

2019. 4 No.84

三井住友信託銀行

調査月報



時論

モノの経済の悲観、カネの経済の楽観.....1

経済の動き

米国シャドーバンキングの実情～「牽制」から「強化」へ～.....3

国内主要都市 オフィス市場の展望2019

～働き方の多様化と人手不足がオフィス需要を支える～.....11

時 論

モノの経済の悲観、カネの経済の楽観

リーマンショックが発生した時に、当時の経済財政担当大臣は「日本経済への影響は、蜂に刺された程度」と発言した。蚊ではなく蜂と言っているので、状況によっては死に至る可能性もあるとの含意があったのかも知れないが、リーマンショックの影響は当初の想定を超える、大きなダメージとなった。

アメリカの金融機関の破綻が、なぜ世界中の輸出や生産の減少を引き起こし、大規模な経済危機に発展していったのであろうか。

その一つの要因は、金融市場の機能停止にあったと思う。

リーマンブラザーズ証券の突然の破綻により、金融市場では債券や通貨など様々な取引において、代金の未払いや証券の引き渡し遅延などの、いわゆるフェイルが多発した。このことが金融機関同士の相互不信感を高めて、金融取引が一時的に停止する事態となった。

その影響が最も顕著に現れたのが、ドル市場であったと思う。貿易、金融などの国際決済通貨であるドルの取引が萎縮し、世界中でのドル不足に繋がり、決済への不安から貿易などモノの取引が急速に縮小した。当時の FRB のバランスシートを見ると、リーマンショック直後に FRB が供給したドルスワップの残高は約 6,000 億ドルにも及んだ。

リーマンショックは、本来であればハチに刺された程度のショックであったかもしれないが、金融市場の不安感が高まった結果、世界的な経済、金融危機へと拡大してしまった。

昨年末以降、中国を震源としてモノの経済の縮小に対する警戒感が急速に高まっている。

1月末に政府が「景気拡大が戦後最長に達した可能性がある」との宣言を出したが、そこからわずか数ヶ月で、戦後最長景気の達成は微妙な状況となった。少なくとも1月の時点の経済指標を見る限りは、「戦後最長景気宣言」は妥当な判断であったと思うが、その後の経済指標悪化のペースは、リーマンショック並みに早いものであったと言える。

経済学の教科書に書いてある、在庫循環(キチン・サイクル)、設備投資循環(ジグラー・サイクル)を考えても、モノの経済の変化スピードはカネの経済である金融市場に比べると総じてスローペースとなるはずである。需要と供給の変化にスピード差や認知のラグがあるからこそ、過剰在庫や過剰設備が発生し、景気循環が形成されることになる。

足元での急ピッチな輸出や生産の減少は、米中貿易戦争により特定の国の関税が突然引き上げられたり、特定の企業の製品が突然市場から除外されたことで、リーマンショック時のドル市場のように、将来的な受注や投資に対する不安が高まり、輸出や生産に急ブレーキが掛かった可能性がある。

リーマンショック時と異なるのは、実体経済であるモノの経済と金融市場を巡るカネの経済の立ち位置である。モノの経済が急速に縮小傾向を強める中で、カネの経済である金融市場は、昨年末こそ中国や欧州などの景気先行き不安から株価が急落していたが、年明けに発せられたある魔法の言葉により、早々と反発局面を迎えている。

金融市場に発せられた魔法の言葉とは、1月4日にFRBのパウエル議長から発せられた「我々は市場が発するメッセージに耳を傾けている」「インフレリスクが限定的な中で、忍耐強い(Patient)政策運営が可能である」であった。

株式市場には「FRB プット」「パウエル・プット」という言葉がある。金融政策が株式市場の意に沿わなくなってくると、株式市場が駄々をこねたり、癇癪(かんしゃく、Tantrum)を起こし始める、するとFRBが市場の泣き声に耳を傾けて、株式市場の御機嫌が直るように、忍耐強い(Patient)政策をしてくれることを示している。

1月のパウエル議長の発言により、利上げや量的緩和の正常化が先送り、あるいは打ち止めになるとの観測が高まり、モノの経済の悪化を横目に見ながらも、カネの経済である株価は切り返した。

過去におけるモノの経済とカネの経済の関係を考えると、危機への懸念が高まるとゆっくりと悪化するモノの経済に対して、カネの経済がモノの経済を巻き込んで調整速度と調整幅を拡大させてきた。

足元の動きを見ると、急速に悪化するモノの経済を、カネの経済が下支えするという珍しいケースが発生する可能性すら感じられる。

金融市場の安心感は中央銀行に対する信任にあることは明確であるが、ここで言うところの信任とは、政策に対する信任ではなく、中央銀行は自分たちの声を聞いてくれるという、ある種のわがままな安心感である。

米国のセントルイス連銀が作成している経済指標に金融ストレス指数がある。金融市場に対してストレス(=引き締め)となる要素、金利上昇、クレジットスプレッドの拡大、株価下落などを総合的に指数化したものである。FRBによる断続的な利上げや株価動向を受けてストレス指数は上下動を繰り返しているが、その水準はリーマンショック以降、緩和から引締めへの転換点となるゼロを一度も超えていない。リーマンショック以降の米国の金融環境は、日本同様に歴史的な長期景気が続く中でも、一貫して引き締められることなく、恒常的な緩和状態の中で緩和度合いが変化しているに過ぎない。

FRBは2015年12月以降FFレートの引締めを続けてきたが、足元のFFレートは、テーラールールなどFRBが用いている、あるいは用いてきた、伝統的なモデルの水準を大きく下回ったままである。

また、FRBは金融正常化に向けた量的緩和の出口戦略の終了も決定した。

FRBが保有する国債とMBS(住宅ローン担保債権)の残高はリーマンショック前の5,000億ドル程度から、4兆ドルまで急増した後に、出口戦略の実施により保有残高はピーク時から約4,000億ドル減少したが、正常化というには程遠い状態にある。

金融市場の癇癪や叫び声に耳を傾け続けてきた中央銀行には、実体経済が上げる叫び声はどう聞こえているのであろうか。そもそも、市場のわがままを聞き続けてきた、中央銀行はモノの経済に発する魔法の言葉を持ち合わせているのであろうか。もしかすると、中国全人代で発せられた景気テコ入れ宣言が、モノの経済にとっての魔法の言葉になるのかもしれない。

しかし、モノの経済、カネの経済の両方が甘い言葉につつまれた世界というのも、その先までを考えると、あまり居心地の良い世界ではなさそうである。

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

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

米国シャドーバンキングの実情

～「牽制」から「強化」へ～

<要旨>

シャドーバンキングとは、銀行システムの外側にある金融仲介システム、すなわちMMFや投資信託、あるいは証券化商品から、銀行規制に服さない金融会社やノンバンクの貸出までを幅広く指す。金融安定理事会の調べでは、その規模は2017年末に世界で117兆米ドルに膨らみ、同理事会では「シャドーバンキング」という用語の使用を意図的に取り止めた。シャドーバンキングはもはや「影」の存在ではない。

