

ニッセイ基礎研 Report

Nov. 2024 Vol.332

- 02 実質賃金の回復を急げ ● 上野剛志
- 03 日本の死亡保障不足は深刻なのか ● 有村 寛
- 04 あの“同期”はなぜ飲み会に参加しないのか ● 廣瀬 涼
- 06 成約事例で見る東京都心部のオフィス市場動向(2024年上期) ● 佐久間 誠
- 08 中期経済見通し(2024~2034年度) ● 斎藤 太郎
- 10 Z世代の消費志向とサステナブル意識 ● 久我 尚子
- 11 円安再燃、1ドル160円に逆戻りするリスクは? ● 上野 剛志



色のいろいろ [20]

ムレータの赤

スペイン人にとって闘牛は文化であり、闘牛士は英雄。その身のこなしの美しさは、芸術家として尊敬されている。1頭の牛に対してチームで闘う闘牛の中で、最後に登場するのが正闘牛士 マタドールだ。持ち時間15分の中で、「ムレータ」という赤い布を振って牛を左右にあやつる。あたかも赤い布に興奮して見える牛だが、色盲の牛には赤色を認識することはできず、ひらひら動くものに反応しているだけ。そしてむしろ赤に高揚感を感じるのは、観客である人間の方なのだ。

●
「El Ruedo」表紙 | 1944年5月2日
Roberto Domingo Fallola
From Wikimedia Commons

実質賃金の回復を急げ

持続的な生産性向上に向けた議論を



経済研究部 上席エコノミスト 上野剛志

tueno@nli-research.co.jp



うえのつよし

98年日本生命保険相互会社入社、
07年日本経済研究センターへ派遣、
08年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
09年ニッセイ基礎研究所。

日本の実質賃金指数*は今年の6月に前年比1.1%増となり、27カ月ぶりに前年比でプラスに転じた[図表1]。8月には同0.8%減と一旦前年割れに戻ったものの、秋以降は輸入物価上昇の鈍化や政府による電気・ガス代補助による物価抑制効果もあり、再びプラスに転じると見込まれている。長らく前年割れが続いてきた日本の実質賃金によりやく底入れの兆しが出てきた。

[図表1] 実質賃金指数と伸び率

注：事業所規模5人以上、実質賃金指数は季節調整値
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」よりニッセイ基礎研究所作成



しかし、実質賃金が前年比でプラスに転じたとしても、それで家計の状況が一気に改善するわけではない。前年割れが長引いたことで、実質賃金の水準が大きく切り下がってしまっているためだ。

具体的には、実質賃金指数(季節調整値)の直近8月の水準はアベノミクス開始直前のピーク(2012年8月)を10.7%も下回っている。なお、この間に2度の消費税率引き上げを経ているため、その影響を除くために税率が現行の10%となった2019年10月以降で見ても、足元の水準は当時を5.3%下回っている。パートタイム労働者比率の上昇や、働き方改革等による労働時間の減少も押し下げに働いているとはいえ、家計の購買力を示す実質賃金は現状大幅に落ち込んだ状況にある。今年4-6月の名目GDPが600兆円を突破し、企業の経常利益や株価も過去最高

圏にあるなど、景気回復を示唆する指標が相次ぐなかで、家計が置き去りにされている構図であり、このことが消費の停滞を通じて景気の重荷にもなっている。従って、物価上昇を上回る賃金上昇を継続することが、家計における景気回復の実感を広げ、景気を持続的な回復を促すうえでの最優先課題と考えられる。

実質賃金を上昇させる手法としては、まず企業が(付加価値に占める人件費の割合である)労働分配率を引き上げるという方法がある。実際、大企業では近年労働分配率が低下してきただけに、ある程度の引き上げ余地はあると考えられる[図表2]。ただし、労働分配率には上限があるだけに、引き上げの継続はいずれ限界を迎える。また、中小企業の労働分配率は長らく8割前後で高止まりしており、そもそも引き上げ余地が限定的だ。

[図表2] 企業規模別 労働分配率

注：労働分配率=役職員の人件費/付加価値
資料：財務省「法人企業統計調査」よりニッセイ基礎研究所作成



次に、企業が賃金を引き上げ、そのコストを商品価格に転嫁して賄う手法でも賃上げは可能だが、このやり方だと、賃金上昇の分だけ物価も上昇するため、実質賃金ベースでの上昇は抑制される。

従って、実質賃金を持続的に上げていくためには、(従業員一人当たりの付加価値である)生産性を持続的に引き上げて、そこで得た財源の賃金への還元を続けるこ

とが必要になる。

ちなみに、政府による補助金や減税でも実質賃金(または実質可処分所得)を押し上げることは可能だ。ただし、持続的な上昇のためには、どんどん規模を拡大し続けていく必要がある。

つまり、理想的な姿としては、①企業部門が全体として生産性を持続的に引き上げる、②(自然体だと価格交渉力の強い大企業に生産性上昇の果実が偏りかねないため)大企業が仕入先の中小企業による価格転嫁を受け入れることで幅広く賃上げの原資を分配する、③中小企業も含め、物価上昇を上回る賃金上昇を実現する、という流れになる。その際には、生産性の向上を通じて日本企業の企業価値が高まり、結果的に現在投資に動き始めている家計の資産所得増加に繋がるという波及効果も期待できる。

そこで問題となるのは、「いかにして生産性を持続的に引き上げるか」という点だ。このためには、企業による投資、とりわけ著しい進歩を遂げるAIやIT投資の積極化、従業員のスキル向上、生産性の高い領域への労働力のシフト、企業活動の制約となっている規制の撤廃などを徹底的に推し進めていく必要があるだろう。

9月以降、各種の選挙を通じて経済政策の議論が行われてきたが、目先の経済対策に議論の力点が置かれ、中長期的な生産性向上策への言及は乏しかったように思う。生産性を向上させるのは企業の役割だが、政治にはその環境を整備し、後押しをするという重要な役割がある。今後は生産性向上に向けた具体策の拡充と深掘り、その着実な実行に期待したい。

[*] 名目賃金指数を消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)で除して算出したもので、物価変動を加味した賃金の動向を示す。

日本の死亡保障不足は深刻なのか

—日本の死亡保障不足はアジア先進国中、最も深刻との指摘も—
—日本の生保市場の開拓余地は大きいのではないかと—



ありむらひろし
89年 日本生命保険相互会社入社
90年 ニッセイ基礎研究所
95年 日本生命 商品開発部等を経て
21年 ニッセイ基礎研究所

保険研究部 上席研究員 有村 寛
arimura@nli-research.co.jp

1——減少を続ける世帯主の平均普通死亡保険金額

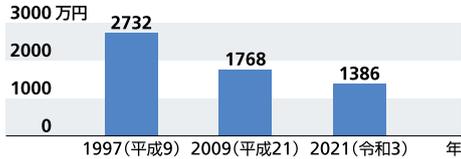
かねてより日本人は保険好きと言われ、生命保険は、家計見直しの対象候補としても上位にあげられる等、オーバーインシュアランス的に捉えられていることが多い印象を受けるが、実際はどうなのだろうか。

