

2012. 10 No.6

三井住友信託銀行

調査月報



SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

経済の動き

欧州債務懸念下のフランス経済の強み弱み.....	1
中国での在庫増加の現状と他国への影響.....	8
三大都市のオフィス市場動向.....	14

欧州債務懸念下のフランス経済の強み弱み

<要旨>

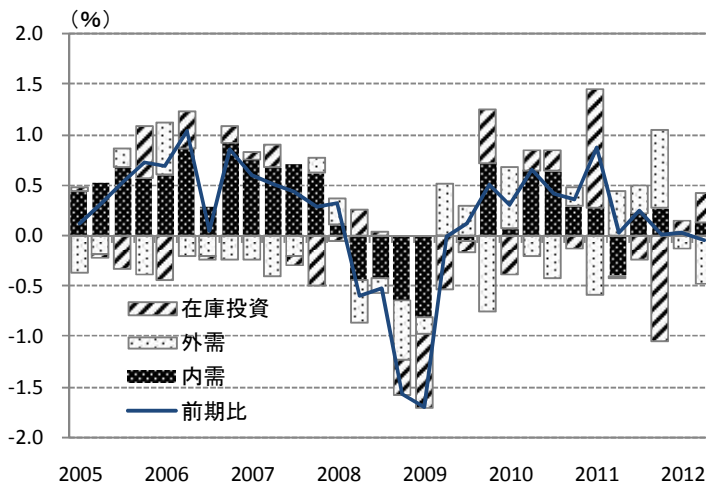
欧州では中央銀行による国債買い入れスキームの導入等により金融情勢は小康状態に入ったものの、実体経済は引き続き悪化を続けている。中核国の一つであるフランス経済は、家計消費、政府支出を中心とする内需の底堅さと、スペイン・イタリアと比較すれば相対的に健全な金融システムに強みを有する一方で、周縁国に対する与信規模が大きいという弱点も抱えている。こうしたなか、来年から増税をはじめとする緊縮財政が本格化することで、これまで強みであった内需が減速する見込みであるうえ、高止まる労働コストでドイツに比べ輸出競争力が弱く外需依存による持ち直しシナリオも描きにくい。この先すぐに中核国としての地位が脅かされる懸念はないとしても、欧州全体の実体経済の低迷が長引けば、徐々に厳しい目を向けられる可能性は否定できない。

1. フランスの強み ～内需の底堅さと金融システムへの信用

欧州債務問題は緊張状態と小康状態を繰り返してきたが、9月の欧州中央銀行(ECB)の定例決定会合において条件付きながらも無制限に支援対象国の国債買い入れを行うスキーム(OMT)が導入されたことなどを受け、金融情勢は再び小康状態にある。一方、実体経済はスペイン・イタリアなど周縁国の景気後退の深刻化に加え、ドイツ・フランスなど中核国でも成長は急速に鈍化しており、欧州全域に景気後退色が広がりつつある。こうしたなか、ユーロ圏中核国の一角をなすフランスは、2011年10-12月期より3四半期連続でゼロ成長が続いている。

2011年以降、新興国の成長鈍化や欧州経済が総じて弱含むなかフランス経済がかろうじてプラス成長あるいは横ばいを維持してきた要因は、内需の堅調さにある。リーマン・ショック後約1年間を除いて、外需がマイナス寄与となった時でも内需がそれをカバーすることで成長率全体ではプラスを維持することが多いのがフランスの特徴である(図表1)。

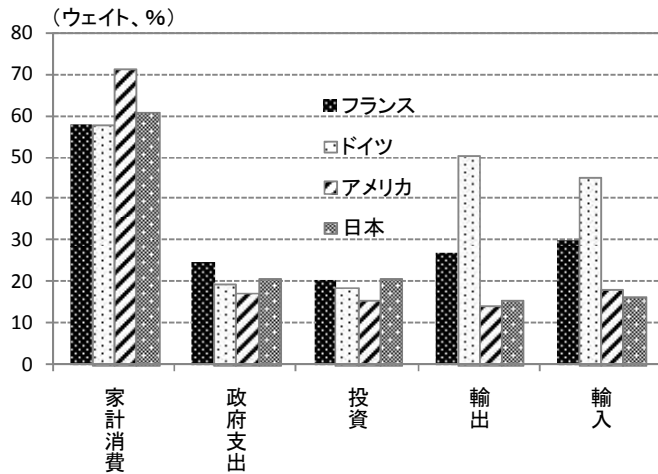
図表1 実質 GDP 成長率の需要項目別寄与度



(資料) INSEEより三井住友信託銀行調査部作成

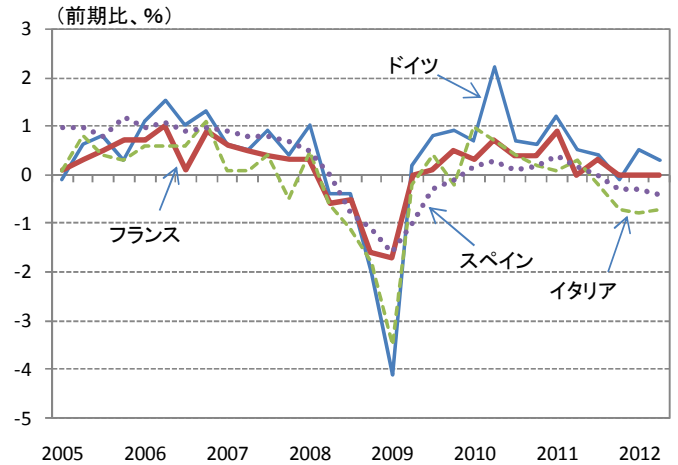
フランスの GDP 構成を需要項目別にみると、政府支出の割合が比較的高いという特徴はあるものの、70%超を家計消費が占めるアメリカや、輸出が50%を占めるドイツと比べると際立った特徴はないように見える(図表2)。しかし、逆に言えばこのバランスが安定した成長をもたらしてきた。過去の成長率を見ると、前期比1%(年率換算4%程度)を超える高成長はないものの、リーマン・ショックの際にはドイツ・イタリアほどの落ち込みとはならなかった(図表3)。

図表2 名目 GDP に占める需要項目の構成割合(2011年)



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

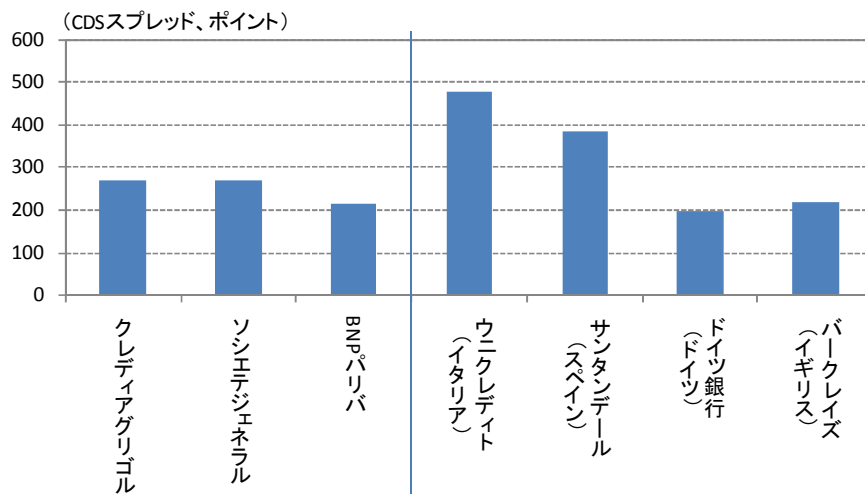
図表3 実質 GDP 成長率の推移



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

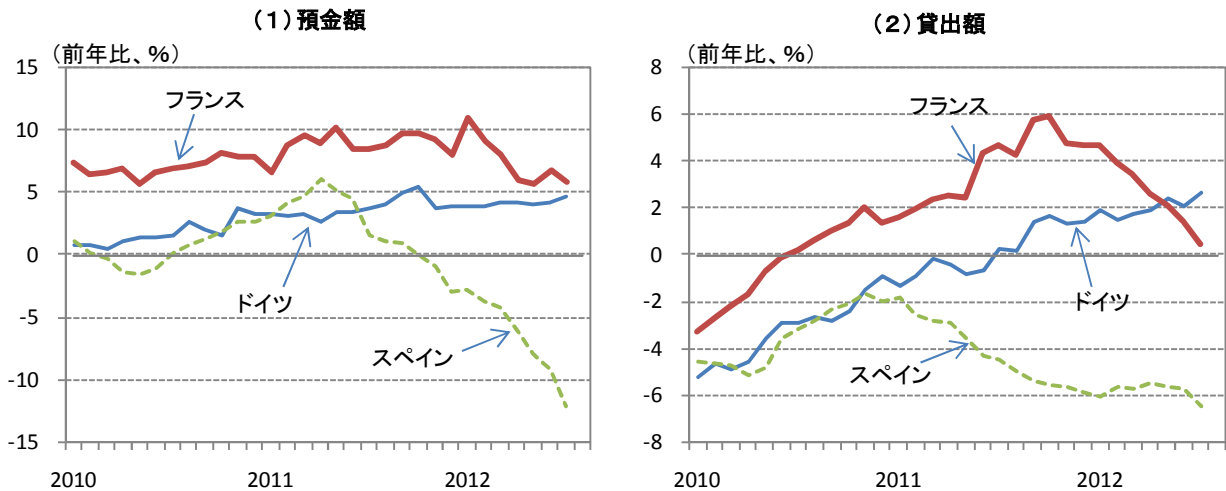
また、実体経済、財政、金融システムの悪循環が周縁国へ広がるなか、フランスの金融システムは相対的に信用度が高い。リーマン・ショック前に海外展開を積極的に推進してきたフランスの三大銀行の CDS スプレッドはイタリア・スペインの主要銀行と比べ低めに抑えられており、足元で預金流出に見舞われる事態には陥っていない(図表4、次頁図表5)。貸出についても2011年後半より貸出態度の引き締めや企業の資金需要低迷もあり、伸び率は鈍化しているもののまだプラスであり、スペインのように預金流出と貸出抑制という両面からの信用収縮は起きていない。このように、足元で金融機能の低下が起きていない点は、現在のフランスが残す強みの一つといえる。

