

2016. 9 No.53

三井住友信託銀行

調査月報



時論

注意しろ、心配しろ、準備しろ.....1

経済の動き

2016・2017年度の内外経済見通し

～慎重化した企業行動により前向きな循環が弱まる～.....3

好調が続く東京オフィス市場の死角

～需要を見込み易いが故に供給も増えやすい東京～.....12

変化するアジア経済の対米・対中依存度.....17

時論

注意しろ、心配しろ、準備しろ

少しブームは下火になったと言われているが、話題のスマホゲームの影響からか、スマホの画面だけを見て足元や前方を見ない街中での歩きスマホが社会問題となっている。今更言うまでもないことだが、歩きスマホは転倒や接触など大きな事故に発展するリスクがある。

このところの長期金利の動きもこの状況に似ているのではないかと感じている。

Brexit ショックにより株式市場や為替市場が乱高下するなかで、国債の利回りは淡々と低下を続けている。10 年国債の利回りをグローバルに見てみると、雇用統計で経済の強さが確認された米国が 1.5%、金融緩和を実施した英国は 0.5～0.6%、不良債権問題が懸念されているイタリアが 1.1%、欧州債務危機の際にイタリアとともに利回り上昇に見舞われたスペインでも 1%を下回っている状態にある。

日銀の金融政策の修正観測から反転している日本国債を除くと、多少の上下動はあるものの淡々と利回りを切り下げているように見える。各国のファンダメンタルズや信用状況を反映しているとは思えないが、一方で「債券バブル」という声もそれほど強くないように感じる。

足元で粛々と進行している金利低下、あるいは金利消失の先に、どのような景色が見えるのであろうか、目線をもう少し前方に向けて考えてみた。

ここから半年や 1 年程度ならば金利低下の流れが続き、世界中の長期金利がゼロや、マイナスになっているかもしれない。それでは、さらに先の、2 年後 3 年後ではどうであろうか、現時点で言えることは、「未来永劫金利が低下し続ける事はない」という程度であるが、いずれにせよどこかの時点で金利が反転上昇する事は避けられないのではないかとと思われる。

金利上昇には良性和悪性の 2 つのパターンがあると考ええる。

もちろん、良性であろうが悪性であろうが、過去の経験から考えても金利上昇のスピードは緩やかではないし、経済に対しても相応のダメージを与えることは避けられないであろうが、良性の金利上昇であれば多少の準備ができるのではないかと思う。

良性和悪性の違いは金利が反転するきっかけが異なると考える。

良性の金利上昇とは、グローバルに金融環境が安定し米国の利上げサイクルが再開されるケースや、確率は高くないと思うが日本の物価が目標の 2%に達し、金融緩和スタンスの修正がおこなわれるようなケースが考えられる。低下し過ぎた金利が各国のファンダメンタルズや信用力に応じた水準に修正されることになるが、このケースではおそらく不意を突かれるような金利上昇となる可能性は低く、金利反転の X デーに向けて金融市場は多少の防御姿勢をとることは可能であろう。

それでは、悪性の金利上昇とはどのようなものとなるであろうか。

かつてのリーマンショックや LTCM ショックのように、金融機関やファンドの突然の破たんを契機とした金融危機や、先送りしていたイタリアやギリシャの債務危機、不良債権問題再燃などが考えられる。

しかし、これらも Brexit 直後の英国の不動産ファンドの解約停止の動きなどを見ると、全く想定外の出来事ではないので、事前の防御は無理でも、受け身ぐらいは取れるかもしれない。

更に悪いシナリオを想定するとすれば、中国でのシャドーバンキングの破たんや、不動産バブルの崩壊などが考えられるが、この辺りになると後ろから突然殴られるようなもので、受け身すらとれないであろうから、倒れた後にいかに早くリカバリーするかを模索するしかない。

残念ながら、グローバルに広がりつつある経済の保護主義化やブロック化によるヒト・モノ・カネの流れの停滞、通貨切り下げ競争の加速、地政学リスクの高まりなどから考えると、どこからパンチが飛んで来ても不思議ではない状況にある。

わが国に関しては歴史上経験がないような超高齢化と人口減少社会の到来が確実な中で、既に巨額な財政赤字を抱えているという、日本固有の要因が重くのしかかってくる。

それにも関わらず、財源のあてもなく増税を先送りし、国債の大半を中央銀行が買い続けており、更には、ヘリコプターマネーという中銀による財政ファイナンスの亜種的な政策までもが、まことしやかに議論され始めている。財政破綻というリスクから目を逸らすことが難しくなっていく中で、現在の不思議な安定感はどこまで持続可能なのであろうか。

冒険投資家と呼ばれたジム・ロジャーズは、市場に対して「注意しろ、心配しろ、準備しろ」というメッセージを発する事がある。

残念ながらスマホのゲームとは違って、リスクというモンスターが近づいてきても、それを知らせてくれるような便利な機能は持ち合わせていない。モンスターに遭遇しても生き残るためには、注意深く先を見て、過剰なほど心配して、現実的な準備をすることが唯一の選択肢となるのではないか。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@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。

2016・2017年度の内外経済見通し

～慎重化した企業行動により前向きな循環が弱まる～

<要旨>

2016年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.2%となり、2期連続でのプラス成長となった。しかし、特殊要因に支えられた住宅投資、公的需要を除けば、個人消費、設備投資共に弱い状態が続いている。

今回の見通しでは2016年8月2日に閣議決定された経済対策の効果を織り込み、2016年度のGDP成長率は+0.7%、2017年度は+0.9%と見込む。しかしこの効果を除くと2016年度、2017年度共に+0.6%の成長となり、個人消費、設備投資を中心に内需が引き続き弱い状況が続く、外需も景気中立な状況に変わりはない。このメインシナリオからの下振れリスクは主に企業行動の弱まりにある。海外経済の減速や更なる円高進行により、企業部門の弱さに拍車がかかり、家計所得まで減少するようになると、日本経済がプラス成長を維持することが難しくなり景気後退局面に入るリスクが高まる。

1. 2016年4-6月期実質GDPは2期連続でプラス成長

2016年4-6月期の実質GDP成長率(一次速報値)は前期比年率+0.2%となり、2期連続でのプラス成長となった(図表1)。住宅投資は、マイナス金利政策の元での住宅ローン金利低下と消費増税延期前の駆け込み需要が後押しとなり、前期比年率+21.3%と大きく伸び、公的需要も前期比年率+2.4%と堅調な伸びを示している。しかし主な需要項目をみると、個人消費は前期比年率+0.6%と2期連続でプラス成長だが、名目では同▲0.3%とマイナス成長で、物価下落により支えられた面が大きく、実勢としては力強さにかける。設備投資は前期比年率▲1.5%と2期連続でのマイナス成長となり内需の弱さが目立つ結果となった。

図表1 実質GDP成長率

(前期比年率、%)

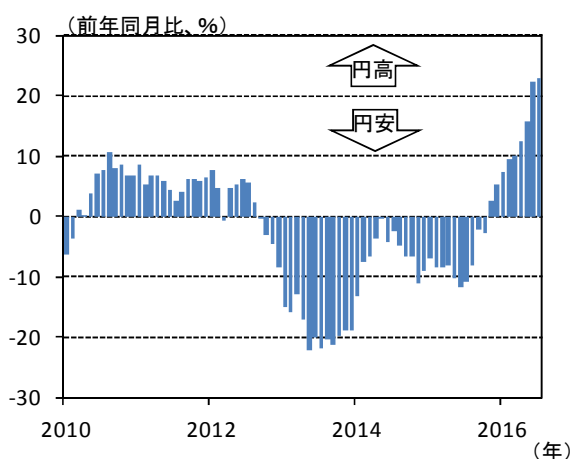
	2015			2016	
	II	III	IV	I	II
実質GDP	▲ 1.7	+ 2.0	▲ 1.7	+ 2.0	+ 0.2
個人消費	▲ 2.6	+ 1.8	▲ 3.2	+ 2.8	+ 0.6
住宅投資	+ 7.0	+ 4.3	▲ 1.8	▲ 0.5	+ 21.3
設備投資	▲ 3.5	+ 3.0	+ 4.8	▲ 2.7	▲ 1.5
公的需要	+ 1.8	▲ 0.6	+ 0.0	+ 3.2	+ 2.4
輸出	▲ 15.8	+ 10.6	▲ 3.7	+ 0.4	▲ 5.9
輸入	▲ 6.8	+ 4.9	▲ 4.2	▲ 2.1	▲ 0.3

(資料)内閣府『国民経済計算』

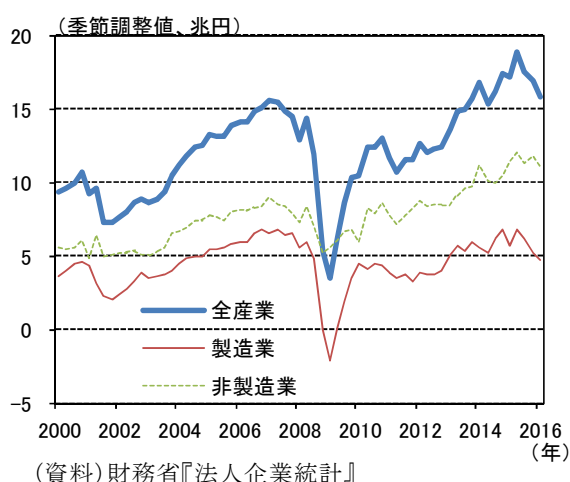
2. 国内企業行動の動向

これまで不安定ながら緩やかな拡大を続けてきた国内経済環境の背景には、円安や資源価格の低下によって支えられた良好な企業業績や労働市場の改善がある。しかし足元で名目実効為替レートベースで前年同月比+20%以上となった円高と(図表2)、資源価格の持ち直しで、企業収益にはピークアウトの動きがみられており、今後の内需の動きを見通す上では設備投資を中心とした企業行動の先行きが焦点となる。

