2012.11　No.7

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

経済の動き

なお不確実な状況が続く世界経済
（月例グローバル経済金融レビュー）……1
アジアで拡大する欧州債務問題の影響……12
都心オフィス賃料反転の条件は何か……18

なお不確実な状況が続く世界経済

（月例グローバル経済金融レビュー）

＜要旨＞

貿易量でも足踏みがみられ減速続く世界経済は、欧州における政策対応の進展、米国消費・住宅着工の増加、中国月次指標の一部底打ちなど改善の動きも散見される。

一方で、財政と金融の悪循環を断ち切るべく創設された欧州の様々な『政策枠組み』は、その発動に条件が付されており、対応の迅速性に問題が残るなか、欧州実体経済の悪化は今も進行している。米国でも『財政の崖』を前に、企業の慎重な投資姿勢は続いている。中国でも指標の改善がこの先アジアに波及するほど持続性と強さを持つものかどうか確認するには今しばらくの時間を要しよう。

このように各経済に残る不確実性は今後すぐに解消されるものではないが、米国における「財政の崖」のように、その不確実性の一部が晴れる状況により世界経済の行方に関する見方が一時的に上振れもしくは下振れる可能性もある。この結果、金融市場とりわけ米 10 年債レートや為替レートの変動が、目先大きくなるリスクに留意したい。

1. 世界貿易量の鈍化と欧州金融市場の進展

今年前半の世界経済は、国際通貨基金（IMF）による世界経済見通しの下方修正が示唆するように、世界全体の貿易と生産両面で足踏みがみられた。オランダ経済分析局が毎月公表している世界全体の貿易量の推移によれば、先進国の貿易量はすでに昨年後半から横ばいで推移し、新興国でも伸びが鈍化していた（図表1）。これらは、各国とりわけ米国製造業の景況感が今年半ばより悪化に転じ、今年後半に入って設備投資拡大に慎重となった背景でもある。

図表 1　世界貿易量の推移（2000 年＝100）

（資料）オランダ経済政策分析局「CPB World Trade Monitor」より三井住友信託銀行調査部作成

減速が続く世界経済にとって、欧州における足元の明るいニュースは、9 月上旬の欧州中央銀行（ECB）による無制限の国債買い入れ策（OMT）表明以降、欧州金融市場が小康状態を取り戻したことにある。10 月 8 日には、欧州諸国の救済（資金支援）を目的とした時限的な欧州金融安定基金（EFSF）の後継として、恒久的な危機対応機関である欧州安定メカニズム（ESM）も発足した。

加えて、銀行同盟に向けた議論も始まるなど、財政と金融の悪循環を断ち切る『枠組み』整備への動きは進展がみられた。この結果、欧州周縁国の国債金利は今年 4 月頃の水準を下回るまで改善している（図表2）。

図表２　各国 10 年国債レートの推移

（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

一方で、救済発動には被支援国からの申請を要するなど条件が付され、迅速性の点で問題も残っている。OMT を活用した国債購入が焦点のスペインは、S&P 社により格付けが既に BBB＋から投機的等級寸前の BBB－に下げられてもなお申請の動きが見られない。金利低下という状況改善も一因だが、結果として再び金利急騰の際に生じる悪循環リスクは先送りされたままである。

スペインの債券発行額はギリシャの 3 倍近くに及び、与信国が中核国含めて多いことから、投機的等級に落ちた場合の影響は他国格下げに比して大きい点には留意が必要だろう（図表3）。

図表３　欧州各国の対スペイン与信残高 GDP 比の比較

（資料）BIS「国際与信統計」他より三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

この間も、欧州の実体経済の悪化は雇用や貸出面で進行している。失業率はユーロ圏全体で11.4%まで上昇、スペインとギリシャの失業率は25%に達し、5%台半ばで横ばいの推移を維持するドイツとの格差はさらに拡大した。こうした国家間の格差拡大は、中核国から周縁国に対する必要支援額を増加させ、救済のための政治的なハードルを高めよう。IMF の金融安定化レポートでもそのリスクが指摘されている欧州の信用収縮についても、独仏の貸出は増加する反面、スペインでは貸出減が続いている（図表4）。

図表４　ユーロ圏銀行の預金・貸出増減

（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

加えて、スペインと並びギリシャ情勢も火種の一つである。10 月の EU 首脳会議ではギリシャ政府の取り組みに対して一定の評価がなされ、支援は継続される見通しだが、財政再建自体は遅れており、この先再び支援停止とユーロ離脱懸念が高まる可能性が残る。総括すれば、政策対応では進展したものの、実体経済の回復には至らず、財政・金融・経済の悪循環はまだ解消していない。再び欧州発により悪化の連鎖が生じ、金融市場がリスクオフ（過度なリスク逃避）となる可能性は依然として残っている（図表5）。

図表５　欧州経済金融情勢のチェックポイントと現状

ポイント	進捗	現状
欧州民間銀の資本増強	○	2011年10月のEU首脳会議に基づき、2012年6月末に大半の銀行が自己資本比率9%まで増強済み
EFSF・ESM	○	ESMが10月8日に発足
OMT	△	EFSF/ESMによる国債購入やマクロ経済調整の履行等が条件。EFSF/ESM活用には被救済国からの申請が必要。スペインは未だ申請せず
単一銀行監督メカニズム	△	ESMによる銀行直接資本注入の条件。10月のEU首脳会議で、2012年内に法的枠組整備を目指す旨合意。但し直接資本注入にはなお時間要する見込み
財政統合に向けた動き		18日からのEU首脳会議で議題に
スペインソブリンリスク	×	S&P社がBBB+から投機的等級一歩手前のBBB-に引き下げ。Moody'sはBaa3に据え置き、両社とも見通しはネガティブ。10月末に203億ユーロの償還あり
ギリシャ財政再建進捗	×	ギリシャの取り組みに対して一定の評価はなされておりギリシャへの支援は継続の見通しだが、財政再建自体は先延ばし
その他、選挙等		スペイン・カタルーニャ州議会選挙（11/25）

（資料）各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

2. 家計部門主導で持ち直す米国経済

先進国の中で比較的堅調な米国経済は、ここ数ヶ月の月次指標からすると企業部門の慎重姿勢と家計部門の好調さが際立っている。企業部門は、来年より適用される国防費削減を含む歳出削減と減税の期限切れからなる財政緊縮（いわゆる財政の崖）に伴う不確実性のため、設備投資拡大に慎重となり、非国防資本財出荷の前年比マイナスが続いている（図表 6①）。対して、家計部門は 7 月以降 3 ヶ月連続で増える小売売上高や住宅着工件数が示唆するように、持ち直しの兆しがみられる（図表6②）。この結果、7～9 月期の米国経済は前期比年率 2.0％強の成長を実現した模様である。