図表4 フランス金融機関の信用度



(注)いずれも8月末時点のCDSスプレッドの値
(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表5 各国金融機関の貸出・預金動向

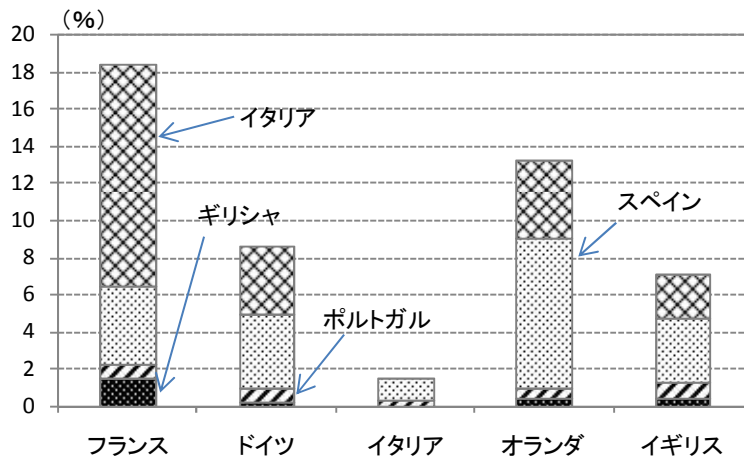


(資料) ECB、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

2. 依然残る火種と財政再建の課題

しかし、フランス金融機関から周縁国に対するエクスポージャーが大きいために、周縁国の状況次第ではフランスに危機が伝播する火種が残っている点には注意が必要である。ギリシャ・ポルトガル・スペインに対する対外与信額を自国の名目 GDP 比で積み上げると、3 国合計に対してはオランダが 9%程度と最もウェイトが高いことに対し、イタリアに対する与信を加えるとフランスが GDP の 18%強とオランダを抜きドイツ・イギリスと比して格段に高くなる(図表6)。2011 年後半から、欧州債務問題がイタリアに波及する動きを見せた際に、フランス経済への影響が懸念されたのはこのためであり、2012 年初にフランスのソブリン格付けが最上位から引き下げられた主な理由の一つにもなった。そして、この懸念材料は今に至るまで解消されていない。

図表6 周縁国向け与信(対与信元 GDP 比)

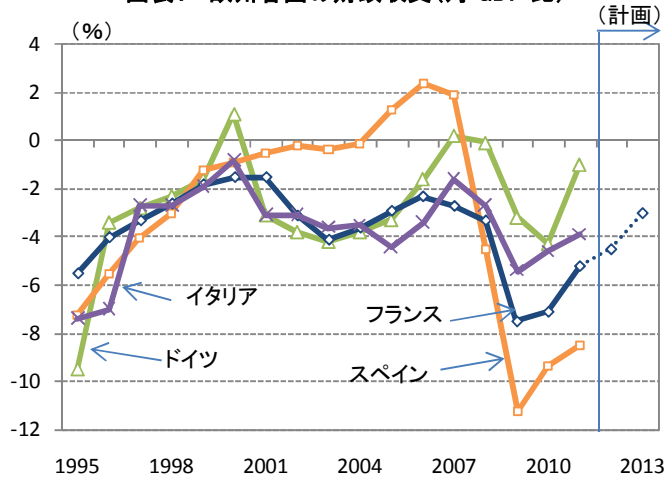


(注) 2012年3月末時点、最終リスクベース
(資料) BISより三井住友信託銀行調査部作成

また実体経済面での主な懸念材料は、フランス政府が厳しい財政再建の必要性に迫られていることである。各国の単年度の財政収支は、リーマン・ショック後の需要減に財政出動で対応し財

政赤字を拡大させた後、2010年より赤字の削減へ転換している。フランスでは、2009年に対GDP比7.5%まで拡大した財政赤字は、2010年7.1%、2011年5.2%まで削減されてきたものの、単年度の収支ではイタリアよりも状況は悪い。今後、2012年は4.5%、2013年には欧州各国との財政協定により3%まで削減する計画であるが、そのハードルは高い(図表7)。

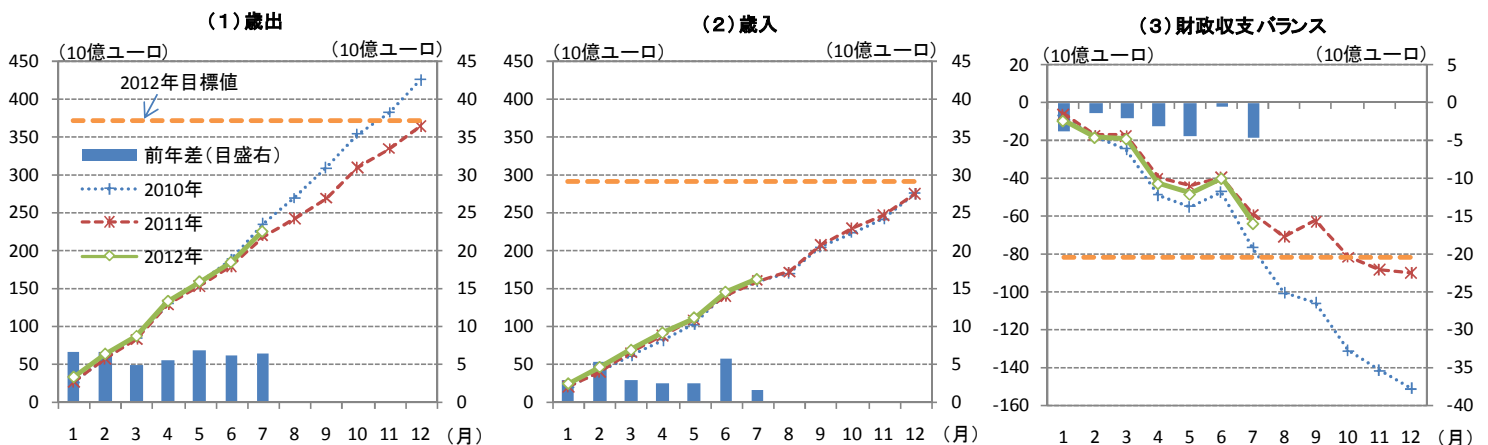
図表7 欧州各国の財政収支(対GDP比)



(注) 計画は政府見通し
(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

足元の財政収支状況を中央政府の歳出・歳入面からみると、直近の7月時点で歳出(1月からの累計額)は2,260億ユーロに対して、歳入(同)は1,620億ユーロに留まっており、財政赤字の累計額は640億ユーロに達している。特別会計を除く財政収支バランスは814億ユーロに抑えるというのが2012年の目標だが、現時点では達成するのは難しいと考えざるを得ない¹(図表8)。さらにこの目標は2012年の実質成長率を0.3%と見込んでいるため、1-3月期、4-6月期とゼロ成長が続いた後、残る半期で成長が上向かなければ、財政収支がさらに下振れる可能性が残る。

図表8 中央政府の財政収支の推移(累積)



(注1) 地方政府、年金基金等を合わせた一般政府財政は歳出約1兆1千億ユーロ、歳入約1兆ユーロ、財政収支は1,036億ユーロの赤字(いずれも2011年データ)
(注2) 財政収支バランスは特別会計を除くベース。目標値はフランス経済財政省の9月7日公表値による
(資料) INSEE、CEIC、フランス経済財政省、EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

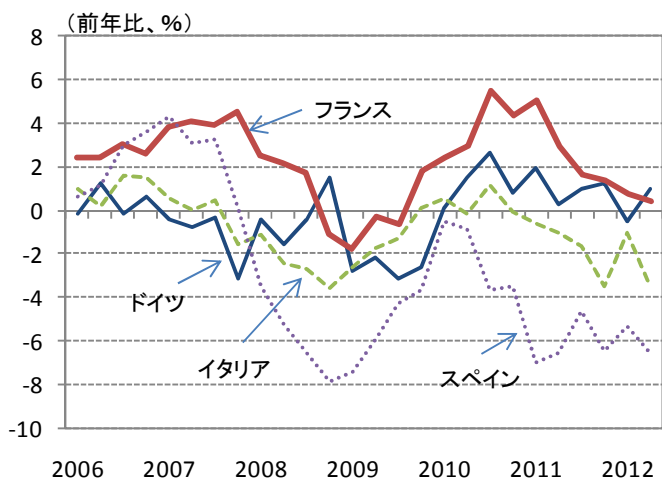
¹ 2012年7月4日発表の補正予算では2012年の実質成長率見通しを0.3%成長としたうえで、財政赤字対GDP比4.5%に対し、中央政府3.75%・地方政府0.25%・社会保障基金0.50%を目標に割り当てている。