国別シェアで突出する米国では、金融規制の変遷を背景に銀行システムと密接に関係して発展してきた。リーマンショック以前は「銀行がシャドーバンキングを発展させた」が、以降は「シャドーバンキングが銀行の機能低下を埋め合わせている」。シャドーバンキングの調達側のリスクである(1)MMF・投資信託等の「解約集中(取り付け)」は、投資家行動として合理的だが、金融危機時には解約と資産価格下落が負のスパイラルとなり事態を深刻化させる。運用側のリスクである(2)投資先・貸出先の破綻(クレジットリスク)については、米国金融の根幹である「住宅ローン」と昨今注目度が高まっている「レバレッジド・ローン(投機的格付向け企業への優先担保付ローン)」に焦点を当てる。前者は実質的にGSE(政府援助法人)≒米国政府リスクである点で大きな変化は無く、後者については、足元で目立ったデフォルト率の上昇は見られない。

これら2つの市場で見られるように、米国のノンバンクは銀行の穴を埋める形で広がり金融業界の発展を支えてきた。シャドーバンキングを全先一律にリスクが高いと言うべきではないだろう。それでもやはり銀行システムと比べると、預金者保護のようなセーフティネットが未整備であり、規制面においても未だ盤石であるとは言えない。今後金融技術の革新により、さらに高度化かつ複雑化していくと予想される中、基盤強化に向けた課題は残されている。

1. もはや影ではない「シャドーバンキング」

「シャドーバンキング」—この言葉をそのまま和訳すると「影の銀行」となるが、その響き通り、怪しげなもの、好からぬものを想像するのが普通である。

この用語は、中国における銀行理財商品等の問題が注目を浴びるまで、日本国内においてはさほど注目を浴びるものではなかった。しかし、この用語の起原は古く、元々は2007年8月に米国大手資産運用会社PIMCOのポール・マカリー氏が用いたのが最初とされている。同氏は、シャドーバンキング・システムを、「レバレッジを多用する、ノンバンクのコンデュイット(導管体)、器およびストラクチャーの総称」と定義した。そして、シャドーバンキング・システムに対する取り付け騒ぎが、「システミック・リスク」であるとした。

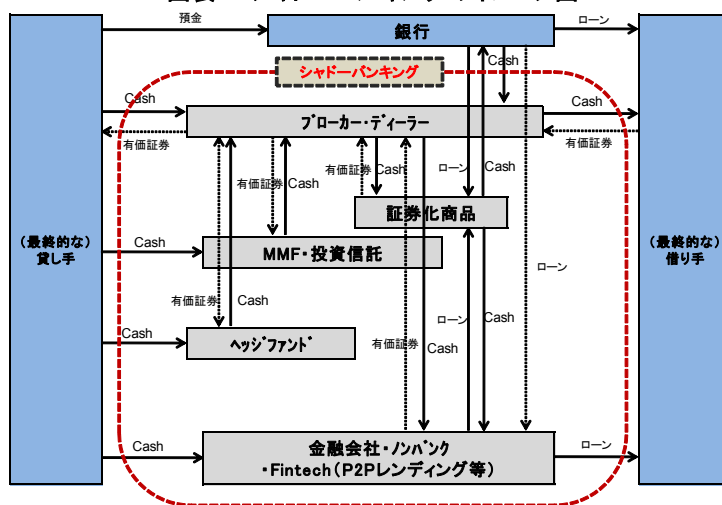
同氏の定義は些か難解であるので、銀行システムとの対比でシャドーバンキングを説明する。

「銀行」の基本的なビジネスモデルは、預金を原資にして貸出を行うものである。貸出の内容や銀行の財務には厳しい規制が課される一方で、預金に対しては一定の保護が付けられている。

これに対し「シャドーバンキング」は、「銀行システムの外側にある金融仲介システム」である。視覚的に説明すると、図表1の最上部にある銀行が仲介する預金から貸出への流れを除く部分の全てがシャドーバンキングとなる。具体例を挙げれば、MMFや投資信託、あるいは証券化商品のような投資の器を使用する資金の流れ、および銀行規制に縛られないノンバンクによる貸出は全てシャドーバンキングと整理される。

シャドーバンキングは、銀行規制に従う義務は無いが、このことは裏を返せば預金者保護といったセーフティネットが整備されていないという事を示す。

図表1 シャドーバンキングのイメージ図



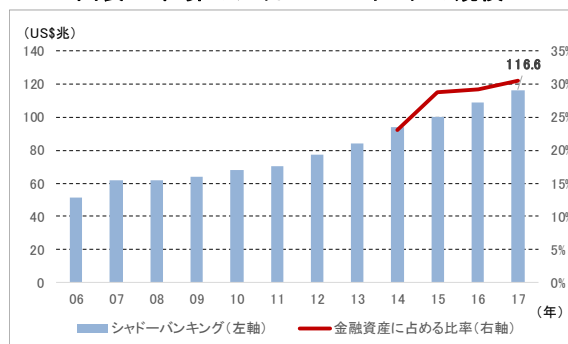
(資料) 三井住友信託銀行 調査部作成

金融安定理事会 (Financial Stability Board、以下『FSB』) は、2012年11月以降、世界のシャドーバンキングに関するレポートを公表しており、2017年末の世界のシャドーバンキングの規模は117兆ドルに上るとしている(図表2)。

今年2月に公表されたFSBレポートにおいて「シャドーバンキング」という用語の使用が控えられ、代わりに「ノンバンク金融仲介機能 (non-bank financial intermediation)」という用語が使用された。

この変化についてFSBは、「専門用語の明確化、そしてノンバンク金融仲介機能の耐性強化に向けたFSBの活動の前向きな面を強調するもの」と説明している。言い換えれば、従来はシャドーバンキングを「警戒すべき対象、その拡大を牽制すべき対象」と捉えていたが、金融機能としてもはや無視できない程に拡大したために、その役割・機能を取り込んだ上で「基盤・耐性を強化すべき対象」に位置付け直したと解釈できる。

図表2 世界のシャドーバンキングの規模



(資料) FSB

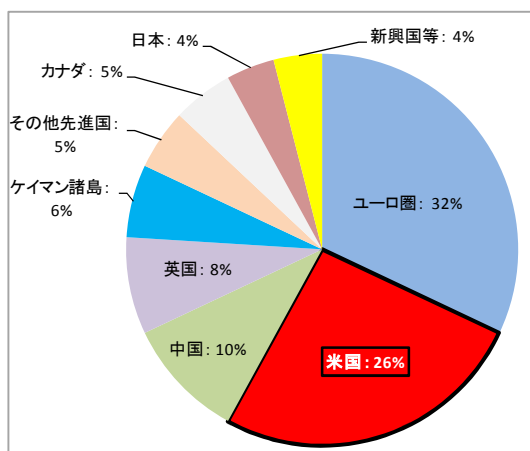
(なお、本稿においては、FSBの用語変化に関わらず、連続性の観点より「シャドーバンキング」という用語を用いる。)

