

ニッセイ基礎研 Report

Sept. 2025 Vol.342

- 02 大砲カバターか ● 伊藤 さゆり
- 03 2025年上期のリート市場は7.6%上昇 ● 岩佐 浩人
- 04 BMIと体型に関する認識のズレ ● 村松 容子
- 06 2024年度生命保険決算の概要 ● 安井 義浩
- 08 東京オフィス市場は賃料上昇継続。宿泊需要は伸び率が鈍化 ● 渡邊 布味子
- 10 「SDGs疲れ」の空気から考える、本当のサステナビリティ ● 小口 裕
- 11 米利下げ再開が視野に、円高進行の目途は? ● 上野 剛志



文様の世界[06]——青海波(せいかいは)

紫式部の「源氏物語」の中に、「青海波」という雅楽を舞う神々しい光源氏の姿が描かれている。この舞では特別な装束が使われ、特に袍(ほう)と呼ばれる上着には波を幾重にも重ねた文様に、96羽もの千鳥がすべて違う姿で刺繍されているという。この波文様は、演目のタイトルから「青海波」と名付けられた。穏やかな波がどこまでも続くさまに、「未来永劫平穩に」という願いが込められ、吉祥文様としてさまざまところで使われている。

●
青海波文様の青白磁皿

大砲かバターか

国防費の大幅引き上げに動く欧州の現実



経済研究部 常務理事 伊藤 さゆり

ito@nli-research.co.jp



いとう・さゆり

早稲田大学大学院商学研究所修士課程修了。
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、23年7月より現職。
経団連総合政策研究所特任研究主幹など兼務。

第2期トランプ政権の始動は欧州の安全保障環境を大きく変えた。ロシアの脅威が継続する一方、米国は安全保障の依存関係を武器に欧州に譲歩を迫る姿勢に転じた。新たな現実に対処するため、北大西洋条約機構(NATO)は、トランプ大統領の求めに応じて、無理筋と見られた国防費のGDP比5%を新たな目標として掲げることになった。

欧州主要国の国防費のGDP比は、ロシアのウクライナ侵攻を境に冷戦終結後の低下トレンドから上昇トレンドに転じている[図表1]。

新たな目標の5%のうち1.5%は重要インフラなど広義の安全保障支出が占める。従来の定義による国防費は同3.5%だ

が、それでも達成期限の2035年に向けて、冷戦期以来の水準に向けた上昇のトレンドが続くことになる。

そこで思い起こされるのが「大砲(国防)かバター(民生)か」のトレードオフだ。冷戦終結後の欧州は国防費負担の軽減による「平和の配当」を享受してきた。政府支出に占める国防費のシェアもここ数年は上昇に転じている[図表2]。国防費の拡大は、社会保障や公共サービスの削減を伴うのかは、盛んに議論されるテーマとなっている。

歴史的には国防費の拡大局面で、民生から国防に予算配分が変更されたケースは限られており、財源は主に増税と借入の増加で確保されてきた。これがMarzipan and Trebesch の150年にわたる22カ国のデータ分析の結果である^{*1}。冷戦後の「平和の配当」が、社会保障や公共サービスの強化よりも、減税や財政赤字の削減に充てられたことから、国防費の財源は法人増税等で賄うべきとの主張もある^{*2}。

欧州の国防費の増額の財源は、借入の増加と限定的な増税と歳出削減の組み合わせとなりそうだ。ドイツは均衡財政を義務付ける「債務ブレーキ」を見直し、欧州連合(EU)は「欧州再軍備計画」の一環として、時限的・限定的に財政ルールからの逸脱を認める。EUが債券を発行し、加盟国などに融資する防衛技術産業基盤強化のための緊急かつ大規模な投資支援の最大1500億ユーロの枠組みも立ち上げる。

借入を財源とする国防費の増加は、安全保障面でのニーズからは正当化されても、財政の持続可能性への懸念を引き起こすリスクはある。資金調達コストの上昇は借入を抑制し、増税や歳出の見直しを

迫る圧力となる。

昨年14年ぶりに政権が交代した英国は、すでに難しい選択を迫られている。英国の長期金利は主要7カ国(G7)で最も高く、30年を超える超長期金利の上昇という最近のトレンドの影響を受けやすい債務構造でもある。リーブス財務相は、就任後、財政規律を尊重しつつ、借入も活用しながら、成長戦略の推進と公共サービスの強化に取り組む方針を示したが、経済・財政見通しは想定を下回る一方、国防費の増加は前倒しが必要になった。こうした背景から、増税の範囲は、すでにマニフェストに盛り込んだNon-Dom(英国非永住者)への課税免除制度廃止などに加えて、キャピタルゲイン課税、相続税、国民保険料雇用主負担分引き上げなどへと広がっている。福祉の削減も計画されたが、与党・労働党内の反対で骨抜きになり、財源確保は、増税、特に大企業や富裕層をターゲットとする増税に傾きやすくなっている。

対象を絞った増税は、購買力の低下と所得格差に不満を抱く有権者の理解を得やすい反面、競争力の源泉となってきた企業や専門人材の流出を招き、却って税収基盤を細らせる可能性がある。

国防費を引き上げる過程での福祉削減は必然ではないが、借り入れや増税の選択は財政事情と市場の評価、政治、経済状況に左右され、相互に影響を及ぼし合う。英国以外の国々も手探りで的前進となるだろう。

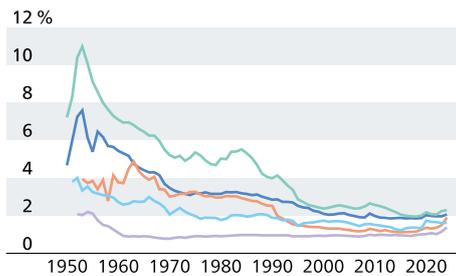
[*1] "How to Finance Europe's Military Buildup? Lessons from History" KIEL POLICY BRIEF No.184, February 2025

[*2] "Europe does not have to choose between guns and butter. There is another way" — The Guardian / 7 July 2025

[図表1] 日本と欧州主要国の国防費GDP比率

資料: ストックホルム国際平和研究所(SIPRI)

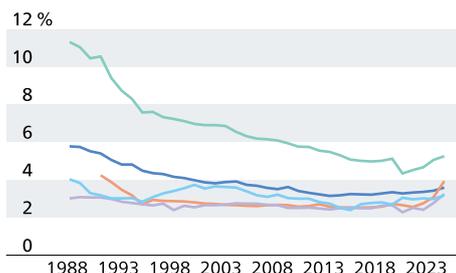
■ フランス ■ ドイツ ■ 英国
■ 日本 ■ イタリア



[図表2] 日本と欧州主要国の国防費の政府支出に占めるシェア

資料: ストックホルム国際平和研究所(SIPRI)

■ フランス ■ ドイツ ■ 英国
■ 日本 ■ イタリア



2025年上期のJリート市場は7.6%上昇。 需給やファンダメンタルズの改善が上昇を後押し 売却益計上による還元強化の取組みが継続

金融研究部 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。

1—— 2025年上期の市場動向

2025年上期(1~6月)のJリート(不動産投資信託)市場を振り返ると、市場全体の値動きを表わす東証REIT指数(配当除き)は+7.6%、配当込みでは+10.3%の上昇となった。業種別では、保有資産の約4割を占めるオフィスセクターが+10.9%と上昇を牽引した。また、米国の関税政策をめぐり4月に一時急落した株式市場と比較しても、Jリート市場は期を通じて堅調に推移し、TOPIX(東証株価指数)の上昇率(+2.4%)を5.2ポイント上回った[図表1]。

