

ニッセイ基礎研 Report

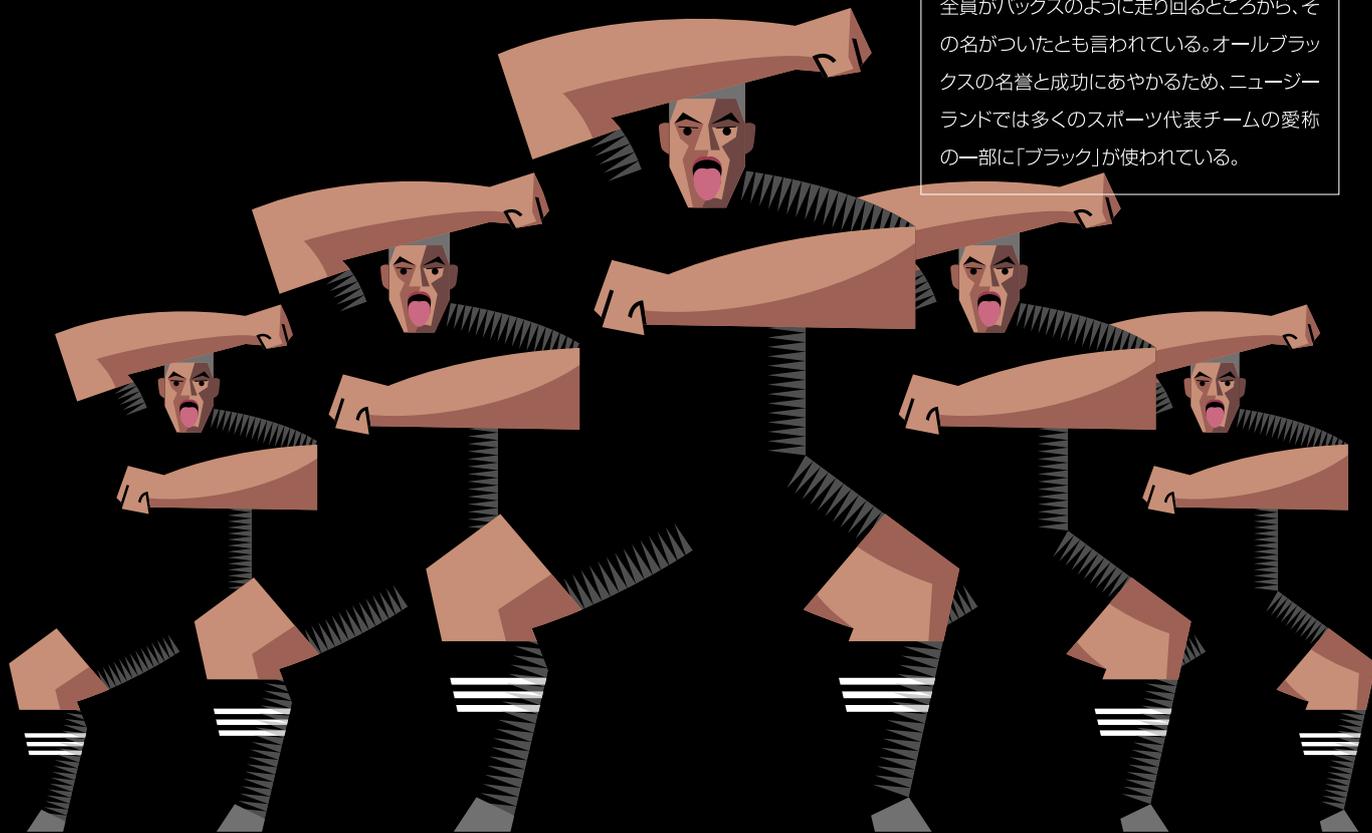
Sept. 2023 Vol.318

- 02 金融システムにおけるサイバーカスケード問題 ● 福本 勇樹
- 03 中国、「多死社会」の足音 ● 片山 ゆき
- 04 日本の不妊治療動向2020 ● 乾 愛
- 06 2022年度 生命保険会社決算の概要 ● 安井 義浩
- 08 マンション価格は上昇継続。ホテル市況はコロナ禍前に近づく ● 渡邊 布味子
- 10 アメリカの商業用不動産市場の動向 ● 小林 正宏
- 11 収まらない円安、一体いつまで続くのか? ● 上野 剛志

色のいろいろ [06]

オールブラックス

ラグビーファン憧れの、ニュージーランド代表チーム。黒のシャツに黒のパンツとソックス、胸には「シルバーファーン」と言われる銀シダのエンブレム。黒すくめのユニフォームから、また全員がバックスのように走り回るところから、その名がついたとも言われている。オールブラックスの名誉と成功にあやかるため、ニュージーランドでは多くのスポーツ代表チームの愛称の一部に「ブラック」が使われている。



© NDC Graphics

金融システムにおけるサイバークASCADE問題

シリコンバレーバンクの破綻事例から預金者行動について考える



金融研究部 上席研究員 金融調査室長 福本 勇樹
fukumoto@nli-research.co.jp



ふくもと・ゆうき
05年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入社。
14年ニッセイ基礎研究所。
日本証券アナリスト協会検定会員。

2023年3月10日のSVB(シリコンバレーバンク)の破綻は、インターネットと金融システムとの深いつながりについて考えさせられる出来事だったと言える。米FRSの報告書によると、3月9日に400億ドル以上の預金がSVBから引き出され、さらに10日には1,000億ドルもの預金が流出する可能性があった。これらの合計はSVBの預金残高の約85%に相当する。2008年のリーマンショック時には破綻したワコピアは8日間で約100億ドル、ワシントン・ミューチュアルは16日間で190億ドルの預金流出があったと推定されているが、これまでの金融機関の破綻事例と比較しても、SVB破綻における預金流出の規模やスピードは想定外に大きく速かったことが分かる。金融リスクの観点で見れば、金融システムに内在しているリスクが従来よりも格段に大きくなっているのである。

SVB破綻の際に大規模かつ急速に預金が流出した背景として、高速インターネット網の整備に伴う金融技術革新により、オンラインバンキングやオンライン証券を利用する人が増加した点が挙げられる。さらにモバイル回線も広域化・高度化したことで、金融サービスを受ける場所にも縛られなくなり、営業店舗やATMに行く必要性も徐々になくなってきている。「金融機関が破綻しそうだ」というニュースをキャッチすれば、従来はわざわざ金融機関の営業店舗まで足を運んで、預金を全額引き出す必要があったのだが、今はどこにいてもオンラインで別の銀行に送金することが可能になっている。実際にSVB破綻前後の短期間に大手の金融機関に預金を移す動きがみられた。

さらに、金利上昇などに起因して資金繰りに厳しさを増していたハイテク企業やベンチャーキャピタルが多額の預金を預けていたこと、ソーシャルメディアのネガティブな情報なども複合的に影響を与えたと指摘されている。この点は、短期間に流出した預金規模を「預金者一人あたりの預金残高」と「預金者数」に分解して考えてみると分かりやすい。

ハイテク企業やベンチャーキャピタルが多額の預金を預けていたという事情は「預金者一人あたりの預金残高」の分布に偏りがあったということである。つまり、預金を引き出そうとする預金者数が少なくても、これらの預金者の引き出す預金額が金融機関の経営に影響を与える程度に大きければ、短期間に流出する預金額は大きくなる。預金に限らずだが、大規模な資金を提供している主体が資金を引き出せば、資金繰りの悪化を通じてその企業の信用力は急激に悪化する。このような破綻事例は金融機関に限ったものではなく、これまでの企業の破綻事例においてしばしば見られる。

今回のSVB破綻において、特に悩ましい問題として浮上してきているのがソーシャルメディアの問題である。真偽は別として、今回のようにある金融機関の信用力が悪化しているとする情報が一気に拡散すれば、それだけ預金を引き出そうとする預金者が増えるため、後者の「預金者数」が大きくなるのである。

さらに筆者がこの問題を増幅していると考えているのが、行動ファイナンスの分野で指摘される人々の非合理的な行動である。例えば、時間的な制約があると合理的な判断をするのが難しくなるとされている。つまり、預金者が短時間に重大な決断を迫られた場合に合理的な判断を行うことは難しく、「たくさんの方が『あの銀行が破綻しそうだ』と言っているから、預金を引き出した方がよい」といったヒューリスティックな判断に基づいて意思決定を行ってしまうのである。