図表2 円の名目実効為替レートの推移

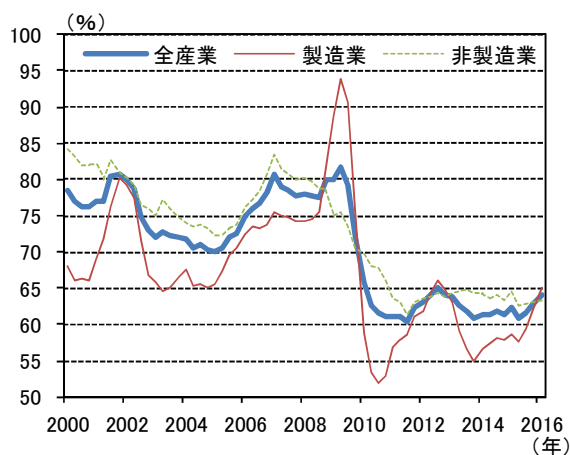


図表3 経常利益の推移



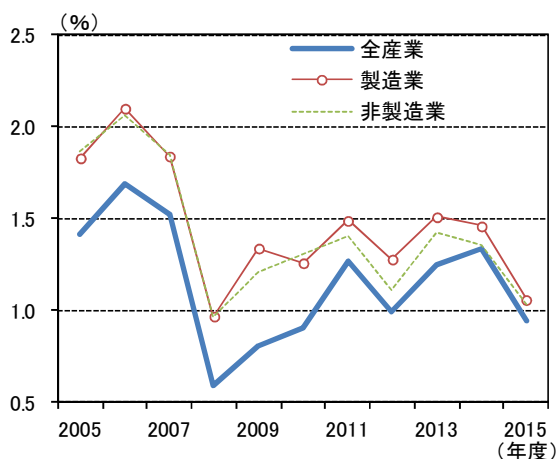
前掲図表1に示す通り2016年前半は、企業の設備投資の動きが停滞している。2013年以降の円安に支えられ、国内企業の経常利益は2000年以降の過去最高水準で推移しているものの(図表3)、設備投資の対キャッシュフロー比率はリーマンショック以降低水準にある(図表4)。業種別にこの動きをみると2010年以降、非製造業はキャッシュフローに対して65%程度の割合で設備投資を行っている一方、製造業は55～65%の割合で設備投資を行っている。また製造業は足元でこの割合を伸ばしているが、これはキャッシュフローの減少が主因と考えられるため今後も設備投資を積極的に進めていくことは考え辛い。

図表4 設備投資対キャッシュフロー比率



こうした企業の慎重な設備投資行動は、企業の国内の成長率見通しが5年先まで1%程度と日本の成長率に対する見方が慎重になっていることに加えて(図表5)、国内では既に需要に対して適正な資本ストック水準にあることが要因と考えられる(図表6)。

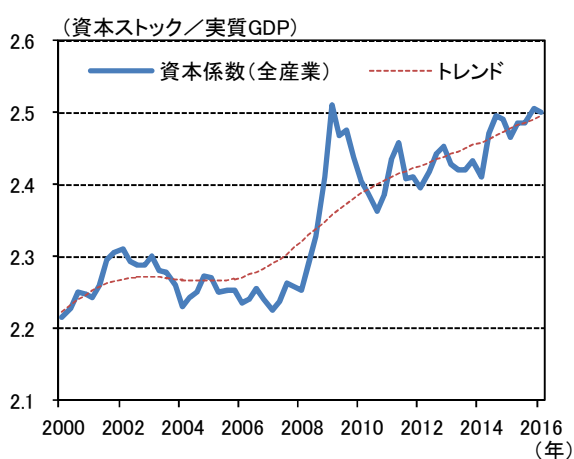
図表5 今後5年間の実質経済成長率見通し



(注) 後方4四半期移動平均を使用。

(資料) 財務省『法人企業統計』

図表6 資本係数とトレンド

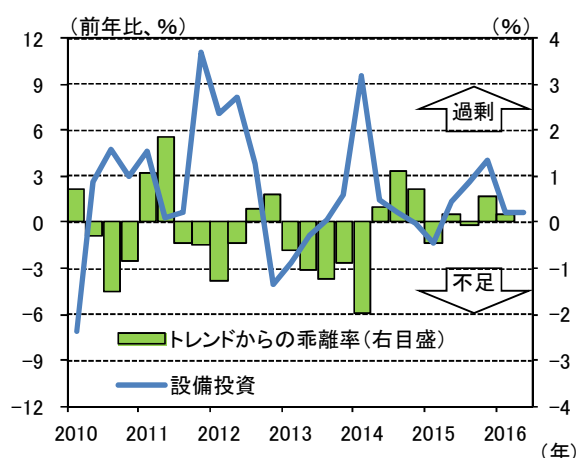


(注) トレンドは HP フィルターにより作成。

(資料) 内閣府『国民経済計算』、『民間企業資本ストック』

図表6は1単位の産出量(ここでは実質GDP)を生産するのに必要とされる資本ストックを意味する資本係数とそのトレンドを表している。2000年代半ば以降、資本係数のトレンドは緩やかながら上昇を続けており、日本全体では実質GDPよりも高い伸びで資本ストックが積み上げられていることになるが、短期的な設備投資の動きを見る上では資本係数のトレンドとの乖離が一つの目安になる。資本係数がトレンドを上回って上昇している状態は、需要の水準に対して過剰な設備投資が行われたことを意味し、積み上がった資本ストックの調整が必要とされる。足元での資本係数とトレンドからの乖離をみると、2013年初めは資本不足の状態にあり、これを埋めるために積極的な設備投資が行われたが、足元では既に資本不足の状態は解消されており、こうした状況が企業の設備投資行動を鈍らせていると思われる(図表7)。

図表7 資本係数のトレンドからの乖離と設備投資



(注) トレンドからのプラスの乖離は資本ストックが過剰であることを表す。

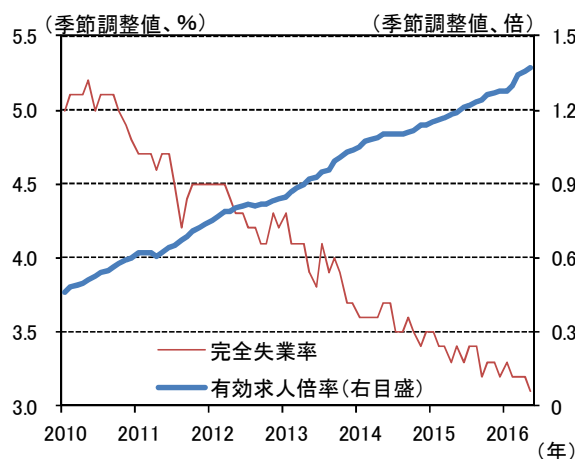
(資料) 内閣府『国民経済計算』、『民間企業資本ストック』

こうした材料から、企業マインドと内需が弱い現状では、企業の設備投資の伸びは見込み辛く、2016年度は▲0.1%とマイナス成長になるとみる。2017年度は、ピークアウトが見られるも依然として高い水準にある経常利益に支えられ拡大するとみるが、成長率は+0.6%と1%に届かない低い伸び率に留まると見込む。

3. 雇用環境・個人消費の見通し

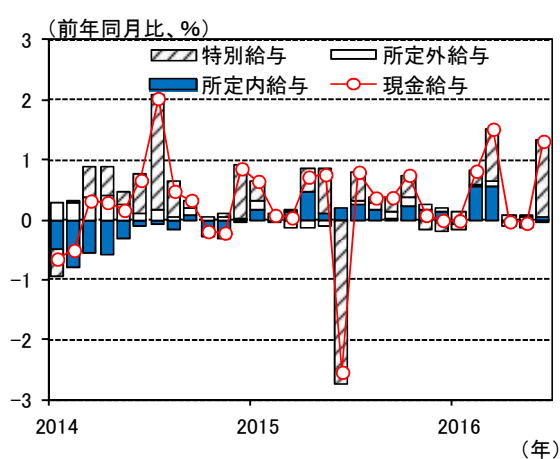
現状の労働需給は改善が続いている。完全失業率は2016年6月時点で3.1%と前月から0.1%ポイント低下し、有効求人倍率も1.37倍と上昇基調を保っている(図表8)。しかし、所定内給与の伸びは2016年6月時点では0.1%と低迷しており、労働需給の逼迫が雇用者の賃金上昇に繋がっていない(図表9)。その理由の一つには前掲図表5に見られるように企業が将来にわたって低成長が持続すると考えているために、雇用者への賃上げに消極的になっていることが挙げられる。