Jリート市場は昨年まで3年連続で下落していたが、2025年に入り底打ちの機運

が広がっている。市場ファンダメンタルズの改善に加えて、Jリート投信からの資金流出が一巡し、海外投資家が買い越しに転じるなど、需給懸念が後退したことも価格上昇を後押しした。6月末時点のバリュエーションは、分配金利回りが4.9%(昨年末比▲0.2ポイント低下)、10年国債利回りに対するイールドスプレッドが3.5%(同▲0.5ポイント低下)、NAV倍率が0.85倍(同+0.05倍)となり、利回り指標やNAV指標でみて依然として割安な水準にある。

続いて、6月末時点の市場規模は、上場銘柄数が57社で昨年末から変わらず、市場時価総額は15.3兆円(昨年末比+7%)、運用資産額(取得額ベース)は23.7兆円(同+1%)となった[図表2]。また、Jリートによる物件取得額は5,753億円で、前年同期比▲23%の減少となった。アセットタイプ別の取得割合は、オフィス(32%)・ホテル(26%)・住宅(21%)・物流施設(12%)・商業施設(6%)・底地ほか(3%)となり、今後の収益拡大への期待からオフィスやホテルの取得意欲が旺盛で、両セクターで全体の約6割を占めた。

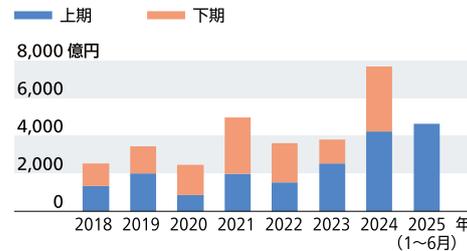
業績面では、堅調な不動産賃貸市況や不動産売却益の計上が寄与し、市場全体

の予想1口当たり分配金は昨年末比+3%、1口当たりNAV(Net Asset Value)は同+2%と過去最高を更新し、市場ファンダメンタルズは引き続き改善傾向にある。

割安是正に向けた取り組みを強化している。その1つが、不動産ポートフォリオの見直しによる物件売却の増加と、それに伴う売却益の投資主への還元である。Jリートによる不動産売却額は、2024年に7,689億円(前年比+102%)と過去最高を記録し、2025年上期も4,634億円(前年同期比+10%)と高水準を維持している[図表3]。

[図表3] Jリートによる不動産売却額

注:発表日ベース 出所:開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



不動産売却損益も、2024年に1,263億円(前年比+79%)と過去最高を記録し、2025年上期は1,153億円(前年同期比+99%)と、既に前年実績に迫る水準に達している。この不動産売却損益について、「含み益の顕在化(鑑定評価額-帳簿価額)」と「投資主価値の向上(売却価額-鑑定評価額)」の2つに分けてみると、単に含み益を実現するだけでなく、より高値での売却を通じて投資主価値の向上を実現している[図表4]。

[図表1] 東証REIT指数とTOPIXの推移 (2024年12月末=100)

注:いずれも配当除きの指数
出所:東京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



[図表2] 2025年上期のJリート市場(まとめ)

出所:各種資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

	2024年末	2025年6月末	騰落率/変化幅
東証REIT指数	東証REIT指数(配当除き) 1,653	1,779	+7.6%
	東証REIT指数(配当込み) 4,206	4,638	+10.3%
市場規模	上場銘柄数(社) 57社	57社	±0
など	市場時価総額(兆円) 14.3兆円	15.3兆円	+7%
	運用資産額(取得額ベース) 23.6兆円	23.7兆円	+1%
	物件の新規取得額 13,446億円	5,753億円	-
ファンダメンタルズ/	1口当たり予想分配金 84.1	86.8	+3%
	1口当たりNAV 2,066	2,098	+2%
バリュエーション	分配金利回り(%) 5.1%	4.9%	▲0.2%
	イールドスプレッド(対10年金利) 4.0%	3.5%	▲0.5%
	P/NAV倍率(x) 0.80x	0.85x	+0.05x
株式市場	TOPIX(国内株) 2,785	2,853	+2.4%
	S&P500(米国株) 5,882	6,205	+5.5%
長期金利	日本10年金利 1.09%	1.43%	+0.34%
	米国10年金利 4.62%	4.28%	▲0.34%

の予想1口当たり分配金は昨年末比+3%、1口当たりNAV(Net Asset Value)は同+2%と過去最高を更新し、市場ファンダメンタルズは引き続き改善傾向にある。

2—— 割安価格は正への取り組み

Jリート市場ではNAV倍率が1倍を下回る状況が長期化するなか、Jリート各社は投資口価格の

[図表4] Jリートによる不動産売却損益

注:発表日ベース 出所:開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成



こうしたJリート各社のプロアクティブな運用姿勢が投資家に評価されて、現在の割安なバリュエーションが是正されることを期待したい。

BMIと体型に関する認識のズレ

年齢・性別による認識の違いと健康行動の関係



保険研究部 主任研究員 村松 容子

yoko@nli-research.co.jp

1 — はじめに

日本では、特に若年女性において、やせている人の割合が高く、増加傾向にある^{*1}。日本肥満学会等が公表した「閉経前までの成人女性における低体重や低栄養による健康課題—新たな症候群の確立について—^{*2}」によると、いくつかある原因の1つに、「SNS、ファッション誌などのメディアの影響によるやせ志向」が指摘されている。「痩せ=美」という価値観が浸透し、食事摂取制限を中心とした減量行動(ダイエット)の志向が強まっており、現代の親世代を含む成人の多くが、理想体重を痩せた体型に偏って認識している実態が指摘されている。

本稿では、ニッセイ基礎研究所が行っている「被用者の働き方と健康に関する調査^{*3}」の結果を使って、若年女性に限らず、性・年齢群別にBMI^{*4}と自分の体型に対する認識の実態を紹介する。

2 — 分析結果

1 | 使用したデータ

本調査では、対象者にBMIまたは身長と体重を回答してもらい、BMIを(1) 18.5未満、(2) 18.5以上22未満、(3) 22以上25未満、(4) 25以上の4つに分類した。体型に対する認識は、自分が「肥満」または「やせ」に該当するか尋ねた結果とした。

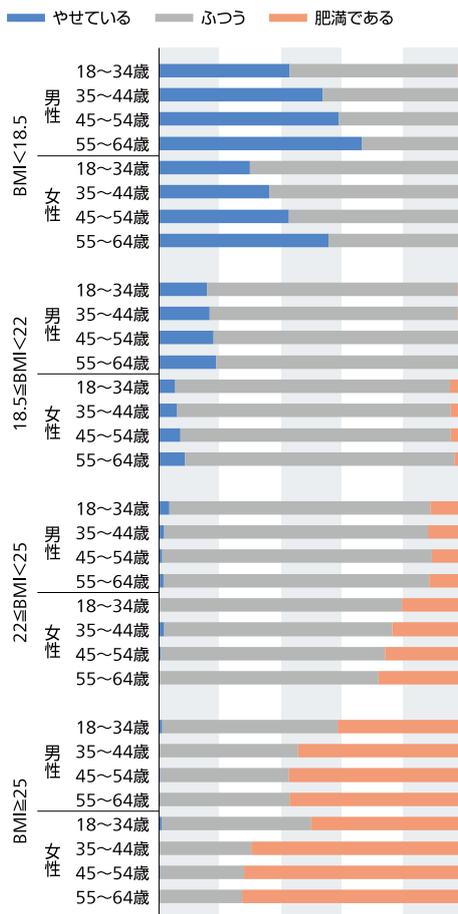
調査の詳細と対象者のBMIや体型に対する認識の分布は、Web版のレポート^{*5}をご参照いただきたい。

