

コロナ後の不動産市況回復は？

日本の不動産投資市場に対する長期的な影響を理解する【和訳版】

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

要約と推奨

新型コロナウイルス (COVID-19) の世界的感染拡大を受けて、今後9ヵ月以上は下振れ幅が拡大し、市況回復にもより長い時間が必要とされることから、弊社予測を引き下げた。国内消費では比較的堅調な分野もあるものの、グローバルなサプライチェーンの遮断、部品調達など輸出入の遅延などから、悪影響を受ける業界は増加、オフィスを中心とした不動産需要にも影をさしている。

投資家に対する弊社推奨は³：

- > 新型コロナウイルス後のリスク・プロファイルを反映した資産クラス別にリスク・プレミアムを見直す
- > 市場の混乱から利益を確保するため、質の高い資産に焦点を絞る。
- > 潤沢な流動性を有する優良投資家であれば、戦略的に安定した投資資産を追加していく

貸主に対する弊社推奨は：

- > テナント管理を強化する意味合いからも、影響が大きなセクターをきちんと理解する
- > 影響が大きなセクターからの賃料収入が不足する事態に備えておく

GDP成長率：2020
-4.8%; 2021年3.9%



オックスフォード・エコノミクス¹は、東京オリンピックの延期と経済的影響の長期化を受けて、2020年の日本の実質GDP成長率の予測を更に引き下げた。2021年には急回復を見込むものの、今後3~4四半期にわたり、各資産クラス別に市況回復への道筋はでこぼこの道となるだろう。

店舗およびホテルの
賃料の減少



日本政府は罰則を伴うことのない外出自粛を要請している。喪失された消費の多くに対して、所得補償される可能性は未だ低く、手許現金が不十分な中小テナントへの救済措置は、概ね貸主の判断に委ねられている。

足許の状況を確認する。日本で新型コロナウイルスの最初の症例が1月15日に発表されて以降、4月21日時点で、過去10日間で症例が倍増、約11,300の感染者数が発表されている²。陽性患者増加の曲線は緩やかに上昇している。人口1,000人あたりの検査件数³を比較してみても、日本の0.9人という数値は低い。この比率は、米国の2%、イタリアの3%未満に位置付けられ、検査件数自体が非常に限定的である。

弊社予測は：

- > コロナ後のリスクを反映した資産別リスク・プレミアムは(ホテル、店舗を中心に)上昇。
- > 投資家の手許現金の嗜好度が高まっており、資本市場へのアクセスは抑制されたままとなる。
- > 賃料の下落を反映して資産価値が下がると、レバレッジの高い投資家などを中心に追加証拠金の差し入れが必要になり、景気感応度の高い資産クラス(ホテル、店舗等)の投資取引が中断される。

日本の投資資金は潤沢である。但し、ワクチンが開発されるまでは、投資活動の低下、賃貸借契約の締結の遅れ、質への逃避の増加、流動性リスク・プレミアムの上振れ、信用コストの漸増に留意する。

システム・リスクは
相対的に低い



日本の危機対応能力は、高い貯蓄率、資金繰りに対する懸念の抑制、優れた市場インフラ、包括的に整備された医療制度などから恩恵を受けている。資金繰り、雇用、収入への政策支援も、若干は拡充されていく見通し。

高品質な投資資産
を割安価格で購入する



コロナ危機からの迅速な市場回復を実現するためには、日銀においては超低金利政策の長期化以外にほぼ選択肢はない。このような傾向は、日本の不動産市場では引き続き明確な支援要因となる。優良投資家であれば高品質な資産を割安な価格で購入するチャンスとなるだろう。

資産クラス別



オフィス

足許の影響を要約する

工事完成・契約締結にはさらなる遅延が見込まれる
 新型コロナウイルスにかかる不透明性から、主要な決定はすべからず遅延している。日本の感染件数はまだピークに達しておらず、市況のダウンサイクルは、**少なくとも延期されたオリンピック直前となる2021年第1四半期までは続くだろう**。未だ賃料減額交渉は稀なものであるが、平均5年である賃料契約更新サイクルのタイミングに合わせて、賃料減額要請も追隨していくことが予想される。