図表8 完全失業率と有効求人倍率



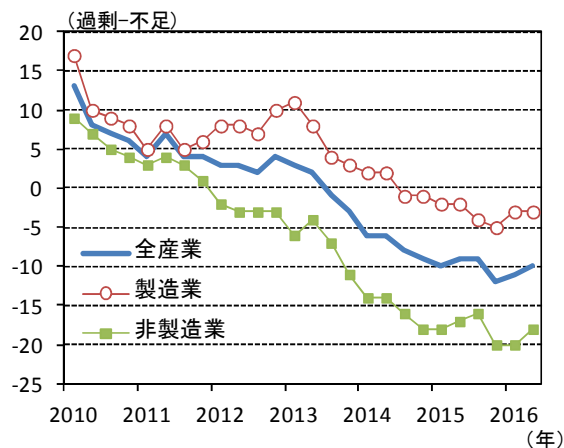
(資料)総務省『労働力調査』、
厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表9 現金給与の推移



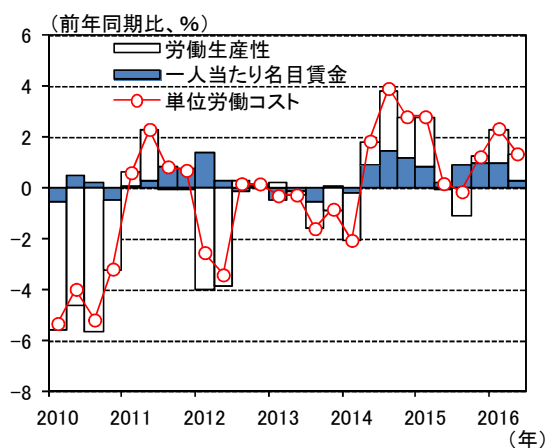
(資料)厚生労働省『毎月勤労統計』

図表10 雇用人員判断DI



(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表11 単位労働コストの推移

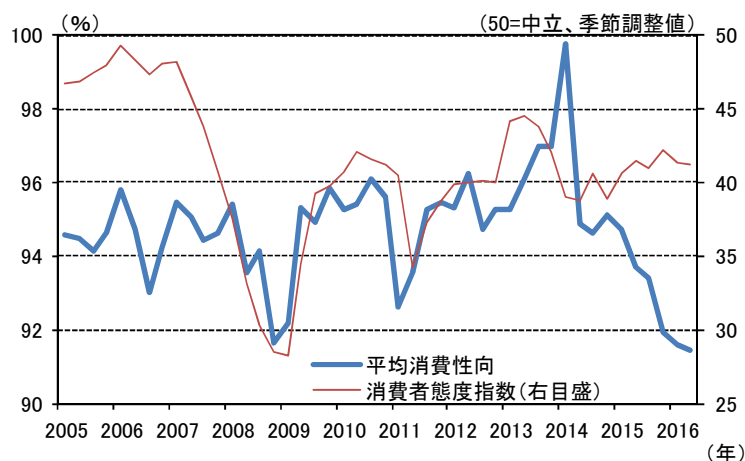


(注)図表内での労働生産性のプラス方向への動きは、労働生産性の低下を表している。

(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『労働力調査』

今後も、①製造業・非製造業とも雇用人員判断 DI が底を打ち、労働需給の逼迫度合いに弱まりが見られること(前頁図表 10)、②単位労働コストが労働生産性の低下で押し上げられていること(前頁図表 11)の 2 点を勘案すると、円高で収益が下振れしていく中で企業側が給与の引き上げを積極的に進めていくとは考えにくい。従って雇用者報酬の伸びも現状と同程度の緩やかなペースに留まり、一人当雇用者報酬の伸び率は 2016 年度、2017 年度ともに +0.4% となると見込む。

図表 12 平均消費性向と消費者態度指数



(資料) 内閣府『国民経済計算』、『消費動向調査』

上述した雇用者報酬の伸びが期待できない中では個人消費の動きも停滞感が続くであろう。今後を見通す上での好材料は、足元で消費者のマインドを表す消費者態度指数が堅調な動きを見せており、今後は平均消費性向の改善が期待できることであるが、そのペースは緩やかとなろう(図表 12)。

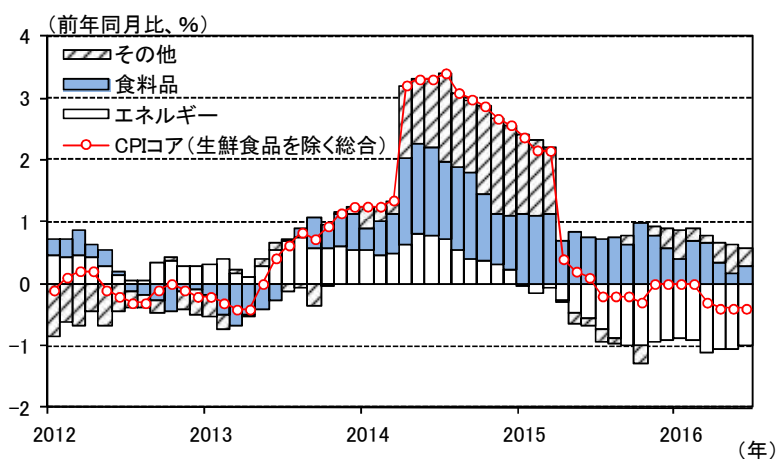
2016 年度は前掲図表 1 で見た円高が進行することによる物価下落で、実質雇用者報酬は上向くものの、個人の平均消費性向の改善が緩やかなため個人消費は伸び悩み +0.5% とほぼ横ばいの成長とみる。2017 年度は平均消費性向の改善が続くも、資源価格上昇によって物価が上がり始めることで実質雇用者報酬が伸び悩み、成長率は 2016 年度と比べて若干減速し +0.4% 程度の伸び率で推移すると見込む。

4. 消費者物価上昇率の見通し

CPI コアの動きをみると足元で前年同月比 ▲0.4% と 2016 年 3 月から 4 カ月連続でのマイナスとなっている。エネルギー価格のマイナス寄与が縮小していないことに加えて、最近の円高が食料品の価格上昇の妨げになっており、消費者物価の伸びの足枷となっているとみられる(次頁図表 13)。

今後は、エネルギー価格の上昇で物価押し下げ圧力が弱まり、CPI コアは 2016 年末頃にプラスになる、という基本スタンスは変更ないものの、円高の進行が消費者物価の上昇を一部相殺することに加え、内需の弱さからも物価上昇ペースの大幅な加速は想定しにくい状況が続くと見る。CPI コアの前年比上昇率は 2016 年度でも ▲0.1% と依然マイナス圏に留まり、2017 年度に入っても上昇ペースは緩やかで前年比上昇率は +0.4% と 1% を割り込む伸び率になると予想する。

図表 13 CPIコアの寄与度分解



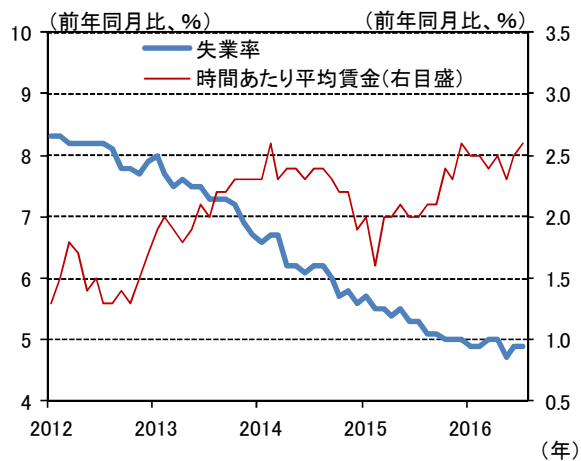
(資料)総務省『消費者物価指数』

なお日銀の金融政策について、現時点では日銀による「総括的な検証」の具体的な内容は明らかではないが、上述した物価上昇率が2%に届かない見通しを前提とすると、2016年後半に何らかの追加緩和が行われることを見込んでいる。

5. 海外経済

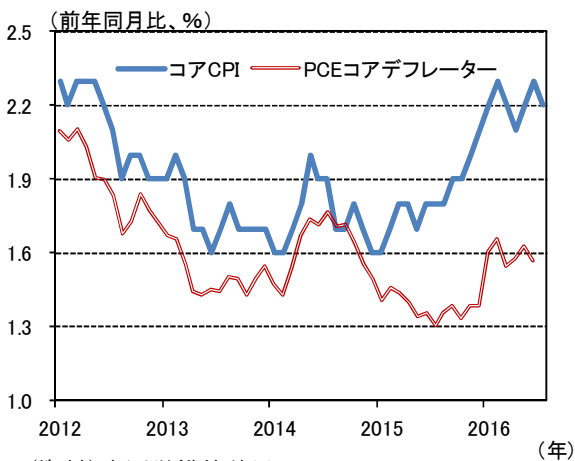
海外経済については、「米国を下支え役とした緩やかな回復」という見通しに変更はない。米国の2016年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.2%と3四半期連続で2%を下回ったが個人消費が大きく伸び引き続き堅調と言えるであろう。2016年7月の失業率は4.9%と前月から横ばいで改善ペースは落ちているものの、時間あたり平均賃金は前年比+2.6%と前月の同+2.5%からわずかではあるが伸びを加速させており、雇用・所得環境は総じてみれば良好といえる(図表14)。一方で物価関連指標をみると弱さが見られた。2016年6月時点のPCEコアデフレーターは前年同月比+1.6%とFRBの目標とする+2%を依然下回り、7月のコアCPIでは前年同月比+2.2%と前月の同+2.3%から勢いを弱めている(図表15)。

