

2024. 3 No.143

三井住友信託銀行

調査月報



時論

市区町村別の将来推計人口から考える.....1

経済の動き

2024年度までの日本経済見通し

～インフレが重石となり停滞が続く内需～.....3

国内主要7都市 オフィス市場の展望2024.....11

時論

市区町村別の将来推計人口から考える

日本の将来の人口は、言うまでもなく我が国経済の将来像にも大きく影響を与える重要な要素である。それ故に、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計人口に対する注目度は高く、そのデータは様々なところで利用されている。直近の2020年国勢調査のデータに基づいた推計データは、昨年4月に全国データが公表されたのに続いて、12月には市区町村別のものが公表された。

市区町村別のデータをダウンロードして真っ先に見に行ったのは、人口が集中していくとされる東京23区の数字だった。既に多くの場で話題になっている通り、湾岸地区を中心に23区内のマンション価格は高騰が続いている。しかし、いずれ23区内でも人口が減るのが見えているのであれば、それが住宅価格に与える影響をどう見るべきか、といった問題意識からである。今回の推計結果を前回と比較すると、二重の意味で上方修正されていた。一つは人口そのもので、2035年の人口は977万人から1,017万人まで、実に4.1%もの上方修正となっていた。これは、2020年の国勢調査における結果が、前回の将来推計人口における2020年時点の推計値を実績値として上回ったことを意味する。そしてもう一つが23区内の人口ピークの時期で、前回の推計では23区内の人口ピークは2035年と、都心といえどもあと10年強で人口が減り始めるという結果であったが、今回の推計ではその時期が2045年まで後ろ倒しになっていた。実にあと20年以上も23区内の人口が増えるという結果で、個人的には少し驚いたというのが率直なところである。区別に見ていくと、中央区や墨田区、江東区、荒川区などは人口ピークが2050年だったが、今回の推計自体が2050年までなので、更に長い間増え続ける可能性もあることを示している。コロナ禍当初に関心を集めた在宅ワーク前提で郊外に住む人が増えるトレンドが続いていけば、次回の推計で反映されるかも知れないが、住民基本台帳人口移動報告によると、23区への人口純流入は一時的にマイナスになったものの早期にプラスに転じ、そのプラス幅も足元まで拡大傾向にあることを踏まえると、次回推計でも23区の人口がまだしばらく増え続けるという姿は大きく変わらないだろう。

とはいえ、日本全体の人口は既に減少に転じており、今後も減っていく。その中で23区内の人口が従来の想定を超えて増え続けるということは、言うまでもなく他の地域ではこれまでの想定以上に減っていくことを意味する。この点を確認するために、今回の推計データで取得できる1,884の市区町村それぞれの将来推計データから、市区町村別の人口ピークの年を見ると、全国1,884市区町村のうち1,645、実に87%は2020年の人口が最も多くなっている。これは、9割近くの市区町村で既に人口が減り始めていることを意味する。東京圏でさえも202の市区町村のうち102とほぼ5割、大阪圏では141のうち85%にあたる121の市区町村では既に人口減少トレンドに入っている。

また、2020年から2035年までの人口増減率のヒストグラムを作成すると、2035年にかけて人口が増えるのは165、全体の8.8%に過ぎない。圏別にみると、東京圏はプラスになっているところが最も多いのに対して、大阪圏や名古屋圏でも人口が減る市区町村の方が多く、全体では地方圏を中心に▲15～▲30%以上と大幅に減るケースが最も多い。これらの結果は、将来の人口格差拡大をより一層浮き彫りにするものといえるだろう。

こうした格差の拡大は、各市区町村の経済活動水準の差を通じて、財政状況や地価、そして国内企業の資源配分など、多岐にわたって影響を及ぼしていく。その中の一つである地価との関係を、直近 2023年の都道府県地価調査のデータと組み合わせて見ていくと、この先も人口が増える見込みでここ数年の地価が上がっている市区町村が全体の約8%であるのに対して、この先も人口減が見込まれて足元数年の地価が下がっているのが7割弱であった。こうした市区町村間の格差は、引き続き拡大していこう。

この他はほぼ全て人口が減る見込みの中で足元の地価が上昇してきた市区町村で、全体の2割強を占める。この「人口減と地価上昇」という組み合わせをどう考えるかは、格差拡大と並んでなかなか難しい問題であると思っている。人口が既に減っていても、あるいはこの先減るところでも、コロナ禍後の景気回復や長期に亘る金融緩和の効果で地価が上がること自体は、富の増加という点からは当然喜ばしいことである。インバウンド需要の増加や大規模工場誘致といった実需によって地価が上がっているケースもあるし、そもそもこの先の地価が人口だけで左右されるわけではないこと、これまで下がり過ぎた地価の修正がようやく始まったと見る余地もあることを踏まえると、この先人口が減るからといって地価が下がるには限らない。しかし人口減の下で地価の持続性の乏しさが露呈した場合は、将来反動で地価が下落する際に様々な不都合が生じる可能性があるだろう。株価や不動産といった資産価格がファンダメンタルズに見合う水準から上振れた場合、その期間中に価格上昇のメリットだけを享受できれば良いが、得てしてそうはならず、資源配分に歪みをもたらしてこれが後に問題になり得るとするのは、過去から得られる教訓でもある。

現在の最大の関心事の一つに賃金上昇ペースが維持されるかどうかがあり、それを受けた物価上昇率の落ち着きどころや日銀の金融政策が注目を集めている。これも当然重要なポイントだが、より長い目で見ると、こういった構造変化にどう対応していくかを考えるのも必要だろう。これは、政府・地方自治体だけではなく、限られた資源をどのように振り分けるかを決める営利企業にとっても同じであり、対応の巧拙が各企業の将来を分ける要素になるのではないかと考えている。

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

2024年度までの日本経済見通し

～インフレが重石となり停滞が続く内需～

<要旨>

2023年10～12月期の実質GDPは、輸出が増加したが、個人消費・設備投資・住宅投資が共に減少し、前期比▲0.1%(年率▲0.4%)と2四半期連続のマイナス成長となった。個人消費へのインフレの重石などから内需は極めて弱く、日本経済は停滞している。

先行き、実質所得が前年比プラスに転換する時期は、2024年度半ばとなる見込みであり、それまでは個人消費の自律的な回復は見込めない。もともと、2024年度春闘への期待の高まりや、経済対策による定額減税・給付金、株高による資産効果などに下支えされ、個人消費の底割れは回避するとみる。2024年度後半には、欧米の利下げ開始に伴う海外経済の持ち直しを背景に財輸出・生産の増加が設備投資の追い風になろう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2023年度+1.3%、2024年度+0.3%と予測する。

2024年度春闘は前年度を上回る公算が高まるものの、中小企業に賃上げが十分に波及せず、実質所得がプラス転換する時期が後ずれし、個人消費が底割れするリスクがある。さらに中国経済の減速感の強まりや欧米の利下げ時期の後ろ倒し、トランプ氏再選に伴う米中対立激化などによって外需が下振れるリスクもある。

1. 実質GDPの動向

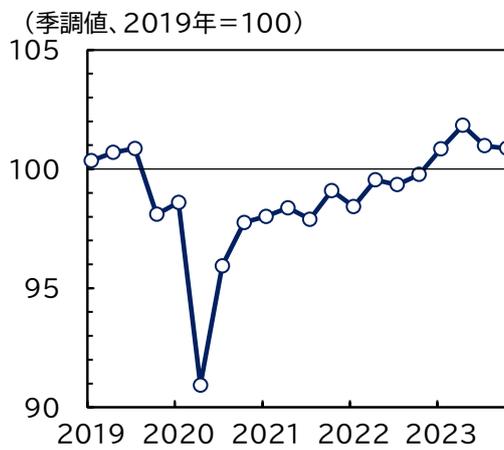
2023年10～12月期の実質GDPは、前期比▲0.1%(年率▲0.4%)と2四半期連続のマイナス成長となった(図表1)。項目別にみると、輸出(前期比+2.6%)は、インバウンド消費のほか、その他サービス輸出の一時的な上振れが寄与し、大幅に増加した。しかし、個人消費(同▲0.2%)は、経済活動の正常化が一服する中、インフレが重石となりサービスや非耐久財などが減少し、家計の節約志向の高まりが窺われた。設備投資(同▲0.1%)は、高水準が続く企業収益や投資計画に反して、人手不足や資材価格高騰などが重石となり、進捗が滞っている。住宅投資も価格高騰などから2四半期連続で減少した。内需が総崩れとなり、日本経済の停滞を示す結果であった。