2. 米国のシャドーバンキング

以下では米国のシャドーバンキングについて、その概要を整理してみた。

世界で最もシャドーバンキングの規模が大きい市場は中国ではなく米国である。FSB レポートによると全世界のシャドーバンキング 117 兆米ドル (2017 年末時点) のうち、米国が 26% を占めており (図表3)、中国は 10% 程度にすぎない。

図表3 世界のシャドーバンキングの国別割合



(資料) Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018

米国シャドーバンキング・システムは銀行システムと密接な関係で発展してきた。

元々米国の銀行業界は、銀行と証券会社、保険会社等の分離を定めたグラス・スティーガル法¹ (1933年) による規制の下に置かれていたが、1970年代以降の規制緩和が、MMFや証券化商品といった形態でのシャドーバンキングを発展させた。

その後、グラム・リーチ・ブライリー法² (1999年) の制定によりグラス・スティーガル法が廃止されると、米国では銀行を中心としたメガ銀行グループが相次いで誕生した。銀行、証券、資産運用等の機能をグループ内に囲い込んだメガ銀行グループは、本来期待されていた「金融スーパーマーケット」としての機能を果たすことなく、収益性の高い証券化ビジネスを従来以上に複雑な形態で発展させることに躍起となり、これが米国シャドーバンキングの発展を助長した。

ここまでは「銀行がシャドーバンキングを発展させた」局面である。

しかし、リーマンショックをきっかけに金融規制が強化されると、商業銀行・投資銀行の信用創造機能が低下し、代わってノンバンクによる貸出が増加し、銀行の穴を埋める形で、シャドーバンキングの役割が広がって行った。

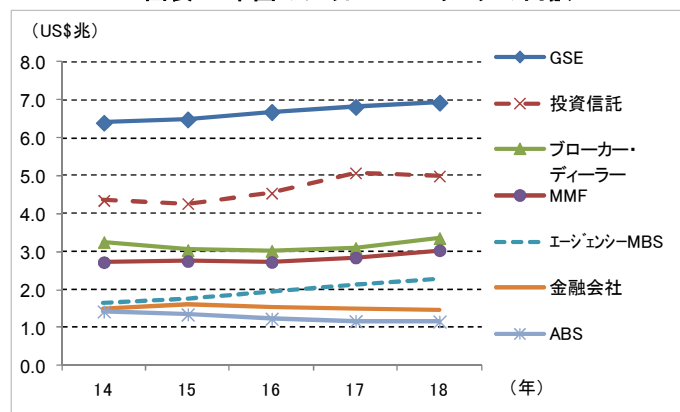
¹ 後掲＜用語集＞(1)参照。

² 後掲＜用語集＞(2)参照。

つまり、リーマンショック以降は「商業銀行・投資銀行の機能低下を埋め合わせるために、シャドーバンキングが独り歩きを始めた」局面と言える。

米国のシャドーバンキングの全体金額および内訳は、明確かつ詳細な定義付けの下で公表されているものではないが、投資の器も含めて誰が直接の貸し手であるかを基準にすると、MMF・投資信託といった投資ファンド、住宅ローンの買い取りを行うファニー・メイ³およびフレディ・マック⁴といった政府援助法人(GSE = Government Sponsored Entities)、ABS(証券化)等が代表的な存在であると言われている(図表4)。

図表4 米国のシャドーバンキングの内訳



(資料) FRB

こうした特徴を踏まえ、次章で米国のシャドーバンキングのリスクの所在につき述べる。

3. シャドーバンキングのリスク

米国のシャドーバンキングにおけるリスクは、(1)MMF・投資信託等の「解約集中(取り付け)リスク」、および(2)投資先・貸出先の破綻リスク(以下「クレジットリスク」と表記)に大別することができる。

(1)解約集中(取り付け)リスク

上記2. で述べた通り、米国のシャドーバンキングの特徴の一つとして、MMF・投資信託のウェイトが高いことが挙げられる。

MMF・投資信託には個人投資家の資金が多く流入しているが、銀行のような預金保険が無く、解約・資金引き揚げが投資家にとり唯一のリスク回避手段である。さらに、個人投資家はヘッドラインや群集心理に流され易い傾向があるため、金融危機発生などの市場下落時には、投資家のファンド解約殺到→社債等ファンド資産の売却発生→更なる資産価格下落の連鎖を引き起こすリスクがある。リーマンショック時に、MMF について解約規制が導入されたのは解約集中リスクの象徴的な事例であった。

(2)投資先、貸出先の破綻リスク(クレジットリスク)

クレジットリスクの例として、①住宅ローンと②レバレッジド・ローンの2つを取り上げる。

³ 後掲<用語集>(3)参照。

⁴ 後掲<用語集>(4)参照。

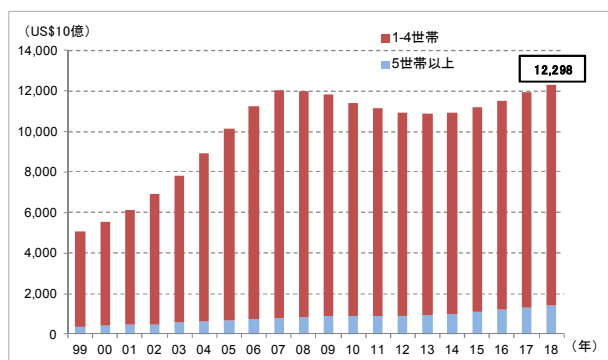
① 住宅ローン

2018 年末の米国の住宅ローン残高は 12.3 兆米ドルとリーマンショック前をやや上回る水準である(図表5)。米国の住宅ローン市場というサブプライムローン⁵問題を想起してしまいがちであるが、2006 年に全組成額の 23.5%を占めていたサブプライムローンの比率はその2年後には 1.7%にまで落ち込み、以降は目立った回復を示していない。なお、米国の住宅ローンの多くは、基本的にオリジネーターによる融資実行後、GSE により買い取られ、証券化された後に投資家に販売されるというのが一般的な図式である。

住宅ローン市場は GSE が介在すること、オリジネーターに住宅ローン専門ノンバンクが含まれるという点で、シャドーバンキングと密接な接点がある。現在では新規組成の 54%がノンバンクである(図表6)。

実質的に政府機関とみなされる GSE 制度に関しては、オバマ前大統領の時代に民営化案等、改革の必要性が論じられた時期もあったが、トランプ政権発足後は殆ど進捗しておらず、現在のところ住宅ローン市場の破綻リスク ≡ GSE 破綻リスク ≡ 米国政府リスクという図式に変わりはない。

