

2021. 3 No.107

三井住友信託銀行

調査月報



SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

コロナ禍の株高、流動性は七難を隠し続けるのか……………1

経済の動き

2021年度までの日本経済見通し～景気の持ち直しは一進一退～……………3

国内主要都市 オフィス市場の展望2021

～コロナ禍により減少した需要と減らない供給～……………11

時 論

コロナ禍の株高、流動性は七難を隠し続けるのか

2020 年 10-12 月の日米の GDP 成長率が相次いで公表された。景気の水準をコロナ前(2019 年 10-12 月期)と比較すると、日本が約▲1%、米国が▲2%まで回復してきた。1-3 月期は再び下振れが見込まれているので、一本調子の回復とはいかないであろうが、コロナ前水準への回帰が視野に入ってきた。

1 月に公表された IMF の世界経済見通しでも、ワクチンの普及と財政支援が前提となるが 2021 年の世界経済は前年比 5.5%の成長が予測されており、2021 年にコロナ前の水準への回帰が見込まれている。しかし、各国別の状況を見ると 2021 年にコロナ前の水準を回復出来るのは先進国では米国のみで、新興国でも中国、インド、ASEAN 諸国など一部の国・地域に留まっている。一方、フランス、イタリア、イギリス、メキシコは 2022 年でもコロナ前の水準を下回るといった厳しい見通しとなっている。

コロナ禍での景気は、強弱が明確に二分化する K 字型と言われていたが、時間の経過とともに、様々なカテゴリーで二分化が鮮明となっている。

コロナ禍の影響を大きく受けた業種を BEACH 業種と称することがある。BEACH とは、B:旅行・イベントなどのブッキング、E:エンターテインメント、外食、A:エアライン、C:カジノ・クルーズ船、H:ホテルなどであるが、BEACH 業種での需要喪失状態が長期化する一方で、ハイテク企業などを中心に史上最高益を更新する企業が相次いでおり、どちらに焦点を当てるかによって景気認識は大きく異なってくる。

日本の財政収支における、歳入と歳出の乖離拡大を「ワニの口」と呼ぶが、K 字型経済の下で新たな「ワニの口」が開き始めている。

これは地域間でも生じている。東京一極集中と言われるように、わが国の経済は人口や様々な社会・経済機能が集中する大都市圏を中心として成長を続けてきた。国土面積 0.5%程度の東京に人口の 10%以上が集中し、GDP の約 20%、国税収入の約 40%を生み出してきた。ポジティブに評価すれば、日本は極めて効率の良い経済構造にあると言えるが、裏返せば超過密な社会・経済構造という事であり、感染増加に対して大都市圏が最も脆弱な地域となっている。有効求人倍率が直近で最も高かった 2018 年 12 月(1.73 倍)と足元の 2021 年 12 月(1.13 倍)で比較すると、2018 年にベスト 10 入りしていた東京、愛知、大阪の三大都市がコロナ禍の中で姿を消し、2021 年のワースト 10 の 6 県が三大都市圏の都道府県が占めている。地方で再び人手不足感が強まり始める一方、都市部では尚もコロナ禍の停滞が続いている。

金融市場においても二分化が進んでいる。

日経平均が約 30 年振りに 30,000 円を回復した。本来であれば将来期待を反映するはずの株式市場が、コロナ禍という先行き不透明な中で上昇を続けて来たことにバブルを指摘する声も増えている。しかし、NT 倍率(日経平均/TOPIX)が 30 年前を大きく上回っており、日経平均の上昇をけん引しているのは、ワニの口の上あごにいる一部の値がさ株や大型株であると考え

られる。好業績の企業が多いので必ずしもバブル的な上昇とは言えないが、やや行き過ぎた感はないであろう。

金融市場に「流動性は七難隠す」という格言があるが、足元で生じている株価の上昇は、危機対策として世界中で供給された大量の流動性が株式市場を押し上げていることはほぼ間違いないであろう。特に、コロナ禍においては、ロックダウンや外出自粛など支出の蛇口を占める政策を打ちながら、国民の不安解消を重視した流動性供給を行ったので、通常の景気刺激策よりも、貯蓄や投資に回る資金が増加したことは想像に難くない。実際にマネーの流通量はGDPなど実体経済の成長率を大きく上回っており、生産や消費などの実体経済以外に流れたマネーの急増を示している。

マネーが流れ込んでいるのは株式市場だけではない、ビットコインなどの仮想通貨でも市場の急騰が続いている。また、コロナ禍の景気停滞化で上昇が続くコモディティ市場も恩恵を受けているのかもしれない。行き場を失ったマネーのトリクルダウンが、金融市場で広範囲に発生しているともいえよう。

経済の二分化が進む中においては政策のコンセンサスを見出すのが難しい。

感染予防と経済成長の両立というフレーズを耳にすることが多いが、大きな打撃を受けていない経済主体にとっての優先事項はコロナの早期収束だが、コロナの打撃を受けた経済主体にとっては経済の早期稼働が優先事項となる。相反する二つの要望を満たすために、政策の規模は肥大しがちで、かつ一律給付のような非効率な政策が取られることになる。

コロナ禍のような非常事態時に、経済政策によって景気を下支えすることは必要な政策であり、危機の初期時には効率性よりも広範囲なセーフティネットの整備が重要である。先行きの不透明感が払拭されない中で金融引締めや財政緊縮に舵を切り替える必要はないが、財政政策にせよ金融政策にせよ無制限に刺激拡大策を続けることは出来ないのも、いずれかの時点で政策の崖がやってくることを、そろそろ考える局面に入っているのではないのか。

急激な円高による経済へのショックを緩和するために実施した大規模な金融緩和が、後の不動産バブルを発生させた日本、ITバブル崩壊後の金融緩和が後のサブプライム問題を引き起こした米国の経験を見ても、結果論ではあるが危機の最終局面での緩和や追加対策は振り返ってみると不要な政策であったと総括されることも多く、後々の調整を深くする要因ともなってきた。

金融市場は上昇よりも下落のスピードが速く、経済へのダメージも大きい、膨張したマネーが逆流し始めると金融市場の環境悪化を通じて、実体経済の落ち込みを加速させることになる。足元で進みつつあるワクチンの普及が経済・社会の正常化を早め、そのことが政策の崖への誘因となるかもしれないし、足元で上昇の動きがみられる長期金利は既に市場への警告を発しているのかもしれない。コロナ禍での厳しい経済環境が続く今だからこそ、更なる危機を回避し、崖のダメージを極力緩和するため、健全な警戒感を持ち、局面変化に応じて早い段階から小刻みなシフトチェンジを始めることが必要である。

(調査部 審議役 上席研究員 寺坂 昭弘：Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

2021 年度までの日本経済見通し

～景気の持ち直しは一進一退～

<要旨>

2020 年 10～12 月期の日本の実質 GDP は、前期比年率+12.7%となり、2四半期連続で強いプラス成長となった。財輸出が堅調に推移した他、設備投資も漸く底打ちし、個人消費も昨年 11 月までは回復基調が続いたことが要因である。経済活動は、感染拡大前(2019 年 10～12 月期)を▲1.1%下回る水準まで回復した。

足元の 2021 年 1～3 月期は、緊急事態宣言の再発出の影響でサービス消費中心に下押し圧力がかかり、前期比年率▲5.3%のマイナス成長と予測する。その後、宣言が3月に解除されれば、4～6 月期以降は景気が再び持ち直しに向かうとみる。国内外で開始された新型コロナウイルス感染症のワクチン接種は、経済正常化に向けた切り札である。但し、日本での集団免疫獲得には時間を要するとみられ、2021 年度中は感染症への警戒および外出抑制による景気の下押しが続く。その結果、2021 年度の成長率は+3.5%に留まり、経済活動水準が感染拡大前に戻るのは 2022 年度以降となろう。