図表 14 米国の失業率と平均賃金



(資料)米国労働統計局

図表 15 米国の物価関連指標



(資料)米国労働統計局

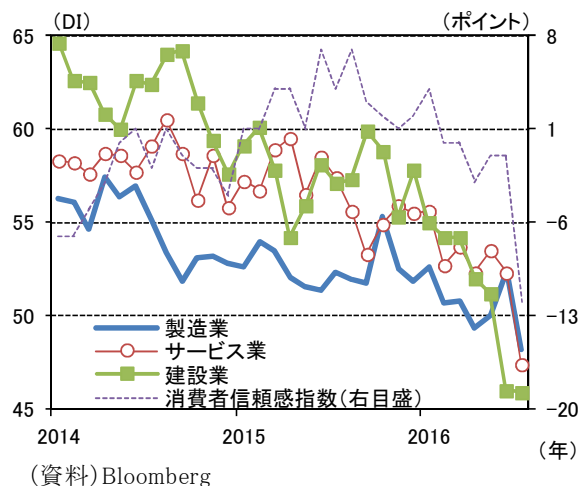
こうした米国のマクロ指標をみると、強弱両方の動きを見せているが、7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)公表文では、「景気見通しに関する短期的なリスクは後退した」とされた。これは、英国のEU離脱の是非を問う国民投票直後に起きた金融市場の混乱が足元では落ち着きを見せていることに加えて、雇用・所得環境の改善が進んだことによるものと考えられ、今後個人消費を中心とした内需拡大が継続すれば年内利上げの可能性も残しているとみる。

国民投票が行われた英国では、2016年4-6月期の実質GDPは前期比+0.6%となり前期の+0.4%から加速した。国民投票前からその結果に起因する不確実性はあったが、投票前の景気は堅調だったと評価出来る。また国民投票後の実態経済を示す最初の指標である2016年7月の小売売上高指数は前年同月比+5.9%と大きく伸びた。投票前のトレンドを維持しており堅調と評価できる(図表16)。しかし、PMIをはじめとしたマインド指数は企業・個人とも悪化しており(図表17)、このまま堅調に推移するとは見込みづらく、徐々に減速するとみるのが自然であろう。今後はこのマインド低下がどの程度のペース・規模で実体経済に波及していくかが焦点となり、ユーロ圏をはじめとした他の経済圏への影響を含めて欧州に起因する下振れリスクは高いとみる。

図表16 英国の小売売上高指数の推移



図表17 英国のPMIと消費者信頼感指数の推移



中国の2016年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.7%となり、1-3月期から横ばいとなったが、2016年1-7月の固定資産投資が前年比8.1%と1-6月の同9%から減速しており、先行きの減速懸念は払拭されていない。

このように海外経済は引き続き米国経済に下支えされるものの、中国と新興国の下振れリスクに加えて、英国の国民投票後の不透明感の長期化という新たなリスク要因が生じたことにより、世界経済の回復ペースは一層緩やかなものになるとみられる。こうした外部環境を考慮すると、日本の実質GDP成長率に対する2016年度の外需寄与度は▲0.1%ポイント、2017年度は0.0%ポイントと景気に影響を与えない程度で推移すると見込む。

6. 2017年度までの見通し

以上見てきたような内外経済情勢と見通しを前提とすると、2016年度のGDP成長率は+0.7%、2017年度は+0.9%と見込む。なお今回の見通しでは2016年8月2日に閣議決定された経済対策の効果を、2016年度で+0.1%、2017年度は+0.3%程度の実質GDP成長率の押し上げがあると見込んでいる。

この効果を除くと2016年度、2017年度共に+0.6%の成長となる。マイナス成長に陥ることはないが、個人消費、設備投資を中心に内需が引き続き弱い状況が続き、外需も景気に対して中立に留まるというのが基本的な見通しである。

このメインシナリオからの下振れリスクは主に企業行動の弱まりにある。海外経済の減速や更なる円高進行により、企業部門の弱さに拍車がかかり、家計所得まで減少するようになると、日本経済がプラス成長を維持することが難しくなり景気後退局面に入るリスクが高まる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@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。

総括表 2016・2017年度の内外経済見通し
(作成日：2016年8月24日)

	2016年度		2017年度		2016上	2016下	2017上	2017下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2010年基準>								
国内総支出	533.0	0.7	537.6	0.9	0.4	0.5	0.4	0.5
民間最終消費	308.2	0.5	309.3	0.4	0.6	0.3	0.2	0.2
民間住宅投資	14.3	6.1	14.2	-0.7	5.6	0.9	-1.5	0.7
民間設備投資	72.2	-0.1	72.6	0.6	-0.7	0.1	0.3	0.4
民間在庫品増加(実額)	0.7	寄与度 -0.2	0.6	寄与度 -0.0	0.7	0.6	0.4	0.7
政府最終消費	105.6	1.6	106.6	0.9	0.7	0.4	0.5	0.4
公的固定資本形成	21.6	1.8	23.0	6.6	2.6	1.8	4.0	3.0
財貨・サービス輸出	91.3	-0.8	92.5	1.3	-1.3	0.7	0.6	0.6
財貨・サービス輸入	80.1	-0.3	81.0	1.0	-0.2	0.5	0.6	0.5
内需寄与度	0.8	民需 0.4	0.8	民需 0.4				
外需寄与度	-0.1	公需 0.4	0.0	公需 0.5				
<名目>								
国内総支出	505.4	1.0	508.1	0.6	0.7	0.0	0.4	0.3
GDPデフレーター	94.8	0.3	94.5	-0.3	0.7	-0.1	-0.5	-0.1
企業物価 * (10年=100)	98.8	-3.0	99.3	0.6	-4.3	-1.7	-1.7	0.4
輸出物価 * (10年=100)	97.3	-11.1	98.0	0.7	-13.4	-8.7	-8.7	-3.3
輸入物価 * (10年=100)	92.6	-14.3	95.7	3.3	-21.6	-6.1	-6.1	5.7
消費者物価 * (15年=100)	99.9	-0.1	100.2	0.4	-0.3	0.1	0.3	0.4
鉱工業生産 * (10年=100)	97.2	-0.2	98.7	1.5	-1.2	0.7	1.7	1.3
失業率 (%)	3.2	-0.1	3.1	-0.1	3.2	3.1	3.1	3.1
雇用者数 *(万人)	5,709	0.8	5,731	0.4	1.1	0.6	0.4	0.4
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.4	—	0.4	—	0.3	0.4	0.3	0.4
新設住宅着工戸数(万戸)	95.4	3.7	96.8	1.4	96.5	91.7	97.5	95.7
貿易収支 (10億円)	3,067	—	337	—	2,616	451	1,130	-793
輸出 *(10億円)	68,060	-6.9	71,152	4.5	-10.5	-3.2	5.0	4.1
輸入 *(10億円)	64,993	-10.4	70,815	9.0	-18.4	-1.6	10.2	7.8
第一次所得収支 (10億円)	18,464	—	20,002	—	9,060	9,405	9,915	10,086
経常収支 (10億円)	17,579	—	15,705	—	9,548	8,031	8,526	7,179
マネーサプライ *(M2, 兆円)	947.3	3.6	982.3	3.7	3.5	3.7	3.7	3.7
ドル/円レート (円、期中平均)	103.3	—	103.0	—	105.1	101.5	102.5	103.5
輸入原油価格 (ドル/バレル)	45.1	—	48.0	—	43.7	46.5	47.5	48.5
米国実質GDP(10億ドル)	16,633	1.4	16,990	2.2	0.9	2.0	2.2	2.2

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。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。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	2016/4-6	7-9	10-12	2017/1-3	4-6	7-9	10-12	2018/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.05	-0.07	-0.09	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	-0.11	-0.24	-0.28	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
ドル/円レート	108.2	102.1	101.3	101.8	102.3	102.8	103.3	103.8

(期間平均値)

→予測

好調が続く東京オフィス市場の死角

～ 需要を見込み易いが故に供給も増えやすい東京～

<要旨>

東京都心のオフィス空室率は、2016 年 7 月に 3.94%と 7 年 11 か月ぶりに 3%台へ低下したが、平均募集賃料の上昇率は年率 4%台で推移しており、需給がタイト化している割に上昇ペースが鈍いとの見方もある。

その要因の一つは東京のオフィス市場が抱える固有の問題に根付くものである。

東京では 2018 年以降にオフィスビルの大量供給が見込まれるため、賃料上昇が加速するほど空室率が低下するのは難しいとみられる。

東京都心はヒト・モノ・カネが集まり、オフィス需要が安定していると見られているがゆえに新規供給が増加しやすい。それが需要の波以上に市況の変動を大きくし、更には資産価値にも影響しかねないことには留意が必要である。