生命保険文化センターの調査によれば、世帯主が加入している普通死亡保険金額の平均は、平成9年(1997年)の2,732万円から、令和3年(2021年)には、約半分の1,386万円に低下している[図表1]。

夫婦共働きの増加、高齢化の進展等の影響もあると思われるが、それにしても減少幅が大きいと感じる。

[図表1] 世帯主の普通死亡保険金額(平均)

資料:生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査」より筆者作成。



では、世帯主に万が一があった場合に必要と思われる金額と、実際の世帯主の生命保険の平均加入額を見てみるとどうなのだろうか。

令和3年の生命保険文化センター調査によれば、世帯主に万が一のことがあった場合に、残された家族のために必要と考える生活資金(以下、「必要生活資金」)はいくらかを尋ねたところ、平均年間必要額は327万円、平均必要年数は17.1年間で、平均総額は5,691万円、世帯年収の9.1年分となっている[図表2]。

[図表2] 世帯主が万が一の場合の家族の必要生活資金(令和3年)

資料:生命保険文化センター「2021(令和3)年度 生命保険に関する全国実態調査」より。

年間必要額	必要年数	総額	世帯平均年収(税込)	総額/世帯平均年収
327万円	17.1年間	5,691万円	628万円	9.1年分

これに対して、「世帯主平均普通死亡保険金額」は、上記のとおり1,386万円、「必要生活資金」に対する割合(充足率)は24.4%と、平成9年の38.4%から大幅に低下している[図表3]。

[図表3] 世帯主が万が一の場合の家族の必要生活資金に対する世帯主普通死亡保険金額の割合(充足率)

資料:生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査」より筆者作成。

	万が一の場合の必要生活資金①	世帯主平均加入普通死亡保険金額②	充足率②/①
1997(平成9年)	7,113万円	2,732万円	38.4%
2009(平成21年)	5,804万円	1,768万円	30.5%
2021(令和3年)	5,691万円	1,386万円	24.4%

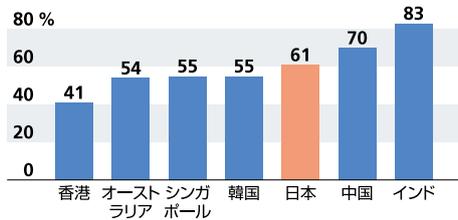
このように、「必要生活資金」に対する「世帯主の死亡保険金額」の格差は、大幅に拡大してきている。

2——死亡保障不足に関する各国比較

一方、スイス再保険による調査^{*1}によれば、2019年における日本の死亡保障不足^{*2}は、「アジア先進国で最も深刻な水準」とされており、[図表4]のとおり、インド(83%)、中国(70%)より低いものの、香港(41%)、オーストラリア(54%)、シンガポール(55%)、韓国(55%)よりも高い状況となっている^{*3}。

[図表4] アジアにおける死亡保障不足 2019年(スイス再保険調査)

資料:スイス再保険「Closing Asia's Mortality Protection Gap」(2020年7月)より。

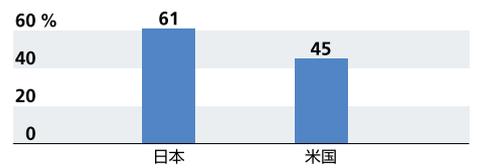


なお、同社調査によれば2018年の米国の死亡保障不足は45%であり、米国との比較でも日本は深刻度が高い[図表5]。

また、スイス再保険による2020年9月7日付ニュースリリース「日本の世帯の死亡

[図表5] 日米死亡保障不足

資料:スイス再保険「Closing Asia's Mortality Protection Gap」(2020年7月)。「Life underinsurance in the US bridging the USD 25 trillion mortality protection gap」(2018年9月)より。



保障ギャップがアジア先進市場の中で最も深刻^①では、日本の状況について、以下のよう述べられている。

【日本の死亡保障不足についてのスイス再保険の指摘(要旨)】(2020年9月7日)

スイス再保険、ニュースリリース「日本の世帯の死亡保障ギャップがアジア先進市場の中で最も深刻」(2020年9月7日)を基に筆者にて作成

- ①(2019年における日本の死亡保障不足は)「必要保障額の61%に達し、アジアの先進市場の中で最も深刻」である。
- ②日本の世帯の68%は依然として過少保険の状態となっている。日本では、生命保険が利用できる最も重要なセーフティネットとなっており、過少保険は危機的な状況にある。
- ③他のアジア諸国では、コストが高いという印象が生命保険の購入を妨げる最も大きな要因となっているが、日本ではすべての年齢層(特に20~29歳の比較的若い消費者)で、生命保険商品の複雑さ(54%)が価格(46%)よりも大きな障壁となっている。
- ④日本の死亡保障不足の主な要因は、死亡リスクの過小評価や、生命保険に対する誤った認識である。

今回、諸データを見てみた結果、日本人は保険好きで、オーバーインシュアランスの世帯が多い、との印象は実態とはかけ離れていることを示しているように思える。高齢化が進行する中、日本の生保市場は成熟しているとの印象もあるが、死亡保障不足は広がっており、開拓余地は大きいとも言えるのではないかと。

日本の死亡保障不足については、今後も注視してまいりたい。

[*1]スイス・リー プレスリリース「日本の世帯の死亡保障ギャップがアジア先進市場の中で最も深刻」(2020年9月7日)より。

[*2]注釈1に記載のプレスリリースによれば、「死亡保障ギャップは、一家の主な稼ぎ手が予期せぬ死を迎えた場合の世帯の必要保障額と、家族の将来の生活水準を維持するために利用できる財源の差額として定義」されている。
[*3]スイス再保険「Closing Asia's Mortality Protection Gap」(2020年7月)より。

あの“同期”はなぜ飲み会に参加しないのか

Z世代のアルコールに対するスタンスについて考える



生活研究部 研究員 廣瀬 涼

hirose@nli-research.co.jp

1——職場での飲み会が嫌い!!

