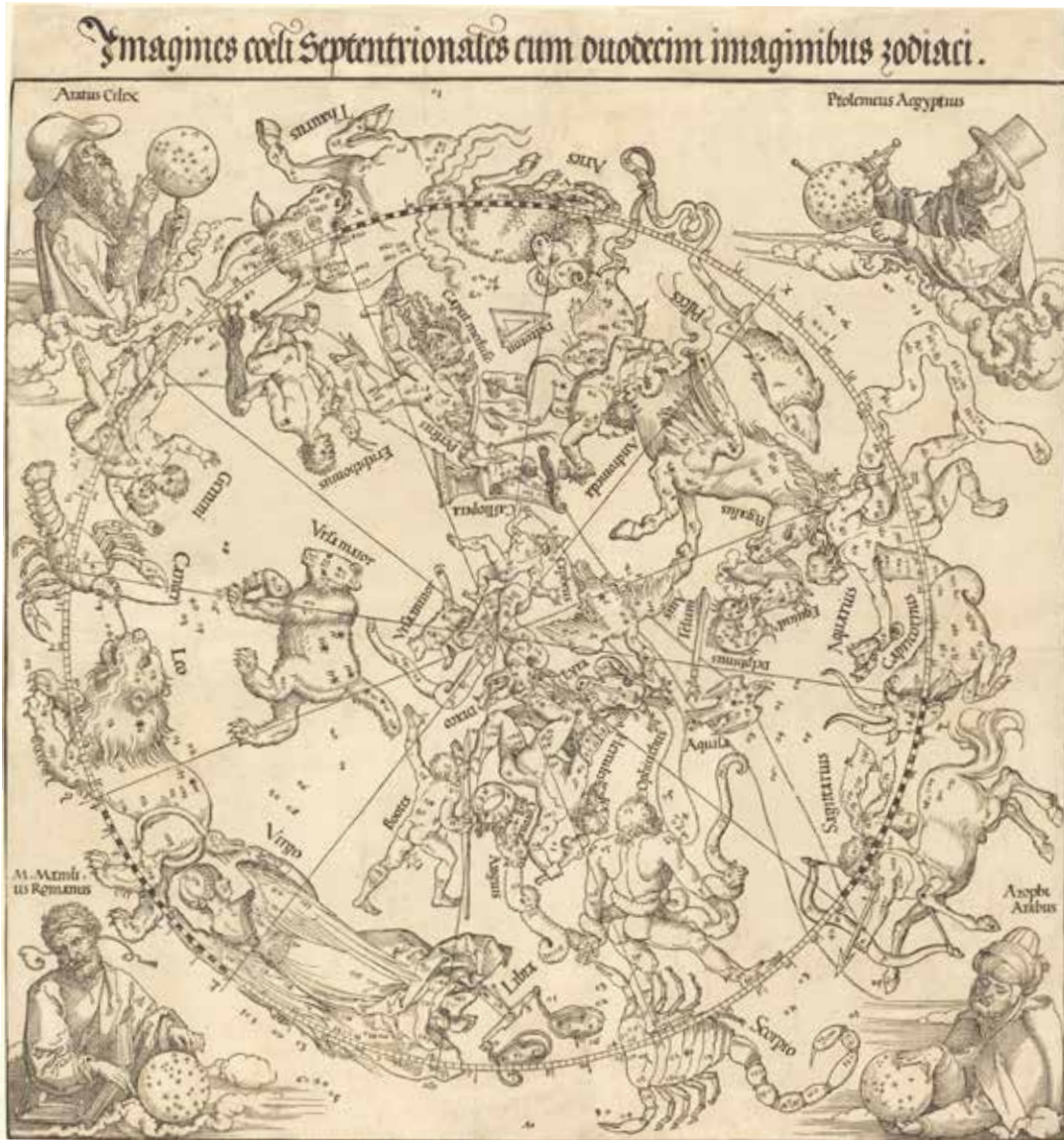


# ニッセイ基礎研 Report

Nov. 2021 Vol.296

- 02 東南アジアで新型コロナ感染がピークアウト ● 斉藤 誠
- 04 メルケル長期政権後のドイツ新政権の課題 ● 伊藤 さゆり
- 06 成約データで見る東京都心部のオフィス市場動向(2021年上期) ● 佐久間 誠
- 08 中期経済見通し(2021~2031年度) ● 山下 大輔
- 10 新型コロナ 社会的な終息に向かう? ● 篠原 拓也
- 11 急速に進む円安、今後も円安の流れが続くのか? ● 上野 剛志



## 天空を視る

ルネサンスの時代、印刷都市ニュルンベルクで世界で初めて星図が印刷、発行された。数学者で天文学者のシュタピウスが座標系を決め、ハインフォーゲルが星を配置、そして描いたのは画家アルブレヒト・デューラー。今でいう天球儀を平たくしたもので、天球を外から見た図として制作された。美しく分かりやすい線描は後世の星図に大きな影響を与えたという。

●  
天球図 [北半球]  
アルブレヒト・デューラー  
木版画 42 × 39.5cm 1515年  
ナショナル・ギャラリー・オブ・アート所蔵  
Courtesy National Gallery of Art, Washington

# 東南アジアで新型コロナ感染がピークアウト



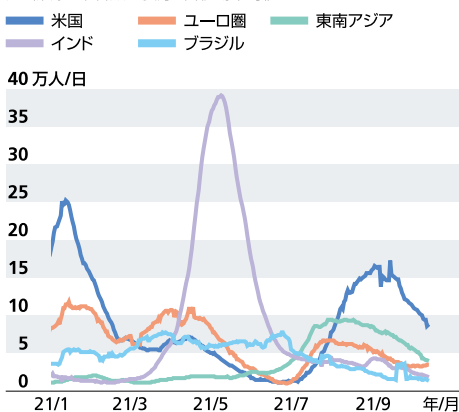
経済研究部 准主任研究員 齊藤 誠  
msaitou@nli-research.co.jp

## 1——東南アジアの感染状況

東南アジアは今年に入って新型コロナウイルスの感染状況が次第に悪化、6月中旬から急拡大した。ASEAN加盟全10カ国の新規感染者数は6月中旬の2万人台から7月下旬に10万人まで急増、一時は米国やユーロ圏などを上回る勢いとなった[図表1]。

[図表1] 主な国・地域の感染者数の推移

資料：ジョンズホプキンス大学より作成  
注：新規感染者数は後方7日移動平均値



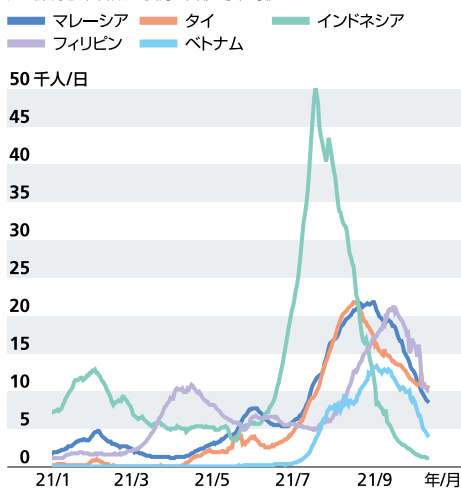
感染拡大の背景には、デルタ株の流行とワクチン接種の遅れのほか、感染対策の不徹底や祭事期に伴う人流の増加がある。東南アジアは昨年の感染第1波が軽度で済み、海外産ワクチンの調達競争や国産ワクチンの製造に出遅れた。また人口の多さやワクチン供給体制の整備などの問題もあり、ワクチン接種率の伸び悩んでいる国が多い。さらに医療体制が脆弱なことは都市封鎖の長期化に繋がった。