ヒューリスティックな判断を行う際に用いる情報をソーシャルメディアに求めた場合、インターネット上で生じる「サイバークASCADE」と呼ばれる現象の影響が懸念される。総務省の情報通信白書(令和元年度版)では、「ネット上の情報収集において、インターネットの持つ、同じ思考や主義を持つ者同士をつなげやすいという特徴から、『集団極性化』を引き起こしやすくなる『サイバークASCADE』現象がある」と解説されている。ここで、集団極性化とは、「例えば集団で討議を行うと討議後に人々の意見が特定方向に先鋭化するような事象」を意味している。人々がインターネットのある一つの意見に流されていき、それが最終的には大きな流れとなる状態を「サイバークASCADE」と呼んでいる。

SVBのリスク管理体制そのものに問題があったことは破綻後に様々指摘のあるところではあるが、数日前まで(表面上は)健全な銀行であった金融機関から「預金をすべて引き出す」といったある意味極端な判断に集団的に至る過程については、今後さらに詳しく分析していく必要があると思われる。

中国、「多死社会」の足音



かたやま ゆき

05年ニッセイ基礎研究所。22年7月より現職。
主な著書に「習近平の中国」・「アジアの生命保険市場II」(共著)等。



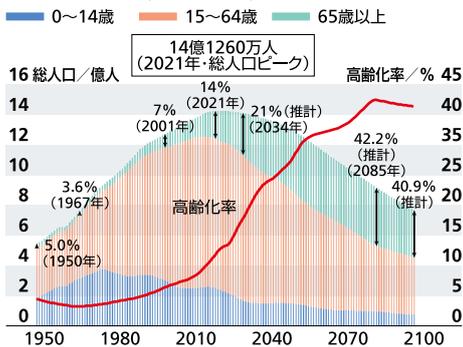
保険研究部 主任研究員 片山 ゆき
katayama@nli-research.co.jp

中国の人口動態を少し長めに見てみよう。1950年から2100年までの150年間の動きである。1950年代・1960年代の第1次・第2次ベビーブームを経て総人口は大幅に増加した。

同時に人口の爆発的な増加が国内外で問題化し、1979年から一人っ子政策にて産児制限が開始された。以降、2001年には高齢化社会、2021年には高齢社会に達している。また、2021年は総人口が14.1億人とピークに達し、2022年から減少に転じた[図表1]。

[図表1] 中国の人口動態(1950-2100)

出所: UN World Population Prospects 2022より作成



国連の「World Population Prospects 2022」(中位推計)によると、今後、2034年には超高齢社会に、2085年には高齢者の割合が42.2%と最大に達し、2100年には40.9%になると推計されている。高齢者数は2050年代の後半には最大4.3億人に達する。加えて、平均寿命・平均余命が伸び続け、長寿化も進行することになる。

その一方で、人口の多くを占める高齢者が寿命に達することで総人口は急速に減少し続け、2100年時点で7.7億人と2021年のピーク時のおよそ半分にまで減少すると見込まれている。2100年に高齢化率は40.9%に達し、国や社会のあり様は大きく変容することになる。

中国は現在、こういった人口減少社会の入口に立っていると見えよう。今後待ち受けるのは更なる少子化、高齢化、長寿化に加えて、多死化である。年間の死亡数は現在の1000万人から、2030年には1200万人、2040年には1500万人と急増し、2061年・2062年には最大1880万人まで増加すると推計されている。

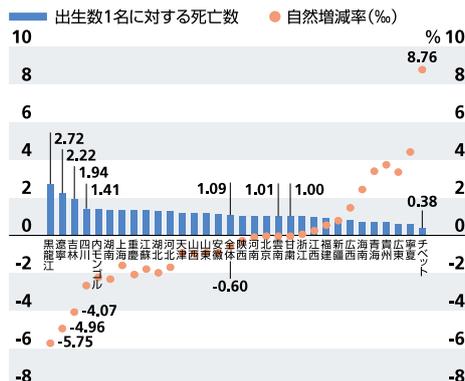
また、今後、多死社会は高齢化率の高い地域を中心に進行すると考えられる。高齢化率と死亡率には正の相関性があり、高齢化率が上昇すると死亡率も上昇する傾向がある。特に、高齢化率の高い遼寧省・黒龍江省・吉林省の東北三省の動向には注意が必要だ。

その理由は2022年の地域別の出生・死亡状況を確認すると、高齢化率の高い東北三省を中心に多死化の様相が顕著となっているからである。2022年は高齢化の進展、新型コロナウイルス禍による死亡率の上昇、更に出生数の減少など複合的な要因が考えられる。

しかし、全国平均では出生数1名に対して死亡数は1.09名であるのに対して、黒龍江省、遼寧省、吉林省はそれが2.72名、2.22名、1.94名と突出して高い[図表2]。

[図表2] 地域別の出生・死亡状況(2022年)

注: 天津市は2021年のデータ。出所: CEICより作成

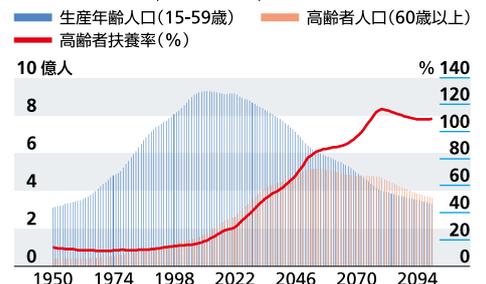


また、黒龍江省、遼寧省の自然増減率は▲5.75、▲4.96と、これは1960年の大飢饉(▲4.57/全国平均)よりも大きい状況にある。

一方、多死社会に移行したとしても高齢化率は高いレベルで維持され、現役世代が抱える負担は更に重くなると考えられる。図表3は中国の高齢者扶養率の推移であるが、ここでは中国における生産年齢人口(15-59歳・現役世代)に対して高齢者(60歳以上)の比率を示したものになる。それによると、超高齢社会への移行が推計されている2034年には高齢者扶養率が50.2%と、1名の高齢者を1.99名の現役世代で支えることになる。加えて、死亡数がピークを迎える2062年の高齢者扶養率は88.6%で、1名の高齢者を1.13名の現役世代が支えることになる。中国の社会保険制度は政治的・時代的な背景から、高齢者に多くを配慮した制度設計となっている。しかし、人口推計から、それほど遠くない将来において現行の制度を現役層のみで支えるのは難しくなる点がかがえる。今後の多死社会における状況を視野に入れつつ、それに適応できる制度とはどのようなものなのか。特に、他地域に先行する東北三省の状況は今後の中国の縮図でもあり、重点的な検討や対策が必要となるであろう。

[図表3] 中国における高齢者扶養率の推移

出所: UN World Population Prospects 2022より作成



日本の不妊治療動向2020

2020年の不妊治療件数は約45万件で、40歳が実施件数・流産数ともにトップ、流産率は36歳で20%超え一気に上昇



生活研究部 研究員 乾 愛

m-inui@nli-research.co.jp

1 — はじめに

2022年4月より不妊治療の保険適用が開始され、早1年が経過した。今回、新たに2020年ARTデータ（日本産科婦人科学会より）が公表されたことを受け、本稿では日本の不妊治療の特徴を整理する。（本稿は、基礎研レター「日本の不妊治療動向2020」*1を要約したものである。）

2 — 2020年(最新版)不妊治療の特徴

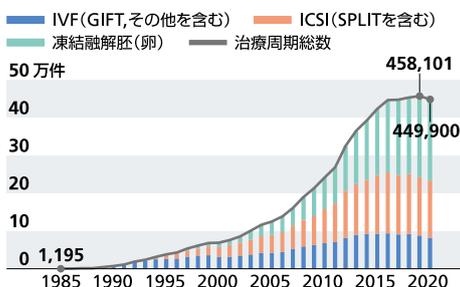
1 | 不妊治療実績件数

（年別治療周期総数の推移）

図表1に示す通り、2020年の不妊治療実績件数（年別治療周期総数*2）は、449,900件（前年差：-8,201件）、治療法別では、体外受精を示すIVF（GIFT,その他を含む）*3が、82,883件（前年差：-5,191件）、顕微授精を示すICSI（SPLITを含む）*4が151,732件（前年差：-3,092件）、凍結融解胚（卵）*5は、215,285件（前年差：+82件）の実績が確認された。

