

熊谷 真理
シニア・ディレクター |
リサーチ | 日本
+81 3 4572 1009
mari.kumagai@colliers.com

新型コロナウイルス： 国内不動産市場に与える影響は？【和訳版】

要約と推奨

新型コロナウイルス（COVID-19）の発生に伴う国内経済への懸念が増している。中国は引き続き輸入の29%と輸出の22%を占める日本最大の貿易相手国でありつづき、国内需要そして国内供給の両方への悪影響は今後数カ月にわたって徐々に顕在化していくだろう。

投資家に対する弊社推奨は³：

- > 投資対象として、近代的設備が不足する物流施設。アジア最大のイールド・スプレッドが確保できる東京オフィスを検討する。

テナントに対する弊社推奨は⁴：

- > 移転計画、内覧活動、新築ビル竣工時期などは相応の延期が予想されるため、予定されていた貸借契約の更新などはやや前倒しで行っていく
- > 公衆衛生の懸念が高まる中、働く場所の分散を可能とする「フレックス&コア」戦略を推進させる
- > 郊外のサテライト・オフィスでの就業を可能とする「シティ・キャンパス」形式のオフィス設計を検討する

2020年日本 GDP 成長率：-0.2% 減



オックスフォード・エコノミクス¹は、COVID-19の負の経済的影響を考慮し、日本の2020年の実質GDP成長率の予測を0.2%引き下げ年率+0.2とした。マクロ経済関連の指標はほぼ公表待ちであるが、年初来、日経225インデックスは約14%低下、J-REIT指標は約8%低下を記録した。

消費パターンの進化に 注目する



ホテルでは訪日訪問客が激減し、イベントや部屋がキャンセルされているため、最も大きな悪影響を受けている。また、人気の観光地の小売店舗などでも、月間売上高の先行指数がすでに約30~90%減少している*。

1月15日にCOVID-19の国内初の症例が発表されて以降、3月3日時点で295人の国内感染例、うち46人（16%相当）が退院したことが公表されている²。3週間以上にシンガポールで同様の取り組みが発動された後、ようやく安倍内閣でも在宅勤務開始の奨励や、イベント等の延期やキャンセル等を要請しはじめた。ビジネス活動の減少は観光客の消費を減らすだけでなく、中国からの輸入に中間資本の総生産量の約45%を依存している国内サプライチェーンにおいても悪影響が顕在化しつつある¹。

弊社予測は：

- > 中国からの需要低下により、商品市場価格指標は10%以上低下した。また内製される部品の生産量が減少するため、価格上昇だけでなく、予定されていた納期が3~5四半期程度遅れる可能性も高まる
- > 新型コロナウイルスが流行する期間の悪影響としては、投資活動の低下、貸借取引締結や更新の遅延、より安全な資産クラスへの需要は増加、一方リスクの高い資産ではリスク・プレミアムが上昇するなど。

潤沢な流動性 サポート



財政余力も限られる日本政府は、ウイルス対策に携わった経験に乏しく、当初の政策対応も遅れた。しかし、全体的には資金繰りの懸念は限定的である。金融緩和は維持され、実質短期金利はマイナス、10年国債金利もゼロ近辺で推移している。

投資市場は手控え 需給は弱含み



COVID-19の影響は年内には収束する可能性が高く、投資家は長期的な需要の原動力に注目すべきである。物流施設への追加投資は、単なるリスク管理対策となるだけでなく、日本より遥かに大きい中国の電子商取引市場にアクセスする事を可能とする。

*Capital IQ、ブルームバーグ ¹オックスフォード・エコノミクス2020年2月27日付「コロナウイルスは世界経済にどのように影響するか」。² [Coronavirus COVID-19 Global Cases by Johns Hopkins CSSE](#)、³Colliers : COVID-10: Impact on APAC real estate capital markets、⁴Colliers : COVID-19: IMPACT ON APAC OCCUPIER PROPERTY MARKETS。注：1 m² = 10.76 sqft、2020年2月末現在の通貨換算レート：USD1 = 110円

資産クラス別

当面の影響をまとめる

2020/2021年の予測と推奨事項



オフィス

影響は微少：タイトな需給、対応できる余地も限定的

移転計画、拡張計画、物件内覧は一時停止になり、投資市場、貸借市場ともに必要とされる決断は遅れる傾向。

東京

需給はタイトで貸主に有利な市況は継続する見通し。竣工予定ビルについても、2020年は85%、2021年は39%と内定率も高く、二次空室も限定的でテナントの選択肢も限定的。空室率も低位で推移するだろう。