そして2013年は、更にハードルが高くなる。9月12日に閣議に出された予算案の概略では、2013年の財政赤字GDP比3%以内を堅持する方針が改めて示され、その手段の一つとして歳出の削減、大企業への課税強化、家計とくに富裕層への課税強化をそれぞれ100億ユーロ、計300億ユーロの赤字削減を目指す大枠が示された。削減規模が最終的にどの程度になるのかも含め、詳細は実際の予算案を見る必要があるものの、政府支出の減少、企業の輸出環境・家計の所得環境を圧迫する内容である。これまでの財政のつけを後世に残さないとする決意は評価できるものの、実体経済にとっては当面下押し圧力となることは避けられない。

3. 内需外需ともに成長は厳しい

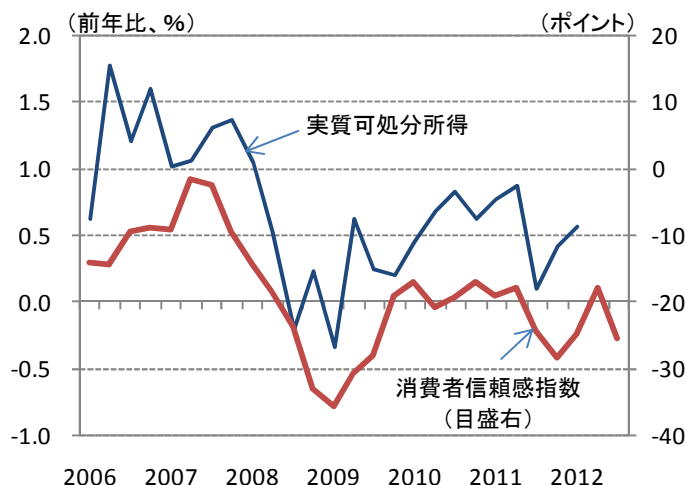
財政再建に伴う課税強化と歳出削減は、これまでの強みであった内需を家計消費、政府支出両面から下押しする。フランスの家計消費(小売売上)を支えてきた実質可処分所得の増加は、昨年の物価上昇を受けた賃上げや今年7月に行われた最低賃金の引き上げなどにより年内は前年比プラスを維持するとみられるが²、来年以降は課税強化により伸び率は鈍化するだろう(図表9、図表10)。また、失業率は10%を超え、欧州経済の景気低迷を背景に消費マインドも6月以降急速に悪化するなど消費をめぐる環境は楽観できる状況ではない。

図表9 欧州各国の小売売上高の推移



(注) 四半期データ、自動車除くベース、実質値
(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表10 フランスの所得環境と消費マインド



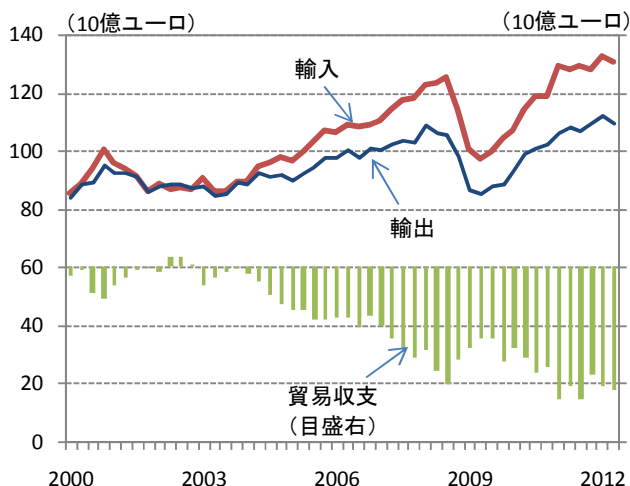
(注) 四半期データ
(資料) CEIC、欧州委員会より三井住友信託銀行調査部作成

また、外需に成長の源泉を求めることも難しい。貿易収支をみると、2004年以降輸入額が輸出額を上回り貿易収支は赤字基調が続く(次頁図表11)。その要因の一つとしては、フランスの国際競争力の弱さが指摘されており、とくに労働コストは2000年代に他のユーロ圏で低下が進むなか、フランスは高止まりした状況が続く(次頁図表12)。ドイツなどでは労働コスト削減を中心に国際競争力を高めてきたのに対して、フランスの対応は遅れをとったことになる。国際競争力を示す指標

² 足元のインフレ率は昨年のインフレ率に比べ比較的軽微のため実質所得にプラスに寄与している。また、今年7月のオランダ政権による最低賃金の引き上げは、図表10(最新データは1-3月期)には現れていないが今後若干の押し上げ要因となる。

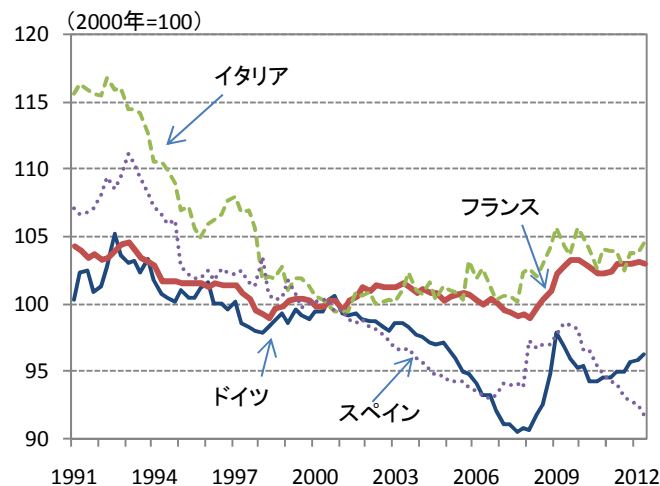
の一つである貿易特化係数の推移を見ると、輸出金額シェアの比較的高い機械系工業製品、特に自動車においてその数値はじりじりと低下している(図表13)。輸出へのウェイトがそもそも小さいうえに、国際競争力があるとはいえない現状では今後中国・アメリカを中心に世界景気が再加速したとしても、輸出による成長牽引シナリオは描きづらい。フランスにおいても、実体経済が振るわなために税収が伸びず、その環境下で財政再建を進めようとするより更に実体経済の足が引っ張られる、という悪循環の恐れが残っている。

図表 11 フランスの貿易収支



(注) 四半期データ、季節調整値
(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表 12 欧州各国の単位労働コスト



(資料) EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

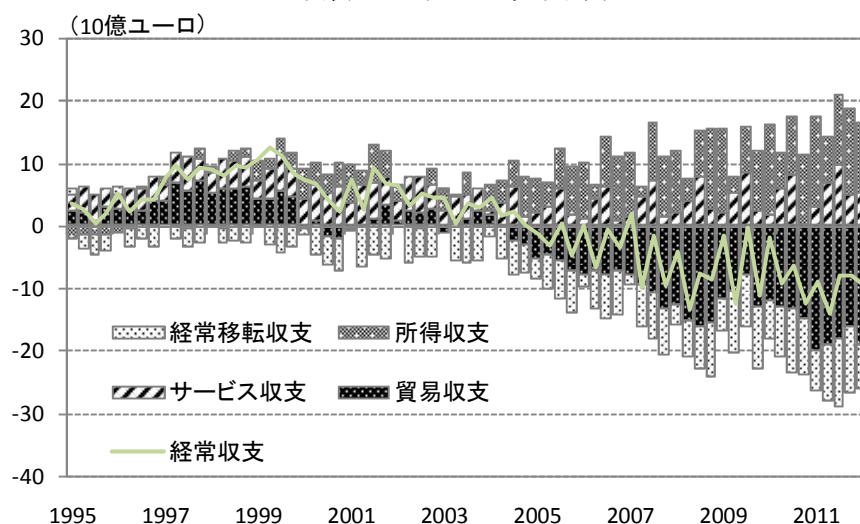
図表 13 フランスの品目別貿易特化係数

	輸出金額 シェア (2011年、%)	2011年 貿易特化係数	10年前比 (ポイント)
全体	100.0	▲ 0.09	▲ 0.09
食料品	8.99	0.04	▲ 0.01
飲料品・タバコ	3.00	0.46	+ 0.04
化学製品	17.13	0.01	▲ 0.04
素材系工業製品	12.00	▲ 0.12	▲ 0.09
機械系工業製品	37.65	▲ 0.02	▲ 0.09
原動機	4.04	0.11	+ 0.08
特殊機械	2.32	▲ 0.02	▲ 0.01
金属加工機械	0.33	▲ 0.11	+ 0.13
事務用機器	1.05	▲ 0.48	▲ 0.22
通信・音楽機器	1.53	▲ 0.39	▲ 0.43
電気機械	6.16	▲ 0.04	▲ 0.08
自動車	8.88	▲ 0.10	▲ 0.21
その他輸送用機械	8.94	0.28	▲ 0.19
その他工業製品	10.70	▲ 0.20	▲ 0.03

(注) 貿易特化係数 = (輸出金額 - 輸入金額) / (輸出金額 + 輸入金額)
(資料) UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

貿易収支の赤字転落にやや遅れて、経常収支も2005年から赤字基調にあり、かつその幅は拡大傾向にある(図表14)。2000年代に入り所得収支黒字は拡大しているものの、貿易収支赤字の増加に追いつかず経常収支赤字が定着し、財政収支と経常収支のいわゆる双子の赤字を抱えた状況にある。

図表14 フランスの経常収支



(資料)EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

このように、フランス経済は家計消費や政府支出を中心とする内需により安定的な成長を続けてきたほか、金融システムはなお安定を保っている。しかし、欧州周縁国に対する対外与信残高の大きさは、債務問題が悪化した時には常にフランスに悪影響が及ぶ懸念を惹起する要因として残るほか、イタリアよりも財政赤字幅が大きい状態からの財政再建への取り組みは、これまで景気を下支えしてきた内需の頭を押さえる要因となる。更に労働コストの高止まりが災いして、主力輸出産業の1つである機械系製品においても徐々に国際競争力を失ってきたために、外需に頼る持続的成長シナリオも描きづらい。