2 | 自分自身の体型に対する認識

性・年齢群別に、BMI区分別の自分の体型に対する認識を示す[図表1]。

【図表1】BMI区分の体型に対する認識

出典：ニッセイ基礎研究所「被用者の働き方と健康に関する調査」2021～2025年



(1) BMIが18.5未満

一般に、「やせ」に分類されるとおり、自分を「肥満」と考えている人は、男女ともすべての年齢群でほとんどいない。「やせ」と考えている割合は、男女とも若いほど低く、若年ほど「ふつう」と考える傾向があった。全年齢群で男性と比べて、女性の方が「ふつう」と考えており、18~34歳の女性ではおよそ7割が「ふつう」と認識していた。

(2) BMIが18.5以上22未満

一般には、「普通(やせ気味)」である。今回の結果でも「肥満」と考えている人は5%未満と低く、「ふつう」と考えている割

合が(1) 18.5未満と比べて大幅に増え8~9割にのぼった。年齢別にみると、男女とも若いほど「ふつう」と考えていて、女性が男性よりも「ふつう」と考える傾向がある点は(1) 18.5未満と同様だった。

(3) BMIが22以上25未満

「肥満」と考えている割合が高くなっていく。男性では年齢によらず1割程度で、女性は男性と比べて高く、一番低い18~34歳で20%、一番高い55歳以上で27.7%と年齢が高いほど高かった。「やせ」と考えている人はほとんどいなかった。

(4) BMIが25以上

他区分と比べて「肥満」が大幅に高かった。「肥満」と考えている割合を年齢別にみると、男女とも18~34歳で低く、35歳以上は年齢によらず18~34歳と比べて一様に高かった。女性が男性よりも「肥満」と考えている割合が高かった。逆に、BMIが25以上であっても、男性の4割程度は、「ふつう」と考えていた。

3 | ダイエット実施状況

次に、2025年調査の結果を使って、BMI区分、および自分の体型に対する認識別に、健康状態の維持・改善に向けて、ダイエットを目的とする運動や食事管理を行っているか尋ねた結果を性・年齢群別に、図表2に示す。

性・年齢群別にみると、いずれも、体型の認識別では「肥満」「ふつう」「やせ」の順に、BMI別では「(4) BMI ≥ 25」「(3) 22 ≤ BMI < 25」「(2) 18.5 ≤ BMI < 22」「(1) BMI < 18.5」の順に、行っている割合が高かった。男女とも、いずれの区分も44歳以下の方が45歳以上より、行っている割合



むらまつ ようこ

03年ニッセイ基礎研究所、22年より現職。
主な著書に「みんなに知ってほしい 不妊治療と医療保障」(共著)。

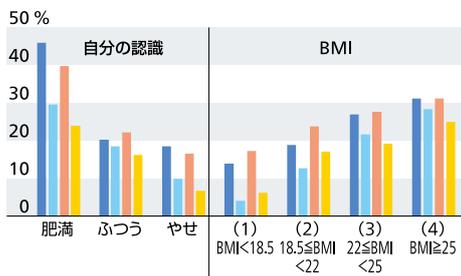
が高かった。

(1) BMI<18.5では、45歳以上ではおよそ5%と、ほとんどダイエットを目的とする運動や食事管理を行っていないのに対し、44歳以下では行っている割合がおよそ15%と、45歳以上と比べて大幅に高かった。一方、(4) BMI≥25では、44歳以下と45歳以上で行っている割合の差は小さかった。肥満と考えている人でみると、44歳以下は45歳以上と比べて大幅に高かった。

【図表2】BMI区分、体型に対する認識別ダイエットを目的とする運動や食事管理実施率

出典：ニッセイ基礎研究所「被用者の働き方と健康に関する調査」2025年

■ 男性 18~44歳(n=237) ■ 男性 45~64歳(n=307)
■ 女性 18~44歳(n=133) ■ 女性 45~64歳(n=179)



3—— おわりに

以上のとおり、BMIと体型に対する認識について、若年女性ではBMIが18.5未満でも「ふつう」と認識する傾向が、他年代の女性や男性と比べて顕著だった。これは、冒頭に紹介した資料と整合的であり、「ふつう」の水準が男女とも若年ほど、また男性より女性で、痩せ寄りであることを示唆している。BMIが低くても「太っている」と考えるような大きな認識の乖離は限定的だった。

一方、BMIが22以上25未満の一般に「普通体重」とされる範囲であっても、中高年女性では「肥満」と認識する傾向があった。これも女性の「ふつう」が、男性と比べ

て痩せ寄りであることによると考えられるが、年齢が高い女性ほど顕著だったことから、若年女性のBMIが18.5未満でも「ふつう」と認識する傾向とは異なる背景によると考えられる。たとえば加齢によって、若い頃と同じ体重でも体型が変化する等の実感があるのかもしれない。

BMIが25以上では、男女とも34歳以下と35歳以上では認識に差があるが、それ以上の年齢では年齢による差は見られない。これには、40歳から始まるメタボ健診(特定健診・特定保健指導)の影響が考えられた。日本では肥満対策が先行しており、特定保健指導の対象とされる条件にBMIが25以上であることも含まれる。そのため、BMI25が、普通体重との境となることはメタボ健診対象年齢ともなれば多くの人が認知していると考えられる。場合によっては、「痩せ=美」という価値観以上に「BMI25以上=生活習慣病リスク」という認知が浸透している可能性が考えられる。冒頭で紹介した資料でも指摘されているとおり、BMIが高いと生活習慣病リスクが高まることは事実であるが、「痩せていれば安心」という誤解も浸透している可能性が考えられ、痩せへのリスクに気づきにくい環境となっていることが考えられた。

こういった体型に対する認識のズレは女性に限らない。今回の結果では、男性も、若年ほど「ふつう」が痩せ寄りであることが伺えた。また、BMIが25以上の男性のうち4~5割が「ふつう」と認識しており、男性の「ふつう」は肥満寄りであると考えられる。

つづいて、BMIや体型に対する認識とダイエット行動との関係を見ると、男女とも、

45歳以上と比べて44歳以下では「肥満」と考えている人で、ダイエットを目的とする運動や食事管理をしていた。また、44歳以下では、BMIが18.5未満や「やせ」でも、やはりダイエットを目的とする運動や食事管理をしていた。

この分析は一時点における調査結果に基づくため、BMIが18.5未満や「やせ」と考えていてもダイエットをしているのか、ダイエットをした結果BMIが18.5未満になったり、「やせ」になったのかはわからない。しかし、体型やBMIの値にかかわらず、若年で運動や食事管理に気を配り、体型をコントロールしようとする意識が強いとすれば、「ふつう」と考える水準を正しく認識することが重要だと考えられる。「ふつう」の水準が、痩せすぎている場合、本人が気づかぬまま健康リスクを抱える可能性がある。

こういった課題の背景に、健康状態がBMIだけでは測れないことが知られている一方で、特に、若年や健康状態が良い時期に、体重(BMI)以外の健康指標を得る機会が限られている現状がある。BMIや体型の認識だけでなく、低栄養リスクや栄養指標の可視化により焦点を当てることで、健康状態を維持するために有効ではないだろうか。

【*1】村松容子「日本女性の“やせ”の特徴」
(<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=82528>)
基礎研レター (2025年7月2日)