図表６　米国企業と家計の支出動向の対比

（資料）米国商務省「Survey of Current Business」、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

但し、家計消費の持続性については、年末の各種減税失効の可能性を考慮すると、慎重に見ておく必要があるだろう。足元の株価上昇もあって、家計全体の純資産可処分所得比率は 520％と過去平均水準まで回復した。こうしたバランスシート調整の進捗も住宅資産に限れば、負債を除いた持ち分比率が過去に比べてなお低い水準にあるなど、未だ改善途上にある（図表7）。

図表７　家計のバランスシート

（資料）FRB「Flow of Funds Account」より三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

従って、7～9 月期の成長率は 2%を超えることはあっても、その後に控える「財政の崖」に伴う不確実性が晴れるまで、失業率低下に必要な年率 2.5%～3.0%の成長実現には、今しばらく時間がかかるだろう。

失業率の持続的低下の目安として年率 2.5%～3.0%の成長実現に注目するのは、過去の米国成長率と失業率の変化を比較した図表 7 からも確認できる。棒グラフは実質経済成長率、点線は失業率の前期差を並べているが、ちょうど成長率が年率 2.5%を超えると失業率が前期に比べて改善していることが読み取れる（図表8、失業率の前期差は逆目盛であることに注意されたい）。

この基準に照らしてみると、9 月の失業率は 7.8%と前四半期に比べ 0.4%ポイント低下したが、成長率は 2.5%成長ラインよりも下にあるため、その持続性については確かなものとは言えない。

（資料）図表 8･9 とも米国商務省「Survey of Current Business」より三井住友信託銀行調査部作成

なお、2.0%前後の低成長であっても、米国企業はコスト削減を通じて収益を確保してきた。これは図表 9 が示すように、名目GDP比で見た国内企業収益が 2000 年前半の好況期と遜色ない水準まで回復してきたことからも裏付けられる。言い換えれば、2.5%を下回る低成長下では引き続き企業は雇用や投資拡大に慎重であり、その間は雇用環境の顕著な改善は実現できない。企業の姿勢改善には先行きの不確実性の解消がまずもって必要である。

3. 日本からの輸入減が続く中国経済

中国の 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 7.4%増と 4～6 月期の同 7.6%増から減速し中国経済の回復が遅れていることを強く印象付けた（図表 10）。しかしながら、輸出入やマネーサプライ、小売売上高など月次指標では一部改善の動きがみられ、中国経済の減速には歯止めがかかった模様である。もっとも、新規銀行貸出は 9 月 6,232 億元と 8 月の 7,039 億元を下回り、固定資産投資の伸び率も僅かな上昇に留まっている（図表 11）。月次指標では一部底入れが見られる中国経済回復の実現性と持続性を確認するには、こちらも米国同様しばらく時間を要しよう。

図表 10 中国成長率と電力生産量

図表 11 新規銀行貸出と固定資産投資

（資料）図表 10･11 とも CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

なお、持ち直しの兆しでもある中国輸入動向は、全体として前年比割れから前年比増に転じているものの、日本に限ってみれば前年比割れが続いている（図表 12）。中国経済そのものは底入れしたとしても、回復ピッチが緩やかなうえ日本へのプラスの影響は限定的となる可能性が高い。

図表 12 中国からみた輸入動向（日韓台）

（資料）CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

4. 景気後退入りが近づく日本経済

中国との関係悪化がマクロ的にみて日本経済にどのような影響を及ぼしうるかを判断する前に、現在の日本経済の状況を整理すれば、輸出減少に伴う生産減で景気後退局面に近づいている状況にあると言えるだろう(図表 13)。

まず、日本からの実質輸出は生産同様に 4 カ月連続で前月比減少が続き、米国向けを除いて欧州、アジア向け輸出減がここ数ヶ月の生産減少に大きく響いている(図表 14)。

図表 13 実質輸出と生産の推移

図表 14　輸出数量指数の推移（2010 年＝100）

（資料）図表 13･14 とも経済産業省「生産・出荷・在庫指数」他より三井住友信託銀行調査部作成

かかる生産減を業種別まで下りてみると、とりわけ輸送用機械の減産率が大きい(次頁図表 15)。国内ではエコカー補助金終了による販売台数減少に直面し、欧州のみならず中国への輸出についても、日中関係悪化による自動車販売減などの固有リスクを抱えるなか、かかる業種では必然的に米国への依存度合いが強まっていることが示唆されよう。

図表 15　業種別にみた国内生産の動き

（季節調整済前月比、%）

	8月 実績	9月 予測	10月 予測	7-9月期 前期比
合計	▲ 1.6	▲ 2.9	＋ 0.0	▲ 3.8
鉄鋼業	＋ 0.0	＋ 0.0	▲ 0.6	▲ 3.1
非鉄金属工業	▲ 2.9	＋ 0.6	＋ 1.5	▲ 5.6
金属製品	▲ 2.7	▲ 0.1	＋ 1.0	▲ 3.6
一般機械	＋ 0.3	▲ 1.1	▲ 3.5	▲ 2.6
電気機械	▲ 2.0	＋ 0.8	▲ 0.5	▲ 3.2
情報通信機械	▲ 5.7	▲ 9.1	▲ 8.5	＋ 1.6
電子部品ﾃﾞﾊﾞｲｽ	▲ 5.4	＋ 4.0	＋ 9.9	▲ 5.6
輸送機械	▲ 0.7	▲ 11.6	＋ 0.6	▲ 10.8
化学	▲ 3.3	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 1.5
パルプ・紙	＋ 2.0	＋ 4.9	＋ 0.5	▲ 0.8

（資料）経済産業省「生産・出荷・在庫指数」より三井住友信託銀行調査部作成

業種別にみた輸出増減寄与度を比較すると、輸送用機器が 7～9 月期に寄与度マイナスに転じ、一般機械、鉄鋼、化学製品など広範な業種でマイナス寄与となっている（図表 16）。