この先直ちに、今のフランスが有する信用が毀損する可能性は低いとしても、経常収支の赤字が定着してその幅も徐々に拡大している現状を鑑みると、欧州全体の経済悪化と欧州債務問題の収束に向けた動きが見えない状態が更に長期化すれば、国際金融市場がフランスに向ける視線は徐々に厳しいものになって行かざるを得ないだろう。

(経済調査チーム 松谷 克昭 : Katsuaki_Matsutani@smtb.jp)

中国での在庫増加の現状と他国への影響

<要旨>

中国では欧州向けを中心に輸出が減速し、個人消費と固定資産投資にも昨年までの勢いは見られず、内外需双方が弱含む形で出荷の伸びが低下している。このため2012年以降、出荷の伸びが在庫の伸びを下回り、生産への下押し圧力が強まっている。

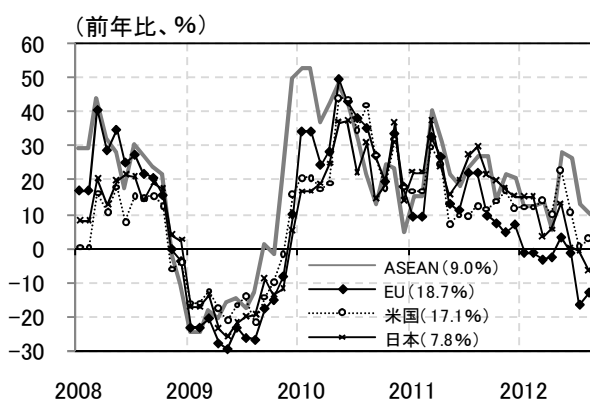
在庫調整圧力の強まりは、リーマン・ショック後と同様に、この先中国の輸入減少に拍車をかけるとみられ、業種別に見ても出荷と在庫のバランス悪化が著しい家電、鉄鋼、特殊機械といった業種において、輸入の減少幅が大きくなっている。これに加えて、中国企業が国内出荷の低迷をカバーすべく価格を切り下げて輸出シェアを奪う動きに出れば、市況を押し下げ、数量・価格の双方において日本を始めとする競合各国の輸出企業収益を圧迫する恐れも高まる。

1. 中国国内で高まる在庫調整圧力

中国景気は依然として減速が続いている。足元8月の中国輸出は前年比2.7%増と7月の同1.0%増からは改善したものの2010年から2011年にかけての10%を超える伸び率には遠く及ばない。なかでもEU向けの輸出は前年比12.7%減と下落幅が大きく、欧州債務問題の影響が中国の実体経済にまで波及してきたことが分かる(図表1)。

外需だけではなく内需も弱い。8月の名目小売売上高は輸出と同様、前年比13.2%増と7月の同13.1%増から僅か0.1%ポイント改善はしているものの、この水準はリーマン・ショック後に最も落ち込んだ2009年前半を下回っており、個人消費も弱含んでいることが見てとれる(図表2)。固定資産投資も1月からの年初来累計の前年比伸び率はここ数か月20%台が続いており、リーマン・ショック後の2009年の30%を超える伸び率や2010年、2011年の25%前後の伸び率と比べても見劣りしている。

図表1 中国輸出（地域別）

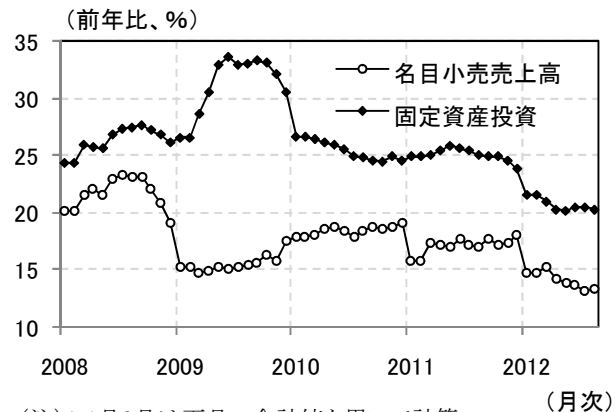


(注)1.カッコ内は2011年の各地域シェアを示す。(月次)

2.1月と2月は両月の合計値を用いて計算。

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表2 名目小売売上高と固定資産投資（中国）



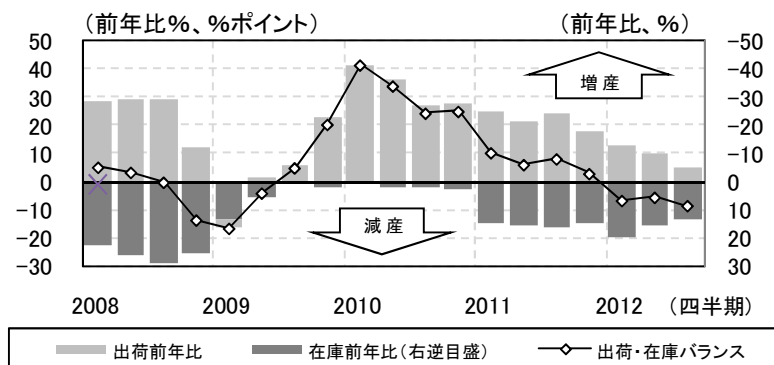
(注)1.1月2月は両月の合計値を用いて計算。

2.固定資産投資は1月からの累計値を使用。

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

このような内需外需双方の伸び悩みを受けて、出荷(売上高)の伸び率が2011年中頃から低下している一方、在庫の伸び率は高いまま推移している。この結果、鉱工業全体の出荷・在庫バランス(出荷前年比－在庫前年比)は3四半期連続でマイナスを記録している(図表3)。

図表3 出荷・在庫バランス(中国)

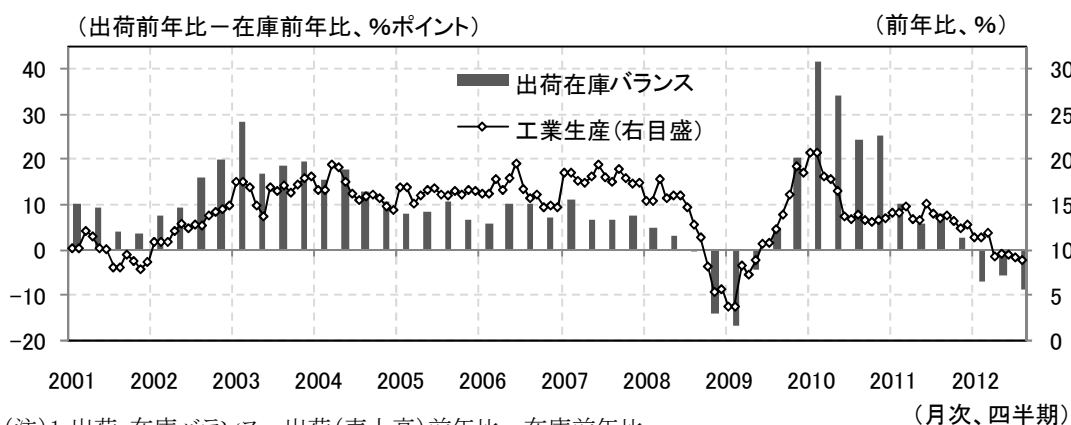


(注)1. 出荷・在庫バランス＝出荷(売上高)前年比－在庫前年比
 2. 直近2012年3Qのみ7月、それ以外は2月、5月、8月、11月の数値を用いて計算。
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

このような状況下においては、企業は通常であれば生産を減らすことで在庫を適正水準に戻そうと行動する。実際、2001年以降の出荷・在庫バランスと工業生産の前年比を比較してみても、両者はほぼ同様の動きをしており、出荷・在庫バランスがマイナスに陥ると工業生産の伸び率が10%を下回る関係にあることも分かる(図表4)。

リーマン・ショック直後の動きを見ると、2008年10-12月期以降、世界的な需要急減を受けて出荷・在庫バランスは一時マイナスとなり、工業生産も伸び率が一桁台にまで落ちた。その後2009年後半には在庫調整の進展に加え、政府の所謂4兆元投資の効果もあって出荷は急伸し、出荷・在庫バランスは改善、工業生産も伸び率を高めた。

図表4 出荷在庫バランスと工業生産(中国)



(注)1. 出荷・在庫バランス＝出荷(売上高)前年比－在庫前年比
 2. 出荷在庫バランスは直近2012年3Qのみ7月、それ以外は2月、5月、8月、11月の数値を用いて計算。
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

