

三井住友信託銀行

調査月報



時論	
<u>グローバル経済の新たな前提条件</u>	1
経済の動き	
<u>資源価格下落で二極化する資源国～グローバル・マネーフローレビュー～</u>	3
<u>米利上げ観測下でも成長続くASEAN経済</u>	9
<u>上昇続く東京オフィスビル価格をどう見るか</u> <u>～賃料の上昇期待から見た持続性～</u>	15

時論

グローバル経済の新たな前提条件

世界の市場関係者が固唾を飲んで見守った米国FRBの利上げは、結局、見送りとなった。インフレ見通しがやや軟調という米国内事情に加え、「米国と諸外国の経済・金融上の関わり合いが相互に大きいことを踏まえると、海外情勢を注視する必要がある」というイエレン議長のコメントからも、中国経済の減速とその影響の拡散がその背景に大きく横たわっていることは明らかであろう。

中国経済の減速をより具体的かつ正確に描写すると、中国経済の何もかもがダメになっているわけではなく、問題の本質は、素材・生産設備型製造業（鉄鋼、石油化学、建設機械等）を中心とする、過剰生産設備の廃棄・縮小という設備ストック調整圧力の急速な高まりであり、そこから追加的に発生する在庫調整圧力であり、設備の過剰度合いが極めて大きいゆえに、上記製造業部門には「投資削減が投資削減を呼び、減産が減産を呼ぶ」ことが長期に渡るといえることである。

このことは、すでに顕在化していることでもあるが、今後しばらくの間（半年程度ではなく少なくとも1～2年）は、グローバル経済・金融環境を見る際には、次のような前提を置いて考えるべきことを意味する。

第1は、資源価格と、アジア市場における素材・生産設備型製造業製品はデフレ圧力を受け続けることである。

粗っぽく表現すると、従前、中国は製造業の過剰投資・過剰生産、資源の暴食により、世界に工業製品デフレ経済と資源インフレをばら撒いたが、今後は、製造業の投資需要不足と減産、資源需要の減少によって、（主として素材・生産設備部門の）工業製品デフレと資源デフレをもたらすということである。

第2は、先進工業国は資源安の恩恵を受け、世界経済の牽引役を果たす一方、新興国・資源国の経済成長やソブリン・クレジットには下押し圧力が増すということである。

中国向け輸出依存度が高いアジア新興国（ベトナム、マレーシア、タイ等）が直接的な影響を受けることはもちろんであるが、中国経済の減速は、資源デフレとともに、今や「BRICs」「NEXT11」「VISTA」ともてはやされた新興国全般への成長期待の剥落につながっており、中国向け輸出依存度が低いインドネシア、ブラジル、トルコでも自国通貨安に伴う物価上昇、政策金利の引き上げ（あるいは高止まり）などにより、成長率に下押し圧力が高まっている。

第3は、グローバル規模で金融市場が不安定化することである。

資源価格下落の恩恵を受ける先進工業国でも一般物価面ではデフレ圧力が増している。このためゼロ金利政策や非伝統的金融政策からの「卒業」が見込まれていた米国FRBは利上げ時期が来年にずれ込む「留年」、伝統的金融政策への回帰が大幅に遅れる「就職難」を余儀なくされる可能性もあり、米国に続く「卒業」を目指していた英国BOEも「事態がどのように進むか明らかでない」旨表明、ECBも追加緩和の可能性を示唆している。

こうして、超金融緩和、超低金利がさらに長引く可能性が高まるとともに、今日の非伝統的金融政策の中核と言えるフォワードガイダンスが効きにくくなり、市場関係者のシナリオも描きにくくなる中では、金融市場では方向感が定まりにくい動きが続くだろう。

では、こうした事態がさらに昂進し、リーマン・ショックやアジア通貨危機ほどではないにせよ、世界同時不況や一部新興国における深刻な状況を招来するのだろうか。その蓋然性は一頃より高まったことは確かであるが、そうした事態を食い止める下記諸要因も存在する。

第 1 は、中国の素材・生産設備型製造業の投資需要減退を埋める、中国自身と新興国の岩盤需要と先進国の循環需要の存在である。

すなわち、中国の 13 億人、インドの 12 億人、ASEAN 地域の 6 億人規模の毎年着実に所得水準が上がり続ける人々の個人消費需要があり、それに応じた同国・地域内の消費財製造業やサービス業の設備投資需要がある。2016 年には 3% 近傍まで成長率が高まると見られる米国経済、9 四半期連続してプラス成長を維持し、2015 年・2016 年とも 1% 台後半の成長率を達成する見通しのユーロ圏経済は、貿易チャンネルを通じて世界経済の下支え役となることは言うまでもない。

第 2 は、アジア新興国・地域においては、リーマン・ショック時や米国 FRB のテーパリング開始時でも純増を維持した同国・地域向け直接投資が、選別色は強まるものの今後も堅調に推移すると見られることである。この直接投資もやはり上記の岩盤需要を取り込もうとするものであるが、その資金規模は証券投資形態と拮抗するものであり、金融市場におけるグローバルマネー流出の影響を緩和する役割を果たさだろう。

相応に蓋然性があるリスクシナリオは、中国経済の大失速よりも、米国経済の回復基調が一段と強まり、インフレ率も明らかに高まり、FRB がかなりの頻度で利上げを続けるとの観測が台頭し、グローバルマネーの急速な巻き戻しが起こる時ではないか。米国経済の改善もほどほどが望ましいということになる。

日本経済はどうか。景気のコアである企業収益は、中国やアジア向け輸出数量が伸び悩む中でも増益基調が続いてきた。現状程度の円ドルレートであれば企業収益が大きく崩れることはなく、「素材デフレ」「新興国の減速」「金融市場の不安定化」の下でも内需の好循環は崩れず、向こう 1~2 年は景気回復基調は持続できると見る。

先日、日本国債が格下げになったが、国債金利にほとんど変調は見られなかった。物価状況から見て追加緩和が実施される可能性は高まっており、足元の税収が好調であるためか、財政支出の本格削減の気配もない。こうしたことは目先の景気にはプラスではあるが、余りにもリスク不感症になっていないか、テールリスク発生時のマグニチュードを高めていないか気になるところではある。この点は、稿を改めて考えてみたい。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

資源価格下落で二極化する資源国

～グローバル・マネーフローレビュー～

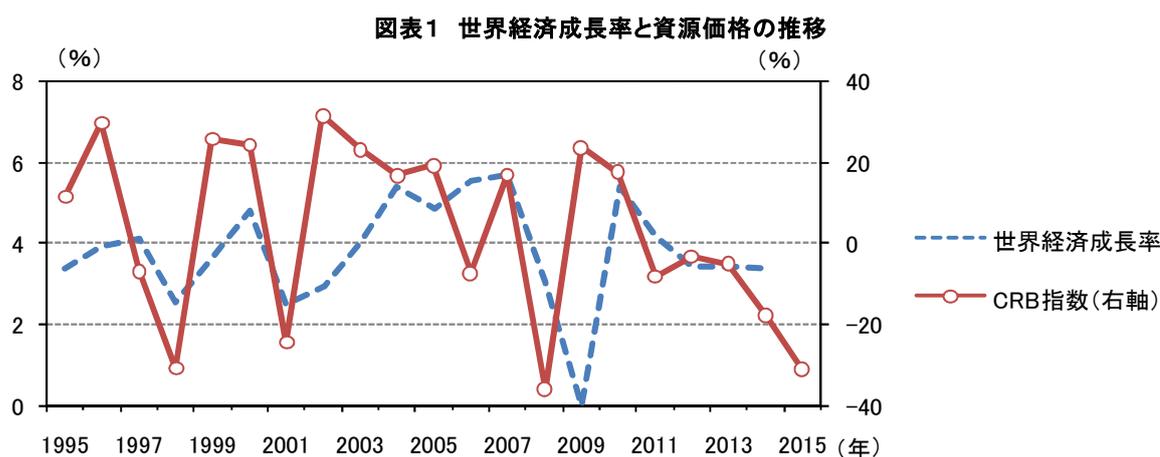
<要旨>

資源価格が下落する中、資源輸出国からの海外資金流出懸念が高まっているのかを資源国の基礎的経済状況の差異を起点に考察した。鉄鉱石・銅・原油の主要輸出国であるオーストラリア・ブラジル・チリ・ロシアの4ヶ国では、経済状況は二極化している。インフレ状況の相違から民間消費の底固さに差がありオーストラリア・チリではプラス成長を維持しているのに対し、ブラジル・ロシアでは大幅な通貨安の進行とマイナス成長が続いている。

こうした経済状況を反映し、マイナス成長のブラジル・ロシアの間でも、海外資金流入が資金流出を上回るブラジルと、資金流出が継続するロシアに分かれる。係る相違は、長期的な成長期待にもとづく海外資金流入と、短期的なリスク回避からの資金流出の程度の差によって生じていると見られる。但し、ブラジルでも2015年7・8月に対内証券投資が流出に転じる等の変化もあり、成長期待を上回る短期的なリスク回避的行動によって資金流出が本格化するか否かには当面注意を払う必要があるだろう。