大阪

相対的に過密地帯が集積しているため、短期的には貸借市場の落ち込みも相応に大きくなる見通し。2022年までは新規供給もほぼ皆無であり、取引活動も鈍化、賃料上昇のペースも想定を下回る可能性が高まりつつある。



ホテル

影響はまだら模様：局地的に過剰供給懸念が顕在化

東京オリンピックを前に増加してきた供給量は、大阪と京都でそれぞれストックの30%と65%に匹敵し、既に懸案事項となっていた。しかし、リスクは地方の小規模ホテルに偏在している。この背景は、総観光収入における訪日客への依存度が相対的に高い（全ホテル平均20%に対して地方平均29%）ため。



物流施設

プラスの影響：消費パターンの変化から追い風

- > 長期的成長により総需要は維持される。全体的に空室率も低下傾向。
- > 首都圏では年間200万平方メートル以上の記録的な供給も順調に消化し、賃料は堅調に推移。



店舗

影響は限定的：人気のある観光地でリスクが上昇

- > 小規模な個人事業者などでは床需要が減退傾向に。
- > 2018年第1四半期以降、賃料は下降トレンドを加速する傾向。空室率は比較的低いまま。
- > 事業規模が小さく、かつ運転資金需要が高い場合には、地方都市などで局所的に投げ売りが発生する可能性も。

テナント向け

- > テナント向け選択肢も更に絞られるため、既存の賃貸契約は早めに更新する
- > 政府の推奨する通勤混雑緩和を実践するためにも、**自宅近辺での就業を実現するオフィス設計**として「シティ・キャンパス」様式を新たに検討する。

投資家向け

- > 都心部オフィスではグレード別賃料格差は未だ大きく、貸主においては、ビル管理の改善などを通じて、段階的な賃料引き上げを図るチャンスは残されている。
- > **東京のグレードAオフィス**の利回りは約3.4%。ゼロ金利継続で、同等のスプレッドも引き続き確保されるだろう。

深刻な価格の落ち込みは接客関係の不動産に限定されるであろう。過去の需給を確認すると、この7年間で観光客収入は4.2倍となり4.5兆円に達したが、国内のホテル供給は5.9倍の304,000m²に増加している。ただし、これまでの過剰供給懸念は、訪日客に人気観光地での根強いホテル需要によって吸収されてきたことには留意したい。

- > 首都圏で近代化設備を備える倉庫の比率は5%程度に過ぎず、不動産価格の上昇を後押しする見通し。
- > 貸主は、このダウンタイムを利用して物流設備の高度化を図り、予測されるEC需要増加に備える。
- > テナントでは、現行の床需要を再検討して、予期せぬ事態の発生に備えた緊急時対応計画も練り直すべきである。

- > 小売業者は中国からのEC支出増加に先立って、実店舗からオンライン販売へのシフトを加速すべきである。
- > 更新可能な固定賃料契約が前提とされているため、大半の貸主における影響は限定的。ただし、一部の地方ショッピングモール等では、小規模テナントに対して一時的な賃料減免を早急に検討すべきである。

リスクの波及経路

GDP成長率

日本のGDP成長率は、2003年の重症急性呼吸器症候群（SARS）の発生による影響はほぼ受けなかった。過去の事例としては、東日本大震災（2011年）に伴う局地的な生産ライン停止、グローバル金融危機（2007年）に伴う金融システム不安定化などが参考にできる。相対的にはかなり小規模なものになると考えるが、中国経済の収縮と検疫活動の増加等により、特に自動車産業および自動車部品産業などを中心とする世界的な供給連鎖が停止してしまうこととなる。長期化すれば、日本のGDP年間成長率（約515兆円相当）予想も更に引き下げられていくだろう。

人の活動の制限

各国政府が、中国、韓国、イタリア、イランを含む高リスク国からの外国人に対する出入国制限を発表しているが、日本、シンガポール、香港もその対象として続くものとみられている。ただし、訪日観光客は、観光総需要の20%にも満たないことには留意したい。むしろ、国民の活動制限は、労働力が突然失われたサービス・生産活動が一時停止してしまうことで、より深刻な悪影響をもたらす可能性が高い。