図表1 実質GDP成長率

	2023 (前期比%) (寄与度%pt)				2023 10-12
	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質GDP	1.1	1.0	▲0.8	▲0.1	▲0.1
個人消費	0.8	▲0.7	▲0.3	▲0.2	▲0.1
住宅投資	0.3	1.8	▲0.6	▲1.0	▲0.0
設備投資	1.6	▲1.4	▲0.6	▲0.1	▲0.0
民間在庫変動	-	-	-	-	▲0.0
政府消費	0.1	▲0.1	0.3	▲0.1	▲0.0
公共投資	2.0	2.2	▲1.0	▲0.7	▲0.0
輸出	▲3.5	3.8	0.9	2.6	0.6
(▲輸入)	▲1.6	▲3.6	1.0	1.7	▲0.4
内需	1.4	▲0.7	▲0.8	▲0.3	▲0.3
外需	-	-	-	-	0.2

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質GDP水準



2. 主要国・地域経済の動向と見通し

外需環境に目を向けると、2023年10～12月期の主要国・地域経済は、米国一人勝ちの様相を呈している(図表3)。米国は、政策金利が高水準に据え置かれる中、インフレ率が順調に低下基調を示し、一方で個人消費は堅調に推移しており、大幅な景気悪化を伴わずインフレ抑制に成功するソフトランディングの蓋然性が高まっている。それに対して、欧州(ユーロ圏・英国)は、実質所得のプラス転換が個人消費を下支えするものの、金融引き締めが重石となり停滞が続いている。中国は、ゼロコロナ解除後のリベンジ消費が一服する中、不動産市況の低迷を背景に不動産投資が減少するほか、雇用・所得への不透明感や株価下落なども相まって家計のマインド悪化が個人消費の重石となっている。2023暦年の成長率は5.2%と政府目標の5%前後を達成したものの、季節調整済みの前期比年率成長率は4.0%近くまで鈍化するなど、低調が続いている。

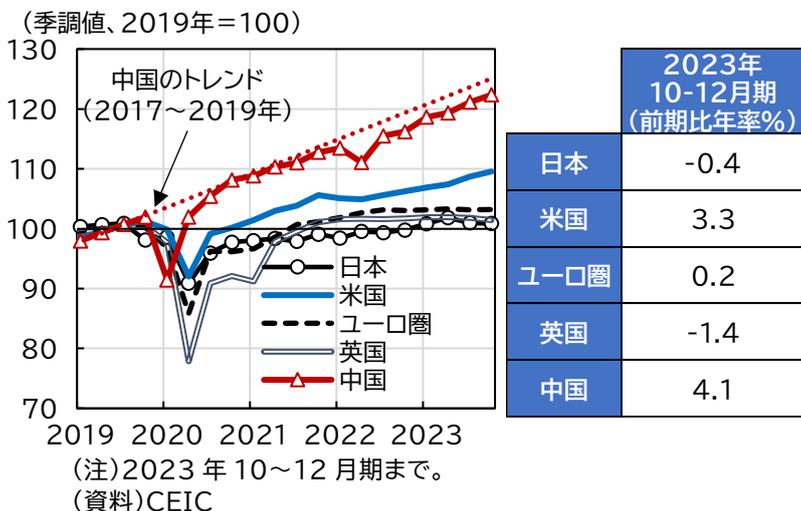
先行き、米国経済は、実質所得が増加基調を維持する中、個人消費が急激に悪化する事態は回避され、プラス成長を維持しよう。但し、金融引き締め局面が続く中、企業・家計のクレジット悪化が重石となり、利下げ開始までは減速基調で推移するとみる。実際、低格付け企業を中心にデフォルト率が高まり、また家計でもクレジットカードローンや自動車ローンの延滞率が上昇しており、設備投資・個人消費の下押し圧力となる。FRBは利下げ開始に向けて、インフレ率が安定して2.0%前後まで低下することを確認するためのデータ蓄積を待っている状況であり、雇用統計やCPIの上振れ・下振れによって多少の前後はあろうとも、2024年度前半には利下げに転じることがメインシナリオとなる(図表4)。そのため、2024年度後半は利下げ開始が米国経済の追い風となる。

欧州(ユーロ圏・英国)では、タイトな雇用環境が実質所得の改善を促し個人消費の下支えとなる一方、賃金インフレの残存が引き締め局面の長期化に繋がっており、低成長が当面続こう。但し、足下の景気減速やインフレ率鈍化の継続を背景に、ユーロ圏・英国も2024年度前半には利下げに転じると予想する。その結果、欧州経済は2024年度後半には徐々に持ち直していこう。

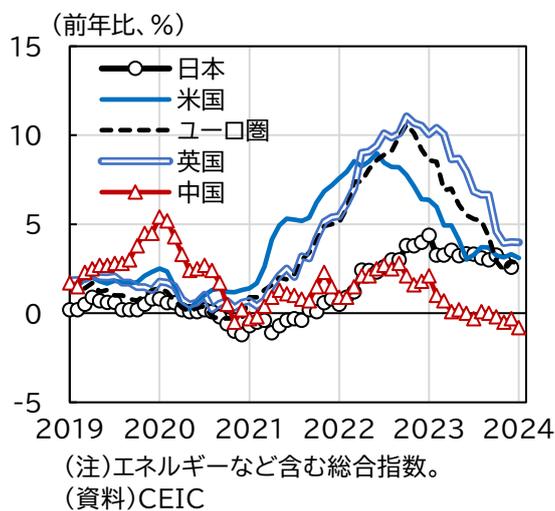
中国経済は、不動産市況の底入れ・改善の見通しが立っておらず、家計のバランスシート悪化が消費支出を圧迫し、地方財政の悪化も投資の足枷となる見込みで、2024年の成長率は4%台に低下すると予測する。2024年度後半には、欧米経済の回復などから輸出は持ち直しても、内需の弱さ故に景気低迷が続くとみる。

まとめると主要国・地域経済は2024年度前半まで減速基調で推移した後、欧米経済の利下げに伴い持ち直しに向かおう。こうした外需環境を前提に、以下で日本経済の現状と見通しを示す。

図表3 主要国・地域の実質 GDP



図表4 主要国・地域のインフレ率(CPI)



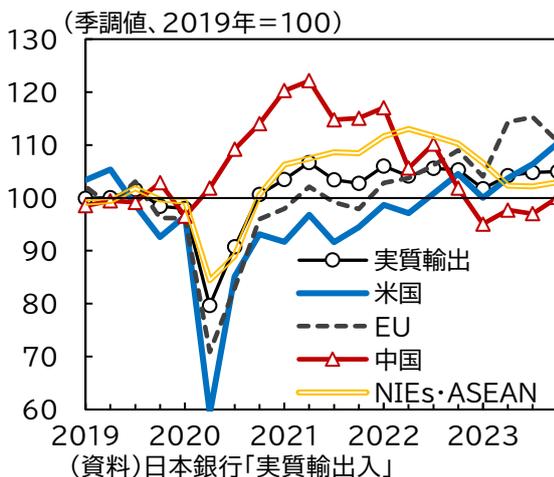
3. 日本経済の現状と見通し

(1) 輸出

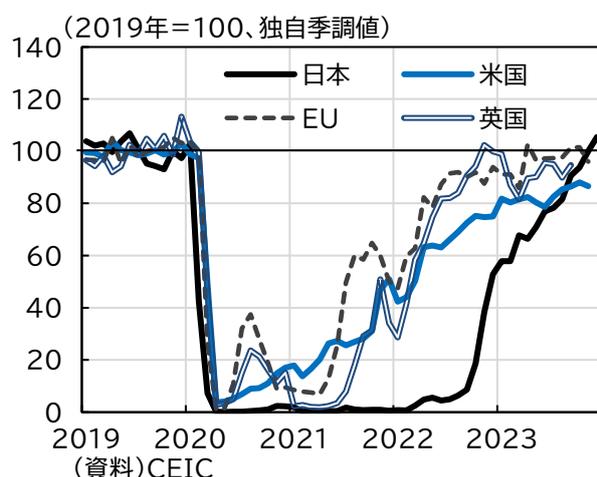
2023年10～12月期の実質輸出(SNA)は、前期比+2.6%と3四半期連続の増加となった。財・サービス別にみると、財輸出(同+0.2%)は、自動車の供給制約緩和の影響が続き米国向けが堅調に推移したが、景気の停滞が続く欧州向けが弱含み、横ばい圏内の動きであった(図表5)。サービス輸出(同+11.3%)は、訪日客数の回復及び円安が引き続き追い風となり、大幅な増加となった。訪日客数は、コロナ禍における出入国規制の緩和が欧米に比べて遅かったものの、円安を背景に訪日旅行の魅力が高まり、足下ではコロナ禍前水準を回復できずにいる欧米を追い抜いて増加基調が続いている(図表6)。もっとも、10～12月期におけるサービス輸出の増加は、2023年10月に知的財産権等使用料の受取が一時的に上振れした影響が大半を占める。その上振れも11～12月には既に平常並みの受取水準に戻っており、前四半期の反動から2024年1～3月期の輸出は減少する可能性が高い。