1. 世界経済減速を示唆する資源価格下落

中国の先行き不透明感の高まりを受けて資源価格の下落が加速している。過去20年間の世界経済成長率と、商品価格指数(トムソン・ロイター・コモディティCRB指数)の変化率の推移をみると、資源価格下落は世界経済の減速を先取りしているようにもみえる(図表1)。

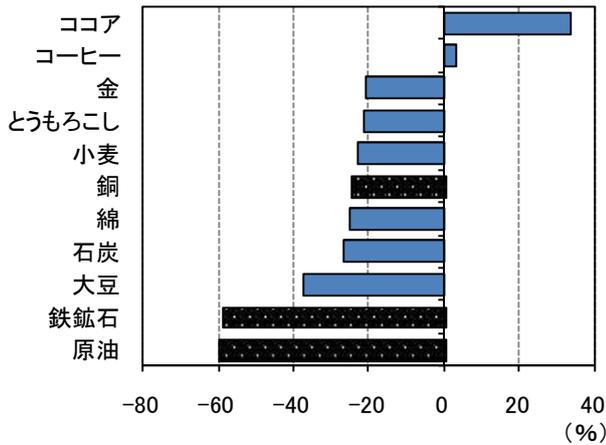


(注) 前年比。CRB指数の2015年は8月の前年同月比

(資料) IMF世界経済見通し2015年4月、Bloomberg

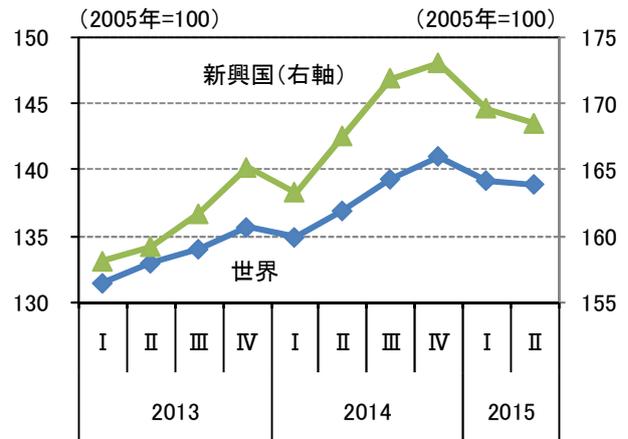
資源価格は一部の食品を除き幅広く下落しており、世界貿易の輸出数量も2015年に入り減少している(次頁図表2・3)。そこで本稿では、資源価格の下落により資源輸出国の経済・信用力がどの程度悪化し、海外投資家による資金流出への懸念が高まっているのかを考察する。

図表2 資源価格



(注) 2014年8月末から15年9月15日の変化率
(資料) Bloomberg

図表3 世界貿易輸出数量



(注) 四半期平均
(資料) オランダ経済政策分析局

資源価格下落が資源輸出国からの資金流出に繋がる経路は次のように考えられる。まず、資源価格下落により経済状況が悪化し、税収や企業収益の落ち込みから国・企業の信用力も悪化し、資金調達環境に影響が出る。次に、係る環境変化を受けて、海外投資家が見通し(期待)を下方修正し、資金流出に転じる。そして、実際に資金流出が発生すれば、通貨下落とインフレ悪化により経済状況・信用力がさらに悪化し、下方修正された期待が自己実現する形で資金流出が加速するという負の連鎖に陥ることもあり得る。但し、経済状況の変化は各国の資源輸出比率に比例するとは限らず、投資家の行動もその国の経済成長期待に伴う投資の時間軸次第で異なり得ることから、資源価格下落の影響は各国で様ではないと考えられる。

そこで、今回対象とする資源としては、価格下落の大きい原油・鉄鉱石に加え、世界景気の先行指標とされる銅を選び、その主要産出国の中から産出シェア・資源輸出比率の高さを勘案、オーストラリア・ブラジル・チリ・ロシアの4ヶ国(以下、4ヶ国)を抽出した(図表4)。

なお、サウジアラビアは表が示す通り原油産出シェア・輸出比率とも高く、原油安もあり外貨準備残高はこの1年で約1割減少している。但し、同国の対外純債権残高は2014年末時点で約8千億ドルに上っておりGDP1年分に相当することから、通貨の対ドルレート固定(ペッグ制)も当面は持続可能と考え、サウジアラビアは今回分析の対象外とした。

図表4 原油・鉄鉱石・銅の産出国

原油			鉄鉱石			銅		
国名 (GDP順位)	シェア (%)	資源輸出比率 (%)	国名 (GDP順位)	シェア (%)	資源輸出比率 (%)	国名 (GDP順位)	シェア (%)	資源輸出比率 (%)
米国(1)	13	10	中国(2)	47	6	チリ(42)	31	85
サウジアラビア(19)	13	85	オーストラリア(12)	20	80	中国(2)	9	6
ロシア(10)	12	78	ブラジル(7)	10	63	ペルー(53)	7	71
カナダ(11)	5	48	インド(9)	5	36	米国(1)	7	10
中国(2)	5	6	ロシア(10)	3	78	オーストラリア(12)	5	80

(注) 2014年。GDP100位以内。資源輸出比率はUNCTAD統計のPrimary Commodities金額を全輸出金額で除したもの
(資料) 米内務省 MINERAL COMMODITY SUMMARIES 2015、BP Statistical Review of World Energy June 2015、UNCTAD、IMF

2. 二極化する資源輸出4ヶ国の経済状況

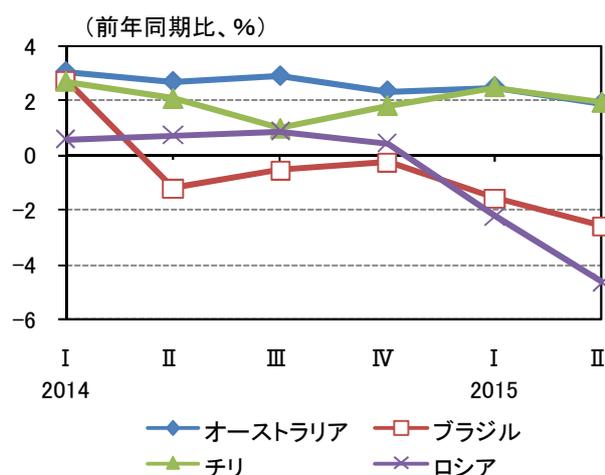
取り上げた4ヶ国の経済状況はプラス成長を維持するオーストラリア・チリとマイナス成長に転じたブラジル・ロシアに二極化している。4ヶ国とも総固定資本形成はマイナス基調であるが、民間消費では異なり、オーストラリア・チリで底固いのに対して、ブラジル・ロシアではマイナスに転じている。ブラジル・ロシアでは食料品価格の上昇や通貨安による輸入物価上昇等からインフレが進み、家計の実質的な購買力が減少し、民間消費のマイナスに繋がっていると考えられる。

以上の相違を具体的に4ヶ国の主要な経済指標から確認してみると、オーストラリア・チリでは、実質 GDP 成長率は減速気味ながらも前年同期比+2%前後を維持し、インフレ率もオーストラリアは2%未満、チリは4%台で落ち着いている(図表5・6)。両国ともこの1年の通貨の対米ドル下落率は2割前後であり、緩やかなインフレ率と通貨安は、景気減速を受けて中銀が実施したこの1年で通算 0.5 ポイントの利下げを可能とさせる背景でもあった。

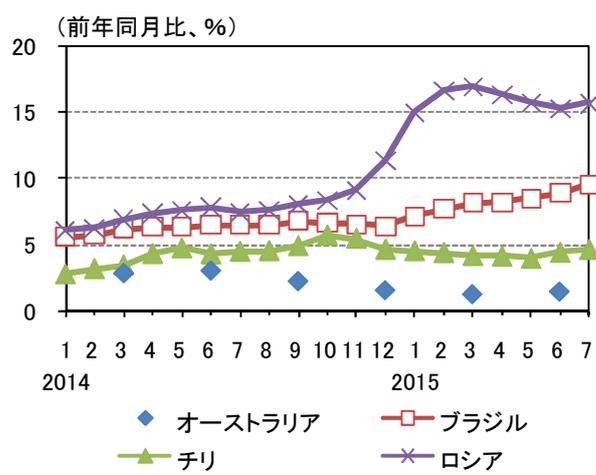
対してブラジルは、2014年第二四半期からマイナス成長に転じ、15年第二四半期は前年同期比▲2.6%成長にマイナス幅が拡大したが、インフレ率は上昇を続け15年7月は9.6%に達し、この1年でブラジルレアルの対ドル下落率は7割を超え、中銀は景気後退下に通算 3.25 ポイントの利上げを余儀なくされており、2015年中は政策金利を現行の 14.25%で据え置くとみられる。

ロシアも2015年第一四半期からマイナス成長に転じ、第二四半期は前年同期比▲4.6%にマイナス幅が拡大したが、インフレ率は2015年に入り15%を超えており、この1年でロシアルーブルの対ドル下落率は7割を超えた。中銀は2014年8月から12月の間に9ポイントの大幅利上げをした後に6ポイントの利下げに転じ、政策金利は11%となり、今後もインフレ動向をにらみつつ緩やかな利下げ継続を示唆している。しかし、この1年では未だ通算3ポイント利上げした状況であり、足もとのインフレ動向や通貨安が再び進行しつつあることから利下げを継続出来るは疑問である(次頁図表7・8)。

