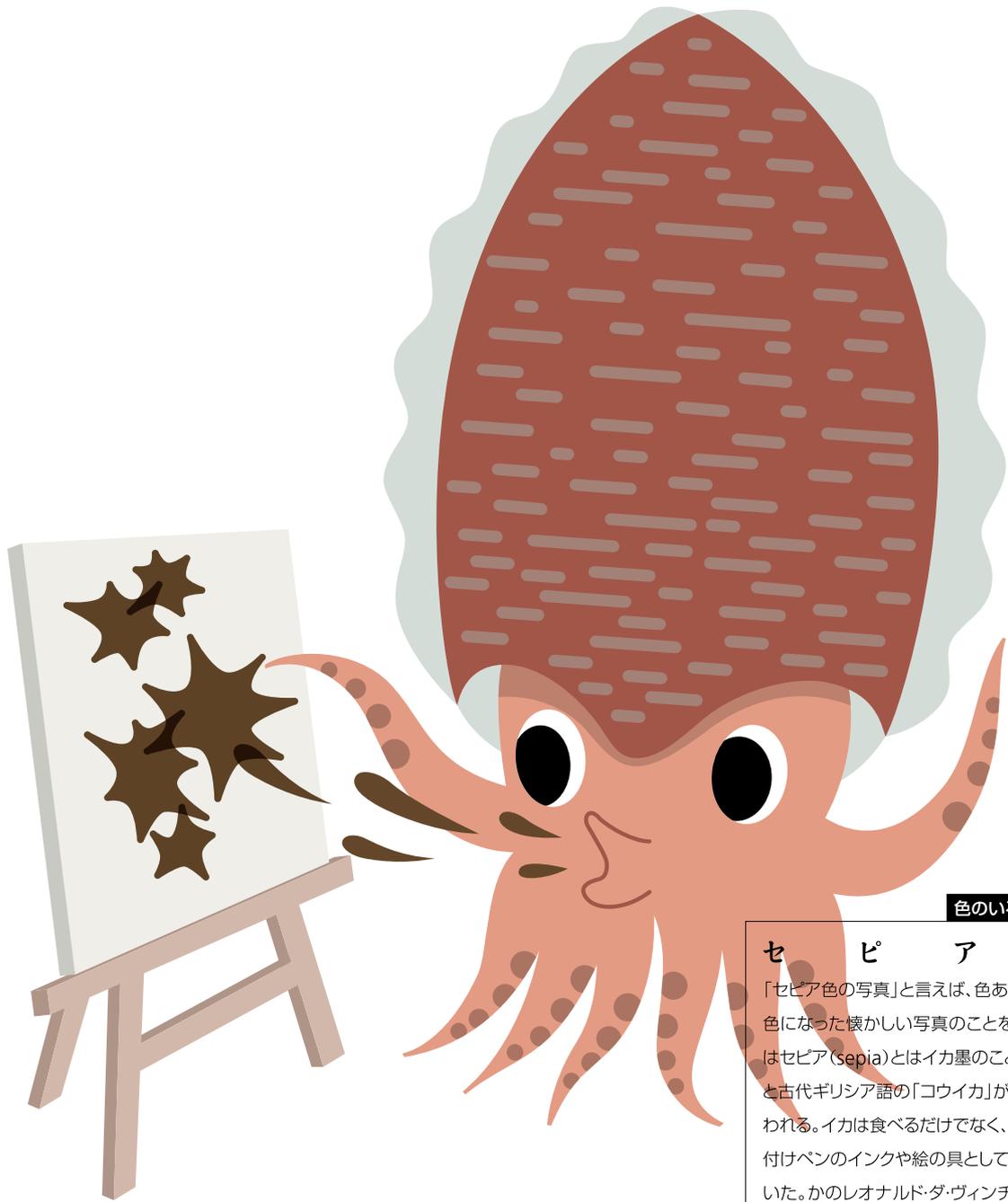


# ニッセイ基礎研 Report

July 2023 Vol.316

- 02 「新NISA」×「リート」で考える資産形成 ● 岩佐 浩人
- 03 平均寿命と長生きの年数 ● 篠原 拓也
- 04 日米欧のコロナ禍後の資金循環 ● 高山 武士
- 06 3つのドーナツで読み解くコロナ禍の人口移動 ● 佐久間 誠
- 08 2023-2024年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 リファラル採用が、じわり浸透中 ● 小原 一隆
- 11 長引く円安、為替介入の再開はあるか? ● 上野 剛志



色のいろいろ [04]

## セピア色

「セピア色の写真」と言えば、色あせて赤褐色になった懐かしい写真のことを指す。実はセピア(sepia)とはイカ墨のこと。もともと古代ギリシア語の「コウイカ」が語源と言われる。イカは食べるだけでなく、その墨が付けペンのインクや絵の具として使われていた。かのレオナルド・ダ・ヴィンチの「最後の晩餐」の下書きは「セピア」で描かれたという。当初黒に近い色だったスケッチは、時が経ち「セピア色」に輝いている。

# 「新NISA」×「Jリート」で考える資産形成



金融研究部 上席研究員 不動産調査室長 岩佐 浩人  
hiwasa@nli-research.co.jp



いわさ ひろと  
93年日本生命保険相互会社入社。05年ニッセイ基礎研究所。  
著書に「不動産ビジネスはますます面白くなる」、  
「不動産力を磨く」(共著)。  
不動産証券化協会認定マスター、日本証券アナリスト協会検定会員。

## NISAの拡充・恒久化

岸田政権が掲げる「資産所得倍増プラン」は、(1) NISA (少額投資非課税制度) の拡充・恒久化、(2) iDeCo制度の改革、(3) 中立的で信頼できるアドバイス提供を促す仕組み、(4) 雇用者に対する資産形成の強化、(5) 金融経済教育の充実、(6) 国際金融センターの実現、(7) 顧客本位の業務運営、の7本柱で構成され、これらの取組みを一体で推進することで、「成長と資産所得の好循環」を実現するとしている。

このうち、第1の柱である「NISAの拡充・恒久化」は、投資枠(年間360万円、上限1800万円)の大幅な引き上げや投資枠の再利用(資産の組み換え)など、現行制度の課題解決に向けた抜本の見直しが図られて、来年1月より新たなNISA制度がスタートする[図表1]。

これにより、各個人のライフステージ(就職、結婚、教育資金、住宅取得、退職など)に応じた資産運用が可能となり、今から楽しみに計画を練られている方も多いのではないだろうか。

一方、金融庁の調査によると、NISA口座の開設率は国民全体の2割程度に留まっており、NISAの魅力や活用が十分に知れ

渡っていないようにも感じられる。

そこで、以下では、Jリート(不動産投資信託)\*への投資を例に、一定の前提条件(分配金利回り4%、キャピタルリターン0%、税率20%)のもと、新NISAを活用した資産形成について考察する。

## 長期・非課税・複利を味方に

「新NISA」×「Jリート」の資産運用では、長期・非課税(運用コスト低減)・複利(分配金再投資)の効果を味方に、投資成果の向上を目指したい。

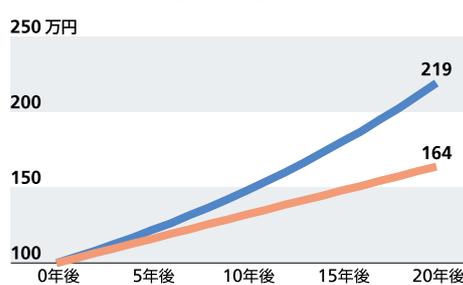
まずは、非課税と複利の効果を確認する。Jリート100万円投資(20年間)について、ケース①「課税なし&再投資あり」とケース②「課税あり&再投資なし」を比較すると、ケース①は20年後219万円(元本100万円+分配金80万円+複利効果39万円)、ケース②は20年後164万円(元本100万円+分配金64万円)となり、両者で55万円(税金16万円、複利効果39万円)の格差が生じる[図表2]。