東南アジア地域のなかでもASEAN-5(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム)は感染者数が多く、地域全体の9割程度を占めるが、現在は感染状況が改善傾向にある。1~2ヵ月間に渡る厳格な活動制限措置が奏功した結果、感染者数

はインドネシアが7月中旬、タイが8月中旬、マレーシアとベトナムが8月下旬、フィリピンが9月上旬にそれぞれピークアウトした[図表2]。感染状況の改善を受け、各国政府は早い段階で都市部を中心に適用した制限措置の解除に舵を切り、現在も段階的な制限緩和を進めている。

[図表2] ASEAN-5の感染者数の推移

資料：ジョンズホプキンス大学より作成  
注：新規感染者数は後方7日移動平均値



## 2——タイ、ベトナムの感染状況と政府の封じ込め措置

ここでは上述のASEAN-5のうち、日本企業の関心が高いタイとベトナムに絞って感染状況と政府の活動制限措置をみていく。

### 1 | タイ：都市封鎖の対象地域拡大により感染状況が改善、観光再開へ

タイでは今年4月中旬のタイ正月(ソンクラーン)に伴う旅行や帰省が増えたことがきっかけとなり感染第3波が発生、新規感染者数は4月初の100人未満から6月末には5,000人程度まで増加した[図表3]。この間、タイ政府は首都バンコクなどで店内飲食の禁止や商業施設の営業時間制限などの行動規制を次第に強めていった

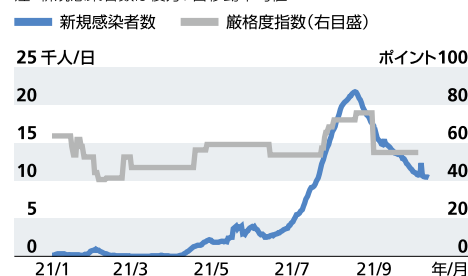
が、デルタ株の猛威を止められず、感染拡大ペースは加速した。

タイ政府は7月中旬に首都バンコクを含む10都県(全77都県)を対象に夜間外出禁止など事実上の都市封鎖措置を発令し、8月には都市封鎖の対象地域を29都県に拡大、その後も工場従業員の移動を制限することで感染を防ぐバブル・アンド・シールやファクトリー・サンドボックスの追加措置を講じるなど行動規制の強化を続けた。

一連の感染対策が奏功した結果、感染者数は8月中旬に2.3万人のピークをつけ、足元では1万人前後まで減少している。タイ政府は9月から都市封鎖地域の店内飲食や商業施設の営業の制限などを一部緩和すると、10月中旬から都市封鎖の対象地域を23都県に縮小すると共に夜間外出禁止を2時間短縮した。また11月からはワクチン接種済みの外国人旅行者に対する検疫隔離を免除する方針を表明しており、段階的な制限解除を進めていく考えだ。

[図表3] タイの感染状況

資料：ジョンズホプキンス大学、オックスフォード大学より作成  
注：新規感染者数は後方7日移動平均値



### 2 | ベトナム：ゼロコロナ戦略を断念

ベトナムはこれまで水際対策や濃厚接触者の強制隔離など極めて厳格な感染防止策を実施し、短期間で感染を収束することに成功してきた。しかし、今年4月末に北



さいとう まこと  
08年 日本生命保険相互会社入社  
12年 ニッセイ基礎研究所

部を中心に感染第4波が広がると歯止めがかからない状況に陥った。政府は当初感染源となっていた北部2省(バクザン省、バクニン省)を中心に首相指示16号に基づく社会隔離措置を講じることで新規感染者数を6月まで100~300人程度に抑え込んでいたが、人口密度の高い南部ホーチミン市に感染が広がると、感染源の特定が難しくなり感染者が急増した[図表4]。

ホーチミン市は7月9日から社会隔離措置を適用して事実上の都市封鎖に入り、外出や他地域との移動が原則禁止されると、その後も南部19省市全域や北部ハノイ市(首都)、中部ダナン市といった大都市へと社会隔離措置の対象範囲が広がった。その後も暫くの間は感染状況が改善せず、感染リスクが最も高いホーチミン市では8月23日から9月6日まで外出禁止措置を終日とするなど、政府は更なる規制強化を実施した。

新規感染者数が8月下旬の1.7万人をピークに減少に転じると、首都ハノイは9月15日、ホーチミン市は10月から社会隔離措置の緩和に転じ、製造業の操業規制やサービス業の営業規制が段階的に緩和

されることとなった。ベトナムは市や省ごとに感染者がゼロになってから暫く経つまで、厳格な防疫措置を続ける「ゼロコロナ戦略」を執ってきた。企業と国民の不満が限界に達しており、政府はゼロコロナ戦略からの転換を迫られた格好だ。

### 3——経済活動の継続に向けて ワクチン接種動向がカギに

新型コロナウイルスとの共生を目指し、都市封鎖をせずに規制強化を一部にとどめるウィズコロナ戦略が東南アジアにおいても広がっている。以前よりワクチンが普及するようになり医療提供体制を確保しやすくなったことが主因だが、実態経済が疲弊して社会が厳しい都市封鎖を受け入れられなくなってきたことも一因だ。今後、各国は感染状況ばかりに左右されず、様々な要因を考慮して感染対策を柔軟に切り替えていくようだ。

東南アジア各国のワクチン接種完了者の割合をみると、マレーシアが5割半ばと日本並みに進んでいる一方、タイが2割、インドネシアとフィリピンが1割半ば、ベトナムが1割弱と低水準に止まっている[図表5]。しかし、各国政府はワクチンの普及を急ぎ、年後半から海外産ワクチンの普及が加速してきたことも確かだ。また今後はワクチンの国内製造を既に開始しているタイに続き、インドネシアとフィリピン、ベトナムでも来春までに国産ワクチンの供給が始まるとみられる。

変異株の脅威に対してワクチンの有効性は不透明な部分があるが、ワクチン接種が加速するにつれて医療体制は確保しやすくなる。つまり、経済活動と感染対策を

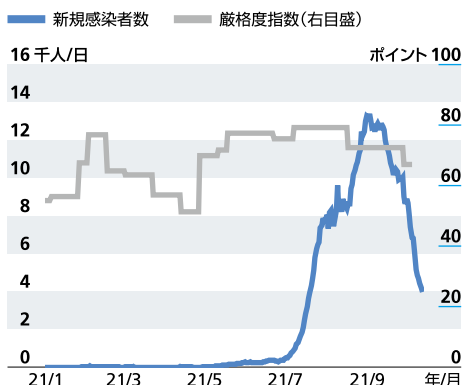
両立しやすくなり、デルタ株の広がりでも都市封鎖が長期化した今夏のような状況から抜け出せるようになるだろう。また各国ではワクチン接種完了者を対象に行動規制を緩和し始めており、対面型サービス業に希望が見えてきている。

東南アジア各国では、これまで個人に対する行動制限措置が多かったが、今回の感染拡大では企業の操業を制限する措置が導入されるケースが目立った。特にベトナムは操業制限が厳しく、製造業は従業員の「労・食・住」を工場内に集約することが条件とされ、操業を続けることが難しかったようだ。東南アジアには電機や自動車など数多くの日系企業が進出しているが、感染拡大の影響で現地工場が停止し、半導体や自動車関連部品の供給に支障が生じることとなった。