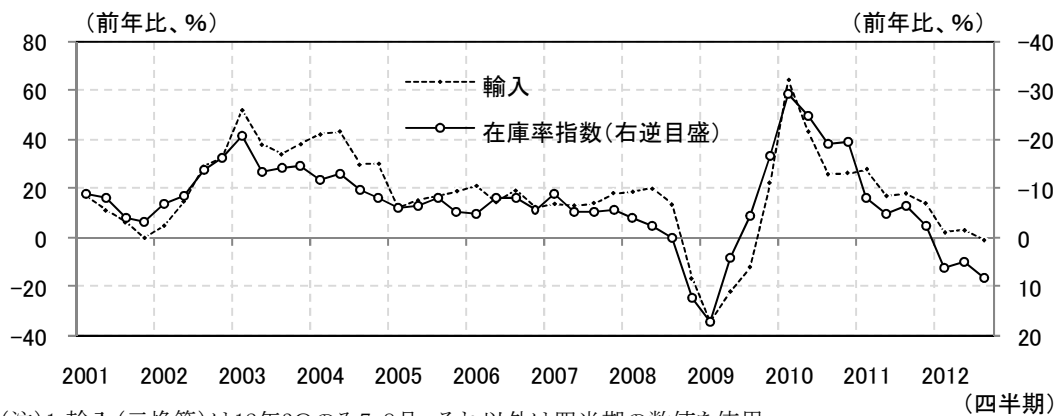
対して、足元2012年7-9月期の出荷・在庫バランスは▲8.6%ポイントと、リーマン・ショック後の最悪期である2009年1-3月期の▲16.3%ポイントほどは悪化していない。しかし、輸出輸入の弱い動きや、9月初めに中国政府により認可された総額1兆円規模のインフラ投資の効果が实体经济に表れてくるまでにまだ時間がかかると見られることから、生産への下押し圧力は少なくとも年内いっぱいには続く可能性が高い。

2. 中国国内の在庫調整が他国に与える影響

生産水準が低下すれば、そのために必要となる原材料・中間財の輸入を減らす要因となるが、原材料・中間財の在庫調整が行われる際には、生産減少分以上に仕入れを減らす必要が生じるために、結果として中国の輸入減少に拍車をかけることになる。実際に在庫率指数(在庫/出荷)と輸入の伸び率の時系列の動きを見ると、2001年以降、在庫率指数が上昇すると輸入の伸び率が低下するという逆方向の関係にあることが分かる(図表5)。リーマン・ショックの後、日本の経済成長率が震源地である米国よりも大幅な低下に見舞われたのは、このメカニズムによって日本の輸出が年率7割にも及ぶペースで急減したことが主な要因の一つであった。

足元の動きを見ると、在庫率指数は前年比10%近くも上昇(悪化)しており、既にゼロ近辺まで低下している輸入の伸び率は、この先更にマイナスに落ち込んでいく可能性が高いことを示唆している。

図表5 輸入と在庫率指数(中国)



(注)1. 輸入(元換算)は12年3Qのみ7-8月、それ以外は四半期の数値を使用。

2. 在庫率指数(在庫/出荷)は12年3Qのみ7月、それ以外は2月、5月、8月、11月の数値を使用。

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

在庫率指数と輸入の関係を、時系列だけでなく業種間でも見てみよう。

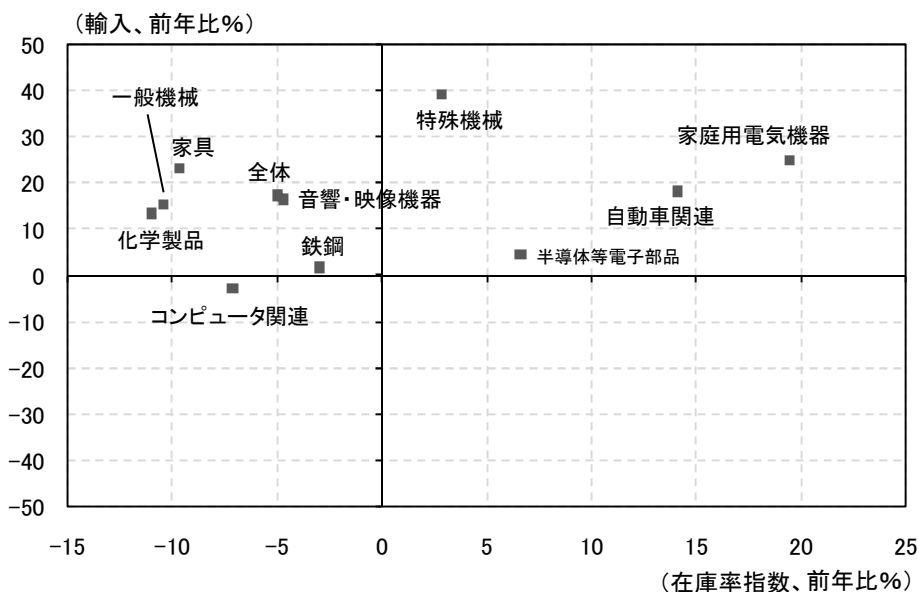
主要業種の在庫率と輸入それぞれの伸び率の関係を、①中国经济がまだ好調な状態を維持し、景気過熱気味とも言われていた2011年4-6月期、②直近の2012年4-6月期の2時点で比較したのが次頁図表6である。

中国景気が過熱気味だった2011年4-6月期においては、在庫率指数の伸び率高低にかかわらずほぼ全ての業種で輸入伸び率はプラスになっており、全体的に先行きに対する楽観的な見方がなされていたことがうかがえる。他方、直近2012年4-6月期は在庫率指数の伸びが高い業種に

において輸入の伸び率が低下する関係が見られ、中国企業が在庫の積み上がりを警戒し輸入を減らし始めた姿が窺える。中でも特に出荷と在庫のバランス悪化が著しい家庭用電気機器、鉄鋼、機械といった業種において既にこの傾向が強くなっている。

図表6 業種別の在庫率指数と輸入伸び率の関係（中国）

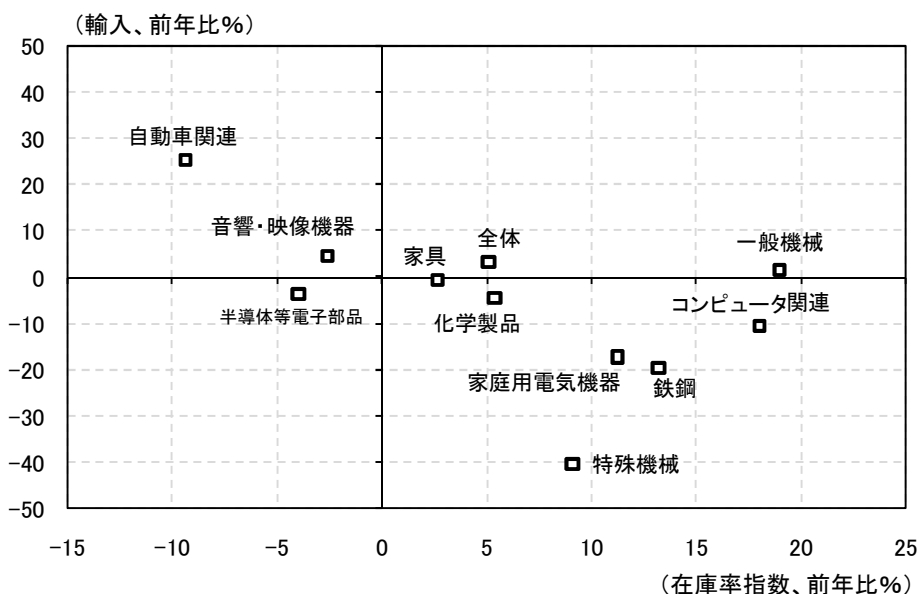
＜景気拡大期（2011年4-6月期）＞



(注) 在庫率指数は2011年5月の数値。輸入は元建てで換算。

(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

＜景気調整期（2012年4-6月期）＞



(注) 在庫率指数は2012年5月の数値。輸入は元建てで換算。

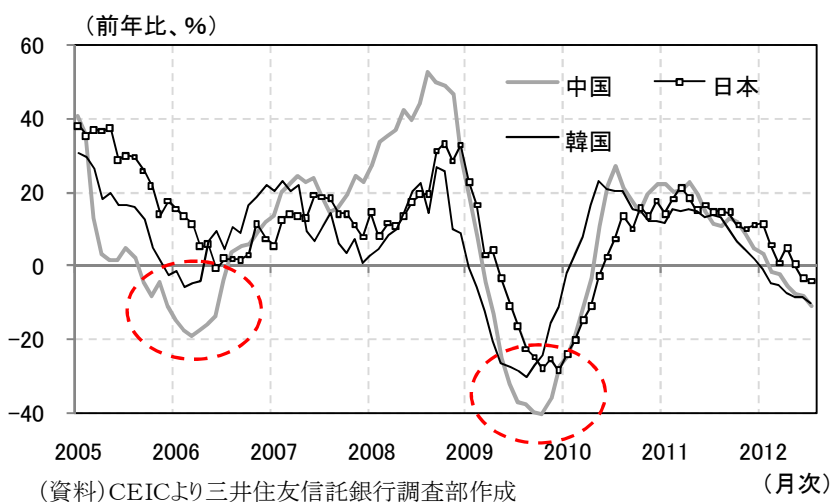
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3. 中国国内での販売低迷で輸出価格切り下げによる競合激化の可能性

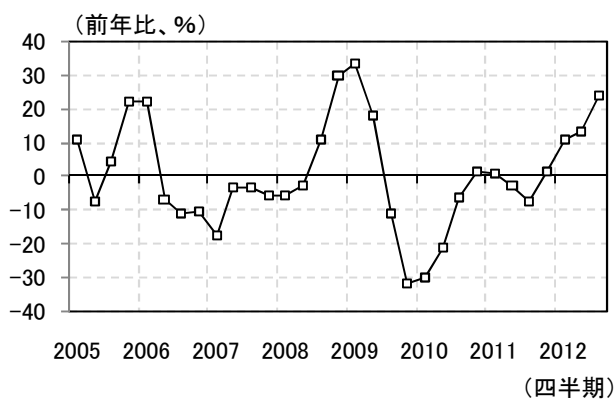
中国での生産減と在庫調整による輸入減少に加えて、中国企業が国内販売の低迷をカバーすべく価格を切り下げて輸出シェアを奪う動きにでる可能性もある。このような動きが強まれば、市況価格の押し下げと輸出シェア拡大により日本を始めとする輸出競合国の企業収益を圧迫する恐れが強くなる。