次に、実際のJリートの収益率(03年3末~23年3末)を適用して計算すると、ケース①は20年後420万円、ケース②は20年後264万円となり、両者で156万円(税金41万円、複利効果115万円)の格差が生じる[図表3]。このように、長期の資産形成では、NISAによる税制優遇と分配金の再投資による複利効果が大きな効力を発揮することになる。

もちろん、上記のシミュレーションは将来にわたる投資リターンを約束するものではない。しかし、「派手さはないが、安定成長が期待できる金融資産は長期投資家に

[図表2] Jリート100万円の資産額

注:前提:分配金利回り4%、キャピタルリターン0%、税率20%  
資料:ニッセイ基礎研究所



[図表3] Jリート100万円の資産額

注:東証REIT指数を用いて算出(期間:03年3月末~23年3月末)、税率20% 資料:ニッセイ基礎研究所



素晴らしいリターンをもたらしてくれること」、「高利回りを謳う詐欺的商品に手を出す必要など全くないこと」を示唆している。

いずれにしても、今回の「資産所得倍増プラン」のもと、家計・個人が2,000兆円を超える金融資産を有効活用し、企業価値の向上がもたらす成長の果実を享受することで、より豊かな社会の実現を期待したい。

[\*] Jリートは、オフィスビルなど収益不動産に投資し利益のほぼ全額を分配することで法人税が免除される金融商品である。市場全体の運用資産額は約26兆円、市場時価総額は約16兆円となっている(5月末)。

[図表1] 新NISA制度の概要

資料:各種資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

非課税期間		成長投資枠	つみたて投資枠
		無期限(恒久化)	
投資枠	年間	合わせて360万円	
		240万円	120万円
投資枠の再利用	非課税限度額	合わせて1800万円	
		1200万円	—
投資枠の再利用		可(取得価額で管理)	
対象商品	上場株式・J-REIT・投資信託など	投資信託(金融庁へ届出)	

# 平均寿命と長生きの年数

生命表をもとに長生きの年数について考えてみよう



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」

日本の平均寿命は年々伸びている。「令和3年簡易生命表」(厚生労働省)によれば、平均寿命は男性81.47年、女性87.57年だ。今回は、この生命表をもとに長生きの年数について考えてみたい。

## 平均寿命ではなく平均余命で見る

平均寿命とは生まれたばかりの人が、平均的に何年生きるかを示すものだ。それ以外の人には、「平均余命(よめい)」が用いられる。平均余命は、ある年齢の人々が、平均的に何年生きるかを示す。

例えば、生命表によると、40歳の人の平均余命は男性42.40年、女性48.24年だ。平均寿命から年齢(40歳)を差し引いた年数(男性41.47年、女性47.57年)と比べて男性で0.93年、女性で0.67年長い。つまり40歳では半年以上長い。いま40歳の人、同時に生まれて40年間に亡くなった人を除いた集団と言える。このため平均余命は「平均寿命-年齢」よりも長い。その差は高齢ほど大きい。

## 40歳の半数は平均余命より2年は長生き

平均余命が42.40年と聞くと、半数が42.40年生きると考えてしまいがちだ。だが、40歳の集団が半減する年数は、約44.6年で平均余命よりも2年以上長い。

平均余命は、「各年齢での生存者数」の図で、棒グラフの面積と四角形の面積が等しくなる年数。一方、40歳の人々が半減する

### 【図表1】平均余命と、「平均寿命-年齢」の差

資料：「令和3年簡易生命表」(厚生労働省)より  
(以下の図表も同様)

年齢	男性			女性		
	①平均余命	②平均寿命-年齢	差(①-②)	③平均余命	④平均寿命-年齢	差(③-④)
0	81.47	81.47	0	87.57	87.57	0
10	71.70	71.47	0.23	77.78	77.57	0.21
20	61.81	61.47	0.34	67.87	67.57	0.30
30	52.09	51.47	0.62	58.03	57.57	0.46
40	42.40	41.47	0.93	48.24	47.57	0.67
50	32.93	31.47	1.46	38.61	37.57	1.04
60	24.02	21.47	2.55	29.28	27.57	1.71
70	15.96	11.47	4.49	20.31	17.57	2.74
80	9.22	1.47	7.75	12.12	7.57	4.55
90	4.38	-8.53	12.91	5.74	-2.43	8.17
100	1.91	-18.53	20.44	2.41	-12.43	14.84

のは「各年齢での死亡者数」の図で棒グラフの面積が左右で等しい年数だ。

死亡者数のピークは、男性は80代後半、女性は90代前半。ピーク前は年齢が進むにつれて緩やかに死亡者数が増加するが、ピーク後は急減少する。このため、平均余命や生存者が半減する年数はピーク前に前倒しされる。40歳では、平均余命のほうが2年以上大きな前倒しとなる。

## 平均余命の伸びは低下しているが…

平均余命は、平均寿命と同様、年々伸びている。65歳の平均余命は、2021年に男性19.85年、女性24.73年。25年前の1996年には男性16.94年、女性21.53年だった。25年間で、男性、女性とも約3年伸びた。さらに50年前の1971年には男

性13.08年、女性16.00年だった。1971~1996年の25年間は、男性は約4年、女性は5年以上も伸びていた。平均余命の伸びは低下していることになる。

この平均余命の伸びが1996~2021年の半分に低下すると仮定した場合、2021年に40歳の人々が65歳になる2046年の時点で、65歳の平均余命は2021年に比べて1年半くらい伸びるとみられる。

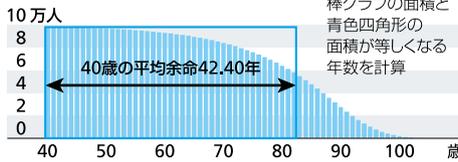
## 40歳の半数は平均寿命より4年は長生き

以上、平均寿命ではなく平均余命で見るにより、生存期間は半年以上伸びる。半数の人が生存する年数は、平均余命より2年以上長い。平均余命自体が25年間で1年半くらい伸びるとみられる。合わせると、40歳の半数は、平均寿命より4年以上長生きすると考えられる。

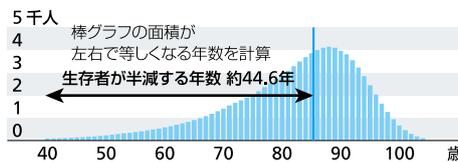
もちろん、大病を患ったり、事故に遭ったりして、不幸にして早世する可能性もあるが、人々の集団で考えれば、半数の人は平均寿命よりも数年は長生きする。

あとは、健康に長生きできるかどうか。そのためには、バランスの取れた食事、質の良い睡眠、適度な運動など、日ごろから摂生に努めることが大切、と言えそうだ。

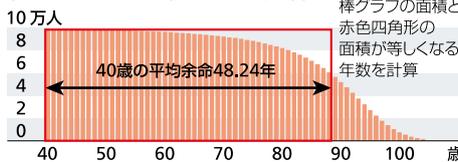
【図表2】各年齢での生存者数(男性)  
(40歳時 98397人(出生時10万人))



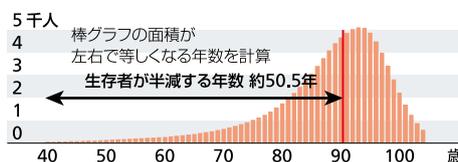
【図表3】各年齢での死亡者数(男性)  
(40歳時 98397人)