先行き、目先の1～3月期は一部自動車メーカーの生産停止の影響から財輸出は大幅に落ち込む見込みである。その後、2024年度前半は供給制約緩和による自動車の輸出押上げ効果が無くなる一方、足下でITサイクルが底打ちしたことから、財輸出は横ばい圏内の動きが続くとみる。2024年度後半以降は、欧米の利下げ開始を契機に海外経済が持ち直しに向かうことが追い風となる。一方、サービス輸出は、訪日客数がコロナ禍前水準を回復済みであることや、欧米の利下げに伴ってドル円レートが円高方向へ幾分調整されることで円安によるインバウンド需要の押し上げ効果は弱まっていくため、2024年度末にかけては伸び率を縮小させていこう。以上を踏まえ、実質輸出(SNA)は2023年度+4.0%、2024年度+1.1%と予測する。

図表5 仕向国別の実質財輸出



図表6 主要国・地域のインバウンド客数



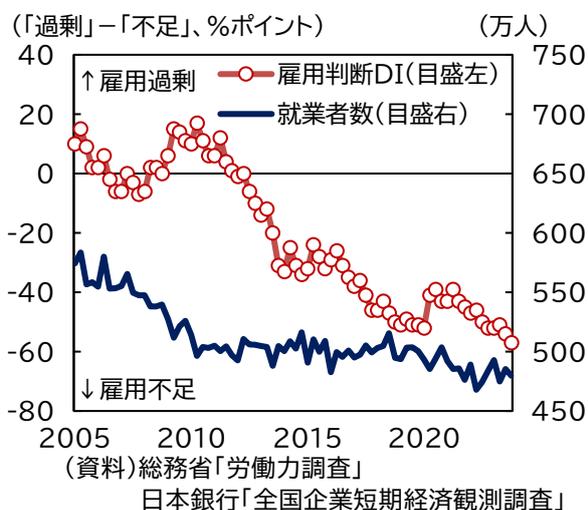
(2) 設備投資

設備投資(SNA)は、2023年10～12月期に前期比▲0.1%と3四半期連続で減少し、停滞している。横ばい圏内の動きに留まる財輸出や生産が、製造業の設備投資に重石となっている。また機械受注残高・建設手持ち工事高は、コロナ禍前を上回る水準が続いており、人手不足による供

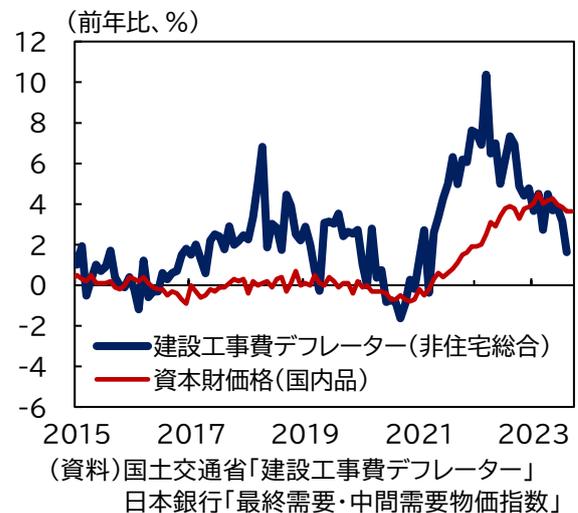
給制約が投資計画の進捗を抑制している可能性がある(図表 7)。さらに資材価格や建設コストの上昇が長期化し、投資計画の採算性が悪化していることが予想され(図表 8)、必要最低限以外の設備投資を2024年度以降に先延ばしする動きもあろう。

先行き、2024年1～3月期は一部自動車メーカーの生産停止の影響から生産・輸出が大幅に落ち込むことが見込まれ、設備投資への下押し圧力は強まろう。そのため、2023年度の投資計画は年度末にかけて大幅に下方修正され、2024年度に繰り越されるとみる。その先2024年度は、既往最高水準にある企業収益を背景に、繰り越された投資計画のほか、デジタル化投資や人手不足に伴う省力化投資、気候変動対応の研究開発投資などが支えとなり、設備投資は増加基調を示すと予想する。年度後半には、海外経済も持ち直しに向かい財輸出・生産の回復が製造業の設備投資を後押ししよう。以上より、設備投資(SNA)は2023年度▲0.5%、2024年度+2.4%と予測する。

図表 7 建設業の雇用判断DIと就業者数



図表 8 建設工事費と資本財価格

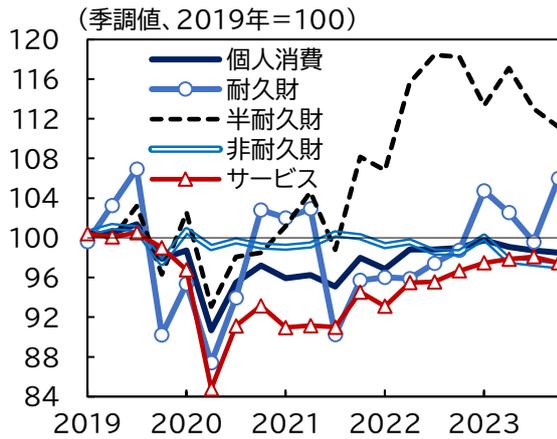


(3) 個人消費

個人消費(SNA)は、2023年10～12月期に前期比▲0.2%と3四半期連続で減少し、弱含んでいる。形態別にみると、非耐久財(同▲0.3%)の減少が続いていることに加えて、個人消費の基調を決定するサービス(同▲0.6%)も経済活動の正常化が一服する下で減少した(次頁図表 9)。総じて家計はインフレが重石となり節約志向を高めており、個人消費が回復基調を取り戻すためには、実質所得の改善が不可欠である。

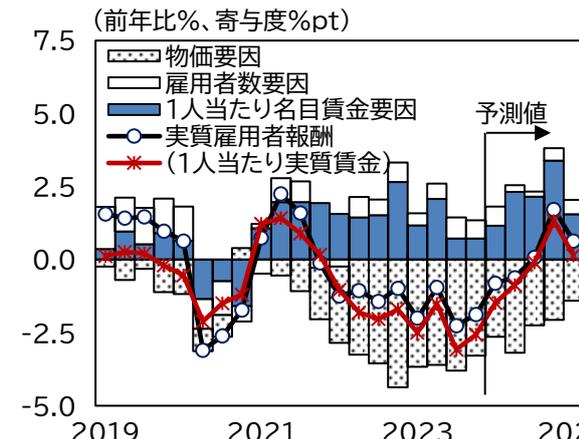
先行き、実質所得が前年比プラスに転換する時期は、2024年度半ばとなる見込みであり、それに伴い個人消費が自律的な回復基調を取り戻すのは2024年度半ば以降と予想する(次頁図表 10)。もっとも、2024年度前半にかけては、2024年度春闘に向けた賃上げ機運の高まりを背景とした家計マインドの改善や、経済対策による定額減税(6月から開始)・給付金、株高による資産効果などが下支えとなり、個人消費の底割れは回避されるとみる。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2023年度▲0.4%、2024年度+0.3%と予測する。

図表9 個人消費(SNA)



(注)個人消費は民間最終消費支出の値。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表10 実質所得(実質雇用者報酬)