株式会社東京商工リサーチが行った「2024年お花見、歓迎会・懇親会に関するアンケート調査」によると、2024年の「お花見、歓迎会・懇親会」の開催率は29.1%であった。コロナ禍前（2019年：51.8%）と比較すると22.7ポイント下回り、前年（2023年：27.9%）からは1.2ポイントの増加にとどまった。コロナ禍であった2022年は5.3%まで減少したため、当時と比較すれば大幅に増加傾向にあるものの、コロナ禍で浸透した生活様式の変化が定着し、会社や部署単位での飲み会が積極的に開催される雰囲気ではないのかもしれない。

現在、我々の多くがコロナ禍当時の制限を忘れて、家族や友達と食事をしたり、飲み会を楽しんでいるわけだが、なぜ会社での飲み会開催の水準は、コロナ禍前ほど回復しないのだろうか。前述した通り、コロナ禍に開催されなかったことで惰性的に開催が見送られているという見方もできるだろうが、そもそも若者に限らず、それ以前の世代においても会社での飲み会に対して否定的な意見をもっている層が少なくないということが大きな要因であろう。

株式会社R&Gが行った「職場の飲み会に関する意識調査」によれば「気を遣うから」「仕事とプライベートを分けたい」「話がつまらない・合わない」などを理由に、

73.6%が職場の飲み会は行きたくないという回答している。一方で、気を遣っておもしろくない飲み会にお金や時間をかけるのは無駄と感じつつも、飲み会に参加しない事で生じる負の影響（出世に影響する・上司に嫌われる）などを考慮して、しぶしぶ参加しているのが実態であろう。株式会社識学の調査では、職場での飲み会参加について「強制参加」が5.3%、「任意だが強制に近い」が36.3%と、“参加せざるを得ない空気がある企業があるのも実情だ。

コロナ禍での生活様式が浸透したことで、就業後のプライベートの時間を大切にしたり、在宅勤務が可能になり、子育てと両立しやすくなったりと、時間を自身の“ために”充てることができるようになり、益々仕事とプライベートの境目が明確になっていく中で、わざわざ仕事の後に顔を合わせるのではなく、昼休憩を活用してランチ会などを開きコミュニケーションをとる職場も増えてきている。昼休憩中ではあるものの、就業時間内で済むという点や、お酒を強要されることがない点、参加者が節度を持っている点、飲み会に比べて費用が掛からないという点、スケジュールの調整が飲み会を開催するよりかは融通が利く点などが好まれている理由だ。

また、若者に限らず、飲み会がなくても特段不都合がなかったという経験をしてしまったため、わざわざそれを復活させる必要はないと考えるのが、飲み会に対して消極的な層の本音だろう。もし、満足いく給与をもらえていなかったり、やりがいのある（やりたい）仕事でなければ、ほとんどの消費者にとって、労働は消費（生活）するため、やりたくないけれどもしなくてははいけない事というネガティブな対象であるだろう

し、それに対して自分の時間やお金を削るくらいなら、その嫌な労働をするためのモチベーションとなり、自身を満たすようなことにリソース（時間やお金）を割くのが合理的だろう。それ故に会社での人間関係は淡白なモノとなっていく。

2——夜だから「飲む」という慣習からの「解放」

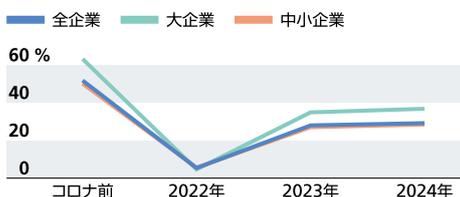
一方で、現代社会においては、あえて酒を飲まないライフスタイルを選ぶソバークュリアス、飲みたい人は飲めばいいし、飲めない人はムリしなくてもよいというスマードリンク（スマドリ）など、酒の消費に対する多様性が浸透しつつある。特に若者においては20年程前と比較すると20代、30代男女で飲酒習慣が低下しており、昨今言われている「若者のアルコール離れ」の様相を見て取れる。

これは、若者のナイトタイムアクティビティのスタンスにも影響を与えているようだ。SHIBUYA109 lab.が行った「Z世代のナイトタイムエコノミーに関する意識調査」では、出かける時間帯の意識について聞いているが、夜や深夜は「初対面やまだ浅い仲の相手と出かける時間」ではなく、「既に仲が良い相手と出かける時間」としての意識が強く、何か新しい出会いや仲を深めるよりも、気のおけない仲間と過ごす時間として活用していることがわかる。

また、同調査では、夜の外出におけるアルコールとの関りについても聞いているが、「まだお酒の得意不得意が分からない相手には“飲みに行こう”より“ごはん行こう”と誘うことが多い」が65.9%、「夜の時間帯のお出かけ・遊びをする場合でもお酒を飲まないことがある」が63.3%、「お酒の

【図表1】「お花見」「歓迎会・懇親会」開催率推移

出所：東京商工リサーチ「2024年お花見、歓迎会・懇親会に関するアンケート調査」より引用





ひろせ・りょう
19年 ニッセイ基礎研究所入社
21年7月より現職
著書に「タイバの経済学」、「あの新入社員はなぜ歓迎会に参加しないのか：Z世代を読み解く」

ペースや注文、お店選びなどはお酒が飲めない人に合わせている」が59.6%と、飲酒が必須でないことや、お酒を飲まない人もいることが前提であることが伺える。1980年以降、飲みニケーションが円滑な人間関係を構築するための機会として重宝されてきたが、Z世代においては、酒そのものがコミュニケーションの“フック”になってはいないと言えるだろう。

BIGLOBEが行った「若年層の飲酒に関する意識調査」によれば特に20～24歳のZ世代においては、飲酒のスタンスに対して「特別な時のみお酒を飲みたい」が34.8%と最も高くなっている。また、飲酒へのイメージについては、それ以前の世代と比較して「盛り上がる」「特別感が出る」が高くなっている。

飲酒の特別感や非日常性など、消費者の飲酒に対する考え方の変化から、最近ではノンアルコール/ローアルコール専門のバーも存在している。「お酒は飲めないけれど、バーには行きたい」あるいは「お酒はあえて飲まないけれど、バーには行きたい」という消費者のために、お酒よりむしろバーという舞台性＝特別感・非日常性を提供することに特化している。また、アルコールを飲む人を敢えて排除するわけではなく、アルコール入りのカクテル“も”提供している。同様に夜カフェなどでも、コーヒーや紅茶だけ

ではなくアルコール“も”提供していることが一般的だ。前述したZ世代の調査やメインで酒が提供されるわけではないバーが市場に受け入れられていることからわかる通り、飲酒は個々の「選択」であるべきなのだ。

3 —— 飲酒も、飲酒が伴う場に行くことも「選択」の時代へ

飲酒することが強要されることなく自身で選択することができるからこそ、酒が提供されるような場所に足を運ぶというコト自体も強要ではなく「選択」対象としてのフェーズに移行しているのかもしれない。確かに上司や同僚は毎日顔を合わせる仲間であることには違いないが、同じ目的をもってたまたま集まった集団に過ぎず、自身で選んだ人間関係ではない。親密な仲間内でですら酒を飲むことが必然でないのならば、会社という組織に対するプライオリティが低下していると言われている中で、そこで生まれる上司や同僚という淡白な人間関係のために飲酒をせざるを得ないという「選択」をしなくてはいけない事自体が苦痛になるだろう。

SHIBUYA109 lab.が行った別の調査である「Z世代の仕事に関する意識調査」においては、上司を含めた会社の飲み会は好きかどうかについて「好き」が33.4%、「苦手」が66.7%となる一方で、同期や同世代の同僚との会社の飲み会が好きかについては「好き」が50.8%、「苦手」が49.1%と、上司ほどは嫌ではないが、半数近くが同期や同僚と飲む事に対して前向きではないことがわかる。