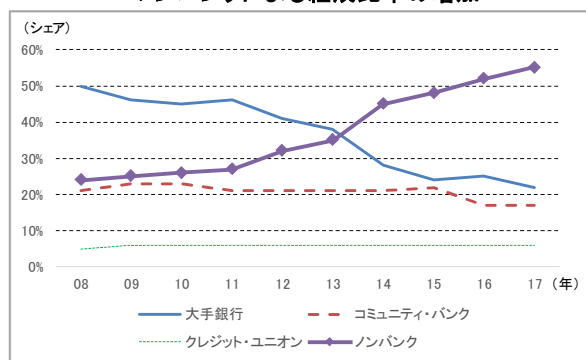
図表5 米国の住宅ローン残高推移(1999～2018 年)



(資料) FRB

図表6 住宅ローン(1世帯向け)

- ノンバンクによる組成比率の増加

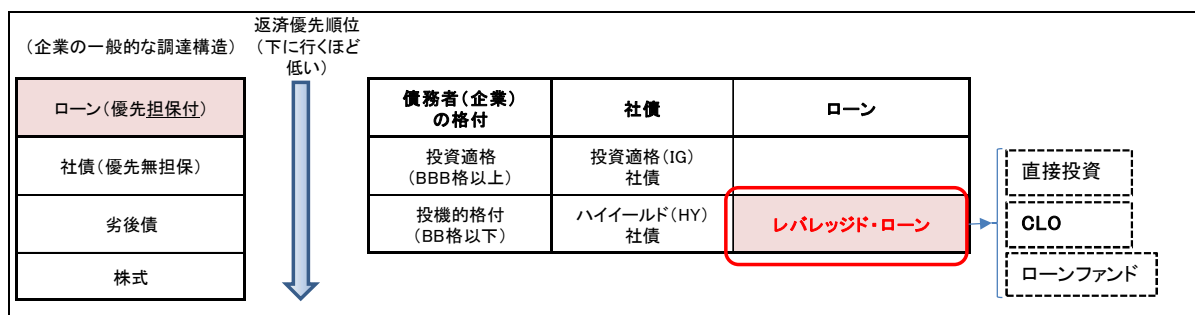


(資料) Mortgage Bankers Association

② レバレッジド・ローン

レバレッジド・ローンとは、投機的格付企業向けの優先担保付貸出で、(図表7)一般的には、EBITDA⁶ベースで 5,000 万米ドル以上の企業が対象となる。

図表7 レバレッジド・ローンとは



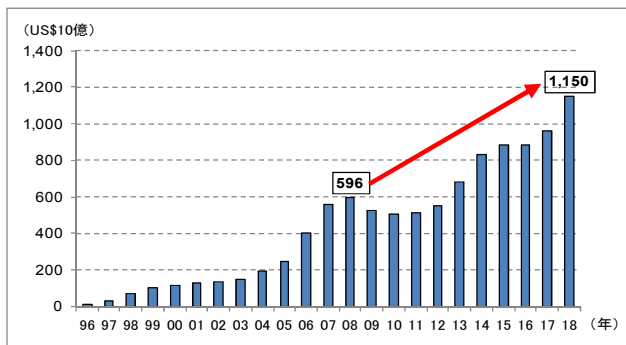
(資料) 三井住友信託銀行 調査部作成

⁵ 後掲<用語集>(5)参照。⁶ 後掲<用語集>(6)参照。

市場規模は 2018 年に1兆米ドルを突破しており、リーマンショック前と比べると約2倍の市場規模となっている(図表8)。なお、レバレッジド・ローンの多くは最近金融当局から警鐘が鳴らされている CLO⁷やローンファンドといった投資の器に組み入れられているのも特徴である。また、昨今ではレバレッジド・ローンに特化した PE ファンドや金融会社等のノンバンクによる組成が増えていることにも注目する必要がある。

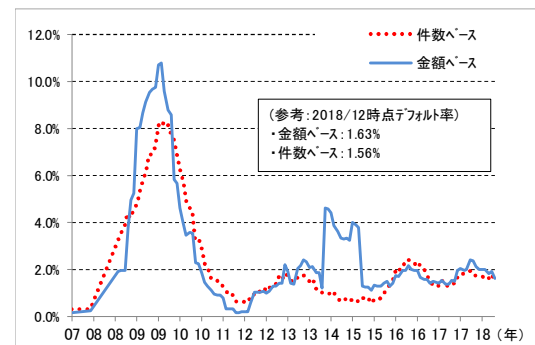
かつては貸出条件として財務制限条項(コベナンツ)⁸が付されている案件が太宗を占めていたが、最近ではコベナンツが付されていない、もしくは条件が緩和されている案件、いわゆる「コベナント・ライト・ローン」が主流であり、2018 年には新規組成案件の 85%を占めた。イエレン前 FRB 議長が 2018 年 10 月「与信基準の緩み等を通じて、この市場では懸念が高まっている」旨の発言をしたが、財務状況に懸念が少ない先が多いゆえにコベナント・ライト・ローンが増えているという見方もあり、「コベナント・ライト・ローン増加=懸念度合い増加」と決め付けるべきではない、と考える。なお、足元では米国経済の底堅さとも相俟って、デフォルト率の上昇は見られていない(図表9)。

図表8 レバレッジド・ローン市場の拡大



(資料) Leverage Commentary & Data

図表9 レバレッジド・ローン市場デフォルト率推移



(資料) Leverage Commentary & Data

(3) ノンバンクシェアの拡大

なお、住宅ローン、レバレッジド・ローン市場は、上記「2. 米国のシャドーバンキング」において触れた「銀行の穴を埋める形で、シャドーバンキングの役割が広がって行った」例の最も代表的な例であるが、これら市場においてノンバンクによる組成シェアが拡大した背景は以下の通りである。

住宅ローンについては、銀行に対する規制強化の影響、および過去の不適切販売に対する高額の法的費用の影響等理由により、銀行が住宅ローン業務に従来ほどには尽力しなくなった一方で、キャッチーな宣伝や IT システムの活用を通じ、組成の迅速さや顧客のアクセシビリティを高めた住宅ローン専門ノンバンクが大きく台頭してきたという事情がある。

レバレッジド・ローンについては、2013 年に銀行が組成する案件の組成基準としてレバレッジド・レンディング・ガイドライン⁹なるものが定められ、以降同ガイドラインの対象外である金融会社や PE ファンド等のノンバンクによる組成が目立つようになった。