[図表1] 不妊治療実績件数の推移
（治療周期総数及び治療法別周期数推移）

出所：日本産科婦人科学会 登録・調査小委員会「2020年ARTデータブック」より、筆者作成



2019年からの前年差では、全体的な実施件数が減少したものの、治療法別にみると、凍結保存した受精卵を子宮内に移植する凍結融解胚（卵）のみ増加していることが分かる。この凍結融解胚を用いた治

療は、一回の採卵で採取した卵子から複数の受精卵を作ることができ、母体の身体侵襲も少ない上、移植する胚の数を制限すれば多胎妊娠を防ぐことができるなどのメリットが認められている。

また、この方法は、採卵後に凍結しない生鮮胚移植よりも着床率が高いことが報告されていることから、不妊治療の治療法の中でもニーズが高くなったことが推察される。

この様に様々な利点が認められる凍結融解胚であるが、-196℃の超低温の液体窒素で凍結し保存することから、一定の確率で受精卵が凍結融解胚後に変性が認められ破損してしまうことや、一旦温度が上昇し融解してしまうと細胞が死滅してしまうなど取扱いが非常に繊細であることが知られている*6。一般的な保存期限も1年間と、延長には夫婦2人の同意の元、毎年度手続きが必要になるため、保存期限まで不妊治療を続ける確固たる意志と計画性が必要となる。今後も、着床率の高さからニーズの増大が推測されるが、メリットデメリットを認識した上で取り組む必要がある。

2 | 2020年 年齢別の治療実績件数

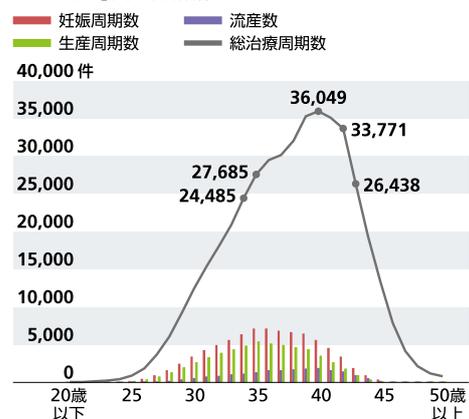
（治療周期総数）

次に、2020年に不妊治療を実施した者を年齢別に分け、各年齢における不妊治療実績件数（治療周期数）を図表2へ示した。

その結果、不妊治療実績件数（治療周期数）のピークは、40歳における36,049件であった。全体的な治療実績件数は、27歳頃から上昇し40歳をピークに47歳頃まで下降する山形曲線を描いている。高齢出産の境目を見ると、34歳では24,485件に対し、35歳では27,685件と3,200人の増加、

特定不妊治療助成事業適用年齢の境目では、適用内の42歳が33,771件に対し、適用外となる43歳では26,438件と7333人の減少が認められる結果となった。

[図表2] 年齢別不妊治療実績件数（治療周期総数）
出所：日本産科婦人科学会 登録・調査小委員会「2020年ARTデータブック」より、筆者作成



3 | 2020年 年齢別の治療実績件数

（妊娠周期数・流産数・生産周期数）

続いて、2020年に不妊治療を実施した者を年齢別に分け、各年齢における不妊治療の妊娠周期数、流産数、生産周期数について図表3へ示した。

その結果、妊娠周期数は35歳をピークに7,176件、流産数は40歳をピークに1,896件、生産周期数は35歳をピークに5,449件であることが明らかとなった。先ほどの、不妊治療周期総数と合わせると、40歳で不妊治療を受ける者が最も多いが、合わせて流産数も最も多い年齢となり、妊娠に至る件数も出産に至る件数も高齢出産の境目となる35歳が最も多くなるという特徴が認められている。

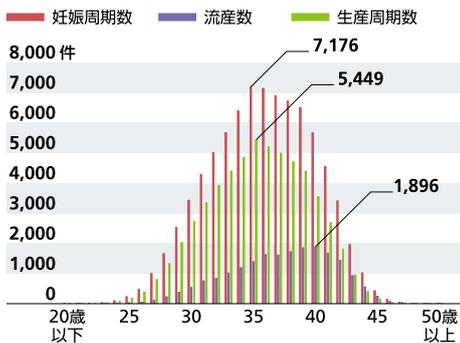
尚、43歳における流産数は946件、生産周期数は970件に対し、44歳では流産数が574件、生産周期数が417件と、生産周期数よりも流産件数が上回り、妊孕性の限界が認められる。



いぬいめぐみ
 12年 東大阪市入庁(保健師)
 18年 大阪市立大学大学院 看護学研究科
 公衆衛生看護学専攻 前期博士課程修了(看護学修士)
 19年 ニッセイ基礎研究所

[図表3] 年齢別不妊治療実績件数
 (妊娠周期数・流産数・生産周期数)

出所:日本産科婦人科学会 登録・調査小委員会「2020年ART
 データブック」より、筆者作成



4 | 2020年 年齢別の不妊治療実績 (妊娠率・生産率・流産率)

最後に、2020年に不妊治療を実施した者を年齢別に分け、20歳以下から50歳以上の各年齢における不妊治療の妊娠率・流産率・生産率を図表4へ示した。

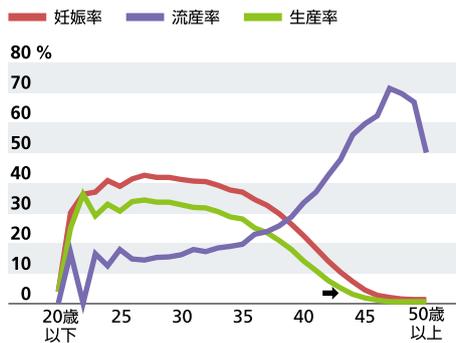
その結果、妊娠率(赤線)は、24歳頃から33歳頃まで40%前後を推移し、徐々に下降している。また、生産率(緑線)についても、23歳頃から33歳頃まで安定して30%前後を推移したのち、下降している。一方で、流産率(紫線)^{*7}は、36歳で20%を超過し、その後一気に上昇曲線を描いていることが分かる。

特に注目したいのは、不妊治療により妊娠をしても無事に出産できる指標となる生産率が、43歳で5%、44歳で3%へ下がり、臨界点となる5%を切ることである。

特定不妊治療助成事業及び2022年4月からの保険適用における適用年齢についても43歳未満とされていることから、年齢別の生産率を考慮すると医学的妥当性のある要件であることが分かる。しかし、助成適用外の43歳の治療者件数が26,438件に上り、全体治療周期数の5.9%を占めており、助成適用外の43歳

[図表4] 年齢別不妊治療実績
 (妊娠率・流産率・生産率)

出所:日本産科婦人科学会 登録・調査小委員会「2020年ART
 データブック」より、筆者作成



算出方法:
 妊娠率=妊娠周期数/総治療周期数×100
 流産率=流産数/総妊娠周期数×100
 生産率=(妊娠周期数-流産数)/総治療周期数×100
 (注:これらのデータは全凍結周期を除外、算出方法は筆者が補足)

以上(50歳以上も含む)全てを合わせると75,526件と全体の16.8%を占める割合となる。

2020年には、2022年の保険適用を見越して助成対象要件の所得制限が撤廃された年次となっており、所得要件により助成制度が適用されなかった世帯は、治療に踏み込みやすくなった一方で、妊娠性の限界が訪れる年齢から治療を開始する者が増加すると、成果が得られにくいというデメリットも生じている。心身ともに大きな侵襲を受ける不妊治療において治療ニーズと成果減益の相関は、今後も議論の要点となることが推察される。

3 ——— まとめ

本稿では、日本産科婦人科学会が公表する2020年(最新版) ARTデータを用いて日本の不妊治療の特徴を整理した。

その結果、2020年の不妊治療実績件数(年別治療周期総数)は、449,900件(前年差:-8,201件)であり、治療法別では着床率の高さから凍結融解胚(卵)が

215,285件(前年差:+82件)と微増しており、不妊治療実績件数(治療周期数)のピークは40歳における36,049件であり、流産数も40歳をピークに1,896件と、治療ニーズと妊娠性の限界が闘い合う実態が浮き彫りとなった。

また、2020年の不妊治療の妊娠率・流産率・生産率(全凍結周期を除外)を見たところ、24歳から33歳頃まで妊娠率は40%前後で推移したのち下降、生産率も30%前後で推移したのち下降、流産率は36歳で20%を超過し、一気に上昇曲線を描いている。生産率は44歳で医学的臨界点となる5%を切ることも明らかとなった。