これを読んでいるZ世代の読者の中にも、同期から飲み会や仕事の後一緒に出掛けることを断られたという経験がある人もいられるかもしれない。同世代だからといって、そこまで親しくない相手と仕事の後に会った

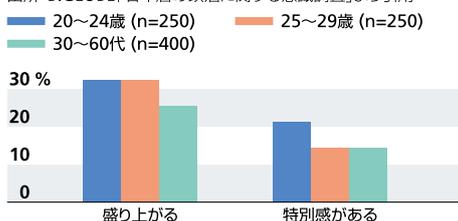
り、酒の場で話すというコト自体のハードルは下がるわけではない。同世代同士ですらそうならば、会社の飲み会や上司の誘いなら益々うれしいモノではないだろう。

個人のプライオリティが優先され、時間を無駄にしたくないと考える生活者が一定数いるからこそ、彼らとコミュニケーションをとるには、十分な配慮をする必要があり、彼らの選択を尊重してあげることが重要なのである。実際に前述した株式会社R&Gの調査では、行きたくなくなる飲み会の要素として「費用負担が少ない」や「短時間・一次会のみ開催」が上位に挙がっている。

「会社の飲み会で会費徴収されたけど、こっちがその分時給欲しいくらいだ」といった投稿がSNSで散見される。奢ってやるから相手はうれしいはず、という認識を捨て、相手はこの飲み会のためにプライベートの時間を割いている、別に会社での人間関係に親密性を求めている、と認識することで、飲みニケーションの形も変化していくだろう。併せて、全ての若者がお酒を飲まないわけではなく、飲酒を好む若者がいることや会社での飲み会が好きでいることも留意したい。本レポートの内容はあくまでも傾向であり、自身や自身の身の回りにいる若者には当てはまらない事もあるだろう。ただ、相手の人となりができるまで飲酒の場に誘ったり、酒を勧めるといった事を配慮することも、飲酒に対する多様性が追求される現代社会において大事なコミュニケーション手法なのかもしれない。皆が皆自分と同じように酒や飲み会が好きという訳ではない、と念頭に置くことでより良い人間関係（煙たがられない）構築につながるのではないかと思う次第だ。

【図表2】飲酒へのイメージ(複数回答)

出所：BIGLOBE「若年層の飲酒に関する意識調査」より引用



成約事例で見る東京都心部のオフィス市場動向(2024年上期)

「オフィス拡張移転DI」の動向



金融研究部 主任研究員 佐久間 誠
msakuma@nli-research.co.jp

1——東京のオフィス市況は回復局面へ

新型コロナウイルスの感染拡大により、東京のオフィス市況は調整を余儀なくされた。「オフィス不要論」がささやかれ、市場の壊滅的な悪化が懸念された時期もあった。世界を見渡すと、例えば2024年第2四半期にはサンフランシスコのオフィス空室率が37%に達し、米国では影響が深刻化している。

一方、東京のオフィス市場はすでに調整を脱し、回復局面を迎えている。コロナ禍が収束し、企業業績が堅調に推移する中、リーシング活動は一層活発化している。三幸エステートの公表データによると、2024年上期の東京都心5区のオフィス成約面積は45.9万坪（前年同期比+6.3%）と前年から増加した [図表1]。新築ビルの供給減少に伴い、未竣工ビルの成約面積は6.4万坪（前年同期比▲25.3%）と減少したが、竣工済ビルは39.5万坪（同+14.1%）と増加した。

[図表1] オフィス成約面積の推移 (竣工済ビル/未竣工ビル別、東京都心5区、半期)



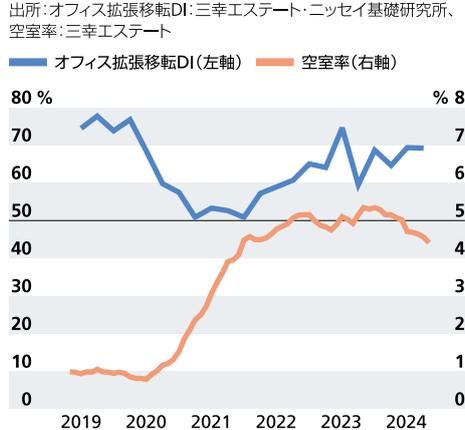
そこで本稿では、オフィス拡張移転DIをもとに、企業のオフィス移転動向を確認する。オフィス拡張移転DI*は、三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同で作成した指標で、0%から100%の間で変動す

る。50%を上回ると企業の拡張意欲が強いことを示し、50%を下回ると縮小意欲が強いことを示す。

2——オフィス拡張移転DIは底堅い推移を維持

東京都心部のオフィス拡張移転DIは、2024年第1四半期および第2四半期はともに69%となった [図表2]。2023年第1四半期以降、70%前後で推移したが、2023年は新築ビルの供給が多かったため、空室率は概ね横ばいで推移していた。一方で、2024年は新規供給が減少したことで、空室率は2023年12月の5.15%から2024年7月には4.42%へと低下した。オフィス市況が絶好調だった2019年には、拡張移転DIが70%台後半で推移していたことから、この時期ほどには至らないものの、底堅いオフィス需要は継続しており、オフィス市場は回復局面に入ったと考えられる。

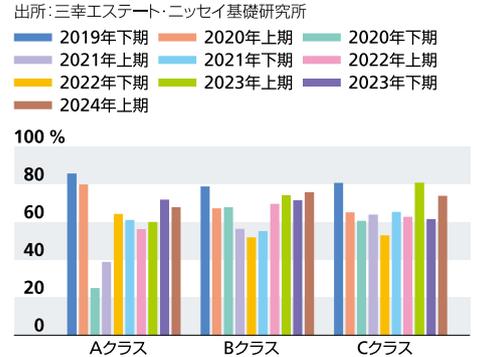
[図表2] オフィス拡張移転DIと空室率の推移 (東京都心部)



3——ビルクラス間のオフィス拡張移転DIの差は縮小傾向

ビルクラス別のオフィス拡張移転DIを見ると、2024年上期はAクラスビルが68%、Bクラスビルが76%、Cクラスビルが74%と、概ね70%前後の水準となった [図表3]。コロナ禍において在宅勤務を積極的に導入した大企業ではオフィス需要が縮小し、特にAクラスビルの拡張移転DIは著しく低下した。しかし、好調な企業業績などを背景に、オフィス拡張ニーズが幅広い企業で見られるようになり、ビルクラス間におけるオフィス需要の差異は、ほぼ解消されつつある。

[図表3] ビルクラス別のオフィス拡張移転DIの推移 (東京都心部)



4——製造業のオフィス拡張移転DIが急回復

2024年上期の主要業種別のオフィス拡張移転DIは、製造業および不動産業・物品賃貸業が75%、卸売業・小売業が72%、学術研究・専門/技術サービス業が68%、情報通信業が61%、その他サービス業が50%という結果となった [図表4]。

