

2024. 7 No.147

三井住友信託銀行

調査月報



時論

次なるサステナビリティ課題はネイチャーポジティブ.....1

経済の動き

利上げの個人消費への影響

～高まる利子所得のプラス効果～.....3

産業界の動き

長期化が進むJ-REITオフィスの築年数.....9

BEV失速は日系自動車メーカーの好機か.....15

時 論

次なるサステナビリティ課題はネイチャーポジティブ

ネイチャーポジティブ(自然再興)への取組みが広がってきた。ネイチャーポジティブとは生物多様性の損失を止め、その流れを反転させることを指す。2022 年 12 月の生物多様性条約 COP15(第 15 回締約国会議)で採択された「昆明・モントリオール生物多様性枠組み(GBF)」にも盛り込まれ、2030 年の世界目標となった。サステナビリティ情報開示の分野では、TNFD(自然関連財務情報開示タスクフォース)が 2023 年 9 月に生物多様性を含む開示基準を提言した。わが国でも官民一体となり、4 月に「ネイチャーポジティブ移行戦略(NP 移行戦略)」が打ち出された。ネイチャーポジティブは気候変動対策のカーボンニュートラル(炭素中立)に次ぐ、社会・経済活動上の重要テーマと位置付けられる。

特に、企業の生産活動は自然環境や生態系に依存する(恩恵を得る)とともに、方法次第では深刻な影響を与える。例えば、農業は肥沃な土地と豊富な淡水が生産の糧となる一方で、森林を伐採して耕作地にすると生態系を損なう。WEF(世界経済フォーラム)の報告書は世界の名目 GDP の 52%(44 兆ドル)相当が高～中程度で自然に依存する産業に由来し、生態系崩壊のリスクに晒されていると指摘する。

実際、TNFD 推奨の分析ツールで産業別の自然依存と影響を計測してみると、依存度が高いのは農林漁業・畜産など一次産業全般、飲食品や林産品・製紙など一部の製造業が挙げられ、影響度が高いのは農業・畜産のほか鉱業・金属や石油・ガスなど資源系業種が目立つ。国別で日本の依存度は G20 中 10 番目ながら、G7 ではイタリアに次ぎ 2 番目に高い上に、影響度ではアメリカと並んで G7 のトップに位置する。ネイチャーポジティブは日本にとって他国に先んじて対処すべき課題と言える。

一方で、ネイチャーポジティブへの移行はビジネス機会の創出にもつながる。同じく WEF の試算では 2030 年に再生(リプロダクティブ)農業や環境配慮型消費などで年間 10 兆ドルと投資額の約 4 倍の追加収益、および累計 4 億人の雇用が生まれるとする。日本の NP 移行戦略でも、国内のビジネス機会が年間 47 兆円と名目 GDP の 8%に相当すると見積もる。日本経済団体連合会(経団連)の会員アンケート調査では、生物多様性の取組み課題として「事業利益に貢献しない」との回答が 2019 年の 51%から 2023 年には 17%にまで低下した。これらの結果は一定の幅を持つてみる必要はあるものの、少なくともネイチャーポジティブが企業にとって単なるコスト負担や CSR(社会的責任)としての取組みから、将来的にブランド・企業価値を高めるビジネス手段になりつつあることを窺わせる。

日本の取組みは進んでいるのか。先行する事項は 3 点ある。第一は、GBF を踏まえた国家戦略の策定である。日本は COP15 から 3 か月後の 2023 年 3 月には「生物多様性国家戦略 2023-2030」を閣議決定した上で、同 4 月に「同民間参画ガイドライン」を改訂、この 4 月に NP 移行戦略を取りまとめた。条約事務局からも国レベルの推進枠組みをいち早く築いた対応を評価されている。10 月にコロンビアで開催される次回 COP16 では各国が国家戦略を持ち寄り、GBF との整合性や施策の進捗状況などが問われる。

第二が、陸・淡水域と海・沿岸域の 30%を保全する「30by30」への取組みである。日本は 2022 年 4 月に「30by30 ロードマップ」を公表し、現状で陸域 20.5%、海域 13.3%という保全割合の引上げを目指す。鍵となるのが「自然共生サイト」である。国立公園など公的な保護地域以外でも、効果的な保全がなされていれば民間の所有地でもカウントできる「OECD 制度」を活用する。2023 年度には活動を展開してきた

大手企業を始め全国 184 か所が認定された。基準は異なるが、UNEP(国連環境計画)等の WDPA(国際保護地域データベース)によれば日本の保護地域比率は陸域で G20 中 2 位ながら、海域は 9 位と必ずしも高いとは言えない。今後、自然共生サイトの拡大により、さらなる押上げを期待したい。

第三は、TNFD 提言に沿った自然関連情報開示への対応である。1 月の WEF 主催ダボス会議で、2025 年度までの開示をコミットした TNFD 早期適用先 320 社が公表された。日本は 81 社と 2 位イギリスの 46 社を大きく引き離して世界トップである。内訳は金融機関が 24 社(30%)、一般企業が 57 社(70%)で、一般企業では建設業 7 社、自動車・同部品 6 社が上位を占める。気候関連情報開示の TCFD 対応でも日本企業はグローバル最多であり、サステナビリティ開示への積極スタンスが際立つ。将来的な東証プライム上場企業への開示義務化を睨んだ先行着手が背景にあると見られる。

もっとも、ネイチャーポジティブの実践には課題も多い。第一に、文字通り多様な項目・手法からなるため、統一した指標での計測が困難なことである。GHG(温室効果ガス)排出量という共通尺度のある気候変動対応との最大の相違点である。実際、GBF は 2030 年目標として 23 項目を掲げ、TNFD も開示指標として共通のコアグローバル指標だけで 14 項目、これにセクター別や追加項目などがさらに上乘せられる。経団連の調査でも「目標・指標の設定、定量化・経済的評価の難しさ」が課題のトップに挙がる。進捗評価や比較のためにも、共通指標の選定と絞り込みが急がれる。

第二に、自然との接点となる場所が重要であり、トレーサビリティ情報の収集が不可欠なことである。GHG 排出量は製品・サービスに紐付いた情報であったが、生物多様性は生産・提供されるロケーションに左右される。但し、場所のトレーサビリティ情報の収集は難度が高い。経団連の調査でも生物多様性の把握は本社>子会社>サプライチェーンの順に低下し、海外バリューチェーンを持つ企業のうち評価ができていないのは 32%に過ぎない。そこで、この課題をビジネス機会として捉え、衛星画像や生態系情報など生物多様性ビッグデータを空間表現やマップ情報として提供するベンチャー企業も数多い。

第三に、先行する気候変動対策とトレードオフにならず、両立によるシナジーを求められることである。脱炭素のための太陽光発電も森林伐採したり、トウモロコシなどのバイオ燃料が食料競合したりすると、生物多様性にはマイナス影響を及ぼす。そこで重視すべきは「自然に基づく解決策(ネイチャーベースドソリューション、NbS)」の活用であろう。例えば、森林保全は言うまでもなく、世界有数の島国日本では炭素吸収力が陸上植物よりも高いとされる藻場再生が両立手段として注目され、先述の 30by30 実現にも寄与する。東南アジアではマングローブ林回復が気候変動適用の洪水対策として脚光を浴びる。NbS だけではすべての環境課題を解決できないが、自然再興と脱炭素の二兎を追うチャレンジに意義がある。

この 4 月、ISSB(国際サステナビリティ基準審議会)が気候変動に続く基準策定のターゲットとして「生物多様性」と「人的資本」を取り上げると公表した。2 年間のプロジェクトで素案を示し、その後の各国基準への落とし込みを含め、2028 年頃までには開示義務化の方向性が定まろう。

一方で、生物多様性の国際目標は前回の「愛知目標」を含め 2 回連続で未達に終わり、その後を受けたのが今回の GBF である。果たして 3 度目の正直となるかどうか。わが国企業にも開示要請に迫られた総花的な対策の羅列に止めることなく、真にネイチャーポジティブに資する、的を絞った成果・貢献(アウトカム)につながる取組みが求められている。GBF の 2050 年ビジョンは「自然と共生する世界」である。

(専門理事 調査部 主管 井上 一幸)

※ 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。

利上げの個人消費への影響

～高まる利子所得のプラス効果～

<要旨>

日銀の利上げ観測が高まっている。利上げの家計への波及経路は様々なものがあるが、預金からの利子所得の増加と借入に対する利払いの増加が直接的な影響となる。

政策金利がエコノミストコンセンサスの 2025 年末水準である 0.75%まで引き上げられた場合の家計への影響額を試算すると、利子所得の増加から利払いの増加を控除した純影響額は+1.7 兆円のプラスで、預金残高の増加を背景に前回利上げ局面(2006 年)と比べて+0.45 兆円の増加となった。世帯主の年齢階級別では、純影響額のプラス幅が最大の世代は、前回局面は 60 代であったが、人口動態の変化から今次局面は 70 代以上へとシフトした。家計調査によれば、70 代以上の所得に対する消費の感応度は、60 代よりも高くなっており、この世代を中心として個人消費にはプラス材料となり得る。