図表 16　業種別にみた輸出金額増減寄与度

	2011	2012		
	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ
輸出総額	▲ 5.5	▲ 1.6	4.8	▲ 8.1
鉱物性燃料	▲ 0.0	▲ 0.6	0.1	▲ 0.6
化学製品	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 0.5
鉄鋼	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3
非鉄金属	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2
金属製品	▲ 0.0	0.1	0.2	0.1
一般機械	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 2.0
電気機器	▲ 2.0	▲ 0.3	0.2	▲ 0.9
輸送用機器	▲ 0.1	2.1	7.6	▲ 1.4
その他	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 1.3	▲ 2.0

（資料）財務省「貿易統計」より三井住友信託銀行調査部作成

かかる内外経済の変化は国内企業の業況判断や収益計画にも表れている。日銀短観の大企業業況判断DIは製造業で▲3と前回の▲1から悪化、前回時点での予想＋1をも下回った。

非製造業（大企業）の業況判断DIは＋8と、前回比同水準だが先行き予想は＋5と▲3ポイント悪化した。また 2012 年度の収益計画は製造業（大企業）で前年比＋3.2%とプラスだが前回の計画値＋10.1%からは大幅に下方修正されており、非製造業（大企業）の収益計画も前年比▲2.3%、前回計画値の▲1.8%から悪化している（次頁図表 17）。

従って、中国リスクの一次的なマクロ的影響については、既に米国を除く欧州、アジア向け輸出が減少しているなかでは次のように整理できるだろう。仮にこの先予想通り中国経済が回復していったとしても、それが他のアジア新興国へ波及するほど成長率が高まらない場合には、他のアジア向け輸出が伸びないなかで、最終財への不買運動により中国向け輸出の鈍化が続くという形で、中国経済回復の恩恵が受けにくくなったという見方ができるだろう。

図表 17　日銀短観における 2012 年度の利益と投資計画（大企業）

（%）

	経常利益		設備投資	
	前年比増減率	前回調査比修正率	前年比増減率	前回調査比修正率
全産業	＋ 0.0	▲ 3.0	＋ 6.4	＋ 0.2
製造業	＋ 3.2	▲ 6.2	＋ 12.3	▲ 0.0
素材業種	▲ 20.9	▲ 9.1	＋ 13.9	＋ 0.1
加工業種	＋ 25.3	▲ 4.5	＋ 11.3	▲ 0.1
非製造業	▲ 2.3	▲ 0.5	＋ 3.3	＋ 0.2

（資料）日本銀行「短観 2012 年 9 月調査」より三井住友信託銀行調査部作成

もっとも、2012 年度設備投資計画は大企業で＋6.4%（前回＋6.2%）と比較的高い伸びを維持し、雇用判断は製造業で＋8から＋7に低下し過剰度合いが弱まっている。非製造業でも▲3と雇用不足の状況は変わらない。企業が投資や雇用を絞り、内需の悪循環を引き起こす段階には至っていない（図表 18）。中国をはじめとする外需減は輸送用機械など、特定業種のさらなる収益悪化要因にはなるが、これらが雇用削減を通じて深刻な景気後退に陥る状況には至っていない。かかる環境下、リスクとして認識すべきは未だ顕在化していないアジアと米国経済の失速だろう。

図表 18　日銀短観における雇用判断ＤＩの推移（大企業）

（資料）日本銀行「短観 2012 年 9 月調査」より三井住友信託銀行調査部作成

5. まとめ―不確実性の度合いを強める世界経済と金融市場

以上見てきたように、世界全体の貿易量でも足踏みがみられ減速が続く世界経済は、欧州における政策対応の進展、米国消費・住宅着工増、中国経済指標の一部改善の動きも散見される。

一方で、財政と金融の悪循環を断ち切るべく創設された欧州の様々な『政策枠組み』は、その発動に条件が付されており、対応の迅速性に問題が残るなか、欧州実体経済の悪化が進行中である。持ち直した米国でも『財政の不確実性』を前に、企業の慎重な投資姿勢は続いている。中国でも指標の改善がアジアに波及するほど持続性と強さを確認するには今しばらく時間を要しよう。

こうした不確実性は、世界経済持ち直しの足枷となっているほか、金融市場では米国 10 年債レート水準を押し下げている要因でもある。ただし、過去2年の投資家別の債券売買動向からすると、期待変化を反映した債券売買ポジション変更が金利水準の振れを大きくさせてきたことも確認できる。米国株価と 10 年債レートの連動性が乖離した 2012 年上期を含む半期ごとの債券売買動向（図表 19、20①②③）をみると、ヘッジファンド含む家計部門の米国債のポジション変動が著しい。リスクオフ・オンが入れ替わる局面では巻き戻しのポテンシャルもまた大きいことを示唆している。

図表 19　米国株価と 10 年債レート

図表 20　米国の投資家別国債売買動向（2011 年上期～12 年上期）

（資料）図表 19・20 とも Bloomberg、FRB より三井住友信託銀行調査部作成

各経済に残る不確実性は今後すぐに解消されるものではないが、米国における「財政の崖」のように、その不確実性の一部が晴れる可能性もある。たとえば、かかる「財政の不確実性」の解消時期は、ブッシュ減税延長や債務上限引き上げがセットで議論されることを踏まえると、早ければ年末（ロムニー候補勝利）、遅れれば年明け3末以降（オバマ大統領再選）に分かれる。

税制ほか歳入関連法案の先議権を有する下院は共和党に握られている現状、ロムニー候補が勝てば、ブッシュ減税延長と債務上限引き上げがスムーズに通り、短期的な不確実性は低下する。オバマ大統領が勝てば、高額納税者向け減税廃止を唱える民主党と下院を握る共和党の間で交渉が難航する結果、1～3 月の間に債務上限にヒットし、再びリスクオフとなる可能性もあろう。

図表 21　米 10 年債レートと円ドルレート

（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

米 10 年債レートの上昇下落をリスクオン、リスクオフの局面変化に見立てれば、円安、ドル高それぞれの反転時期にも一致する（図表 21）。このように、不確実性の一部が晴れる状況により世界経済の行方に関する見方が一時的に上振れもしくは下振れる結果、目先年末から年明けにかけ金利・為替とも、変動が大きくなるリスクに留意したい。