【図表4】各年齢での生存者数(女性)  
(40歳時 98992人(出生時10万人))



【図表5】各年齢での死亡者数(女性)  
(40歳時 98992人)



【図表6】平均余命と、生存者が半減する年数の差

※「生存者が半減する年数」は、生命表の各年齢の生存者数をもとに筆者が算出。差は小数第2位を四捨五入。(年)

年齢	男性			女性		
	①平均余命	②生存者が半減する年数	差(②-①)	③平均余命	④生存者が半減する年数	差(④-③)
0	81.47	84.4	2.9	87.57	90.4	2.8
10	71.70	74.4	2.7	77.78	80.4	2.6
20	61.81	64.5	2.7	67.87	70.5	2.6
30	52.09	54.5	2.4	58.03	60.5	2.5
40	42.40	44.6	2.2	48.24	50.5	2.3
50	32.93	34.8	1.9	38.61	40.6	2.0
60	24.02	25.3	1.3	29.28	30.8	1.5
70	15.96	16.4	0.4	20.31	21.2	0.9
80	9.22	8.9	-0.3	12.12	12.3	0.2
90	4.38	3.8	-0.6	5.74	5.2	-0.5
100	1.91	1.5	-0.4	2.41	1.9	-0.5

【図表7】65歳の平均余命の伸び ※「伸びの比率」は、1971~1996年の伸びを(100)としたときの比率。(年)

年齢	男性			女性		
	平均余命	25年間の伸び	伸びの比率	平均余命	25年間の伸び	伸びの比率
1971	13.08	-	-	16.00	-	-
1996	16.94	3.86	(100)	21.53	5.53	(100)
2021	19.85	2.91	(75)	24.73	3.20	(58)

# 日米欧のコロナ禍後の資金循環

  
 経済研究部 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

コロナ禍や戦争といった大きなショックに見舞われ、世界経済も変化している。以下では、資金循環を通して日米欧のコロナ禍後の経済を、見ていく。

## コロナ禍後の経済状況

まず、コロナ禍後の経済状況を簡単に振り返っておきたい。

19年末から20年初の新型コロナウイルスの発生と初期の感染拡大期(以下では「コロナショック期」と呼ぶ)は、健康被害を抑えるため、経済活動を厳しく制限した国・地域が多かった。これに伴い、成長率は急低下し、政府や中央銀行は積極的に財政支出・金融緩和を実施した。20年終盤にはワクチンが開発・実用化され、景気回復の後押しとなった。

21年入り後も感染拡大の波は止まらなかったが、主要国では感染抑制と経済・社会活動の両立を模索し、経済活動の制限は期間や地域を極力限定する対応を採った。21年後半からは、ワクチンの普及などで次第に感染の脅威が低下したことを受け、経済・社会活動の制限も段階的に廃止され、感染抑止のために経済活動を制限することはほぼなくなった(以下では「ウィズコロナ期」と呼ぶ)。

一方で、21年以降はコロナショック期のモノ需要の高まり(いわゆる「巣ごもり消費」)や供給制約によって世界的にインフレ圧力が高まった。さらに22年2月にはロシアがウクライナに侵攻、G7を中心とした西側諸国はロシアに対して厳しい経済・金融制裁を課した。戦争によってロシア産資源の価格が急騰し、インフレが助長された。

インフレ率の上昇を受けて、21年後半から中央銀行は金融引き締めへ転じたが、高

インフレは予想以上に深刻化し、現時点でもFRBやECBは金融引き締めの姿勢を崩していない。インフレ鎮静化の観点からは財政にも引き締めが求められるものの、インフレから家計・企業を救済するという目的のため、財政支援を検討・実施する地域もある。例えば、ロシア産の天然ガスに依存していた欧州では、エネルギー危機を乗り切るために、手厚い支援策が講じられた[図表1]。

[図表1] 資料:筆者作成

		コロナショック期	ウィズコロナ期
経済状況		サービス消費の制限 巣ごもり消費拡大、 供給制約	サービス消費正常化 エネルギー危機、 インフレ高進
財政政策	米国	拡大	正常化
	ユーロ圏		縮小したが緩和的 (物価高対策)
	日本		
金融政策	米国	緩和	引き締め (インフレ対策)
	ユーロ圏		
	日本		緩和の微修正

## 資金循環とは

資金循環の概念を確認しておく。

資金循環とは、端的には家計・企業政府といった各部門(経済主体)のお金(通貨・信用)の流れのことを指す。特に、統計データとしては各部門の資金過不足が注目されることが多い。資金過不足とは「純貸出(+)/純借入(-)」とも呼ばれ、資金の運用・調達の観点(金融面)で見れば、各部門(家計・企業・政府など)における正味の運用額を示すものである(プラスなら正味の運用、マイナスなら正味の調達)。

資金過不足はフローの概念であり、これをストックの変化として捉えれば、各部門における金融資産の増加額と負債の増加額の差額ということになる。

また、この資金過不足(例えば正味の運用額)が実体経済活動からどのようにして得られた(残った)のか、という源泉に着目

すれば、各部門における収入(所得)から支出(消費や投資)を除いた差額、あるいは貯蓄(所得-消費)から投資を除いた差額として計算できる[図表2]。

[図表2] 資料:筆者作成

$\begin{aligned} & \text{資金過不足(純貸出(+)/純借入(-))} \\ & = \text{金融資産の増加} - \text{負債の増加} \text{ [金融面]} \\ & = \text{貯蓄} - \text{投資} \text{ [実体経済面]} \end{aligned}$
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

つまり、ある部門で貯蓄が投資を上回っている状況(貯蓄超過)であれば、その部門は余った正味資金を金融市場で運用しており(「資金余剰」と言う)、逆に投資超過であれば必要な正味資金を金融市場から調達していることになる(「資金不足」と言う)。資金過不足は、貯蓄と投資の差額であるので「貯蓄投資バランス」とも呼ばれる。

なお、ある部門の運用資金は、他の部門の調達資金になっており、海外部門を含めたすべての部門の資金過不足を合計すると(理論上は)ゼロになる。

## 家計の資金余剰、政府の資金不足

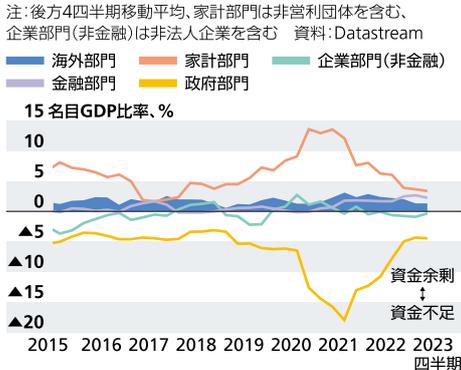
さて、コロナ禍後の欧米の部門別の資金過不足(いずれも対GDP比率)を確認すると図表3・4の通りとなる。

欧米に共通する事象として、コロナショック期に家計部門の資金余剰が急拡大し、その後ウィズコロナ期にかけて資金余剰が縮小傾向にあることが挙げられる。また家計の資金余剰に呼応する形で政府部門の資金不足が急拡大し、その後は縮小傾向を辿っている。