1. 顕著な持ち直しを見せた財輸出

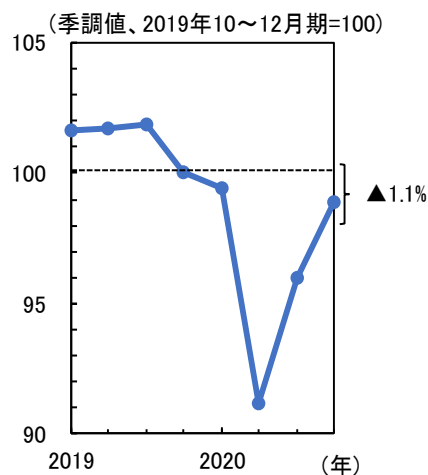
2020 年 10～12 月期の実質GDPは、前期比年率+12.7%となり、前四半期からは鈍化したものの、2四半期連続で強いプラス成長となった(図表1)。低迷するサービス輸出とは対照的に、財輸出が感染拡大前(2019 年 10～12 月期)水準をほぼ回復し、輸出(寄与度+7%ポイント)が牽引役となった。またサービス消費が新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の流行状況に左右されながらも昨年 11 月までは持ち直しが続き、耐久財・非耐久財消費も底堅く推移したことで、個人消費(同+4.8%ポイント)は持ち直しを続けた。設備投資(同+2.9%ポイント)も堅調な財輸出などを背景に漸く底を打った。その結果、実質GDPは感染拡大前と比較して▲1.1%の水準まで回復した(図表2)。

図表1 実質 GDP 成長率

	2020				2020 10-12
	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	▲ 2.2	▲ 29.3	22.7	12.7	12.7
個人消費	▲ 2.5	▲ 29.5	22.0	8.9	4.8
住宅投資	▲ 14.0	2.0	▲ 21.0	0.2	0.0
設備投資	5.7	▲ 21.5	▲ 9.2	19.4	2.9
政府消費	▲ 1.0	0.9	11.7	8.1	1.8
公共投資	0.3	9.2	3.6	5.5	0.3
輸出	▲ 19.7	▲ 52.9	33.2	52.3	7.0
(▲輸入)	▲ 11.9	5.1	▲ 29.0	17.3	▲ 2.6
内需	▲ 0.7	▲ 19.3	10.5	8.1	8.0
外需	-	-	-	-	4.3

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質 GDP 水準



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

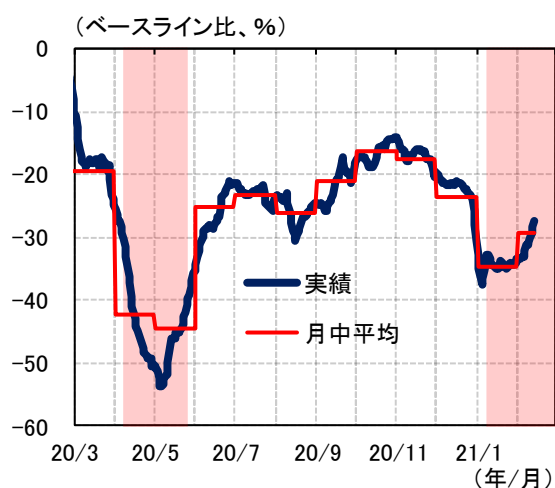
2. 緊急事態宣言の再発出で景気は一時後退

前四半期とは対照的に、2021 年1～3月期は、感染拡大を背景に1月初旬に再発出された緊急事態宣言によって成長率が前期比マイナスに落ち込むことは避けられない。前回の宣言では対面型サービスの提供施設全般に営業自粛が要請されたのに対し、今回は飲食店の営業時間短縮要請が中心で、極力経済活動を止めずに感染拡大抑制を狙う内容といえる。

人出は、宣言の再発出を受けて昨年 12 月と比較し顕著に低下しているものの、前回宣言時と比べれば、その減少度合は半分程度となっている(図表3)。自粛の要請範囲が限定的であることに加え、マスク等の物資不足が解消されたことや外出時の感染予防策が定着してきたことなどが、極端な外出自粛に至らない要因と考えられる。

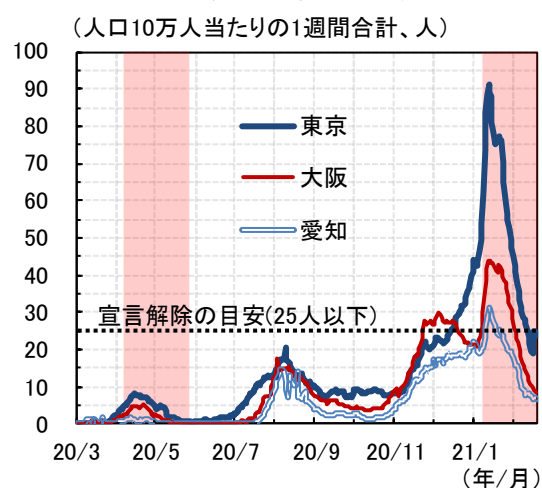
以上を踏まえると、今般の宣言再発出による経済的な影響は、個人消費(特にサービス消費)を中心に顕在化するものの、経済活動水準は前回ほど落ち込まないとみる。なお足元の新規感染者数は、既にピークアウトし宣言解除の1つの目安とされる人口 10 万人当たり 25 人(1週間合計)を下回ってきている(図表4)。医療提供体制の逼迫状況次第であるものの、今回の見通しでは、宣言が期限となる3月に解除されることを想定している。

図表3 人出(乗換駅)



(注)ベースラインは20/1/3～2/6の曜日別中央値。
トレンドからの乖離幅を用いて祝日要因など外れ値を簡易的に補正。実績は7日移動平均値。
(資料)Google「Community Mobility Reports」、CEIC

図表4 新規感染者数



(注)新規感染者数は累計感染者数の前日差より算出した値。
(資料)CEIC

3. 期待の高まるワクチン普及への道のり

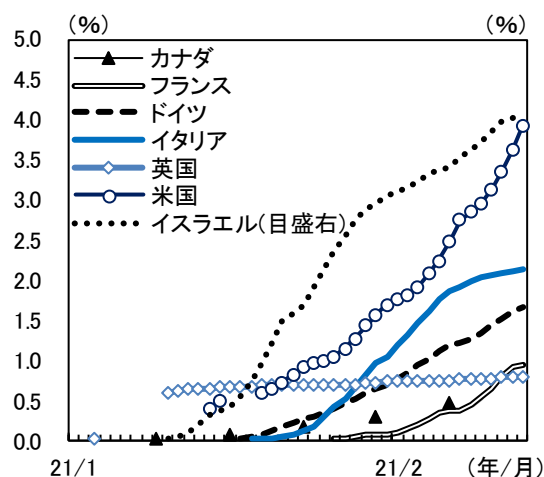
感染拡大状況に左右される経済情勢を打開し得る切り札が新型コロナのワクチンである。その普及に向けて、前回見通し時点(2020 年 12 月号)から進展があった。欧米の製薬会社が製造するワクチンの承認が下り、昨年 12 月中旬より英国を皮切りにワクチン接種が開始された。先行するイスラエルでは、既に人口の約4分の1が接種を完了しており、今後の感染拡大状況に注目が集まっている(次頁図表5)。

日本でも、ようやく2月 17 日より医療従事者等に対して先行接種が開始された。現時点で政府より公表されているスケジュールでは、65 歳以上の高齢者への接種が4月以降に開始されるという

ことまでであり、続く基礎疾患保有者や国民全体が接種できる時期は未定である(図表6)。

ワクチン接種による集団免疫の獲得には、全人口の60～70%がワクチンを接種する必要があるといわれる。仮に、日本で2月17日に先行接種の開始された医療従事者等に対し免疫獲得に必要とされる2回目の接種が3週間後から実施され、米国における直近2週間(1月31日～2月13日)の接種ペースを達成できたと仮定して試算すると、国内でワクチン接種率が65%に達する時期は2022年4月頃となる。国内でのワクチン接種は2021年度にかけて進み、集団免疫獲得時期は不確定要素が多いものの2022年度以降になるとの慎重な見方が必要と考える。