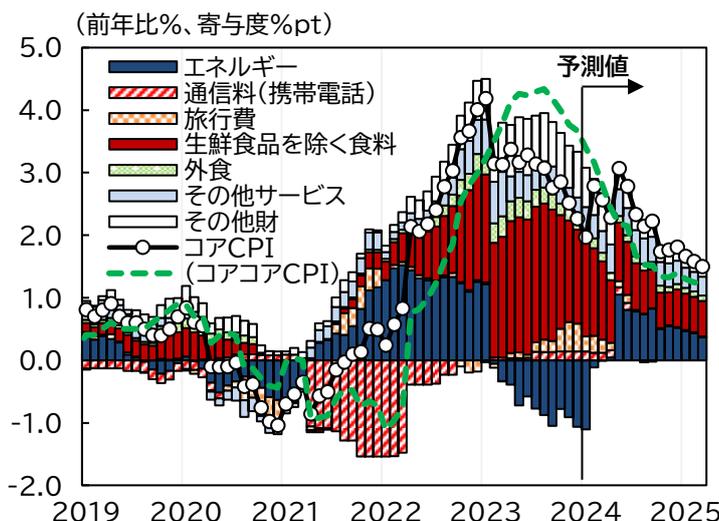
(注)1人当たり実質賃金は、1人当たり名目雇用者報酬伸び率から雇用者報酬デフレーター伸び率を控除して算出。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」、総務省「労働力調査」

(4)物価情勢と金融政策

インフレ率は、消費者物価指数の「生鮮食品を除く総合(コア CPI)」で見ると、2023年12月に前年比+2.3%となった(図表11)。輸入コスト上昇の価格転嫁が一服しつつあり、食料品の値上げペースは鈍化してきている。個人消費の弱さを背景に、一部品目では値下げも生じており、CPIの価格上昇品目比率はピークアウトの兆候がある(図表12)。

先行き、ガソリン代の補助金が夏ごろまで延長の方針が示された一方、電気代・ガス代の補助金は今春にも期限を迎える予定であり、コア CPIは政策効果の反動から大きく上昇し、2024年度前半は2.0%超での推移が続こう。但し、内需に力強さがみられない中、インフレ率の基調(「生鮮食品及びエネルギーを除く総合(コアコア CPI)」は2.0%以下への鈍化を見込む。インフレ率(コア CPI)は、これまでの値上げ影響や政策効果の反動から2023年度+2.8%、2024年度+2.0%と予測するが、引き続き国内のインフレ率が2.0%に定着する姿は見通せない。

図表11 インフレ率(CPI)



(注)旅行費は宿泊料とパック旅行費。CPIコアは生鮮食品を除く総合、CPIコアコアは生鮮食品及びエネルギーを除く総合。
(資料)総務省「消費者物価指数」

図表12 CPIの上昇・下落品目比率



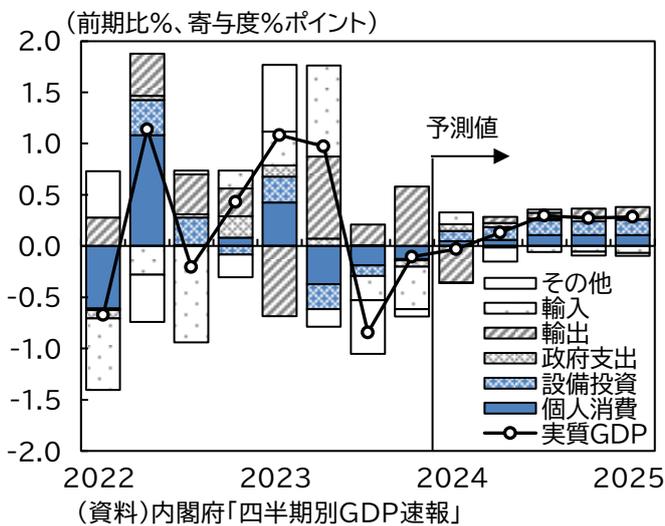
(注)上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合。総合(除く生鮮食品)。
(資料)日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」

しかし、このような情勢下でも、日本銀行は2024年1月の展望レポートにて「物価安定目標が実現する確度は高まっている」旨の内容を盛り込み、マイナス金利解除を金融市場に織り込ませ始めた。最近の総裁・副総裁の発言などでも、仮にマイナス金利が解除されたとしても当面「緩和的な金融環境を維持」していくといった出口後(マイナス金利解除後)の姿について言及し始めており、マイナス金利解除が既定路線となっている。そのため、早ければ2024年4月にもマイナス金利解除が実施されると予想する。但し、あくまでも金融緩和政策の正常化の一環であるとの見方は変わらず、調査部の弱い内需とインフレ見通しの下では、政策金利は当面ゼロ%近傍に据え置かれるとみている。

(5) 総括

経済見通し全体を総括すると、概ね経済活動の正常化が一服した中、今後は国内経済の成長力が試される状況が明確になった。目先、2024年1～3月期は、サービス輸出が前四半期に急増した反動から大幅な減少が見込まれ、ゼロ成長とみる(図表13)。2024年度前半は、賃上げ機運の高まりに伴う家計マインドの改善や経済対策効果、株高による資産効果などが下支えし、個人消費の底割れは回避されるとみる。実質所得の伸び率がプラス転換するのは2024年度半ばとみられ、年度後半になれば個人消費が自律的な回復基調を取り戻すとみる(図表14)。その頃になると、欧米の利下げ開始に伴う海外経済の持ち直しを背景に財輸出・生産が増加基調を取り戻し、設備投資の追い風となろう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2023年度+1.3%、2024年度+0.3%と予測する。

図表13 実質GDP成長率(年率)の寄与度分解



図表14 実質GDPの予測パス



4. リスク要因

上述の日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、次頁図表15に挙げた項目がある。上振れリスクが、賃上げ率の上振れである点は変わらない。連合などの労働組合組織は2024年度春闘において前年度を上回る賃上げ率の要求水準を掲げたほか、大手企業からは既に前年度を

上回る賃上げを実施する公表が相次いでいる。調査部でも、2024年度春闘賃上げ率の見通しを、2023年度並み(前回見通し)からそれを若干上回る水準へと上方修正したが、人手不足を背景に春闘結果が中小企業の賃上げへと波及することで、個人消費の回復を後押しする材料になる。

下振れリスクとしても、賃金動向が第一に挙げられる点は変わらない。実質所得は9四半期連続で前年割れが続いており、家計の節約志向の高まりに繋がっている。内需が停滞する中、大手企業を中心とした春闘賃上げ率の上昇が中小企業へ十分に波及せず、実質所得のプラス転換が想定する2024年度半ばから後ずれし、個人消費が底割れする恐れがある。

次に挙げられるのが、中国を中心に海外リスクである。中国では、財政の足枷から有効な景気対策が打ち出せず、不動産市況低迷が長期化し企業・家計のマインドがさらに悪化して、中国経済の減速感が一段と深まる可能性がある。また、欧米経済は利下げ時期を探る動きがみられるが、賃金上昇率は依然高い水準に留まりインフレ率が2.0%まで十分に下がらない、ないし上振れするリスクが残っており、利下げ時期が後ろ倒しとなって想定外に欧米景気の減速感が強まることもある。その際、日米金利差が再び拡大し、更なる円安進行によって国内の輸入インフレが再加速して個人消費を下押しする可能性がある。

また、欧米が利下げに転じる局面では、日米金融政策スタンスの違いも相まって、想定以上に円高が進行し、輸出・生産および企業収益の下振れや株価下落による家計マインドの悪化に波及することもある。

さらに2024年の米大統領選挙は、民主党バイデン現大統領と共和党トランプ前大統領の一騎打ちとなる可能性が高まっているが、トランプ氏が再選すれば米中対立激化により国際貿易が停滞することも考えられる。

海外経済の失速は財輸出・生産の下振れを通じて、2024年度も設備投資計画の下方修正を迫ることになる。加えて、設備投資は人手不足が解消せず供給制約に直面するリスクもある。

したがって、リスク認識としては、賃上げを巡り上下双方向のリスクがあるものの、総じて個人消費が底割れするリスクや中国および欧米経済の減速感が強まるリスクなど、内外要因ともに下振れリスクの方が大きい。