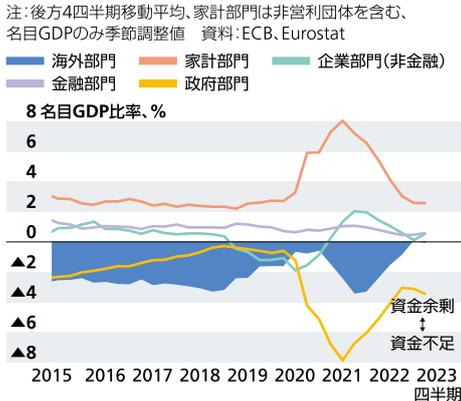
これはコロナショック期に拡大した財政支援策によって、政府部門から家計部門に給付金等により資金が移転されたことなどを反映している(政府部門の資金不足は財政赤字に相当する)。加えて、家計

では特にサービス消費が抑制されたため、貯蓄が急増した。この平時を上回る貯蓄は「過剰貯蓄」などとも呼ばれている。現在のインフレ下でも積みあがった「過剰貯蓄」を取り崩すことで消費額を維持できるため、景気の底堅さの要因になっている。

[図表3] 米国の資金過不足(部門別)



[図表4] ユーロ圏の資金過不足(部門別)



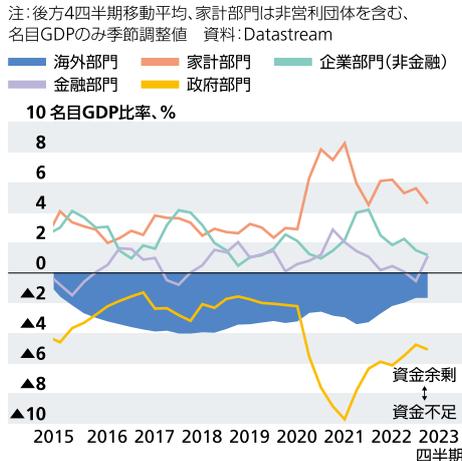
家計部門の資金余剰は、ウィズコロナ期を経て、直近の米国ではコロナ前を下回る水準まで低下したが、ユーロ圏ではコロナ前水準程度にとどまっている。政府部門の資金不足は、米国ではコロナ前水準まで縮小(財政赤字が縮小)したが、ユーロ圏では依然としてコロナ前水準を上回る状況にある。その分、ユーロ圏では海外部門での資金不足の縮小が見られる。海外部門の資金不足は経常黒字に相当するため、ユーロ圏では資源高を受けた経常黒字の縮小(一時赤字化)が海外部門の資金不足として現れている。

なお、上記以外のユーロ圏と米国の違いとして、コロナショック期においてユーロ圏では企業部門(非金融機関)の資金余剰が目立ったが、米国ではそれほど増加し

なかったという点が挙げられる。そのため、ユーロ圏においては企業部門の資金余剰も、家計部門の過剰貯蓄のように作用し、高金利下でも投資活動を維持するバッファーになり得る。

日本でも、欧米と同様にコロナショック期の家計資金余剰の拡大、政府資金不足の拡大が観察できる[図表5]。その後の推移はユーロ圏と類似しており、家計部門では「過剰貯蓄」の取り崩しがあまり進まず、政府資金不足(財政赤字)もそれほど縮小せず、海外部門で資金不足(経常黒字)が縮小傾向にあるという特徴が見られる[図表6]。

[図表5] 日本の資金過不足(部門別)



### 金融引き締めは波及は道半ば

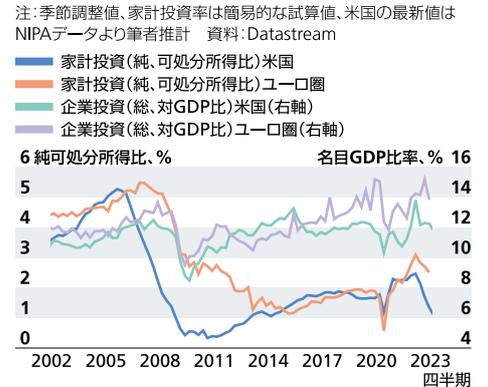
さて、ウィズコロナ期以降、インフレが急速に進行したため、欧米の中央銀行は積極的に利上げを実施してきた。利上げは資金調達のコストを上昇させるため、金融機関の貸出減速、家計や企業の投資減速として作用することが想定される。

そこで家計や企業の投資動向や金融機関の貸出動向を確認すると、図表7・8のようになる(データの制約上、投資は欧米のみ表示)。

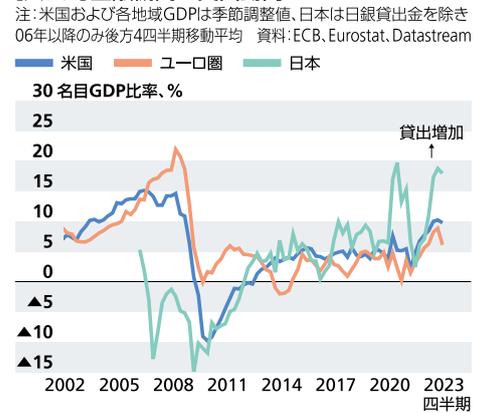
欧米では、確かに中銀による積極的な金融引き締めを反映してやや減速感が見え

始めているが、企業についてはそれほど急激に減速していない。金融部門のバランスシートに関しては、拡大が止まっているものの、急激な貸出鈍化には至っていない。

[図表7] 家計・企業の投資動向



[図表8] 金融機関の貸出動向



欧米の貸出動向調査によれば、利上げや3月に発生した米シリコンバレー銀行の破綻によって銀行の貸出態度は厳格化している。したがって、今後、貸出や投資の減速が鮮明になる可能性がある。

半面、企業が収益力を維持し、投資の減速が緩やかなものにとどまる可能性も否定できない。グリーン化や経済安全保障に関連した供給網の再構築への対応、デジタル化など人手不足に対応するための労働生産性向上への取り組みは投資の底堅さに寄与する要因となる。この場合は、利上げによる景気減速効果が限定的とな

[図表6] 資料：筆者作成

		コロナショック期		ウィズコロナ期			
		米国	ユーロ圏	日本	米国	ユーロ圏	日本
家計資金 余剰 (貯蓄)	米国	拡大	拡大	縮小 (正常化)	(コロナ前水準以下)		
	ユーロ圏	(※ユーロ圏では企業の資金余剰も拡大)			(コロナ前水準程度)		
	日本				(コロナ前水準以上)		
政府資金 不足 (財政赤字)	米国	緩和	緩和	縮小 (正常化)	(コロナ前水準程度)		
	ユーロ圏				(コロナ前水準以上)		
	日本				(※ユーロ圏・日本では海外部門の資金不足(経常黒字)も縮小)		

り、インフレ率の鎮静化に時間を要するかもしれない。そのため、金融引き締めの実体経済への波及ペースが注目される。

# 3つのドーナツで読み解くコロナ禍の人口移動



金融研究部 主任研究員 佐久間 誠  
msakuma@nli-research.co.jp



さくま・まこと  
06年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入行。  
13年国際石油開発帝石。15年ニッセイ基礎研究所。  
19年ラサール不動産投資顧問。20年ニッセイ基礎研究所。  
不動産証券化協会認定マスター。日本証券アナリスト協会検定会員。

## 1—— 人口移動のドーナツ構造とは？

ドーナツ化現象という言葉を目にしたことのある読者は多いだろう。ドーナツ化現象とはいわゆる郊外化を示し、一方で逆ドーナツ化現象は都心回帰を指す。都市は、中心部と周辺部を形成する傾向にあり、この間の人口移動はドーナツに見立てられて解説されることが一般的である。この中心・周辺構造による分析は、都市圏に限定されない。様々な規模の地域に対して適用可能であり、それぞれの規模に応じたドーナツを描き出すことができる。本稿では、大中小の3つのドーナツをもとに、コロナ禍による国内の人口移動の変化とその特性を読み解いていく[図表1]。