これまで東南アジアは世界の製造業から低コストの生産拠点として注目を集めてきた。しかし、今回のように有事の際の脆弱性が目立てば今後訪れる新たな脅威に対して生産基地の役割を担うことが難しいと判断され、東南アジアへの進出を躊躇する企業が増えかねない。コロナ禍の長期化は東南アジア経済への長期的な打撃となる恐れがある。

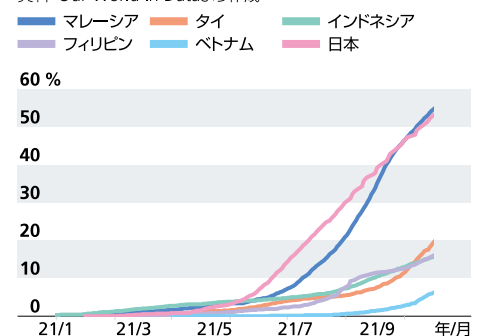
[図表4] ベトナムの感染状況

資料: ジョンスホプキンス大学、オックスフォード大学より作成  
注: 新規感染者数は後方7日移動平均値



[図表5] ワクチン完全接種率の推移

資料: Our World In Dataより作成





# メルケル長期政権後のドイツ新政権の課題



経済研究部 研究理事 伊藤 さゆり  
ito@nli-research.co.jp

## 1——進むSPD主導の信号連立協議

21年9月26日の独連邦議会選挙(総選挙)で、引退するメルケル首相の後継としてラシェット氏が率いた「キリスト教民主・社会同盟(CDU / CSU)」が過去最低の得票率で第2党に沈んだ。

第1党は、メルケル政権の4期16年のうち、3期12年間、大連立のパートナー「社会民主党 (SPD)」だった。SPDの勝利は、CDU / CSU、緑の党の首相候補の失速という「敵失」に助けられながら、首相候補のショルツ氏が、現職の財務相としてメルケル政権を支え、首相の後継としての支持を得たことによる。

総選挙の結果、政権樹立が可能な組み合わせは、①SPDを第1党とする大連立、②SPD-緑の党-自由民主党(以下、FDP)、③CDU / CSU-緑の党-FDPに絞られた。SPDは赤、CDU / CSUは黒、緑の党は緑、FDPは黄がイメージカラーであるため、②は「信号連立」、③は「ジャマイカ連立」と呼ばれる。

総選挙後から、①の可能性は否定、②か③に絞られたが、10月15日には「信号連立」が予備協議から本協議に進むことを表明しており、③の「ジャマイカ連立」の可能性は大きく低下している。

「信号連立」誕生の鍵はFDPにある。財政運営や気候変動対策のアプローチで、SPDと緑の党の二党と、親ビジネスで小さな政府を指向するFDPとでは立ち位置が異なるからだ\*1。

隔たりは大きいですが、合意が期待できない訳ではない。FDPと政策が近いCDU / CSUは、ラシェット党首が辞意を表明、

指導部の刷新を決めるなど、次期政権を主導することが難しくなっている。FDPは、2017年の総選挙後の「ジャマイカ連立」協議を一方的に離脱し批判を浴びた。同じことは繰り返せない。

とは言え、現時点では、最終的な連立の組み合わせも、新政権発足のタイミングも不透明だ。

はっきりしていることは、メルケル長期政権が推進した政策の副作用や積み残した問題への対応が、次期政権の課題となることくらいだ。

## 2——メルケル政権「一人勝ち」の構図

メルケル政権の16年でドイツ経済の立ち位置は「欧州の病人」から「一人勝ち」へと劇的に改善した。最悪期の2005年には450万人を超えていた失業者数は、およそ3分の1の水準まで減少した。財政事情は2019年にはEUの政府債務残高の基準値であるGDPの60%をクリアするまで改善、コロナ禍に迅速かつ大胆な財政出動が出来た。

しかし、ドイツの「一人勝ち」は、メルケル政権が推進した政策が、それ以前の政権より優れていた結果とは言い切れない。新政権が率いるドイツが「一人勝ち」できなくなっても、政策が劣っているからと決めつけるべきでもない。

そう考える理由は2つある。1つは、メルケル政権は、政権発足以前の政策から恩恵を受けた面が大きいことだ。

メルケル政権期の劇的な労働市場と財政事情の改善は、第二次シュレーダー政権(2002年10月~2005年11月、SPD-緑

の党連立政権)の労働市場と税・社会保障制度の一体改革(ハルツ改革)の効果が顕われたからと見ることができる。

ユーロの導入という政治判断もドイツの「一人勝ち」につながったが、東西ドイツ統一(1990年10月)の見返りにドイツ・マルクを放棄、単一通貨を導入する決断をしたのはコール首相(1982年10月~1998年10月、CDU / CSU-FDP連立政権)だ。コール首相はユーロ導入直前の98年9月の総選挙で敗れ、99年1月のユーロ導入時は、シュレーダー政権に交代していた。シュレーダー政権期のドイツ経済低迷は、ユーロ導入時に為替相場が割高な水準で固定されたことも影響した。「ハルツ改革」で硬直化・高コスト化した労働市場の改革が進展、生産拠点の国外移転や実質賃金の抑制に労使が協調して取り組んだことで競争力が回復した。ドイツの実質実効為替相場は、ユーロを導入した国々の間では為替相場の変動が影響しなくなり、圏内のコストの相対的な変化のみが影響するようになった。他方、圏外の主要貿易相手国・地域に対する実質実効為替相場は、ユーロ相場の変動を受けるが、ドイツより競争力が低い国々と単一通貨を共有するようになったことで、ドイツにとって割高化することはなくなった。

輸出型製造業をけん引役とするドイツ経済の「一人勝ち」を支えた要因として、域外の大国・中国との関係の緊密化も大きな影響を及ぼした。

## 3——ドイツ新政権に引き継がれる問題

次期政権下で、ドイツの「一人勝ち」が難



いとう・さゆり

早稲田大学大学院商学研究所修士課程修了。  
87年日本興業銀行入行、調査部シニアエコノミストを経て  
01年ニッセイ基礎研究所、17年より現職。  
近著に「沈まぬユーロ」(共著、文真堂)

しくなるもう1つの理由は、価値観による対立という傾向を帯びた難しい国際環境の下で、メルケル政権が積み残した困難な課題への取り組みや、メルケル政権が推進した政策の副作用への対応を求められることにある。

ここでは次期政権の主たる課題を3つあげたい。

## 1 | グリーン化、デジタル化加速

メルケル政権期の「一人勝ち」の成果は、次期政権が取り組むべき課題と表裏一体である。財政収支の均衡を義務づける「債務ブレーキ」の導入で、財政の健全化は進んだが、公共投資の伸びは抑制された<sup>\*2</sup>。結果として気候変動対策やデジタル化対応が遅れた。例えば、二酸化炭素の排出量削減状況を反映する「エネルギー消費量当たりのCO<sub>2</sub>排出原単位(炭素集約度)」は着実に低下しているが、EU平均に比べて高く、努力の余地を多く残す<sup>\*3</sup>。デジタル化も競合国に比較して遅れをとった。スイスに拠点を置くビジネススクール・国際経営開発研究所(IMD)が作成する「デジタル競争力ランキング」<sup>\*4</sup>ではドイツは16位に甘んじている(米国が1位、中国が15位、日本は28位)。

「信号連立」の3党、特に緑の党とFDPIは、グリーン化、デジタル化に前向きだ。両党が若年層から高い支持を得たのも、メルケル政権期に十分に進展しなかったグリーン化、デジタル化加速への期待があるからだろう。両党の間には、目標実現のための公共投資や財源問題への姿勢の違いがあるが、どのようなアプローチをとるにせよ、次期政権には、この間の遅れを取り戻