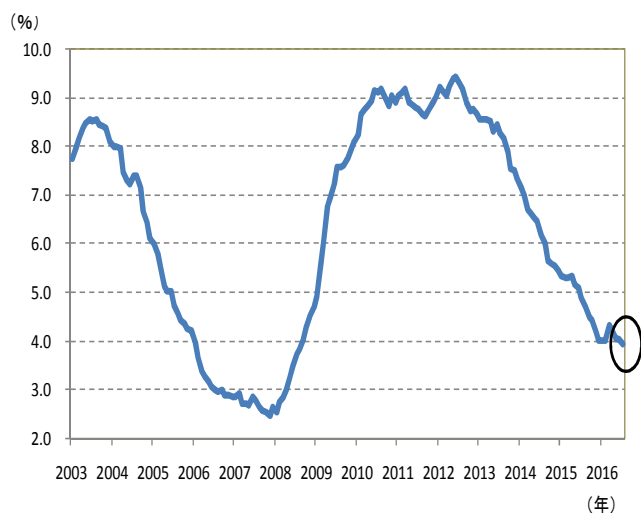
1. 東京都心のオフィス空室率は 3%台に低下

三鬼商事(株)の「オフィスリポート TOKYO 2016 年 8 月号」によると、2016 年 7 月時点の東京都心 5 区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)のオフィス空室率は 3.94%に低下し、2008 年 8 月以来 7 年 11 ヶ月ぶりに 4%を下回った(図表 1)。

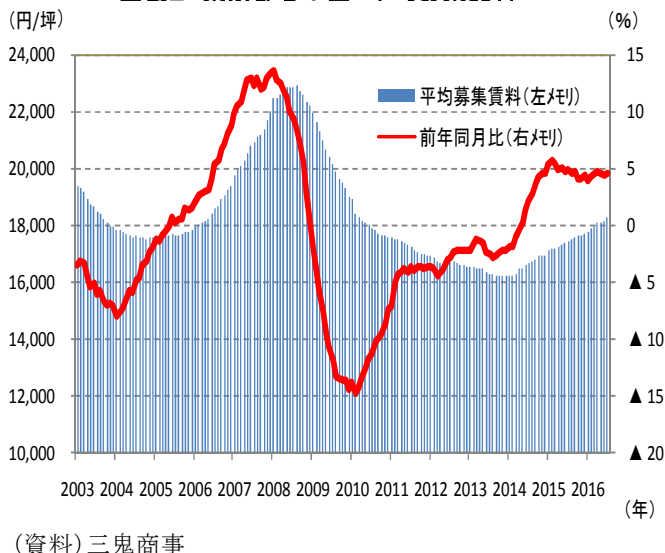
空室率の低下に伴い平均募集賃料の上昇も続いている。三鬼商事(株)によると、2016 年 7 月の東京都心 5 区における平均募集賃料は 18,271 円/坪であり、2013 年 12 月のボトムから 12.7%上昇した水準にある(図表 2)。

一般的に空室率が 5%を下回るとオフィス市場は「貸手市場」となると言われている。足元の募集賃料は年率 4%台の上昇が続いているが、「貸手市場」になっている割には上昇ペースが鈍いとの見方もある。

図表1 東京都心 5 区 空室率推移

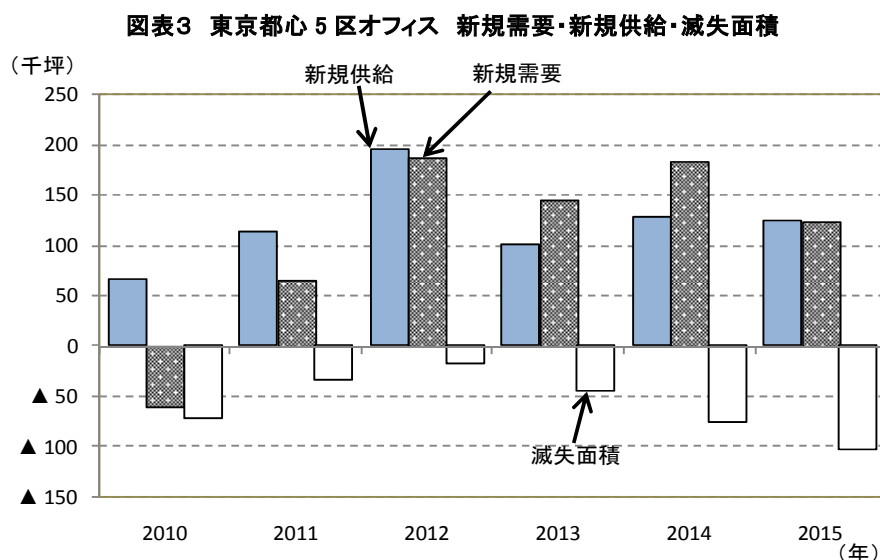


図表2 東京都心 5 区 平均募集賃料



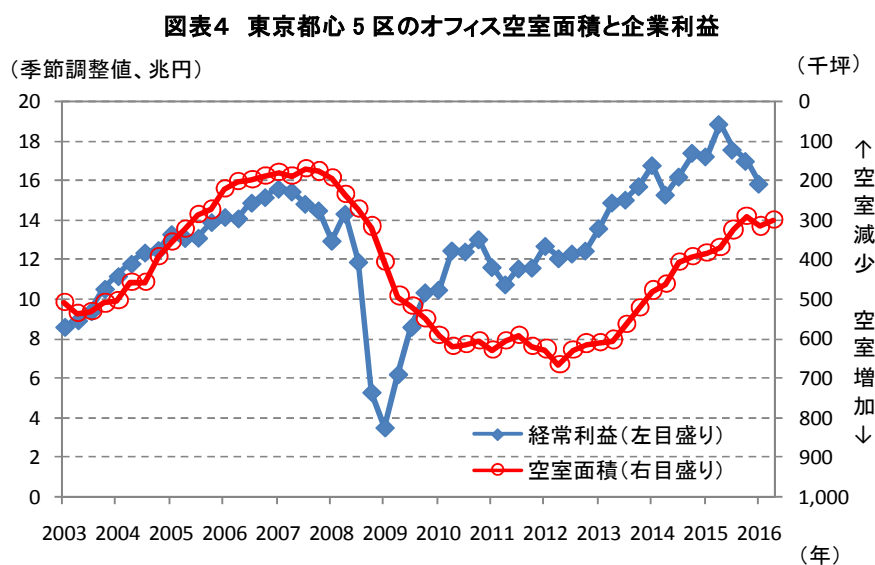
2. 需要回復が空室率低下のドライバー

2012 年以降の空室率低下要因をオフィスの新規需要と新規供給に分解すると、2012 年には 200 千坪の大量供給があったものの、新規需要の回復が続いたことで新規供給が吸収され、空室率が低下してきたことが分かる。また建替えや取り壊しなどでオフィスビルの滅失が増加したことも、空室率低下に寄与している(図表 3)。



(資料) 三鬼商事、各種資料より三井住友信託銀行調査部推計

オフィスの新規需要が回復したのは、いわゆるアベノミクス以降、為替が円安に振れたこともあり企業収益が改善し、企業が人員増加など前向きな動きを強めたことが背景にある。実際に法人企業統計の経常利益とオフィスの空室面積にはある程度の連動性があり、2012 年を境に経常利益増加につれ空室面積が減少したことが見て取れる(図表 4、右目盛りが反転していることに注意)。



(資料) 三鬼商事、財務省「法人企業統計」

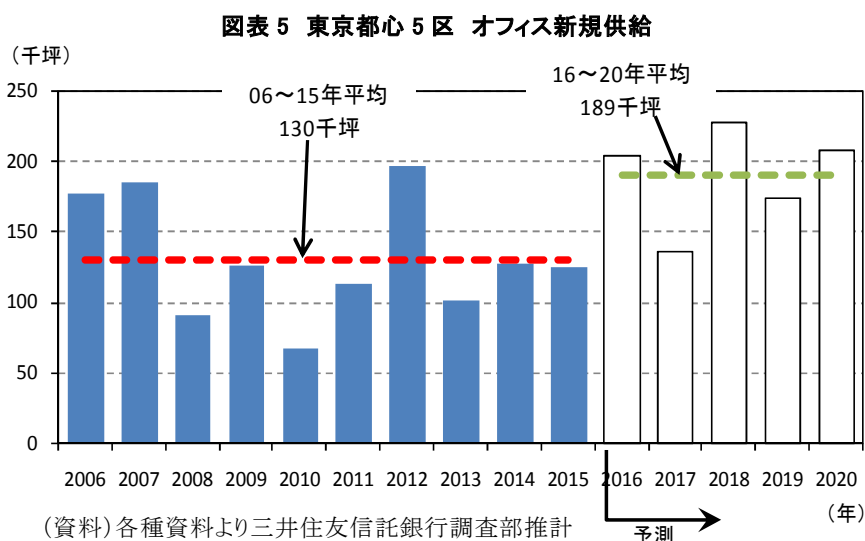
しかし企業収益は円安の修正や中国経済減速などを要因に、2015 年半ばをピークに減少してきている。利益水準はまだ高いものの、6 月 23 日の英国国民投票が EU 離脱の結果となって以降、