2020年時点において特定不妊治療助成の適用要件から所得制限が撤廃され、治療に踏み込みやすくなった一方で、妊娠性の限界が迫る43歳以上の治療者が全体の16.8%を占める実態は、不妊治療ニーズと制度の在り方に議論が必要となろう。

尚、日本産科婦人科学会では、毎年ARTデータを公表しており、引き続き、そのデータを用いて日本生殖補助医療の特徴を解析する予定である。

[*1] 乾 愛「日本の不妊治療動向2020」(2023年7月3日)
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=75458?site=nli>
 [*2] 治療周期数とは、「月経開始から次の月経開始までを1周期とらえ治療する回数」のことを示す。
 [*3] IVFとは、体外受精(in vitro fertilization)の略で、GIFTとは受精卵管内移植法のことを示す。
 [*4] ICSI (SPLIT を含む)とは、卵細胞内精子注入法(intracytoplasmic sperm injection, ICSI)などの顕微授精を示す。
 [*5] 凍結融解胚(卵)とは、妊娠成立時の副作用の重症化予防や妊娠率の向上を目的に、受精卵を凍結保存した後に子宮内に移植する方法を示す。
 [*6] 日本生殖医学会「Q14. 受精卵の凍結保存とはどんな治療法ですか?」
http://www.jsrm.or.jp/public/funinsho_qa14.html
 [*7] この流産率は、流産数を総妊娠周期数で割った値であり、併記している妊娠率と生産率とは分母が異なることに留意。

2022年度 生命保険会社決算の概要



やすい・よしひろ
87年日本生命保険相互会社入社
12年ニッセイ基礎研究所(現職)
日本アクチュアリー会正会員、
日本証券アナリスト協会検定会員



保険研究部 主任研究員 安井 義浩
yyasui@nli-research.co.jp

1—— 保険業績(全社)

2022年度の全生命保険会社42社の業績を概観する[図表1]。

42社合計では、年換算保険料ベースで新契約は17.4%増加しており、全体としては、コロナ前の2019年度業績の規模を上まわるまでに回復してきている。主に外貨建保険の販売増による。保有契約は▲0.8%減少となった。

新契約年換算保険料の個人保険、個人年金保険および第三分野の内訳を見たものが図表2である。各社が注力している分野にもよるが、全体としての販売業績はコロナからの回復、海外金利上昇による外貨建保険の販売の好調により回復傾向となった。

基礎利益(再び図表1)は、全体では▲30.8%と大幅に減少した。今般、基礎利益の算出方法の一部が変更されたが、これは新基準同士で比較した増減である。主に新型コロナウイルス関連の給付金支払いの増加、外貨建資産のヘッジコストの増加、あらたに外貨建保険に法令上必要となった責任準備金積増し負担によるものが主である。

2—— 大手中堅9社の収支状況

1 | 資産運用環境と有価証券含み益

2022年度までの資産運用環境は図表3の通りである。また、こうした状況を反映して、国内大手中堅9社の有価証券含み益は、図表4に示す通りとなった。

多くの生保は近年、国内の低金利状況や外貨建保険の販売増加に伴い、外国債券の保有を増加させてきた。今般、米国をはじめとした世界的な金利上昇の影響を

[図表1] 主要業績(2022年度)

注1: 生保の会社区分は、以下の通りとした。(各区分ごとに総資産順。)(大手中堅9社)日本、明治安田、第一、住友、太陽、大樹、大同、富国、朝日・伝統的生保17社(大手中堅9社)、第一フロンティア、ニッセイ・ウェルス、T&Dフィナンシャル、フコクしんらい、ネオファースト、メディケア、はなざく、なないろ・外資系生保13社:メットライフ、アフラック、ジブラルタ、アクサ、プルデンシャル、エヌエス、マニユライフ、FWD、PGF、クレディ・アグリコル、チュールビ、カーディフ、アクサダイレクト・損保系生保4社:東京海上日動あんしん、三井住友海上プライマリー、三井住友海上あいおい、SOMPOまわり・異業種系生保等7社:ソニー、オリックス、SBI、ライフネット、みどり、楽天、イオン・アリアンツ 注2: かんぽ生命の保有契約年換算保険料には、郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの個人保険受再分(旧契約分)を含む。また、かんぽ生命のシェア欄は、41社小計に対する比率である。資料: 各社公表資料(当レポート全体を通じて、過年度分修正あり)から、ニッセイ基礎研究所作成

	新契約年換算保険料 (個人保険・個人年金)			保有契約年換算保険料 (個人保険・個人年金)			保険料等収入			総資産			基礎利益		
	億円	増減率	シェア	兆円	増減率	シェア	兆円	増減率	シェア	兆円	増減率	シェア	億円	増減率	シェア
大手中堅9社	7,242	2.3%	34.6%	12.9	▲0.9%	51.3%	15.61	11.9%	43.6%	224.4	▲3.4%	65.2%	15,414	▲32.9%	60.7%
伝統的生保(17社)	11,886	19.3%	56.8%	14.8	0.3%	58.9%	20.13	21.3%	56.2%	241.4	▲3.4%	70.2%	14,155	▲38.8%	55.7%
外資系生保(13社)	5,016	10.0%	23.9%	6.4	▲0.2%	25.5%	10.56	26.0%	29.5%	60.0	▲0.1%	17.4%	8,819	▲2.8%	34.7%
損保系生保(4社)	2,375	21.8%	11.3%	2.3	1.5%	9.3%	3.09	14.5%	8.6%	24.5	▲2.3%	7.1%	1,367	▲23.9%	5.4%
異業種系生保等(7社)	1,667	13.8%	8.0%	1.6	4.5%	6.3%	2.04	6.4%	5.7%	18.1	4.9%	5.3%	1,053	▲11.5%	4.1%
かんぽ生命	20,944	16.7%	100.0%	25.1	0.5%	100.0%	35.82	21.0%	100.0%	344.1	▲2.4%	100.0%	25,394	▲27.8%	100.0%
生保計(42社)	658	42.7%	(3.1%)	3.5	▲9.9%	(13.8%)	2.20	▲9.0%	(6.1%)	62.7	▲6.7%	(18.2%)	1,923	▲55.2%	(7.6%)
生保計(42社)	21,602	17.4%	-	28.6	▲0.8%	-	38.02	18.8%	-	406.8	▲3.1%	-	27,317	▲30.8%	-

[図表2] 新契約年換算保険料(2022年度)

	(単位: 億円)			
	個人保険	個人年金	合計	うち第三分野
大手中堅9社	6,628	614	7,242	2,278
伝統的生保17社	9,026	2,859	11,886	2,822
外資系生保13社	4,883	133	5,016	1,630
損保系生保4社	1,905	470	2,375	605
異業種系生保等7社	1,094	573	1,667	335
かんぽ以外41社合計 (対前年増減率)	16,908	4,035	20,944	5,392
大手中堅	14.0%	▲51.6%	2.3%	▲9.1%
伝統的生保	22.9%	9.0%	19.3%	▲4.4%
外資系生保	10.3%	▲0.8%	10.0%	10.6%
損保系生保	6.5%	190.3%	21.8%	0.6%
異業種系生保等	▲4.0%	76.0%	13.8%	▲8.5%
41社合計 (シェア)	15.0%	24.4%	16.7%	▲0.0%
大手中堅	39.2%	15.2%	34.6%	42.3%
伝統的生保	53.4%	70.9%	56.8%	52.3%
外資系生保	28.9%	3.3%	23.9%	30.2%
損保系生保	11.3%	11.6%	11.3%	11.2%
異業種系生保等	6.5%	14.2%	8.0%	6.2%
41社合計 (シェアの増減)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
大手中堅	-0.4%	-23.9%	-4.9%	-4.2%
伝統的生保	3.4%	-10.0%	1.2%	-2.4%
外資系生保	-1.2%	-0.8%	-1.5%	2.9%
損保系生保	-0.9%	6.7%	0.5%	0.1%
異業種系生保等	-1.3%	4.2%	-0.2%	-0.6%
41社合計	-	-	-	-
かんぽ生命	658	0	658	64
増減率	42.7%	-	42.7%	204.8%