【*2】日本肥満学会「閉経前までの成人女性における低体重や低栄養による健康課題—新たな症候群の確立について—」
(https://www.jasso.or.jp/data/introduction/pdf/academic-information_statement_20250416.pdf)

【*3】18~64歳男女-被用者を対象とするインターネット調査。全国6地区、性別、年齢別の分布を、国勢調査の分布にあわせて回収。2025年調査の回収数は5784。
【*4】BMIは、Body Mass Index=体重(kg)÷身長(m)²

【*5】村松容子「BMIと体型に関する認識のズレ~年齢・性別による認識の違いと健康行動の関係」
(https://www.nli-research.co.jp/files/topics/82545_ext_18_0.pdf)
基礎研レポート (2025年7月3日)

2024年度生命保険決算の概要

利差益増により基礎利益は増加、国内債券は含み損だがほぼ問題なし



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)

2024年度の生命保険会社41社の業績を概観する [図表1]。

41社合計では、年換算保険料ベースで新契約は2.6%増加した。保有契約年換算保険料は▲0.0%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。個人保険は対前年2.2%増加した。個人年金は、▲5.0%減少した。個人年金については、2023年度に一時払個人年金が好調であったことの反動減が大きい。第3分野は4.4%増加となった。

基礎利益（再び、図表1を参照）は、資産運用収支の好調により対前年度11.7%増加した。基礎利益が増加した会社数は、41社のうち27社である。

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

2024年度までの資産運用環境は図表3の通りである。

こうした状況を反映して、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、従来、国内債券中心の資

[図表2] 新契約年換算保険料(2024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	6,488	1,005	7,495	2,277
伝統的生保17社	9,367	4,258	13,628	2,986
外資系生保12社	5,454	342	5,795	1,785
損保系生保4社	1,782	472	2,255	482
異業種系生保等7社	1,293	933	2,225	226
かんぽ以外40社合計	17,895	6,005	23,903	5,478
(対前年増加率)				
大手中堅	▲0.4%	24.7%	2.4%	6.2%
伝統的生保	0.2%	▲11.6%	▲3.8%	6.4%
外資系生保	6.5%	74.2%	9.0%	9.1%
損保系生保	▲6.6%	▲3.7%	▲6.0%	▲11.9%
異業種系生保等	13.7%	14.1%	13.9%	▲13.2%
かんぽ以外40社合計	2.2%	▲5.0%	0.3%	4.4%
(シェア)				
大手中堅	36.3%	16.7%	31.4%	41.6%
伝統的生保	52.3%	70.9%	57.0%	54.5%
外資系生保	30.5%	5.7%	24.2%	32.6%
損保系生保	10.0%	7.9%	9.4%	8.8%
異業種系生保等	7.2%	15.5%	9.3%	4.1%
かんぽ以外40社合計	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)	(100.0%)
(シェアの増減)				
大手中堅	-0.9%	4.0%	0.6%	0.7%
伝統的生保	-1.0%	-5.3%	-2.4%	1.0%
外資系生保	1.2%	2.6%	1.9%	1.4%
損保系生保	-0.9%	0.1%	-0.6%	-1.6%
異業種系生保等	0.7%	0.1%	1.1%	-0.8%
かんぽ以外40社合計	-	-	-	-
かんぽ生命	1,750	0	1,751	71
増加率	49.9%	▲41.5%	49.8%	▲31.1%

[図表3] 運用環境 (円、ポイント、%)

	2023.3末	2024.3末	2025.3末
日経平均株価	28,041	40,369	35,617
TOPIX	2,004	2,769	2,658
10年国債利回り	0.389	0.750	1.497
米国10年国債利回り	3.553	4.206	4.156
為替 対米ドル	133.53	151.41	149.52
対ユーロ	145.72	163.24	162.08
対豪ドル	89.69	98.61	93.97

[図表4] 有価証券含み益(大手中堅9社計) (兆円)

	2022年度末	2023年度末	2024年度末	増減
国内債券	2.7	▲2.7	▲10.4	▲7.7
国内株式	12.7	21.0	17.7	▲3.3
外国証券	1.0	4.4	3.7	▲0.6
外国債券	▲0.3	1.5	0.9	▲0.6
外国株式	1.3	2.9	2.8	▲0.0
その他とも合計	16.5	23.2	11.3	▲11.8

[図表1] 主要業績(2024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、住友、第一、大同、大樹、富国、太陽、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・ウェルズ、フコク生命、T&Dフィナンシャル、メディアア、ネオファースト、はなざく、なないろ
【外資系生保12社】メットライフ、アフラック、ジブラルタ、アクサ、フルデンシャル、エヌエヌ、マニラライフ、PGF、FWD、クレディ・アグリコル、チューリッヒ、カーディフ
【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ひまわり 【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	増加率	シェア	兆円	増加率	シェア	兆円	増加率	シェア	兆円	増加率	シェア	億円	増加率	シェア
大手中堅9社	7,495	2.4%	31.4%	12.7	▲0.9%	48.9%	15.16	▲4.9%	38.0%	234.5	▲2.9%	65.3%	25,166	21.0%	61.8%
伝統的生保(17社)	13,628	▲3.8%	57.0%	15.3	0.8%	58.9%	21.71	▲6.1%	54.5%	254.6	▲2.4%	70.9%	26,586	26.2%	65.3%
外資系生保(12社)	5,795	9.0%	24.2%	6.5	▲0.7%	25.0%	12.37	5.1%	31.0%	59.4	▲2.8%	16.5%	10,981	▲3.8%	27.0%
損保系生保(4社)	2,255	▲6.0%	9.4%	2.4	▲0.1%	9.3%	3.07	▲5.8%	7.7%	24.5	▲4.5%	6.8%	1,720	▲8.6%	4.2%
異業種系生保等(7社)	2,225	13.9%	9.3%	1.8	5.9%	6.8%	2.71	16.1%	6.8%	20.4	2.3%	5.7%	1,455	▲28.4%	3.6%
小計	23,903	0.3%	100.0%	26.0	0.7%	100.0%	39.87	▲1.5%	100.0%	359.0	▲2.4%	100.0%	40,741	11.9%	100.0%
かんぽ生命	1,751	49.8%	(7.3%)	3.0	▲5.5%	(11.6%)	3.15	27.0%	(7.9%)	59.6	▲2.1%	(16.6%)	2,422	8.1%	(5.9%)
生保計(41社)	25,654	2.6%	-	29.0	▲0.0%	-	43.03	0.1%	-	418.5	▲2.4%	-	43,163	11.7%	-

産運用をしてきたため、国内金利が上昇する中で、9社すべてが多額の含み損を抱える状況となっている。なお大手中堅9社に限らず、国内債券を保有する会社は全て国内債券は含み損となっている模様で、その規模は全体では約▲20兆円(2023年度末は約▲5兆円)となっている。

一方で、生命保険会社の場合、こうして資産側の債券だけみると含み損となっても、対応する長期負債(責任準備金)の時価評価額の方が、それ以上に減少していると考えられるため、全体としては、財務状況に問題はないと思われる。(後述)

2 | 基礎利益は大きく増加

そうした中、2024年度の基礎利益は25,166億円、対前年度21.0%増加となった [図表5]。うち利差益は13,238億円で、前年度比82.1%増加、危険差益・費差益等からなる保険関係収支は11,928億円、▲11.9%の減少となった。