為替の円高傾向が強まっており、輸出産業を中心に利益が下振れする可能性が高まっている。

企業収益の頭打ちによって企業の先行き見通しが慎重になり、人員増加やオフィス拡張が手控えられ、オフィスの新規需要が減少し空室が増加する懸念がある。

3. 2018 年以降はオフィスビルの大量供給が続く

一方、今後のオフィスビル新規供給について見ると、2017 年は過去 10 年間（2006～2015 年）平均並みの供給に一旦落ち着くが、2018 年から 2020 年の 3 年間は過去 10 年平均を大きく上回る供給が見込まれている。過去にも 2003 年や 2012 年に大量供給があったが、今回は 3 年間にわたり高水準の供給が続くというのが特徴である（図表 5）。



当調査部の推計では、2018～2020 年の 3 年間累計で 608 千坪の供給が見込まれるが、これは 2016 年 7 月のオフィスストックに対し 8.3%（年平均 2.8%）に相当する。過去 10 年間の供給インパクト（年間供給面積の前年末オフィスストックに対する比率）が年平均 1.9%だったことと比べても、2018 年以降の供給がオフィス市場に与えるインパクトがいかに大きいか分かる。

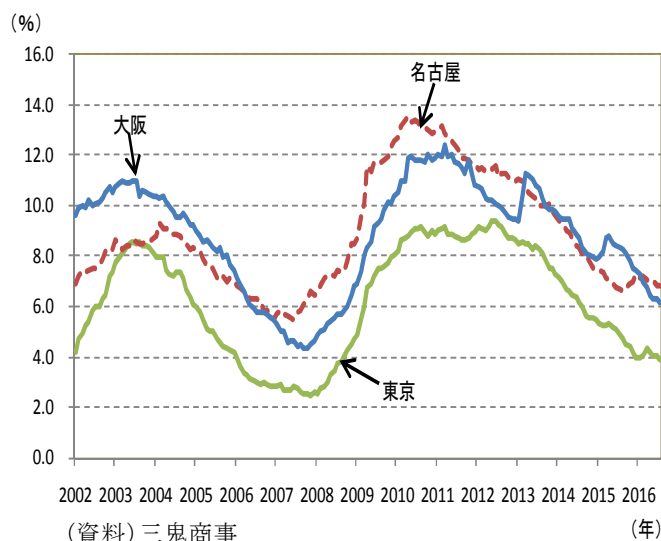
建替えや再開発が多い東京都心では、今後も一定の減失が生じ新規供給の一部を相殺するだろうが、2018 年以降はオフィスストックの純増ペースが加速するとみておくべきであろう。

4. 東京に固有の大量供給問題

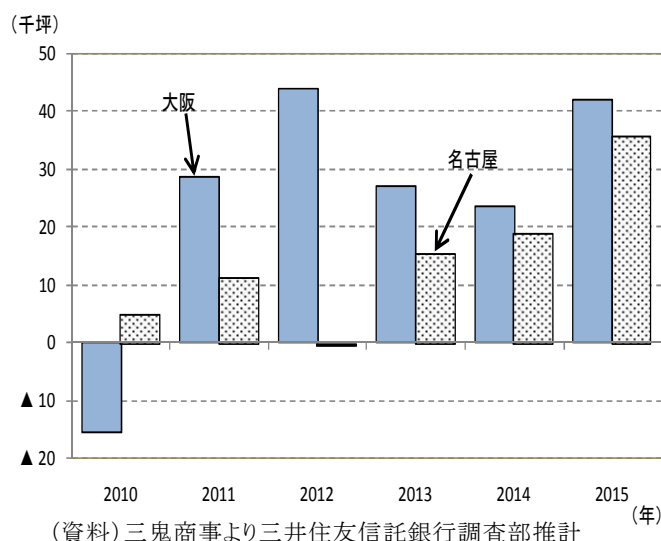
このようなオフィス市況が東京以外の都市にも共通するものなのか確認するために、大阪と名古屋のオフィス市場に目を向けると、足元では大阪・名古屋でも東京と同様にオフィス需給は改善傾向にあり空室率は低下している（次頁図表 6）。

大阪と名古屋の新規需要を見ると、多少の凸凹はあるが基本的に 2011 年以降は回復傾向にある（次頁図表 7）。大阪と名古屋の需要回復も、企業収益が改善し企業が前向きな姿勢を強めたことが背景にある点は東京と同じと考えられるが、足元で企業収益がピークアウトしており、オフィス需要が減速する懸念が強まっていることも東京と同様とみておくべきであろう。

図表 6 東京・大阪・名古屋 オフィス空室率



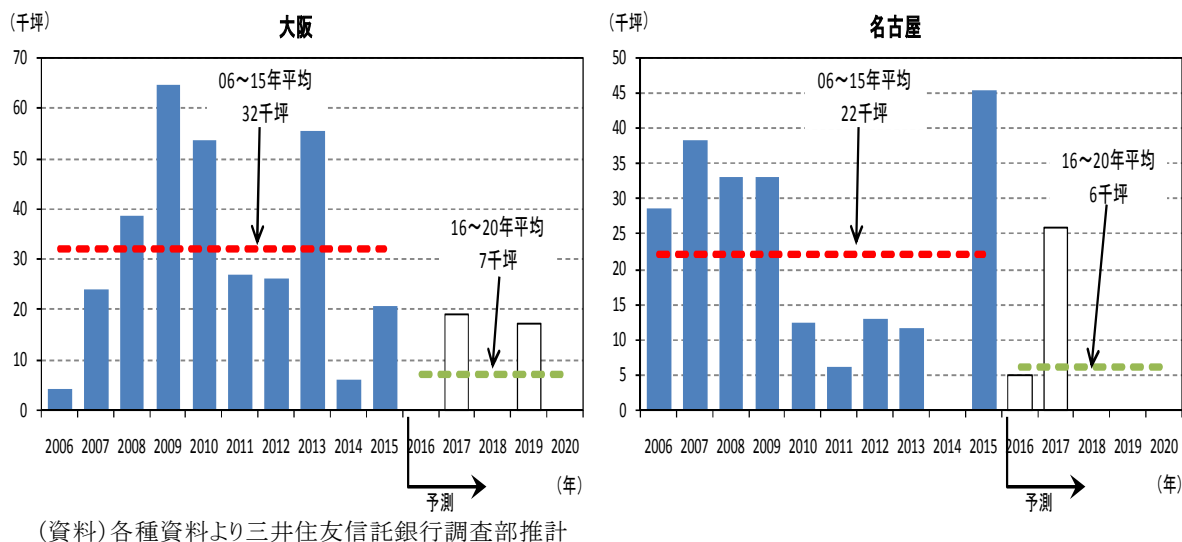
図表 7 大阪・名古屋 オフィス新規需要



一方、今後の新規供給については東京と大阪・名古屋では大きく様相が異なっている。

図表 8 に大阪と名古屋の新規供給の推移と今後の見通しを示したが、過去 10 年間 (2006～2015 年) の供給量は年平均で大阪 32 千坪、名古屋 22 千坪であった。東京は 130 千坪だが、オフィスストックの規模は大阪が東京の 3 割、名古屋は東京の 1 割強なので、過去においては大阪と名古屋でも概ね市場規模に応じた新規供給が行われてきたと言える。

図表 8 大阪・名古屋 オフィス新規供給



しかし今後 5 年間 (2016～2020 年) の新規供給は、大阪が年平均 7 千坪、名古屋が年平均 6 千坪と激減する見通しである。今後 5 年間の累計新規供給量は、2016 年 7 月のオフィスストックに対し、大阪 1.6%、名古屋 3.1%に過ぎず、東京の 13.0%と比べ新規供給のインパクトは極めて限定的であり、供給要因により需給が悪化する懸念は東京に比べ小さい。つまり近い将来の大量供給は東京に固有の問題なのである。

5. 需要を見込み易いが故に供給も増えやすい東京オフィス市場

以上のように、オフィス需要が減速する懸念が高まりつつあるなか、新規供給の動向には東京と大阪・名古屋では大きな差異がある。リーマンショック後に空室率が大きく上昇した経験を踏まえ、大阪・名古屋では供給が慎重になっているのに対し、東京では供給が減少する気配はない。

東京都心は日本経済の中心として、ヒト・モノ・カネが集まりオフィス需要も安定していると見られていることが、オフィス開発や投資を呼び込む背景になっているのであろう。

2002 年に都市再生特別措置法が制定され、規制緩和や許認可手続きの迅速化が図られたことで、以前より都市開発が進めやすくなったことも活発なオフィスビル開発を後押ししている。

都市開発が進むこと自体は必ずしも否定されるものではなく、都心に残された密集市街地を再開発することは防災上有益であり、東京の都市力を強化し海外主要都市との競争力を高めるために必要なことであるのは理解できる。

また、オフィスビル開発は完成してから数十年間にわたり賃貸収益を稼ぎ投資を回収する事業であり、本稿のように短期的な需給を論じることにはあまり意味はないのかもしれない。

しかし長期的なオフィスの需給バランスという観点でみても、東京都心で生じる集中的な供給増加が今後も繰り返されることを危惧せざるを得ない。過去にも大量供給が懸念された時期はあり、それを乗り越えてきたのも事実だが、今後も大量供給が繰り返されオフィスストックが膨張し続ければ、いずれ臨界点に達し空室率が高水準で張り付いてしまう虞がある。