鉄鋼の輸出価格を日中韓で比較すると、リーマン・ショック後、中国は鉄鋼のドル建て輸出価格を大きく引き下げており、同じく自国通貨高が続いた日本や、大幅な自国通貨安政策をとった韓国よりも10%ポイント近く前年比の下落幅が大きい(図表7)。また2005年末から2006年半ばにかけての時期も、中国からの輸出価格下落が日韓よりも明らかに大きくなっている。この時期は、中国において鉄鋼の生産能力を急激に高めた結果在庫率指数が顕著に上昇し、同時に世界全体の鉄鋼輸出における中国の輸出シェアが急激に高まった時であった(図表8, 9)。図表7に示したこの時期の輸出価格下落と合わせると、価格を切り下げて輸出を増やそうとしたものと考えられる。

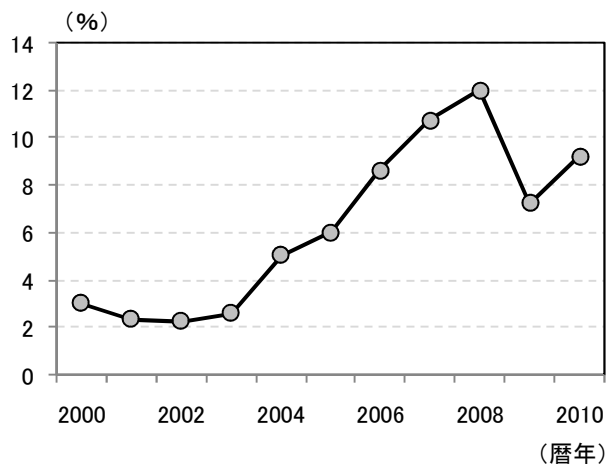
図表7 日中韓の鉄鋼輸出価格



図表8 鉄鋼の在庫率指数(中国)



図表9 鉄鋼輸出の世界シェア(中国)



このように、中国の景気減速による在庫積み上がりは、中国の輸入減少に拍車をかけるのみならず、中国の国内販売減少分をカバーするための輸出価格引き下げを招き、韓国なども巻き込んで通貨安誘導による輸出競争力の引き上げも含め、輸出市場における競合が激化する可能性が高い。この先も中国経済が欧州情勢悪化の影響を受け続け、景気減速が長引けば、輸出数量面のみならず価格面の双方において、日本の輸出企業収益に対する悪影響の程度と範囲が拡大していくことが懸念される。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介:Kaniwa_Yuusuke@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。

三大都市のオフィス市場動向

<要旨>

東京と同様に大阪と名古屋のオフィス貸室面積(ストック)も景気や需給動向等の外部要因に関わらず増加傾向にあるが、2010年以降、大阪と名古屋の空室率が改善しているのに対し、東京では未だ改善の傾向が見られない。

この差をもたらした要因として大きいのは、各都市における新規供給動向の相違にあると考えられる。大阪と名古屋が2009年をピークに新規供給が減少してきたのに対し、東京では2012年にピークとなる大量供給があり、これがリーマンショック以降の空室率改善を妨げた最大の要因と思われる。

空室率と賃料の関係を考えると、過去に賃料が底打ちした空室率と現在の空室率にはまだ大きな差があり、賃料が改善に向かうにはかなりの空室率低下が必要となる。東京の「2012年問題」は収束しつつあるが、大阪では2013年、名古屋では2015年に大量供給が予想されていることを考えると、いずれの都市もオフィス市場の本格回復に時間が掛る可能性があり先行きを楽観できない状況が続くだろう。

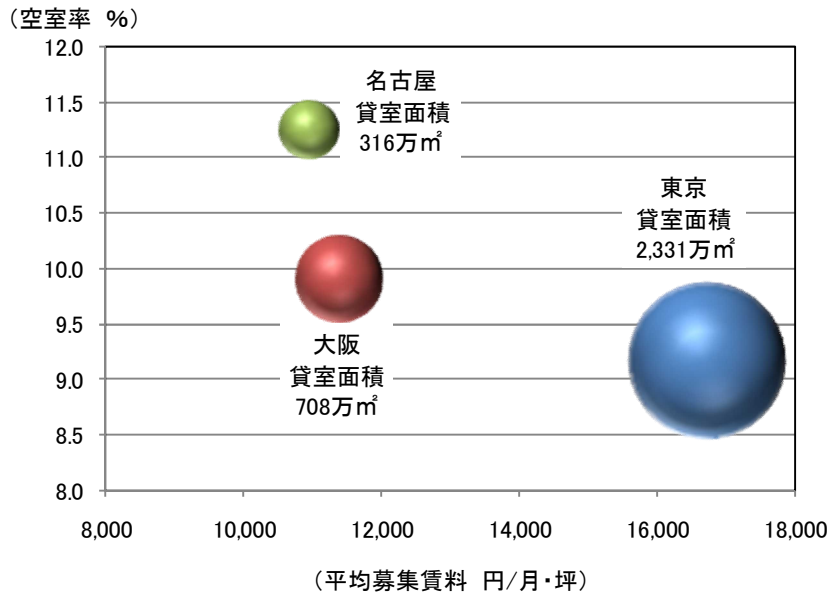
東京のオフィス貸室面積(ストック)は、景気や需給動向等の外部要因に左右されることなく一貫して増え続けてきた。この背景には、最大手クラスの不動産会社であっても1社が運営する賃貸床面積シェアが市場全体の3~4%に過ぎず、非寡占で純競争的な構造にあるオフィス市場において、賃料は自身の供給に関わらず所与となるので、収益拡大のために常に「賃貸床面積を拡大する」インセンティブが働きやすいことがある。ここに、特定街区制度や総合設計制度により付加される「ボーナス容積」の活用も加わって、東京オフィス市場は、いわば自己増殖的に際限なく拡大し続ける構造を有している。このような当部の見解を、環境の変化によって絶滅に追い込まれるまで巨体化し続けたとされる恐竜に例えつつ示したのが調査月報2012年3月号におけるレポート『[構造的過剰供給体質を有する東京オフィス市場～恐竜化する東京オフィス市場～](#)』である。

本稿では東京以外のオフィス市場でも同様の傾向が観察されるのかという視点を含め、今後のオフィス新規供給による貸室面積の増加に着目して東京・大阪・名古屋の三大都市オフィス市場動向を見通したものである。

1. 大阪と名古屋も新規供給によりオフィス貸室面積は増加

最初に三大都市のオフィス市場規模を確認しておく。集計対象ビルの基準に差異がある点には注意が必要だが、2012年8月時点における貸室面積は、東京(都心5区、基準階100坪以上)2,331万㎡に対して大阪ビジネス地区(延床1,000坪以上)は708万㎡と東京(都心5区)の3割、名古屋ビジネス地区(延床500坪以上)は316万㎡と、大阪のさらに半分以下の規模に留まる(次頁図表1)。

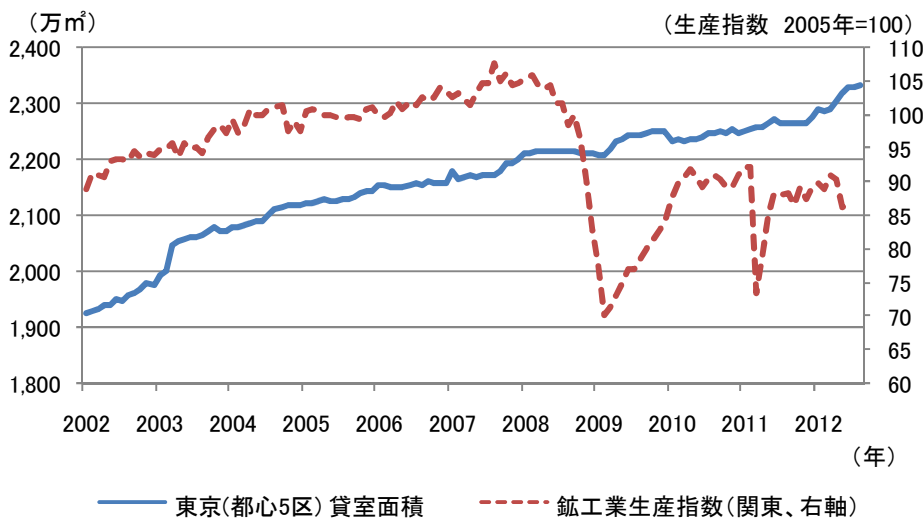
図表1 三大都市 オフィス市場規模と空室率・賃料
(2012年8月)