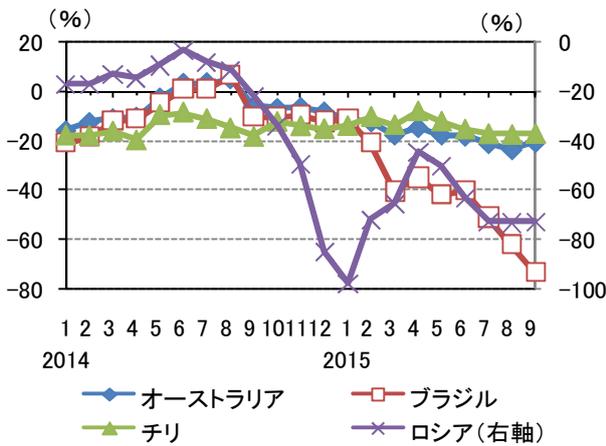
図表5 4ヶ国の実質 GDP



図表6 4ヶ国のインフレ率

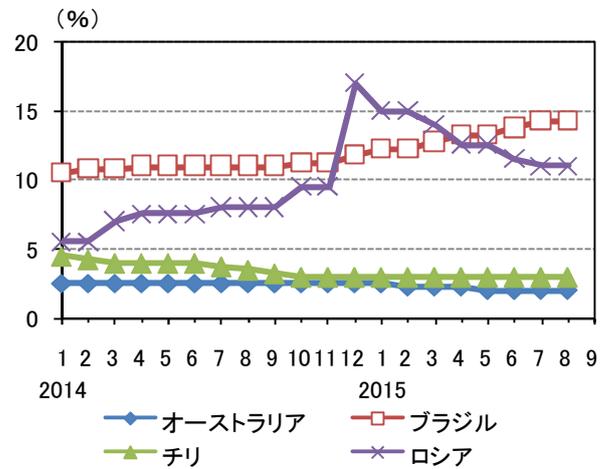


図表7 4ヶ国の通貨対ドル変化率



(注) 前年同月比。2015年9月は9月23日
(資料) Bloomberg

図表8 4ヶ国の政策金利

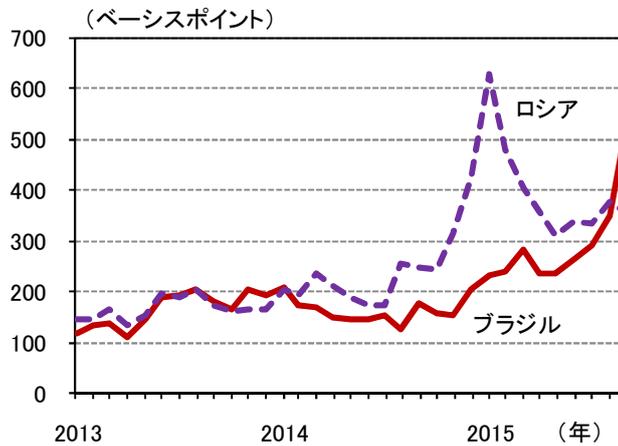


(資料) Bloomberg

3. ブラジル・ロシアでさらに二極化する海外資金の動き

ブラジルとロシアはマイナス成長・高インフレ・大幅な通貨下落と経済状況が悪化しているが、信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のプレミアム(デフォルトに備える一種の保険料)水準をみると、2015年初めにはロシアのプレミアム水準が急上昇・低下したのに対して、ここ数カ月ではブラジルの上昇ペースが加速している(図表9)。

図表9 CDS 推移



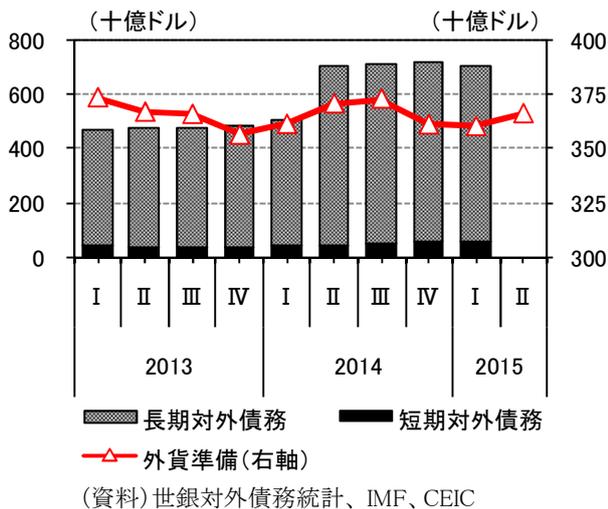
(注) 5年物CDS、月次。直近データは2015年9月23日
(資料) Bloomberg

世界銀行の対外債務統計と、より最近までの資金の動きをみることのできる国際収支上の対内投資の動きをみると、海外資金の動きは両国で二極化している。ペースは鈍化しているものの、ブラジルでは資金流入が続いている一方、ロシアでは資金流出が継続している。こうした相違は、長期的な成長期待にもとづく海外資金流入と、短期的なリスク回避からの資金流出の程度の違いによって生じているとみられる。

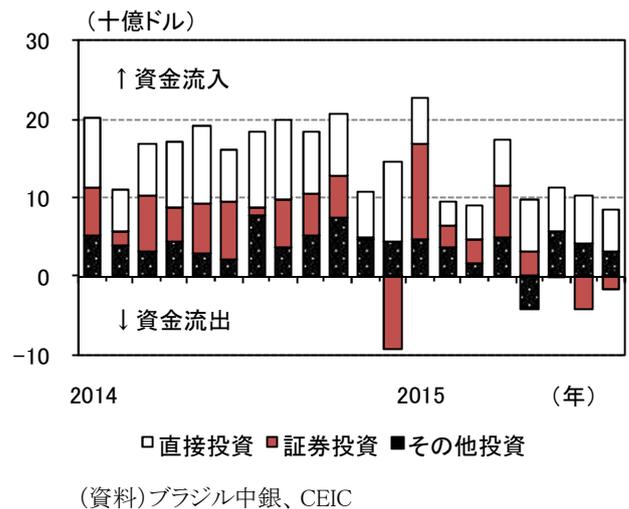
まず、ブラジルの対外債務残高は2015年3月までの1年で約4割増加(海外資金が流入)し、対内投資も2015年8月まで月次で流入を続けている。もっとも、2014年と比較すると資金流入のペースは鈍化しており、15年7月・8月には「足の速い資金」とも言われる対内証券投資が月次で流出に転じ、9月には財政再建の遅れ等から大手格付会社の1社がブラジル政府の外貨建て長期債格付けを非投資適格級に引き下げた(図表10・11)。

ブラジルは国連中位推計によれば2030年まで生産年齢人口の増加が見込まれ、領土・民族紛争のリスクは低いことから長期的には成長が期待でき、滞留性の高い直接投資資金の流入継続は同国の長期的な成長性を評価する海外投資家が存在することを示唆している。但し、対内証券投資が15年7月・8月に流出に転じたこと、財政再建等の施策の進捗に不透明感があることから、長期的な成長期待にもとづく資金流入を短期的なリスク回避からの資金流出が上回る可能性はやや高まっていると考えられる。

図表10 ブラジルの対外債務・外貨準備残高



図表11 ブラジルへの対内投資フロー



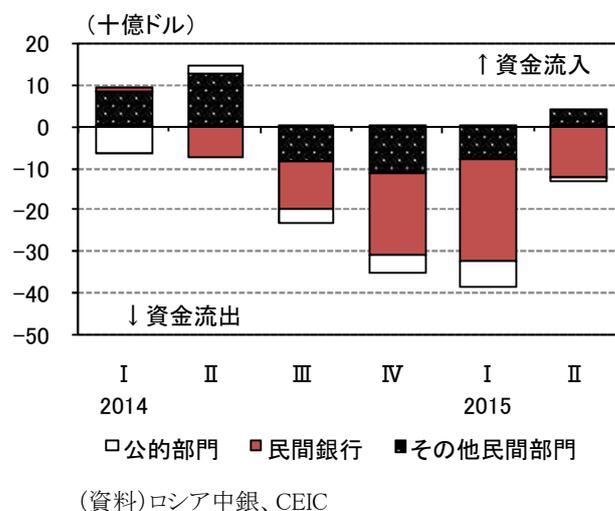
これに対してロシアの対外債務残高は2015年3月までの1年で約2割減少(海外資金が流出)し外貨準備残高も約3割減少した。対内投資はプラスを維持するブラジルとは対照的に2014年第三四半期から資金流出が続いている。最近では、2015年第二四半期以降流出のペースが鈍化し、銀行を除くその他民間部門には資金が流入するなどの変化が見られる(次頁図表12・13)。

ロシアは既に人口減少社会であり長期的な成長期待は低いことに加え、2014年3月のウクライナ危機により欧米の経済制裁に至った。係る紛争リスクの顕在化に資源価格下落も相まって資金流出から通貨下落とインフレ悪化による経済状況・信用力のさらなる悪化、資金流出の加速という負の連鎖に陥ったが、制裁から約1年が経過し、リスク回避的な資金は一旦流出を終えつつあることから資金流出のペースが鈍化したとも考えられる。