す成果が求められる。

## 2 | EUの課題解決へのリーダーシップ

EU最大の経済として、EUの課題解決へのリーダーシップも求められる。

メルケル首相は、ギリシャに端を発するユーロ圏の債務危機対応を主導した。しかし、実際に、ユーロの安定に貢献したのはECBであり、ドイツ主導の支援は、危機国に財政緊縮を求め、過度の負担を強いたとの批判も強く残る。

今も、ユーロ危機再燃の芽となる圏内格差は解消していない。コロナ禍の後遺症で、圏内格差が単一通貨圏として許容できる範囲を超える水準に拡大することを防がねばならない。

コロナ危機対応ではメルケル政権も、フランスとともに復興基金「次世代EU」創設に動くなど連帯重視の姿勢を見せた。復興基金は、制度設計上は、補助金を通じた圏内格差是正と、グリーン化、デジタル化の改革・投資促進が期待できる。当面の優先課題は、2027年までの時限的枠組みである復興基金を円滑に機能させることだ。将来的には、復興基金終了後を見据えた後継の枠組み作りの議論をドイツがリードする必要も出てこよう。

EUの財政ルールの見直しも課題である。債務危機を教訓に改定された現状のルールは、ドイツの意向を反映して緊縮バイアスが強く、過剰債務国に厳しい。コロナ対応で、EUの財政ルールは、一時適用が停止されているが、23年には再起動が見込まれる。コロナ禍の後遺症に配慮し、グリーン化、デジタル化加速を後押しする修正が期待される。EUの財政ルールの見直し

に、緑の党は賛成、FDPIは反対と立場が異なるが、親EUの立場は一致する。EUとユーロ圏の安定と発展に資するルール作りに貢献することが期待される。

経済領域以外では、EUの難民政策や安全保障面での協力の強化も次期政権に引き継がれる課題となる。

## 3 | 中国との競争条件の公平化

中国との関係は、メルケル政権期に、緊密になったが、相互の市場アクセスが不均衡であるなど、競争条件の公平性に問題を抱える。

メルケル首相が、EU議長国(当時)として、2020年12月30日に原則合意に漕ぎつけた中国との包括的投資協定(CAI)は、市場アクセスや競争条件の公平化の一步としての意味を持つが、協定の内容は不完全で、履行が確保されないとの批判も強く、現在まで批准手続きは凍結された状態にある。

第4次メルケル政権では、中国をパートナーであるとときに体制上のライバルと位置付けるようになった。次期政権に加わる見通しの緑の党、FDPIは中国との競争条件の公平化や人権問題により厳しい姿勢を打ち出している。

中国との決定的な対立を回避しつつ、よりバランスのとれた関係への移行を実現できるのか、手腕が問われる。

[\*1] 各党の政権公約については、伊藤さゆり「公約から考えるメルケル後の独連立政権と政策」(ニッセイ基礎研究所「研究員の眼」2021-09-06)をご参照下さい。

[\*2] IMD 'World Digital Competitiveness Ranking 2021'

[\*3] Agora 'The European Power Sector in 2020 (Data Attachment)

[\*4] 伊藤さゆり「始まったEUの財政ルールを巡る攻防」(ニッセイ基礎研究所「Weeklyエコノミスト・レター」2021-09-15)をご参照下さい。

# 成約データで見る東京都心部のオフィス市場動向(2021年上期)

## エリア別・業種別・ビルクラス別に見た「オフィス拡張移転DI」の動向



金融研究部 准主任研究員 佐久間 誠

msakuma@nli-research.co.jp

### 1—— オフィス拡張移転DIの低下に いったん歯止め

新型コロナウイルス感染拡大の影響によりオフィス市況は調整局面に入り、不透明感の強い状況が続いている。そこで本稿では、オフィス拡張移転DIをもとに、企業のオフィス移転動向を確認する。オフィス拡張移転DIは三幸エステートとニッセイ基礎研究所がオフィス移転の成約データをもとに共同で作成し、0%から100%の間で変動し、基準となる50%を上回ると企業の拡張意欲が強いことを表し、50%を下回ると縮小意欲が強いことを示す指標である。

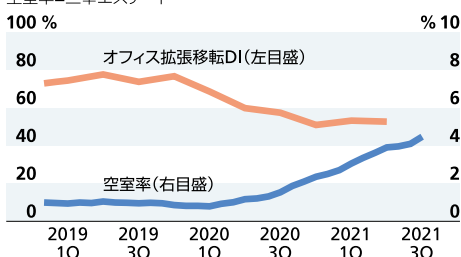
東京都心部のオフィス拡張移転DIは、オフィス市況が活況であった2019年は70%台で推移していた[図表1]。2018年以降、新築オフィスビルの大量供給が続いたにもかかわらず、こうした企業の旺盛なオフィス拡張意欲がオフィス床の大量供給を吸収し、空室率は2019年1月に初めて1%を下回り、その後もタイトな需給バランスが継続した。

しかし、2020年にコロナ危機が訪れると、オフィス拡張移転DIは2020年第1四半期の69%から2020年第4四半期の51%へと急低下した。空室率についてもその後やや遅れて上昇に転じ、2020年末には2.36%へ上昇した(ボトム対比+1.57%)。

2021年第1四半期と第2四半期のオフィス拡張移転DIは53%となり、拡張と縮小が均衡する水準で横ばいに転じた。昨年来の低下にいったん歯止めがかかる一方で、オフィス床解約の影響が大きく空室率の上昇が続いており、9月末時点では4.48%となった(昨年末比+2.12%)。

[図表1] オフィス拡張移転DIと空室率の推移 (東京都心部)

出所: オフィス拡張移転DI=三幸エステート・ニッセイ基礎研究所  
空室率=三幸エステート



### 2—— オフィス拡張移転DIの エリア格差が拡大

東京都心部の16エリアのなかで2021年上期にオフィス拡張移転DIが高かった上位5エリアを見ると、第1位が「渋谷・桜丘・恵比寿(オフィス拡張移転DI77%)」となり、続いて「麹町・飯田橋(同69%)」、「内神田・外神田(同67%)」、「京橋・銀座・日本橋室町(同60%)」、「五反田・大崎・東品川(同57%)」の順となった。

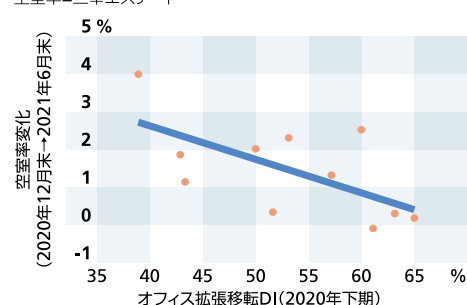
これに対して、オフィス拡張移転DIが低かった下位5エリアを見ると、同DIが低い順に、「新宿・四谷(オフィス拡張移転DI35%)」、「新橋・虎ノ門(同38%)」、「赤坂・青山・六本木(同44%)」、「丸の内・大手町(同45%)」、「浜松町・高輪・芝浦(同47%)」となった。

また、2020年下半期のオフィス拡張移転DIと、その後半年間の空室率の変動を比較すると、オフィス拡張移転DIが低いエリアほど、その後の空室率が大きく上昇する傾向にあった[図表2]。もちろん、空室率の変動は、オフィス拡張移転DIが示す企業の拡張意欲の他に、テナント退去やオフィスビルの新規供給など様々な要因が関係する。しかし、2021年上期は前年と比較して、上位エリアと下位エリアのオフィス拡張