3 | うち利差益も増加

利差益について、さらに詳しく見てみる [図表6、7]。

利差益が増加した理由は、多くの会社で、比較的高い金利と円安により、外国債券利息が増加したこと、あるいは国内の株式配当金が増加したことによるものと推測

される。

運用資産の中核である国内債券に関しては、金利がこのまま徐々にでも上がってくれば、負債に適した投資対象として復活してくるので、今後期待が持てるところだろう。

一方、「平均予定利率」は、毎年緩やかな低下を続けてきた。

【図表5】基礎利益の状況(国内大手中堅9社計)(億円)

	2022年度	2023年度	2024年度	増加率
A 基礎利益	15,414	20,802	25,166	21.0%
B. 利差益	6,991	7,269	13,238	82.1%
C(=A-B). 費差益・ 危険差益等	8,422	13,533	11,928	▲11.9%

【図表6】利差益の状況
(大手中堅(利回り非公開の大樹除く)8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、2022年度および2023年度については、判明後修正した。

	2022年度	2023年度	2024年度	差異
①平均予定利率	1.81%	1.75%	1.73%	▲0.02%
②基礎利回り(*)	2.26%	2.22%	2.55%	+0.33%
③=②-①	0.45%	0.47%	0.82%	+0.35%
④責任準備金	164.4兆円	165.8兆円	165.7兆円	▲0.1兆円
⑤利差益(③×④)	7,262億円	7,669億円	13,490億円	+5,821億円

【図表7】利差益(逆ざや)状況の推移
(大手中堅(利回り非公開の大樹除く)8社計)



一般的には今後ももう少し低下していくと考えられるが、何社かは上昇し始めており、下げ止まりも近いかもしれない。

4 | 当期利益は増加

～引き続き内部留保の割合は高いが、配当金額も増加

次に当期利益の動きをみる [図表8]。

基礎利益 (①)は大幅に増加、キャピタル

【図表8】当期剰余とその用途(大手中堅9社計)

注1:(※)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(または繰入)前の数値となる。(単位:億円)

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	増加額
①基礎利益	22,970	15,414	20,802	25,166	4,364
②キャピタル収益	19,589	36,415	33,851	30,133	▲3,718
③キャピタル費用	▲13,987	▲33,982	▲33,175	▲31,460	1,715
基礎利益+ キャピタル損益	28,571	17,827	21,478	23,839	2,361
④不動産処分損益	▲382	▲392	▲182	▲318	▲136
⑤不良債権償却	▲250	▲377	▲170	▲248	▲78
⑥法人税および住民税	▲3,732	▲1,453	▲2,140	▲3,402	▲1,261
⑦法人税等調整額	2,098	245	▲32	3,390	3,422
⑧その他	▲11,829	▲4,494	▲3,100	▲16,105	▲13,005
A.「当期利益」(※) (①から⑧合計)	14,476	11,356	15,853	7,157	▲8,696
(a)うち、追加責任 準備金繰入額	▲9,497	▲4,311	▲3,022	▲15,958	▲12,936
A' (a)を除いた場合の 当期利益	23,974	15,667	18,875	23,115	4,240
危険準備金の増加	2,578	1,848	2,182	▲7,848	▲10,029
価格変動準備金の増加	2,102	881	1,835	1,584	▲251
資本の増加	4,125	3,199	5,454	6,302	848
B.内部留保の増加 (▲は取り崩し)	8,805	5,929	9,471	38	▲9,433
B'広義の内部留保の 増減(B+(a))	18,303	10,240	12,492	15,996	3,504
(B'/A')	76%	65%	66%	69%	3.0
C.契約者配当準備金繰入 (C/A')	5,671	5,427	6,382	7,119	737
(C/A')	24%	35%	34%	31%	▲3.0

損益 (②+③)は合計で減少し、その合計で23,839億円と対前年度+2,361億円の増加となった。また、「⑧その他」のほとんどを占めるのが、追加責任準備金の繰入額であり、9社中8社が、個人年金や終身保険など貯蓄性の高い商品を対象として繰入を行なっている。

さてこうした利益の使途であるが、危険準備金、価格変動準備金、追加責任準備金繰入を加算した実質的な内部留保の増加額(B')は15,996億円と、これも前年度より+3,504億円増加している。

一方、配当であるが、7,119億円が還元(株式会社の契約者配当を含む)されることとなり、対前年737億円増加している。

このような見方をすれば、2024年度は「実質的な利益」の69%が内部留保に、残り31%が契約者への配当にまわっているとみることができる。

5 | ソルベンシー・マージン比率

～高水準を維持、一部の会社のESRも開示され、大きな変動なし

健全性の指標であるソルベンシー・マージン比率(9社合計ベース)をみたものが図表9である。ソルベンシー・マージン総額と保有リスクとの関係を見るため、形式的に9社計で算出した比率は前年度の934.4%から887.0%へと下がってはいるが、引き続き高水準にある。

これまで現行方式によるソルベンシー・マージン比率の内訳をみることに、保有リスクとそれに対する準備金等の対応状況は、ある程度窺い

知ることができていたが、それに加えて、経済価値ベースのソルベンシー指標(ESR)を、大手4社など一部の会社が開示し始めている。これは新たな算出方法(例えば資産、負債とも経済価値、いわば時価ベースで評価するなど)による、会社のリスク量に対する自己資本の率である。開示会社の数値はおよそ200%~220%程度で、前年度から大きな変動はみられない。

6 | 国内債券の含み損について

2024年度末時点では、ほぼすべての生命保険会社において、保有する国内債券は含み損の状況にある。しかしこのことは、特段の問題はないと思われる。

まずは、会計上は現れないが、金利が上昇するにつれて、対応する保険負債(責任準備金)の時価ベースの評価額の方も下落しているはずなので、準備金積立の負担が実質的には小さくなっている。

負債の時価評価まで見なくとも、債券の含み損は満期まで保有すれば解消する性質のものであるから問題ないとも言える。この場合心配なのは、金利がさらに上昇して、競合する金融商品の利回りが高くなってきた時に、生命保険を解約してそちらに大量に移っていくことである。資金確保のため、満期まで債券を持っていないことになるからである。

国内大手会社の場合、株式保有も一定程度あるので、その含み益、売却益で損失をカバーすることが可能であろう(再び図表4参照)。また、株式をほとんど持たないそれ以外の会社でも、これまでの各種の準備金などの内部留保でカバーできると考えられる。

【図表9】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/2)

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。

	2021年度		2022年度		2023年度		2024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	実額	対リスク比率
(1)ソルベンシー・マージン	44.6兆円	999.1%	41.2兆円	955.0%	51.6兆円	934.4%	47.3兆円	887.0%
うちオンバランス自己資本	14.7	329%	14.8	343%	15.5	280%	14.9	279%
うちその他の有価証券 評価差額	16.0	358%	12.5	289%	22.0	399%	17.5	328%
うち土地の含み損益	1.8	41%	2.0	45%	2.1	38%	2.3	43%
うち負債性資本調達	5.0	112%	5.0	116%	5.3	96%	6.2	116%
うち解約返戻金相当額 超過額等	7.1	160%	7.0	161%	6.7	122%	6.5	121%
(2)リスク総額	8.9兆円		8.6兆円		11.0兆円		10.7兆円	

東京オフィス市場は賃料上昇継続。宿泊需要は伸び率が鈍化

不動産ウォッチャー・レビュー2025年第2四半期



金融研究部 准主任研究員 渡邊 布味子

fwatanabe@nli-research.co.jp

2025年4-6月期の実質GDPはプラス成長となった。

住宅市場では価格上昇が続いている。東京オフィス市場では賃料の上昇基調が強まっている。東京23区のマンション賃料は引き続き上昇している。ホテル市場では宿泊需要の伸び率が鈍化した。物流市場では首都圏の空室率が高止まりしている。2025年第2四半期の東証REIT指数は+5.2%上昇した。