図表 12 ロシアの対外債務・外貨準備残高



図表 13 ロシアへの対内投資フロー



4. まとめと展望

資源価格が下落する中、資源輸出国からの海外資金流出懸念が高まっているのかを資源国の基礎的経済状況の差異を起点に考察してきた。鉄鉱石・銅・原油の主要輸出国であるオーストラリア・チリ・ロシアの4ヶ国だけを取り上げて見ても、各国経済状況は二極化している。

資金流出懸念を加速させるのが海外投資家の姿勢変化であるとするれば、経済状況の変化は各国の資源輸出比率に比例するとは限らず、投資家の行動もその国の経済成長期待に伴う投資の時間軸次第で異なり得る。マイナス成長のブラジル・ロシアの間でも、海外資金流入が資金流出を上回るブラジルと資金流出が継続するロシアに分かれ、係る相違は、長期的な成長期待による海外資金流入と、短期的なリスク回避による資金流出の程度の差により生じていると見られる。

足もとの状況から先行きを展望すれば、ロシアでは長期的な成長期待にもとづく資金流入はブラジルほど期待出来ないものの短期的なリスク回避からの資金流出は一巡しつつあるようにも見える。その一方で、ブラジルでは2015年7・8月に対内証券投資が流出に転じる等の変化もあり、長期的な成長期待にもとづく資金流入を短期的なリスク回避からの資金流出が上回る可能性はやや高まっている。今後1～2年の時間軸では、ブラジルで成長期待を上回るリスク回避的行動から資金流出が本格化するか否かには注意を払う必要があるだろう。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

米利上げ観測下でも成長続く ASEAN 経済

<要旨>

米国の金融引き締めに伴う資本流出や中国経済減速に伴う輸出減を通じた、アジア新興国の景気悪化が懸念されている。ただし、米国で量的緩和の縮小が示唆された2013年以降の ASEAN 4(インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン)の動向をみると、政局不安によって景気が落ち込んだタイを除いて、通貨安はむしろ輸出の増加による景気押し上げ効果をもたらし、インフレ率の高騰による消費の減少や、大規模な資本流出による投資の減少はみられない。したがって、既に金融市場が織り込んでいる米国の利上げのみで景気が悪化する可能性は低い。

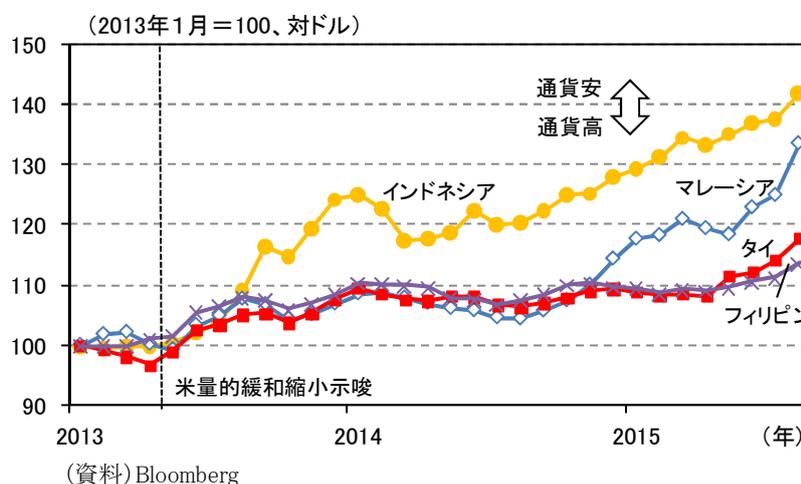
2014年後半以降に通貨の下落が目立つのはマレーシアであるが、これは米国の金融引き締めに対してよりも、中国景気減速とそれに伴う原油価格の下落に対して警戒感が高まったことが背景にあると考えられる。ASEAN 4経済は2013年の通貨安局面と比べて、2014年後半以降に中国経済の減速に伴い停滞感が生じているが、対中輸出依存度が ASEAN 4の中で際立って高いマレーシアは、中国の景気動向に左右されやすく、先行き慎重な見方を要する。

1. 景気悪化が懸念されるアジア新興国

米国では雇用環境の改善が着実に進み2004年から2006年以来の政策金利引き上げが目前に迫っている。2013年5月に米国で量的緩和の縮小が示唆された際には、インフレ率が高く、経常赤字の国の通貨がフラジャイル5(ASEANの中ではインドネシアが該当)と呼ばれ、急速に通貨安が進んだ(図表1)。

新興国の中でもアジア新興国は、米国の金融引き締めによる資金の引き上げのみならず、中国経済の減速による輸出の減少を通じた景気の悪化が懸念される。そこで本稿では、米国の金融引き締めと中国経済の減速が ASEAN4(インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン)各国に与える影響を考察する。

図表1 ASEAN 4為替レート

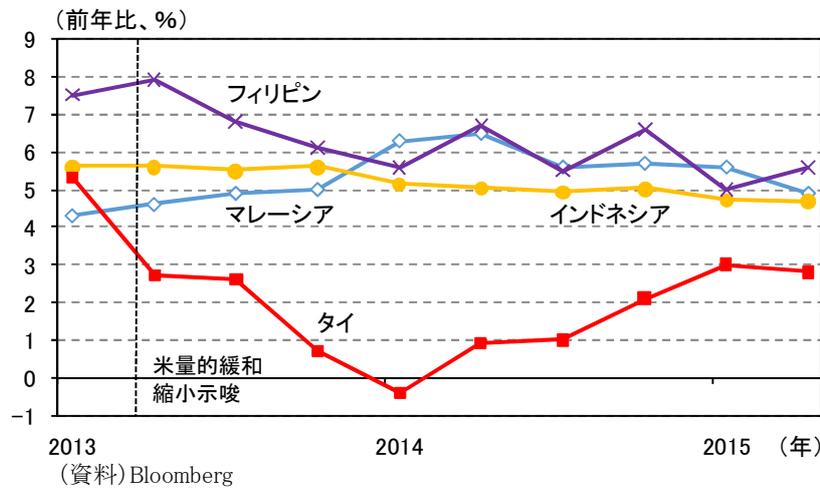


2. 米国の金融引き締めが ASEAN 経済に与える影響

(1) 輸出と成長率動向

米国で量的緩和縮小が示唆された2013年5月以降、インドネシアでは約25%、その他3カ国では約10%の通貨安が進んだにもかかわらず、ASEAN 4のGDP成長率をみると、政局不安の影響で景気が落ち込んだタイを除いて成長率は前年比5%程度の水準で比較的安定的に推移している(図表2)。ASEAN 4の中で最も通貨安が進んだインドネシアですら成長率は他の3カ国と比べてむしろ安定しており、マレーシアは通貨安が進んだ2013年から2014年にかけて成長率が加速していることから、通貨安が必ずしも景気を下押ししたとは言えない。

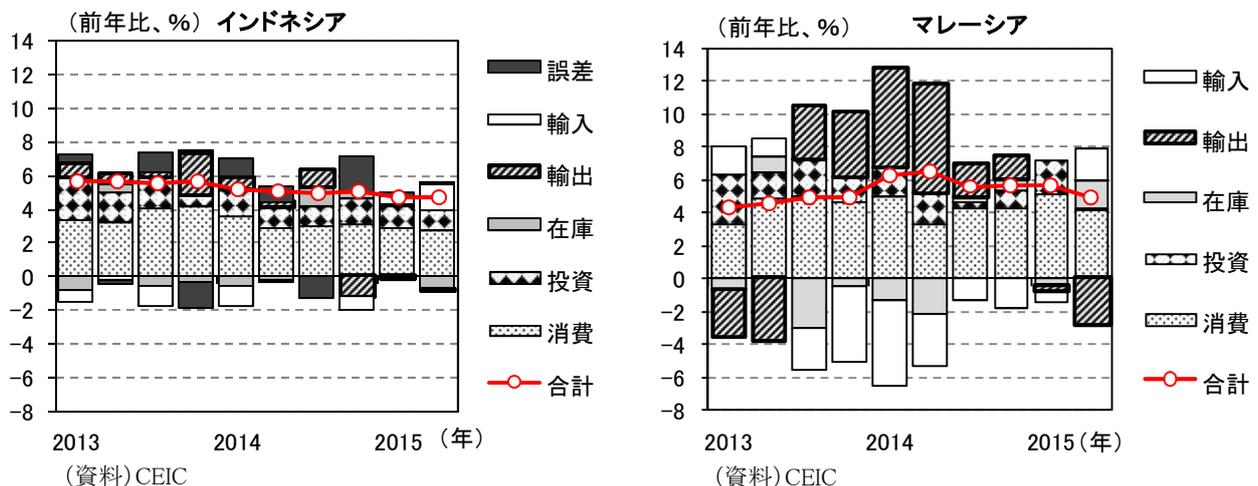
図表2 GDP成長率



2013年以降に通貨安が進展する中、タイを除いた3カ国で安定的に経済成長が続いた理由を考察するため、各国の経済成長率を需要項目別に寄与度分解して、その動向をみた(図表3)。

2013年半ば以降大きく通貨安が進んだインドネシアでは、輸出が成長率の押し上げに寄与していた。マレーシアではインドネシアと比べても輸出の寄与が大きく、通貨安の動きが始まった2013年から2014年にかけて成長率が加速している。ただし、足元では通貨安が加速したものの中国経済の減速に伴って輸出が減少し、成長率を下押ししている。2015年4-6月期の消費には、1-3月期の駆け込み消費の反動減がみられる。