図表5 人口に占める新型コロナのワクチン接種率



(注)「Share of the population fully vaccinated against COVID-19」の値。イスラエル以外、目盛左。
(資料)Our World in Data, CEIC

図表6 日本のワクチン接種スケジュール

優先順位	人数 (万人)	人口割合 (%)	開始 時期
① 医療従事者等	約 400	3	2月17日 より
② 高齢者(65歳以上)	約 3,600	29	4月1日 以降
③ 基礎疾患保有者・ 高齢者施設等従事者等	約 1,770	14	未定
④ それ以外	約 6,830	54	未定
合計	約 12,600	100	

(注)参考資料「新型コロナワクチン優先接種についての検討案(令和3年2月15日)」。また2月16日現在、接種を行う期間は2021年2月17日から2022年2月末までの予定とされる。
(資料)厚生労働省

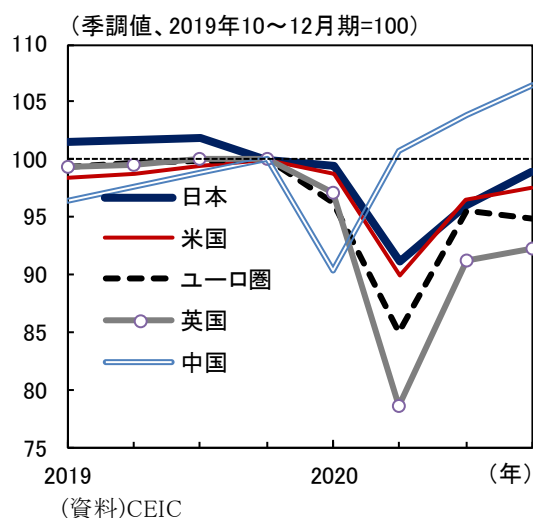
4. 海外主要国・地域の成長力には差が生じるも、総じて財消費は底堅い

海外主要国・地域の実質 GDP を比較すると、景気の回復状況には差が生じ始めている(次頁図表7)。中国は輸出と設備投資、消費が揃って増加傾向にあり、感染拡大前水準を大きく上回って3四半期連続のプラス成長を続けている。米国は、感染拡大が重石となっているものの、国民への直接給付など政府の財政政策が下支えする形で、プラス成長を維持している。

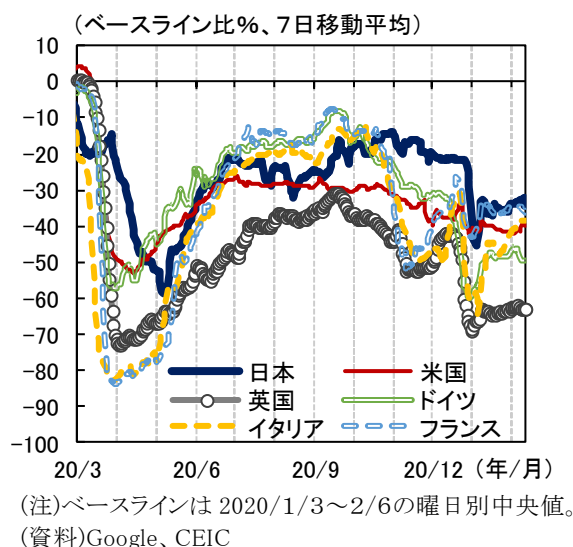
対して、英国・ユーロ圏は、感染拡大が景気を下押ししている。英国は、辛うじて10～12月期にプラス成長を確保したものの、ロックダウン(都市封鎖)の影響で1～3月期はマイナス成長に陥る可能性が高い。ユーロ圏も、顕著に人出が減少しており、景気の低迷が続いている(次頁図表8)。

もっとも、世界的に小売売上高(財消費)は底堅く推移している(次頁図表9)。昨年春先の際は、感染拡大に伴う行動規制の強化で人出が大幅に減少し、それと時を同じくして、小売売上高も大きく減少した。それに対して、足元では人出が顕著に減少しながらも、小売売上高は底堅く推移している。行動規制により外出が制限される中、e コマースの急速な普及が財消費を後押ししているものと思われる。また家電や家具、食品等の巣籠もり需要やサービス消費抑制で生まれた余剰資金の財消費への振り替え、一部の国では政府からの直接給付により可処分所得が増加していることなども要因として挙げられる。このような、各国で感染拡大が景気を下押ししても、財消費がそれほど影響を受けなくなった状況は、日本の輸出・製造業にとってプラスに働くことになる。

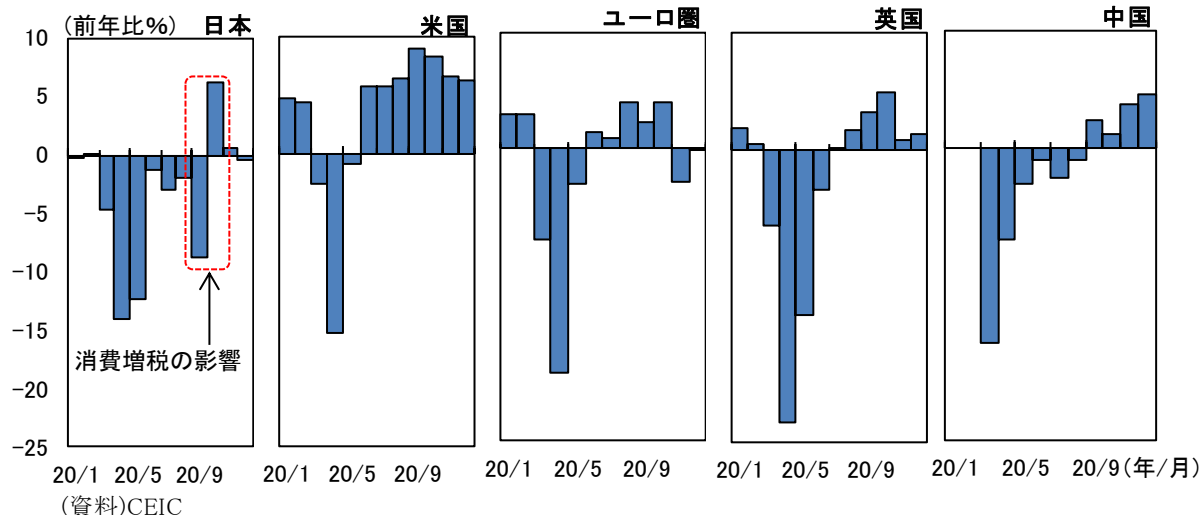
図表7 主要国の実質GDP水準



図表8 人出(乗換駅)



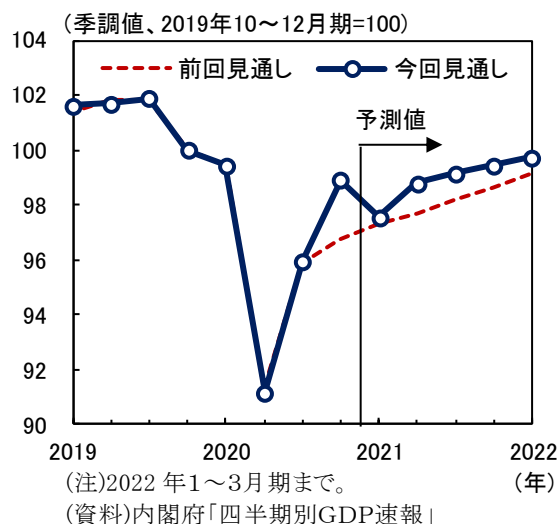
図表9 主要国の小売売上高



5. 今後の見通し ～ 2021 年度中は感染症による景気の下押しが続く

日本の実質 GDP 成長率は、2020 年度▲4.8% (前回比+0.6%ポイント)、2021 年度+3.5%(前回比+0.1%ポイント)と予測する。四半期ベースでは、2021 年1～3月期は緊急事態宣言の影響で前期比年率▲5.3%のマイナス成長になると予測する(図表 10)。その後、4～6月期以降は宣言解除を前提に再び景気回復基調に戻るとみる。前回見通し(2020 年 12 月号)との比較では、2020 年度は、予測の発射台となる 2020 年 10～12 月期が従来予測(前期比年率+4.0%前後)から大幅に上振れたことを織り込み、上方修正した。2021 年