但し、住宅ローン保有が集中する若年・子育て世代の純影響額は、変動型住宅ローン割合の増加などを背景にマイナス幅が前回局面から拡大している。同世代のマインドが悪化して利払い負担の増加以上に消費が抑制され、個人消費の押し上げ効果を減じるリスクはある。

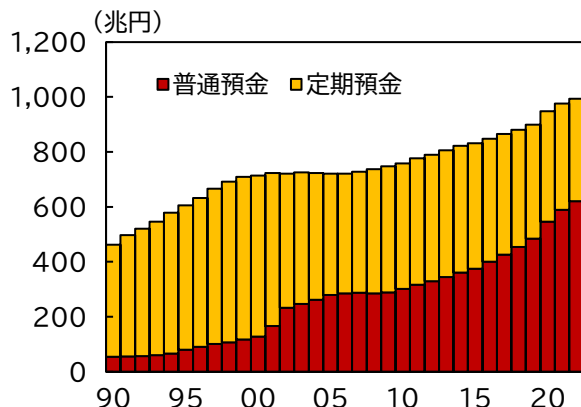
1. はじめに

日本銀行(以下、日銀)の利上げ観測が高まっている。日銀は、2024 年 3 月にマイナス金利政策を解除し、4 月には基本的な政策スタンスが「利上げ」であることを明示した。利上げの到達点については議論が分かれるところだが、ESP フォーキャスト調査(2024 年 6 月調査)によれば 2025 年末時点の政策金利見通しについて最頻値が 0.7~0.8%となっており、現行の 0.1%から 3 回の利上げが予想されている。一方、個人消費(SNA)はインフレが重石となって 4 四半期連続で減少しており、景気の先行きには不透明感も高い。本稿では、利上げによる直接的な家計負担の増減を試算し、前回利上げ局面(2006 年)との環境変化を確認した上で、利上げの個人消費への影響について考察した。

2. 家計の預金・借入残高と預金・貸出金利の推移

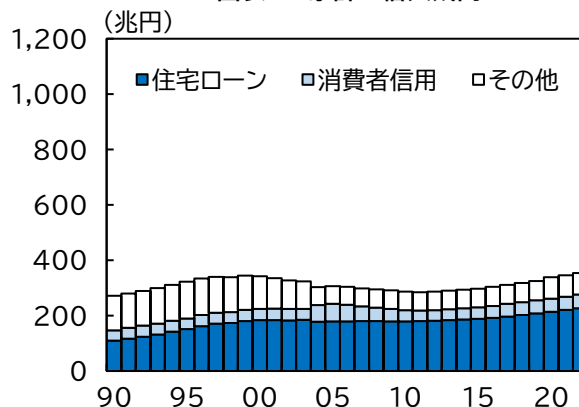
利上げは、家計の保有する預金・借入を通じて、直接的に家計へ影響を与える。資金循環統計によれば、普通預金と定期預金を合わせた預金残高は 2022 年度末に 993 兆円となっており、前回利上げ開始前の 2005 年度末の 721 兆円からは+38%の増加となっている(次頁図表 1)。一方、住宅ローンなど金融機関からの借入残高は、2022 年度末で 353 兆円となっており、2005 年度末の 307 兆円からは+15%の増加に留まる(次頁図表 2)。住宅価格の高騰や核家族化の進展による世帯数の増加を背景に、人口減少下でも住宅ローン残高は増加傾向にあるが、それ以上に長生きリスクへの備えなどから家計の預金残高は着実に積み上がってきた。

図表 1 家計の預金残高



(注) 譲渡性預金、外貨預金は含まず。
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

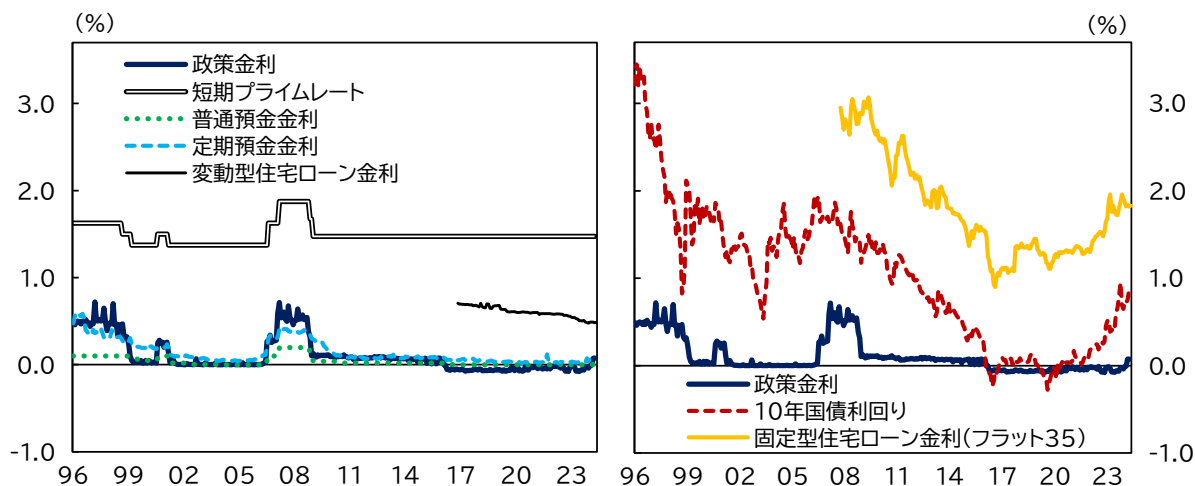
図表 2 家計の借入残高



(注) 金融機関貸出の値。
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

預金金利及び貸出金利について過去の推移をみると、普通預金金利と定期預金金利は政策金利(無担保コールレート翌日物)に連動する(図表 3)。但し、普通預金金利よりも定期預金金利の方が政策金利との連動性は高い。また貸出金利のうち変動型住宅ローン金利も一般に政策金利と連動する短期プライムレートを基準金利として適用金利が決まることになるため、政策金利に連動する¹。一方、固定型住宅ローン金利は、金融市場の利上げ期待を織り込んで変動する長期金利(10 年国債利回り)と連動する関係にあり、利上げ局面においては変動型住宅ローン金利に先行して上昇する傾向にある。

図表 3 政策金利と預金・貸出金利



(注) 定期預金金利は 300 万円未満。変動型住宅ローン金利は、DH 住宅ローン指数であり、新規借入かつ住宅ローンを借りるにあたって発生する費用を金利換算して表面金利に加算した「実質金利」。固定型住宅ローン金利(フラット 35)は、借入期間 21 年以上 35 年以下の最低値。

(資料) ダイヤモンド社及びホームローンドクター株式会社「DH 住宅ローン指数」、日本銀行、住宅金融支援機構、CEIC

¹ 大手行の短期プライムレートは、2016 年 1 月のマイナス金利政策導入時に引き下げられず、2024 年 3 月のマイナス金利政策の解除後も同水準が維持されている。

3. 家計への利上げ影響試算

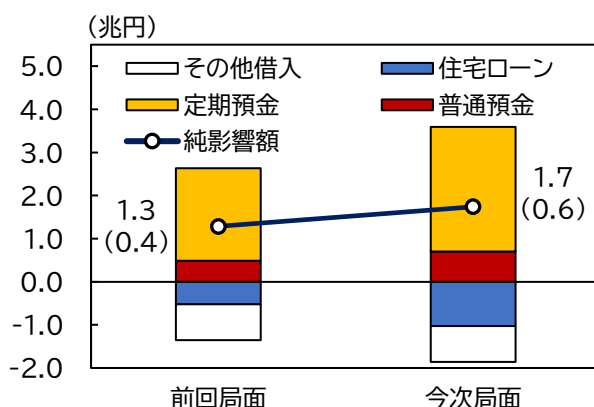
前章でみた預金・貸出残高をベースに、以下では政策金利が引き上げられた際の家計に与える影響を試算し、前回利上げ局面と比較した。政策金利は、先述の ESP フォーキャスト調査を参考に、現行の誘導レンジ上限 0.1%から 0.75%まで引き上げられると想定した。前回局面では利上げの到達点は 0.5%であったが、利上げ環境の変化を前回局面と今次局面で比較するため、仮想的に 0.75%までの利上げを想定している。各預金・貸出金利などの試算前提は図表 4 の通りである。固定型住宅ローンのうち、「全期間固定型」の場合は利上げの影響を受けないが、「固定金利期間選択型」の場合は固定期間の期限とともに利上げの影響を受けることになる。普通預金残高の一部は定期預金に振り替えられ、異次元緩和開始頃から低下してきた定期預金比率は前回局面と同水準の 60%になると想定している²。