図表 15 リスク整理

上振れ要因	・2024年度春闘における賃上げ率の上振れと、中小企業への賃上げの波及
下振れ要因	・2024年度春闘の不調とインフレ率の上振れによる、国内家計の節約志向の高まり
	・中国経済の減速深化や中国不動産バブルの崩壊
	・欧米のインフレ率の上振れ、金融引締め局面の長期化、円安に伴う輸入インフレの再加速
	・日米金融政策スタンスの違いに伴う急激な円高進行
	・国内外経済の不確実性上昇による設備投資計画の下方修正
	・米中摩擦の悪化(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権、トランプ氏の再選等)による世界貿易の停滞
	・中東情勢(イスラエル・パレスチナ)やロシアのウクライナ侵攻のエスカレーションによるコモディティ価格の上振れ
	・欧米の銀行セクターの混乱・貸出態度悪化に伴うローン市場の引き締め

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

日本経済見通し 総括表

(作成日：2024年2月28日)

	単位	2023				2024				2025	2022	2023	2024
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度	年度	年度
<実質・2015年基準>													
国内総支出	前期比(%)	1.1	1.0	-0.8	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	1.5	1.3	0.3
	前期比年率(%)	4.4	4.0	-3.3	-0.4	-0.1	0.5	1.2	1.1	1.1			
民間最終消費	前期比(%)	0.8	-0.7	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	2.7	-0.4	0.3
民間住宅投資	前期比(%)	0.3	1.8	-0.6	-1.0	-1.6	0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-3.4	1.0	-2.4
民間設備投資	前期比(%)	1.6	-1.4	-0.6	-0.1	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	3.4	-0.5	2.4
民間在庫変動	前期比寄与度 (%ポイント)	0.6	-0.2	-0.5	0.0	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.3	-0.3
政府最終消費	前期比(%)	0.1	-0.1	0.3	-0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	1.4	0.6	0.5
公的固定資本形成	前期比(%)	2.0	2.2	-1.0	-0.7	0.3	0.5	-0.3	0.3	-0.5	-6.1	2.8	0.0
財貨・サービス輸出	前期比(%)	-3.5	3.8	0.9	2.6	-1.6	0.3	0.3	0.4	0.5	4.7	4.0	1.1
財貨・サービス輸入	前期比(%)	-1.6	-3.6	1.0	1.7	-0.5	0.1	0.3	0.2	0.3	6.9	-2.6	1.2
内需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	1.4	-0.7	-0.8	-0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	2.0	-0.2	0.3
外需寄与度	前期比寄与度 (%ポイント)	-0.4	1.7	0.0	0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	1.5	0.0
<名目>													
国内総支出	前期比(%)	2.3	2.5	-0.1	0.3	0.2	1.6	0.0	0.8	0.0	2.3	5.2	2.3
GDPデフレーター	前年同期比(%)	2.3	3.7	5.2	3.8	2.8	2.6	1.9	2.0	1.6	0.8	3.9	2.0
鉱工業生産指数	前期比(%)	-1.8	1.4	-1.2	1.4	-2.4	2.7	-0.3	0.1	0.1	-0.3	-1.0	1.1
企業物価指数	前年同期比(%)	8.3	5.0	3.0	0.6	0.5	0.6	0.3	0.2	-0.6	9.5	2.2	0.1
輸出物価指数	前年同期比(%)	8.5	1.5	2.1	4.2	7.6	3.1	-0.9	-3.2	-3.1	15.0	3.9	-1.1
輸入物価指数	前年同期比(%)	13.7	-7.1	-13.6	-7.8	0.1	-0.2	-2.0	-6.6	-6.4	33.2	-7.3	-3.8
消費者物価指数(生鮮食品除く)	前年同期比(%)	3.5	3.2	3.0	2.5	2.4	2.5	2.2	1.8	1.6	3.1	2.8	2.0
完全失業率	%	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.6	2.5	2.4
雇用者数	前年同期比(%)	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.3
1人当たり名目賃金	前年同期比(%)	0.9	2.0	0.9	1.0	1.3	2.5	2.4	3.7	1.7	1.8	1.3	2.7
名目雇用者報酬	前年同期比(%)	1.6	2.6	1.5	1.4	1.8	2.6	2.3	3.8	2.0	2.4	1.8	2.8
新設住宅着工戸数	季調済年率(万戸)	86.4	81.8	80.0	80.3	80.6	80.2	80.0	79.9	80.1	86.1	80.6	80.0
貿易収支	兆円	-4.2	-1.1	-0.3	-1.1	-1.0	-0.8	-0.1	-0.2	-0.1	-18.0	-3.4	-1.1
輸出	兆円	23.3	24.1	25.6	27.3	26.2	25.6	26.0	26.9	25.8	99.7	103.2	104.3
輸入	兆円	27.5	25.2	25.9	28.4	27.2	26.3	26.2	27.0	25.9	117.7	106.6	105.4
第一次所得収支	兆円	8.9	8.2	10.2	7.2	9.9	8.8	10.2	7.0	10.0	34.7	35.6	35.9
経常収支	兆円	2.4	5.2	7.8	5.3	6.8	6.2	7.8	5.5	7.7	8.3	25.0	27.2
米国実質GDP(暦年ベース)	前期比年率(%)	2.2	2.1	4.9	3.3	2.0	1.0	0.7	0.7	1.8	1.9	2.5	2.2
中国実質GDP(暦年ベース)	前年同期比(%)	4.5	6.3	4.9	5.2	4.0	4.8	4.8	5.1	5.0	3.0	5.2	4.7
無担保コールレート翌日物	平均値、%	-0.02	-0.04	-0.05	-0.01	-0.01	0.02	0.05	0.05	0.05	-0.03	-0.03	0.04
10年国債利回り	平均値、%	0.45	0.43	0.60	0.77	0.71	0.81	0.84	0.86	0.89	0.30	0.63	0.85
ドル円レート	平均値、円/ドル	132.2	137.3	144.6	147.8	140.7	139.8	138.6	137.6	136.6	135.4	142.6	138.2
WTI原油価格	平均値、ドル/バレル	76.0	73.5	82.5	78.6	75.2	75.6	74.8	73.5	72.3	89.8	77.4	74.0

→予測値

→予測値

国内主要7都市 オフィス市場の展望 2024

<要旨>

2023年は日本経済が回復に向かい全国的にオフィス需要が増加したが、東京では空室率が低下する中で賃料は低下したのに対して、その他の都市では空室率と賃料の双方が上昇するという、需給バランスの変化から想定される通常の動きとは異なる結果になったのが大きな特徴である。この他、東京ではオフィスに対する見方の変化などで、昨年示した見通し以上にオフィス需要が伸びたことも、2023年の特徴的な動きであると捉えている。

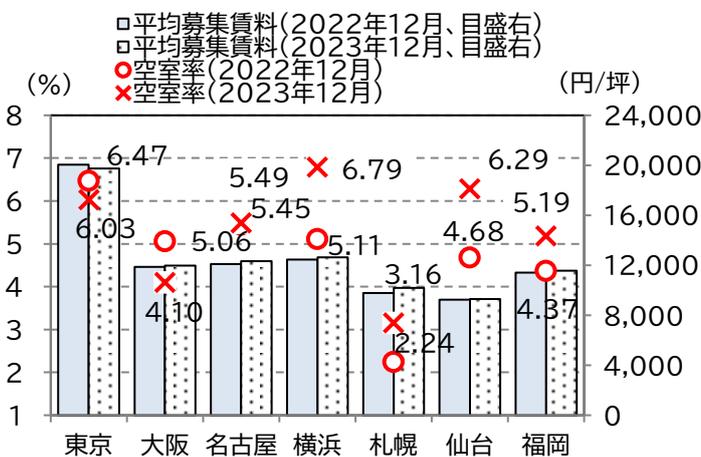
今後は、緩やかな景気回復が続くことを前提に、各都市とも需要増が続くとみるが、下振れ要因として2点を念頭に置いている。1点目は定期借家などの契約期限が到来した企業によるオフィススペースの見直しが活発となり、オフィス縮小が相次ぐこと。2点目は、ハイスペックなオフィスへの需要が高まり、早期に空室が減少することで、移転を検討していた企業の需要が潜在化してしまい、テナントの移転が停滞することである。