東京都心のオフィスビルは賃貸需要が安定していて相対的に安全な優良資産と見られがちだが、需要が見込める優良な市場であるがゆえに供給も増加しやすく、それが需要の波以上に市況の変動を大きくし、更には資産価値にも影響しかねないことには留意が必要である。

(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。

変化するアジア経済の対米・対中依存度

<要旨>

2000 年代後半以降、米国の財輸入が伸び悩む中、アジア主要国の対米輸出依存度は総じて低下傾向にある。一方、対中輸出依存度はおしなべて上昇基調にあり、アジア主要国の輸出動向を左右する最終需要先は、過去 10 年間で米国一極から米中二極にシフトした。アジア主要国の中でもとりわけ対中輸出依存を強めてきたのは、アジア NIEs やマレーシア、ベトナムであるが、中国経済の低成長化が見込まれる中、これらの国にとって、中国は既に実体経済面における最も重要な外部リスク要因となっている。

とはいえ、貿易面における影響力低下にもかかわらず、金融経済面をみると、米国は証券投資などを通じ、アジア経済に対して引き続き強い潜在的影響力をもつ。アジアの証券市場や為替市場にとって、想定外の米利上げ加速などに伴う米国への資金還流は依然として警戒すべきリスクイベントである。

その意味で、中国経済の急減速にアジアから米国への資金流出が重なることは、アジア経済にとって最悪の組み合わせといえる。

米国が比較的堅調な経済成長を続ける一方で、アジア経済は国毎に強弱まちまちの状況にある。そうした中、アジア経済と米国経済の間の連動性低下(デカップリング)に関する議論、すなわち米国経済はアジア経済を支える役割を以前ほど担っておらず、中国が米国に取って代わりつつある、とする議論が近年再び聞かれるようになっている。本稿は、こうした米亜間のデカップリング論について、アジア経済の対米・対中輸出依存度の変化を追うことで、その妥当性を検証するものである。

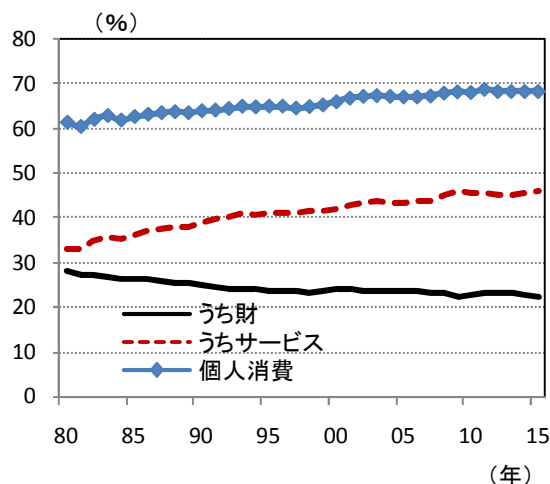
1. 輸出先としての米国のシェア低下

米国経済は低インフレ・雇用逼迫の中、緩やかなペースでの成長が続いている。成長の牽引役は個人消費であるが、その主役は財ではなくサービスである。個人消費が GDP に占める比率の長期推移をみると、個人消費全体では 1980 年の 61.3%から 2015 年には 68.4%に 7.1%ポイント拡大しているが、うち財に限れば、この間、27.9%から 22.2%に 5.7%ポイント縮小している(次頁図表 1)。

これは消費のサービス化、換言すると「モノ消費」から「コト消費」へのシフトを映し出すものだが、モノの消費が相対的に縮む中、米国では 2000 年代後半以降、モノの輸入も伸び悩んでおり、財輸入が GDP に占める比率は 2008 年から 2015 年の間に 14.6%から 12.7%へと 1.9%ポイント縮小した(次頁図表 2)。

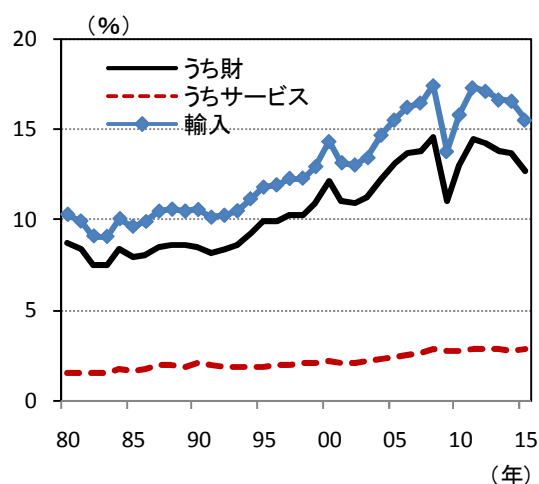
こうした中、世界の輸入に占める米国の構成比は、直近のピークである 2000 年の 18.8%から 2015 年には 13.4%に 5.4%ポイント低下している。米国からシェアを奪ったのは中国であり、中国の世界構成比は同期間、3.4%から 9.6%へと 6.2%ポイント上昇している(次頁図表 3)。