図表 4 試算前提

金利想定(上昇幅)		注釈
政策金利	+0.65%	—
普通預金金利	+0.18%	政策金利との相関から想定(サンプル期間:1996年1月～2024年4月)
定期預金金利	+0.49%	政策金利との相関から想定(サンプル期間:1996年1月～2024年4月)
変動型住宅ローン金利	+0.65%	政策金利とパラレルに変化すると想定
その他借入金利	+0.65%	政策金利とパラレルに変化すると想定
その他想定		
・預金残高及び貸出残高は、今次局面は2022年度末、前回局面は2005年度末時点。		
・普通預金の一部は定期預金に振り替えられ、定期預金比率は前回局面と同水準の60%になると仮定。		
・固定型住宅ローンは、固定金利期間選択型の新規貸出額(過去平均)相当が変動金利に移行すると仮定。		
・政策金利が据え置かれた場合と引き上げられた場合の差分を影響額として試算。		

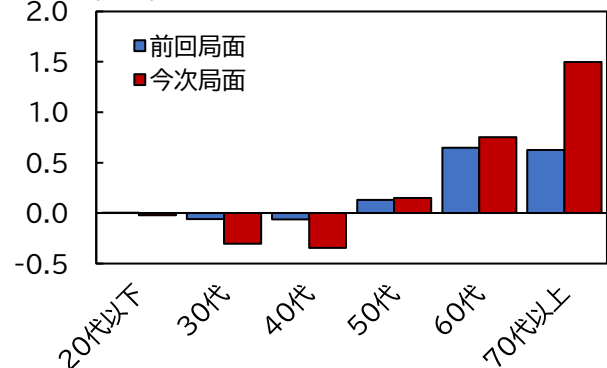
家計全体の試算結果では、今次局面における利払い増加額が変動型住宅ローン割合の高まりを背景に前回局面より大きくなった一方、預金残高が借入残高に比べて顕著に増加したことから利子所得が大幅に増加し、政策金利が 0.75%まで引き上げられた場合の純影響額は+1.7 兆円と前回局面の+1.3 兆円から+0.45 兆円の増加となった(図表 5)。可処分所得対比でも、今次局面の純影響額は 0.6%と前回局面の 0.4%よりも大きい結果となった。

図表 5 利上げの家計への影響額



(注)括弧内の値は可処分所得対比の純影響額(%)
(資料)日本銀行、総務省、国土交通省

図表 6 利上げの世帯主年齢階級別の純影響額 (兆円)



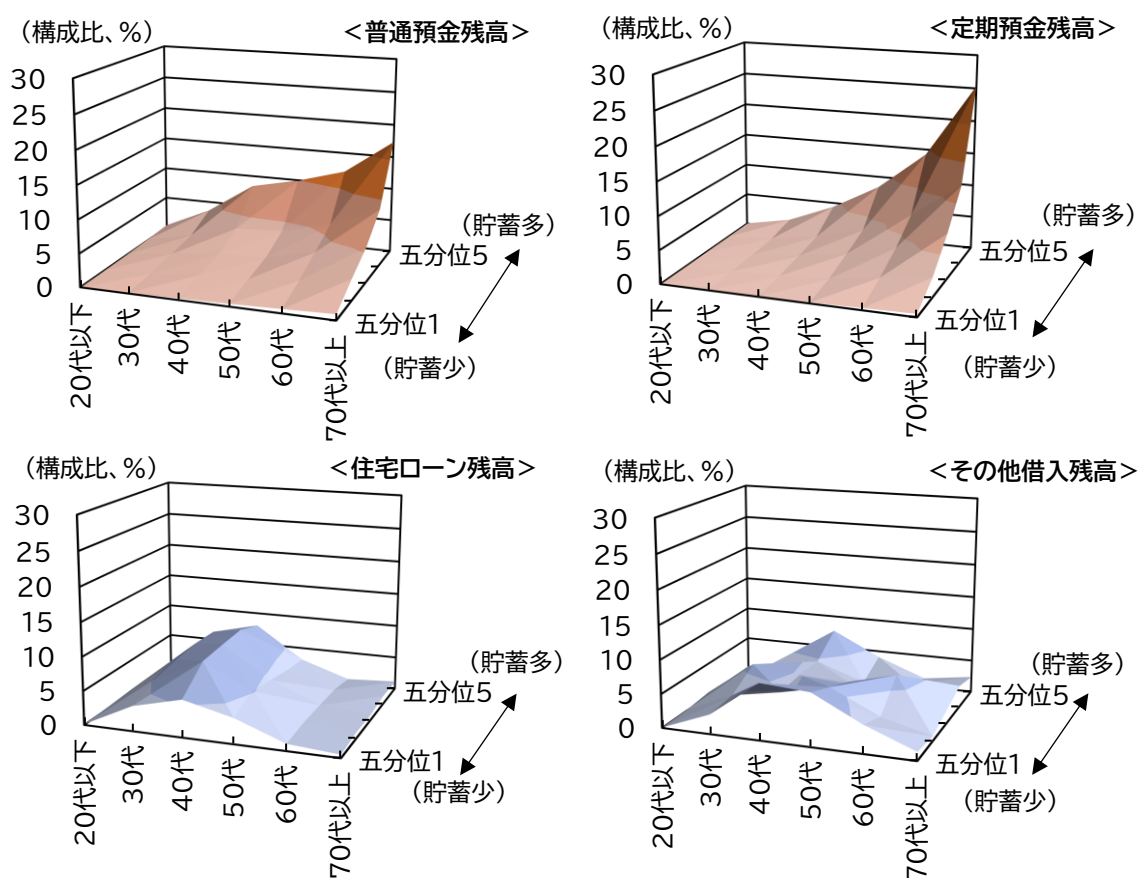
(資料)日本銀行、総務省、国土交通省

² 定期預金から普通預金への振替は満期毎に漸次的な変化を示すとみる一方、普通預金に滞留する資金から定期預金への振替は早期に生じるとみる。

純影響額を世帯主の年齢階級別にみると、30～40 代のマイナス幅は借入残高の増加に加えて変動型住宅ローン割合の増加が影響し、マイナスが大きくなった(前頁図表 6)。一方で、50～60 代および 70 代以上への純影響額がプラスであることは変わらないが、人口動態の変化から前回局面に比べて 70 代以上のプラスが顕著に大きくなった。

世帯毎に利上げ影響は大きく異なる。預金・借入残高を世帯主年齢階級別かつ貯蓄残高階級の構成比でみると、借入残高は貯蓄の多寡に関わらず 40 代を中心に若年・子育て世帯に集中している一方で、預金残高は 70 代以上かつ高貯蓄世帯に集中している(図表 7)。そのため、利上げの純影響額も、借入残高の多い若年・子育て世代にはマイナスとなる一方で、高齢かつ高貯蓄世帯にはプラスとなり利上げの恩恵が集中することになる。

図表 7 預金・借入残高の世帯主年齢階級別及び貯蓄残高階級別の構成比(2022 年)



(注)2 人以上世帯。

(資料)総務省「家計調査」

4. 利上げの年齢階級別個人消費への影響

利上げは様々な波及経路を通じて個人消費に影響を及ぼす。内閣府経済社会総合研究所³によれば、「財産所得の増加を通じた所得効果、資産価格の下落効果、物価の下落が実質所得を

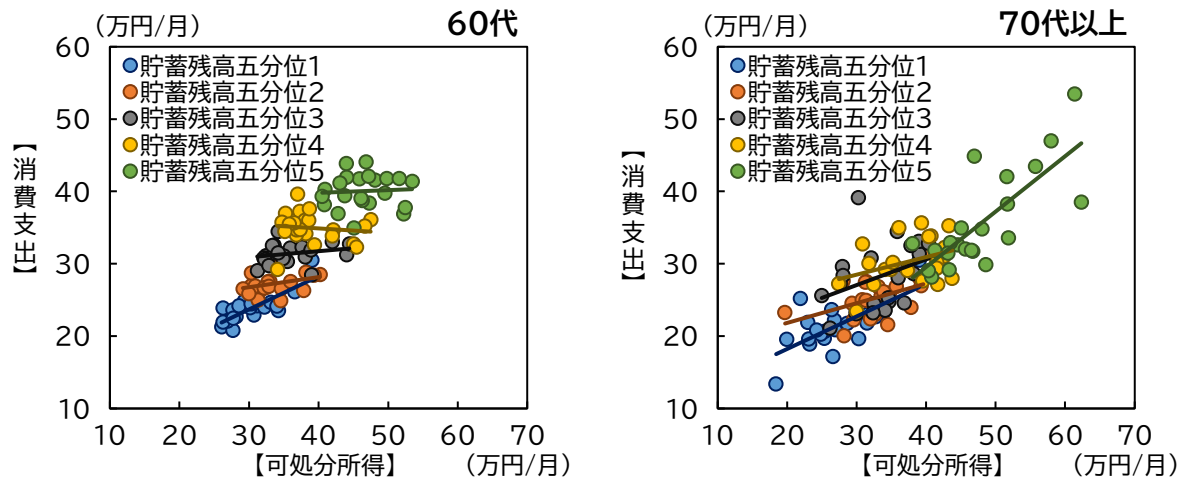
³ 短期日本経済マクロ計量モデル(2022 年版)の構造と乗数分析(酒巻・鈴木・中尾・北川・符川・仲島・堀[2022])より引用。

増加させる効果等、複数の経路で生じる」とされる。同研究所のマクロ計量モデルによる乗数分析では、利上げ後の「1年目・2年目は所得効果がまさり、消費が増加する」結果になっている。