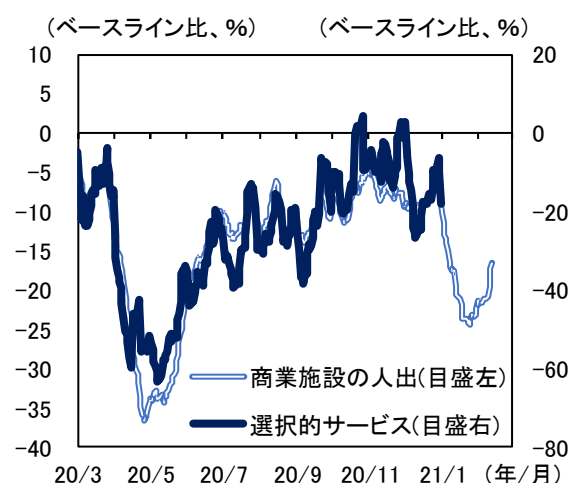
図表10 実質GDPの予測パス



度は、①4～6月期に個人消費が前四半期の落ち込みから反発すること、②設備投資が好調な輸出を背景に底打ちしたこと等から、上方修正した。もっとも、ワクチン接種に伴う集団免疫の獲得時期は 2022 年度に入ってからと想定しており、それまで一定の感染症への警戒・外出抑制が景気を下押しし続けるため、日本経済の成長力は弱いままである。実質 GDP 水準が四半期ベースで感染拡大前水準を回復する時期は、今回の予測期間を超える 2022 年度以降となろう。

需要項目別にみると個人消費は、2020 年度▲6.3%（前回比▲0.6%ポイント）、2021 年度＋4.6%（前回比＋0.8%ポイント）と予測する。1～3月期は、緊急事態宣言の再発出に伴い人出が顕著に減少していることから、サービス消費中心に減少する（図表 11）。但し、人出の減少幅が前回宣言時と比べて限定的であり、また財消費は巣籠もり需要などにより底堅く推移していることから、昨年4～5月ほどの個人消費の減少には至らないとみる（図表 12）。その後、3月に緊急事態宣言が解除されることを前提にすると、4～6月期はサービス消費を中心として明確に持ち直すであろう。但し、2021 年度中は感染症への警戒および外出抑制が続くことから、サービス消費が元の水準へ回復するのも、2022 年度以降とみる。

図表 11 選択的サービス消費と商業施設の人出



(注)ベースラインは 2020/1/3～2/6 の曜日別中央値。
人出は外れ値を補正。7 日移動平均値。

(資料)総務省「家計調査」

Google「Community Mobility Reports」、CEIC

図表 12 小売販売額

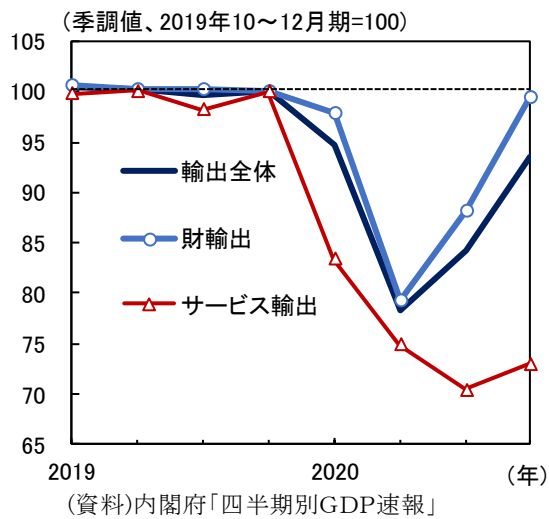


(注)スーパー、コンビニ、ホームセンター、ドラッグストア、家電量販店の指数を 2015 年の業態別販売額でウェイト付けした合成指数(週次)を作成。合成指数(4 週移動平均)をベースに、各年 1 月 1 日を含む週を起点にして 2015～2018 年比伸び率を算出。

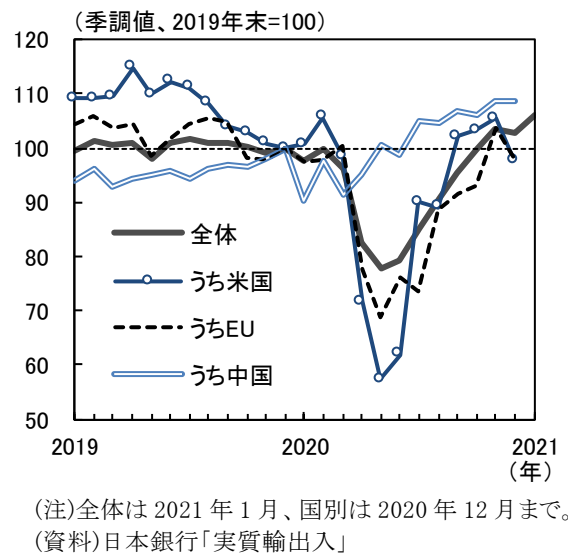
(資料)経済産業省「METI POS 小売販売額指標[マイクロ]」

輸出は、2020 年度▲11.3%（前回比＋2.5%ポイント）、2021 年度＋8.5%（前回比▲0.5%ポイント）と予測する。財輸出は、感染拡大前の水準を上回り景気拡大を続ける中国向けを中心に増加基調が続くとみる（次頁図表 13、14）。また感染拡大で人出は減少しても、各国の財消費が底堅く推移しモノの動きが止まっていない点は、各国における設備投資需要の回復経路を含め、日本の輸出にとって追い風となる。一方で、サービス輸出に関しては、底打ちはしたものの、インバウンド需要がほぼ蒸発した状況は変わっておらず、また新型コロナの変異株流入を阻止すべく厳格化された入国制限も相まって、回復時期は後ろ倒しとなる。サービス輸出の低迷が続く中、財輸出が輸出全体を牽引する状況が続くことになろう。

図表 13 実質輸出(SNA)

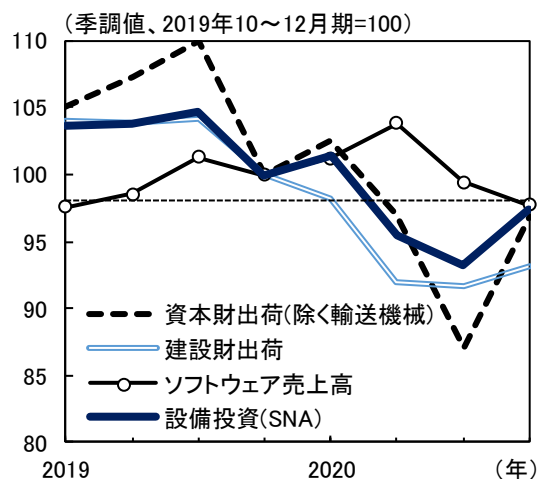


図表 14 国別の実質財輸出

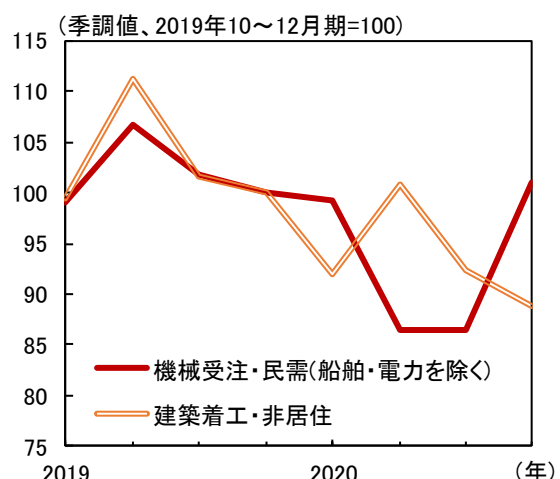


設備投資は、2020 年度▲6.3%(前回比+1.6%ポイント)、2021 年度+3.5%(前回比+1.6%ポイント)と予測する。回復の遅れていた設備投資も、堅調な財輸出を背景に製造業の機械投資などを中心にして 2021 年度以降は緩やかに持ち直しを続けるとみる。しかし、昨年春先に増加したソフトウェア投資は頭打ちとなっており、建設投資は未だ明確な持ち直しには向かっていない(図表 15)。設備投資の先行指標をみても、機械受注は持ち直しが見られるものの、建築着工は弱いままである(図表 16)。加えて、手元資金確保のために企業は借り入れを急増させた状況にあり、今後財務改善を優先する企業の設備投資は回復が遅れることになる。そのため、設備投資の回復が、輸出や消費に比べて大幅に遅れる状況は変わらないとみる。