1—— 経済動向と住宅市場

4-6月期の実質GDP(1次速報)は前期比年率+0.3%となった。設備投資が底堅さを維持し、物価高の影響が若干和らいだことで民間消費が前期から伸びを高めた。なお、7-9月期については、米国の関税引き上げの影響で輸出が落ち込み、マイナス成長となる可能性がある。

住宅市場では、住宅価格が上昇するなか新規供給は低調に推移している。4-6月の新設住宅着工戸数は前年同期比▲25.6%の減少となった。建築物省エネ法および建築基準法の改正(4月施行)を前にした駆け込み需要の反動により、4月以降は大幅な減少が続いている。4-6月の首都圏のマンション新規発売戸数は前年同期比▲6.0%減少した。4-6月の首都圏の中古マンション成約件数は4-6月累計で12,090件(前年同期比+29.2%)と3四半期連続で増加した。また、5月の首都圏中古マンション価格は前年同月比+8.6%の上昇となった[図表1]。中古マンション市場では価格の上昇と成約件数の増加が続いている。

[図表1] 不動産研住宅価格指数(首都圏中古マンション)

出所: 日本不動産研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

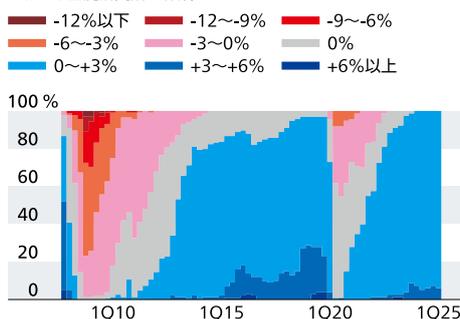


2—— 地価動向

地価は、住宅地・商業地ともに上昇している。国土交通省の「地価LOOKレポート(2025年第1四半期)」によると、5四半期連続で全ての地区(全国80地区)が上昇となった[図表2]。同レポートでは、「住宅地では利便性や住環境に優れた地区のマンション需要が引き続き堅調で上昇傾向が継続。商業地では再開発事業の進展や国内外からの観光客の増加、底堅いオフィス需要などから上昇傾向が継続した」としている。また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率(7/1時点)は前期比+0.5%(前回+1.3%)となり20四半期連続でプラスとなった。ただし、値上がり地点の減少(前回比▲9地点)や、値下がり地点の増加(前回比+4地点)が確認され、上昇率は弱まりつつある。

[図表2] 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



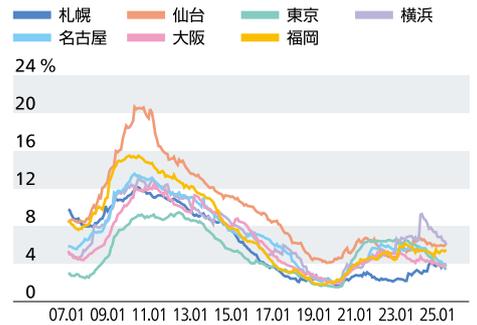
3—— 不動産サブセクターの動向

1 | オフィス

三鬼商事によると、6月の東京都心5区の空室率は3.37%(前月比▲0.19ポイント)、平均募集賃料(月坪)は17カ月連続で上昇し20,877円(前月比+0.5%)となった。他の主要都市では、札幌と福岡を除き、空室率は前年比で低下し、賃料についても好立地の物件を中心に上昇基調が継続している[図表3]。

[図表3] 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



三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス(第2四半期)」によると、東京都心部Aクラスビル賃料は30,563円(前期比+0.2%)と7期連続で上昇し、空室率は2.3%(前期比▲3.8ポイント)と大幅に低下した[図表4]。同社は、「2025年第2・第3四半期のAクラスビルの新規供給は低水準に止まり、建築中ビルのテナント誘致も進んでいることから、来期も需給バランスの引き締め傾向が続く」としている。

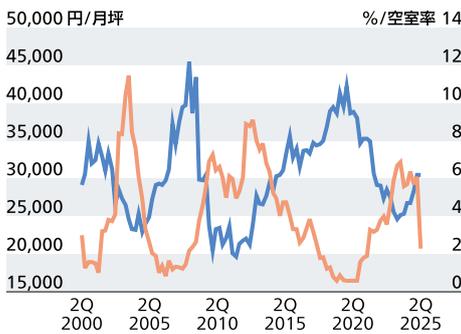
また、日経不動産マーケット情報(2025年8月号)によると、東京ビジネス地区のオフィス成約賃料は、22エリア中、半年前との比較で5%以上の上昇が12エリア、2.5%以上5%未満の上昇が5エリアとなった。東京駅周辺の大型ビルの成約水準(月坪)は3.6万円から5.4万円で、直近のピーク(19



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)

[図表4] 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) ■ 空室率(期末:右目盛)



年12月～20年9月)とほぼ同水準に戻り、さらに上昇する勢いとのことである。

このように、東京オフィス市場では賃料の上昇基調が強まっており、数年後に竣工を予定する新築ビルへの引き合いも出始めている。一方で、今後は米国の相互関税が企業業績に及ぼす影響が懸念される。「業績拡大→設備投資拡大→オフィス賃料上昇」の好循環が維持されるかどうか、引き続き市場動向を注視する必要がある。

2 | 賃貸マンション

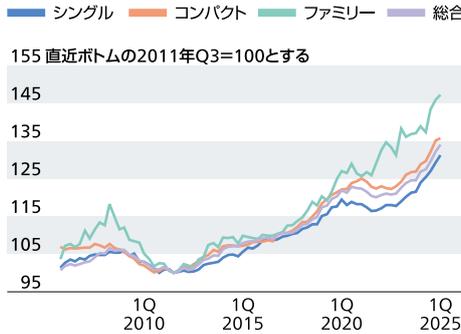
東京23区のマンション賃料は、全ての住居タイプで前年同期比プラスとなった。2025年第1四半期はシングルタイプが+6.9%、コンパクトタイプが+6.5%、ファミリータイプが+7.5%であった[図表5]。一方で、総務省によると、2025年1-6月累計の東京23区における転入超過数は+43,437人となり、前年同期比▲21%減少した。昨年8月以降、11カ月連続で前年同月を下回っており、都心回帰の動きには鈍化がみられる。

3 | 商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、円高の影響などを背景に高額商品のインバウンド消費が落ち込み、百貨店の売上減少が続いている。商

[図表5] 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」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



業動態統計などによると、4-6月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が▲6.5%、スーパーが+3.5%、コンビニエンスストアが+2.7%となった。6月単月では、百貨店が▲7.7%(5カ月連続のマイナス)、スーパーが+3.1%(8カ月連続のプラス)、コンビニエンスストアが+3.7%(4カ月連続のプラス)となっている。

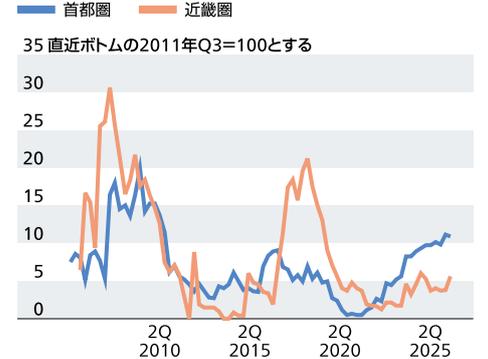
ホテル市場は、引き続きインバウンド需要が拡大しているものの、6月は前年同月比で減少したことや、日本人による宿泊需要の低迷を受けて、全体の伸び率は鈍化している。宿泊旅行統計調査によると、2025年4-6月累計の延べ宿泊者数は前年同期比+0.5%、このうち日本人が同▲3.7%、外国人が同+12.1%となった。また、2025年4-6月累計の訪日外国人客数は約1,098万人(前年同期比+19.0%)、上期累計では約2,151万人(同+21.0%)となり、過去最速のペースで2,000万人を突破した。