本稿の試算結果を踏まえると、今次局面は前回局面に比べて、利上げに伴う家計への直接的な純影響額はプラスが拡大しており、所得効果に伴う個人消費の押し上げ効果もマクロ計量モデルが示唆するより大きくなっている可能性がある。

また前回局面に比べて、純影響額が最大となる世帯主の年齢階級が60代から70代以上へと変化している。可処分所得と消費支出の関係を60代と70代以上で比較すると、貯蓄残高が多い世帯ほど可処分所得も消費支出も多い点は共通している(図表8)。しかし70代以上は、60代に比べて可処分所得に対する消費支出の感応度が高い傾向がみられる⁴。特に、利上げのプラス効果が集中する高貯蓄世帯で感応度が高い。すなわち前回局面と異なり、利子所得の増加が70代以上に集中することは、利上げが個人消費を押し上げる効果をより高める可能性を示唆している。

図表8 可処分所得と消費支出の関係(サンプル期間:2002~2023年)

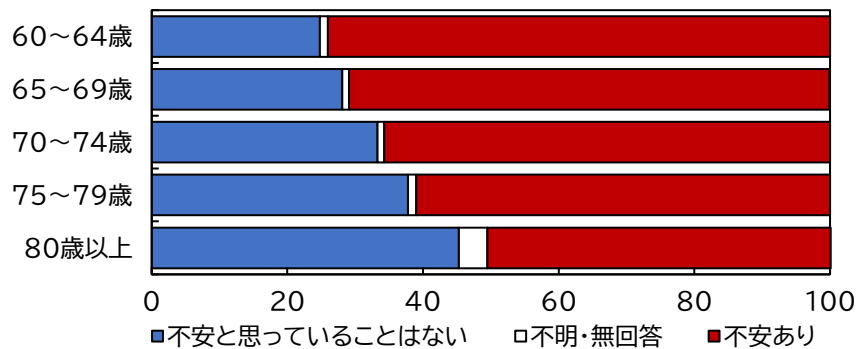


(注)2人以上勤労世帯。
(資料)総務省「家計調査」

この背景として70代以上世帯は、60代と比べて先々の生活に対する経済的不安が小さいことが考えられる。人生100年時代といわれるほどに平均寿命が延びる中、将来不安から60代は貯蓄を増やす傾向があるとみられる。一方で、経済的な将来不安が小さくなっていく70代以上は、貯蓄割合を減らし消費支出の可処分所得に対する感応度が高くなるといえよう。実際、高齢者の意識調査結果においても、60代前半から年齢を重ねるにつれて今後の生活に関する経済的な不安は低下していく傾向が確認できる(次頁図表9)。

⁴ 家計調査の70代以上勤労世帯のサンプルは、70代以上でも働き続けられる企業オーナーなどの割合が高く、バイアスを持つ可能性がある。しかし、年金所得が主となる非勤労世帯は低所得世帯が多く、一般には可処分所得に対する消費支出の感応度は高いとみられ、70代以上の2人以上世帯全体でみた場合、勤労世帯のみのサンプル以上に感応度が高くなると考えられる。

図表 9 今後の生活に関する経済的な不安について



(注) Q13「あなたは、今後の生活で、経済的な面で不安なことはありますか」に対する回答。
 (資料) 内閣府「高齢者の経済生活に関する調査」(2019 年)

5. おわりに

今次局面においては、日銀の利上げに伴う家計への影響は、借入に対する利払いの増加を利子所得の増加が大きく上回り、前回局面よりも家計全体ではプラスが大きくなる可能性がある。また、利上げの家計に対するプラス効果は、前回局面では 60 代世帯を中心としていたが、今次局面では人口動態の変化から 70 代以上世帯にシフトした。60 代に比べて、70 代以上の方が経済的な不安がより小さくなり、消費支出の可処分所得に対する感応度が高く、利子所得の増加に伴う個人消費の押し上げ効果が前回よりも大きくなることが示唆される。

但し、可処分所得の増加から消費増への波及を阻む可能性もある。一つは預金選好の強まりで、長らく殆どゼロだった預金金利が久しぶりにプラスになったのを見て高齢者が貯蓄率を高めれば、その分利上げによる個人消費の押し上げ効果は減殺される。もう一つは利上げの影響が世帯毎に大きく異なることである。家計へのプラス効果は、高齢かつ高貯蓄世帯への偏りが大きい一方で、住宅ローンが多く保有する若年・子育て世代ではマイナス効果の方が大きくなっており、この格差は前回の利上げ局面よりも拡大している。同世代のマインドが悪化することで利払い負担の増加以上に消費が抑制され、利上げによる個人消費の押し上げ効果を減じるリスクはある。

(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。

長期化が進む J-REIT オフィスの築年数

<要旨>

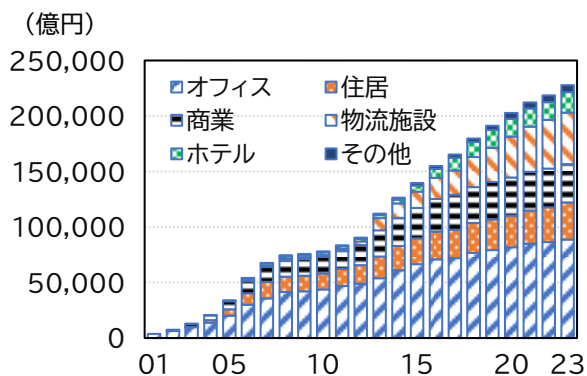
J-REIT は 2001 年の市場創設から 20 年以上が過ぎ、2023 年末の運用資産額は 22.8 兆円まで拡大するとともに保有物件の築年数の長期化も進んでいる。最も運用額が大きいオフィスについて築年別に運用実績を分析すると、築 10 年以上経過すると修繕コストは増えるが、賃料変動率は J-REIT 保有オフィス全体と同水準で推移しており、利回りも築 10 年以上が経過すると安定推移する傾向にある。

また、築年が古い物件であっても規模が大きい物件では環境認証の取得が進んでいる。環境認証を取得した物件はエネルギー効率などのサステナビリティへの取り組みに優れた物件であり、認証取得は長期保有の意思の証といえる。今後も規模が大きく環境認証を取得した物件の長期保有により築年数の長期化が進むと考えられるが、築年が経過しても安定したインカムリターンを期待できることは J-REIT にとってプラスの面があるといえよう。築古の物件に対して賃料競争力や流動性を懸念する見方もあるが、認証を取得した物件での築年の長期化であれば、必ずしも物件の質の低下とはならない。この先の J-REIT のポートフォリオの質を評価する上では、こういった視点も必要になると考える。

1. J-REIT の物件取得と築年数の状況

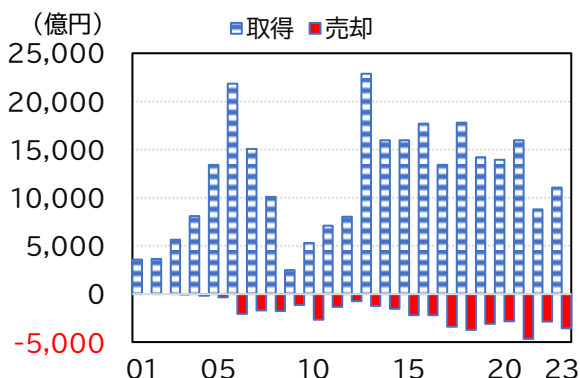
J-REIT は 2001 年の市場創設から 20 年以上が経過し、2023 年末の運用資産額は 22.8 兆円まで拡大してきた。J-REIT は物件運営により得られるインカムリターンを投資家に分配することを目的としている。基本的に物件売買によるキャピタルリターンを目的とした短期売買は少ないため、売却に比べると取得が圧倒的に多い(図表 1、2)。

図表 1 保有資産額の推移



(資料) 各社公表資料

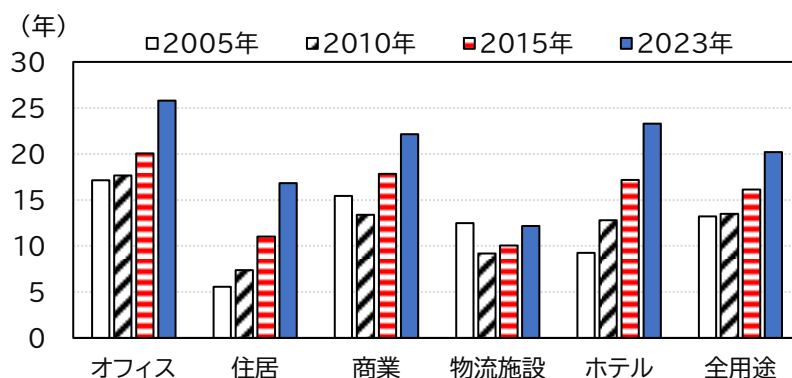
図表 2 売買の推移



J-REIT は基本的に物件を長期保有することから、運用期間が経過するにつれて保有物件の築年数も長期化する。J-REIT 保有物件全体の平均築年数は 2023 年時点で 20.2 年であり、2005 年の 13.2 年と比べ 7.0 年、2015 年の 16.1 年と比べて 4.1 年長期化している。物件用途別で見ると、物流施設は築年が浅い物件の取得が多いため平均築年数も 10 年前後で維持されているが、オフィスや住居、商業、ホテルの平均築年数は長期化する傾向にある。(図表 3)。