移転DIの格差が拡大しており、今後は両エリア間で空室率格差が拡大する可能性があると言える。

[図表2] エリア別のオフィス拡張移転DIとその後半年間の空室率の変化

出所: オフィス拡張移転DI=三幸エステート・ニッセイ基礎研究所  
空室率=三幸エステート



### 3—— 業績悪化を理由とした縮小移転は 昨年で一巡か

東京圏におけるオフィス拡張移転DIを業種別に比較すると、縮小移転の理由が変化してきていることが読み取れる。図表3は、横軸に売上高の前年からの変動を、縦軸にオフィス拡張移転DIを示している。2020年は、両者の相関が高く、業績不振の業種を中心に縮小移転が増加し、オフィス拡張移転DIが低下した。具体的には、売上高の減少率が大きい「宿泊業・飲食サービス業」や「教育・学習支援業」のオフィス拡張移転DIが低いのに対して、売上高の減少率が小さい「不動産業・物品賃貸業」や「その他サービス業」、「情報通信業」のオフィス拡張移転DIは総じて高い傾向が見られた。

しかし、2021年上期は、売上高の変動とオフィス拡張移転DIに相関関係は見られない。オフィス拡張移転DIが高い業種として、「不動産業・物品賃貸業」や「建設業」が挙げられる一方で、「情報通信業」や「製造業」の低下が目立つ。IT系や電機メー



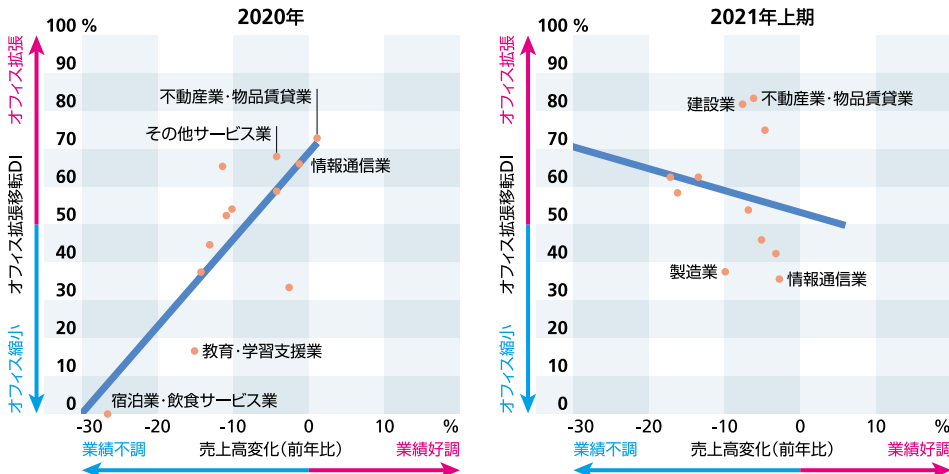


さくま・まこと

06年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入行。  
13年国際石油開発帝石。15年ニッセイ基礎研究所。  
19年ラザール不動産投資顧問。20年ニッセイ基礎研究所。  
不動産証券化協会認定マスター。日本証券アナリスト協会検定会員。

[図表3] 業種別のオフィス拡張移転DI vs. 売上高の変動(前年比)(東京圏)

注:金融業・保険業は経常利益、他の業種は売上高、2021年上期の売上高変化は、2021年第1四半期末までの4四半期合計  
出所:オフィス拡張移転DI=三幸エステート・ニッセイ基礎研究所 売上高・経常利益=財務省



カーの一部の企業では、オフィス戦略を見直し、移転や解約などによりオフィス床を削減する方針を発表している。このようなオフィス拡張移転DIの変化は、業績悪化を理由とした縮小移転の動きが昨年で一巡するとともに、コロナ禍を起点とした各企業の本格的なオフィス再構築の動きが、顕在化し始めていることを示唆しているのではないだろうか。

#### 4—— Aクラスビルのオフィス拡張移転DIが大きく低下し50%を下回る

最後に、オフィス拡張移転DIのビルクラス別の推移を確認する[図表4]。2019年のAクラスビルの拡張移転DIは92%と、ほとんどのテナントが拡張移転であった。当時は、IT企業を中心に企業の拡張意向が強く、人材確保や働き方改革を目的としたオフィス移転も多く見られるなか、立地やスペックに勝るAクラスビルがこれらの需要の受け皿となった。

しかし、コロナ禍以降、Aクラスビルの拡張移転DIは、2020年に61%、2021年

定的である。また、大口のオフィス需要が乏しいなか、賃借面積の縮小と引き換えに立地やスペックなどのオフィス環境の改善を目的とした需要を小まめに拾い上げていくほか、賃料を柔軟に調整することで空室の早期解消を図っていることが考えられる。しかし、オフィス拡張移転DIが示す通り、Aクラスビルにおける企業の拡張移転意欲は乏しく、定借期限を迎える大口テナントの動向や今後供給が予定される新築オフィスビルの内定動向を注視したい。

#### 5—— おわりに

オフィス拡張移転DIをもとに2021年上期のオフィス移転動向を確認することで、(1)オフィス拡張移転DIは、企業の拡張・縮小意欲が拮抗する水準で横ばいとなり、昨年来の低下に歯止めがかかる一方で、オフィス床解約の影響が大きく、空室率の上昇が続いていること

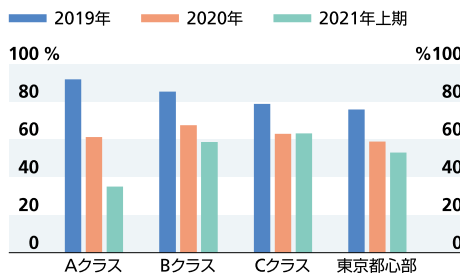
(2)業績悪化を理由とした縮小移転の動きは昨年で一巡し、コロナ禍を起点とした企業のオフィス再構築の動きが顕在化し始めた可能性があること

(3) Aクラスビルのオフィス拡張移転DIが大幅に低下するなか、定借期限を迎える大口テナントの動向や企業のオフィス戦略の動きによっては、空室率が想定以上に上振れする可能性があること、がわかった。

ポストコロナのワークプレイス戦略を明確に打ち出している企業は依然少ない。しかし、2021年下期にはオフィス再構築に動く企業が増える可能性があり、データを丹念に確認していくことが求められる。

[図表4] ビルクラス別のオフィス拡張移転DIの推移(東京都心部)

出所:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所



上期には35%まで低下した。Bクラスビル(2019年85%→2020年67%→2021年上期59%)やCクラスビル(同79%→63%)と比較しても、Aクラスビルの下落幅が大きい。現状、Aクラスビルへの拡張移転を決める企業は少なく、グループ会社の集約などを中心とした縮小移転が多いようだ。

ただし、Aクラスビルのオフィス拡張移転DIが大幅に低下したにもかかわらず、空室率の上昇は小幅にとどまる。Aクラスビルは、解約時期が限られる定期借家契約や大企業の割合が高いため、今のところオフィス床を実際に解約する動きは限

# 中期経済見通し(2021~2031年度)

  
 経済研究部 准主任研究員 山下大輔  
 d-yamashita@nli-research.co.jp



やましただいすけ  
 09年 財務省入省、財務省、内閣府、法務省で勤務。  
 20年 ニッセイ基礎研究所(現職)

## 1—— コロナ禍からの復興を目指す 世界経済

2020年に世界経済は新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けて急停止を余儀なくされた。大規模な金融緩和と財政出動で経済を下支えしつつも、医療崩壊リスクの高まりで厳しい外出制限や営業活動制限を導入せざるを得ない国が多かった。その後、多くの国が医療・公衆衛生体制を強化し、医療崩壊リスクが拡大しない範囲で経済活動の緩和が進められた。また、ワクチン開発と普及は、重症者や死亡者の抑制に寄与し、経済回復を後押しする大きな材料となった。