物流賃貸市場は、首都圏では外縁部を中心に空室率が高止まりしている。CBREの調査によると、首都圏の大型物流施設の空室率(第2四半期)は10.9%(前期比▲0.2ポイント)となった[図表6]。新築や築浅物

件で成約がみられ空室消化が進んだものの、全体の新規需要は過去5年平均(12.6万坪)を下回る水準にとどまった。一方、近畿圏の空室率は5.6%(前期比+1.8ポイント)に上昇した。2025年下期も引き続き高水準の供給が予定されているものの、内定状況は順調であり、空室率は今後低下傾向で推移する見通しとのことである。

[図表6] 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

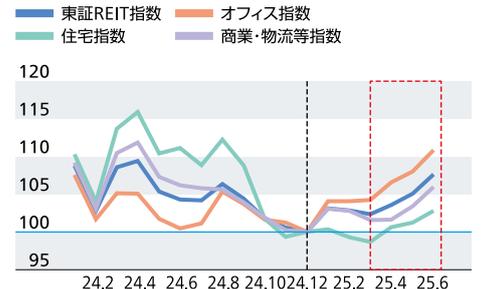


4—— J-REIT (不動産投信)市場

2025年第2四半期の東証REIT指数は、3月末比+5.2%上昇した。業種別では、オフィスが+6.3%、住宅が+4.2%、商業・物流等が+4.3%となり、オフィスセクターが上昇を牽引した[図表7]。6月末時点のバリュエーションは、NAV倍率が0.85倍、分配金利回りが4.9%、10年国債利回りとのイールドスプレッドは3.5%となっている。

[図表7] 東証REIT指数の推移(2024年12月末=100)

出所:東京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



「SDGs疲れ」の空気から考える、本当のサステナビリティ

「検索データ」から見る、日・米・欧のSDGsギャップ



おぐち・ゆたか

97年～商社・電機において電力・エネルギー事業、コンサルティング会社で
地方自治体の中心市街地活性化・観光振興に従事、株式会社日本リサーチ
センターで消費者調査・研究に長年携わった後、24年7月 ニッセイ基礎研究所、
多摩美術大学 非常勤講師(消費者行動論)・日本行動計量学会会員



生活研究部 准主任研究員 小口 裕
y-oguchi@nli-research.co.jp

1——「SDGsは、今は流行らない」という声に立ち止まる理由

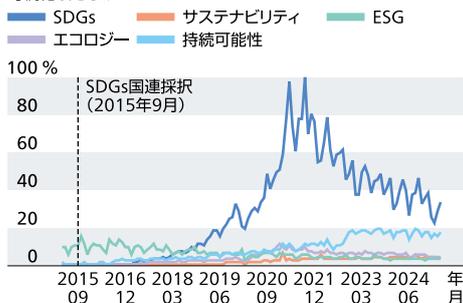
「最近、SDGs って聞かなくなったよね」
——そんな声がビジネスの現場からも聞こえてくる。かつては企業も自治体もこぞってバッジをつけ、テレビや教材でも目にする機会が多かったこの言葉に、少し冷めた空気が漂っているのは否めない。

だが、この「飽き」のような反応を、果たしてどう読み解けばよいのだろうか。

2——「突出した関心」は「過熱」ではなく「集中的普及」の結果？

Googleトレンドのデータ*を見ると、日本におけるSDGsの検索数は、2021年にかけて急上昇し、ついには検索人気の最大値「100」に到達している[図表1]。

【図表1】日本におけるGoogle「サステナ」関連検索ワード別人気度(相対的検索数指数)
資料: GoogleTrendによるデータをニッセイ基礎研究所にて分析・可視化したもの



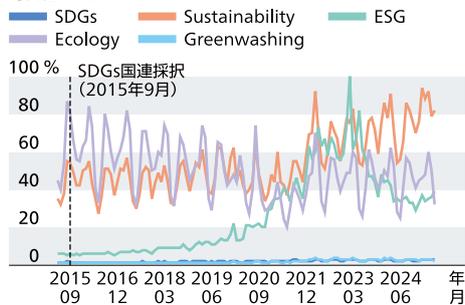
2021年と言えば、東京オリンピックの開催をはじめ、政府による全国的な推進、教育現場への導入といった、トップダウン型の広報活動が展開された時期と重なる。言い換えれば、この時期の日本では「SDGs」という枠組みが、わかりやすく、かつ一気に社会へ浸透しやすい形で提供されたということでもある。

3—— ESGとSustainabilityに注目する世界。SDGsに集中する日本

一方、視点を世界に広げると、各国で

注目されているキーワードは日本とはやや異なる傾向がある。たとえば、米国では「Sustainability」や「ESG」が長期的に高い検索水準を維持している。これはESG投資をめぐる議論や州法制定などが影響していると考えられる[図表2]。

【図表2】米国におけるGoogle「サステナ」関連検索ワード別人気度(相対的検索数指数)
資料: GoogleTrendによるデータをニッセイ基礎研究所にて分析・可視化したもの



また、ドイツやフィンランドなど欧州では、「Greenwashing」など、企業の環境主張に対する消費者の批判的視線があることが伺える[図表3・4]。

4—— 「飽きた」のではなく「定着した」？

—— 検索数の減少をどう読むか

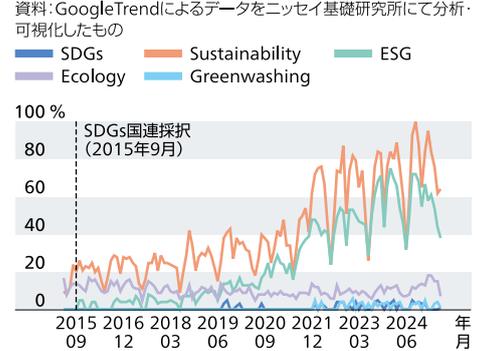
2022年以降、日本でのSDGs検索(人気度)は減少傾向にあり、ピークアウトが見て取れる。しかし、これをもって「やっぱり一過性だった」と判断するのは簡単だが、慎重に捉える必要もありそうだ。

実際、日本国内でも「ESG」や「Sustainability」への関心がじわじわと増えてきており、SDGsから次の専門概念へと関心が分岐してきた可能性もある。これはむしろ、社会的な理解が「広がりから深まりへ」移行しつつある過程とも見ることができ。

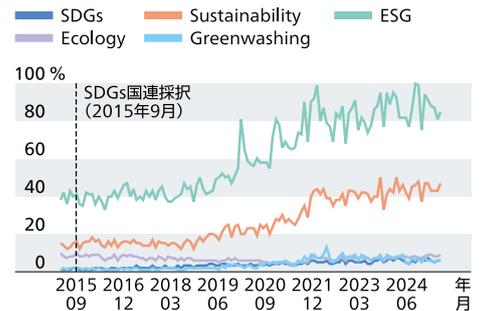
5—— 「持続可能性」の安定的な増加

—— より生活に近い言葉で「持続可能性」を語る意識の広がり

【図表3】フィンランドにおけるGoogle「サステナ」関連検索ワード別人気度(相対的検索数指数)
資料: GoogleTrendによるデータをニッセイ基礎研究所にて分析・可視化したもの