ノンバンクが支える領域の拡大には懸念を示す向きもあるが、米国金融業界の発展がそれにより支えられてきたという事実は無視できないであろう。

⁷ 後掲<用語集>(7)参照。

⁸ 後掲<用語集>(8)参照。

⁹ 後掲<用語集>(9)参照。

4. 規制面の課題

以上、米国のシャドーバンキングのリスクの所在について触れたが、リスクに対する規制の動きは「未だ道半ば」の状況にある。

投資信託に関しては、その動向が市場に与え得る影響も大きい。リーマンショック後、FSB および IOSCO (証券監督者国際会議) 主導で大手の資産運用会社を「グローバルなシステム上重要なノンバンク金融機関 (G-SIFI)」として特定するための議論が活発に行われ、米国ではドッド=フランク法の下で規制に関する議論が進んだ。しかし、当初 G-SIFI として指定された AIG、プルデンシャル、メットライフの保険会社3社および GE キャピタルについては、現在指定が解除されており、現時点で米国のノンバンク G-SIFI は存在しない。これが示すように、資産運用業界の規制に関する議論も停滞ないし後退している。

組成のシェアを伸ばしているノンバンクに対する規制も同様である。住宅ローン市場に対する規制に関しては、2008年のSAFE Act¹⁰施行以来それまで州毎に統一感無く定められていたライセンシング規則等の平準化が進み、また連邦政府レベルにおいては、2011年ドッド=フランク法の下でリテール金融部門単一の金融規制監督当局として新設されたCFPB¹¹がノンバンクに対し厳しい監視の目を向け続けてはいるものの、やや市場に減速感が出ている足元の状況においては、ノンバンクの財務・流動性状況に関しさらに厳格なルールを定めるべきだという意見もある。レバレッジド・ローン市場に関しても、現時点ノンバンクに遵守が義務付けられる統一的なルールは特に存在しない。

5. 結び

冒頭触れた FSB のレポートにある通り、かつて「シャドーバンキング」と呼ばれていた領域は、米国の金融市場において、もはや「影 (シャドー)」と言える存在ではなくなっている。米国のレバレッジド・ローン市場および住宅ローン市場において、ノンバンクはもはや「日向 (ひなた)」の存在となっている。

「シャドーバンキング」を「牽制すべき対象」から「基盤・耐性強化する対象」へとシフトさせた FSB の認識変化は、現代の金融機能の現実を捉えているという意味で評価に値する。ただし、銀行システムと比べると、預金者保護のようなセーフティネットが未整備である点は疑いの余地がなく、規制面においても未だ盤石であるとは言えない。加えて、今後 Fintech 等により、さらに高度化かつ複雑化していくことが確実視されるが、それに伴うサイバーセキュリティの課題や、システムック・リスクが発生した際の耐性などの課題が残されている。

(金融事業調査チーム 山本 雅彦 : Yamamoto_Masahiko@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

¹⁰ 後掲<用語集>(10)参照。

¹¹ 後掲<用語集>(11)参照。

<用語集>

(1)	グラス・スティーガル法	<Glass-Steagall Act> 1933年に制定された米国の連邦法。世界恐慌の経験から、銀行の健全化と預金者保護を図るため、銀行・証券業務の分離や連邦預金保険公社(FDIC)の設立などを定めた。名称は法案を提出した2人の議員の名に由来する。
(2)	グラム・リーチ・ブライリー法	<Gramm-Leach-Bliley Act> 1999年に制定された米国の連邦法。1933年のグラス・スティーガル法で銀行業と証券業の分離を定めた規定を廃止し、銀行・証券・保険業の相互参入を認めた。名称は法成立を主導した3人の議員の名に由来する。
(3)	ファニー・メイ	<Fannie Mae (Federal National Mortgage Association = FNMA)、連邦住宅抵当公庫> 1938年に世界恐慌後の経済対策から銀行のバランスシート上の不動産貸付債権を買い取り、不動産融資をしやすくし、マイホーム保有を促進するために政府援助法人(GSE)として設立。
(4)	フレディ・マック	<Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation = FHLMC)、連邦住宅貸付抵当金庫>。ファニー・メイが十分カバーしていない部分に資金を供給する目的で1970年に設立。ファニー・メイとは競合関係にあるが目的は基本的には同じ。
(5)	サブプライムローン	経済的信用度の低い層を対象としたアメリカの住宅ローン。サブプライムとは優良(prime)より下(sub)という意味である。
(6)	EBITDA	<Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization> 税引前利益に、支払利息、設備投資による減価償却、企業買収による暖簾代償却を足し戻した利益。国によって異なる会計基準や法人税などの影響をできるだけ排除して算出した利益で、国際的な企業や他国の同業他社を比較・分析するための指標の一つである。
(7)	CLO	<Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券> 企業向けの貸出債権をひとまとめにし、そこから得られる金利収入などを裏付けに債権を証券化したもの。
(8)	財務制限条項(コベナンツ)	貸出契約における財務制限事項(financial covenants)を指す。債務者のある財務指標が一定基準を外れた場合、債権者から債務不履行(default)宣告をされたり、金利上昇等のペナルティを課されたりする。コベナンツの代表的なものとしては、レバレッジ比率(借入金額÷EBITDA)、金利カバレッジ(EBITDA ÷ 金利費用)等がある。
(9)	レバレッジド・レンディング・ガイドライン	2013年に発効した、銀行がレバレッジド・ローンを組成する際のガイドライン。「ベースキャッシュフローで5～7年以内に優先無担保債務の全額、もしくは総負債の半分を返済するシナリオが描けない企業のローンを組成すべきではない」、「トータル・レバレッジは6倍以内に抑えるべき」、「コベナンツ・ライト・ローンについては、排除しないもののスタンスはネガティブ」等の内容を含む。 なお、2018年3月、米国通貨監査局(OCC)長官は「銀行に同ガイドラインの遵守義務は無い」とのコメントを出している。
(10)	SAFE Act	<Secure and Fair Enforcement for Mortgage Lending Act> 2008年、州レベルの住宅ローンに関する法律を同法レベルに厳格にすることを義務付けたもの。同法により、それまで各州で独自に定められ統一感の無かったライセンス等についても基準が定められた。
(11)	CFPB	<Consumer Financial Protection Bureau> 金融規制改革法(ドッド=フランク法)に基づき2011年に連邦準備制度理事会(FRB)の下に新設された、透明性と消費者の選択を推進するリテール金融部門の単一の金融規制監督当局。サブプライム・ブームの際、金融機関が雑な審査を行ったことで多くの人が無謀な住宅ローンを組み、購入後デフォルト状態に陥ったことから、こうした事態の再発を防止すべく消費者が金融機関に騙されたり、不公正な契約をさせられたりすることを防止することを目的とし、連邦消費者金融法制の下で、消費者金融商品・サービスの提供等に関する規制・監督を行う。

国内主要都市 オフィス市場の展望 2019

～働き方の多様化と人手不足がオフィス需要を支える～

<要旨>

2018年の国内主要7都市(東京、大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡)のオフィス市場は、空室率低下と平均募集賃料の上昇が継続し、極めて順調に推移した。