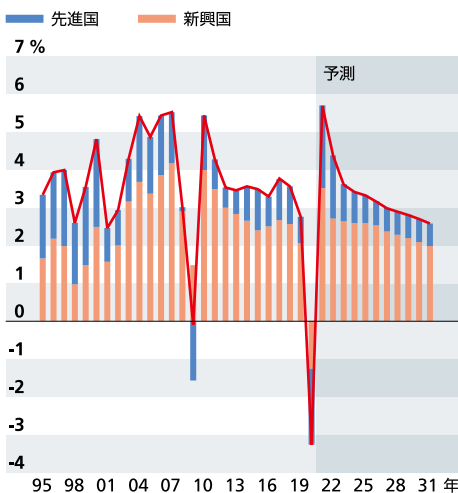
中期経済見通しのメインシナリオを作成するにあたって、今後も新型コロナウイルスとの共生が続くことを前提にした。ワクチンの開発と普及が急速に進んだことは、感染拡大防止に大きく貢献したと考えられるが、短期間で新型コロナウイルス収束には至らない。他方で、既存ワクチンの有効性を著しく低下させるような変異株の出現やウイルスの強毒化により、厳しい活動制限を再び強いられることもないと想定している。

その結果、新型コロナウイルスとの共存が続くものの、ワクチンや治療薬の普及によって段階的に新型コロナウイルスに対する適応がなされ、次第に、新型コロナウイルスのリスクを過度に意識することなく生活できるようになっていく、というシナリオを前提にしている。ただし、コロナ禍前のような人の往来がなされるまでには時間を要し、対面型サービス消費の回復は緩やかなペースになるだろう。また、新型コロナウイルスに適応し経済復興を進め

るとともに、コロナ禍により大規模に出動してきた金融・財政政策の正常化にも取り組むことになるが、金融・財政による支援の縮小は経済に抑制的に働くだろう。

世界経済は、コロナ禍の影響を受け、2020年に▲3.3%と急減速したが、2021年はワクチン接種の進展などを背景とした世界的な経済活動の回復により、5.7%の高成長となると予想される。その後は、コロナ禍からの反動もあり、やや高めの水準での推移がしばらく続くものの、予測期間にわたって成長率は鈍化傾向をたどり、予測期間末には2%台半ばまで低下することが見込まれる。[図表1]

[図表1] 世界の実質経済成長率  
 注: PPP(購買力平価)ウェイトで加重平均。  
 実績はIMF、予測はニッセイ基礎研究所



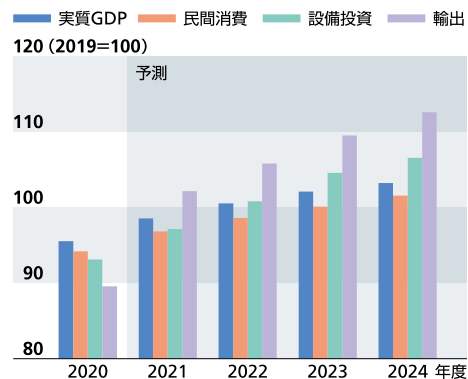
先行きの成長率を先進国と新興国に分けてみると、新興国は先進国の成長率を一貫して上回るとみられる。しかし、新興国では新型コロナウイルスへの適応に比較的時間がかかり、経済への恒久的被害が大きいこと、少子高齢化に伴い潜在成長率の低下が進むことなどを背景に、成長率は予測期間後半には3%台前半まで低下すると予想している。

## 2—— 日本経済の見通し

### 1 | コロナ前の実質GDP水準に回復するのは2022年度

日本では、2019年度末に新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化し、その後、緊急事態宣言が繰り返し発出されるなど、経済活動に大きな影響を与えている。実質GDP成長率は2020年度に▲4.4%と過去最大のマイナス成長を記録した。引き続きコロナ禍にはあるものの、ウズコロナの生活様式の普及などに伴い、経済は回復に向かっている。今後もある程度の感染拡大が生じる可能性は否めないが、2022年度には、コロナ前(2019年度)の実質GDPの水準を回復するだろう。[図表2]

[図表2] 実質GDPが元の水準に戻るのは2022年度  
 資料: 内閣府「国民経済計算」



需要項目別には、輸出は、全体の約8割(2020年度実績)を占める財輸出が海外経済の回復を背景に堅調に推移することが見込まれ、2021年度には2019年度の水準を上回るだろう。設備投資は、企業収益の好調さやソフトウェア投資の好調さなどから、2022年度にはコロナ前に回復する。

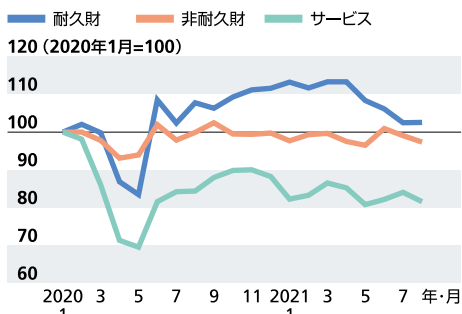
他方、民間消費について、財消費は、耐久財がけん引する形で、コロナ前の水準を既



に超えているが、サービス消費は行動制限や自粛要請といった経済活動の制限の影響を強く受けており、緊急事態宣言が解除されていた時期でもコロナ前の9割程度までしか回復しなかった[図表3]。サービス消費の回復は今後も緩やかなものとなる見込まれ、民間消費がコロナ前の水準まで回復するのは2023年度まで遅れると見込まれる。なお、2019年度は消費税率引き上げが実施されており、消費水準が下がっていた時期に当たる。民間消費がその前年(2018年度)の水準を超えるのは2024年度まで待たなければならないだろう。

[図表3] コロナ禍での消費の推移

資料：日本銀行「消費活動指数」



## 2 | 今後10年間の実質GDP成長率は平均1.1%

中長期的な成長率を考える上で一つの指針となりうるのは潜在成長率である。潜在成長率とは、労働や資本の平均的な稼働率で生産可能と考えられる生産額(潜在GDP)の成長率であり、経済の供給能力ともいえる。景気変動の影響を除いた中長期的な状況を想定すれば、実現可能な供給能力を超えた生産を継続することは難しく、実際に観測される実質GDPは潜在GDPに近づくと考えられ、結果として、実質GDP成長率は潜在成長率に近づかずだ。

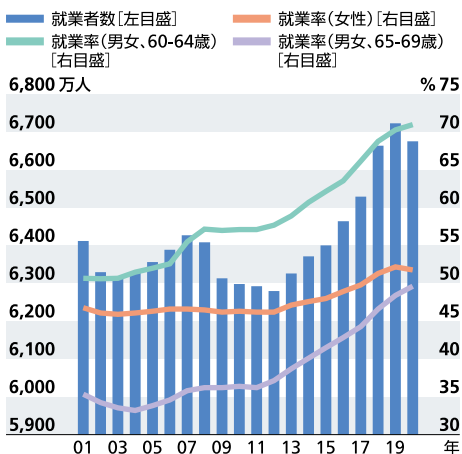
潜在成長率は推計により求められる数字であり、推計方法に依存する部分があるが、日本の潜在成長率は、コロナ前から1%を下回る水準にある。新型コロナウイルスの感染拡大による落ち込みからの回復過程では、その落ち込みの反動で、高い実質GDP成長率が続くと期待される