東京

貸主は、史上最低の空室率、2021年初頭までの供給をカバーする高い内定率の恩恵を受けている。しかし、世界的な需要低迷を反映して、**少なくとも2021年第2四半期までは、大規模な移転計画・増床は手控えられるだろう**。

大阪

緊急事態宣言は、大阪・兵庫などの内覧活動も停止させた。2022年までは新規供給がほぼないため、賃借取引高も、短期的には一段と減少する可能性。景気感応度の高いセクターを多く有する産業構成を反映して、**2025年の万博が開催されるまで、大阪は東京よりも事業活動の落ち込み度合いが高まる見通し**。



物流施設

プラスの影響：消費パターンの変化から追い風

- > 首都圏では年間200万平方メートル（21.5 mil 平方フィート）を超える記録的な供給も順調に消化し、賃料は堅調に推移。
- > 需要は年間平均成長率4.8%程度、3PL市場の長期的拡大に下支えされる見通し。空室率は横ばい、10%未満。
- > 店舗閉鎖に伴い、従来型物流施設に逆風が生じている。



店舗

マイナスの影響：観光地はリスクにさらされたまま

- > 政府の指示により事業の閉鎖が要請されているなか、床需要はさらに漸減していく見通し。
- > 裁量的支出が削減されているため、高級ブランドなどの路面店舗に大きな打撃。足許の月間売上高の暫定値は60~90%程度減少。店舗賃料は2018年第1四半期以降の下降傾向が加速している。

2020/2021年の予測と推奨事項

中小企業を中心に賃料負担能力が縮小しているため、こうしたテナント層を有するグレードの低いビルに対するリスク・プレミアムは上振れしていく。売買価格の調整はまだ起こっていない。しかし、期待価格のズレは大きく、新たなリスクプレミアムを反映した取引価格をめぐる合意は見込まれないため、取引高も低調にとどまるであろう。

貸主向け

- > テナントと貸主の間で認識のずれが拡大傾向にあることを理解する。在宅勤務の増加から、今後3~5年間にかけて従来型オフィスの床需要も減少する見通し。
- > 手許現金増加を図るためにも、保有する不動産を収益化するセールス・リースバックの機会等を検討する。

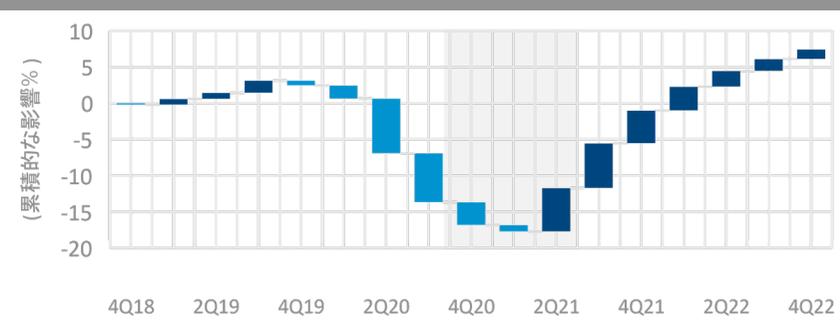
投資家向け

- > ウェルネス認証されたビル、高度なテクノロジーツール、ビル全体の共有施設に追加投資を行い、「フレックス&コア」を推進させる。
- > **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。

- > 物流施設は相対的にはパフォーマンス改善傾向。
- > 近代的物流施設の欠如、首都圏物流市場の5%に過ぎない、が今後の資本価値上昇を後押ししていく見通し。
- > **貸主は**、この機会を活用し、拡大するeコマース需要を見込んだ施設へ近代化する投資を行う現在の床需要を見直し、BCP（事業継続計画）の観点からも、近代化した設備を擁した配置換えを行っていく。