一般に築年数が経過していくと、競合物件の出現やテナントが求めるニーズの変化に物件仕様が適さなくなることなどによる物件競争力の低下や、修繕工事が増えるなど管理コストの増加による収益性の低下が考えられる。本稿では J-REIT の保有物件の 4 割を占めるオフィスにおける築年数の長期化による影響について考察を進めていく。

図表 3 用途別の平均築年数の推移



(資料)各社公表資料

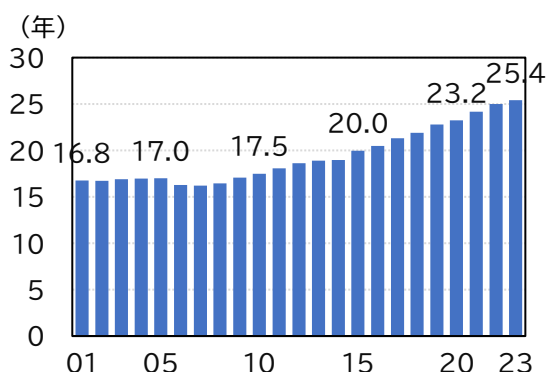
2. オフィスの築年の分析

(1) 築年数の推移と築年別の構成内訳

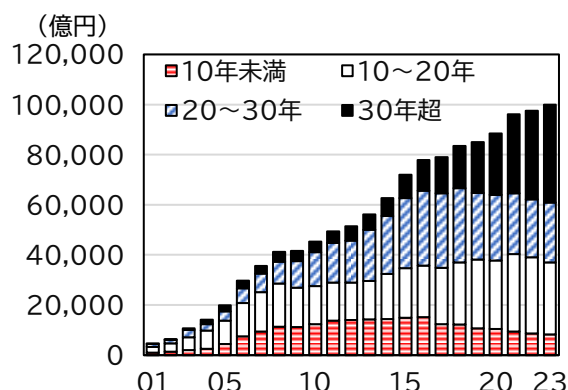
J-REIT 保有オフィス全体の平均築年数は 2023 年時点で 25.4 年であり、2005 年の 17.0 年から 8.4 年、2010 年の 17.5 年から 7.9 年、2015 年の 20.0 年から 5.4 年長期化している(次頁図表 4)。

2023 年時点の築年別内訳をみると、築 10 年未満が 8.2%、築 10～20 年が 28.7%、築 20～30 年が 23.8%、築 30 年超が 38.9%となっている。築 10 年未満の割合は 2015 年までは新規取得により増加していたものの、資産規模が増し既保有物件の築年数が 10 年以上へ長期化していくことで 2016 年以降は減少傾向にある。一方で、築 30 年超の物件の構成比は、2005 年は 12.1%、2010 年は 9.2%、2015 年も 12.9%と低い水準であったが、保有物件の築年数が長期化することに加え、近年は運営や管理状況がしっかりしていれば築年が古い物件でも取得される事例や築年が古い物件が多い REIT の新規参入もあって、構成比が上昇してきている(次頁図表 5)。

図表 4 オフィス全体の平均築年数の推移



図表 5 築年別のオフィス保有資産額



(資料)各社公表資料

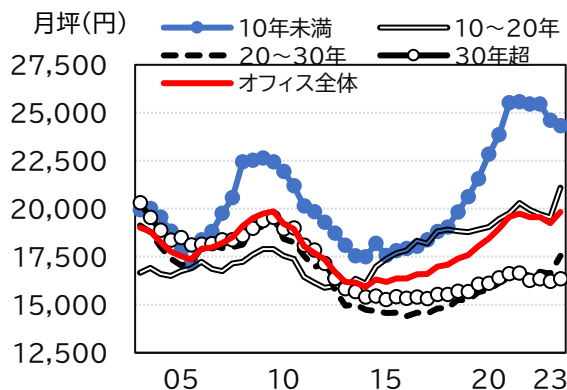
(2)収益面

竣工時期が古い物件は、テナントが求めるニーズや物件仕様を満たしにくく、物件競争力が劣ると考えられている。例えば、コロナ後にニーズが増しているコミュニケーションスペースやオンライン会議室などを充実させるには、無柱空間によるレイアウト変更の容易さや、1フロア当たりの広さなどが必要となり、築古では対応しきれないことが多い。

J-REIT の賃料収入と稼働面積から求めた賃料単価を築年別で比べると、築 10 年未満と築 10～20 年の賃料は J-REIT 保有オフィス全体の平均より高いが、築 20～30 年、築 30 年超は概ね J-REIT 保有オフィス全体を下回っており、築年が賃料水準に影響していることがわかる(図表 6)。

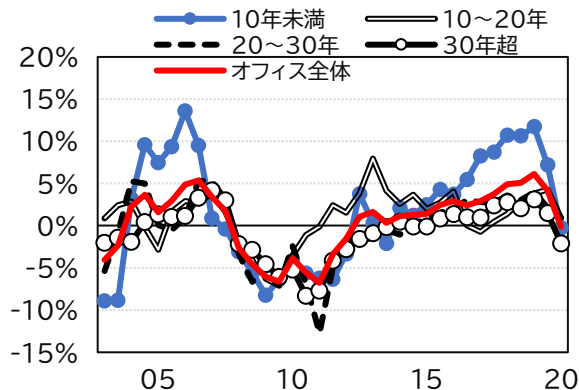
平均賃料単価の変動率でみると、築 10 年未満の賃料変動率は J-REIT 保有オフィス全体よりも高く推移しているが、築 10～20 年になると同水準となり、築 20～30 年、築 30 年超も J-REIT 保有オフィス全体と概ね同水準で推移している。築 10 年未満の物件は市況好調時に上昇率が高くなる傾向があるが、築 10 年以上となると賃料変動率は J-REIT 保有オフィス全体と同程度に落ち着いていき、その傾向は築 30 年を超えても変わらないことがわかる(図表 7)。

図表 6 平均賃料単価



(資料)各社公表資料

図表 7 賃料変動率(前年同期比)

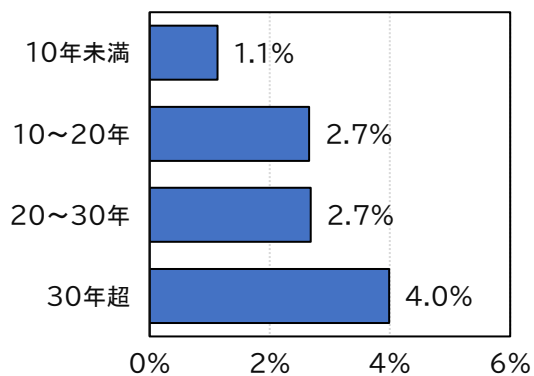


次にコスト面について 2023 年の修繕費と資本的支出¹を確認すると、築 10 年未満は修繕費および資本的支出ともに負担は小さいが、築 10 年を超えると築年が経過するにつれて修繕費が増え、資本的支出も築 20 年を超えると大きくなる(図表 8、9)。

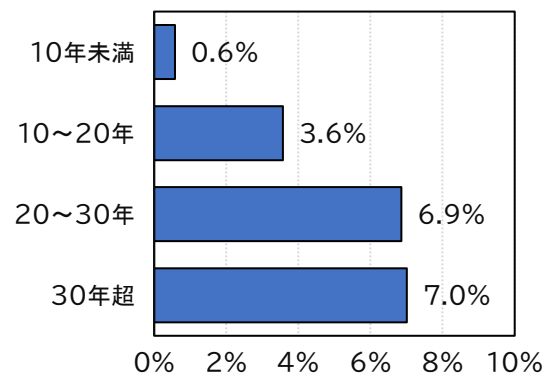
ただし、取得価額に対する NOI 利回りをみると、築 10 年未満の NOI 利回りは概ね J-REIT 保有オフィス全体を下回る水準で推移している。築浅物件は取得価格が割高となりがちであることが理由と考えられる。一方で、築 10～20 年、築 20～30 年、築 30 年超では水準に差はなく、賃料変動率と同様に築 10 年を経過すると NOI 利回りの水準格差は小さくなり、J-REIT 保有オフィス全体の NOI 利回りと同じように変化する傾向が見て取れる(図表 10)。

以上から、築年が経過することで修繕や資本的支出などのコストは増すものの、賃料や NOI 利回りは安定的な推移が見込まれ、インカムリターン重視の J-REIT としては安定した運用成果を期待できるといえる。