【図表4】ドイツにおけるGoogle「サステナ」関連検索ワード別人気度(相対的検索数指数)
資料: GoogleTrendによるデータをニッセイ基礎研究所にて分析・可視化したもの



さらに、2021年以降、「持続可能性」という日本語キーワードの検索数が安定的に増加している。この傾向を、「日本語としての定着」の兆しと捉えると、見える風景はまた変わってくる。むしろ重要なのは、こうした知識基盤をいかに次のテーマへと繋げていくかであろう。

たとえば、ESG経営への転換、脱炭素政策との接続、あるいは若年層との共創といった文脈において、SDGsを「きっかけ」として機能させながら、単なるラベルを超えて、「持続可能性」という「中身のある日本の言葉」として社会に広く拡張させていく良いタイミングであるとも言えるのではないかと。

【*】このデータは米Google社が提供しているサービスのGoogleトレンドに基づき、各国で検索されたサステナビリティ関連キーワードの人気度(相対的な検索量の推移)を示す。0~100の指数で表示され、検索数の絶対値ではなく、地域・期間内での関心の強さを相対比較できる。

米利下げ再開が視野に、円高進行の目途は?

月 初、1ドル150円台半ばでスタートしたドル円は、米雇用統計の大幅な下振れに伴うFRBによる9月利下げ観測の台頭を受けて、5日に146円台まで下落した。その後は米利下げ再開の時期を見定めようとする様子見地合いが続くなか、米インフレ観測によるドル買いや、株高に伴うリスク選好的な円売りなどによりやや円安に振れる場面があった一方、トランプ政権によるFRBへの相次ぐ利下げ圧力などでドルが弱含む場面もあり、方向感を欠く展開に。足元では148円台半ばにある。

雇用統計の大幅な下振れを受けて、FRBが主張してきた「米雇用情勢は堅調」との前提に疑問符が付いている。このため、FRBは9月にも利下げを再開し、以降段階的に利下げを継続する可能性が高いだろう。一方、日銀はしばらく様子見姿勢を続けると見込まれるが、見据えている先が利上げであることは明確だ。日米の金融政策の方向性の違いが再び顕在化することで、秋にかけて円高ドル安が進むと予想している。ただし、国内では、政治情勢が極めて流動的となっており、今後の財政拡張への思惑が円高の抑制に作用しそうだ。さらに、FRBの段階的な利下げについての市場での織り込みが既にかなり進んでいることも踏まえると、円が急伸する展開は考えづらい。3か月後の水準は144円前後と見込んでいる。

なお、仮に国内で財政拡張に積極的で利上げに消極的な政権が発足する場合には当該シナリオは崩れる。その際のドル円は、一旦1ドル150円を大きく突破する可能性が高い。

月初1.5%台半ばでスタートした長期金利は、米雇用統計の下振れやトランプ政権によるFRBへの利下げ圧力を受けて、5日には1.4%台後半に低下した。一方、中旬以降は日本のGDP上振れに伴って日銀利上げ観測が高まったことや、拡張的な財政政策への警戒が煽るなかで入札・日銀オペで国債需給の緩みが示されたことなどをを受けて上昇し、足元は1.6%を若干上回る水準に達している。

日本国債を積極的に買う材料は乏しく、今後も拡張的な財政政策や日銀の利上げに対する思惑を背景に、長期金利の上昇圧力が煽るだろう。3か月後の水準は1.6%台後半と予想している。



首席エコノミスト **上野 剛志**

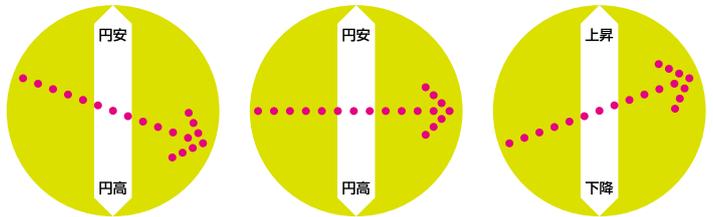
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

98年日本生命保険相互会社入社、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所。



Market Karte

September 2025

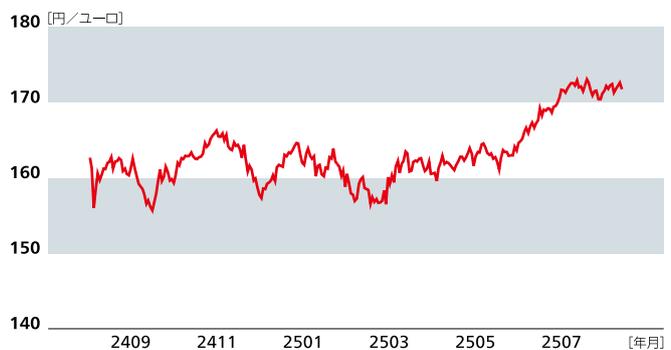


ドル円・3か月後の見通し ユーロ円・3か月後の見通し 長期金利・3か月後の見通し

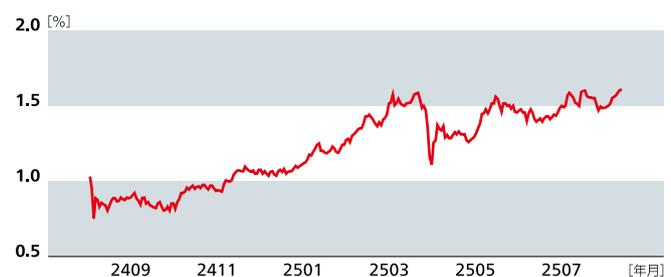
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



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 介護保険改正の論点を考える
—積み残された財源問題のほか、人材確保や
有料老人ホームの見直しも論点に、参院選の影響？
三原 岳 [基礎研レポート | 2025/7/29号]
- 2 長期金利1.6%到達は通過点か？
～今後の金利見直し
上野 剛志 [エコノミストレター | 2025/8/4号]
- 3 注目される「アクティブシニア」の消費とは
原田 哲志 [基礎研レター | 2025/7/24号]
- 4 ドル円の膠着はいつまで？
～ドル安でも円安是正は足踏み
上野 剛志 [エコノミストレター | 2025/7/8号]
- 5 J-REIT市場の動向と収益見直し。
今後5年間で▲7%減益を見込む
—シナリオ別のレンジは「▲20%～+10%」となる見直し
岩佐 浩人 [基礎研REPORT-I | 2025/5/9号]

コラムアクセスランキング

- 1 複素数について (その3)
—複素数の工学・物理学への応用—
中村 亮一 [研究員の眼 | 2025/8/7号]
- 2 令和の米騒動が起きた背景と農業の現状
～米の価格高騰はなぜ起きた？～
小前田 大介 [研究員の眼 | 2025/4/17号]
- 3 複素数について (その1)
—虚数・複素数とは(その歴史と概要)—
中村 亮一 [研究員の眼 | 2025/5/15号]
- 4 税制改正でふるさと納税額はどうか？
高岡 和佳子 [研究員の眼 | 2025/4/3号]
- 5 「持ち家か、賃貸か」。
法的視点から「住まい」を考える (2)
～「所有権」の制限：「権利の濫用」とは何か～
渡邊 布珠子 [研究員の眼 | 2025/7/28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25/7/21-25/8/18》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

国別人工衛星の打ち上げ数 [9月12日は宇宙の日]

Source : UNOOSA(国際連合宇宙局)2025年3月現在 Design : infogram©