[図表3] 運用環境

	2021.3末	2022.3末	2023.3末
日経平均株価	29,179	27,821	28,041
TOPIX	1,954	1,946	2,004
10年国債利回り	0.104	0.218	0.389
米10年国債利回り	1.733	2.338	3.553
為替 対米ドル	110.71	122.39	133.53
対ユーロ	129.80	136.70	145.72
対豪ドル	84.36	92.00	89.69

[図表4] 有価証券含み益(大手中堅9社計)

	2020年度末	2021年度末	2022年度末	増減
国内債券	11.1	7.5	2.7	▲4.9
国内株式	13.3	12.8	12.7	▲0.1
外国証券	6.1	4.4	1.0	▲3.4
外国債券	4.2	2.3	▲0.3	▲2.5
外国株式	1.9	2.1	1.3	▲0.8
その他とも合計	31.0	25.1	16.5	▲8.6

[図表5] 基礎利益の状況(大手中堅9社計)

	2020年度	2021年度	2022年度	増減率
A 基礎利益	23,623	26,215	22,970	▲32.9%
B 利益益	8,041	11,932	8,685	▲19.5%
C(=A-B) 費差益・危険差益等	15,582	14,284	8,422	▲41.0%

基礎利益が収支の実態を正確に、かつ全社同じ基準で表現できるように、2022年度決算から(多くの会社では比較対象として2021年度分も)以下の図表6のように算定方法が変更された。

この結果、これまでキャピタル損益として扱われていたヘッジコストが利益益での負担となり、また投信解約損益はキャピタル益に遷される。(なお、経常利益への影響はない)。

そうした中、2022年度の基礎利益は15,414億円、対前年度▲32.9%の減少と

大きく受け、円安にもかかわらず外国債券含み損を抱える会社が多くなっている。米国では債券含み損を抱えた銀行の破綻も報道されており、わが国においても金融機関の財務状況への悪影響が懸念される。

2 | 基礎利益は大きく減少

~コロナ給付金の急増など

最初に、基礎利益の算出方法の改定について述べておく。(2021年度につき、新・旧と記載)

なった[図表5]。うち利差益は、2022年度は6,991億円、▲19.5%減少となった。

危険差益・費差益等の保険関係収支は8,422億円、▲41.0%の減少となった。

危険差益は、2022年度の減少は新型コロナウイルスによる給付金支払いの大幅な増加によるものである。

新型コロナウイルス感染症による、生命保険会社の保険金・給付金の支払いは、例えば一部の大手社の状況は図表7のようになっており、特に、みなし入院の入院給付金が急増して2021年度、2022年度と急増し、これはほぼダイレクトに2022年度の危険差益ひいては基礎利益の減少となって現れている。

3 | 利差益も減少～算定方法の変更によるヘッジコストの負担増加

利差益について、さらに詳しく見てみる[図表8、9]。

[図表6] 基礎利益(あるいは利差益、基礎利回り)の改定
2021年保険モニタリングレポート(2021年9月金副庁)より

改正項目	改正の方向性
為替に係るヘッジコスト	基礎利益の算定に含める
投資信託の解約損益	
有価証券償還損益のうち為替部分	
再保険に関する損益	基礎利益の算定から除外
既契約の再出に伴う損益	
基礎利益以外の損益と対応する再保険に関する損益	

[図表7] 新型コロナウイルスによる給付金等の支払い状況の一例
年度ごとの支払額が公表されている、日本、明治安田、住友の合計(億円)

	2020年度	2021年度	2022年度	増加額
死亡保険金	147	332	539	207
入院給付金	42	400	3,061	2,662
うち みなし入院	23	350	2,961	2,611

[図表8] 利差益の状況(大手中堅9社計)

注:基礎利回りは、基礎利益中の運用収益・費用のほぼ責任準備金に対する比率となるので①②は各社責任準備金の加重平均とした。責任準備金は、一部の会社については推定値とし、後に判明次第修正した。基礎利回り利差益は、2021年度からヘッジコストを除く等の新基準としている。

	2020年度	2021年度		2022年度	差異
		旧	新		
①平均予定利率	2.00%	1.92%	1.82%	▲0.10%	
②基礎利回り(*)	2.48%	2.63%	2.44%	▲0.20%	
③=②-①	+0.49%	+0.71%	+0.52%	+0.42%	
④責任準備金	168.6兆円	169.2兆円	167.7兆円	▲1.5兆円	
⑤利差益(③×④)	8,040億円	11,932億円	8,685億円	6,991億円 ▲1,694億円	

[図表9] 利差益(逆ざや)状況の推移(大手中堅9社計)
資料:総務省統計局「労働力調査」



多くの会社で利息配当金収入は増加したが、これは海外の高い金利を享受できる外債利息の増加によるものであろう。しかし2022年度から基礎利益でヘッジコストを負担するように改定が行われているため、そうした新基準で比較すると、まさにそのヘッジコストが増加したため、基礎利回りは低下している。

一方、「平均予定利率」は、過去に契約した高予定利率契約が減少していくことにより、毎年緩やかな低下を続けている。今後も低下傾向は続くだろう。

4 | 当期利益も減少～内部留保の割合は高いが、配当金額は相対的に増加

次に当期利益の動きをみる[図表10]。基礎利益(①)は大幅に減少、キャピタル損益(②+③)も減少して、その合計で17,827億円と対前年度▲10,744億円の減少となった。

危険準備金や価格変動準備金、追加責任準備金などを繰入れる前の状態に戻せば、15,667億円(A')と前年度より▲8,307億円減少している。

利益の使途については、実質的な内部留保の増加額(B')は10,240億円と前年度より▲8,063億円減少している。

一方、配当については、5,427億円が還元(株式会社の契約者配当を含む)されることとなった。ほとんどの会社が配当は前年度決算から据置きとしている。(1社が一部増配)

このような見方をすれば、2022年度は「実質的な利益」の65%が内部留保に、残り35%が契約者への配当にまわっているとみることができ、利益が減少した分、配当への割合が相対的に高まっているが、引き続き内部留保の充実も行われている。

5 | ソルベンシー・マージン比率～高水準を維持、一部の会社でESRの開示も始まる。

ソルベンシー・マージン比率をみたものが図表11である。

2022年度は、オンバランス自己資本が少々増加したが、その他有価証券の含み益が減少したため、マージン(=分子)は減少した。一方リスク(=分母)は、資産運用リスクが前年度に引き続き若干減少している。形式的に9社計で算出した比率は前年度の999.1%から955.0%と下がってはいるが、引き続き高水準にある。

2022年度分からは、経済価値ベースのソルベンシー指標(ESR: Economic Solvency Ratio)を、大手4社グループなど一部の会社が開示し始めている。

これは資産、負債とも時価ベースで評価するなど新たな算出方法により、会社のリスク量に対する自己資本の比率であり、開示された大手社の数値はおよそ200%～250%程度である。全社が開示するのは2025年度とされている。

[図表10] 当期利益とその使途(大手中堅9社計)

注:(※)通常の損益計算書とは異なり、危険準備金及び価格変動準備金の繰入(または戻入)前の数値となる。

	2020年度	2021年度	2022年度	増加額
①基礎利益	23,623	22,970	15,414	▲7,556
②キャピタル収益	15,485	19,589	36,415	16,826
③キャピタル費用	▲13,207	▲13,987	▲34,001	▲20,014
基礎利益+キャピタル損益	25,901	28,571	17,827	▲10,744
④不動産処分損益	▲319	▲382	▲392	▲10
⑤不良債権償却	▲75	▲250	▲377	▲128
⑥法人税および住民税	▲3,715	▲3,732	▲1,453	2,279
⑦法人税等調整額	2,339	2,098	245	▲1,853
⑧その他	▲12,191	▲11,829	▲4,494	7,335
A.「当期利益」(※)(①から⑧合計)	11,940	14,476	11,356	▲3,121
(a)うち、追加責任準備金繰入額	▲11,289	▲9,497	▲4,311	5,186
A' (a)を除いた場合の当期利益	23,229	23,974	15,667	▲8,307
危険準備金の増加	▲856	2,578	1,848	▲730
価格変動準備金の増加	2,688	2,102	881	▲1,221
資本の増加	3,532	4,125	3,199	▲925
B.内部留保の増加(▲は取り崩し)	5,364	8,805	5,929	▲2,877
B'広義の内部留保の増減(B+(a))	16,653	18,303	10,240	▲8,063
(B'/A')	72%	76%	65%	
C.契約者配当準備金繰入	6,576	5,671	5,427	▲244
(C/A')	28%	24%	35%	