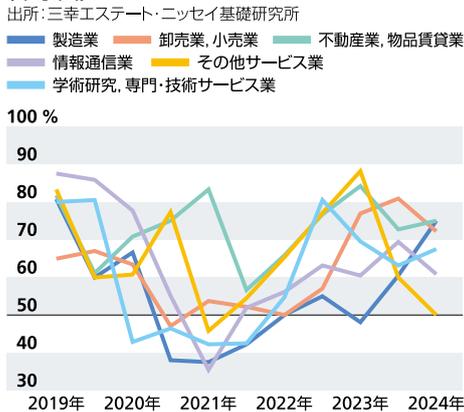
製造業は、2023年上期まで外部環境



さくま・まこと

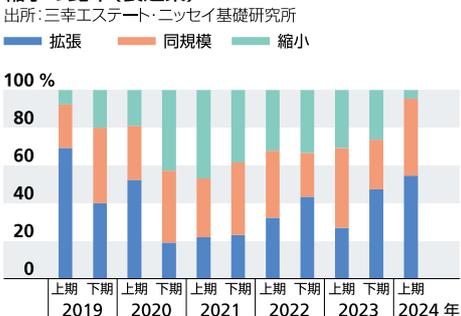
06年住友信託銀行(現 三井住友信託銀行)入行。
13年国際石油開発帝石。15年ニッセイ基礎研究所。
19年ラザール不動産投資顧問。20年ニッセイ基礎研究所。
不動産証券化協会認定マスター。日本証券アナリスト協会検定会員。

[図表4] 主要業種のオフィス拡張移転DIの推移(東京圏)



の影響もあり停滞していたが、円安などの要因で業績が好調となり、直近ではオフィス需要が急回復している。製造業におけるオフィス移転件数に占める拡張・同規模・縮小の比率(2023年下期→2024年上期)は、「拡張47%→55%」、「同規模26%→41%」、「縮小26%→5%」となった[図表5]。拡張移転した企業の割合が前期から増加している一方で、最も特徴的なのは、縮小移転の割合がコロナ禍前を下回ったことである。

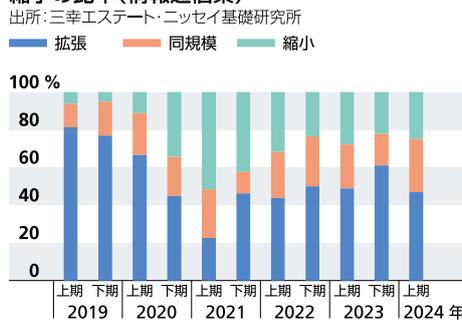
[図表5] オフィス移転件数における拡張・同規模・縮小の比率(製造業)



一方、情報通信業や学術研究・専門/技術サービス業では、オフィス需要が大きく落ち込んでいるわけではないものの、ハイブリッドワークの普及に伴うオフィス床

削減の動きが続いており、コロナ禍前のような力強さは見られない。例えば、情報通信業におけるオフィス移転件数の比率(2023年下期→2024年上期)を見ると、拡張移転が「61%→47%」、同規模移転が「17%→28%」、縮小移転が「22%→25%」となり、縮小移転の割合は全体の4分の1程度で下げ止まっている[図表6]。

[図表6] オフィス移転件数における拡張・同規模・縮小の比率(情報通信業)



他の主要業種について見ると、不動産業・物品賃貸業および卸売業・小売業のオフィス拡張移転DIは堅調に推移している。これらの業種は在宅勤務との親和性が低く、企業業績が拡大する中でオフィス需要も底堅い。一方、その他サービス業は今回落ち込んだが、この業種には多様な分野が含まれるため、要因の特定は難しい。製造業とは対照的に落ち込んでいることから、円安によるコストアップの影響を受けやすい企業が影響している可能性があるが、実際の理由は明確ではなく、今後の動向を注視する必要がある。

5 おわりに

本稿では、オフィス拡張移転DIをもとに2024年上期のオフィス移転動向を分析した。

その中で、

- (1) オフィス拡張移転DIは、コロナ禍前と比較すると低い水準にあるものの、底堅く推移している
- (2) ビルクラス間の差は縮小傾向にあり、いずれのクラスにおいても底堅い需要が見られる
- (3) 製造業では、これまでオフィス需要に停滞感が見られていたが、円安などによる企業業績の拡大を背景にオフィス拡張移転DIが急回復している
- (4) 情報通信業では、全体としてオフィス需要は底堅く推移しているものの、ハイブリッドワークの普及に伴う縮小移転が一定数見られ、これがコロナ禍前の力強さが欠ける要因となっている

ことを確認した。

以上のように、2024年上期のオフィス需要は、コロナ禍前ほどの強さはないものの、底堅く推移している。新築ビルの供給が小幅にとどまることもあり、オフィス市場は改善傾向にある。今後は、物価上昇が定着しつつあるとの期待が高まる中で、オフィス市場の改善が明確な賃料上昇にまで至るかどうか注目が集まっている。2025年には新築ビルの供給が増加する見込みであり、まだ楽観はできないが、明るい材料が増えている。これらのオフィス市場における変化を正確に捉えるためには、今後もデータを丹念に分析していくことが重要である。

[*]DIはDiffusion Index(ディフュージョン・インデックス)の略、変化の方向性を示す指標である。DIの代表例としては、経済分野では日本銀行の全国企業短期経済観測調査(日銀短観)や内閣府の景気動向指数、また不動産分野では土地総合研究所が公表する不動産業況等調査(不動産業況指数)がある。なお、オフィス拡張移転DIは、オフィス移転後の賃貸面積が移転前と比較して拡張、同規模、縮小した件数を集計することによって算出している。

中期経済見通し(2024~2034年度)



経済研究部 経済調査部長 斎藤 太郎

tsaito@nli-research.co.jp

1——世界経済は中期的に緩やかに減速

世界経済は、新型コロナウイルス感染症の影響で2020年に▲2.7%の大幅マイナス成長を経験した後、2021年はその反動で6.5%の高成長となった。しかし、その後は高インフレと金融引き締めの影響で回復ペースが減速し、世界経済の実質経済成長率は2023年には3%台前半まで低下した。2024年にはインフレ率が低下し、減速に歯止めがかかるものの、中期的には鈍化傾向をたどり、予測期間末の2034年には2%台後半まで低下することが見込まれる。

経済規模を国・地域別に見ると、コロナ禍前までは世界第2位である中国の世界経済に占める割合が拡大傾向を続け、2018年にはユーロ圏を上回った。ただし、先行きについては中国の成長率が予測期間後半にかけて緩やかに鈍化することから、世界第1位である米国の経済規模が中国を一貫して上回ると見込まれる。

中国に匹敵する人口を抱えるインドについては、予測期間中は人口増加が続くことから高い潜在成長率が期待でき、世界経済に占める割合を高めていく。2020年代後半にはインド経済は日本経済を上回ることが予想される。

一人当たりGDP(ドルベース)を見ると、日本は1980年代後半から1990年代まで米国を上回っていたが、2000年頃にその関係が逆転した後は一貫して米国を下回っている。2023年の日本の一人当たりGDPは円安の影響もあり、米国の4割強の水準まで低下した。今後、過度な円安は修正されると想定しているが、コロナ禍前の10年間と比較すると円安水準にとどまると見込まれる。また、今後10年間の日本