(注) 東京は基準階100坪以上、大阪は延床1,000坪以上、名古屋は延床500坪以上
(資料) 三鬼商事

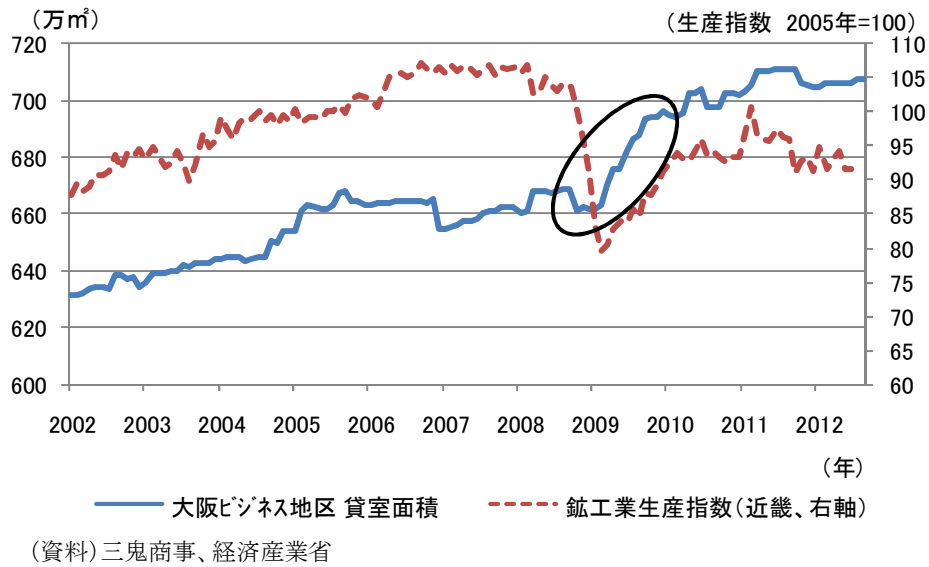
次に2002年以降の貸室面積推移を見ると、各都市とも増加傾向にあり、その増加率は東京が2002年1月比2割増、大阪は同比1割強の増加、名古屋は同比3割弱の増加であった。また、貸室面積が増加するペースは、東京が比較的一定なのに対し、大阪は2009年～2010年の2年間、名古屋は2007年～2009年の3年間に大きく増加していたという特徴がある。これはリーマンショック前の好景気時に計画された開発計画がこの時期一斉に竣工したもので、市場規模が小さいために変動も大きくなったものと考えられる。ただ結果として、大阪・名古屋とも過去から一貫して増加している点では共通しており、景気や需給動向等の外部要因に関わらずオフィス貸室面積が増え続けているという特徴は東京に限ったことではないと言える(図表2, 3, 4)。

図表2 東京(都心5区) 貸室面積と鉱工業生産指数

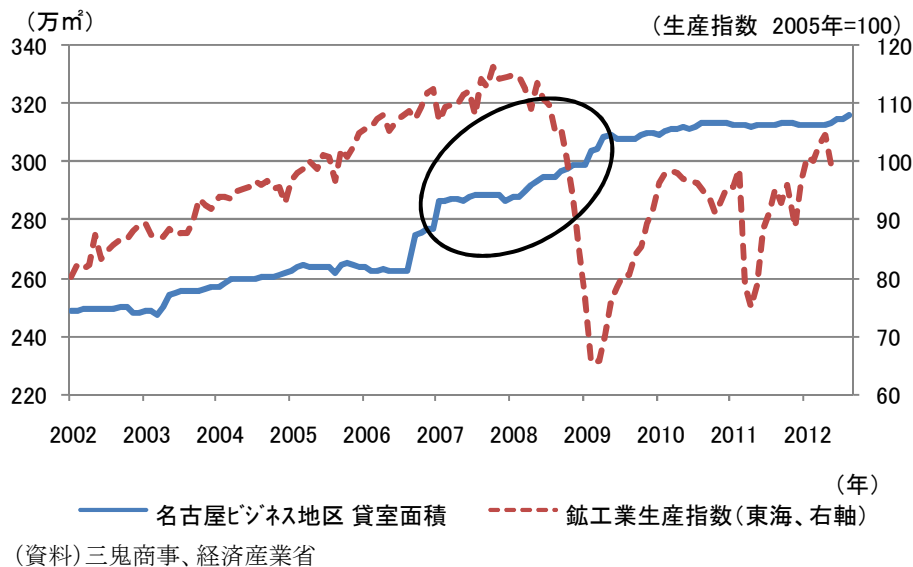


(資料) 三鬼商事、経済産業省

図表3 大阪ビジネス地区 貸室面積と鉱工業生産指数



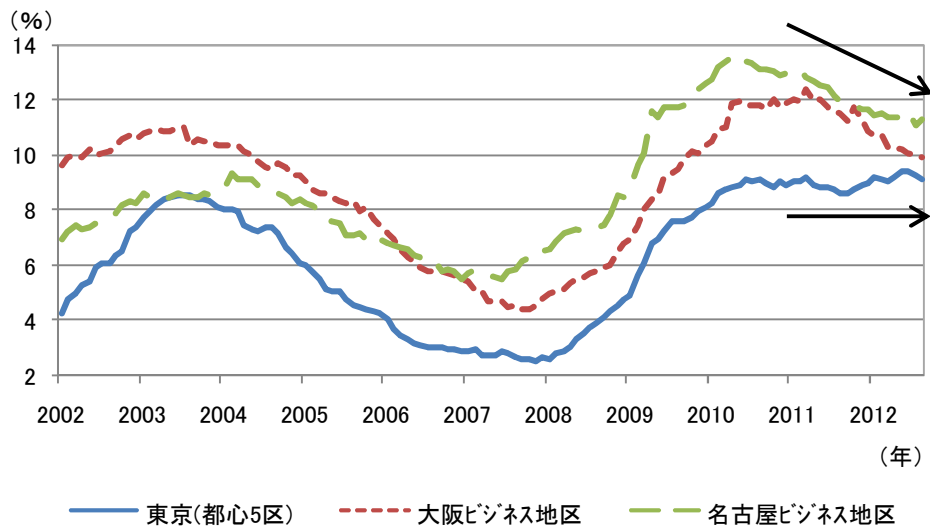
図表4 名古屋ビジネス地区 貸室面積と鉱工業生産指数



2. オフィスの新規供給により押し上げられる空室率

オフィス貸室面積が増加し続ける中、各都市のオフィス市況はどのように推移しているかを、空室率の観点から見てみたい。三大都市とも2003年半ばから改善へ向かい、2007年後半をピークに再び悪化に転じている点は共通しているが、2010年以降の改善状況に都市間の違いが見られる。名古屋は2010年以降、大阪は2011年以降改善に向かっていくのに比べ、東京では未だ改善の傾向が見られない(図表5)。

図表5 三大都市 空室率推移

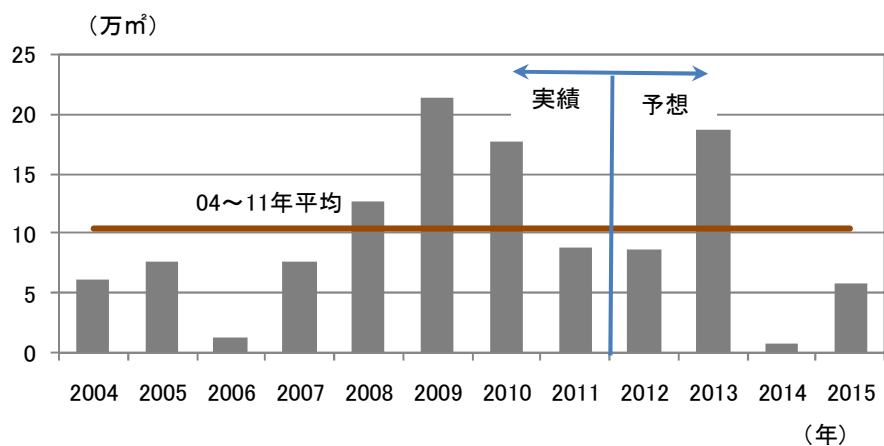


(資料)三鬼商事

この差をもたらしている要因として大きいのは、各都市におけるオフィス新規供給動向の相違であると考えられる。その動きを、今後の動向を含め以下の「三大都市のオフィスビル供給¹の実績と予想」で確認してみたい。

最初に、空室率が改善した大阪と名古屋の動きを見る。大阪では2011年～2012年の供給量が2009年の半分程度に収まっているため、2011年から空室率も改善が進んでいると考えられる。但し2013年には、大阪駅北ヤードに建設されている「グランフロント大阪」を筆頭に、過去平均の2倍程度の大量供給が予定されており、空室率が再度上昇することが予想される(図表6)。

図表6 大阪ビジネス地区 新規供給実績と予想

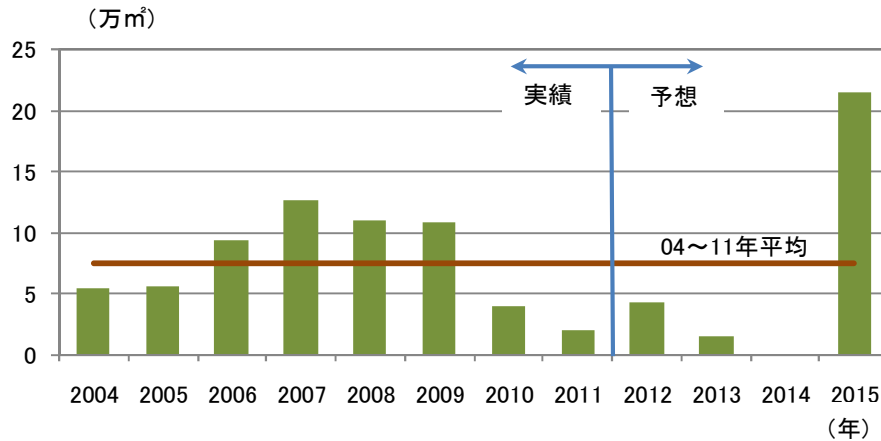


(資料) 各種掲載記事から三井住友信託銀行調査部推計

¹ 三井住友信託銀行調査部が推計した貸室面積ベース

名古屋は2010年以降の供給が大幅に減少したため、この時期から空室率の改善が進んでいる。2014年まではこの傾向が継続すると思われるが、2015年に過去に例のない大規模供給(名古屋駅前で3件の大型プロジェクトが竣工予定)が予定されており、空室率にはかなり大きなインパクトが及ぶ可能性が高い(図表7)。