図表 1 米国の個人消費対 GDP 構成比



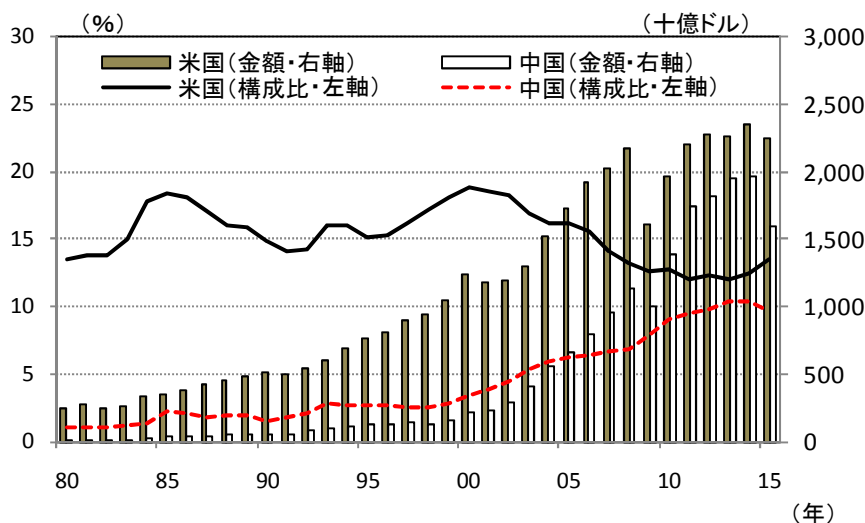
(資料) 米国商務省

図表 2 米国の輸入対 GDP 構成比



(資料) 米国商務省

図表 3 米国および中国の財輸入額・世界構成比

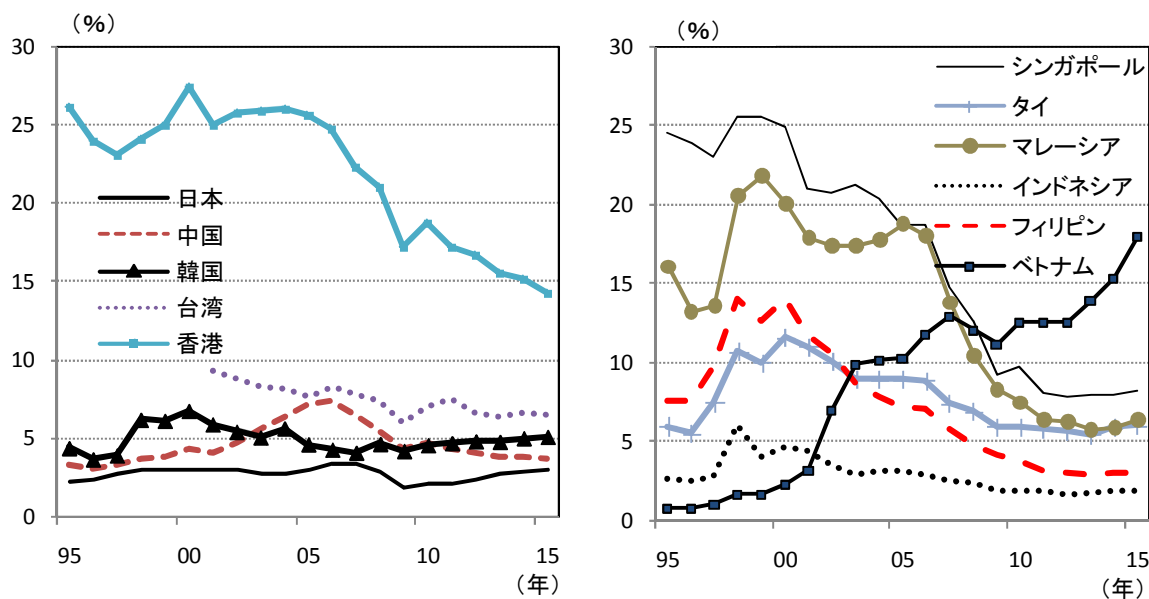


(資料) IMF

2. 逆転した対米輸出依存度と対中輸出依存度

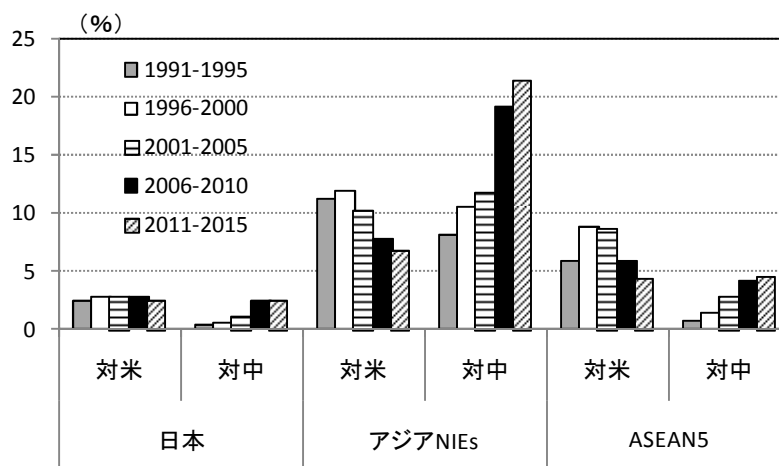
2000 年代後半以降、米国の財輸入が伸び悩む中、アジア主要国・地域の多くで、米国向け輸出額の対 GDP 比、すなわち対米輸出依存度は低下傾向にある。なかでも香港、シンガポール、マレーシアの対米輸出依存度は、2006 年から 2015 年の 10 年間で 10%ポイント以上低下している。中国の対米輸出依存度も同期間、7.4%から 3.7%へと半減した。過去 10 年間で対米輸出依存度を 5%以上上昇させたのは、2007 年に世界貿易機関(WTO)に加盟したベトナムのみである(次頁図表 4)。

図表4 アジア主要国の対米輸出依存度



(資料) IMF、台湾財政部

図表5 アジア主要国の地域別対米・対中輸出依存度



(資料) IMF、台湾財政部

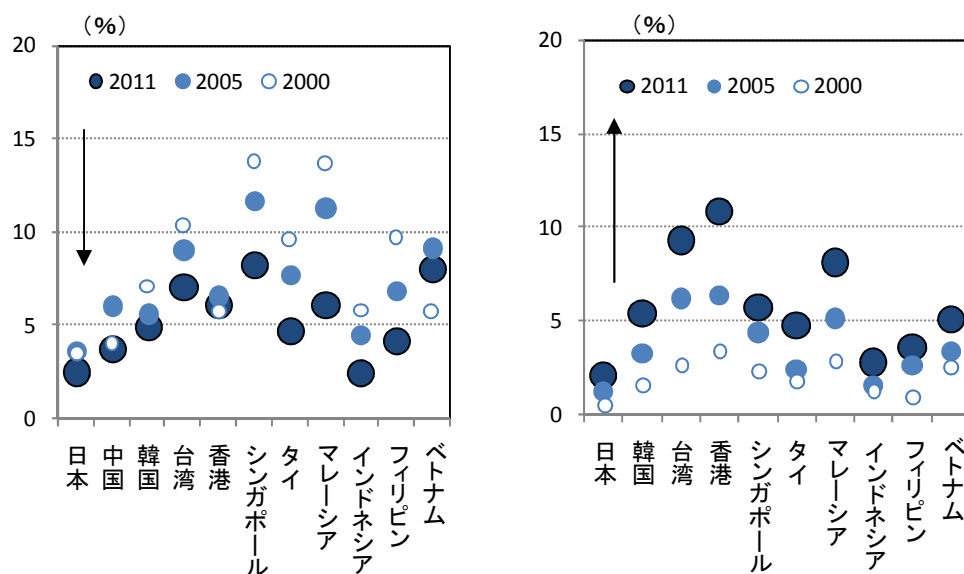
米国に替わりアジア主要国の輸出先として重要性を増しているのは中国である。図表5は、日本、アジアNIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)、ASEAN5(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム)における対米および対中輸出依存度の5年毎の平均値(単純平均)の推移をみたものである。アジア危機前後の1996～2000年から直近2011～15年にかけての変化をみると、アジアNIEsでは、対米輸出依存度が11.9%から6.9%に5.0%ポイント低下したのに対し、対中輸出依存度は10.5%から21.5%に11.0%ポイント上昇した。ASEAN5では、対米輸出依存度が8.8%から4.4%に4.4%ポイント低下したのに対し、対中輸出依存度は1.4%から4.7%に3.3%ポ

イント上昇した。これに伴い、アジア NIEs では対中輸出依存度は対米輸出依存度を完全に逆転し、ASEAN5 では両者はほぼ並んだ。

ところで、以上でみた輸出依存度は「輸出総額」を分子として算出したものである。しかしながら、輸出総額ベースの統計では最終需要に基づく実態的な輸出依存度を把握することはできない。具体的にいうと、日本企業が中国の現地子会社向けに中間財を輸出し、この現地子会社がこれを加工して最終財として米国の消費者向けに輸出する場合、日本が輸出する財の最終需要地は米国であり、したがって、日本の輸出は実態的には米国の最終需要に左右される。にもかかわらず総額ベースの統計によれば、この日本の輸出は米国向けではなく中国向けとして計上されてしまう。この点、OECD が 2013 年から公表している「付加価値貿易 (TiVA) 統計」は、輸出に関わる各々の国が創出する「付加価値」をベースに貿易を捉えるもので、最終需要に基づく 2 国間貿易を実態的に捉えるのに的確な統計となっている。

図表 6 は、2015 年 10 月公表の TiVA 統計をもとに、「付加価値額」を分子に、各国の GDP を分母に置いて算出した、アジア主要国の、最終需要地としての米国および中国に対する輸出依存度の変化をみたものである。これによると、2000 年以降、対米輸出依存度はベトナムと香港を除き軒並み低下している。一方で、対中輸出依存度はすべての国で上昇し、2011 年時点においては、香港、台湾、マレーシア、韓国、インドネシア、タイで対中輸出依存度が対米輸出依存度を上回っていた。つまり、アジアの輸出動向を最も大きく左右する最終需要先は、2000 年代を通じ米国一極から米中二極にシフトした、ということである。

図表 6 アジア主要国の付加価値ベース対米輸出依存度(左)・対中輸出依存度(右)



(資料) OECD

2012 年以降の状況に関しては、TiVA 統計が公表されていないため不明である。しかしながら、上述でみた輸出総額の推移から推測すると、付加価値ベースでも、アジア主要国の対米輸出依存度は 2011 年比で横ばい、もしくは低下している可能性が高い。

アジア主要国の経済が近年、米国の国内需要に左右されにくくなり、また米国経済の回復から恩恵を受けにくくなっているのは、このように、最終需要先としての米国の重要性がアジア主要国にとって低下していることが影響している。

リーマンショック後のアジアの景気回復が先進国に比べ相対的に堅調であったのも、同じ理由による。2000 年代の終わり頃には、アジア経済の最終需要先は米国一辺倒の状態から既に脱却していた。このことが、米国経済による負の影響を緩和させていたのである。

その一方で、中国経済の低成長化が中長期的に避けられない中、過度に対中輸出依存度を上昇させることは、アジア経済にとって将来的なリスクを高める可能性をはらむ。実際、そのリスクは対中輸出依存度が 2 割を超えるアジア NIEs、とりわけ韓国と台湾において、輸出の長期低迷という形で具現化しつつある。

3. まとめと今後の見通し

2000 年代後半以降、米国の財輸入が伸び悩む中、アジア主要国の対米輸出依存度は総じて低下基調にあり、アジア経済は米国の国内需要の影響を受けにくくなっている。

かつて、アジア経済の対外脆弱性を語る比喻として、「米国がくしゃみをする、日本は風邪をひき、アジアは肺炎にかかる」といった言い回しが使われたことがあった。だが、貿易面におけるアジア経済の対米依存度の低下を勘案すると、少なくとも、米国経済のくしゃみ 1 つでアジア経済全体が重症に陥る公算は、はるかに小さくなっているものと考ええる。

とはいえ、貿易面における影響力低下にもかかわらず、金融経済という側面からみると、米国は証券投資などを通じ、アジアに対して引き続き強い潜在的影響力をもつ。想定外の米利上げ加速などに伴う米国への資金還流は、アジアの証券市場や為替市場にとって依然として警戒すべきリスクイベントである。

一方、アジア主要国の中国に対する輸出依存度は、おしなべて上昇基調にあり、アジアの輸出動向を左右する最も重要な最終需要先は、過去 10 年間で米国一極から米中二極にシフトしている。そうした中、アジア主要国の中でもとりわけ対中輸出依存度を上昇させてきたアジア NIEs やマレーシア、ベトナムにとって、中国は既に実体経済面における最も重要な外部リスク要因となっている。中長期的に中国経済の低成長化が避けられない中、過度の対中依存は将来的なリスクとなる可能性を含むが、そのリスクは韓国や台湾において輸出低迷という形で発現しつつある。

以上を踏まえると、中国経済の急減速にアジアから米国への資金流出が重なることは、アジア経済にとって最悪の組み合わせといえる。この点、米国におけるモノ消費からコト消費へのシフトに伴い、米国の成長がアジアの輸出増加につながりにくくなっている事実もあわせて勘案すると、米国の景気拡大は、それが想定を上回るペースで続く場合には、むしろアジア域内から米国への資金流出を引き起こすリスク要因にもなりうるものと考ええる。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@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。