の平均成長率は米国を下回ることが予想されるため、予測期間終盤も日本は米国の4割強の水準で推移することとなるだろう。

一方、日本のGDPの水準は2010年に中国に抜かれたが、一人当たりGDPで見れば2023年時点でも中国の3倍弱の水準である。今後、両国の差はさらに縮小するが、2034年でも日本の一人当たりGDPは中国の2倍以上の水準を維持するだろう。また、予測期間後半に日本のGDPを抜くインドは、一人当たりGDPで見れば2023年時点では日本の8%弱となっているが、10年後には10%強の水準まで上昇するだろう。

2——日本経済の見通し

1 | 家計の利子所得は増加へ

日本銀行は2024年3月にマイナス金利、YCC(イールドカーブ・コントロール)を終了し、政策金利(無担保コールレート・オーバーナイト物)を0~0.1%とした後、7月には0.25%へ引き上げた。今回の見通しでは、政策金利は2027年度に1.25%まで引き上げられ、長期金利(10年国債金利)は予測期間末の2034年度に1.9%まで上昇することを想定している。

超低金利の長期化により、家計の利子所得(純、FISIM調整前)は1991年度の13.3兆円をピークに減少が続き、1996年度以降は支払超過となっている。

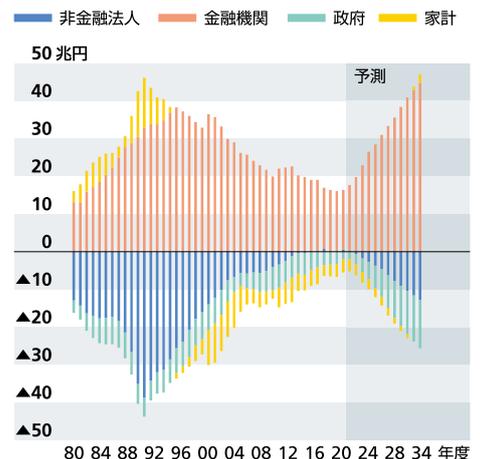
企業部門(非金融法人)の利子所得(純、FISIM調整前)は1991年度の▲38.8兆円をピークに支払超過額の縮小傾向が続き、2017年度以降は受取超過となっている。また、政府の利子所得(純、FISIM調整前)の支払超過額は▲5兆円前後の横ばい圏で推移しているが、国債残高が急増していることを考慮すれば、実質的な利払

い負担は大きく軽減されている。このように、超低金利の長期化によって、家計から企業、政府への所得移転が進んできた。

しかし、「金利のある世界」が復活したことで、家計の利子所得は今後増加に向かうことが見込まれる。金利の上昇ペースが緩やかにとどまること、住宅ローンを中心に借入金利も上昇することから、ネットの利子所得の増加幅は限定的にとどまるが、2033年度には家計の利子所得(純、FISIM調整前)は小幅ながらプラスに転じると予想する。一方、借入金利、国債金利の上昇に伴う利払い費の増加から、企業(非金融法人)の利子所得(純、FISIM調整前)は支払超過に転じ、政府の利子所得(純、FISIM調整前)の支払超過幅は拡大する可能性が高い[図表1]。

[図表1] 部門別利子所得(純)の推移

注: FISIM調整前。1993年度までは1993SNA、1994年度以降は2008SNA 資料: 内閣府「国民経済計算」



2 | 今後10年間の実質GDP成長率は平均1.1%を予想

1980年代には4%台であった日本の潜在成長率は、バブル崩壊後の1990年代初頭から急速に低下し、1990年代終わり頃には1%を割り込む水準まで低下した。世界金融危機や新型コロナによって大



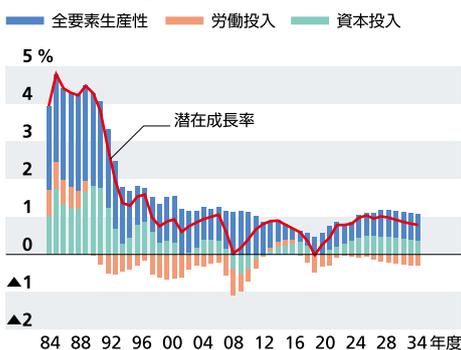
さいとう・たろう
 92年 日本生命保険相互会社入社
 96年 ニッセイ基礎研究所、19年より現職
 12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務
 優秀フォーカスターに10回選出

幅マイナス成長となった際には、潜在成長率がほぼゼロ%まで落ち込んだが、足もとではゼロ%台後半まで持ち直している。

先行きの潜在成長率はコロナ禍からの回復の過程で上昇傾向が続くだろう。潜在成長率に対する寄与度をみると、労働投入量は小幅な減少が続くが、設備投資の回復によって資本投入量の増加幅が拡大すること、働き方改革の進展、人手不足対応の省力化投資、デジタル関連投資などにより全要素生産性の上昇率が高まることから、2020年代後半には1%程度まで回復することが見込まれる。ただし、2030年以降は人口減少、少子高齢化のさらなる進展によって労働投入量のマイナス幅が拡大することから、潜在成長率は若干低下し、2030年代前半にはゼロ%台後半となるだろう[図表2]。

[図表2] 潜在成長率の寄与度分解

注：23年度までは実績値に基づく推計値、24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



実質GDP成長率は、中長期的には潜在成長率の水準に収れんする。当研究所推計のGDPギャップは2023年度時点で▲1%台前半(GDP比)となっており、当面は潜在成長率を上回る成長が続く公算が大きい。このため、GDPギャップのマイナス幅は縮小傾向が続き、2029年度にはGDPギャップが解消されるだろう。

実質GDP成長率は、2020年代後半はGDPギャップが解消に向かう過程で、潜在成長率を若干上回る1%台前半で推移した後、2030年代前半は潜在成長率の低下に伴い、ゼロ%台後半となるだろう。この結果、日本の実質GDP成長率は予測期間(2025~2034年度)の平均で1.1%になると予想する。

3 | 今後10年間の消費者物価上昇率は平均1.7%を予想

消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は、2022年4月から2年半にわたって日本銀行が物価安定の目標としている2%を上回る水準で推移している。今回の物価上昇は、当初はそのほとんどが原油高、円安に伴う輸入物価の急上昇を起点としたエネルギー、食料の大幅上昇によるものだった。しかし、価格転嫁の動きは幅広い品目に広がり、賃金との連動性が高いサービス価格の上昇率も高まっている。

高い物価上昇率が継続したことで、中長期的な物価動向に大きな影響を及ぼす企業や家計の予想物価上昇率は高まっている。ただし、予想物価上昇率は足もとの物価動向に左右される傾向がある。中長期的な予想物価上昇率の水準が従来から大きく上昇したと判断するためには、景気の悪化、円高の進展、国際商品市況の下落などによって物価低下圧力が高まった時に予想物価上昇率が大きく下がることを確認する必要がある。