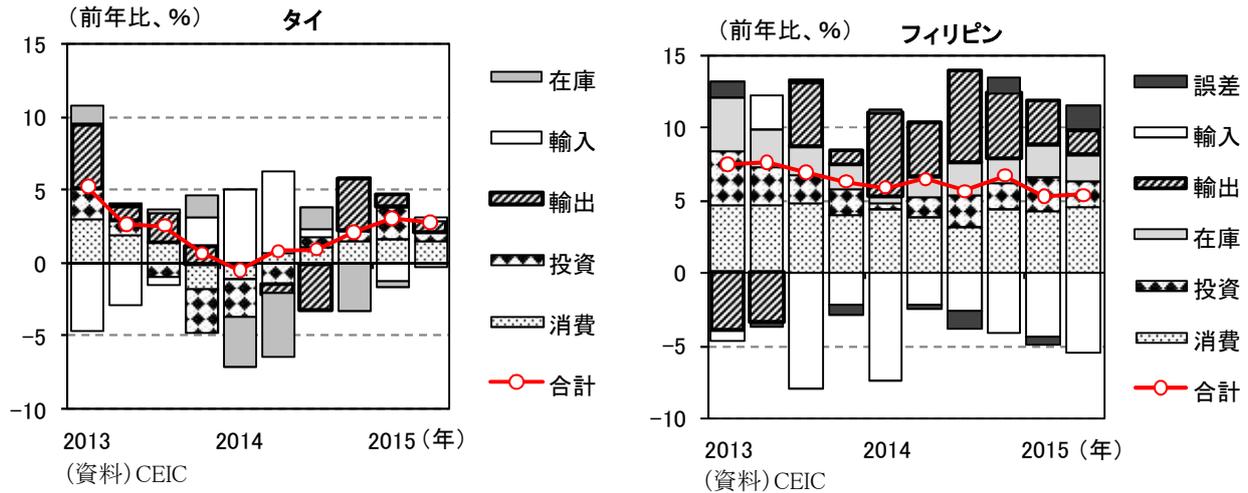
図表3-1 各国GDP寄与度分解



次に通貨安の動きが相対的に緩やかなものに留まったタイとフィリピンの動向をみる。タイでは、軍事クーデターにまで発展した政局不安が生産・投資の停滞や消費者マインドの悪化を招き、2013年半ば以降景気が落ち込んだ。また、訪タイ旅行者数の急減によるサービス輸出減少の影響もあり、他の3カ国のような輸出の伸びもみられなかった。さらに足元では、干ばつ被害により農林水産業の生産が前年比▲5.9%と減少している。

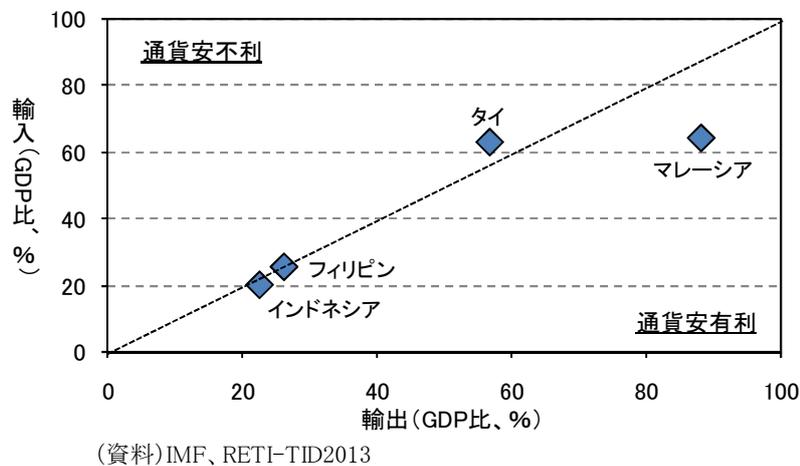
フィリピンでは、2013年後半から輸出が増加に転じたが投資の伸び鈍化によって成長率が減速した。足元では投資の伸びが回復する一方で、輸出の伸びが鈍化している。

図表3-2 各国GDP寄与度分解



ここで改めて通貨安が ASEAN 4の GDP に与える影響を簡単に整理する。輸出額が輸入額より大きい国は通貨安が有利に働きやすいと考えると、通貨安が有利な国はマレーシア、通貨安がやや不利な国がタイ、どちらも言えない国はフィリピン、インドネシアとなる(図表4)。この分類は図表4でみた 2013 年半ば以降の ASEAN 4各国成長率の動向と整合する。すなわち、2013 年後半にマレーシアでは輸出の増加によって成長率が加速、タイでは通貨安の影響のみとは言えないまでも成長率が減速した。これは、通貨安のみで各国一様に景気減速に至る訳でないという見方を支える。

図表4 輸出入/GDP 比率

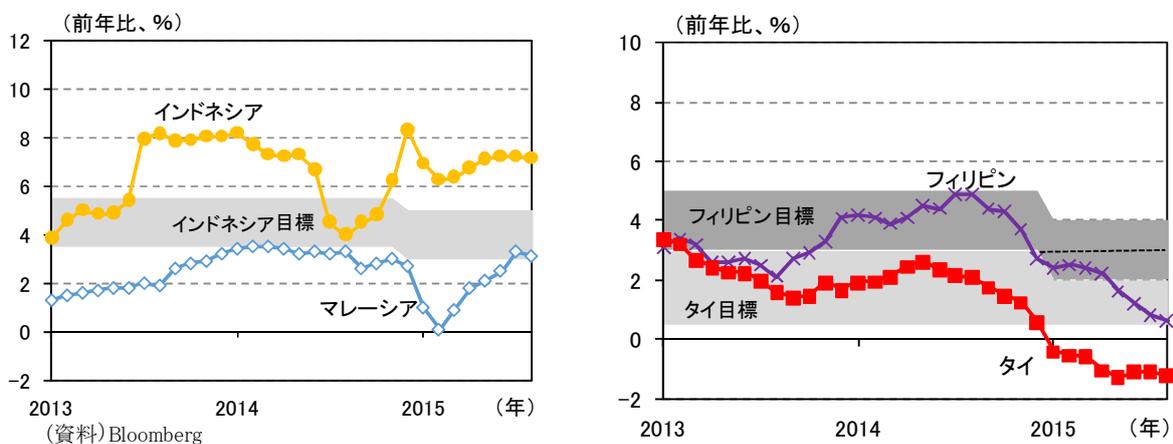


(2)インフレ率動向

前掲図表3からは、2013年以降にタイ以外で消費が落ち込んだ様子はみられないが、通貨安は輸入物価を通してインフレ率を押し上げ、消費にマイナスの影響を与える可能性がある。

ASEAN4各国のインフレ率の推移をみると、2013年半ばに最も通貨安が進んだインドネシアでは、インフレ率が4%から8%に拡大したが、政策金利の引き上げによって為替の急落を抑え、インフレ率の急騰は食い止められた(図表5)。ただし、2015年1月の燃料補助金打ち切りの影響で再びインフレ率が高まっている。足元で通貨安が進むマレーシアは、2015年4月に導入された物品・サービス税の影響もありインフレ率が上昇しているが、均してみれば安定的に推移している。一方、通貨安の進展が緩やかなタイ、フィリピンでは、政策目標レンジを下回るインフレ率となっている。特にタイのインフレ率は、2015年以降前年比マイナスで推移している。総じてASEAN4のインフレ率は、原油を始めとする商品価格の急落もあって、通貨安が進展する中でも、インフレ率の高騰が加速するという姿にはなっていない。

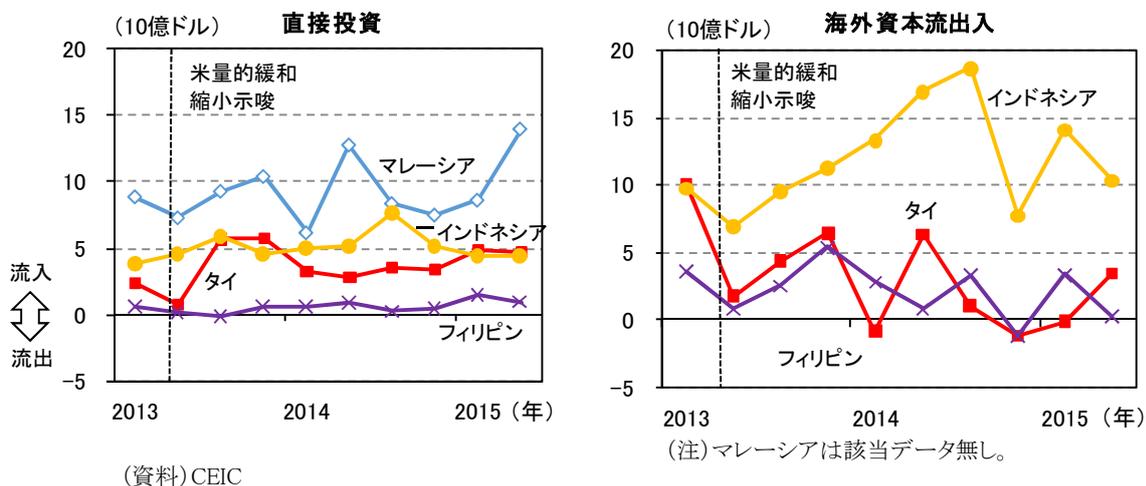
図表5 消費者物価上昇率



(3)海外からの資本流出入動向

米国の金融引き締めが新興国に与える影響として、通貨安だけでなく投資資金の引き上げが考えられる。ただし、海外からASEAN4への現地での事業を目的とする直接投資は、量的緩和縮小後も増加基調で推移している(図表6)。また、証券投資や貸出なども含めた海外からの資本流入額は、米国の量的緩和縮小示唆によってタイとフィリピンでは一時的に減少に転じたが、直近4-6月期は流入超となっており、前掲図表3からも資本流出によってASEAN4の投資が減少した様子はみられない。