図表 15 設備投資(SNA)と一致指数



図表 16 機械受注と建築着工(非居住)



6. ワクチンの普及状況と金融市場の不安定化リスクを注視

以上をまとめると、日本の景気は総じて持ち直し局面にある。緊急事態宣言の再発出に伴い1～3月期はマイナス成長となり景気は一時後退するものの、4～6月期以降は再び持ち直しに向かうであろう。但し、日本でもワクチン接種が進み集団免疫が獲得されるまでは、新型コロナへの警戒や外出抑制、また先行き不透明感が残り、景気の持ち直しペースは遅いものとなる。

このような日本経済の見通しに対するリスク要因としては、図表 17 に挙げた項目が考えられる。これらの中でも最大の要因は、新型コロナのワクチン接種の進捗である。政府の取り組むワクチン接種の体制整備が首尾よく進み、国民全体の接種時期が早まれば景気持ち直しペースは加速することになる。一方で、世界各国がワクチン確保に動く中、供給制約により国内への供給が遅れたり、開発されたワクチンの有効性が低下または効かない新型コロナの変異株が国内で流行したりすれば、経済の正常化時期は遅れることになる。

そしてワクチンと並んで注視しているのが、金融市場の不安定化リスクである。金融市場では株価が各国の金融政策や財政政策、ワクチン普及に伴う経済正常化への期待などから、上昇基調が続いている。今後、米国の物価上昇などで早期の金融政策変更観測が浮上したり、ワクチン普及の遅れなどで経済正常化への期待が剥落したりすると、株価などの資産価格が大幅に調整して金融市場が不安定化する可能性がある。その場合には、実体経済にも下押し圧力がかかることになる。

図表 17 リスクの整理

上振れリスク	・ワクチン普及時期の前倒し
下振れリスク	・ワクチン普及時期の遅れ ・金融市場の期待剥落による大幅な資産価格の調整 ・感染再拡大(人出、訪日客の回復遅延) ・米中摩擦の再燃(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等) ・コロナ禍の長期化に伴う金融システムへの波及 ・潜在成長率の低下(資本・労働力の棄損)

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹 : Iwahashi_Junki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

総括表 2020・2021年度の経済見通し

(作成日：2021年2月24日)

	2020年度		2021年度		2020上	2020下	2021上	2021下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2011年基準>								
国内総支出	526.5	-4.8	545.1	3.5	-9.6 -6.2	-2.5 5.0	6.6 0.8	2.9 0.6
民間最終消費	280.8	-6.3	293.7	4.6	-9.2 -6.3	-3.4 3.1	5.7 2.4	3.5 1.1
民間住宅投資	18.8	-7.6	18.1	-3.8	-7.8 -4.2	-7.4 -3.3	-5.0 -1.8	-2.7 -0.9
民間設備投資	84.8	-6.3	87.9	3.5	-9.5 -6.3	-3.2 3.4	4.6 1.0	2.6 1.6
民間在庫変動(実額)	1.4	寄与度 -0.1	0.5	寄与度 -0.1	2.3	0.5	0.5	0.5
政府最終消費	114.4	3.2	116.5	1.8	2.3 1.5	4.1 2.6	2.8 0.0	0.9 1.0
公的固定資本形成	29.3	4.6	30.0	2.3	4.2 2.7	4.9 2.3	3.2 0.9	1.7 0.9
財貨・サービス輸出	90.9	-11.3	98.6	8.5	-18.7 -16.5	-3.8 15.2	16.0 0.7	2.1 1.4
財貨・サービス輸入	94.2	-6.9	100.1	6.3	-8.4 -4.4	-5.4 -0.9	3.9 4.7	8.7 3.9
内需寄与度	-4.0	民需 -4.9	3.2	民需 2.7				
外需寄与度	-0.7	公需 0.9	0.3	公需 0.5				
<名目>								
国内総支出	536.9	-4.1	554.5	3.3	-6.8 -5.7	-1.3 4.6	4.9 0.2	1.8 1.6
GDPデフレーター	102.0	0.7	101.7	-0.3	1.3	0.2	-0.9	0.4
企業物価*(15年=100)	99.8	-1.7	101.6	1.7	-1.5	-1.9	1.2	2.2
輸出物価*(15年=100)	89.5	-3.2	91.3	1.9	-3.9	-2.4	1.2	2.6
輸入物価*(15年=100)	82.6	-11.7	89.5	8.3	-13.6	-9.8	12.3	4.4
消費者物価*(15年=100)	101.4	-0.4	102.0	0.6	-0.1	-0.7	0.4	0.8
鉱工業生産*(15年=100)	89.4	-10.5	95.8	7.1	-16.3	-4.6	11.0	3.5
失業率(%)	2.9	0.6	3.3	0.3	2.9	3.0	3.3	3.3
雇用者数*(万人)	5,968	-0.9	5,978	0.2	-1.2	-0.5	0.1	0.2
1人当たり名目賃金*(%)	—	-1.5	—	-0.2	-1.5	-1.4	0.0	-0.3
新設住宅着工戸数(万戸)	80.2	-9.3	77.7	-3.1	81.1	79.8	78.2	77.5
貿易収支(10億円)	5,726	—	9,275	—	-10	5,736	4,969	4,306
輸出*(10億円)	67,625	-9.8	78,491	16.1	-19.2	-0.3	28.3	6.1
輸入*(10億円)	61,899	-16.7	69,216	11.8	-19.4	-13.8	11.9	11.7
第一次所得収支(10億円)	20,574	—	22,400	—	10,474	10,100	5,890	5,310
経常収支(10億円)	19,759	—	27,753	—	6,707	13,052	15,038	12,715
ドル/円レート(円、期中平均)	105.6	—	105.4	—	106.9	104.3	105.2	105.6
WTI原油価格(ドル/バレル、期中平均)	41.6	—	53.6	—	34.4	48.9	54.6	52.6
米国実質GDP(10億ドル)	18,423	-3.5	19,087	3.6	-10.6	5.9	2.8	3.0
中国実質GDP	—	2.3	—	7.3	-1.6	5.8	11.9	3.5

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が前年同期比、下段は季調済前期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国実質GDPは暦年ベース、半期別成長率は前期比年率換算。中国実質GDPは暦年ベース、半期別成長率は前年同期比。

(期中平均値)

	2020/4-6	7-9	10-12	2021/1-3	4-6	7-9	10-12	2022/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.04	-0.04	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
10年国債利回り	0.01	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
ドル/円レート	107.6	106.2	104.5	104.1	105.1	105.3	105.5	105.7

⇒予測

国内主要都市 オフィス市場の展望 2021

～コロナ禍により減少した需要と減らない供給～

<要旨>

国内主要7都市(東京、大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡)のオフィス市場は、コロナ禍による景気後退を受け需要が減少したため、7都市全ての空室率が上昇しており、1年前までの好調な市況とは様相が一変し転換点を迎えた。

当調査部では、コロナ禍が収束すればテレワークを継続しながらもオフィス出社の比率は現状より高まり、都市中心部の本社・拠点の必要性は大きく変わらないとみている。

但し、テレワークとオフィス出社の併用というハイブリッド型の働き方が定着することから、景気回復に伴い、2022年以降はオフィス需要も増加に転じると予想するものの、その増加ペースはコロナ禍前に比べ緩やかなものになるだろう。