[図表11] ソルベンシー・マージン比率(大手中堅9社計)

注1:ソルベンシー・マージン比率=ソルベンシー・マージン/リスク総額

注2:「対リスク比率」の各項目は、ソルベンシー・マージン比率に合わせ、「リスク総額/2」に対する比率とした。

	2020年度		2021年度		2022年度	
	実額	対リスク比率	実額	対リスク比率	実額	対リスク比率
(1)ソルベンシー・マージン	45.4兆円	998.4%	44.6兆円	999.1%	41.2兆円	955.0%
うち オンバランス自己資本	14.2	313%	14.7	329%	14.8	343%
うち その他有価証券	18.3	402%	16.0	358%	12.5	289%
評価差額						
うち 土地の含み損益	1.6	35%	1.8	41%	2.0	45%
うち 負債性資本調達	4.6	101%	5.0	112%	5.0	116%
うち 解約返戻金相当額	6.7	146%	7.1	160%	7.0	161%
超過額等						
(2)リスク総額	9.1兆円		8.9兆円		8.6兆円	

マンション価格は上昇継続。ホテル市況はコロナ禍前に近づく

不動産ウォッチャー・レビュー2023年第2四半期



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)



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

日本経済は、経済社会活動の正常化に伴い回復の動きが続いている。2023年4-6月期の実質GDPは3四半期連続のプラス成長となった。

住宅市場では、価格が上昇するなか、マンションの新規発売戸数や成約件数は減少傾向にある。東京オフィス市場では成約賃料の下落傾向が続く。東京23区のマンション賃料は全タイプが前年比プラスとなった。ホテル市場は2023年4-6月の延べ宿泊者数が2019年対比で▲4.6%の水準まで回復した。物流賃貸市場は、首都圏では新規供給の影響を受けて空室率が高止まりしている。2023年第2四半期の東証REIT指数は+4.3%上昇した。

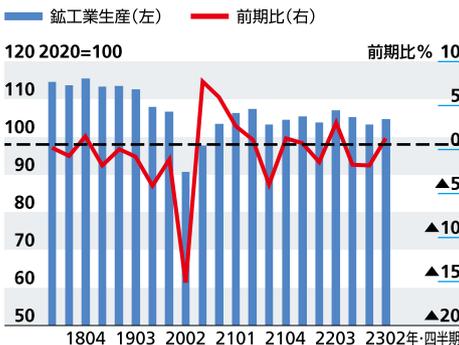
1—— 経済動向と住宅市場

2023年4-6月期(1次速報)の実質GDPは前期比+1.5%(前期比年率+6.0%)と3四半期連続のプラス成長、外需が成長率を押し上げたほか、インバウンド需要の回復を主因としたサービスの増加が寄与した。

4-6月期の鉱工業生産指数は前期比+1.3%と3四半期ぶりの増産となった[図表1]。業種別では、供給制約緩和により自

[図表1] 鉱工業生産(前期比)

出所: 経済産業省「鉱工業指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



動車が高い伸び(前期比+5.9%)となったほか、鉄鋼(+1.9%)、非金属(+2.1%)、電子部品・デバイス(+2.8%)も堅調な動きとなった。

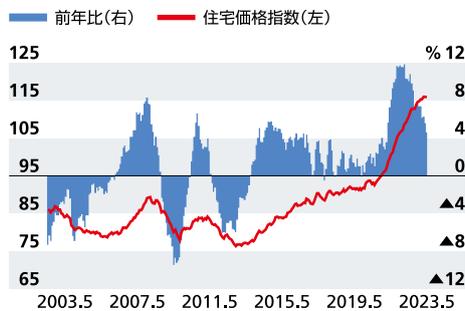
住宅市場では住宅価格が上昇するなか、住宅供給量は減少している。

4-6月の累計は、それぞれ新設住宅着工戸数が前年同期比▲4.7%、首都圏のマンション新規発売戸数が▲18.8%、首都圏の中古マンション成約件数が▲1.9%といずれも減少した。

また、5月の首都圏の中古マンション価格の過去1年間の上昇率は+4.6%となった[図表2]。

[図表2] 不動産研住宅価格指数(首都圏中古マンション)

出所: 日本不動産研究所「不動産研住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



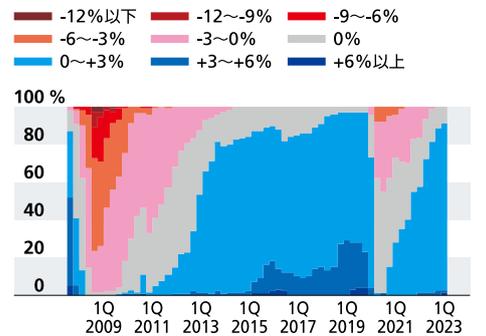
2—— 地価動向

地価は住宅地、商業地ともに上昇基調が継続している。国土交通省の「地価LOOKレポート(2023年第1四半期)」によると、全国80地区のうち上昇が「73」、横ばいが「7」、下落が「0」となった[図表3]。同レポートでは、「住宅地では、マンション需要に引き続き堅調さが認められたことから上昇が継続。商業地では、人流の回復傾向を受け、店舗需要の回復が見られたことなどから上昇傾向が継続した」としている。

なお、野村不動産ソリューションズによると、首都圏の住宅地価格は12期四半期連続でプラスとなった。東京都心5区を中心に価格上昇が続いているが、周辺区では横ばい地点が増加しており、全般的に価格の上昇ペースは弱まりつつあるようだ。

[図表3] 全国の地価上昇・下落地区の推移

出所: 国土交通省「地価LOOKレポート」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



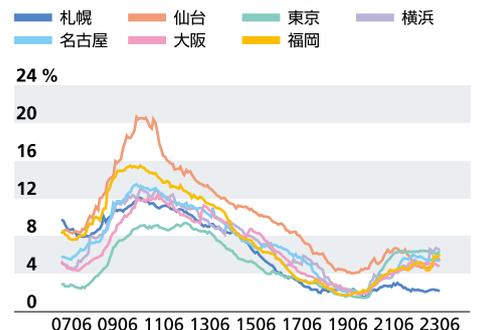
3—— 不動産サブセクターの動向

1 | オフィス

三鬼商事によると、2023年6月の東京都心5区(千代田区、中央区、港区、目黒区、世田谷区)の空室率は6.48%(前月比+0.32%)、平均募集賃料(月坪)は35カ月連続下落の19,838円(前月比▲0.2%)となった。他の主要都市をみると、建て替えによるオフィス床面積の減少などによって札幌の空室率が低位(2.18%)で推移する一方、横浜と福岡が新規供給の影響か

[図表4] 主要都市のオフィス空室率

出所: 三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



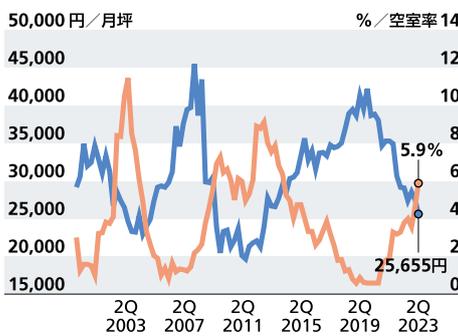
ら6%台に上昇するなど都市間によって空室率の水準に差が生じている[図表4]。募集賃料は札幌・横浜・名古屋・福岡は前年比プラスとなっている。

また、成約賃料データに基づく「オフィスレント・インデックス(2023年第2四半期)」によると、東京都心部Aクラスビル賃料は25,655円(前期比▲6.6%)に下落し、空室率は5.9%(前期比+1.2%)に上昇した[図表5]。

新築ビルは依然としてテナント誘致に時間を要する傾向にあり、今後は2次空室の発生も懸念される。

[図表5] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

出所: 空室率=三幸エステート、賃料=三幸エステート・ニッセイ基礎研究所
 賃料/月・坪(共益費除く:左) 空室率(期末:右)



2 | 賃貸マンション

2023年第1四半期の東京23区のマンション賃料は前年比でシングルタイプが+1.7%、コンパクトタイプが+1.1%、ファミリータイプが+5.0%と全ての住居タイプが前年比でプラスとなった。[図表6]。

総務省によると、東京23区の転入超過数(2023年4-6月累計)は+4.7万人(2019年同期比▲10%)となった。年後半も転入超過のトレンドを維持できるかどうか注目される。