図表 22 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2012		2013	見通し総括
			7-9	10-12	1-3	
実質経済成長率	日本	前期比年率 %	▲ 1.3	＋ 0.5	＋ 1.3	エコカー補助金終了による自動車販売減などで7-9月期はマイナス成長。2013年以降はプラスに戻るのがメインシナリオだが下振れリスク高い
	米国	前期比年率 %	＋ 2.2	＋ 2.0	＋ 1.5	年末から年明けにかけ財政削減で減速見込み
	欧州	前期比年率 %	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.5	ドイツでさえも景気減速が明らかになる中、周縁国筆頭にマイナス成長続く
	中国	前年同期比 %	＋ 7.4	＋ 7.6	＋ 7.9	成長率持ち直しも8.0%には届かない
金融市場	日本 10年債利回り	%	（実績）0.73～0.86	0.75～0.90	0.75～1.00	景気が徐々に悪化しているため、追加緩和観測で金利に低下圧力かかりやすい状況
	米国 10年債利回り	%	（実績）1.39～1.87	1.60～1.90	1.60～2.00	財政不確実性と質への逃避が上昇抑制
	円ドル レート	円/ドル	（実績）77.5～79.9	78.0～82.0	78.0～83.0	景気堅調な米国との比較でごく小幅円安に
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	（実績）1.21～1.31	1.22～1.32	1.22～1.32	欧州債務問題で振れの大きい展開に

（資料）三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成。金利為替の実績は期間中の最大・最小範囲。

（マクロ経済調査グループ　　木村 俊夫： Kimuta_Toshio@smtb.jp
花田　普： Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
鹿庭 雄介： Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

アジアで拡大する欧州債務問題の影響

＜要旨＞

中国の景気減速に続いて、アジアNIEsの減速度合いが目立ってきた。この背景には、中国を経由した欧州債務問題の間接的な影響が、ここにきてその範囲をアジア NIEs まで拡大させてきたことが大きいと考えられる。

アジア NIEs と比べると ASEAN 諸国は内需を中心に堅調な状態を維持しているが、国ごとにみれば財政や経常収支、ソブリン格付けなどに固有のリスクを抱えている。ASEAN 域内貿易の拡大も、景気が下向きの局面では、一国経済の状況悪化が域内での悪循環を引き起こす要因になりかねない。中国を超えてアジアNIEsにまで拡大しつつある欧州債務問題の影響が、ASEANにまで波及すれば世界経済における負の循環の範囲が広がり、回復までに要する期間が長期化する恐れが強まる。この観点からも、ASEAN 諸国経済の今後の動向は、世界経済全体の行方を決める分岐点の一つとして注視しておく必要があろう。

1．アジア NIEs と ASEAN に見られる景気動向の違い

中国の景気減速に続いて、他のアジア諸国でも景気減速が鮮明になっている。なかでも目立つのがアジア NIEs（韓国、台湾、香港、シンガポール）であり、韓国の成長率は 2012 年 4-6 月期で前年比 2.3%と同 5%を上回っていた 2010 年頃から半分にまで低下している他、台湾も足元 2012 年 4-6 月期は2年9カ月ぶりに前年比マイナスにまで落ち込んだ（図表 1）。対して ASEAN 5（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム）では、概ね前年比 5%前後の高い成長率を維持しており、洪水被害による影響で 2011 年 10-12 月期に大幅なマイナスとなったタイも、足元 2012 年 4-6 月期の成長率は同 4.2%と順調に回復を続けてきたことが見てとれる（図表 2）。

図表 1　実質 GDP（アジア NIES）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 2　実質 GDP（ASEAN）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

このようなアジア NIEs と ASEAN の景気動向の違いは、今年 10 月に公表されたIMFの世界経済見通しにも反映されている（図表 3）。アジア NIEs の経済成長率見通しは今年 4 月の見通しから 2012 年で 1.2%ポイント、2013 年で 0.6%ポイントと大幅に引き下げられたのに対して、ASEAN 5 の成長率見通しは 2012 年に変更はなく、2013 年も 0.5%ポイントとアジア NIEs の下げ幅よりも小幅に留まった。

図表 3　IMF による成長率見通し（2010 年 10 月）

（前年比、%）　（10億ドル）

	2011年	2012年	前回比	2013年	前回比	2011年 GDP	日本＝100
世界全体	3.8	3.3	▲ 0.3	3.6	▲ 0.5	69,899	1,191
米国	1.8	2.2	0.1	2.1	▲ 0.3	15,076	257
EU	1.6	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5	▲ 0.8	17,611	300
日本	▲ 0.8	2.2	▲ 0.5	1.2	▲ 0.5	5,867	100
アジア新興国	7.8	6.7	▲ 0.7	7.2	▲ 0.7	11,489	196
中国	9.2	7.8	▲ 0.4	8.2	▲ 0.6	7,298	124
インド	6.8	4.9	▲ 2.0	6.0	▲ 1.3	1,827	31
ASEAN 5	4.5	5.4	0.0	5.8	▲ 0.5	1,828	31
アジアNIEs	4.0	2.1	▲ 1.2	3.6	▲ 0.6	2,086	36
オーストラリア	2.1	3.3	0.3	3.0	▲ 0.5	1,487	25

（注）前回比は2012年4月との比較
（資料）IMF「World Economic Outlook」より三井住友信託銀行調査部作成

2．中国向け輸出鈍化の影響

この違いがどこに起因するのかを検証するために、最初にアジア NIEs と ASEAN の輸出動向に着目してみる。アジア NIEs の輸出を見ると、どの国も概ね 2010 年後半頃からの減速傾向が今も続いており、2012 年 4-6 月期も台湾と香港が前年比マイナスとなっている（図表 4）。一方、ASEAN では国によって動きに差はあるものの、全体としてはアジア NIEs にやや遅れる形で 2011 年後半から伸び率が鈍化していることが分かる（図表 5）。両経済圏において輸出が鈍化している点は共通しているものの、その程度は足元でアジア NIEs の方がやや強いようにも見える。

図表 4　輸出（アジア NIEs）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 5 輸出（ASEAN）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

これは欧州情勢の悪化が、中国を経由した間接的な影響を及ぼし始めたことによるものと思われる。EU向け中国向けの輸出依存度を国別に見ると、EU向け輸出依存度はベトナムやマレーシア、タイといった ASEAN で高いのに対し、中国向け輸出依存度は台湾や韓国といったアジア NIEs の国々で高くなっている（図表 6）。このため欧州景気後退に続いて中国でも景気減速の度合いが強まったために、その影響を受けやすい台湾や韓国の輸出への影響が出てきたことが、アジア NIEs と ASEAN の輸出の動きの差になって現れてきたものと考えられる。

図表 6 EU・中国向け輸出依存度（2011 年度）

（注）輸出依存度＝ドル建て輸出額/ドル建て名目GDP
（資料）UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