この3つのドーナツの中で、大ドーナツは日本全体の視点から人口移動を捉えるもので、東京圏(東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県)と地方との間の人口移動を表している。コロナ禍前は東京一極集中が顕著で、地方から東京圏へと人口が流入していた。次に、中ドーナツは、東京圏内の東京23区とその周辺部(東京都下と3県)

の間での人口移動を示すもので、コロナ禍前は東京23区への都心回帰が進行していた。そして、小ドーナツは住宅街(駅単位)における駅近エリアとその他の駅遠エリア間の人口移動を捉えるもので、近年は共働き世帯の増加や駅近の高層マンションの建設などにより、駅近エリアを選好する傾向が見られていた。このように、コロナ禍前は大中小の3つのドーナツすべてで周辺部から中心部へ人口が流入、すなわち逆ドーナツ化現象が進行していたと言える。

## 2—— 大ドーナツ： コロナ禍における東京一極集中の変化

コロナ禍で、地方から東京圏への人口流入のペースが減速したものの、東京一極集中の趨勢は反転に至っていない[図表2]。コロナ禍前の2019年には、東京圏の転入超過数が14.9万人に達し、これはリーマンショック前の15.5万人に迫る数字であった。しかし、コロナ禍で、2020年9.9万人(2019年対比67%)、2021年8.2万人(同55%)、2022年10.0万人(同67%)とプラ

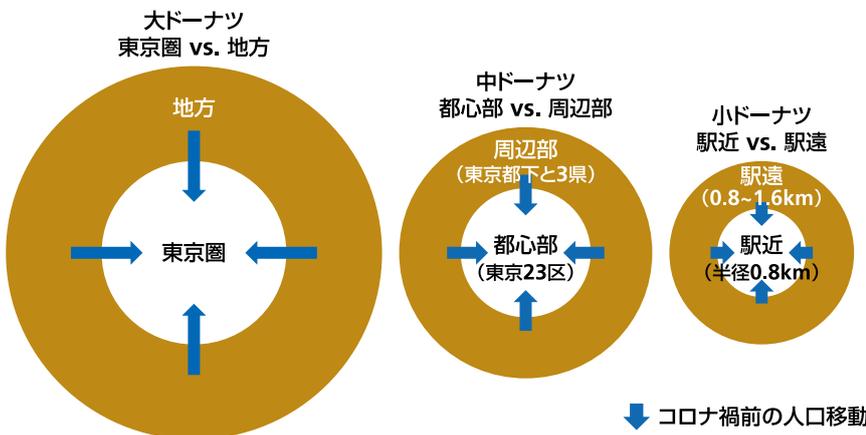


ス幅が縮小した。それでも、リーマンショック後の景気低迷期(2011年6.3万人)と比較すると、その落ち込みは小幅であった。

また、2023年には、進学や就職、人事異動が集中する3月に、東京圏への転入超過数が2019年の水準に戻った。これは、2023年中に東京一極集中がコロナ禍前のペースを取り戻す可能性が高まっていることを示唆している。

コロナ禍前の東京一極集中の主な要因は、大学卒業後の就職環境によるものであった。そのため、今後、東京一極集中がその勢いをどれほど回復するかは、20代の動向次第である。年齢別に見ると、コロナ禍においてはほとんど全ての年齢層で東京圏への転入超過数が減少した。しかしながら、20代に関しては、2022年にはコロナ禍前の水準に戻りつつある。特に、大阪圏(大阪府、兵庫県、京都府、奈良県)及び名古屋圏(愛知県、岐阜県、三重県)から東京圏への20代の転入超過数は、すでに2019年の水準を超えている。その一方で、その他地方の回復は遅れており、その他地方の20代の動向を注視する必要があるようだ。

[図表1] 大中小3つのドーナツで見たコロナ禍前の人口移動  
出所:ニッセイ基礎研究所

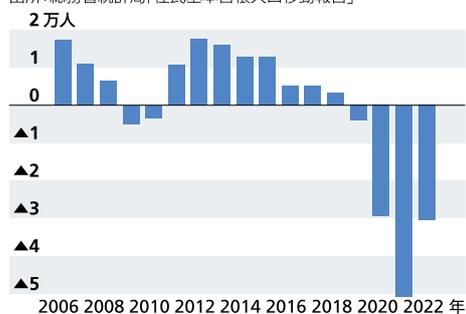


## 3—— 中ドーナツ： コロナ禍における都心回帰の変化

東京圏における東京23区と周辺部間の

人口移動を見ると、コロナ禍前から都心回帰のトレンドが変化し始めていたことが確認できる[図表3]。2011年以降8年連続で、周辺部から東京23区への転入超過数はプラスだったが、2019年には▲0.4万人とマイナスに転じ、リーマンショック後の2009年(▲0.5万人)と2010年(▲0.3万人)と同水準まで落ち込んだ。コロナ禍は都心回帰から郊外化への転換を勢いづけ、転入超過数は、2020年▲2.9万人、2021年▲5.1万人、2022年▲3.0万人となった。2022年はマイナス幅が縮小したものの、周辺部への人口流出が依然として継続している。

[図表3] 周辺部から東京23区への転入超過数(年次)  
出所: 総務省統計局「住民基本台帳人口移動報告」



月次データを見ると、2020年4月に緊急事態宣言が発令されて以降、2023年2月までの期間、全ての月で転入超過数がマイナスで推移してきたが、2023年3月は+0.1万人と微増に転じた。それでも、過去の水準と比較して依然として低いため、東京23区と周辺部間の人口移動について、今後も郊外化が継続するのか、それとも都心回帰が復活するのか、その見極めには時間を要することになりそうだ。

年齢別に周辺部から東京23区への転入超過数を確認すると、コロナ禍前は基本的に20代のみがプラスで、それ以外の年齢層はマイナスであった。特に10歳未満の転出が目立つことから、就職後の数年間を東京23区で暮らし、結婚して家族が増えると、周辺部へ転居するケースが多いことが推測される。前述の通り、2019年に周辺部から東京23区への転入超過数がマイナスに転じたことを考えると、東

京都心部の住宅価格の高騰により、コロナ禍前から子育て世代が郊外に転居する傾向が強まっていた可能性がある。

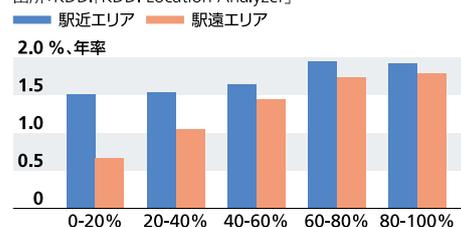
コロナ禍においては、20代の転入超過数はそのプラス幅は縮小したものの、プラスを維持し、20代の都心回帰が続いた。また、2022年は2019年の水準を回復するなど、コロナ禍の影響はほぼ一巡したようだ。それに対して、子育て世代の郊外化は加速した。2020年以降の30~40代と10歳未満の転入超過数はマイナス幅が拡大し、2022年も回復が遅れていることから、在宅勤務の普及が子育て世代の郊外化を後押ししている可能性がある。

#### 4——小ドーナツ: コロナ禍における駅近選好の変化

最後に、東京都の住宅街(駅)における駅近・駅遠エリア間の人口移動について考察する。一般的には、コロナ禍は駅遠エリアを選好する傾向を強めるものと推測された。その理由としては、在宅勤務の普及に伴い、通勤利便性を重視して駅近の物件に高い家賃を払う意義が低下し、住環境の改善に向けて広い間取りのニーズが高まったことなどが挙げられる。