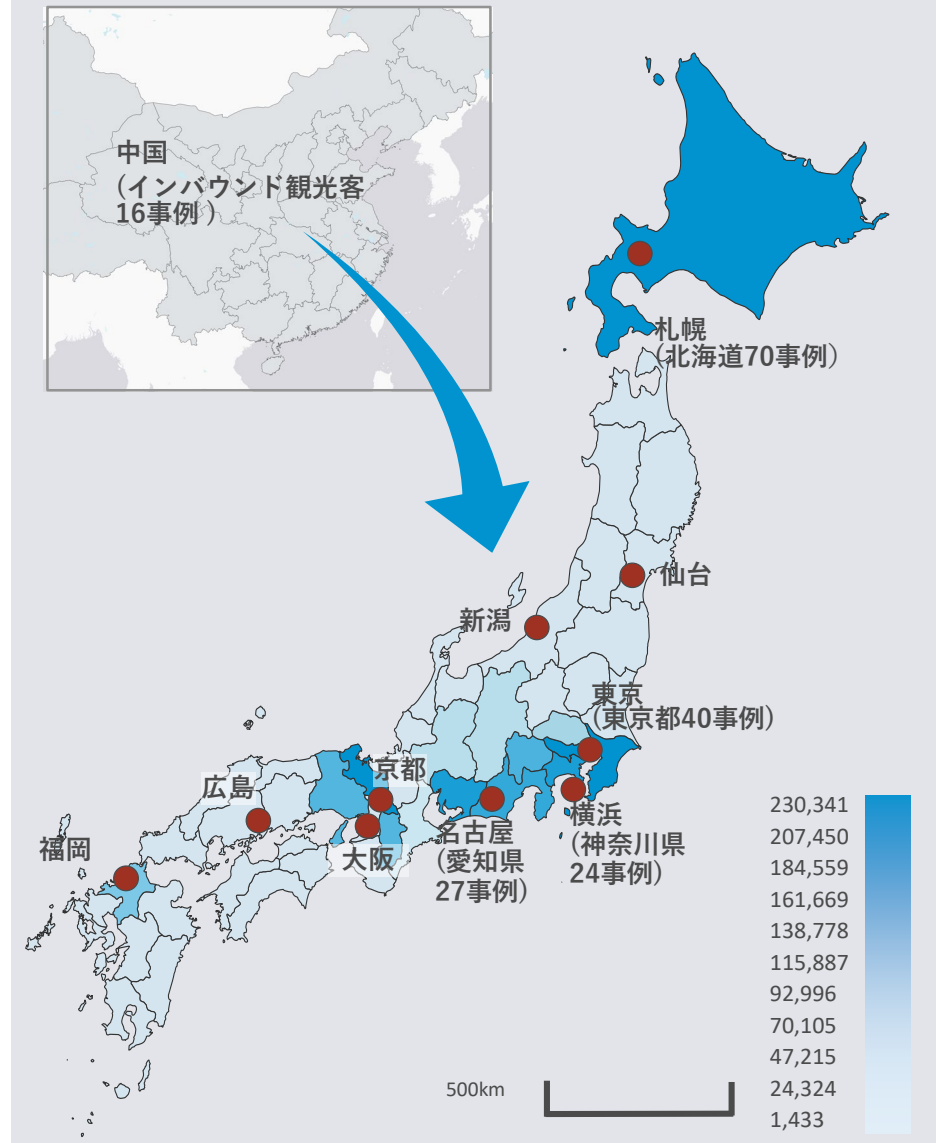
消費の減退と投資支出の遅延

第1四半期の訪日中国人観光客の直接消費が喪失されるだけでも国内総生産が約5～10%または1,430億円程度押し下げられることが試算されている¹。さらに関連産業への波及効果を推計すると約2,840億円相当の売上の喪失が見込まれている。業種別では、旅行関連だけではなく、対個人サービス、販売、飲食料品製造などが最も影響を受け、続いて企業向けサービスや不動産なども影響の大きい上位10産業にランクインしている。

訪日観光客に人気のある観光地に注目する

まだ全体的な状況は流動的であり、不確実性の高止まりにより取引量が手控えられているが、すべての分野がCOVID-19の流行によって同様の影響を受けるわけではないことを強調したい。訪日中国人観光客数をマッピングすると、国内で確認された感染事例と集団感染の発生傾向がわかりやすくなる。右図に示すように、北海道、東京、愛知など人気のある観光地が当初から感染が多く確認された地域となっている傾向が認められる。