今後も高水準の企業収益が続くことを前提に、当調査部ではオフィス需要増加が続き、主要7都市の空室率は低水準で推移するとみている。従来、需給軟化が懸念されていた東京と横浜も、IT企業やコワーキングスペースなど新たな需要が想定以上であることや、大型新築ビルの入居テナントが早期に目処が付いたことなどから、賃貸市況の大幅な調整は生じないとの見方に修正した。

当調査部の見通しには景気減速を織り込んでいるが、働き方の多様化が進むことで、コワーキングスペースの需要は今後も拡大する可能性が高く、少子高齢化の流れの中で、人材確保を目的とした高品質なオフィスへの移転需要も継続するとみている。

ただし、見通しの前提となる国内景気が、下振れする可能性が出てきていることには注意が必要である。足元は順調な国内オフィス市場だが、下振れリスクについても意識しながら市場動向を見ていく必要がある。

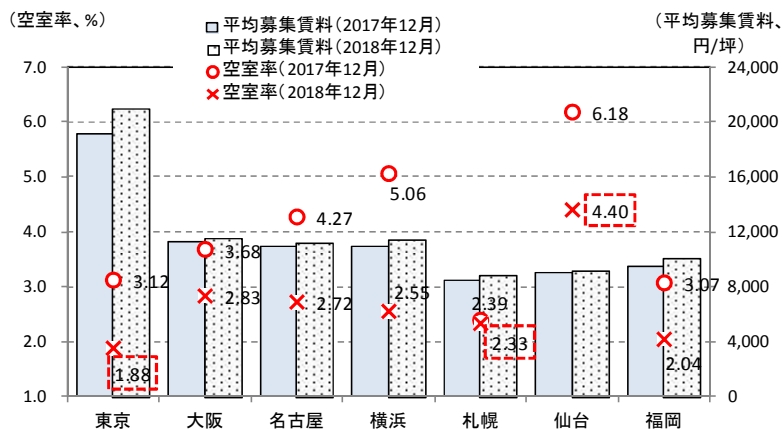
当調査部では、1年前の「調査月報 2018年4月号」に「[国内主要都市 オフィス市場の展望 ～需給バランスの鍵は供給動向～](#)」を掲載し、国内主要7都市のオフィス市場見通しを提示した。

本稿では、2018年のオフィス市場動向を振り返るとともに、それを踏まえて今後の見通しについて改めて展望するものである。

1. 2018年は7都市全てが空室率低下、平均募集賃料上昇

オフィス仲介会社の三鬼商事(株)が公表している「オフィスマーケットデータ」により、2018年12月と2017年12月のデータを比較して、2018年1年間の各都市の空室率と平均募集賃料の動向をみたのが図表1である。

図表1 空室率と平均募集賃料の変化



(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」より当調査部作成

平均募集賃料の年間上昇率		
	2018年	2017年
東京	+8.9%	+3.4%
大阪	+1.4%	+2.0%
名古屋	+2.1%	+1.1%
横浜	+3.8%	+1.4%
札幌	+3.7%	+2.2%
仙台	+1.1%	+0.5%
福岡	+5.2%	+2.3%

空室率は全ての都市で低下した。東京は1.88%と1991年以来27年ぶりに1%台となり、大阪・名古屋・横浜・福岡も2%台へ低下した。仙台の空室率は4.40%と他の都市に比べ高いものの、1年間で1.78%ポイント低下しており、データのある1992年以降で初めて5%を下回った。

一方、札幌は他の都市に先駆けて2017年に2%台へ低下していたが、2018年5月に比較的大型のビル1棟が空室を残して竣工したため、2018年の低下幅は0.06%ポイントと小幅であった。また当調査部が現地でヒアリングしたところ、札幌のオフィス需要は引き続き強く、需要の受け皿となる空室が大幅に減少しているため、むしろテナントの契約に至らず、空室率の低下が進み難くなっている模様である。

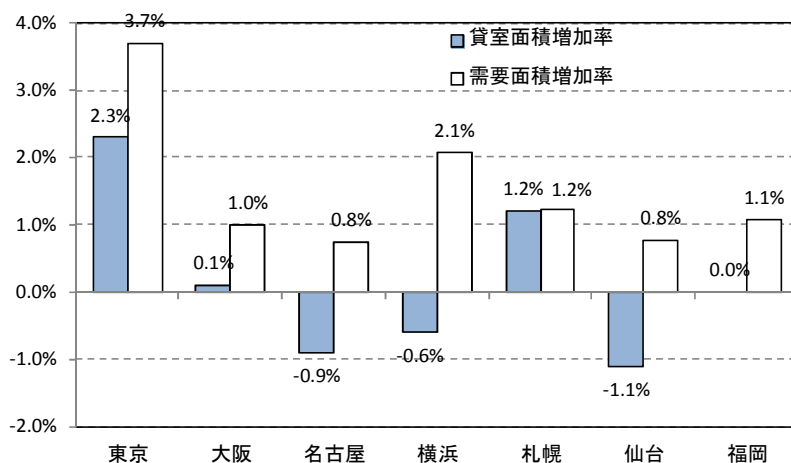
平均募集賃料についても全ての都市が上昇し、上昇率は大阪を除く6都市で2017年よりも高くなった。なかでも東京の上昇率は+8.9%と、リーマンショック前の2006年と同程度の上昇ペースへ加速しており、福岡は+5.2%とバブル崩壊後では過去に例のない水準へ上昇率が高まっている。

平均募集賃料の上昇ペースが加速している背景には、空室率が低下し需給がタイトになり、オフィスの貸し手側に有利な市場環境となっていることがある。

需給のタイト化を貸室面積と需要面積(＝貸室面積と空室面積の差)の増減に分けてみると、全ての都市で需要面積の伸びが貸室面積の増加を上回っており、2017年に続き旺盛なオフィス需要がオフィス需給改善を牽引していることが分かる(図表2)。

また、2018年に三鬼商事(株)の集計対象となるビルの新規供給がなかった名古屋・横浜・仙台は、滅失(オフィスビルの取り壊しや用途変更)により貸室面積が減少している。福岡は一定の新規供給が行われたが、新規供給に匹敵する滅失が生じたことで貸室面積は増加しなかった。これらの都市では、新規供給が少ないことに加えて、老朽化したオフィスビルが住宅やホテルに建替えられていることも、オフィス需給のタイト化に拍車を掛けている。

図表2 貸室面積と需要面積の増減率(2018年)