一方、物価高が一定期間継続したことで、企業の値上げに対する抵抗感が薄れたこと、インフレを経験しなかった世代が実際の物価上昇に直面したことは、先行きの予想物価上昇率の底上げに寄与する

可能性がある。

消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は、円高の進展に伴う輸入物価の低下によって財価格の上昇ペースが鈍化することから2025年度に1.8%と4年ぶりに2%を割り込み、2026年度には円高、原油安の影響が重なることにより1.6%とさらに伸びが鈍化するだろう。

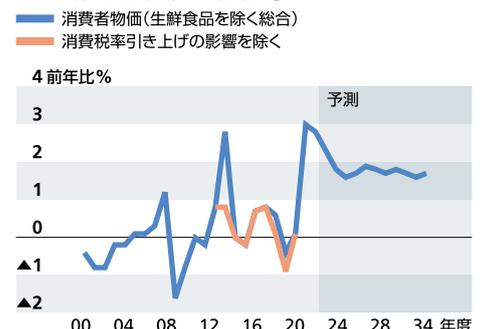
予測期間前半は需給バランスの改善が物価の押し上げ要因となり、2028年度には1.9%まで伸びが高まるが、円高に伴う輸入物価の押し下げにより財価格の上昇率が緩やかにとどまることから、2%には到達しない。一方、賃上げ率は予測期間中、ベースアップで2%程度の推移が続くことを想定しており、ベースアップとの連動性が高いサービス価格も2%程度の上昇が続くだろう。

予測期間後半は、予想物価上昇率や賃金上昇率の高まりが物価を押し上げる一方、財価格の上昇率が低めにとどまること、GDPギャップのマイナスが解消し、需給面からの押し上げが減衰することから、1%台後半の伸びが続くだろう。

消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は今後10年間の平均で1.7%になると予想する[図表3]。

[図表3] 消費者物価(生鮮食品を除く総合)の予測

資料：総務省統計局「消費者物価指数」



Z世代の消費志向とサステナブル意識

経済・社会的背景から見た4つの特徴



生活研究部 上席研究員 久我 尚子

kuga@nli-research.co.jp



くが なおこ

01年早稲田大学大学院理工学研究科修士課程修了(工学修士)。同年株式会社NTTドコモ入社。東京工業大学大学院進学を経て、10年ニッセイ基礎研究所、21年7月より現職。内閣府や総務省(統計委員会)、経済産業省(産業構造審議会)、東京都などの委員を務める。

1—— Z世代の育った経済・社会背景

消費に関わる価値観の形成には、自分でお金を使う楽しさを知ることになった時期に、どのような経済・社会環境にあったかが、大きな影響を与えると考えられます。例えば、バブル世代は経済成長を背景に、物質的な豊かさを追求し、ブランド志向が強い傾向があります。

一方でZ世代はバブル崩壊後の景気低迷期に、リーマンショックや東日本大震災も生じる中で誕生しました[図表1]。

流行語を見ると、Z世代の前半が高校生になる頃には「アベノミクス」や「爆買い」が話題となり、20年間低迷していた日経平均株価が上向き始めました。その後「親ガチャ」や「悪い円安」も注目され、「マタハラ」「保育園落ちた日本死ね」「(高齢者の自動車)免許返納」といった社会課題も浮上しました。

つまり、Z世代は、幼少期に経済的な不安定さや格差を目の当たりにし、思春期から青年期にかけては、経済面で明るい兆しを感じる一方、少子高齢化が進行する中で、働き方や価値観の変化、新たな社会課題にも直面しています。よって、経済情勢が改善されても、消費に慎重な姿勢を持つ傾向が強いでしょう。

一方で、Z世代の成長とともに進化し続けてきたのがデジタル領域です。Z世代は

小学校高学年頃からスマートフォンを持ち始め、中学生になるとInstagramやTikTokなどのSNSを利用し、キャッシュレス決済にも自然と馴染んでいます。大学生や社会人になる頃

には生成AIが登場し、彼らの生活や働き方に大きな影響を与え始めています。

つまり、デジタルツールの活用はZ世代の価値観や行動様式に深く根付いており、経済・社会的背景とともに彼らの価値観を形作る重要な要素となっています。

2—— 4つの消費志向とサステナ意識

このような背景を踏まえると、Z世代には4つの消費志向が浮かび上がります[図表2]。デジタルネイティブの彼らは、SNSやインフルエンサーの影響を大きく受け、様々な商品と膨大な情報が巡る消費社会では、コスト/タイムパフォーマンスを重視する傾向が強く(デジタル志向)、心に残るような体験に価値を見出す傾向があります(体験志向)。

ただし、SNSを通じて、どのような体験でも既視感を覚えやすくなる中で、再現性が低く、特別感のあるトキ消費に価値を見

[図表2] Z世代の4つの消費志向 資料:筆者作成



出す傾向も強いようです。

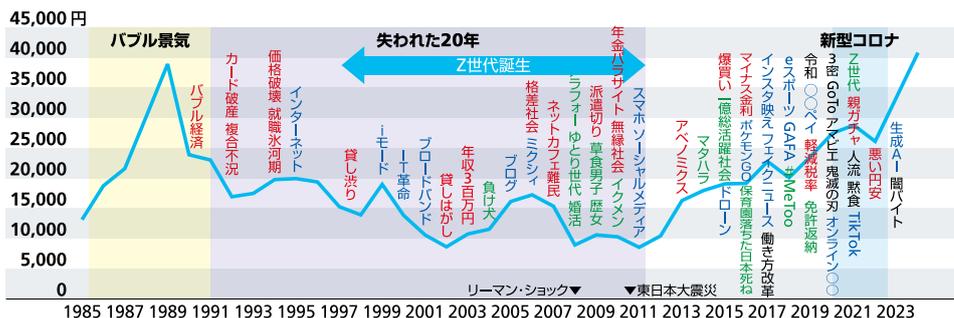
さらに、選択肢が豊富にある中ではパーソナライズ志向も高いでしょう。データ社会では企業は属性や行動履歴に基づいて個人のニーズに合わせた商品を提供できるようになっています。Z世代は企業の柔軟な対応を活かして、自分らしさを表現することにも長けています。

また、Z世代はエシカル志向や社会貢献意識の高さでも注目されることが多いようです。ただし、これには注意が必要です。確かに若者同士で比べれば、Z世代はバブル世代や団塊世代と比べてエシカル志向は高いかもしれませんが、現時点で比べると、若者よりシニアの方がサステナブル意識は強いのです*。

よって、企業が即効性を求めて情報拡散や好感度の向上を狙う場合には、情報発信力の高いZ世代へのアプローチが効果的ですが、商品の購入となるとシニアの方が可能性は高いのかもしれません。

将来的には、すべての消費者にとってサステナビリティという観点が消費行動の土台となると考えられますが、現時点では年代によって意識と行動には隔たりが見られます。そのため、各層の特徴をしっかりと捉え、適切なアプローチを行うことが求められます。