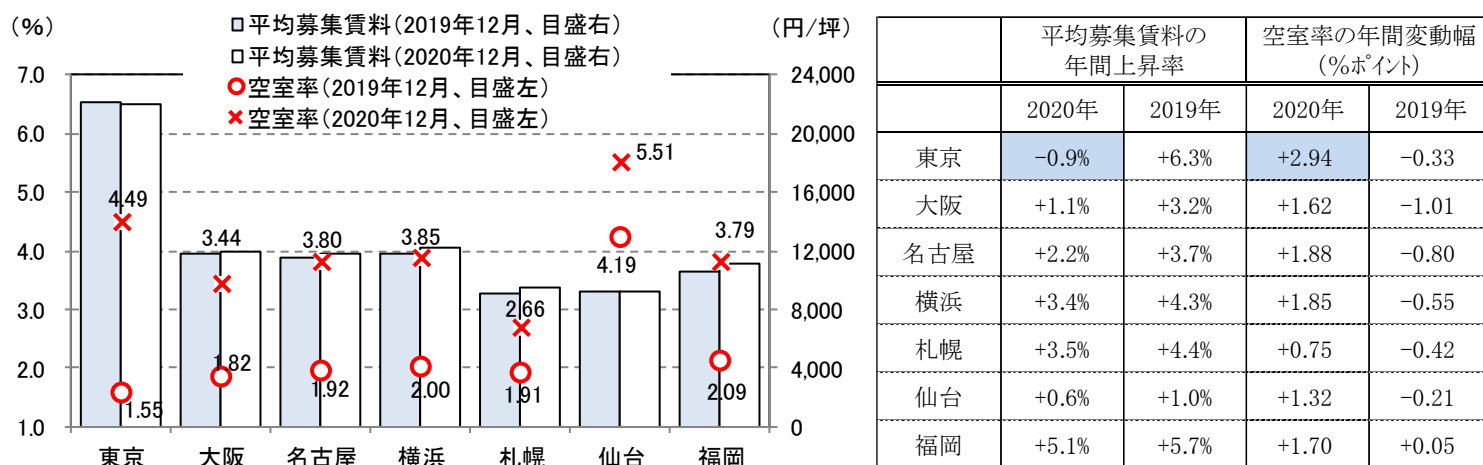
一方、新規供給については、オフィス市況が好調であったコロナ禍前に計画されたオフィスビル開発が、延期や中止されることなく立ち上がってくるため、東京や大阪など複数の都市で今後5年程度の間で大規模な供給が見込まれている。

このように、コロナ禍を受けて需要の見通しは下振れしたのに対し、供給の見込みはコロナ禍前と変わらず減っていない。こうした需要と供給のアンバランスな動きが、今後5年間を展望した場合に、オフィス市況を一段と悪化させるリスク要因となることには注意が必要である。

1. 2020年は11年ぶりに7都市全ての空室率が上昇

オフィス仲介会社の三鬼商事(株)が公表している「オフィスマーケットデータ」によると、2020年は7都市全てで空室率が上昇に転じた(図表1)。7都市の空室率が揃って上昇するのは、リーマンショック後の2009年以来11年振りである。なかでも東京の空室率上昇幅が最も大きく、東京の平均募集賃料は7都市で唯一下落となり、2019年まで6年間続いた賃料上昇局面が終焉した。

図表1 空室率と平均募集賃料の変化



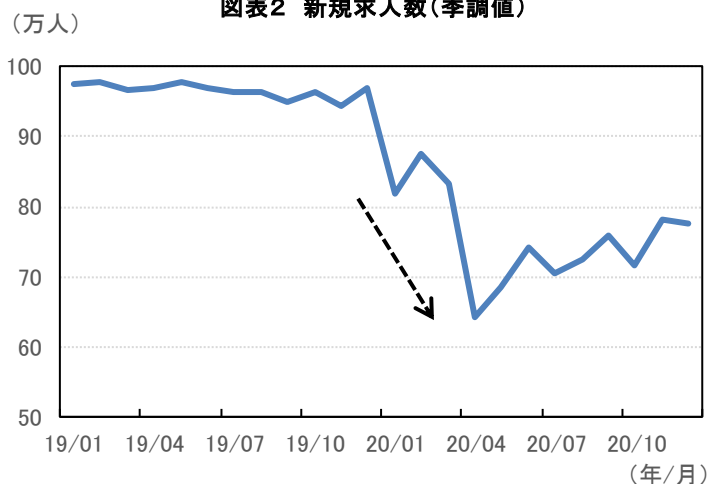
(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」

このように、賃貸オフィス市況が転換点を迎えた背景には、いうまでもなく新型コロナウイルスの感染拡大がある。2020年4月には全国で緊急事態宣言が発出され経済活動が停滞したため、設備投資や人員増加などに対する企業の意欲が低下し(図表2)、コロナ禍前まで旺盛だった人員増加に伴うオフィス面積拡大や、人材確保のための好立地・ハイスペックなオフィスに対する需要が一気に冷え込んだ。

加えて、感染防止のため人との接触を減らすことを目的として、テレワークの導入が急速に進んだことがある。職种的にテレワークが馴染み、意思決定が早いITベンチャーやスタートアップ企業がいち早くテレワークへの移行を決め、不要になったオフィスの解約が増加したことにより、渋谷区は東京都心5区の中でも早い時期から空室率が上昇した(図表3)。

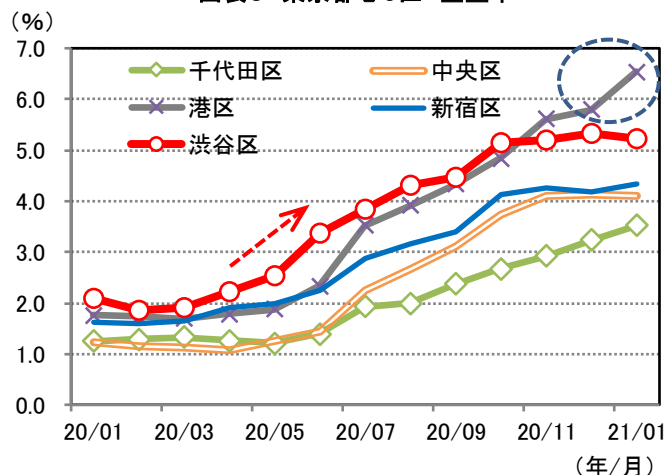
また東京では、2020年に過去10年間で最大規模となる大量の新規供給が行われた。新築ビルはコロナ禍前から順調にテナントが決まっていたが、新築ビルへのテナント移転に伴い既存ビルで発生した空室(二次空室)が、需要の減少により後継テナントが決まり難くなったことも空室率を押し上げている。特に港区は二次空室の影響が大きく、足元では都心5区の中で最も空室率が高くなっている。

図表2 新規求人数(季調値)



(資料)厚生労働省「職業安定業務統計」

図表3 東京都心5区 空室率



(資料)三鬼商事「オフィスマーケットデータ」

東京以外の都市も空室率は上昇しているが、東京に比べ上昇幅は小さく前年比では賃料の上昇も続いている。その理由として、第一に東京以外の都市は新規供給が少なかったことが挙げられる。東京では2020年に2019年末ストック比3.9%の供給が行われたが、横浜を除く東京以外の都市は概ね1%前後であった(次頁図表4)。横浜は「みなとみらい21地区」で大型オフィスビルが竣工したが、エリア外から移転してくる大手企業の一括賃借が決まっていたことから、エリア内で二次空室は発生しなかった。