(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」より当調査部作成

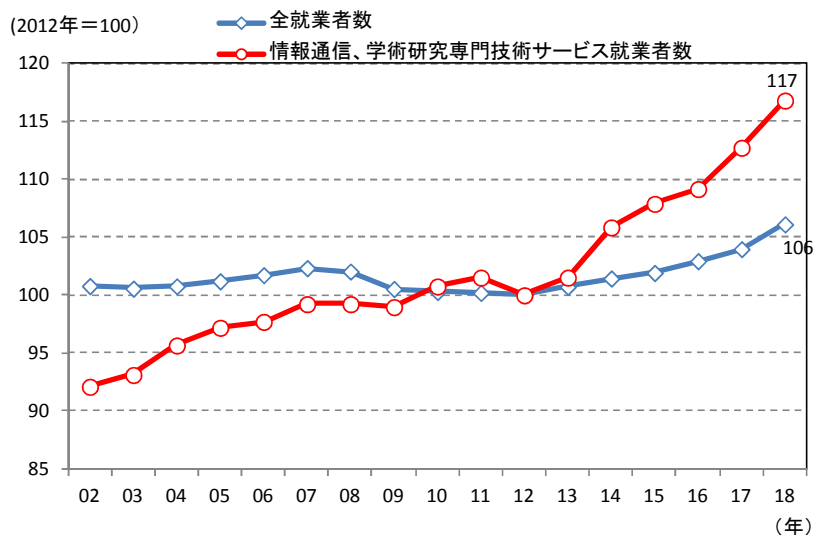
2. IT 企業がオフィス需要を牽引

現状、国内の企業収益は高水準であり、企業の人手不足感が強まるなど労働需給が逼迫した

状態が続いている。その下で就業者数は増加傾向にあり、特に IT 企業が含まれる「情報通信業」と「学術研究、専門・技術サービス」の就業者数が、2014 年以降大きく増加している(図表3)。

当調査部による各都市のオフィス仲介会社に対するヒアリングでも、「IT 企業の人員増加に伴う需要が強い」との声が多く聞かれており、2019 年に竣工する東京の主なビルでも IT 企業の入居が目立つ(図表4)。このように、現在のオフィス需要増加は IT 企業の需要拡大による部分が大きいと推測される。

図表3 全国就業者数推移(2012年=100)



(資料)総務省「労働力調査」より当調査部作成

図表4 IT 企業が入居する東京の主な新築ビル

完成年	オフィスビル名称	地区名	主なテナント
2019	住友不動産渋谷タワー	渋谷区	サイバーエージェント
2019	渋谷ソラスタ	渋谷区	VOYAGE GROUP
2019	渋谷スクランブルスクエア 東棟	渋谷区	サイバーエージェント
2019	渋谷パルコ建替え計画	渋谷区	デジタルガレージ
2019	渋谷フクラス	渋谷区	GMOインターネット
2019	新宿南口プロジェクト	渋谷区	LINE
2019	虎ノ門ヒルズビジネスタワー	港区	Supershipホールディングス

(資料)各種報道等から当調査部作成

また¹コワーキングスペース事業者による賃借需要が想定以上に増加している。代表的なコワーキングスペース事業者である米国の WeWork(ウィーワーク)は、2018 年に日本初進出してから急速に事業を拡大しており、現在は東京・大阪・名古屋・横浜・福岡に計 20 ヶ所の拠点を開設している(次頁図表5)。日本にも以前からレンタルオフィスのような業態は存在していたが、コワーキングスペースは単なる場所貸しではなく、利用者相互のコミュニティーを重視するのが特徴である。

テレワークなど働き方の多様化と相俟って、小規模事業者だけではなく大企業によるコワーキン

¹ コワーキングとは、執務スペースや会議室、打合せスペースなどを共有しながら独立した仕事を行うワークスタイルのことを指す。

グススペースの利用も増加しており、コワーキングスペース事業者は新たな借り手として、賃貸オフィス市場における存在感が高まっている。

図表5 WeWork の国内拠点

エリア	ビル名	所在地	エリア	ビル名	所在地
東京	アイスパーク	渋谷区神宮前	東京	城山トラストタワー	港区虎ノ門
	GINZA SIX	中央区銀座		メトロポリタンプラザビル	豊島区西池袋
	丸の内北口ビル	千代田区丸の内		半蔵門PREX North	千代田区麹町
	WeWork Shimbashi	港区新橋		新宿南口プロジェクト	渋谷区千駄ヶ谷
	アークヒルズサウス	港区六本木		渋谷スクランブルスクエア東棟	渋谷区渋谷
	日比谷パークフロント	千代田区内幸町	大阪	なんばスカイオ	大阪市中央区難波
	東京スクエアガーデン	中央区京橋	名古屋	グローバルゲート名古屋	名古屋市中村区平池町
	旧三陽商会青山ビル	港区南青山	横浜	オーシャンゲートみなとみらい	横浜市区西区みなとみらい
	住友商事神保町ビル	千代田区神保町	福岡	ゲイツ福岡	福岡市博多区中洲
	東急四谷ビル	千代田区麹町		DAIMYO204ビル	福岡市中央区大名

(資料) 各種報道等から当調査部作成

そのほか、人材確保を目的として、都市中心部の利便性が良く設備が整ったビルへ移転する需要も引き続き強い。人手不足が続くなか、若くて有能な人材を確保するには、良好なオフィス環境が必要であり、立地だけではなく内装や共用スペースを重視するテナントも増えている。

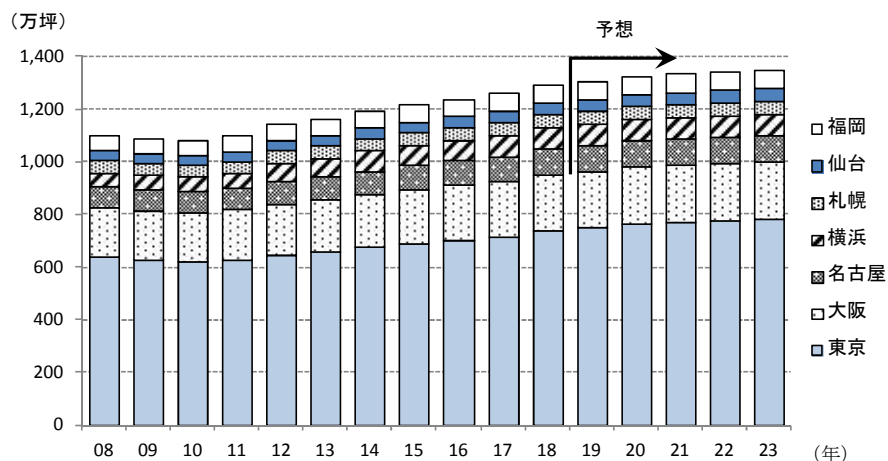
たとえばオフィス内にカフェを作ったり、ミーティングや協業するためのフリースペースを多く作るテナントもある。このようなスペースは、通常の執務スペースだけではない、プラスアルファのオフィス需要となっている。