そこで、東京都内の653駅を対象とし、半径0.8km内(徒歩10分圏内)を駅近エリア、0.8km~1.6km内(徒歩10分~20分圏内)を駅遠エリアとして、各エリアの居住者数の変化を分析した。具体的には、携帯位置情報データであるKDDI「KDDI Location Analyzer」を使用して、各駅を居住者数の5分位階級に分け、2019年から2022年にかけての平均居住者数変化率を、駅近エリアと駅遠エリアで比較した[図表4]。その結果、居住者の多い駅については、駅近エリアと駅遠エリア間で居住者数の増加率に大きな違いはなく、一方で居住者の少ない駅では、駅近エリアの増加率が駅遠エリアよりも高かった。したがって、駅近エリアから駅遠エリアへ人口

[図表4] 東京都の駅近・駅遠エリアの平均居住者数変化率(2019年から2022年、居住者数5分位階級別)  
注: 居住者数の5分位階級は、図の右側ほど居住者数が多いことを示す  
出所: KDDI「KDDI Location Analyzer」

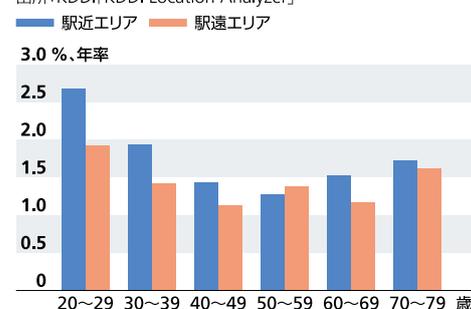


シフトは特段見られず、コロナ禍においても駅遠エリアの選好が強まっているわけではないと考えられる。

また、年齢別に見ると、50代を除き、駅近エリアの居住者数の増加率が駅遠エリアより高く、特に20代から30代の若年層ではこの傾向が顕著である(図5)。これは、若い世代が駅近エリアの利便性や繁華性を重視していると解釈できるだろう。

このように3つのドーナツの視点からコロナ禍における国内の人口移動の変化やその特徴を分析すると、コロナ禍によって変化した側面と、変わらなかった部分が見えてくる。コロナ禍の3年間で、人々は都市のリスクを意識した一方、多くの人が集まる都市の魅力に再び目を向けたのではないだろうか。コロナ禍で広まった新たな生活様式がどの程度根付くかは未だ不透明であるが、コロナ禍が人口移動に対する構造的な変化をもたらしている可能性もあるため、今後もデータを丹念に確認していくことが重要だと考えられる。

[図表5] 東京都の駅近・駅遠エリアの平均居住者数変化率(2019年から2022年、年齢別)  
出所: KDDI「KDDI Location Analyzer」



## 2023・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—— 内需主導のプラス成長

2023年1-3月期の実質GDPは、前期比0.7%（年率2.7%）となった。海外経済の減速を背景に輸出が前期比▲4.2%の大幅減少となり、外需が成長率を押し下げたが、民間消費（前期比0.5%）、設備投資（同1.4%）が高い伸びとなり、公的需要も増加したことから、内需主導のプラス成長となった。

2022年度の実質GDP成長率は1.4%（2021年度は2.6%）、名目GDP成長率は2.0%（2021年度は2.4%）といずれも2年連続のプラスとなった。

### 2—— 新型コロナは5類に移行

新型コロナウイルス感染症は、5/8に感染症法上の位置づけが「新型インフルエンザ等感染症（いわゆる2類相当）」から「5類感染症」に移行した。これにより期待されるのが、外食、宿泊などの対面型サービス消費とインバウンド需要の回復だ。

コロナ禍の行動制限によって急速に落ち込んだ対面型サービス消費は、2022年度には緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が発令されなかったことから持ち直しの動きが続いた。しかし、2023年4月時点の対面型サービス消費の水準はコロナ禍前（2019年平均）の8割強にとどまっており、今後の増加余地は大きい。

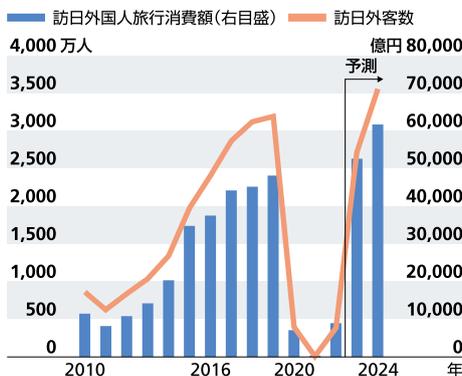
インバウンド需要はコロナ禍でほぼ消失した状態が続いていたが、2022年10月以降、段階的に水際対策が緩和されてきたことを受けて急回復している。2023年4月の訪日外客数は194.9万人、2019年同月比▲33.4%となり、コロナ禍前（2019年平均）の7割弱の水準まで回復した。コロナ禍

前には全体の約3割を占めていた中国からの訪日客数は2019年同月比15%の低水準にとどまっている。しかし、日本の水際対策はすでに終了しており、中国が日本への団体旅行を解禁すれば、中国からの訪日客数は急回復するだろう。

訪日外客数以上に回復が顕著なのが、訪日外国人の旅行消費額だ。2023年1-3月期の訪日外国人旅行消費額は2019年同期比▲11.9%の1兆146億円となった。訪日外客数に比べて減少幅が小さいのは、為替レートがコロナ禍前に比べて円安水準になっていることから、一人当たり消費額が21.2万円、2019年同期比43.8%の大幅増加となっているためだ。

【図表1】訪日外客数と訪日外国人旅行消費額の予測

資料：日本政府観光局（JNTO）「訪日外客統計」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」



水際対策の終了に伴い、先行きも訪日外客数の回復が続き、2023年中には瞬間風速（月次の年率換算値）でコロナ禍前の水準（2019年の3188万人）を突破する可能性が高い。訪日外客数が年間で過去最高を更新するのは2024年になる可能性が高いが、円安による一人当たり消費額の押し上げが続くため、訪日外国人旅行消費額を5兆円にするという政府目標は2023年に達成されるだろう【図表1】。

### 3—— 春闘賃上げ率は30年ぶりの高水準へ

連合の「2023春季生活闘争 第6回回答集計結果」によれば、2023年の平均賃上げ率は3.66%、ベースアップに相当する「賃上げ分」は2.14%となった。

例年8月頃に厚生労働省から公表される春闘賃上げ率は2022年の2.20%から大きく上昇し、1993年（3.89%）以来の高水準となることがほぼ確実となった。

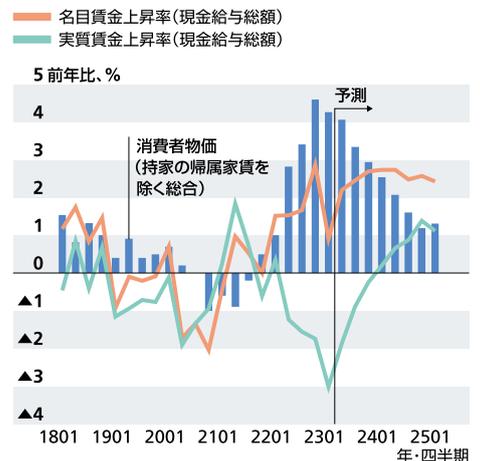
2023年の春闘賃上げ率が30年ぶりの高さとなったことを受けて、2023年度の所定内給与はベースアップと同じ2%台まで伸びが高まるだろう。所定外給与、特別給与と合わせた現金給与総額は足もとの前年比1%程度から2023年度前半に2%台まで伸びを高めた後、2024年度にかけて2%台半ばから後半の伸びが続くことが予想される。