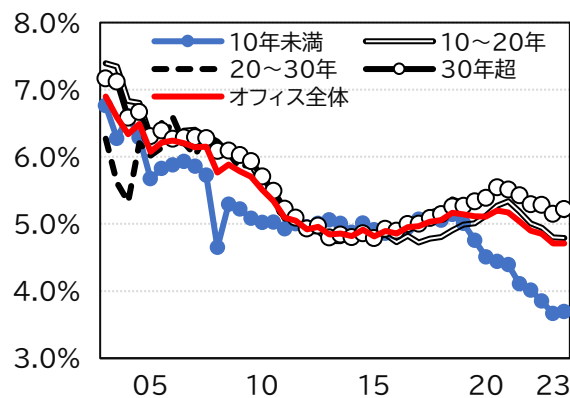
図表 8 修繕費の比率(対賃貸収入)



図表 9 資本的支出の割合(対賃貸収入)



図表 10 NOI 利回り(対取得価額)



(資料)各社公表資料

¹ 改修工事等のうち固定資産の使用可能期間を延長または価額を増加させる部分に対応する支出の金額

(3) 物件スペック

築年が経過しても継続的に保有される物件と売却される物件の違いを考察するため、事業継続性の観点で重視される耐震性能や、テナント分散や館内増床ニーズの取り込みなどで有利となる物件規模、テナントでも注目が増している環境認証評価から物件スペックをみていく。

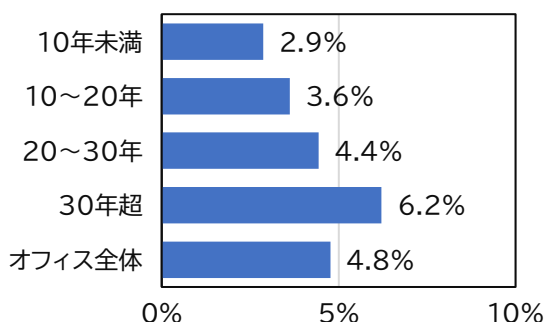
まず、耐震性能を PML²で確認すると、PML は築年に伴い大きくなるが、築 30 年超でも 6.2%と適正な水準とされる 10%を下回っており、築年による大きな懸念はないと考えられる(図表 11)。

次に、物件規模を平均延床面積でみると、築 10 年未満は 36 千坪、築 10～20 年は 30 千坪、築 20～30 年は 37 千坪と J-REIT 保有オフィス全体の 22 千坪を大きく上回るのに対し、築 30 年超は 13 千坪と平均を大きく下回る(図表 12)。

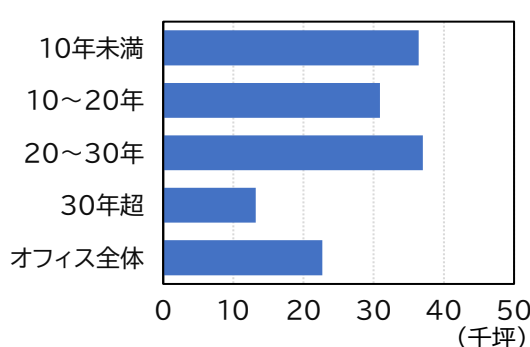
環境認証の取得状況は、築 10 年未満は 91.5%、築 10～20 年は 82.5%と J-REIT 保有オフィス全体の 68.4%に比べ取得率が高い一方、築 20～30 年は 66.1%、築 30 年超は 54.7%と J-REIT 保有オフィス全体を下回る(図表 13)。

延床面積と環境認証での築年の違いを踏まえ、認証取得の有無と平均延床面積で比較すると、築 10 年未満で違いはないが、築 10 年以上では平均延床面積が大きく異なることが分かる(図表 14)。規模が大きければ築年が古くても認証を取得可能で、これは長期保有の意思の証ともいえよう。一方、規模が小さい物件は物件仕様の制約から認証取得の基準を満たすために必要な改修工事や設備の設置が難しいと考えられ、売却が進む可能性がある。

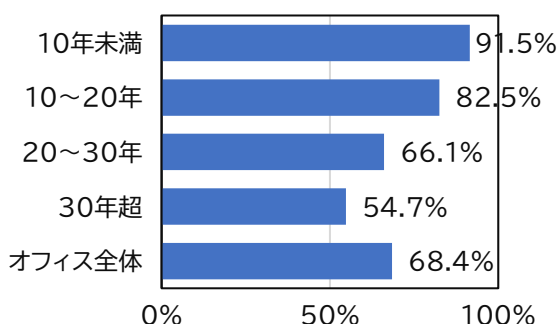
図表 11 PML



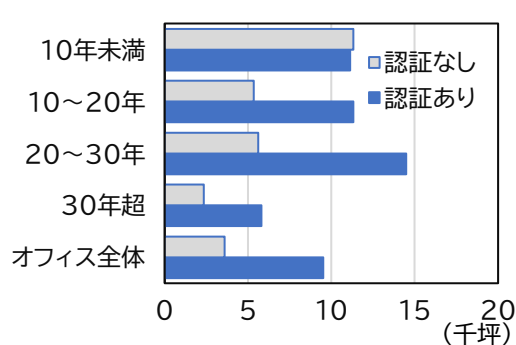
図表 12 平均延床面積



図表 13 環境認証の取得率(取得価格ベース)



図表 14 延床面積(環境認証の取得別)



(資料) 各社公表資料

² 建物の使用期間中で予想される最大規模の地震(再現期間 475 年相当 = 50 年間で 10 %を超える確率)に対して予想される最大の物的損失額(90 %非超過確率という)の、再調達費に対する割合をいう。

3. まとめ

J-REIT が保有するオフィスビルでは築年数の長期化が進んでいるが、運営実績を分析した結果、築年が経過した物件は修繕や資本的支出などのコスト負担は築年経過に伴い増すものの、賃料の変動率は小さく、NOI 利回りは安定した推移が期待できることがわかった。

物件スペックの面でも、築年が経過した物件でも規模が大きければ環境認証の取得が進んでいる。環境認証を取得した物件はエネルギー効率やウェルビーイングなどサステナビリティへの取り組みに優れた物件であり、認証取得には取得コストだけでなく物件運営面の管理体制の整備も必要となるため、認証取得は長期保有の意思の証と見ることができる。

今後も規模が大きく認証を取得した物件の長期保有により築年数の長期化も進むと考えられるが、築年が経過しても安定したインカムリターンを期待できることを考慮すると、築年の長期化は必ずしも物件の質の低下とはならない。この先の J-REIT のポートフォリオの質を評価する上では、こういった視点も必要になると考える。

(調査部 不動産調査チーム長 神谷 潤)

※ 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。

BEV 失速は日系自動車メーカーの好機か

<要旨>

BEV¹市場の成長が足元で鈍化している。2050 年のカーボンニュートラル実現に向け、高い成長率が続いていた時期もあったことから、自動車業界では BEV が急速に普及する潮流にも見えた。ところが、価格面や実用面の課題から幅広い消費者に支持されるには至っていない。未だ市場への浸透には時間を要する段階にある。

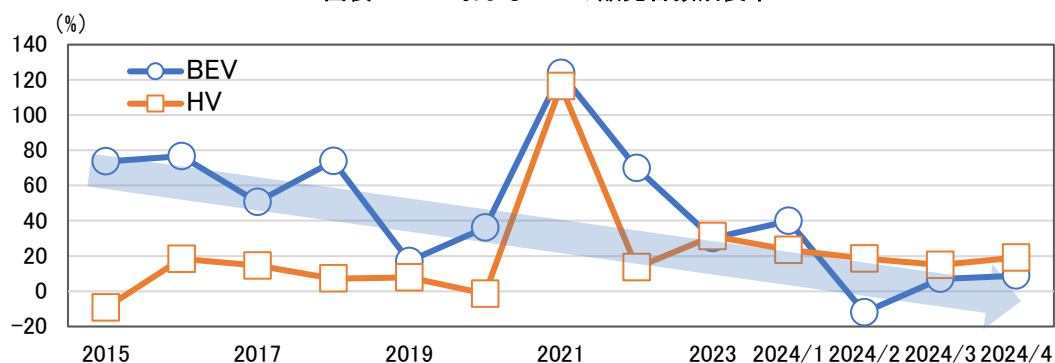
従来、日系自動車メーカーは BEV 対応への遅れが指摘されてきた。しかし、足元で多くの国々において電動化の目標が後ろ倒しにされていることは、日系自動車メーカーにとっての猶予期間となっている。加えて、HV²の再評価や円安の恩恵もあり、日系自動車メーカーの業績は好調である。時間的な猶予に加え、資金面の余力も増しつつある好機をどのように活用し、来る BEV 本格化時代へ備えることができるのか、日系自動車メーカーは将来を左右する重要なタイミングにある。

1. 失速傾向にある BEV 市場の成長

(1) BEV 市場の成長率

世界的なカーボンニュートラルに向けた動きを背景に、近年の BEV 市場は急速に拡大してきた。例えば 2015 年から 2018 年にかけて、BEV の販売台数は 50～80%程度と高い前年比成長率で推移しており、急速に BEV 市場が拡大する流れは継続するかに思われた。ところが、2021 年前後のコロナ禍による生産制約からの反動需要など自動車業界の混乱時期を除くと、成長ペースは鈍化している。ここ数年、BEV の販売台数伸び率は常に HV を上回っていたが、2023 年時点では約 30%と同水準となっている。足もとでは、BEV の伸び率低下はさらに鮮明であり 2024 年に入ってから前年同月を下回る月も出てきている(図表 1)。