図表6 ASEAN4向け直接投資と海外資本流出入



以上みてきたように、2013 年以降の ASEAN 4は、政局不安によって景気が落ち込んだタイを除いて、通貨安が輸出の増加による景気押し上げ効果をもたらし、インフレ率の高騰による消費の落ち込みや、大規模な資本流出による投資の落ち込みはみられないことから、米利上げのみによって景気が悪化する可能性は今のところ低い。

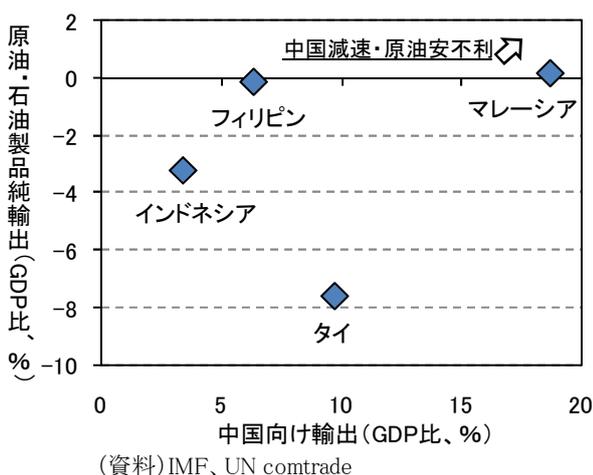
3. 中国経済の減速が ASEAN 経済に与える影響

2節の分析からは米国の量的緩和縮小に伴う通貨安などが ASEAN 4の経済成長を押し下げた影響は確認できず、足元では中国経済の減速が、対中輸出の減少を通じてアジア新興国経済にマイナスの影響を与えているようにみえる。

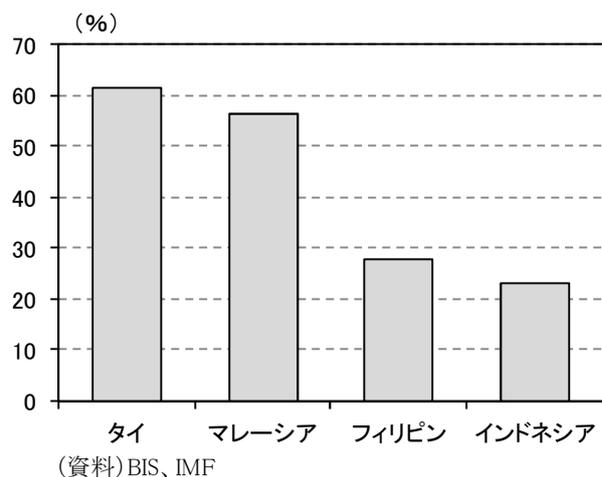
ASEAN 4の中で、2014 年後半以降に通貨安が急速に進んだのがマレーシアであり、中国減速懸念とそれに伴う原油価格の下落がマレーシアに対する警戒感を高めたと考えられる。実際、ASEAN 4の中で、マレーシアは対中輸出依存度が約 20%と際立って高く、また唯一の原油・石油製品純輸出国にあたる(図表7)。さらに、2015 年7月以降、政府系投資会社の汚職事件をきっかけとして通貨安・株安が加速したため、マレーシア政府が同国株を買い支えるなどが柱の緊急経済対策を発表するまでに至った。もともと、マレーシアは政府債務のうち 97%が現地通貨建てである上に、海外銀行与信残高に占める現地通貨建て比率も 50%を超えており、通貨安による債務負担増大への耐性は相対的に高い(図表8)。

なお、インドネシアは対中輸出依存度が約4%と低いことから足元の成長率は比較的安定しているが、海外銀行からの与信は外貨建てがほとんどであり、通貨安によって債務負担が増大しやすい。

図表7 中国向け輸出・原油純輸出/GDP比率



図表8 現地通貨建て与信/総与信比率(海外銀行)



4. まとめ～米利上げによる ASEAN4 の景気悪化懸念は小さく、マレーシアは中国経済に左右

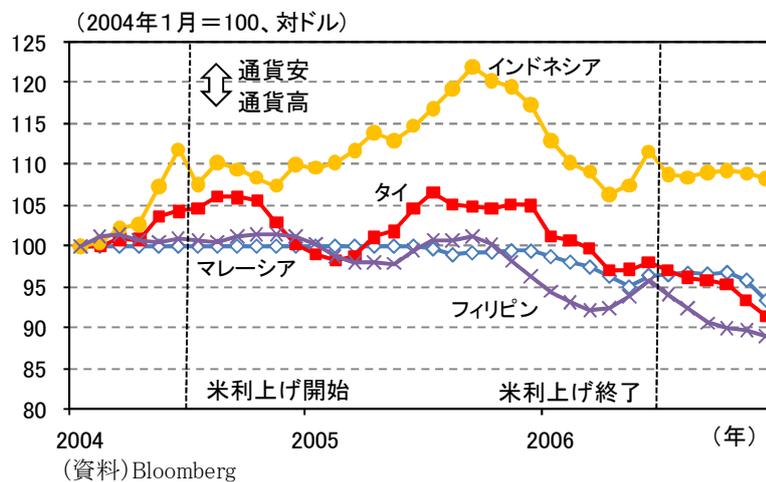
前回 2004 年から 2006 年の米国利上げ時は、インドネシアで 2005 年後半まで通貨安が進んだが、ASEAN 4の通貨安が一様に進んだわけではない。(次頁図表9)。今回の利上げは、年内利上げの可能性が高いことが事前に織り込まれてきたことにより金融市場にとってサプライズは小さ

いため、通貨安を進展させるとは限らないが、中国経済減速の影響と併せてアジア新興国に対する警戒感が高まっている。

ただし、米国で量的緩和の縮小が示唆された2013年以降のASEAN4の動向をみると、政局不安によって景気が落ち込んだタイを除いて、通貨安はむしろ輸出の増加による景気押し上げ効果をもたらし、インフレ率の高騰による消費の落ち込みや、大規模な資本流出による投資の落ち込みはみられないことから、既に金融市場が織り込んでいる米国の利上げによって景気が悪化する可能性は低い。

2014年後半以降に通貨の下落が目立つのはマレーシアであり(前掲図表1)、米国の金融引き締めに対する警戒感のみならず、中国景気減速とそれに伴う原油価格の下落がマイナスの影響を与えていると考えられる。ASEAN経済は2013年の通貨安局面と比べて、2014年後半以降に中国経済の減速に伴い停滞感が生じているが、対中輸出依存度がASEAN4の中で際立って高いマレーシアは、特に中国の景気動向に左右されやすいため先行き慎重な見方を要する。

図表9 前回米国利上げ時の為替レート



(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)

上昇続く東京オフィスビル価格をどう見るか

～賃料の上昇期待から見た持続性～

<要旨>

東京都心のオフィスビル価格は2012年を底に3割上昇しており、過熱を指摘する見方も出てきている。価格には将来の賃料が上昇するという期待が反映されており、この期待の継続が価格上昇の持続に必要である。そこで、どの程度の賃料上昇が価格に反映されているか試算すると、現在の平均募集賃料より17%高い賃料が価格に織り込まれていることが分かった。足元5%程度の平均募集賃料伸び率が3年間続けば、15～16%の上昇となるので、17%の賃料上昇は達成可能な範囲内ともいえる。今後1～2年は、景気回復と堅調な企業業績に支えられるとすれば、賃料が上昇するという期待と価格の上昇が持続する可能性は高いといえるだろう。

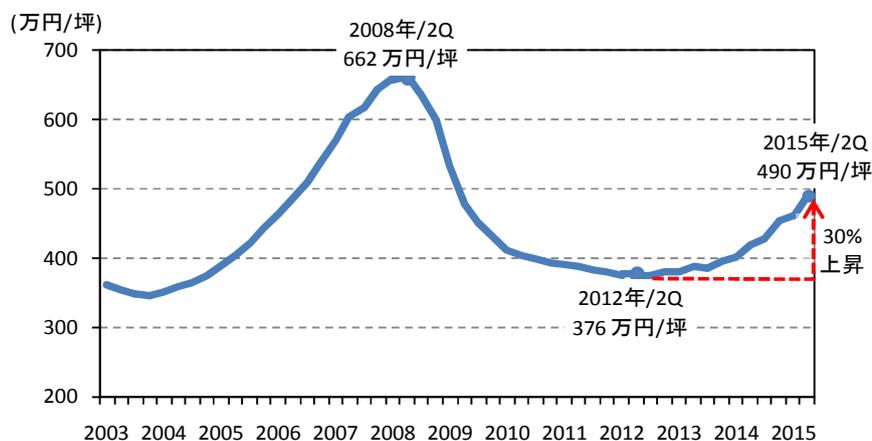
ただし足元で賃料の伸び率はやや鈍化しており、期待ほど賃料が上昇しないリスクも徐々に高まっている。東京都心のオフィスビル供給増加を考えると、3年先以降にオフィスの需給緩和から賃料が頭打ちとなることも予想される。期待ほど実体の賃料が上昇しないとの見方が広がれば、東京都心のオフィスビル価格は調整局面を迎えるであろう。