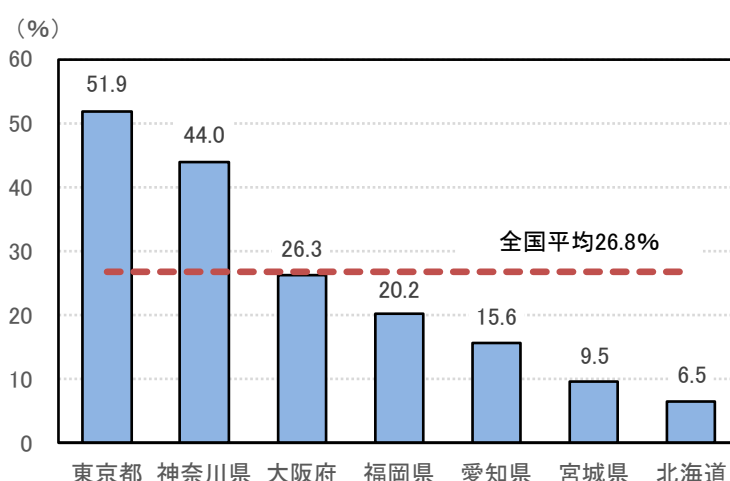
第二の理由は、テレワークの影響が東京ほど大きくなかったことである。厚生労働省の調査によると、7都市の所在する都道府県における2020年4月時点のテレワーク実施率(個人単位)は、最も高い東京都の51.9%に対し大阪府でも26.3%に留まっていた(次頁図表5)。テレワーク実施率が低い都市では、テレワークへの移行を理由とするオフィス解約も少なかったものと考えられる。

図表4 新規供給率

(万坪)	2019年末 オフィスストック (a)	2020年 新規供給 (b)	b/a
東京	762	29.4	3.9%
大阪	218	0.9	0.4%
名古屋	97	0.6	0.7%
横浜	81	2.6	3.1%
札幌	51	0.5	0.9%
仙台	46	0.4	0.9%
福岡	69	1.0	1.4%

(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」、各種資料

図表5 テレワーク実施率



(注) 対象はオフィスワーク中心(事務・企画・開発など)の人

(資料) 厚生労働省「新型コロナ対策のための全国調査」

調査時点は2020年4月12～13日

経済環境悪化によるコスト削減目的のオフィス需要減少は、東京以外の都市でも東京と同じように生じたとみられるが、新規供給が少なくテレワーク移行による影響は東京ほど大きくなかった。また仲介会社によると、札幌や仙台ではコールセンターのオフィス需要が増えている模様であり、大阪ではコロナ禍にあっても業績が堅調なIT・情報通信業のテナントが、空室が生じた好立地のオフィスに立地改善目的で移転する動きもあるという。これらが、東京以外の空室率上昇幅が東京に比べ小幅にとどまった要因とみることができよう。

2. コロナ収束後のオフィスの在り方

今後のオフィス需要を見通すうえで、テレワークの影響などコロナ収束後のオフィスの在り方を考えることが重要な要素となっている。一部企業が大規模なオフィス縮小の方針を明らかにしたことで、今後のオフィス需要(特に東京都心のオフィス需要)に対して慎重な見方も出ているが、多くの企業はコロナ収束後に必要となるオフィスの規模や設備、レイアウト等について見極めようとしているところであろう。

これらの影響を定量的に測ることは現時点では難しいが、以下に示すように、当調査部ではコロナ禍が落ち着いた後はオフィスにある程度人が戻るものの、コロナ禍前の働き方に完全に戻ることはないとみている。

(1) コロナ収束後もテレワークは継続するがオフィス出社率は高まる

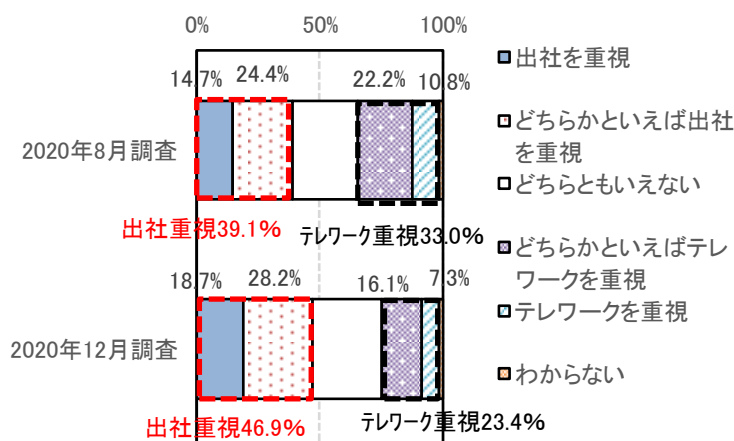
(株) ザイマックス不動産総合研究所が2020年12月に首都圏の企業を対象に実施した調査によると、コロナ収束後は「出社を重視」「どちらかといえば出社を重視」という企業は合計46.9%と、「テレワークを重視」「どちらかといえばテレワークを重視」とする企業の23.4%を大きく上回った。出社重視の割合は、8月調査の39.1%からも上昇している(次頁図表6)。

また同調査ではオフィス出社率についても調べており、オフィス出社率が「50%以上 100%未満」の割合は現状51.8%から将来の見通しでは62.0%へ高まるのに対し、「0%超 50%未満」は現状

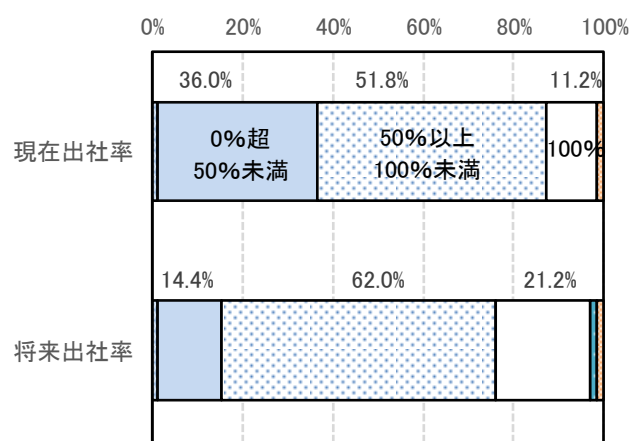
36.0%から将来は14.4%に低下する(図表7)。

「100%出社」とする企業は将来でも21.2%であり、8割弱の企業は100%の出社にならないことから、多くの企業がテレワーク自体は継続して実施すると推測されるが、上記の調査結果を踏まえると、コロナ収束後はテレワークからオフィス出社への揺り戻しが生じると考えられる。

図表6 コロナ危機収束後の出社とテレワークの重視度



図表7 オフィス出社率



(資料) 図表6、7ともザイマックス不動産総合研究所「働き方とワークプレイスに関する首都圏企業調査 2020年12月」を基に三井住友信託銀行調査部作成

(2) 都心から本社・拠点を移転する動きは大きな潮流にならない

東京の本社を地方へ移転し、本社勤務の従業員も本社が移転する場所へ移住する企業が話題になったが、このような企業は少数にとどまると予想する。コロナ収束後は、営業職などはリモートから対面型へ戻るとみており、得意先や関連企業に近い場所に拠点を置く必要性は大きく変わらない。業種によっては、官庁など行政機関に近いところに本社を置く必要もあるだろう。

都心の周縁部や郊外にサテライトオフィスを設置する企業が増えることも想定されるが、都市中心部の本社・拠点がなくなるとは考えにくい。

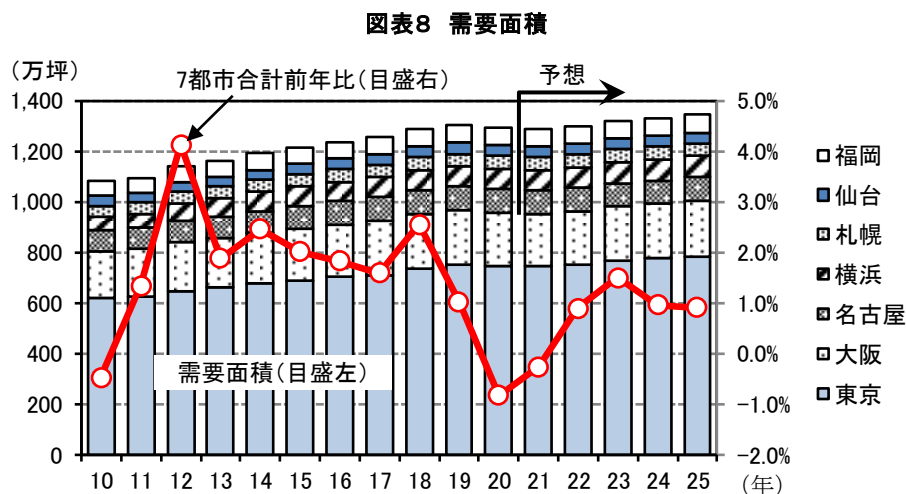
(3) ソーシャルディスタンス確保のための対応が必要になる可能性がある

コロナ禍が落ち着きオフィスに人が戻ったとしても、密集を避けるなど感染の再拡大を防ぐための対応が必要となる可能性がある。いわゆるソーシャルディスタンスは、人と人との間隔を2m空けることが必要とされているが、前後左右の人と2mの間隔を保つには $4m \times 4m = 16 \text{ m}^2$ (約4.8坪)のスペースが必要となる。