が、成長余力を高めるためには、潜在成長率を引き上げる必要がある。

潜在成長率を引き上げるためには、労働参加の更なる促進や、生産性向上のための設備・人材面での投資が求められる。潜在成長率は2012年度から上昇に転じたが、この要因として、女性や高齢者の労働参加が増加したことなどで、少子高齢化を伴う人口減少の中でも就業者数が増加したことが挙げられる[図表4]。少子高齢化を伴う人口減少の加速が見込まれることを踏まえると、就業者数の減少が潜在成長率を引き下げる要因となることは避けられそうにないが、コロナ禍で普及したテレワークの活用などを含む働き方の多様化は就業者数の減少を抑制する効果をもつと期待される。[図表5]

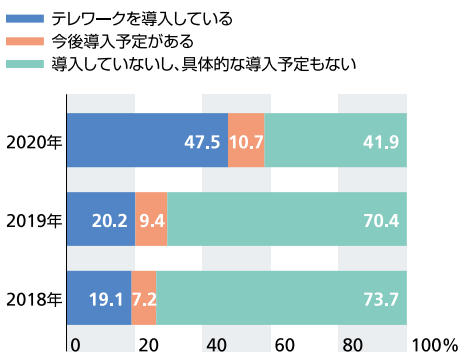
[図表4] 就業者数の推移

資料：総務省「労働力調査」



[図表5] 企業のテレワークの導入状況

資料：総務省「令和2年通信利用動向調査」



また、就業者数が減少する中で成長を続けるには、一人ひとりの就業者が生み出す付加価値を増やす取組みも求められるだろう。とりわけ、コロナ禍で浮き彫りになっ

たことの1つはデジタル化の遅れであり、これを契機として、今後の日本のデジタル関連の投資は加速することになるだろう。デジタル化を含めた技術革新に迅速に対応し、新規技術が経済活動の中でより幅広く活用されることが可能になれば、経済の生産性を引き上げることにつながるだろう。

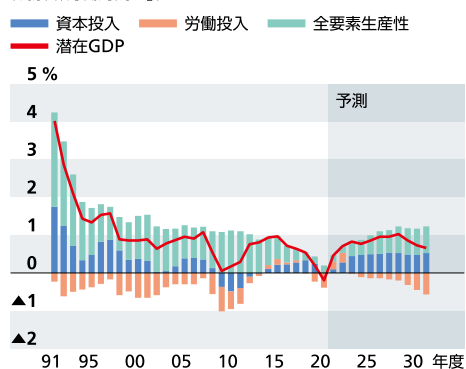
先行きの潜在成長率は、上述の労働参加の更なる促進や、新規技術の活用を含む生産性向上のための設備・人材面での投資の実施で、2020年代半ばには1%程度まで回復すると見込んだ。ただし、2020年代後半は人口減少、少子高齢化の更なる進展により、潜在成長率は若干低下するだろう。[図表6]

この結果、実質GDP成長率は予測期間(2022~2031年度)の平均で1.1%になると予想する。[図表7]

[図表6] 潜在成長率の寄与度分解

注：20年度までは実績値に基づく推計値、21年度以降は予測値に基づく推計値

資料：内閣府「国民経済計算年報」、「固定資本ストック速報」、総務省「労働力調査」他



[図表7] 実質GDP成長率の推移

資料：内閣府「国民経済計算」

注：棒グラフは実質GDP成長率に対する寄与度



# 新型コロナ 社会的な終息に向かう?

楽観バイアスでコロナ禍への順化が進んでいるが…



保険研究部 主席研究員 篠原 拓也

tshino@nli-research.co.jp



しのはらたくや

92年日本生命保険相互会社入社、14年ニッセイ基礎研究所  
日本アクチュアリー会正会員

主な著書に「できる人は統計思考で判断する：  
「自分の頭で考える力」がつく35のレッスン」

新型コロナウイルス感染症は、9月以降、新規陽性者数が急速に減少した。その要因として、専門家から、ワクチン接種率の向上などが挙げられている。ただ、冬には第6波の襲来も懸念されるため、警戒と対策を続けるべきとの指摘もある。今後、コロナ禍はいったいどうなるのだろうか。過去のパンデミックを振り返りながら、考えてみることにしたい。

## ◇「楽観バイアス」とコロナへの順化

コロナ禍が始まって、かれこれ2年近くになる。この間、感染の波は何度も襲来し、それを追うようにして緊急事態宣言の発令と解除が繰り返された。今年の夏には、緊急事態宣言の発令中にオリンピック・パラリンピックが開催された。これにより、宣言での「自粛」と、オリパラでの「お祭り」という、正反対のメッセージが人々に出される形となった。その結果、人々に、「コロナは、もう心配しなくても大丈夫」との、コロナ軽視の楽観バイアスが生じたと考えられる。

昨年の最初の緊急事態宣言のときには、誰もが未経験の事態に直面したことで、社会全体で自粛に努める動きがみられた。しかし、宣言が何度も繰り返されるうちに、人々に「馴れ」が生じて、その実効性は薄れていった。これは、生物学の「順化」という現象に相当する。異なる環境に移された生物が、しだいに馴れて、その環境に適応した性質を持つようになることを指す。人々はコロナ禍に順化してきたといえるだろう。

## ◇終息のシナリオは2通り考えられる

新型コロナウイルスのパンデミックは、いつどのようにして終わるのか？

昨年5月にニューヨークタイムズ紙で報じられた内容によると、アメリカの歴史学者はパンデミックの終わり方には2通りあると述べている。

1つは「医学的な終息」で、罹患率や死亡率が大きく低下して、まさに感染が終息する。もう1つは「社会的な終息」で、感染状況は変わらないまま、人々の病気に対する恐怖心が薄れてくることで終わるといふものだ。社会的な終息は、病気を抑え込むかわりに、人々が疲弊して、病気とともに生きるようになることで、パンデミックが終わるといふものだ。

## ◇ベストの終息の詳細はよくわからない

それでは、過去のパンデミックを例に、終息の様子をみていこう。

ペストは、鼠類に付いた蚤(のみ)が、人にペスト菌を媒介して感染する。6世紀、14世紀(「中世の大流行」)、そして19世紀末～20世紀のパンデミックと、3度の世界的な大流行があった。特に、中世の大流行は1331年に中国で始まり、1347～1353年の間に、当時1億人といわれるヨーロッパの人口のうち、2000～3000万人が死亡したと推定されている。実は、ペストはどのようにして終息したのか、明らかではない。

寒さにより病気を媒介する蚤が死滅したため。ペスト菌が宿主をクマネズミからドブネズミに変えたことで人間との距離が離れたため。感染者が出た村を焼き払うなどの、感染拡大防止策が奏功したため——など、さまざまな説が出されている。これらに加えて、社会的な終息という面もあったのかもしれない。

## ◇スペインかぜは社会的な終息

社会的な終息の代表例が、スペインか

ぜだ。1918年にアメリカを起点に流行が始まり、世界全体で5000万～1億人が死亡したといわれる。流行時期は、第1次世界大戦と重なり、病気で多くの兵士たちの命も失われた。当時、アメリカでは、当局や政治家などの間で、病気の深刻さが過小評価された。流行を伝えるマスコミ報道も少なかった。感染拡大のニュースが敵国を奮い立たせる恐れがあったことや、社会の治安を維持してパニックを避ける必要があったことが、その理由とされる。その後、感染症は、毎年の弱毒化したインフルエンザに変わり、社会的な終息を迎えた。戦後の新時代に眼を向けるなか、人々に、感染症や戦争の悪夢を忘れたいと心理があったとされる。