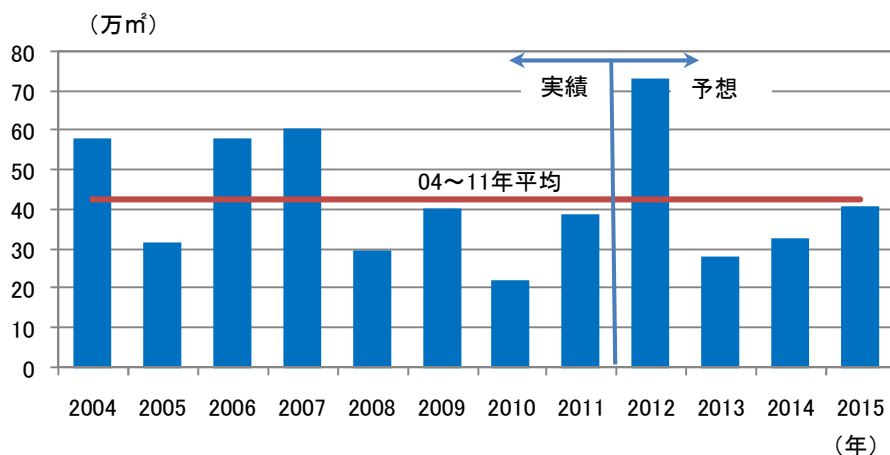
図表7 名古屋ビジネス地区 新規供給実績と予想



(資料) 各種掲載記事から三井住友信託銀行調査部推計

逆に東京では2011年から供給面積が増加し始め、2012年にピークとなる大量供給があり、これがリーマンショック以降の空室率改善を妨げた最大の要因であると思われる。2012年の供給は既に峠を越え、2013年～2014年の供給は限定的となるため、今後空室率は改善に向かうことが予想されるが、2015年には過去平均程度の供給が予定されているためそのスピードは緩やかなものに留まるだろう(図表8)。

図表8 東京(都心5区) 新規供給実績と予想



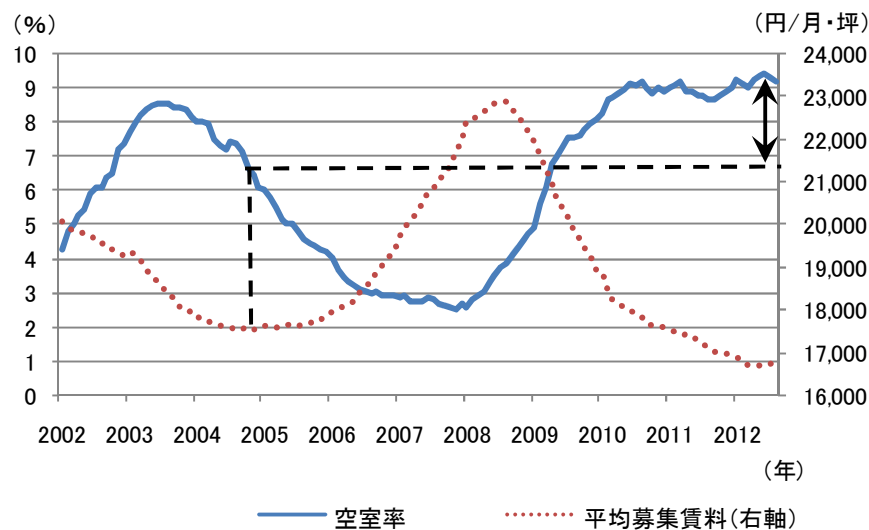
(資料) 各種掲載記事から三井住友信託銀行調査部推計

2013年～2015年に供給が予想される貸室面積の総貸室面積(ストック)に対する比率は、東京4.4%、大阪3.6%、名古屋7.2%となる。各都市における、リーマンショック以降の稼働面積増加率は年間1%台と非常に緩やかなペースでしか増加していないため、新規供給によって上昇する空室率の解消には相当の時間を要すると見られる。

3. 空室率と募集賃料から見た募集賃料反転の条件

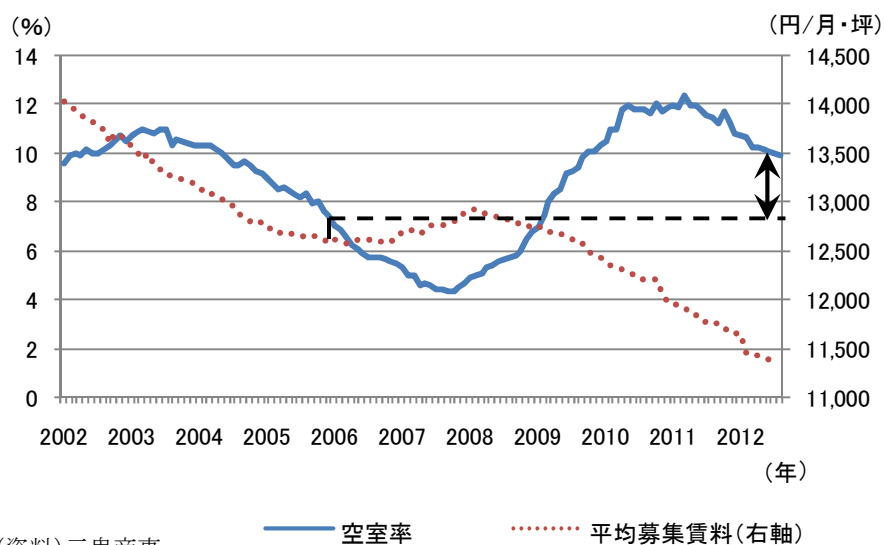
オフィス賃料(募集賃料)の動きは需給関係が影響していることは知られており、過去の実績を見ると、東京では空室率が6%台半ばまで低下したところで賃料が下げ止まり、更に低下して5%を下回った後に賃料の本格的な回復局面に入っていることが確認できる。同様に、大阪では7%台半ばで下げ止まり、5%台半ばを下回って本格回復。名古屋では7%強で下げ止まり、6%台後半となり本格回復に至っている(図表9, 10, 11)。

図表9 東京(都心5区) 空室率と平均募集賃料



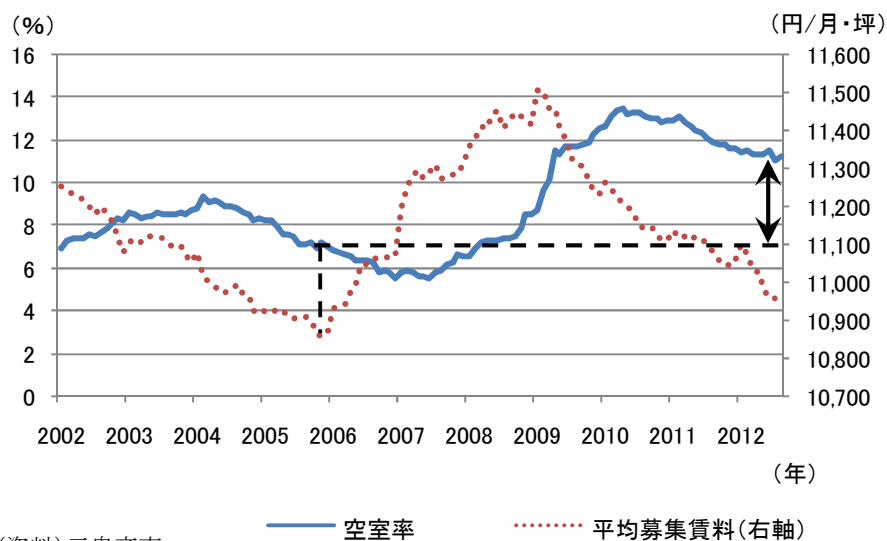
(資料)三鬼商事

図表10 大阪ビジネス地区 空室率と平均募集賃料



(資料)三鬼商事

図表 11 名古屋ビジネス地区 空室率と平均募集賃料



(資料)三鬼商事

これら過去において賃料が底を打った空室率と、現在の空室率の間には、いずれの都市でも大きな差があり、各都市とも賃料が改善に向かうにはこの先かなりの空室率低下が必要となる。しかし、東京での「2012年問題」は収束しつつあるが、大阪の「2013年問題」、名古屋の「2015年問題」と両都市にはこれから迎えるオフィスビル供給のヤマが存在する。

この材料を踏まえると、東京・大阪ではこの先一旦賃料が底値圏入りするタイミングはあるが本格的な回復は2015年以降となることが予想される。また、名古屋では2014年まではオフィス需給の崩れはなく、賃料が底入れするタイミングもあると思われるが、2015年の大量供給を控え先行き楽観できない状況が続くだろう。

オフィス貸室面積が増え続けるという意味においては「恐竜化」は東京に限った問題ではなく、市場が改善に向かい始めると更なる新規供給も行われる可能性がある。収益拡大のため常に賃貸床面積の拡大を指向するデベロッパーによる「新規供給」に対し、経済成長に伴う「新規需要」がどこまで追い付けるかポイントとなる。

(不動産調査チーム 梶川 和裕 : Kajikawa_Kazuhiro@smtb.jp)

(不動産調査チーム 小林 俊二 : Kobayashi_Shunji@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。