1. 上昇が続く東京都心のオフィスビル価格

東京都心のオフィスビル価格は2012年を底に上昇が続いており、過熱を指摘する声も聞かれ始めている。東京都心5区(千代田・中央・港・渋谷・新宿)のオフィスビル価格動向を、大手総合不動産サービスのDTZ社が、平均的な仕様のビルを対象として算出している価格指標 Capital Value でみると、2015年第2四半期(6月)のオフィスビル価格は490万円/坪である。

東京都心のオフィスビル価格(以下では Capital Value を指す)は、前回サイクルでピークとなった2008年第2四半期と比べればまだ7割程度だが、2012年第2四半期の底値からは3割上昇した水準にある(図表1)。

図表1 東京都心5区オフィスビル価格(Capital Value)



(資料)DTZ

(年)

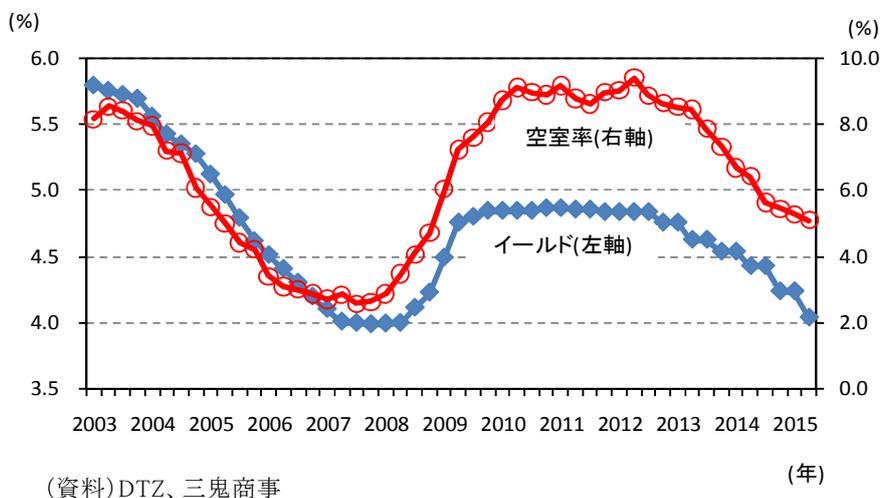
Capital Value は、平均募集賃料と空室率から計算したキャッシュフローを、投資利回りを表すイールドで割り算出されている。

価格上昇の要因をキャッシュフローとイールドに分解すると、価格上昇の大きな要因はイールドの低下にある。DTZ 社が集計している東京都心 5 区オフィスのイールドは、価格が底を打った 2012 年第 2 四半期からの 3 年間で 0.8%ポイント低下しており、キャッシュフローの改善に先行してイールドが低下したことが価格を押し上げる要因として働いている。

イールドは金利水準のほかに、キャッシュフローの見通しにも左右される。たとえばキャッシュフローが増加するとの見通しに基づけば、将来のイールド改善が期待できるので、現在のキャッシュフローに対して低いイールドで投資することが正当化される。したがって、イールド低下の要因は、長期化する金融緩和により低金利が続いていることに加え、いわゆるアベノミクスによる景気回復期待が高まったことが大きいと見られる。景気が回復すれば、企業は業績が改善し雇用者を増やすので、オフィスの拡張が必要となる。オフィス需要が増加すれば、空室率が低下しオフィスの需給バランスが引き締まるので、賃料は上昇しやすくなるためである。

実際にオフィス市場の動きを見ると、東京都心 5 区ではオフィスビル大量供給が一巡した 2012 年第 3 四半期から空室率が低下に転じており、イールドの低下は空室率の低下とほぼ連動していることが見て取れる(図表 2)。

図表2 東京都心 5 区オフィス イールドと空室率



2. 現在の価格はキャッシュフローの 25 年分

ここで、改めてオフィスビル価格とキャッシュフローの関係に着目すると、2015 年第 2 四半期時点のキャッシュフローに対する価格の倍率(以下、CF 倍率)は 24.8 倍であり、現在のオフィスビル価格はキャッシュフローのおよそ 25 年分に相当することになる。

CF 倍率は株価の評価に用いられる¹株価収益率と似た指標である。データ取得が可能な 2001

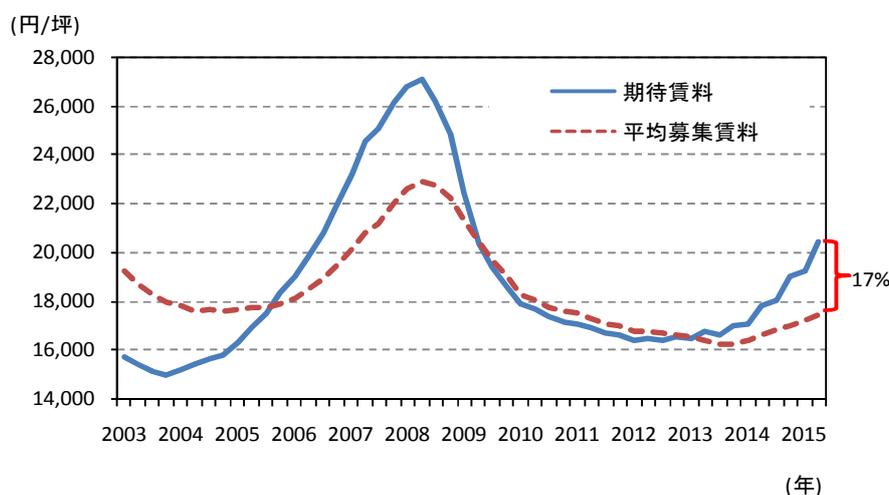
¹ 株価収益率(PER) = 株価 ÷ 一株当たり純利益

年第4四半期以降の平均CF倍率は21.1倍なので、それとの比較では現在の24.8倍はやや割高という意見もあるかもしれない。しかし株価評価では、将来の利益成長を期待できる銘柄は、現在の利益水準に対して割高に評価される傾向がある。不動産についても同じように、将来のキャッシュフロー増加を期待できるのであれば、現在のキャッシュフローに対して割高な価格で取引されることは十分に考えられる。将来の賃料見直しには様々な見方があり、市場参加者の賃料上昇に対する期待の度合いにより、現在のオフィスビル価格が割高か割高ではないか、どちらにも判断することはできる。

そこで、現在の価格にどの程度の賃料上昇期待が織込まれているかを一定の前提で試算してみた。具体的には、オフィスビル価格に反映されている賃料上昇に対する期待を正確に測ることは難しいが、たとえば2015年第2四半期時点の価格が、過去平均のCF倍率21.1倍となるのに必要な賃料を逆算することができる。その試算によれば、2015年第2四半期の価格には、同時点の平均募集賃料より17%高い賃料が織込まれていることが分かった。

加えて、この試算による賃料を価格に反映された期待賃料と見做し、過去の期待賃料を試算して推移を見ると、2006～2008年の価格上昇局面においても、期待賃料が実際の平均募集賃料を上回って上昇していたことが分かった(図表3)。この点からも、将来の賃料上昇に対する期待の高まりがオフィスビル価格を押し上げる大きな要因であると言えるだろう。

図表3 東京都心5区オフィス 期待賃料と平均募集賃料



(資料)平均募集賃料は三鬼商事、期待賃料は三井住友信託銀行調査部試算

3. 経済・金融環境見直しと期待の蓋然性

このように現在の価格には将来の賃料上昇が織込まれているとすれば、賃料上昇期待が実現可能なもので価格上昇も持続可能なものかどうか、その蓋然性について経済・金融環境を踏まえて考えてみたい。

「期待の度合い」が不動産価格上昇ペースを左右するのであれば、不動産価格が過熱していくメカニズムは次のように考えられる。

- ① 経済・金融環境や不動産市場の好転により、賃料上昇の期待が形成され始める
- ② 将来の賃料上昇を反映したイールドの低下により価格が上昇する
- ③ 実際の賃料が上昇することで、更に賃料上昇の期待が高まる
- ④ 賃料上昇の更なる期待の織り込み(③)が繰り返されることにより、どこかで不動産価格はファンダメンタルズから大幅に乖離した水準まで上昇していく