3. 内需鈍化に対する影響

輸出の方向性に大きな差がないとすると、アジア NIEs と ASEAN の足元の景気動向の差は内需に起因するということになる。そこで両経済圏各国の個人消費と固定資産投資の動きを見たのが図表 7 から図表 10 である。これを見ると双方ともに、アジア NIEs は伸び率の鈍化がはっきりしているのに対して、ASEAN は堅調な伸びを維持しているという明確な違いが見て取れる。

図表 7 個人消費（アジア NIEs）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 8 個人消費（ASEAN）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 9 総固定資本形成（アジア NIEs）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 10 総固定資本形成（ASEAN）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

この相違の要因として考えられるものの一つに、欧州からの金融依存度の違いが挙げられる。EU からの国際与信残高の GDP 比率を見ると、台湾と韓国で高く、ASEAN はマレーシア除いて相対的に低いことが分かる（図表 11）。

図表 11 EU からの金融依存度（2012 年）

（資料）BIS、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

実際にアジア NIEs と ASEAN 向けの国際与信残高の動きを見ると、アジア NIEs 向けの与信は欧州からの与信残高の減少によって足元前年比マイナスに落ち込んでいる。対して ASEAN 向けの与信は欧州銀行からの与信減少の影響がアジアNIEsと比較して軽微であり、与信全体で見ても前年比プラスを維持している。両経済圏のこのような差が、国際金融市場ルートを通じた内需への影響の差となって表れている可能性がある。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 12 欧州の対外与信残高（アジア NIEs）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 13 欧州の対外与信残高（ASEAN）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

4．堅調なASEANも国ごとにはリスクを抱える

このように今は堅調な状態を維持しているASEANも、中国やEUに対する輸出依存度が比較的高い国もあることを踏まえると（前掲図表6）、EUや中国の景気低迷が続けばその影響が徐々に内需に及んで行く可能性を念頭に置く必要がある。

それに歯止めをかけられる材料の一つが、ASEAN の落ち着いた物価情勢がある。どの国もインフレ高進の兆しは見られず金融政策の足かせにはならないため、この先輸出減速の影響が拡大した場合に政策金利の引き下げによる金融緩和が景気の下支え役として期待できよう（図表 14、図表 15）。

図表 14 消費者物価指数（ASEAN）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 15 政策金利（ASEAN）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

ただし、ASEAN は国ごとに見ると財政金融面を中心に弱点も多く抱えている。ASEAN 諸国の政府財政収支は軒並み赤字で、黒字国が多いアジア NIEs 諸国に比べて見劣りすることは否めない（図表 16）。また経常収支は直近時点で黒字ではあるものの、インドネシアは辛うじて黒字を確保

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

している程度であり、原油の需要拡大や価格上昇でいつ赤字に転落してもおかしくない状況にある。これに加えて ASEAN のソブリン格付けは全体的にアジア NIEs よりも低いために、この先欧州財務問題の再燃などで国際金融市場がリスク回避姿勢を強めた場合に、資金面からの影響を受けやすい。

図表 16 財政収支、政府総債務残高、経常収支、格付け（アジア NIEs、ASEAN）

（対GDP比、%）

	韓国	台湾	香港	シンガポール	インドネシア	タイ	マレーシア	フィリピン	ベトナム
財政収支	1.8	▲ 3.6	4.1	7.3	▲ 0.8	▲ 1.6	▲ 6.9	▲ 0.8	▲ 3.2
政府総債務残高	34.2	40.5	33.8	107.6	24.5	41.7	52.9	41.9	50.4
経常収支	2.4	8.9	5.3	21.9	0.2	3.4	11.0	3.1	0.2
格付け	A+	AA-	AAA	AAA	BB+	BBB+	A-	BB+	BB-

（注）財政収支、政府債務残高、経常収支はいずれも対GDP比。格付けはいずれもS＆Pによるもの。
（資料）IMF、bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

また実体経済面でも、強い経済連携を結び域内貿易の GDP 比率が EU と並んで高いことは、景気拡大期には ASEAN 諸国間の好循環が働くプラス要因になる反面、いずれかの一つの国の状況が悪化した場合、現在の EU と同様に域内で悪循環引き起こす要因になりかねない（図表 17）。

図表 17 EU と ASEAN の域内貿易

（資料）UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

欧州債務問題の悪影響が及ぶ範囲は、中国を超えてアジア NIEs まで拡大しつつあることが明らかになっている。これが更に ASEAN にまで波及すれば、世界経済における負の循環の範囲が広がり、深刻度合いを増すとともに、回復までに要する期間が長期化する恐れが強まってくる。今は堅調な状態を維持している ASEAN 諸国経済の今後の動向は、世界経済全体の行方を決める分岐点の一つとして注視しておく必要があろう。

（経済調査チーム 鹿庭 雄介：Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

都心オフィス賃料反転の条件は何か

＜要旨＞

都心５区におけるオフィス平均募集賃料の下落が続いている。これが反転上昇するための条件は、オフィス空室率の５%までの低下という見方があるが、オフィス賃料に影響を与える要因は、その時点における空室率だけでなく、景気の現状や先行きの景気予想、期待物価上昇率も重要な位置を占めていると考えるべきであろう。

この観点から、2003～2004 年の前回オフィス市況回復期を見ると、空室率低下の他に、国内外の持続的な景気回復が続き、先行きに対する景気見通しが明るくなってデフレ脱却期待も高まるなど、多くの要素がオフィス賃料を引き上げる要因となった。

対して、現在の景気は横ばいに留まり、下振れるリスクも高まっている点が大きく異なっている。このような相違を踏まえると、次にオフィス賃料が底打つまでには前回よりもかなり長い時間がかかる可能性が高い。むしろ、景気の現状認識が徐々に厳しくなっている現状は 2007～2008 年のオフィス市況悪化期に似ていることから、この先オフィス市況が再び悪化に向かうリスクに注意したい。

１．都心５区　オフィス賃料回復の条件

東京都心5区のオフィス空室率（以下単に「空室率」とする）は、2008 年のリーマン・ショック以降大幅に上昇し、直近 2012 年 9 月でも 8.9%と、8%台には低下したものの依然としてその水準は高い。また都心 5 区オフィスの平均募集賃料（以下単に「オフィス賃料」とする）の下落には歯止めがかかっていない（図表1）。

図表１　東京都心5区 空室率と平均募集賃料水準

（資料）三鬼商事

この先、オフィス賃料が下げ止まるための条件に関して、「空室率が5%程度まで低下すること」という見方がある。主な理由は、2000 年以降、オフィス賃料の前年同月比伸び率がプラスマイナスを跨いだ時期の空室率が、オフィス市況回復局面でも悪化局面でもほぼ5%だったことである（次頁図表2）。