1. 2023年の空室率と賃料の関係は通常と異なる動きとなった

オフィス仲介会社の三鬼商事(株)が公表している「オフィスデータ」によると、国内主要7都市のうち、空室率が低下した都市は、2022年の4都市(名古屋・札幌・仙台・福岡)から2023年は2都市(東京・大阪)に減少したが、平均募集賃料が上昇した都市は、2022年の5都市(大阪・名古屋・横浜・札幌・福岡)から2023年は東京を除く6都市に増加した(図表1)。2023年は、大阪を除く5都市(名古屋・横浜・札幌・仙台・福岡)では、空室率は上昇したが平均募集賃料は上昇しており、一方、東京は空室率が低下したものの平均募集賃料は4年連続で下落した。

このように、東京では空室率と平均募集賃料が低下したが、東京以外の主要都市では空室率と平均募集賃料がともに上昇した。通常空室率と募集賃料の関係から想定されるのは逆の動きが見られ、かつ東京とそれ以外の主要都市で反対の方向に動いたことが、2023年の国内主要都市オフィス市場の最大の特徴といえる。

図表1 空室率と平均募集賃料の変化



	平均募集賃料の年間上昇率		空室率の年間変動幅 (%ポイント)	
	2022年	2023年	2022年	2023年
東京	-2.6%	-1.6%	0.14	-0.44
大阪	+0.6%	+0.9%	0.53	-0.96
名古屋	+0.8%	+1.8%	-0.19	0.04
横浜	+0.4%	+1.4%	0.34	1.68
札幌	+2.3%	+4.2%	-0.37	0.92
仙台	-0.4%	+0.7%	-1.91	1.61
福岡	+2.1%	+1.2%	-0.16	0.82

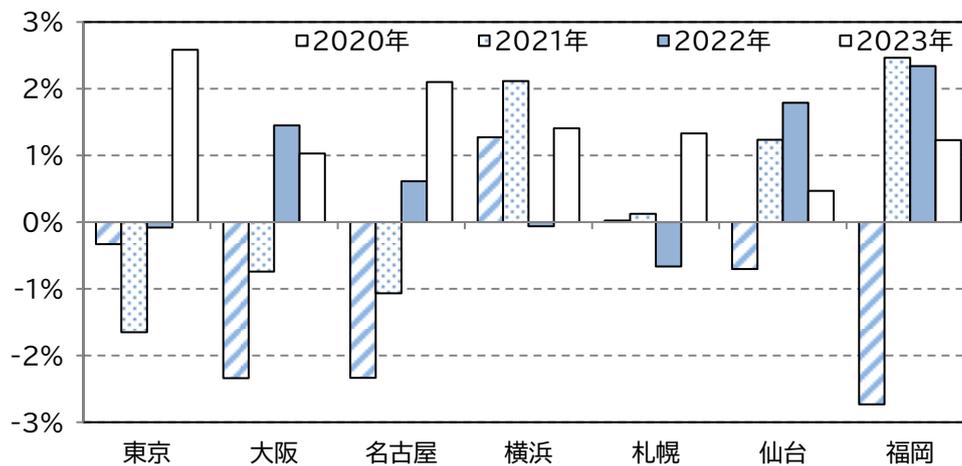
(資料)三鬼商事「オフィスデータ」

こうした動きが生じた要因を、オフィスの需要と供給から見ていく。最初に、東京の需要面積(=貸室面積-空室面積)は、2022年は前年比▲0.1%と3年連続で減少していたが、2023年は同比+2.6%と増加に転じた。2023年は後述するように、コロナ禍の下での行動が正常化したことやオフィスに対する考え方の変化などで、需要面積は増加に転じたと考えられる。

東京と同様に2022年は需要面積が減少していた横浜や札幌でも、2023年は前年比プラスに転じており、2023年は国内主要7都市全てで需要面積が増加となった(図表2)。なかでも札幌は、2022年の需要面積は前年比▲0.7%と7都市の中で最も大きく減少したが、2023年は前年比+1.3%の増加に転じている。2023年は札幌駅前に新築オフィスビルの竣工が相次いだり、コールセンターなどの需要が旺盛だったことから、需要面積が増加したと考えられる。

また、福岡では2021年から2023年まで3年連続で需要面積が増加している。「天神ビックバン」や「博多コネクティッド」などによる容積率や高さ規制の緩和を受け、ビルの建て替えが進んだことで新規供給が増加しているが、それに伴い企業の移転選択肢が広がり、結果として、供給が需要を引っ張る形で需要面積が増加したとみられる。

図表2 需要面積の増加率

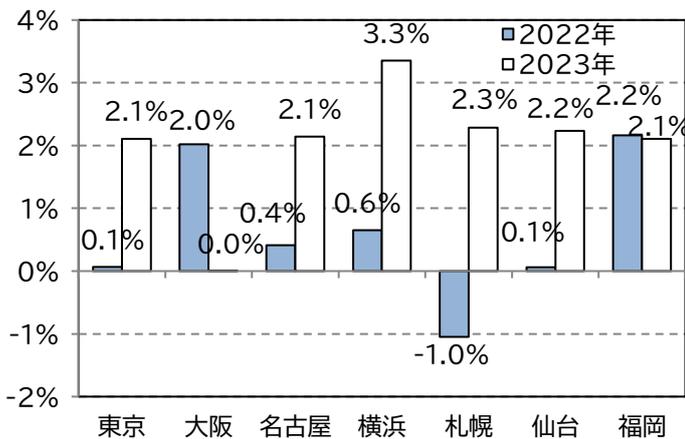


(資料)三鬼商事「オフィスデータ」

供給サイドの動きを貸室面積の増減で見ると、2023年は大阪を除く6都市で貸室面積が増加した(次頁図表3)。東京では、2023年に「東京三田ガーデンタワー」、「麻布台ヒルズ森JPタワー」、「Shibuya Sakura Stage」など超大型オフィスが複数竣工し、2020年に次ぐ大量供給だったことから(次頁図表4)、貸室面積は前年比+2.1%と2022年の+0.1%よりも増加率が大幅に拡大した。

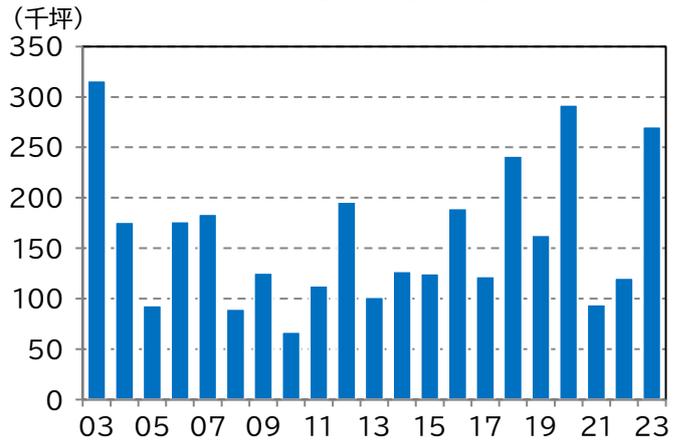
東京以外の主要都市を見ると、横浜は2023年に「横浜コネクスクエア」や「Kタワー横浜」など、みなとみらい21地区で大型ビルが竣工したことから、貸室面積の増加率は前年比+3.3%と7都市で最も大きくなった。一方、大阪は2022年は大型ビルの「大阪ツインタワーズ・サウス」が竣工し貸室面積は前年比+2.0%と増加したが、2023年は供給が少なかったことから、貸室面積の増加率は7都市のなかで唯一横ばいとなった。

図表3 貸室面積の増加率



(資料)三鬼商事「オフィスデータ」

図表4 東京 新規供給の推移



(資料)デベロッパー公表資料、報道など

このように、東京を除く6都市では新規供給の増加に伴い空室率は上昇したが、新規供給によって都市周辺部からの移転需要が高まったことや選択できるオフィスが広がったことで供給が需要を生む形となり、新規オフィスは既存のものよりも賃料が高いものが多いことから、空室率上昇でも平均募集賃料は上昇したと考えられる。国内企業の収益回復が続く中で、絶対水準ではなお東京より低いことも賃料上昇が受け入れられやすくなっている要因の一つであろう。