東京の一人当たりオフィス面積は3.5～4.0坪程度であり、それとの比較では一人当たりの面積は2～4割拡大することになるが、「3.5～4.0坪」には廊下や会議室などの共用部も含まれるため、その分を除いて考えると、一人当たりの執務スペースは現在の2倍くらい必要になるイメージではないだろうか。無論、パーティションの活用やレイアウトの工夫などにより、実際の面積はそれほど拡大せず済むと思われるが、今後、従業員のオフィス復帰に向けて一人当たり面積の拡大を検討する企業が増加することも考えられる。

3. 今後の展望と留意点

1年前に公表した前回のオフィス市場展望では、「新型コロナウイルスの感染拡大がオフィス需要の下振れリスク」としながらも、「オフィス需要の増加が続き、空室率は低水準で推移する見通し」としていた。しかし、この1年で下振れリスクが現実となり、2020年の需要面積は2010年以来10年ぶりに減少した(図表8)。



(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」、予想は三井住友信託銀行調査部
需要面積＝貸室面積－空室面積

2021年は年内にコロナ禍が収束に向かうことを前提に、プラスの経済成長率へ回復するとみているが、オフィステナントの8割を占める非製造業は、サービス業を中心に業績の回復が遅れているため、2021年もオフィス需要は減少が続き、東京では2020年大量供給により生じた二次空室が埋まり難い環境が続く見通しである。

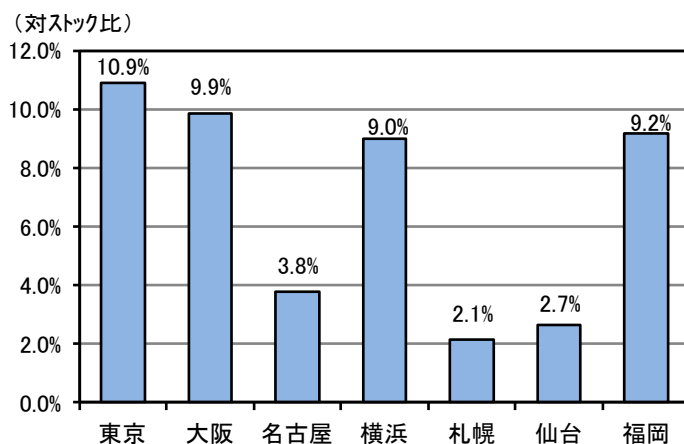
2022年以降は景気回復に伴い、人員増加や人材確保のために好立地・ハイスペックなビルへ移転する企業が再び増えるとみているが、テレワーク実施率が高く通勤時間が長い東京を中心に、テレワークとオフィス出社の併用というハイブリッド型の働き方が定着することで、人員増加分よりもオフィス面積の拡大は小規模なものになる可能性がある。一人当たり面積の拡大というプラス要素も考えられるが、オフィス需要の増加ペースはコロナ禍前に比べ緩やかなものになるだろう。

一方、新規供給については東京をはじめ複数の都市で今後も大規模な供給が見込まれている。オフィス市況が好調であったコロナ禍前に計画されたオフィスビル開発が、コロナ禍を受けても延期や中止されることなく、これから立ち上がってくる。

当調査部がデベロッパーの公表資料や報道等を基に集計しているデータによると、2021年～2025年の5年間累計新規供給は、2020年末ストックに対し東京10.9%、大阪9.9%、横浜9.0%、福岡9.2%と、これらの都市ではストック比10%前後の新規供給が予定されている(次頁図表9)。

なかでも大阪は、梅田地区を中心に複数の大規模な再開発案件が竣工することから、今後5年間の新規供給が累計214千坪と過去5年累計48千坪の4.5倍へ大幅に増加する見通しである。

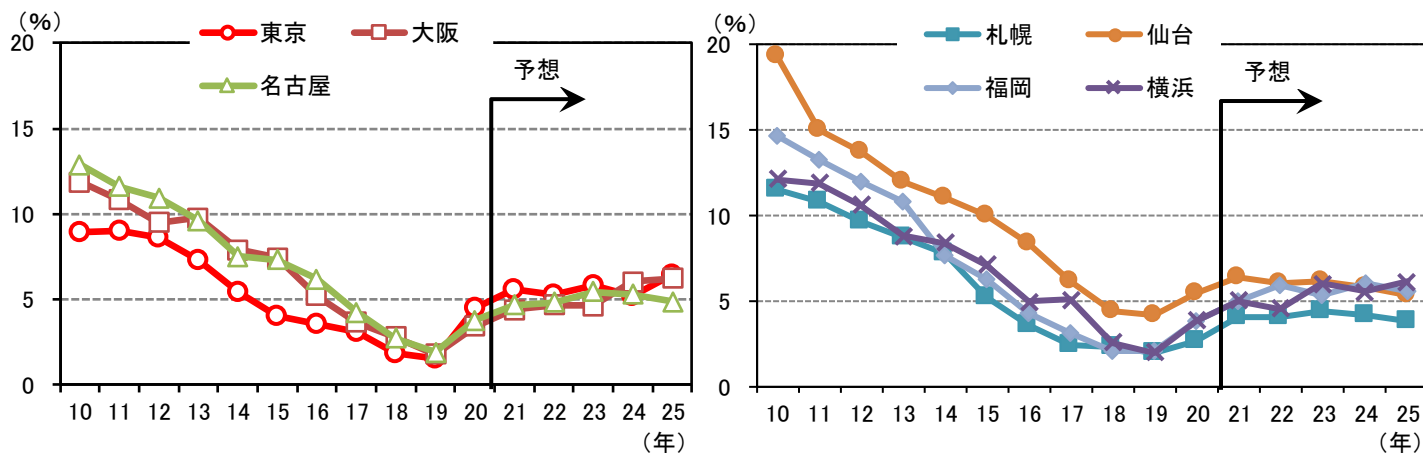
図表9 新規供給(2021～2025年累計)の対2020年末ストック比率



(資料)三鬼商事「オフィスマーケットデータ」、デベロッパー公表資料・報道等

前回のオフィス市場展望では、新規供給の増加が需給バランス悪化の懸念要因であることを指摘したうえで、需要も付いてくるので大きな市況悪化はないとみていたが、コロナ禍を受けて需要の見通しは下方修正が必要となった。一方で、供給の見通しは大きく変わらないことから、空室率は前回の予想より悪化し、テレワーク実施率が他の都市より高く新規供給も多い東京・大阪・横浜の3都市については、2025年に空室率が6%を超える水準へ上昇を予想している(図表10)。

図表10 主要都市の空室率



(資料)三鬼商事「オフィスマーケットデータ」、予想は三井住友信託銀行調査部

また、平均募集賃料についても、需給バランスの緩和からビルオーナーが賃料を下げ、テナント確保を優先するケースが増えると考えられ、東京以外の都市でも今後は平均募集賃料が下落に転じるとみている。

このように、コロナ禍を受けて需要の見通しは下振れしたのに対し、供給はコロナ禍前と変わらず減っていない。こうした需要と供給のアンバランスな動きが、今後5年間を展望した場合に、オフィス市況を一段と悪化させるリスク要因となることには注意が必要である。

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

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。