図表２　東京都心５区 空室率と平均募集賃料前年同月比

（資料）三鬼商事

しかし、「オフィス賃料が底打ちする時の空室率水準」をより厳密に考えた場合、オフィス賃料前年同月比の符号ではなく、賃料水準のボトム・ピークを見る必要があろう。この観点から、改めてオフィス賃料と空室率の動きを見ると、2000 年代前半の市況改善局面では、空室率は「2003 年問題」と言われたオフィスの大量供給が終了した頃の 2003 年 8 月に 8.6％でピークを付けた後低下に転じ、オフィス賃料水準がボトムを付けたのはその 14 か月後の 2004 年 10 月、その時の空室率は 6.7％であった（図表3、4）。逆に市況悪化局面においては、2007 年 10 月に空室率が 2.5％で底を打ち、その7カ月後に空室率が 3.5％になった時点でオフィス賃料が下がり始めた。オフィス賃料が前年同月比でプラス（マイナス）になるのは所謂安定的な回復（悪化）局面入りを示すものと考えるのが自然であり、もう少し厳密な意味でのボトム（ピーク）は前年同月比の符号が変わる時期よりも少し前に来ているというのが妥当な理解であろう。

図表３　東京都心５区　空室率と平均募集賃料水準

（資料）三鬼商事

図表４　オフィス市況回復期と悪化期の動き

		空室率ピーク	賃料ボトム	タイムラグ変化率	空室率ボトム	賃料ピーク	タイムラグ変化率
東京都心5区	年月	2003年8月	2004年10月	14 ヵ月	2007年11月	2008年6月	7 ヵ月
	空室率（%）	8.6	6.7	▲ 1.9	2.5	3.5	＋ 1.0
	平均募集賃料（円）	18,424	17,526	▲ 4.9	21,713	22,868	＋ 5.3

（資料）三鬼商事

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

ここで、オフィス賃料ボトム時の空室率（6.7%）とピーク時の空室率（3.5%）が、回復局面と悪化局面で大きく乖離している事実に注目したい。オフィス賃料の動きが、純粋に空室率で示されるオフィス需給で決まるならば、賃料のボトム・ピーク時点の空室率はほぼ同じ水準になるはずだが、実際には大きく乖離している。これは「空室率がある水準まで低下すればオフィス賃料が反転する（賃料の転換点となる特定の空室率水準が存在する）」というシンプルな考え方ではなく、空室率水準以外にも、オフィス賃料に影響を及ぼす要素が存在すると考えるべきことを示唆している。

この観点から、前回空室率がピークアウトしてオフィス賃料が底を打つまでの 2003～2004 年において、オフィス市場を巡るマクロ経済環境がどういう状態にあったかを振り返ってみよう。

2．前回オフィス市況回復局面の振り返り

（1）国内景気の回復

この時期は、直近の景気の谷である 2002 年 1 月を過ぎ、既に景気回復局面に入ってから 1～2 年以上経過した時であった。但し、2003 年前半に発生したイラク戦争中は世界中で不透明感が高まったため、景気回復の認識が定着し始めたのは 2003 年半ばからであり、空室率ピークはちょうどこの時に当たる。そして 2004 年は、アテネ五輪開催前に「新三種の神器」といわれた薄型テレビ、HDD レコーダー、デジタルカメラの売れ行きが大幅に伸びたことなどもあって景気回復が続き、国内企業や一般消費者の間で景気回復の認識が定着し、先行きに対しても明るい見方が強まっていった時であった。こうした情勢は、鉱工業生産が 2003 年後半から横ばい局面を脱して回復し始めたことや、日銀短観の業況判断DI（大企業）が 2003 年半ばから上向いて 2004 年にはプラス圏内に入っただけではなく、2004 年夏には製造業のDI水準が IT ブーム期を超えてバブル期以降最高水準になったことにも表れている（図表5，6）。

図表５　鉱工業生産指数の推移

（資料）経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

図表６　大企業　業況判断DIの推移

（資料）日銀短観

（2）海外景気の拡大～信用膨張の開始

国内景気回復の背景にあった動きとして重要なのは、2002 年頃から米国で住宅価格の上昇ペースが加速し、それを梃にして借入を増やした家計の支出が伸び率を高め、景気を押し上げ始めたことである。このことは、米国住宅価格の上昇、家計債務と収入比率の上昇などから振り返ることができる。これらは後に「グローバル・インバランス」と言われる動きの萌芽であり、米国をはじめとす

る住宅価格の急落、サブプライムローン問題の顕在化、そしてリーマン・ショックへとつながっていく、結果的にはネガティブな動きだったが、この時は内外の景気に対して強いポジティブ要因となっていた。2003 年から 2004 年にかけての期間は、世界的な信用膨張という大きな流れが定着した時期であり、海外から国内不動産部門への多額の資金流入、また外資系企業のオフィス開設が増加し始める中、都心のオフィス市況は回復に向かったのである（図表7，8）。

図表7　米国住宅価格の推移
（主要10都市、ケース・シラー指数）

（資料）Bloomberg

図表8　米国家計債務の
対可処分所得比

（資料）FED「Flow of Funds」

（3）国内でのデフレ脱却期待の高まり

内外景気の回復定着に加えて、2004 年半ばに国内でデフレ脱却期待が高まったことも重要なポイントであると考える。当時、ドバイ原油価格が 2003 年半ばの 1 バレル＝20 ドル台半ばから 2004 年 8 月には一時 40 ドルまで高まるなど資源価格が上昇し、国内企業物価前年比伸び率は明確なプラスに転じた。これが国内消費者物価にも波及して、長らく続いてきたデフレも遂に終わるのではないかとの見方が強まったのが 2004 年半ばであった（図表9）。実際にはデフレ脱却が定着するには至らなかったが、この時の日銀は消費者物価前年比上昇率のプラス定着を条件に量的緩和政策を解除するという金融政策の枠組みを採用していたため、利上げが近いとの予想が強まり、長期金利は2%に迫る上昇を見せている（図表 10）。消費者物価と、企業向けサービスの一種であるオフィス賃料の間に直接的な関係はないものの、「デフレ脱却」という見方の強まりが、「価格」という点では共通しているオフィス賃料の下げ止まりの要因の一つになったと見られる。