これに対し東京では、コロナにより2020年から2022年の3年間連続して需要面積が減少する中、二次空室が増えたことを目の当たりにした貸し手が弱気になり、テナント誘致のために賃料を下げた募集するケースが増えた。そのため、空室率は低下するも平均募集賃料の低下は続いた。

以上が、通常とは異なる、かつ東京とそれ以外で逆方向の動きが生じた要因と考えている。

2. 東京の需要は想定以上に堅調だった

前節で指摘したように、東京の平均募集賃料は2023年も下落が続いたが、需要面積の増加率は7都市の中で最も高く、空室率は4年ぶりに低下した。1年前に当部が想定した東京のオフィス市況は、「景気回復を前提にオフィス需要は緩やかに増加するが、2023年は大量供給を控えているため空室率は上昇する」というものであった。しかし、結果として東京のオフィス需要は想定以上に堅調で、空室率は1年前の予想に反して低下した。想定以上に需要が底堅く推移した理由として下記2点が考えられる。

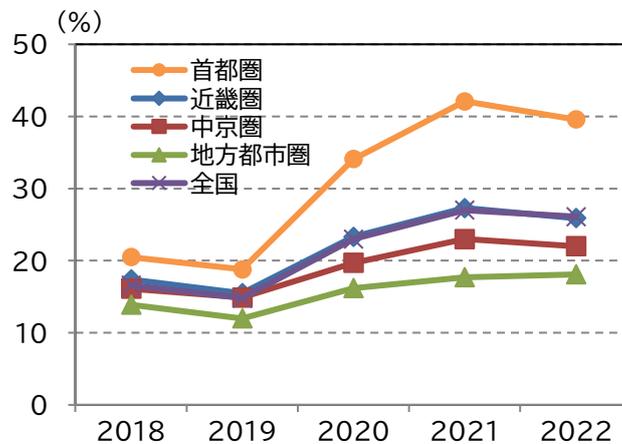
(1) 従業員のオフィス回帰と入居可能なオフィスの増加

国土交通省が公表している「テレワーク人口実態調査」にて、全就業者数に対する雇用型テレワーカー¹の割合をみると、他の都市圏では2020年～2022年の割合がコロナ禍前の2018年・2019年と比較して若干の上昇に留まっていたが、首都圏では、ピークの2021年には42.1%と

¹ 雇用型就業者(民間会社、官公庁、その他法人・団体の正社員・職員、及び派遣社員・職員、契約社員・職員、嘱託、パート、アルバイトを本業とし収入のある仕事をしている人)のうち、テレワークを実施している人

2019年の2倍近くに上昇していた。このように、首都圏は他の都市圏と比較して、コロナ禍によってテレワークの導入が拡大していたことがわかる(図表5)。

図表5 全国 雇用型テレワーカーの推移

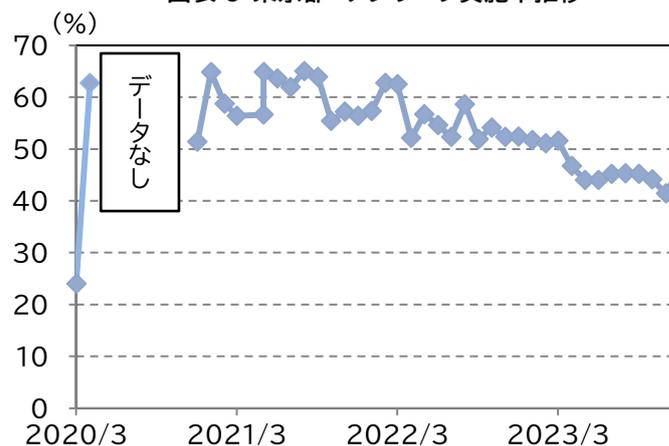


(資料)国土交通省「テレワーク人口実態調査」

特に東京都におけるテレワークの実施率は、2020年3月には24.0%だったのに対し、コロナ禍(2020年4月～2023年4月)の間は50%～70%と高い水準で推移していた(図表6)。そのため、一部の企業ではオフィス面積を縮小する動きが広がり、オフィスの一部解約や縮小移転が相次ぐなど、東京のオフィス需要は減少した。

しかし、新型コロナウイルスの流行が収束に向かうにつれて、テレワーク実施率も徐々に低下していき、東京都のテレワーク実施率は2023年12月に46.1%まで低下している。このように、コロナ感染の影響が弱まったことで企業はオフィス回帰の動きを強め、オフィス面積を縮小する動きが鎮静化したと考えられる。

図表6 東京都 テレワーク実施率推移



(資料)東京都「テレワーク実施率調査結果」

加えて、空室面積が増加し平均募集賃料が下落したことにより、オフィスの移転を検討する企業にとって移転しやすい環境になったことも挙げられる。今までオフィスに移転したくても希望するエリアに希望する面積の空室がなかったり、空室があっても賃料が高すぎて移転が出来なかった企業にとっては、入居可能なオフィスの選択肢が広がった。そのため、今まで様子見だった企業が

拠点集約や関連会社連携強化による移転に動き出したことも、オフィス需要が想定以上に強くなった要因とみられる(図表7)。

図表7 オフィス拡張移転、集約移転を行った例

企業名	移転先	移転理由
A社	東京ミッドタウン八重洲	分散している本社機能を集約し コミュニケーションの創出などを図るため
B社	shibuya Sakura Stage SHIBUYAタワー	事業拡大による従業員の増加のため
C社	東京汐留ビルディング	グループ会社との連携強化のため
D社	shibuya Sakura Stage SHIBUYAタワー	将来的な従業員増加に対応するため 分散している拠点集約のため
E社	汐留シティセンター	グループ会社の一体運営による効率化のため
F社	新虎安田ビル	分散している拠点集約のため

(資料)各社公表資料、報道など

(2)オフィスの在り方の変化

コロナ禍を経て在宅勤務など働き方が多様化したことを背景に、オフィスの在り方に変化が生じており、企業も人材確保や従業員の生産性向上の観点から、オフィスの在り方が重要な経営課題との認識に変化し始めていることも、オフィス需要に影響を与えている。

①多様な働き方に対する働く場所の選択肢の提供

従業員がコロナ禍でテレワークを経験したことで、ワークライフバランスを考えるきっかけとなり、従来は企業が決定していた働く場所を個人が選択できるようになった。このような働く場所に対する意識の変化により、働く場所を選択できない企業は敬遠される傾向があるといわれており、人材確保の観点からみても、企業にとって働く場所の選択肢を提供することが必要な状況となっている。

具体的には、従業員の働き方の多様化に対応するために、育児支援に向けた託児所付きサテライトオフィスの開設や、従業員の自宅付近もしくはターミナル駅でのシェアオフィスの契約など、働ける場所の選択肢を提供することで、従業員の満足度を高めようと試みる企業も現れている。

②従業員の生産性向上に向けたオフィススペースの変化

テレワークにより自宅などで従業員がそれぞれ働ける環境になった反面、その弊害も生じている。同じ場所で顔を合わせなくなったことにより従業員同士のコミュニケーションが低下し、孤独感や孤立感から生産性が低下する懸念もある。

そのため、従業員が出勤したくなるオフィス作りを目指し、コミュニケーションスペース、オンライン会議室の充実化や休憩スペース、従業員のウェルネスを意識したスペースを新たに設置すべく、オフィス床を拡張したり、増床移転する企業も出てきている(次頁図表8)。

このように、従業員のオフィス回帰や従業員増加による移転・増床だけでなく、オフィスの在り方が変化し、企業が企業価値向上の手段としてオフィスの役割を考え始めたことも、オフィス需要が想定以上に増加した要因と考えられる。