3 | 商業施設・ホテル・物流施設

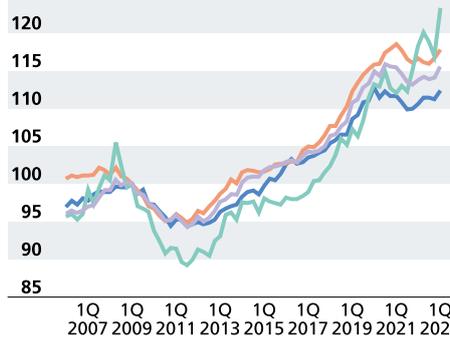
商業セクターは、インバウンド消費が好調な百貨店を中心に売上が回復している。商業動態統計などによると、2023年4-6月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+7.5%、コンビニエンスストアが+4.5%、スーパーが+2.9%となった。

[図表6] 東京23区のマンション賃料

出所: 三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

シングル コンパクト ファミリー 総合

125 2009年Q1=100



ホテル市場は、日本人の宿泊需要にやや頭打ち感がみられるものの、インバウンドの宿泊需要が順調な回復を示している。宿泊旅行統計調査によると、2023年4-6月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で▲4.6%の水準まで回復し、このうち日本人が▲3.4%、外国人が▲9.4%となった[図表7]。

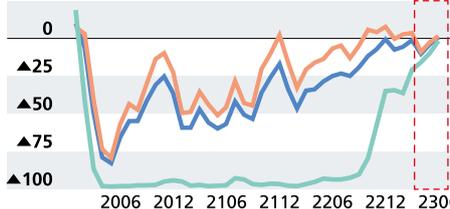
[図表7] 延べ宿泊者数の推移

(2019年同月比、2020年1月~2023年6月)

出所: 「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

延べ宿泊者数(全体) うち日本人 うち外国人

25 2019年同月比、%



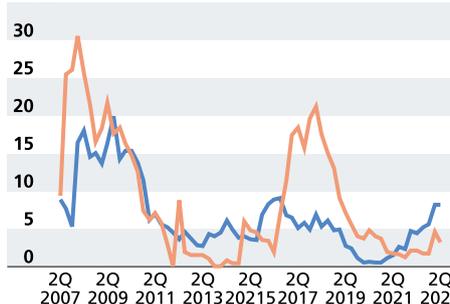
物流賃貸市場は、CBREの調査によると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率(6月末)は8.2%(前期比±0%)、近畿圏の空室率は3.2%(前期比▲1.4%)に低下した[図表8]。

[図表8] 大型マルチテナント型物流施設の空室率

出所: CBREのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

首都圏 近畿圏

35%



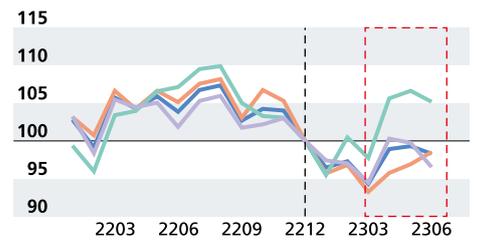
4 — J-REIT (不動産投信)市場

2023年第2四半期の東証REIT指数(配当除き)は3月末比+4.3%となり、四半期ベースでは8期ぶりの上昇となった。セクター別では、主に住宅セクターが市場の上昇を牽引した[図表9]。

[図表9] 東証REIT指数の推移(2022年12月末=100)

出所: 東証証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

東証REIT指数 オフィス指数
住宅指数 商業・物流等指数



6月末時点のバリュエーションは、16.9兆円に対して時価総額は15.7兆円でNAV倍率は0.93倍、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.7%となっている。

J-REITによる第2四半期の物件取得額は2,398億円(前年同期比+114.9%)、上期累計(1-6月)では6,072億円(同+29%)となり、大きく落ち込んだ昨年から大幅に増加した。アセットタイプ別では、オフィスビル(35%)・物流施設(32%)・住宅(16%)・商業施設(10%)・ホテル(6%)・底地ほか(1%)となり、投資口価格の上昇を背景に物流施設を中心に大型物件の取得がみられた。

上期のJ-REIT市場では、金利上昇に対する警戒感から下値を探る展開が続いたものの、4月以降、植田日銀新総裁が現在の金融政策を当面維持するとの見方から上昇に転じ、昨年末の水準を概ね回復した。もっとも、海外資金の大量流入を受けてバブル崩壊後33年ぶりの高値更新に沸く株式市場に対しては大幅にアンダーパフォームする結果となった。

アメリカの商業用不動産市場の動向

FRBは中小銀行のリスク集中を懸念



金融研究部 客員研究員 小林 正宏
m-kobayashi@nli-research.co.jp



こばやし・まさひろ
88年 住宅金融公庫（現住宅金融支援機構）入社
96年 海外経済協力基金マニラ事務所駐在、02年米国ファニーメイ派遣
23年 ニッセイ基礎研究所
著書に『通貨で読み解く世界経済』（共著）、『通貨の品格』等。
早稲田大学大学院経営管理研究科非常勤講師、日本不動産学会正会員

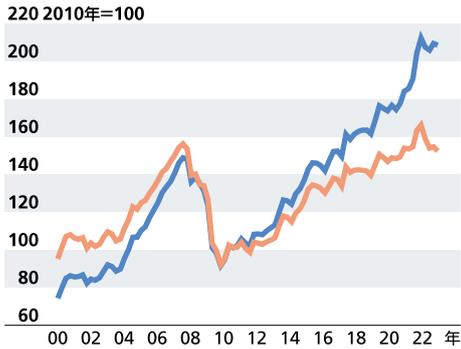
1— アメリカの商業用不動産価格動向

連邦準備制度理事会（FRB）は、2023年5月に公表した「金融安定性報告書」の中で、アメリカの商業用不動産（Commercial Real Estate、以下「CRE」と略）市場の動向について懸念を表明した。CRE価格指数は名目値ではほぼ横ばい、実質値ではやや下落気味となっている【図表1】。

【図表1】アメリカのCRE価格指数

出所：BIS（原典はCoStar Group, Inc）等をもとにニッセイ基礎研究所が作成

■ 名目 ■ 実質



同報告書によれば、特に中心市街地のオフィスの市況が弱く、テレワークが普及し、コロナ禍が収束した後もそれに慣れた一部の労働者が入社しなくなったことが要因の一つとされる。

2— CREに対する金融機関の動向

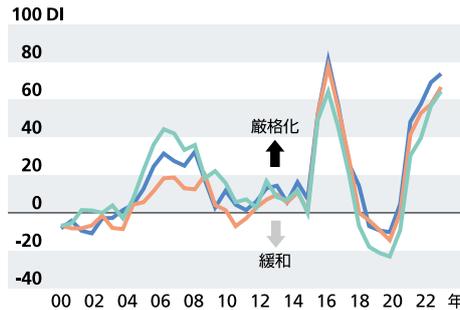
FRBの調査によれば、CREに対する融資審査基準は大きく厳格化しており【図表2】、資金需要についても減退しているとされている。

同報告書では、2022年第4四半期末時点のアメリカのCREの市場規模は23.796兆ドルとされており、CREに対する融資等については、残高が3.57兆ドルで、うち2.17兆ドルを銀行部門が占めている。

【図表2】CREへの融資基準DI

出所：FRBをもとにニッセイ基礎研究所が作成

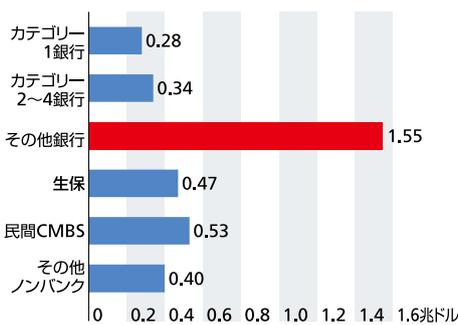
■ Construction and land development
■ Nonfarm nonresidential
■ Multifamily



銀行部門の総資産28.5兆ドルと比較すればCRE向けのエクスポージャーはそれほど大きくはないが、「その他銀行」に分類される中小銀行はCRE向け融資残高が1.55兆ドルあり、総資産7.4兆ドルに対する比率は2割を超える【図表3】。