図表 1 BEV および HV の販売台数成長率



(注) 2015 年～2023 年は前年比成長率、2024 年 1 月～4 月は前年同月比成長率

(資料) マークラインズ

¹ Battery Electric Vehicle (バッテリー式電気自動車): 電気のみを利用して走行する自動車

² Hybrid Vehicle (ハイブリッド自動車): ガソリンエンジンと電気モーターを組み合わせで走行する自動車

(2) BEV 市場成長率の失速要因

BEV の普及拡大を阻む大きな要因として、「価格面」および「実用面」の課題が挙げられる。「価格面」で高額なことに加え、「実用面」では充電に時間を要するうえに充電設備が不十分である。そのため、消費者が安心して BEV の購入に踏み切ることができず、結果として普及が足踏みしていると思われる。

① 価格面

まず、消費者が BEV 購入にあたって真っ先に直面する問題は価格の高さであろう。BEV の車体価格は同スペックのガソリン車や HV に比べると高い傾向にある。主に搭載バッテリーの価格の高さが反映されたものである。図表 2 の例を見ると、同じ車種であっても、BEV 価格はガソリン車等の 1.3 倍～1.6 倍程度となっている。

また、欧州を中心に、BEV 購入補助金が相次いで打ち切られていることもマイナスの影響を与えている。イギリスでは 2022 年に、ドイツでは 2023 年に EV 購入補助金が打ち切れ、フランスではアジア生産の EV を補助金の対象外としている。

図表 2 車両価格比較

メーカー	車種	ガソリン車又はHV価格	BEV価格
A社	軽乗用車	1,895,520円～	2,568,500円～
B社	SUV	2,640,000円～	4,235,000円～
C社	SUV	4,559,000円～	6,000,000円～

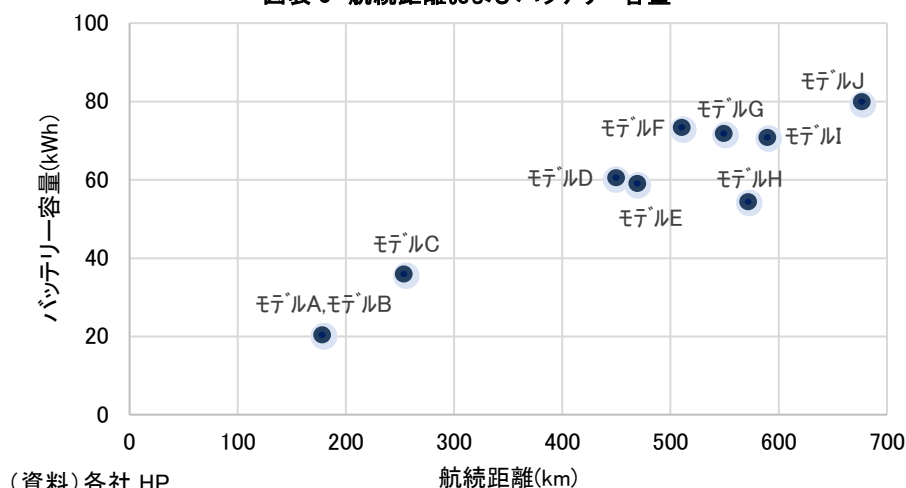
(資料)各社 HP

② 実用面

続いて、実用面から BEV の普及を阻む大きな要素を挙げる。次頁図表 3 は、実際に販売されている BEV について、航続距離およびバッテリー容量を整理したものである。これを見ると、近年の技術進歩により BEV の航続距離は伸びており、多くの車種において 400km～600km 程度を確保できるようになっている。しかし、ガソリン車は 1 度の給油で 600km～800km 程度、HV では 1,000km を超す航続距離も可能であり、BEV の明確なメリットを見出せるには至っていない。

次に、燃料補充時間の課題を挙げる。BEV へ充電される電力量は一般的に「出力×時間」で計算され、「出力」については普通充電設備で 3kW～6kW、急速充電設備で 50kW 程度と言われている。例えば、バッテリー容量 60kWh の BEV を出力 6kW の普通充電設備で充電ゼロの状態から満タンまで充電する場合には「60kWh÷6kW=10 時間」を要することとなる。もちろん、現実的には必要なタイミングで必要な分だけ充電することもできるが、ガソリン車や HV における数分程度の給油時間と比較すると、利便性は明らかに見劣りする。BEV のバッテリー容量の多くが 40kWh～80kWh であることを踏まえると、BEV の普及には急速充電設備の拡充が必須である。

図表 3 航続距離およびバッテリー容量



しかし、各国の充電設備は十分な状況ではないと思われる。公共用充電器 1 基あたりの BEV・PHV³の台数を主要国別に比較すると、最も多い中国で 176 万基の公共用充電器数があり、BEV・PHV おおよそ 8 台につき 1 基の割合で公共用充電器が設置されている。一方で日本、米国および欧州においては、おおよそ 14～25 台につき 1 基の水準に留まっており、充電の際の不便さがある程度軽減されて BEV の普及が進みつつある中国との差は大きい。急速充電器数に至ってはさらに設置数が少なく、日本、米国および欧州では 51～145 台につき 1 基の割合となる(図表 4)。

図表 4 地域ごとの公共用充電器数(2022 年実績)

	日本	中国	米国	欧州	
				ドイツ	イギリス
BEV・PHVの累計販売台数	41万台	1,410万台	296万台	189万台	95万台
公共充電器数	2.9万基	176万基	12.8万基	7.7万基	5.1万基
(うち急速充電器数)	0.8万基	76万基	2.8万基	1.3万基	0.9万基
公共用充電器1基あたりのBEV・PHVの台数	14台	8台	23台	25台	19台
(急速充電器1基あたりのBEV・PHVの台数)	51台	19台	106台	145台	106台

(資料) 経済産業省「充電インフラ整備促進に関する検討会 事務局資料」

日本におけるガソリン車の状況と比較すると、自動車保有台数(2023 年度:6,197 万台)を国内ガソリンスタンド数(2022 年度:2 万 7,963 か所)×ガソリンスタンド 1 か所当たりの給油機数(5 台と仮定)で除した場合、約 443 台となる。車 1 台当たりの給油・充電設備はガソリン車の方が BEV よりも明らかに少ないが、BEV の 1 回あたりの充電時間がガソリン車よりも長いことが普及の障害になっていると見る。充電の順番待ちを想定した場合、1 台当たりの充電時間を 30 分と仮定すると、前に数人いるだけで 1 時間以上必要となることも想定せざるを得ない。対して、ガソリン車では給油に 1 時間待たなければならない事態は殆ど想定されない。こうした点に関する安心感が生まれるためには、急速充電器の増加を中心として、現状からかなりの利便性向上が必要だろう。

³ Plug-in Hybrid Vehicle(プラグインハイブリッド自動車): 充電スタンドや家庭用コンセントから差込プラグを用いてバッテリーに充電可能な HV

2. BEV 普及の時間軸

このような「価格面」や「実用面」の課題を踏まえると、世界的に BEV の普及が再び加速するまでには、時間を要すると見る。既に、中国を除く地域で BEV を含む電動車の販売比率目標が引き下げられるなど、時間軸を後ろ倒しにする動きが生じていることも、この表れである。

現在、中国以外では BEV など電動車の販売比率目標の見直しが相次いでいる(図表 5)。米国では、普通乗用車の新車販売に占める電気自動車の比率を 2032 年までに 67%にするとしていたが、その水準を 35%に引き下げた。また、EU では 2035 年にエンジン車の新車販売をすべて禁止する方針を変更し、環境に良い合成燃料を使うエンジン車は認める方向に転換した。イギリスは当初、ガソリン車の新車販売禁止目標を 2030 年に設定していたものの、2035 年まで延期することとした。

日本は 2035 年までに乗用車の新車販売における電動比率を 100%とする計画を維持しているが、他主要国の影響を受けて修正される可能性もあろう。

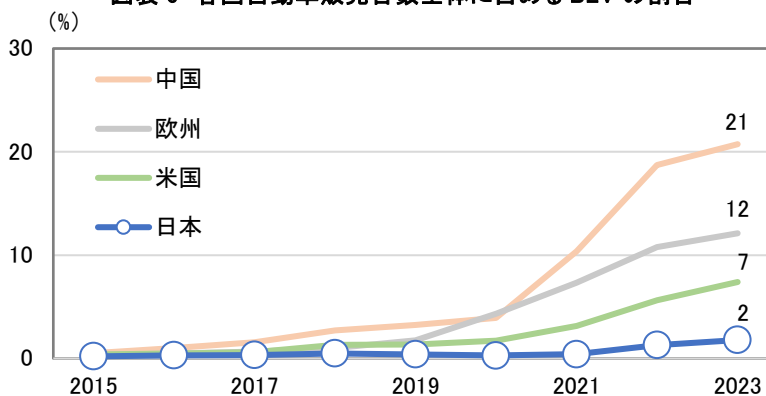
図表 5 各国の電動化目標の見直し状況

	変更前	変更後
米国 	➤ 2032年までにEV比率 67% へ引き上げ	➤ 2032年までにEV比率 67% 35% へ引き上げ
EU 	➤ 2035年に 内燃機関車の新車販売を禁止	➤ 2035年以降は、 温暖化ガスを排出しない合成燃料を使用する場合に限り販売を認める
英国 	➤ 2030年 までにガソリン車とディーゼル車の新車販売を禁止	➤ 2030年 2035年 までにガソリン車とディーゼル車の新車販売を禁止
日本 	➤ 2035年までに乗用車新車販売における電動車の比率を100%	➤ 変更なし
中国 	➤ 2035年 までに新車販売に占めるEV等の新エネルギー車の比率を 50% に引き上げ	➤ 2035年 2027年 までに新車販売に占めるEV等の新エネルギー車の比率を 50% 45% に引き上げ