図表 8 従業員の生産性向上を図るオフィスの例

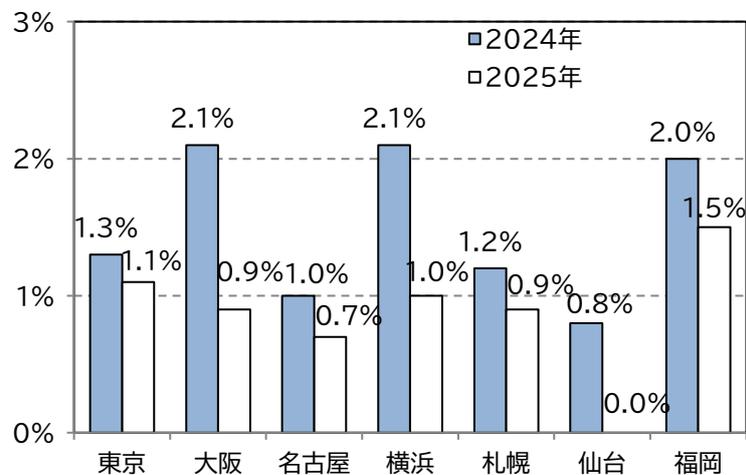
企業名	事例
G社	本社内にコミュニケーションエリアやWebブースの新設
H社	コミュニケーションスペースの拡充 フロアにカフェテリアを設置
I社	部署を跨いだコミュニケーションスペースの設置 人を招き入れたいくなるような打ち合わせスペースの新設
J社	目的に合わせたワークプレイスの設置 コミュニケーション活性を図るコミュニティバーの設置
K社	ミーティングスペース、休息スペースの拡充
L社	社内外向けのコミュニケーションスペースの設置

(資料)各社公表資料、報道など

3. 今後の各都市のオフィス市況見通し

以上を踏まえ今後のオフィス市況を見通すと、2023年に続き2024年以降も、国内景気の緩やかな回復を前提に7都市ともオフィス需要の増加が継続と予想している(図表9)。大阪、横浜、福岡では2024年に大量供給を控えているが、企業の移転選択肢が広がることで移転が活発となり、2024年の需要面積の増加率が7都市のなかでも高水準となる見込みである。

図表 9 需要面積の増加率の予想



(資料)三井住友信託銀行調査部

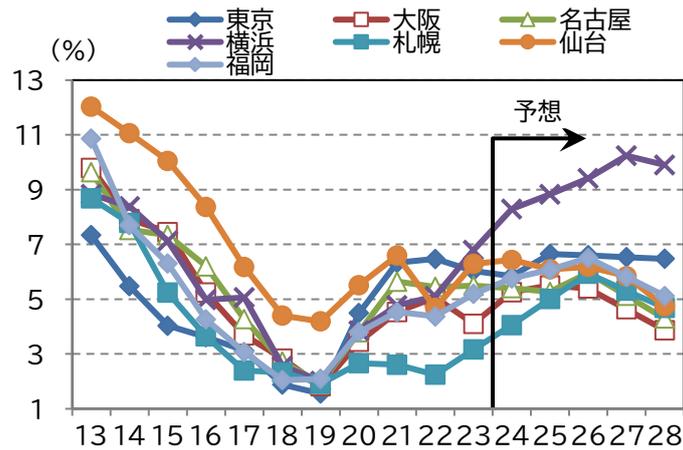
また東京では、景気回復による需要増に加え、オフィスの在り方の変化によるオフィス需要が2024年以降も継続と考えられることから、需要面積は、2024年は前年比+1.3%、2025年は+1.1%と増加を予想しており、2024年の新規供給は2023年と比較し少なくなることから(次頁図表10)、空室率の低下は継続とみている。2025年には大量供給を控えており、需要以上に供給が増加することで空室率は上昇するが、2026年以降の新規供給は減少する見通しであり、空室率は2028年まで緩やかに低下していくと考えている(次頁図表11)。

図表 10 各都市の今後の新規供給(2024～2028年)

千坪	東京	大阪	名古屋	横浜	札幌	仙台	福岡
2024	177,571	85,541	15,971	34,540	11,532	6,376	24,776
2025	251,255	38,093	12,545	15,680	8,923	0	19,574
2026	137,643	13,501	35,690	17,323	16,102	3,250	27,255
2027	153,755	0	0	21,458	0	0	0
2028	188,688	0	0	0	0	6,686	0
5年累計	908,912	137,134	64,206	89,001	36,557	16,312	71,605
2023年末ストック比	12.1%	6.4%	6.8%	10.7%	7.2%	3.6%	10.2%

(資料)デベロッパー公表資料、報道など

図表 11 国内主要7都市の空室率の推移



(資料)三鬼商事「オフィスデータ」

予想は三井住友信託銀行調査部

東京以外の6都市をみると、横浜では、2024年だけではなく2027年まで毎年大量供給が控えている。需要の増加を予想しているものの、高水準の供給が続くことで、空室率は2028年末には10%程度まで上昇し、7都市の中で最も高水準となる見通しである。

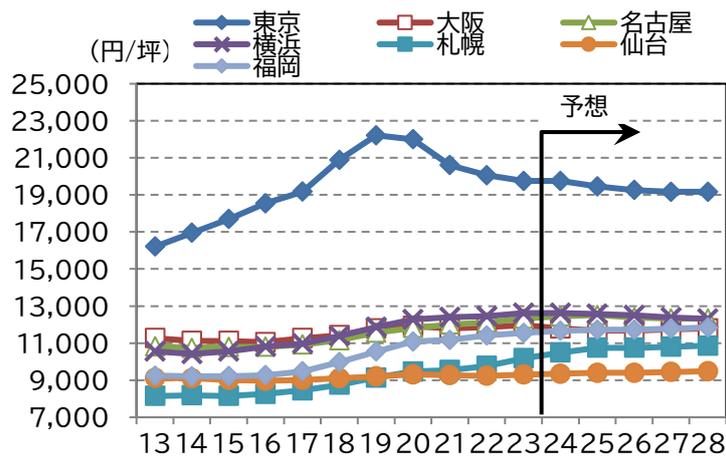
福岡も2024年から2026年に供給が増加するため、空室率は2026年末に6%台半ばまで上昇するが、現時点では新規供給の予定がない2027年から空室率は低下に転じ、2028年末には5%台前半まで低下すると予想している。

札幌は昨年想定していたよりも2024年から2026年の新規供給が増加したことから、前回の見通しよりも空室率の予想を大きく引き上げた。コロナ禍でもテレワークを行うことができないコールセンターなどの需要が強かったことや、2030年度の北海道新幹線新函館北斗～札幌間の開業、結果的に断念となったが2030年冬季五輪・パラリンピックの誘致など、今後予定されているイベントが多かったため、オフィスの開発計画が増加したとみられる。

平均募集賃料については、東京では2024年に空室率の低下を予想しており、平均募集賃料は一旦下げ止まるが、2025年は大量供給の影響により、空室率が再び上昇するため平均募集賃料は下落を予想している(次頁図表12)。

東京以外の6都市のなかでは、福岡は2026年まで空室率の上昇を予想しているが、2023年と同様に、企業の移転選択肢が広がり、力強い需要が続くことで、平均募集賃料は底堅く推移すると予想している。また、空室率が7都市の中で最も高くなると予想している横浜については、平均募集賃料は2024年より下落に転じ、その後も緩やかな下落が続くと予想している。

図表 12 国内主要7都市の賃料の推移



(資料)三鬼商事「オフィスデータ」

予想は三井住友信託銀行調査部

4. 今後の留意点

現在のオフィス市場見通しは上記の通りとなるが、この先の実勢が見通しから下振れするリスク要因として以下の2点が想定される。

1 点目はオフィス解約が増加することである。一部の IT 企業などでコロナ禍にみられたオフィス床の削減は沈静化し、現状ではオフィスの在り方の変化に合わせたオフィススペースの拡充など、むしろオフィススペースを拡張する動きもみられる。しかし、今後、コロナ直前の 2019 年頃に契約を行った企業による 5 年間の定期借家などの契約期限が到来する。契約期限のタイミングでオフィススペースの見直しによる賃借面積の縮小が相次いだ場合、需要は減少する。

2 点目として、ハイスペックオフィスに対する需要増加の影響である。5 頁で指摘した「オフィスの在り方の変化」に伴い、好立地で従業員の働き方を意識したハイスペックなオフィスビルへの需要は今後も高まる可能性が高い。しかし、スペックの劣ったオフィスビルの需要は低下し、二次空室が埋まらない状態が続くことも考えられる。またハイスペックなオフィスの空室が減少すれば、移転を検討していた企業の需要が潜在化してしまい、テナントの移転が停滞することで、オフィス市場全体の需要が減少する虞がある。

当部のオフィス市場見通しは国内景気の緩やかな回復を前提としているが、想定外の景気悪化などマクロ環境の変化以外にも、このようなリスク要因もオフィス市場のなかに存在すると考えている。

(調査部 不動産調査チーム 調査役 遠藤 隆太)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。