## ◇新型コロナは社会的な終息に向かう?

現代は、ペストやスペインかぜの時代とは異なり、公衆衛生が進み、感染症対策が確立している。ワクチンや治療薬の開発も進み、近代的な医療インフラも整備されている。一方、航空網の発達により、人々の移動がグローバルに迅速に進むことや、SNS等の伝達手段により情報が瞬時に世界中に拡散される等の違いもある。こうした違いが、これまでとは異なる形の終息をもたらす可能性はある。

ただ、根本的なところで、人々の意識はあまり変わっていないかもしれない。感染拡大防止のためのインフラや技術を高めても、人々の楽観バイアスが、その効果を下げってしまう可能性が残る。コロナ禍が、医学的な終息に至るのか、それとも社会的な終息に向かうのか——人々の気の持ちようしだいといえそうだ。

## 急速に進む円安、 今後も円安の流れが続くのか？

**今** 月のドル円は急速な円安ドル高が進行し、足元では1ドル114円台前半と月初から約3円円安の水準にある。米国の債務上限問題が先送りされたほか、原油や天然ガス等のエネルギー価格上昇を受けて米国のインフレ懸念が高まり、利上げ前倒し観測に伴う米金利上昇がドル買いを促したためだ。また、エネルギー高は日本の貿易赤字拡大観測を通じて円売り材料にもなっている。

今後も当面エネルギーの需給逼迫は続くと思込まれ、エネルギー高が続く可能性が高い。この追い風を受ける米金利には上昇余地があり、ドル円は一旦115円台に乗せることも十分想定される。

ただし、持続性には欠けるだろう。エネルギー高や米金利上昇は行き過ぎると世界経済の先行き懸念を高め、リスク回避的な円買い需要を誘発するためだ。また、既に投機筋による円売りが大きく進んでいることから、円の安値では利益確定に伴う円の買い戻しも予想される。3か月後の水準は現状並みの114円前後と見込んでいる。なお、11月のFOMCでFRBはテーパリングを決定すると見るが、既に市場のメインシナリオであるため、影響は限定的に留まりそうだ。

今月是对ユーロでも急速な円安が進行している。足元のユーロ円は1ユーロ132円台後半と月初から4円近く円安に振れている。世界的なエネルギー価格上昇に伴うインフレ懸念の中、利上げから最も遠い日本の円が売られたほか、世界的な株高の中でリスク選好の円売りユーロ買いが進んだ。今後もエネルギー高やECBによる量的緩和縮小観測がユーロ高圧力となると見込まれるが、ドル円同様、リスク回避等による円買いも予想されるため、3か月後の水準は現状並みの133円前後と見込んでいる。

今月の長期金利は米金利の上昇や国債増発観測を受けて上昇し、足元では0.1%に肉薄している。今後も米金利の上昇や総選挙後の補正予算編成を巡る国債増発観測が金利上昇圧力になるものの、0.1%を上回る水準では国内投資家の債券需要が見込まれる。また、リスク回避的な債券需要も予想されることから、3か月後の水準は現状並みの0.1%前後と見込んでいる。



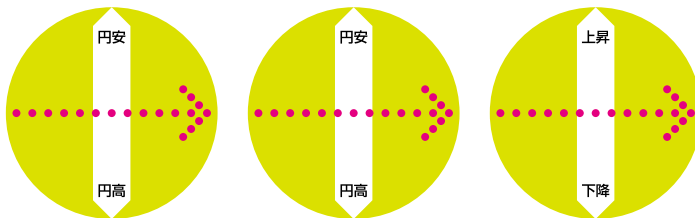
上席エコノミスト **上野 剛志**  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

1998年日本生命保険相互会社入社、  
2001年同財務審査部配属、  
2007年日本経済研究センターへ派遣、  
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、  
2009年ニッセイ基礎研究所。



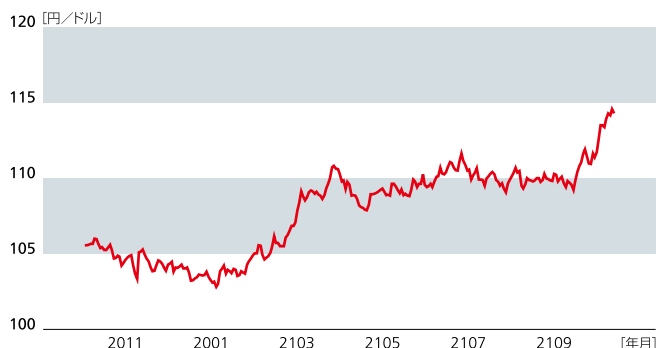
# Market Karte

## November 2021

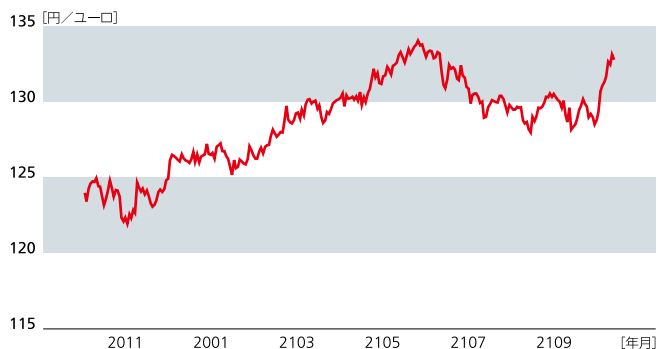


ドル円・3か月後の見通し    ユーロ円・3か月後の見通し    長期金利・3か月後の見通し

ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会





レポートアクセスランキング

- 1 新型コロナワクチンをすぐには接種しない人の理由と特徴  
—「安全性への不安」「順番待ち・様子見」「面倒」「ワクチン不要」  
村松 容子 [基礎研REPORT-I | 2021/8/5号]
- 2 株式インデックス投資、何が良いか  
—先進国株、新興国株、米国株と日本株、どれを選ぶ?  
熊 紫云 [基礎研レポート | 2021/10/8号]
- 3 「東京都心部Aクラスビル市場」の現況と見通し  
(2021年9月時点)  
吉田 資 [不動産投資レポート | 2021/9/17号]
- 4 米テーバリング決定後のドル円の焦点は?  
—マーケット・カルテ10月号  
上野 剛志 [基礎研REPORT-Market Karte | 2021/9/21号]

- インフルエンザワクチン接種者の  
新型コロナワクチン接種意向
- 5 村松 容子 | 岩崎 敬子 [基礎研REPORT-I | 2021/10/7号]

コラムアクセスランキング

- 1 新型コロナ 社会的終息に向かう?  
—楽観バイアスでコロナ禍への順化が進んでいるが…  
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2021/9/1号]
- 2 コロナ禍でも巨大ホテルグループはさらに成長  
—2022年には国内旅行客の回復がホテル市場をけん引か  
渡邊 布味子 [研究員の眼 | 2021/9/28号]
- 3 韓国は本当に人口減少で消滅するのだろうか?  
金 明中 [基礎研REPORT-Column I | 2021/9/7号]
- 4 「対数」に、もう一度興味・関心を  
持ってみませんか(その1)  
—対数って、何だろう?—  
中村 亮一 [研究員の眼 | 2021/6/4号]
- 5 ハニカム構造について  
—ハチの巣はなぜ六角形なのか?—  
中村 亮一 [研究員の眼 | 2021/7/16号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づくランキングです。(アクセス集計期間21/9/20-21/10/17)

[www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)



変わる時代の確かな視点

FIFAワールドカップ通算得点上位者ベスト5 [11月11日はサッカーの日]

Source : FIFA Design : infogram©