図表9　物価上昇率の推移

（資料）日本銀行、総務省

図表10　日本の10年債利回り

（資料）Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

3．オフィス賃料に影響を与えるマクロ要因の整理

以上のような過去のオフィス市況の動きと、その背景にあった内外経済・物価情勢を踏まえると、オフィス賃料に影響を与える要素として、以下の5つが想定できよう。

第一に、各時点における空室率で示されるオフィス需給の状態である。引き締まれば当然にオフィス賃料は上昇する(**①現在のオフィス需給**)。

第二に、オフィス需給の将来予想である。空室率がまだ高い状態でも、過去の一定期間空室率低下が続き、この先もオフィス需給が引き締まっていくという予想が強まれば、借り手が借り急ぐためにオフィス賃料は早い段階で底を打つ。大規模なビル竣工によるオフィス床の大量供給が予定されている場合は、需給緩和予想が強まる要因となる(**②オフィス需給の将来予想**)。

上二つはオフィス市況の動きに関する要因であるが、この他にマクロ経済要因も重要であると考えられる。第三に挙げられるのが、その時点における景気の状態である。景気が強い状態にあれば、企業収益の増加等を通じて賃料支払能力が高まる。これはオフィス賃料を押し上げる要因となる(**③景気の現状**)。

第四に、先行きの景気予想が挙げられる。景気回復がある程度の期間続き、この先も回復が続くという見方が定着すれば、企業は従業員を増やす。このためオフィスの実需が発生するとともに、近い将来オフィス拡充が必要という見方が強まることで、多少高い賃料でも受け入れやすくなる(**④先行きの景気予想**)。

そして第五に、将来の物価動向に関する予想である。この先物価が上昇するという予想が、同じ価格というカテゴリに属するオフィス賃料にも影響を与える(**⑤期待物価上昇率**)。

この観点で、改めてオフィス市況が回復した 2003 年から 2004 年と、逆に市況が悪化に転じた 2007 年から 2008 年の状況を整理すると、以下のようになる(図表 11)。2003 年からの回復局面では①から⑤の全てがオフィス賃料に対してプラスに働いていた。逆の悪化局面では、①の空室率水準はまだ低かったものの、その他4つの要素が全てマイナス要因となっている。

図表11　オフィス市況回復・悪化局面の状況整理

		市況回復期 (2003～2004年)	市況悪化期 (2007～2008年前半)
オフィス市況要因	① 現在のオフィス需給	空室率水準は一定ライン(6.7%)まで低下。	空室率は3.5%とまだ低水準。
	② オフィス需給の将来予想	2003年のオフィス大量供給が終了して空室率改善の期待が高まっており、実際に空室率は低下を続けた。	空室率が上昇に転じてから7か月経過し、上昇基調が確認され始めた時期。
マクロ経済要因	③ 現在の景気	輸出と生産が増加し、景気回復が続いていた。加えてアメリカでは住宅価格上昇に端を発する信用膨張が始まっていた。	2007年夏のサブプライムローン問題顕在化以降、既に景気の拡大ペースは鈍化、資源価格高騰もあって「踊り場局面」との認識。
	④ 先行きの景気予想	イラク戦争終了後1年以上に亘って景気回復が続き、その先に対しても安心感が広まっていた。	「当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していく」が日銀の基本シナリオ。但しリスクバランスは下向き。
	⑤ 期待物価上昇率	企業物価の明確な上昇を受けて、消費者物価も押し上げられてデフレ脱却期待が高まった時期。	エネルギーと食料品でCPI上昇率はプラスだが、特殊要因除けば上昇率ゼロ近傍での推移が予想されていた。

(資料)各種データより三井住友信託銀行調査部作成

4．この先のオフィス市況についての考察

ではこの先、2012 年末からのオフィス賃料はどう推移するだろうか。先に示した5つの要素の観点から現状を整理すると、**①現在のオフィス需給**については、前掲図表1の通り 2012 年 9 月の空室率は8.9%となお高く、2003～2004 年の空室率ピーク8.6%をなお上回っている。需給の緩みの度合いが強いことは、オフィス賃料の底打ちまでの時間を遅らせる要因になる。

②オフィス需給の将来予想については、都心5区における2012 年のオフィス大量供給が終了し、2013 年の新規供給はかなり少なくなるため、この先空室率の低下が見込みやすい状況にある（図表 12）。この点では、「2003 年問題」といわれたオフィス大量供給を終えて、空室率が低下していった 2003～2004 年の回復局面と共通しており、この要素は賃料へのプラス材料となり得る。

図表12　都心５区における新規オフィス床供給面積の推移
（前年末貸床総面積に対する割合）

（資料）三井住友信託銀行調査部

③景気の現状と**④先行きの景気予想**に関しては、「現在の景気は踊り場にあり、この先もしばらく同じ状態が続く見込み」という状況にある。ここ数カ月、海外景気の減速に伴う輸出の減少や鉱工業生産の頭打ちなどを背景に、国内景気は徐々に厳しくなっている（図表 13）。このような経済環境の変化は、国内企業の業況判断や収益計画にも表れており、日銀短観 2012 年 9 月調査における大企業業況判断DIは製造業で▲3と前回▲1から悪化、非製造業では＋8と前回比同水準だが先行き予想は＋5と▲3ポイント悪化した。また 2012 年度の収益計画は製造業（大企業）で前年比＋3.2%とプラスだが前回の計画値＋10.1%からは大幅に下方修正されており、非製造業（大企業）の収益計画も前年比▲2.3%、前回計画値の▲1.8%から悪化した（図表 14、15）。

図表13　実質輸出と生産の推移

（資料）日銀、財務省
（注）9，10月の生産は予測値。

図表14　大企業　業況判断DIの推移

（資料）日銀短観

図表15　日銀短観における
2012年度経常利益計画（大企業）

（前年比、%）

	経常利益	
	6月時点計画	9月時点計画
全産業	＋ 3.1	＋ 0.0
製造業	＋ 10.1	＋ 3.2
非製造業	▲ 1.8	▲ 2.3

（資料）日銀短観（2012年9月調査）

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

このように景況感が厳しさを増す一方で、国内企業の設備投資・雇用に対する姿勢には大きな動きは出ていない。大企業の 2012 年度設備投資計画は、製造業では前年比＋12.3％（前回計画は＋12.4％）、非製造業は前年比＋3.3％（前回＋3.0％）と、双方とも前回から殆ど変化なく、全産業では＋6.4％（前回＋6.2％）と比較的高い伸び率を維持している。また大企業の雇用判断は製造業で＋8から＋7に低下（過剰度合いが弱まった）、非製造業では雇用不足状態を示す▲3のまま横ばいであった。業況判断と収益計画が厳しくなっても、本格的なリストラに向けた動きは出てきていない。国内企業は、先行きに対してさほど悲観的な見方をしているわけではないことが窺える（図表 16、17）。