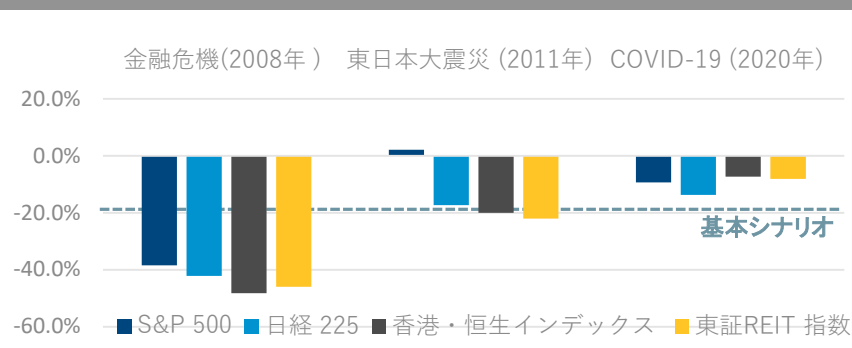
中国からの訪日観光客数(2019年度)をマッピングする



出典：コリアーズ・インターナショナル、NTT Docomo、経済産業省、

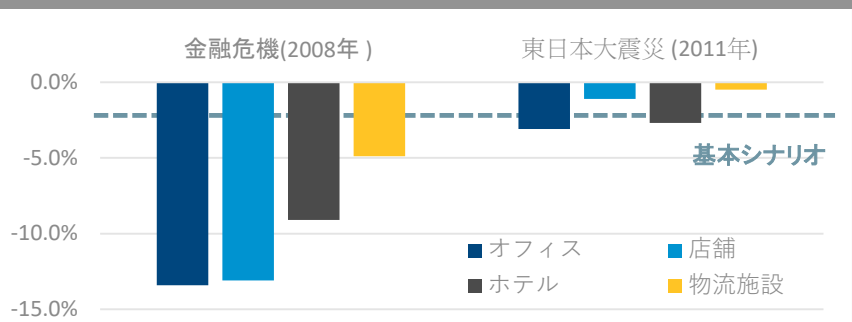
¹ 2020年2月25日付け帝国データベース「訪日中国人客の抑制でインバウンド消費は減少」参照

マーケット指標：主要な株式市場指数の年初来変動率



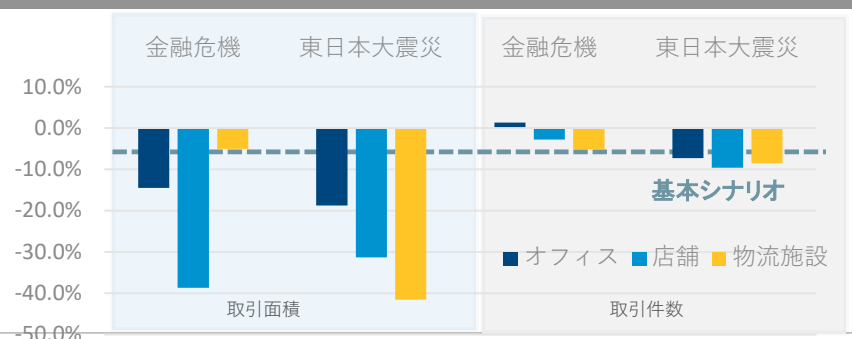
出典：コリアーズ・インターナショナル、Capital IQ

不動産価格に関する指標：資本収益率(%) - 年換算



出典：コリアーズ・インターナショナル、ARES (2020)

需要に関する指標：不動産取引面積と取引件数- 年換算



出典：コリアーズ・インターナショナル、国土交通省

危機対応からの教訓

グローバル株式市場に比べて国内株式市場の失速は急速

年初来の日経平均株価指数は、S&P 500の約9%、J-REITの約6.5%を上回る約14%の下落を記録している。このような株価調整は拙速かつ秩序に欠けるともいえるが、2011年の東日本大震災時の17%下落、2008年の世界金融危機時の42%下落とは比べられるものでもない。

裁量的支出に関する資産を除けば、賃料は安定推移する見通し

総体的に日本の不動産賃料は、貸主寄りの固定賃料契約に2000年以降の供給不足が相俟った結果、安定推移してきた。東京オフィスの賃料をみても、2009年初めて頭打ちした後、2013年初頭から再び緩やかな上昇を続けている。不動産証券化協会（ARES）が発表した暫定データによると、COVID-19の流行以前から、東京の店舗賃料は勢いを失っており、2018年第1四半期のピークからすでに34%減少している。同様に、大阪ホテル賃料も、2017年第2四半期に頭打ちした後、約47%下落している。