[図表1] 日経平均株価と主な流行語 資料:日本経済新聞社「日経プロフィール」、自由国民社「ユークヤン新語・流行語大賞」より筆者作成



[*]久我尚子「サステナビリティに関わる意識と消費行動(1)」、ニッセイ基礎研レポート(2023/09/15)など。

円安再燃、1ドル160円に 逆戻りするリスクは？

月 初1ドル144円台でスタートしたドル円は、足元で152円台まで円安ドル高が進行している。月初に石破新首相が日銀の利上げに慎重な発言を行ったことが円売りを誘ったほか、米雇用統計や小売売上高の良好な結果を受けて米利下げ観測が後退し、ドル高が加速した。また、足元では米大統領選でのトランプ氏再選によって、同氏の掲げるインフレ促進的な政策実現の可能性が意識されていることも、米金利上昇を通じたドル高圧力になっている。

先行きについては、FRBの段階的な利下げと日銀の緩やかな利上げを背景として円高基調となる可能性が高いと見ている。米国については、確かに最近公表された経済指標は堅調なものが多いが、持続性が不透明なうえ、FRBによる緩やかな利下げ路線を覆すほどの状況ではない。一方、日銀はしばらく内外情勢を見極めた後、来年1月には追加利上げに踏み切るだろう。この過程で日米金利差が再び縮小に向かうことで、3カ月後のドル円は146円前後になると見込んでいる。

ただし、見通しに織り込みづらいテーマに11月上旬の米大統領選がある。両候補の支持率は依然拮抗しており、選挙結果とその影響は決め打ちできない。上記の見通しをベースとして、必要に応じて情勢変化を織り込んでいく姿勢を採らざるを得ない。

なお、市場の変動率が高止まりしているため、今後さらに円が急落するリスクも否定はできない。現状ではリスクシナリオではあるが、①米大統領選でトランプ氏が勝利し、上下院ともに共和党が優勢を確保するトリプルレッドが成立した上で、②良好な米経済指標が続いてFRBによる利下げ観測が大きく後退、③トランプ氏への警戒から日本の通貨当局が円買い介入を躊躇するという条件が揃う場合には、再び160円突破も有り得ると見ている。

月初0.8%台半ばでスタートした長期金利は、足元で0.9%台後半まで水準を切り上げている。利下げ観測の後退を受けた米金利上昇が波及したうえ、円安を背景に日銀の利上げ観測が持ち直したためだ。

今後は、FRBによる利下げ観測が低下圧力となる一方で、日銀による追加利上げ観測・段階的な国債買入れ減額が上昇に作用する形となり、方向感が出にくいだろう。3カ月後の水準は1.0%前後と予想している。



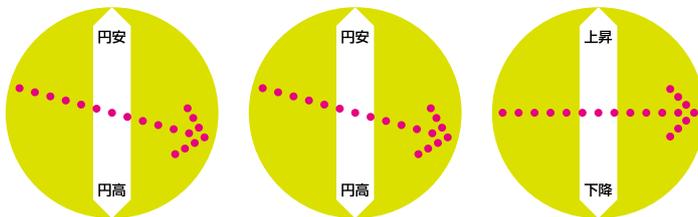
上席エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

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。



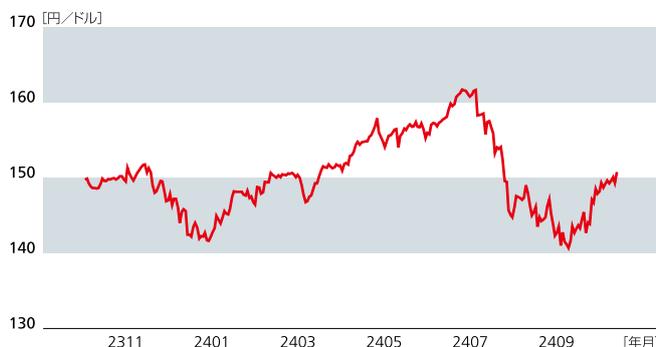
Market Karte

November 2024

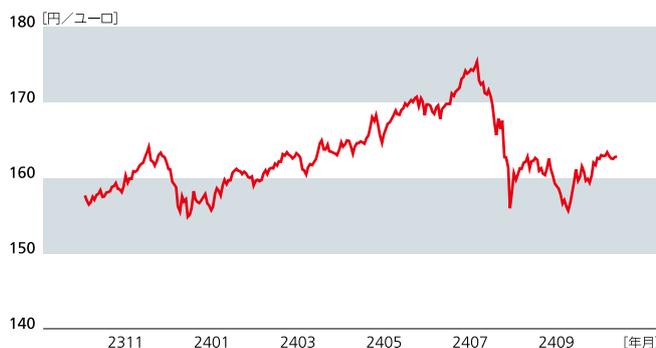


ドル円・3カ月後の見通し ユーロ円・3カ月後の見通し 長期金利・3カ月後の見通し

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 急速に進む円安修正**
～今後のシナリオを展望する
上野 剛志 [エコノミストレター | 2024/9/6号]
- 2 あの“同期”はなぜ飲み会に参加しないのか**
～Z世代のアルコールに対するスタンスについて考える
廣瀬 涼 [基礎研レポート | 2024/9/24号]
- 3 中国経済の見通し**
～長期化する不動産不況で政策依存の景気が続く。
外需下振れのリスクも
三浦 祐介 [エコノミストレター | 2024/8/26号]
- 4 円相場は乱高下、今後は円高か円安か?**
～マーケット・カルテ9月号
上野 剛志 [基礎研REPORT-Market Karte | 2024/8/16号]
- 5 日本の死亡保障不足は深刻なのか**
～日本の死亡保障不足はアジア先進国中、最も深刻との指摘も
～日本の生保市場の開拓余地は大きいのではないかと
有村 寛 [保険・年金フォーカス | 2024/9/24号]

コラムアクセスランキング

- 1 ハロウィンジャンボの楽しみ2024**
～一攫千金のドキドキ感と100万円以上当せんの
ワクワク感の配分は?
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2024/9/17号]
- 2 J-REIT市場動向(2024年9月末)**
～オフィスセクターに光差すも、
バリュエーションは依然として割安水準～
岩佐 浩人 [研究員の眼 | 2024/10/7号]
- 3 EVと再エネの失速から学ぶべきこと**
～脱炭素へのトランジション(移行)と多様な選択肢の重要性
百嶋 徹 [研究員の眼 | 2024/9/26号]
- 4 ふるさと納税の新たな懸念**
～ワンストップ特例利用増加で浮上する課題
高岡 和佳子 [研究員の眼 | 2024/10/11号]
- 5 野村証券相場操縦事件**
～見せ玉による相場操縦
松澤 登 [研究員の眼 | 2024/10/17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24/9/23-24/10/20》

www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

温水洗浄便座の普及率(二人以上の世帯) [11月10日はトイレの日]

Source: 内閣府 消費動向調査 Design: infogram©