(資料)各社報道

また、各国の自動車販売台数全体に占める BEV の割合を比較しても、中国が 21%と頭一つ抜けている一方、その他の主要地域のシェアは拡大傾向にあるものの、数%からようやく 10%を越えた程度であり、未だ低いレンジにある(図表 6)。

図表 6 各国自動車販売台数全体に占める BEV の割合



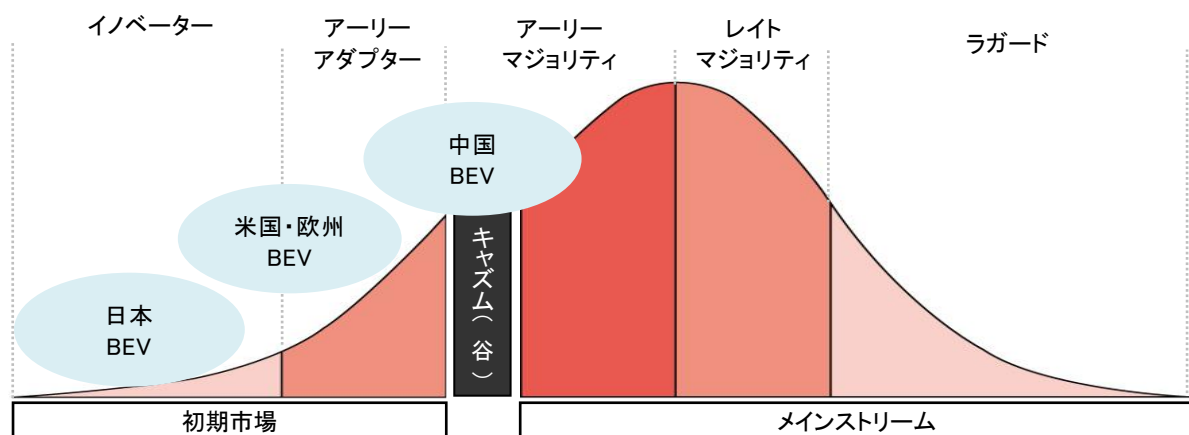
(資料)マークラインズ

ここで、BEV が市場全体へ普及するにはどのような過程を辿り、今どの段階にいるのか、新商品の普及過程に関する考え方の一つであるイノベーター理論に照らして考えてみたい。

イノベーター理論において、市場は普及段階に応じて、「初期市場」と「メインストリーム」の 2 つに区分されている。また、初期市場とメインストリームの間にはキャズム(谷)と呼ばれる、市場浸透にあたり発生する乗り越えるべき課題が存在すると定義されている。

この前提を BEV に当てはめると、どの地域も初期市場に位置すると捉えている。先行する中国であっても、完全にメインストリームに移行したとは言い切れない(図表 7)。BEV はイノベーターやアーリーアダプターと呼ばれる、価格や実用性には拘らず、それよりも市場に普及していない革新的な商品を好む消費者層に支えられ急速にシェアが拡大してきた。しかし、キャズムを超えるためには、今後 BEV の技術開発が進展し、価格面や実用面で少なくともガソリン車や HV と同等以上の実績を示すことが不可欠である。

図表 7 イノベーター理論に基づく BEV の現在地



(資料)調査部作成

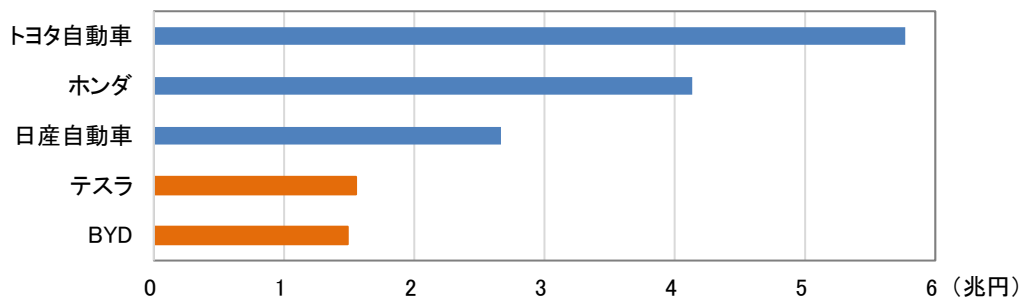
これらの状況を踏まえると、BEV のメインストリーム化には当面時間を要すると考えられる。但し、あくまで目標の後ろ倒しであり、世界的なカーボンニュートラルに向けた潮流に変更は無いことを踏まえると、中長期的には BEV は技術進歩とペースを合わせて徐々に普及していくというのが基本的な見方となる。

3. BEV 市場の現況を踏まえた日系自動車メーカーの将来展望

BEV の販売台数の伸びが鈍り、主要国における BEV 導入目標が後ろ倒しされていることは、BEV への取り組みが遅れがちと言われてきた日系自動車メーカーにとっては猶予期間とも捉えることができよう。日系自動車メーカーは、この期間に研究開発を行い技術を進歩させることで、挽回する余地はあるだろうか。

この観点から企業規模を比較すると、BEV 中心のテスラや BYD と、ガソリン車以外も含む多様な自動車を開発する日系自動車メーカーとでは、単純比較できない部分はあるものの、日系自動車メーカーの優位性は明らかである(次頁図表 8)。

図表 8 世界自動車メーカーにおける研究開発費



(注) 2019 年度～2023 年度の研究開発費累計

トヨタ自動車(株):トヨタ自動車、本田技研工業(株):ホンダ、日産自動車(株):日産自動車

(資料) 各社公開情報

そうした中、日系自動車メーカー各社は今後、さらに研究開発投資を加速させ、これまで十分に投資できていなかったBEVを強化する姿勢を見せている。トヨタ自動車では、2023年度に約1.2兆円であったBEVを含む成長領域への投資を2024年度に約1.7兆円に増やす計画であり、ホンダや日産自動車においても、具体的な投資額を定め電動化加速に向けた投資を表明している(図表9)。

コロナ禍や半導体不足による供給制約からの反動需要、円安効果等の一時的なプラス材料もあるが、2023年度の日系自動車メーカーの業績は好調であった。各社の営業利益は前年度比大幅に増加しており、実際に研究開発費への投資余力も増したと判断できる(図表10)。

このことから、日系自動車メーカーがBEV普及本格化するまでの期間を活用し、BEVでの国際競争力を高める蓋然性は十分にあるとみる。

図表 9 日系自動車メーカー各社の投資計画

トヨタ自動車	✓ マルチパスウェイ戦略の具現化(BEV、水素など)、トヨタらしいSoftware Defined Vehicle基盤づくり(ソフトウェア、AIなど)への投資加速 ✓ 成長領域への投資: 2023年度1.2兆円⇒2024年度1.7兆円(前期比+0.5兆円)
ホンダ	✓ 「2024ビジネスアップデート」で、2030年までにEV・ソフトウェアに10兆円(車載ソフトウェア2兆円、車載電池2兆円、次世代工場など6兆円)を投じることを発表
日産自動車	✓ 「Nissan Ambition 2030」で、2021年度から2026年度までの5年間で2兆円を投資し、電動化を加速することを発表

(資料) 各社公開情報

図表 10 日系自動車メーカーの営業利益

	2022年度 (億円)	2023年度 (億円)	増減
トヨタ自動車	27,250	53,529	+96.4%
ホンダ	7,807	13,819	+77.0%
日産自動車	3,771	5,687	+50.8%
テスラ	18,206	12,507	▲31.3%
BYD	4,147	6,585	+58.8%

(資料) 各社公開情報

今後、日系自動車メーカーは、得意とするガソリン車や HV で獲得した収益を BEV を含む新エネルギー車への開発投資へ本格的に振り向けるだろう。時間的な猶予に加え資金面での余裕も充実しつつある好機を活用し、来たる BEV 本格化時代へ備えることで国際競争力を維持することができるのではないだろうか。日本の自動車産業は、規模の面でも世界上位企業を抱える数少ない産業である。欧米の主要自動車メーカーも含めた BEV 競争の本番はこれからとも言え、日系自動車メーカーは将来を左右する重要な岐路に立っている。

(調査部 産業調査第一チーム 調査役 實藤 幸太郎)

※ 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。