不動産価値の下落は早期にとどまり、迅速に回復する見通し

価格推移を振り返ると、2011年の東日本大震災は局所的かつ物質的な影響にとどまった一方で、2008年の世界金融危機は資金繰りの悪化なども絡まり、当時の不動産価格の下落幅は震災時の4倍まで拡大した。資産別では、GDP成長率との関連性が高い資産クラスが、相対的に大きな影響を受けた。オフィス資産の下落幅は13%に達し、店舗とホテルがそれに続く。ただし、物流資産は、長期的な需要ドライバーが健在であることから、比較的安定した価格を維持することができた。

2020年新型コロナウイルス関連では同様の不動産価格下落を弊社では見込んでいない。資金繰りや物理的ダメージを受けた過去の危機と違い、今回の危機に関する悪材料は裁量的支出と市場の信頼感の維持にかかるものが大半であるためである。

取引件数は戦術的なポジション調整を反映していく見通し

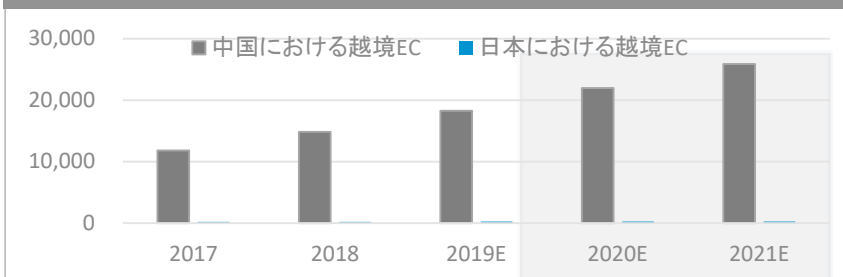
過去の危機対応を鑑みれば、リスク選好度の低下に伴い個別の取引規模は小さくなるものの、取引件数はそれ程影響を受けないことが予想される。金融危機及び東日本大震災時の際の動向をみると、例えば店舗の総取引面積をみると、前年比39%、前年比31%減少した。一方、同期間の取引総数をみると前年比3%、前年比10%の減少に留まった。どちらの危機を通じても、相対的に物流施設は堅調を維持していることは興味深い。

日米中における電子商取引（EC）市場規模を比較する

	日本	中国	米国
総人口（百万人）	126.5	1,395.4	327.4
携帯電話契約者数（百万人）*	164.3	1,364.9	416.7
一人当たり名目GDP（米ドル）	39,306	9,608	57,638
ICT活用度ランキング	6/141	18/141	27/141
インターネット利用者 % 成人人口	84.6%	54.3%	87.3%
同インターネット利用者 % ランキング	29/141	93/141	26/141
EC市場規模（十億米ドル）*	95.3	1,115.3	454.9

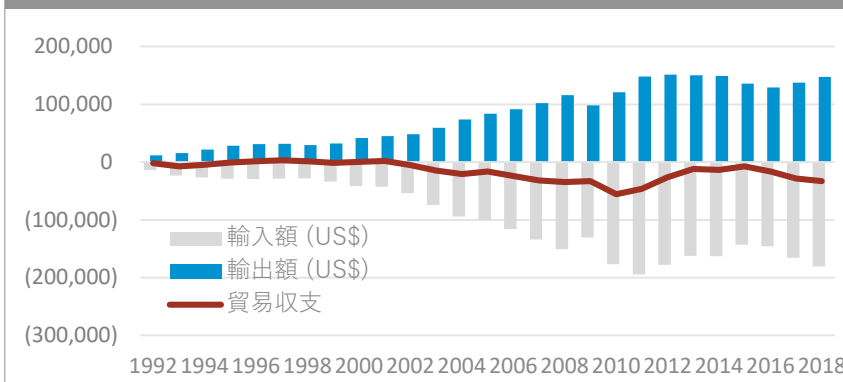
出典：コリアーズ・インターナショナル、World Economic Forum (2019)、Euromonitor、e Marketer
注：直近のデータは2017年度を対象とするもの