図表16　日銀短観における 2012年度設備投資計画（大企業）

（前年比、％）

	設備投資	
	6月時点計画	9月時点計画
全産業	＋ 6.2	＋ 6.4
製造業	＋ 12.4	＋ 12.3
非製造業	＋ 3.0	＋ 3.3

（資料）日銀短観（2012年9月調査）

図表17　雇用判断DIの推移（大企業）

（資料）日銀短観

業況判断の悪化や収益計画下方修正に伴って、企業が設備投資を抑制し、従業員削減を行えば、それが家計所得と個人消費減少を通じて企業の売上と利益を減らし、更なる設備投資と従業員削減を促すという悪循環に陥る。これは典型的な景気後退局面の姿だが、今回の日銀短観の結果は、日本経済がこの悪循環に陥るほど明確な景気下向きの状態にあるわけではなく、「踊り場」と言うべき横ばいの状態で踏みとどまっていることを示すものと言える。このような国内景気の現状と現時点での先行き見通しは、既に景気回復局面にあった 2003～2004 年前後とは明らかに異なっており、オフィス賃料を押し上げる要因となるまで前回よりも長い時間を要することになる。

そして**⑤期待物価上昇率**に関しても、景気の動きが弱い現状では物価も上がりにくいことに加えて、企業物価がプラスに転じても、それが消費者物価に波及してデフレ脱却につながるという見方は 2004 年以降ほとんどされなくなっている。このため、物価に対する予想もオフィス賃料押し上げ要因にならない。

これらの材料を改めて整理して（次頁図表 18）2003～2004 年の状況と比較すると、前回回復局面では①から⑤までの全ての要素がオフィス賃料を押し上げる方向に働いたのに対して、現在オフィス賃料に対するプラス材料は、オフィスの大量供給が終わったことによる目先の空室率低下見通しのみである（**②オフィス需給の将来予想**）。その他の要素はいずれも賃料に対して中立、あるいは下押し要因となっている。このため、オフィス大量供給が終わった 2012 年末から空室率が下がっていくとしても、オフィス賃料が底を打つまでのタイムラグは前回局面の 14 カ月よりかなり長くなるだろう。またオフィス賃料が底を打ったとしても、その後の回復ペースは前回局面よりも極めて

緩やかで「横ばい」の範囲を出ないと見込まれる。

図表18　オフィス市況回復期と現在の状況比較

	市況回復期 （2003～2004年）	現状 （2012年10月）
①　現在のオフィス需給	空室率水準は一定ライン（6.7%）まで低下。	空室率は8.9%、ピークアウトした可能性はあるが依然高水準。
②　オフィス需給の将来予想	2003年のオフィス大量供給が終了して空室率改善の期待が高まっており、実際に空室率は低下を続けた。	「2012年問題」と言われた都心オフィスの大量供給は終了し、この先空室率低下が見込みやすい状態。
③　現在の景気	輸出と生産が増加し、景気回復が続いていた。加えてアメリカでは住宅価格上昇に端を発する信用膨張が始まっていた。	海外経済の減速により「踊り場」にある。日銀の業況判断DIは横ばい圏内に留まり、企業収益計画は下方修正。日銀・政府の景気判断は足許下方修正が続いている。
④　先行きの景気予想	イラク戦争終了後1年以上に亘って景気回復が続き、その先に対しても安心感が広まっていた。	日銀含む国内エコノミストの基本的なシナリオは「景気は当面横ばい圏内で推移」だが、リスクウェイトは下向き。
⑤　期待物価上昇率	企業物価の明確な上昇を受けて、消費者物価も押し上げられてデフレ脱却期待が高まった時期。	従来からデフレ脱却は遠いとの認識で、最近の景気減速でさらに遠のいたとの見方が強まっている。

（資料）各種データより三井住友信託銀行調査部作成

足許の景気が徐々に厳しさを増していることを踏まえると、この先のオフィス賃料については、回復までの期間が長くなるというよりも、むしろ再び悪化に向かうリスクを意識する必要が高まっていると考えるべきであろう。現在と 2007～2008 年の局面を比較すると、数か月前よりも景気の認識が厳しさを増していて現状が「踊り場」と判断される状態にある点（**③景気の現状**）や、景気の先行きの基本的なシナリオが「当面横ばい」だが下振れリスクを強く意識せざるを得ない状況にある点（**④先行きの景気予想**）が共通している。

この先の景気の動きについては、具体的な経済指標では企業収益と設備投資の動きが注目点になろう。企業収益は、2012 年度計画では今のところ前年比同水準に踏みとどまっているが、この先更に二桁以上の減益まで下方修正されるようなことがあるかどうか、そして今のところ比較的高い伸び率を維持している設備投資計画が、この先大幅に下方修正されるかどうか、という観点が重要になる（前掲図表 15、16）。設備投資は、国内企業が景気の先行きをどう見ているかを測るバロメーターになる上に、企業が先行きに対して明るい展望を持ち、設備投資が伸びるような状況になると、オフィス拡充需要も高まって空室率が低下する。実際に、過去において設備投資の増減は空室率の上下とかなり連動性が高い（次頁図表 19）。従って、設備投資の大幅な悪化は空室率が再び 9%台に上昇するサインと見ることができ、この観点から、この先のオフィス市況にとって設備投資が重要なポイントになると見ている。

図表19　設備投資伸び率とオフィス空室率変化

（資料）内閣府、三鬼商事

先にみたように、現時点における国内景気は、企業と家計の間で相互にマイナスの影響を与え合う悪循環の局面には入っていない。この状況を前提とすると、輸出が回復すれば、国内景気も上向いていき、従ってオフィス市況も今の状態から大幅に悪化することも回避できるだろう。但し海外景気の低迷が長引いて日本からの輸出回復時期が後ろ倒しになれば、設備投資や雇用の削減に踏み込む企業が徐々に増え、日本経済が悪循環に陥る。この場合は、オフィス市況は一段と悪化する可能性が高まっていく。この先のオフィス市況にとっては内外景気、より具体的には国内企業の収益と設備投資の下振れが最大のリスク要因と考えられる。

（経済調査チーム　花田 普：Hanada_Hiroshi2@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。