【図表3】CREに対するエクスポージャー（2022年第4四半期末）

出所：FRBをもとにニッセイ基礎研究所が作成

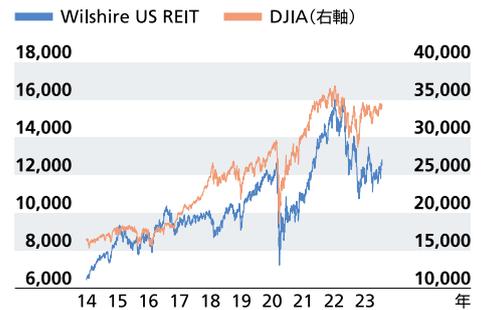


3— REIT市場の動向

REIT（不動産投資信託）の価格は2022年以降、下落が顕著となっており、ダウ工業平均株価と比較しても、高値圏からの下落が大きく、戻りも鈍い【図表4】。利上げの影響が不動産部門により重くのしかかっていることを示唆している。

【図表4】REITと株価の推移

出所：セントルイス連銀（Wilshire Associates, Wilshire US Real Estate Investment Trust Total Market Index (Wilshire US REIT) [WILLREITIND]、及びS&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones Industrial Average [DJIA], retrieved from FREDをもとにニッセイ基礎研究所が作成



4— 結びにかえて

アメリカのCRE市場については、直ちに金融システムに甚大な影響を及ぼす可能性は低いものの、注視が必要であろう。CREの価格動向は地域経済の状況をより敏感に反映することから、ある地域では全米平均と比較して相当な程度で下落するリスクがあり、また、そのような地域を地盤とする小規模な金融機関の経営には致命的なダメージとなる可能性はある。

2023年6月28日にFRBはストレステストの結果を発表し、国内CRE価格は40%下落することを想定した厳しい逆境シナリオ下での損失は5,410億ドルに達するものの、それに耐えうる十分な資本を有しているとされたが、対象は大手行のみである。

いずれにしても、FRBはCRE向け融資のパフォーマンスの監視を強化し、特にCREが集中している金融機関の検査手続きも拡大していることから、今後、それらの結果を踏まえ、半年ごとの金融安定性報告書にどのように記載されるか、また、FRB幹部が随時どのような発言をするか、注視される。

収まらない円安、 一体いつまで続くのか?

ドル円は、今月初めに1ドル142円台でスタートした後、円安基調となり、一時146円台を付けた。米国で予想を上回る堅調な経済指標が続き、金融引き締め長期化観測が強まったほか、米国債増発もあって米長期金利が大きく上昇したことが原動力となった。また、YCCを修正したばかりの日銀がオペによって金利上昇の抑制を図ったことも円安を促した。一方、145円超の領域では政府・日銀による介入への警戒感が高まったうえ、米景況感の悪化がドルの上値を抑えたことで、足元では145円付近で推移している。

先行きに目を転じると、インフレに対する警戒感の根強いFRBは、11月に追加利上げに踏み切る可能性が高い。市場では米引き締め長期化観測が浸透し、ドル高圧力が長引きそうだ。一方、ドル高(円安)圧力のさらなる高まりに対しては、政府・日銀が口先介入やレートチェック等でけん制することで、ドル円の上値は一定程度抑制されるだろう。実弾介入については、最近の円安ペースが昨年の介入時ほどではないほか、昨年より円安のプラス効果(インバウンド)も見込めるため、発動までにはまだ距離があると見ている。ただし、今後比較的早いペースで150円の節目に接近すれば、発動の可能性がかなり高まるだろう。

11月以降は米利上げの打ち止め観測が浸透し、ドル高圧力が一服すると見ている。3か月後の水準は142円前後と予想している。

1ユーロ156円台後半でスタートした今月のユーロ円は、足元で157円台半ばと強含んでいる。日欧の金融政策の格差が引き続きユーロの追い風となった。ECBは9月にも追加利上げに動き、以降も追加利上げ観測は残るだろう。ただし、欧州経済の減速懸念や高水準にある投機筋によるユーロ買いの巻き戻し、円買い介入への警戒感などから、今後はユーロが弱含むと予想。3か月後の水準は156円前後と見込んでいる。

長期金利はYCC修正後の新しい居所を探る時間帯にある。月初0.5%台後半でスタートした後、日銀の臨時オペが重石になったものの、米金利の大幅上昇を受けて上昇し、足元では0.6%台後半にある。今後、日本の物価・賃金上昇率の高止まりが金融政策正常化への思惑を通じて金利上昇圧力として燃える一方、晩秋には米利上げの打ち止め観測が金利抑制要因になる。3か月後の水準は0.7%前後と予想している。



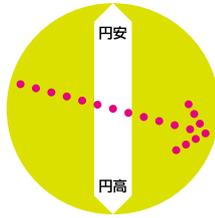
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。

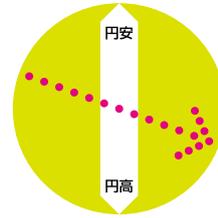


Market Karte

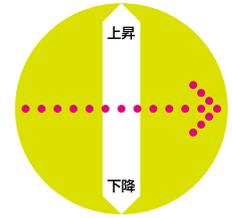
September 2023



ドル円・3か月後の見通し



ユーロ円・3か月後の見通し

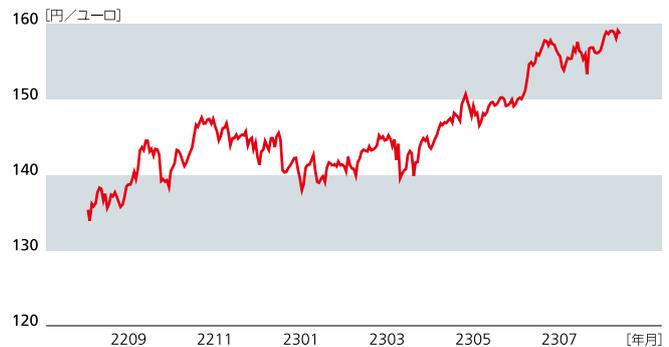


長期金利・3か月後の見通し

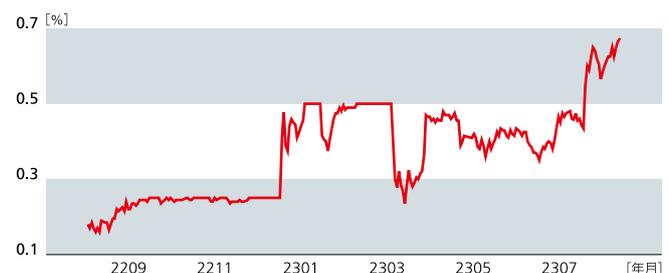
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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

- 1 公的年金の「100年安心」は制度について
徳島 勝幸 [年金ストラテジー | 2023/7/5号]
- 2 【少子化社会データ詳説】
日本の人口減を正しく読み解く
～合計特殊出生率への誤解が招く止まらぬ少子化
天野 馨南子 [基礎研レポート | 2023/7/24号]
- 3 育児中の国民年金保険料の免除に伴う
保険料の引上げは？
～年金改革ウォッチ 2023年7月号
中嶋 邦夫 [保険・年金フォーカス | 2023/7/11号]
- 4 新NISAでは何にどのように投資したら良いのか
～長期の資産形成ではリスクよりもリターンを気にすべき
熊 紫云 [基礎研レポート | 2023/7/28号]
- 5 パワーカップル世帯の動向(2)生活基盤の状況
～小学生の子を持つ30・40代、DINKS40・50代、
大企業勤務夫婦、4割が金融資産4千万円以上
久我 尚子 [基礎研レポート | 2023/7/27号]

コラムアクセスランキング

- 1 サマージャンボ2023 どう狙う
～100万円狙いのジャンボミニをどう組み合わせるか？
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/7/3号]
- 2 インド株人気、再び？
～2023年6月の投信動向～
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2023/7/12号]
- 3 米国でオピオイド中毒死者数が急増
～コロナ禍でオピオイド危機が再燃
窪谷 浩 [研究員の眼 | 2023/1/4号]
- 4 ウィズコロナ後の「過剰貯蓄」
高山 武士 [研究員の眼 | 2023/8/4号]
- 5 日本の稼ぎ方
～自動車業界の構造変化
矢嶋 康次 [研究員の眼 | 2023/8/4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23/7/24～23/8/20》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

訪日外国人旅行者数 [9月27日は世界観光の日]

Source : 日本政府観光局(UNTO) Design : infogram©