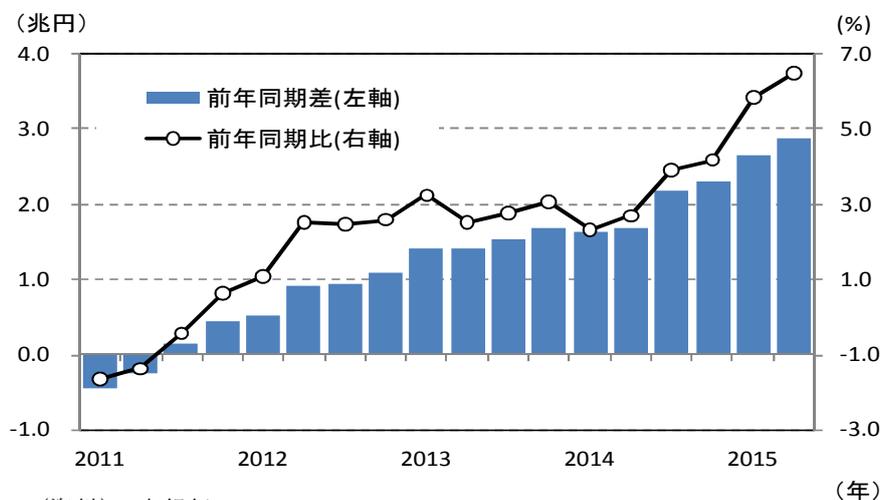
このメカニズムに沿って2012年以降の東京オフィスビル価格の上昇過程を整理すると、以下のようによまとめられよう。

- ① アベノミクスによる景気回復期待から賃料上昇への期待が生まれる
- ② 異次元緩和が資金調達の容易化を通じ不動産投資需要を喚起する
- ③ 景気回復の恩恵を真っ先に受ける東京都心オフィスビルへの投資需要が増大
- ④ 2014年に東京都心5区の平均募集賃料が上昇に転じ賃料上昇の期待が高まる
- ⑤ 空室率低下と平均募集賃料上昇が続き賃料上昇の期待が加速する

このメカニズムに従えば、賃料上昇と金利の低位安定が長期にわたり維持される限り、東京都心のオフィスビル価格上昇も持続可能ということになる。

この点から今後1～2年を展望すると、景気回復の持続と堅調な企業業績が期待できるため、東京のオフィス需要拡大を見込めることが、賃料上昇の期待を需要面から支えるだろう。他方、成長戦略の停滞などから期待成長率そのものが高まらないとすれば、物価上昇率も1%程度にとどまり、金融政策は現行の異次元緩和が維持され、金利が低位安定するとの期待が現実化する蓋然性は相応に高い。こうした環境は、不動産投資市場への資金流入を加速させる要因としても働いている(図表4)。

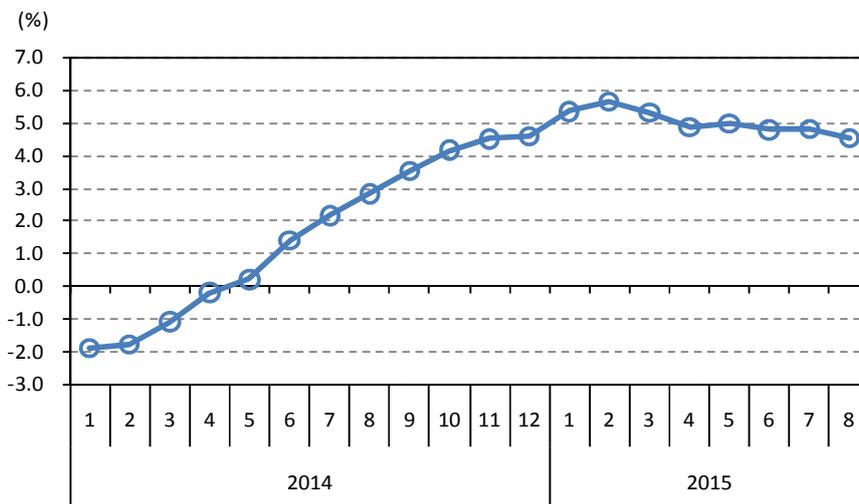
図表4 REIT含む不動産企業・SPC向け貸出残高の増減



現在のオフィスビル価格に反映されていると試算される17%の賃料上昇についても、現在の平均募集賃料の上昇ペースが続けば達成可能な範囲ともいえる。平均募集賃料は今のところ年率5%程度で上昇しており、これが3年間続けば15～16%の賃料上昇は達成可能ということになる。

しかしながら、足元で平均募集賃料の伸び率はやや鈍化してきており、期待ほど賃料が上がらないリスクが徐々に高まっている(図表5)。

図表5 東京都心5区オフィス 平均募集賃料前年同月比

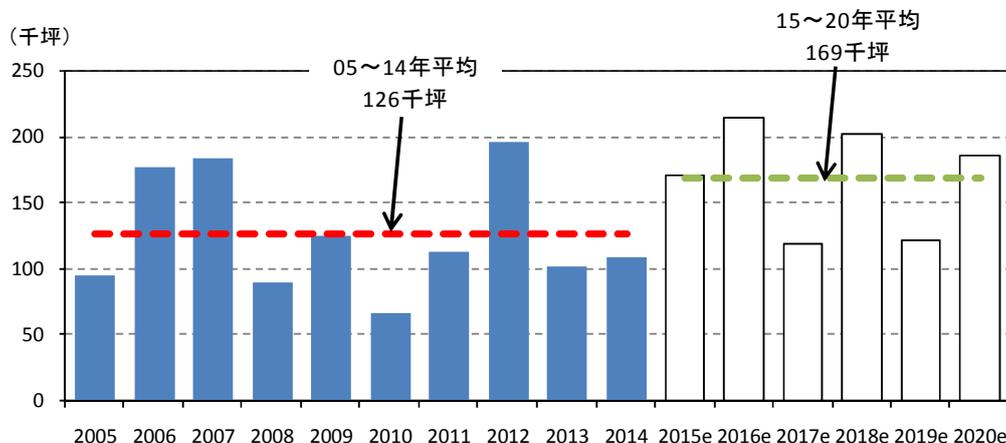


(資料)三鬼商事

東京都心5区の空室率が5%を下回ったことから、賃料上昇ペースが加速することを期待する見方もあるが、今後、東京都心のオフィスビル供給が増加することには注意が必要である。

当調査部の集計によれば、2015～2020年の東京都心5区におけるオフィスビル供給は年平均169千坪であり、過去10年間の平均126千坪より3割の増加が予想される。2016年・2018年・2020年には、大量供給が問題視された2012年に匹敵する規模の供給が1年おきに見込まれ、供給過剰になることが懸念される(図表6)。

図表6 東京都心5区オフィス 新規供給見通し



(資料)各種資料より三井住友信託銀行調査部集計

(年)

ロンドンなど海外の市場では、着工時に一定のテナントを確保していないと融資を受けられず、着工できないという金融慣習がある。対して東京では海外のような金融慣習はなく、計画されたオフィスビルは需要の増減に関わらず、デベロッパーの開発スケジュールに沿って供給されてくる。

東京都心では常に建替えや再開発に伴うビルの解体や貸止めが生じているので、新規供給がそのままオフィスストックの増加になるわけではないが、供給量の増加は需給バランスの緩和を通じて賃料上昇を阻む要因となる。新しいビルが次々に建ち上がってくる状況下では、既存ビルのオーナーはテナントの移転を警戒し、賃料の引上げが難しくなると推察される。

4. 東京都心のオフィスビル価格上昇は持続可能か？

以上のように考えると、足元の空室率低下から向こう1～2年は賃料上昇が続き、賃料上昇に対する期待も継続するが、2～3年のうちに17%の賃料上昇は実現しない懸念が高まろう。こうした見通しを踏まえれば、現在の東京都心のオフィスビル価格は現実の賃料上昇より強い期待が反映された、やや割高な水準にあるとの見方になる。

もちろん現在のオフィスビル価格が割高であっても、直ちに価格が調整されるわけではない。向こう1～2年は景気回復と緩やかながらの賃料上昇、長期金利の低位安定と資金調達環境の容易化、海外からの不動産投資マネーの流入などが賃料上昇期待を支え、あるいは高めると考えられるためである。

しかし3年先以降、たとえば2018年前後になるとオフィスの需給バランス緩和が市場参加者の視野に入り始めてくるだろう。実際に空室率の上昇や、賃料の頭打ちが観察されるようになると、期待ほど実体の賃料が上昇しないとの見方が広がり、賃料上昇に対する期待が剥落する。期待が剥落すれば、金利が上昇していなくても将来のキャッシュフロー成長の鈍化を織り込み、投資に要求される利回りが高まりイールドが上昇に転じる。それが東京都心オフィスビルの価格上昇の転機となり、オフィスビル価格は調整局面を迎えるであろう。

その時の価格調整の大きさは、調整が生じるまでに期待がどこまで拡大しているかに依存する。賃料上昇の期待が大きいほどオフィスビルの将来価値が高く見積もられ、期待が大きく膨らみ現実との乖離が拡大するほど期待が剥落する過程での調整幅は大きくなる。

東京のオフィスビル市場においては、足元の需給タイト化に目を奪われ過度に賃料上昇期待が高まることなく、過去の経験と同じ極端な価格上昇とその後の大幅な下落を繰り返さないために、冷静に将来の需給バランスを考慮した価格形成が成されることが望まれる。

(不動産調査チーム 小林 俊二 : Kobayashi_Shunji@smtb.jp)