実質賃金は、消費者物価の上昇ペース加速を主因として2022年4月以降、前年比でマイナスが続いている。今後、名目賃金の伸びは高まるものの、消費者物価上

【図表2】名目賃金と実質賃金

注：実質賃金＝名目賃金÷消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）

資料：厚生労働省「毎月勤労統計」（事業所規模5人以上）





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

昇率が高止まりするため、実質賃金の下落は当面続く可能性が高い。実質賃金上昇率がプラスに転じるのは、消費者物価上昇率の鈍化が見込まれる2024年に入ってからとなるだろう[図表2]。

#### 4——実質GDP成長率の見通し

海外経済の減速を背景に輸出、生産の弱い動きが続く中でも、景気の腰折れは回避されている。これは、国内需要が底堅く、外需の悪化をカバーしているためである。

当研究所では、米国は累積的な金融引き締めの影響で2023年後半にマイルドな景気後退に陥り、ユーロ圏は2023年を通して年率ゼロ%台の低成長が続くと予想している。このため、輸出が景気の牽引役となることは当面期待できず、日本経済は先行きについても内需中心の成長が続くことが予想される。

2023年4-6月期は、新型コロナウイルス感染症の5類への移行に伴い、外食、旅行などの対面型サービスを中心に民間消費が好調を維持し、水際対策の終了を受けたインバウンド需要の急回復を主因として財貨・サービスの輸出が増加に転じることが見込まれる。ただし、民間在庫変動が前期の反動で成長率を押し下げることから、実質GDPは前期比年率1.1%と1-3月期の同2.7%から大きく減速するだろう。2023年後半は、米国の景気後退に伴い輸出が減少に転じることを主因としてゼロ%台へとさらに減速するが、海外経済の持ち直しが見込まれる2024年入り後は輸出の回復を主因として成長率が高まるだろう。

実質GDP成長率は、2023年度が1.0%、

2024年度が1.6%と予想する。

#### 5——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、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後、政府による電気・都市ガス代の負担緩和策の影響で2月に3.1%と伸び率が大きく縮小したが、4月には年度替わりの値上げが幅広い品目で実施されたこともあり3.4%まで伸びを高めた。

物価上昇の主因となっていたエネルギー価格は2023年2月以降、前年比でマイナスとなっているが、日銀が基調的な物価変動を把握するために重視している「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は、2023年4月には前年比4.1%まで伸びを高めている。

電気代は、電力大手7社が申請していた電気料金の値上げが認可されたことから6月に大幅に上昇し、10月には政府の負担緩和策の縮減により一段と上昇する。さらに、6月以降は、燃料油価格の激変緩和策の補助が段階的に縮減されることから、横ばいが続いていたガソリン、灯油価格は上昇することが見込まれる。エネルギー価格は前年の水準が高かったこともあり、2023年中は前年比で下落が続くが、2024年入り後には上昇に転じるだろう。

資源・穀物価格の一段などから輸入物価の上昇には歯止めがかかっている。このため、今後は原材料コストを価格転嫁する動きが徐々に弱まり、財価格の上昇率は鈍化することが見込まれる。

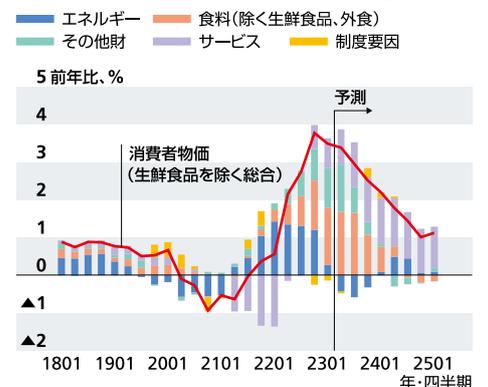
一方、下落が続いていたサービス価格は2022年8月に上昇に転じた後、2023年

4月には前年比1.7%まで伸びを高めている。サービス価格は賃金との連動性が高く、2023年度のベースアップが2%程度であることを考慮すれば、サービス価格の上昇率は2%台まで高まる可能性が高い。これまで長期にわたって値上げが行われていなかった分、今後のサービス価格の上昇ペースは非常に速いものとなる可能性がある。

コアCPI上昇率は財価格を中心に鈍化傾向が続くが、日銀が物価安定の目標としている2%を割り込むのは2024年度入り後と予想する。財・サービス別には、2022年度は物価上昇のほとんどがエネルギー、食料を中心とした財の上昇によるものだったが、2023年度は財、サービスが概ね同程度の寄与となった後、2024年度はサービス中心の上昇へと変わっていくだろう。

コアCPI上昇率は、2022年度の前年比3.0%の後、2023年度が同2.7%、2024年度が同1.3%と予想する[図表3]。

[図表3] 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」



# リファラル採用が、じわり浸透中



総合政策研究部 主任研究員 小原 一隆  
kobara@nli-research.co.jp



こばら かずたか  
96年 日本生命保険相互会社入社  
主に資産運用部門にて融資関連部署を歴任  
22年 ニッセイ基礎研究所

## 1——はじめに

昨今の人手不足を背景に、中途採用が増えつつある。日本経済新聞の調査によれば、主要企業の2023年度の採用計画における中途採用の比率は37%と過去最高となった。多くの日本企業が人材獲得競争を行う中、新たな求人手段として、リファラル採用が注目を集めている。

## 2——リファラル採用とは何か

リファラル採用は、自社の従業員による紹介を通じた採用方法を指す。欧米ではかねて盛んに実施されているが、近年国内の企業でも注目されている。

企業側の利点は、まず、広告宣伝費、転職エージェントへのフィー等が抑制でき、費用対効果が高い。次に、社風に合致し、所要スキルや経験を有する可能性が高い、より優れた候補者と接点を持つ。更に、紹介者が選別済みの為、候補者絞り込み、評価、面接の時間圧縮で、採用プロセスが迅速化する。加えて、採用のミスマッチを回避し易く、早期の離職が発生し難い為、定着率の向上に資する。この様に、優れた採用手法と言える。

## 3——リファラル採用を導入した企業

日立製作所や富士通等といった大企業その他、多くの中堅中小企業、新興企業においても導入されている。

金融機関については、3メガバンクや一部地方銀行等で導入済だ。

三井住友銀行では、応募者(被紹介者)のメルिटを「Webや口コミでは得られない、社風・価値観、職場風土、仕事の進め方とい

た情報が得られます」と説明する[図表1]。

これは逆も同様で、選考側も、履歴書や通常の面談からは得られない、被紹介者の価値観、性格、エピソード等、社風に適合するのか、期待される活躍が出来るか等に関する手掛りを得られる。

尚、生命保険業の営業職員の採用等では、既存の営業職員がその友人や知人、家族等を紹介して採用に至ることが多く、その場合はリファラル採用と解せよう。

## 4——紹介者に支払う金銭

前述の富士通は、紹介者への紹介料は10万円とのことだが、募集する職務や職位によって差はあるかもしれない。

また、採用時の平均コストは中途採用で103万円(新卒94万円)であるが、このコストの内訳は、外部への支払いが多くを占める為、リファラル採用だとその分コスト削減が可能だ。

米国では候補者が採用に至ると、報酬の多くは金銭の支払いでなされ、その金額は1,000米ドル(約13万円)から2,499米ドル(約32万円)であった。

## 5——留意すべき点

### 1 | 法令順守

日本の職業安定法上、原則として企業は紹介者に対する報酬の支払いは許されていない。但し、賃金として支払う場合は例外となる。従って、関連する法令等を事前に確認し、社内規程の適切な整備の必要がある点に注意せねばならない。