3. 今後の展望と留意点

以上のオフィス市場動向を踏まえ、国内主要都市のオフィス市場をあらためて展望する。

国内企業のオフィス需要については、この先も高水準の企業収益が維持されるとみており、企業が従業員を増やしていく流れが続く、オフィス需要の増加は今後も継続すると予想している(図表6)。

図表6 主要都市の需要面積

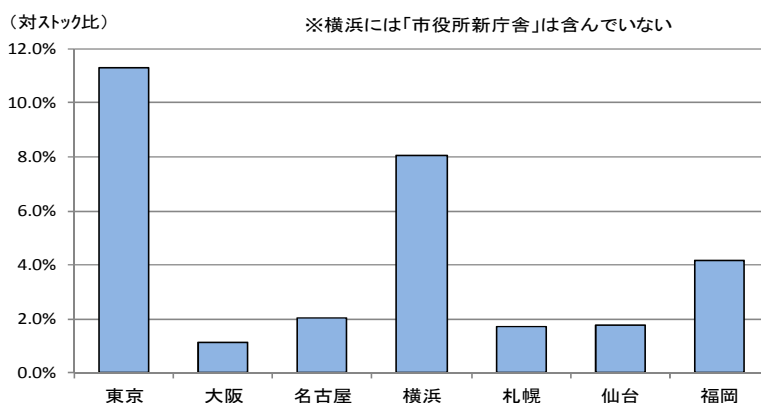


(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」より当調査部作成
予想は当調査部

オフィスの新規供給については、東京は2020年まで大量供給が続く、横浜は2020年・2021年に大型ビルの竣工が予定されているが、その他の5都市は新規供給が限定的である(図表7)。

今まで新規供給予定が全くなかった仙台では、オフィス需給のタイト化に伴い新たなオフィスビル開発が具体化しているが、今後5年間累計の新規供給は2018年末ストック比で1.8%と大きくない。福岡は2021年以降に²天神ビッグバンによる建替えて2棟の大型ビルが竣工予定だが、それ以外の供給予定は多くない。

図表7 新規供給(2019～2023年累計)の対2018年末ストック比率



(資料) 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」、
各種資料より当調査部作成

このような需要と供給見通しのもと、主要7都市の空室率は2023年まで5%を下回る水準で推移すると予想している。ただし、各都市の空室率は既に歴史的な低水準にあり、需要増加に対し空室不足が顕著になっていることから、今後の空室率低下ペースは非常に緩やかなものになるとみている(次頁図表8)。

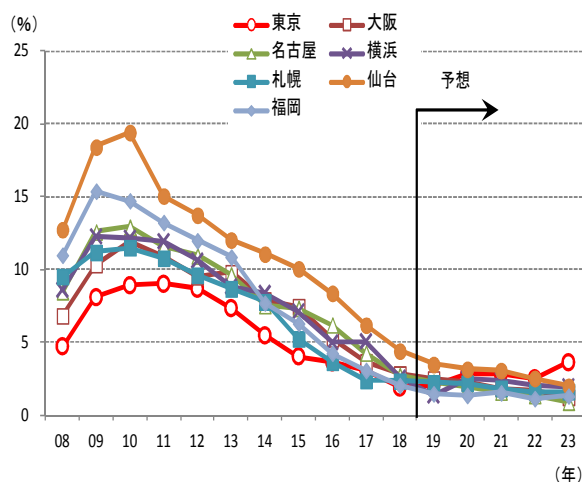
従来の予想では、大量供給が続く東京は2020年に空室率が5%を超えると予想していたが、予想を上回る需要の増加を受け、今後の需要見通しを上方に見直した。また、横浜は2020年の大型ビルの供給に加え、同じ年に「横浜市役所新庁舎」が竣工するため、供給増加と市役所関連テナントの退去による空室増加が重なり、空室率が上昇すると予想していたが、大型ビルのテナントが早期に決まったことで大幅な需給悪化の懸念は薄らいだ。

平均募集賃料についても、7都市いずれも上昇が続くと予想している(次頁図表9)。従来予想では、東京・横浜は需給軟化により平均募集賃料が調整するとみていたが、空室率は低水準で推移する見通しに改めたため、東京・横浜の平均募集賃料も調整は生じないとみる。

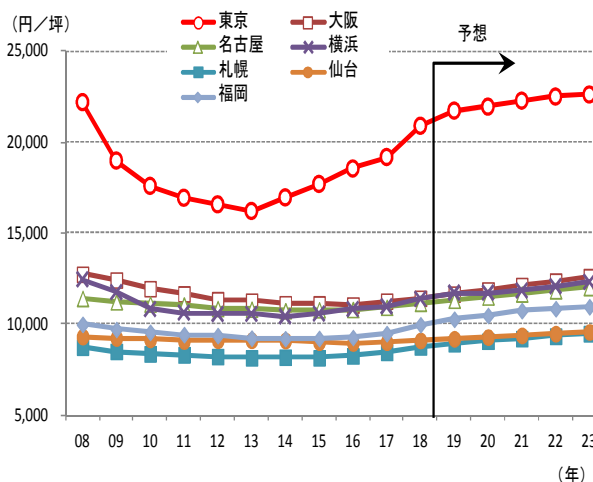
7都市の中では、平均募集賃料が上昇に転じるのが他都市より遅れた大阪と、東京以外で最も空室率が低く需給の逼迫感が強い福岡の賃料上昇率が高くなるとみている。

² 天神地区の容積率と航空法の規制を緩和し、ビルの建替えを促す計画。

図表8 主要都市の空室率



図表9 主要都市の平均募集賃料



(資料) 図表8、9とも三鬼商事「オフィスマーケットデータ」より当調査部作成

予想は当調査部

予想の前提: 需要の前提となる経済環境は、当調査部の経済見通しに基づく。

供給の見通しは各種資料・報道等から当調査部が集計したもの。

以上の通り、今後も高水準の企業収益が続くという前提のもとでは、主要都市のオフィス市場は堅調に推移する見通しとなる。当調査部の見通しには景気減速を織り込んでいるが、働き方の多様化が進むことで、コワーキングスペース事業者の新たなオフィス需要は今後も拡大する可能性が高く、少子高齢化という流れの中では、企業の人手不足感は緩和せず、人材確保を目的とした中心部の高品質なオフィスへの移転需要も継続するとみている。

ただし、[調査月報 2019 年 3 月号「2019 年度までの経済見通し」](#)で指摘しているように、見通しの前提となる国内景気が、下振れする可能性が出てきていることには注意が必要である。

今回の見通しでは、2020 年まで大量供給が続く東京も、新規供給は需要増加で吸収可能としたが、国内景気が下振れすれば状況が変わり、増加するオフィス面積の消化が進まず、需給バランスが悪化することになる。

国内主要都市のオフィス市場は足元では極めて順調だが、下振れリスクについても意識しながら市場動向を見ていく必要がある。

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

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。