中国 - 日本：越境EC市場の売上予測（米ドル：百万）



出典：コリアーズ・インターナショナル、経済産業省

歴史的傾向：中国との輸出入（米ドル：百万）



出典：コリアーズ・インターナショナル、国連、経済産業省。

注：文中のデータは観光庁；観光白書（2019）、経済産業省、我が国におけるデータ駆動型社会にかかる基盤整備（2018）等を出典としている

厳しい環境の中でも中国の電子商取引市場の拡大に更なる期待

中国：日本の11.7倍に相当する世界最大のEC市場

弊社予想では、観光、輸送、小売、エンターテインメントに対する裁量的な消費支出の減退は、電子商取引（EC）市場の成長を加速させることができる。EC市場を比較すると、中国の市場規模は既には1.1兆米ドルを超えており、世界最大の地位を維持している。これは、米国EC市場の2.4倍または日本のEC市場の11.7倍の規模に相当する。

中国政府の旅行禁止令は、2019年の実数に基づけば最大1億5000万人の中国人旅行者に影響を与える可能性がある。ただし、訪日客数減少は、ECへのシフトを加速させる可能性も高い。

中国の越境EC市場は今後3年間で倍増が予想される

中国からの越境EC市場の売上も、2021年末までに倍増して259億米ドル（2.8兆円）になる見通しである。これは、日本から中国への越境EC売上高が290億円と意味のない水準にとどまっていることとは対照的である。最新のPayPal調査によると、越境EC経験を持つインターネットユーザーの割合は、中国で全体の26%に達するが、日本では全体の5%にとどまった。観光白書でも、レポート旅行者による買物支出は減少傾向にあり、訪日観光客の総消費量に対する同比率も、4年前の42%から35%まで減少したことが示されている。

高まる観光客の消費は対中貿易赤字を減少させてきた

対中貿易金額の増加は日本の貿易赤字につながっている。貿易赤字は2010年に560億米ドルで頭打ちした後、足許では年間約330億米ドル前後で推移している。日本政府の中国人向け査証条件緩和などにより、訪日消費が喚起され、過去5年間は貿易赤字が減少傾向にある。過去4年間で、訪日外国人消費による日本の貿易黒字は、4.5兆円までほぼ倍増してきた。このような訪日消費増大は、もはや日本の電子部品輸出と同程度の規模を誇るまでに増大しているのである。ただし、今後現行のペースで越境ECへの移行が加速していけば、訪日観光客の消費量も最大25%まで越境ECに置き換わっていき、物流施設の需要も相応に後押しされていく公算が大きい。

執筆者：

熊谷 真理
リサーチ | シニア・ディレクター
+81 3 4572 1009
mari.kumagai@colliers.com

寄稿者：

Andrew Haskins
リサーチ | エグゼクティブ・ディレクター
+852 2822 0511
Andrew.Haskins@colliers.com

詳細は以下の者にご連絡ください：

時田 勝司
日本代表 | マネージング・ディレクター
+81 3 4572 8607
Katsuji.Tokita@colliers.com

太田 英輝
キャピタルマーケット | エグゼクティブ・ディレクター
+81 3 4572 1005
hideki.ota@colliers.com

岩瀬 弾
キャピタルマーケット | エグゼクティブ・ディレクター
+81 3 4572 8603
hazumu.iwase@colliers.com

荒深 友志
オフィス・リーシング | シニア・ディレクター
+81 3 4572 1030
yuji.arafuka@colliers.com

コリアーズ・インターナショナル・グループ・インクについて

コリアーズ・インターナショナル・グループ (NASDAQ:CIGI, TSX : CIGI) は業界トップクラスの国際不動産投資管理サービス会社です。世界68か国で、15,000人以上の起業家精神に長けた専門家を擁しており、グローバル企業・不動産オーナーおよび投資家へ幅広いサービスを提供しています。コリアーズは、自社株保有比率が概ね4割に相当する、経験豊富な首脳陣が率いる企業で、25年以上にわたり株主に概ね20%の収益率を提供してきました。2019年には30億ドル（連結では35億ドル）の企業収益を計上し、預かり資産高330億ドル以上を管理しております。

コリアーズの最新情報については、弊社の [ウェブサイトwebsite](#)、[Twitter](#)、[LinkedIn](#) を参照してください。

著作権 © 2020年コリアーズ・インターナショナル

この文書に記載される情報は、信頼できる情報源から入手されたものです。弊社では正確な情報を提供すべく努力していますが、保証は致しません。弊社は不正確な内容についての責任は一切負わないものとします。読者には、本報告書に記載される情報に基づいて行動を起こす前に、専門家に相談されることをお勧めします。