### 2 | 従業員エンゲージメント

日本企業の従業員エンゲージメントは

世界有数の低さである。低エンゲージメントの人が、友人・知人を紹介するとは考え難く、多くの企業で改善が必要だ。

## 3 | ダイバーシティ採用

リファラル採用に偏重すると、採用の多様性の点で問題との指摘もある。多様性が損なわれると、イノベーションが起き難くなるという議論はよく目にする。

## 4 | 紹介者と候補者との関係性

米国のコールセンター従業員に関するバーナード大学他による研究では、強い繋がりの方が良い採用になり易かった為、企業は紹介者と被紹介者の関係の程度を把握して採用に臨むべきと結論づけた。一方でスタンフォード大学他による研究では、適度に弱い繋がりの方が、デジタルやハイテク分野での労働市場の流動性が高まり、その後の仕事の成果も良好という結果だった。

よって、リファラル採用において、紹介者・被紹介者間の繋がりによる差は一概には言えず、業界や職務の特性によるのかもしれない。

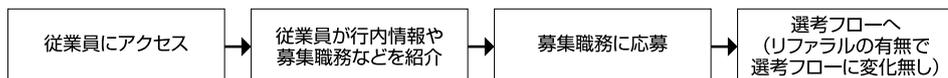
## 6——おわりに

今後、新卒一括採用方式という慣習徐々に変化していき、既卒者、そして中途採用の割合も増えるだろう[図表2]。リファラル採用はより存在感を増すと考えられる。導入済の企業は、意図しようと思わずと、起こりつつある労働市場の変革への対応を先んじて行っているように見える。

(参考文献等は「リファラル採用が、じわり浸透中」(研究員の眼、2023年4月27日)を参照)

[図表1] 三井住友銀行のリファラル採用のプロセス

資料: 三井住友銀行採用ウェブサイトより筆者作成



[図表2] 日本の転職者数の推移

資料: 総務省統計局より筆者作成



## 長引く円安、 為替介入の再開はあるか？

**今** 月月初に1ドル139円台半ばでスタートしたドル円は、もみ合いを挟んだ後、再び円安に傾いている。一時は7カ月ぶり高値となる142円台に乗せ、足元も141円台後半で高止まりしている。14日にかけて行われたFOMCにおいて、FRB内で年内2回の追加利上げが想定されていることが明らかになった一方、直後の日銀決定会合では金融緩和が維持されるとともに政策修正に慎重な姿勢が示され、日米金融政策の差が再び鮮明化したことが円安を促した。また、この間、日本株高に伴うリスク選好的な円売りも見受けられた。

FRBのインフレに対する警戒感は強く、今後も追加利上げが見込まれる。夏の間は利上げ長期化観測が燻り、円安に振れやすい時間帯が続きそうだ。一方、その際には、政府・日銀による為替介入への警戒感がドル円の上値を一定程度抑制するだろう。資源高の一服や賃上げ進展などもあり、円安に対する政府の現状の危機感とは異なるのではないとみられるが、今後も急速な円安が進めば輸入物価押し上げに繋がりがねず、看過できなくなるはずだ。145円が射程に入れば、口先介入の頻度が増えてトーンも強まると見込まれる。メインシナリオではないものの、仮に150円を目指す展開になれば、実弾介入の再開も有り得る。その後、夏の終わり頃にはインフレ鈍化に伴って米利上げの打ち止め感が市場に浸透してくることでドル高圧力が後退すると見ている。3カ月後には140円をやや下回ると予想している。

1ユーロ149円台でスタートした今月のユーロ円は、足元で154円台後半と大幅に上昇している。ECBが利上げ継続姿勢を崩さず、緩和を続ける日銀との格差がユーロ高を促した。ECBは今後も追加利上げに動く予想され、当面はユーロが買われやすいだろう。ただし、ドル円同様、夏の終わり頃にはECBの利上げ打ち止め観測によってユーロ円は反転すると見ている。3カ月後の水準は150円強と見込んでいる。

0.4%台前半でスタートした長期金利は足元で0.3%台後半にある。日銀の緩和修正観測がやや後退したとみられる。イールドカーブの歪みがここ数カ月解消しているほか、日銀が物価・賃金の動向を見極める姿勢を強調していることから、YCCの修正は10月以降に後倒しになりそうだ。従って、3カ月後の水準は0.4%前後に留まると見ている。



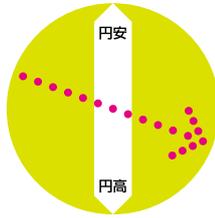
上席エコノミスト **上野 剛志**  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

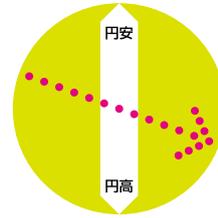


# Market Karte

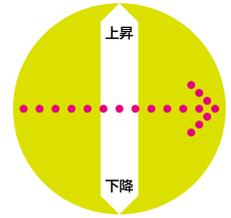
July 2023



ドル円・3カ月後の見通し



ユーロ円・3カ月後の見通し



長期金利・3カ月後の見通し

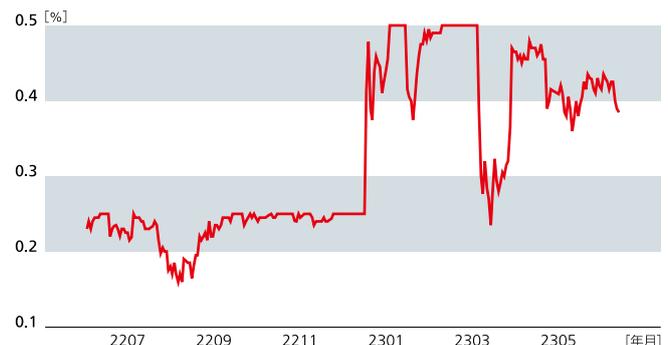
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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 日経平均3万1,000円突破! 今後の展開は?  
～臨時リバランスの検討を～  
井出 真吾 [基礎研レポート | 2023/5/23号]
- 2 春闘賃上げ率は30年ぶりの高水準へ  
～今後の焦点は賃上げの持続性とサービス価格の上昇ペース  
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2023/4/14号]
- 3 韓国の出生率0.78で、7年連続過去最低を更新  
～少子化の主な原因と今後の対策について～  
金 明中 [基礎研レポート | 2023/3/9号]
- 4 1ドル140円が再び視野に、円安がぶり返したワケ  
～マーケット・カルテ6月号  
上野 剛志 [基礎研REPORT-Market Karte | 2023/5/22号]
- 5 コロナ禍におけるオフィス出社動向  
～携帯位置情報データによるオフィス出社率の分析  
佐久間 誠 [基礎研レポート | 2023/5/25号]

コラムアクセスランキング

- 1 出生「数」変化で知る都道府県の「本当の少子化」(2)  
～東京一極集中が示唆する出生減の理由～  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2023/6/12号]
- 2 国立国会図書館デジタルコレクションに感謝  
磯部 広貴 [研究員の眼 | 2023/5/31号]
- 3 出生「数」変化で知る都道府県の「本当の少子化」(1)  
～出生率比較の迷走からの脱却を～  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2023/5/22号]
- 4 少子化対策の主な財源として社会保険料は是か非か  
～社会保障の「教科書」的な説明から考える  
三原 岳 [研究員の眼 | 2023/5/24号]
- 5 国民負担率 今年度47.5%の見込み  
～高齢化を背景に大きく伸びて、欧州諸国との差は縮小  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/3/2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23/5/22-23/6/18》

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



変わる時代の確かな視点

うめの都道府県別収穫量(2022年産) [7月30日は梅干の日]

Source: 農林水産省「作物統計調査」 Design: infogram©