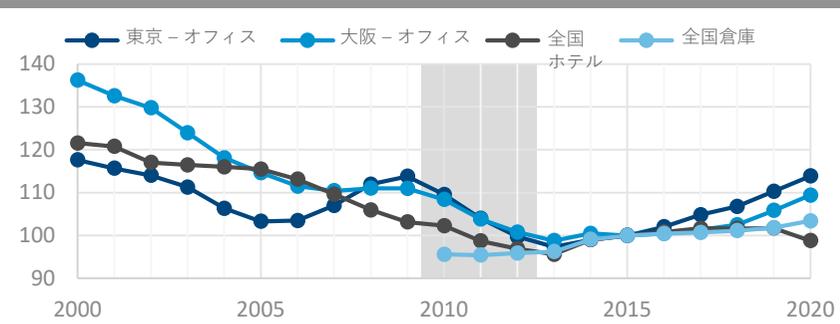
- > 新型コロナウイルス発生時など安定した収益が期待できない（富裕層世帯を支える都市部の日常用品販売等は除く）
- > 賃貸減額を実現させる選択肢を理解し、安定したテナントを確保していくプロセスを理解する。
- > 更新可能、かつ固定賃料比率の高い賃料体系は、当面の貸主に対する影響を防いでいる。ただし、地方都市ショッピングモールの貸主などは、小規模テナントに対し期間を限定した賃料減額を検討すべきであろう。

日本の実質GDP 四半期予測 (年率%)



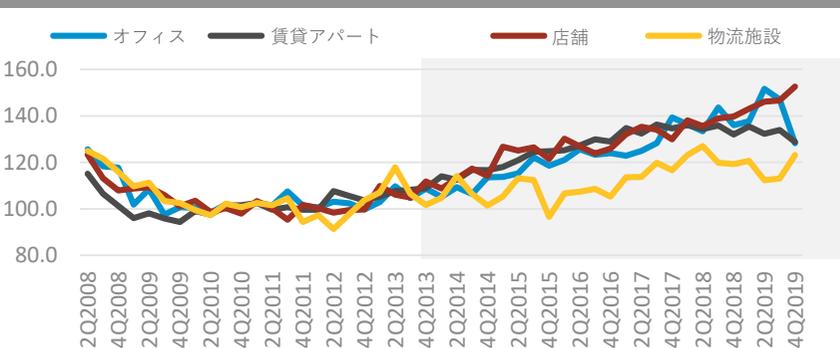
出典：コリアーズ・インターナショナル、オックスフォード・エコノミクス

賃料価格指数 (2015 = 100、2000年1月～2020年2月)



出典：コリアーズ・インターナショナル、日本銀行

商業用不動産価格指数 (2010 = 100)



出典：コリアーズ・インターナショナル、国土交通省 (MILT)

シナリオ分析

外出自粛が長期化するなか、事業環境はまだ流動的である。このため、最新の状況を反映したシナリオ分析はより重要となる。

(1) 賃料減免への圧力が高まる中、賃貸市場は総じて堅調

基本シナリオとしては、低グレードのビルに対する賃料減免圧力の増加にもかかわらず、比較的安定した貸借市況を想定している。総体的に日本の不動産市場は、貸主に有利な法規制、固定賃料の比率が高く、2003年/2004年と2012年/2013年代の供給増加を乗り切った後も安定して推移している。このシナリオでは、政府の資金繰り支援の規模が65兆円を超え、資金調達コストは低いままであることを前提としている。

(2) リース債務支払いの滞り、回復への道のりは長期化

ダウンサイド・シナリオでは、景気回復期間の長期化に伴う賃貸収入の更なる減少を想定する。主要なリスク要因として、政策支援の不整合などからテナントの所得補償の遅れ、賃料負担能力の低下、ウイルス再発に伴う二番底、その影響範囲の拡大、または影響長期化に伴う金融市場の不安定化などが挙げられる。海外では、既に米国企業の信用スプレッドが投資適格平均で350 bps、ハイ・イールド銘柄平均で同870 bpsと倍増しており、資金調達環境の綻びも目立ちつつある。予想以上にリスク許容度が早く悪化し、賃料支払も停滞、資本市場へのアクセスが抑制される。近年、債務比率が高まりつつあったグローバル不動産投資家市場において、マージン・コール（信用取引における追加証拠金の要請）の悪循環に陥る可能性もないわけではない。

(3) 革新的な医療の進歩に伴い、迅速な市場回復へ

アップサイド・シナリオでは、革新的な医療の進歩に伴い、迅速に危機が封じ込められることを想定している。各国の医療制度が共同開発を深めていけば、その可能性も高まるだろう。外出自粛要請が解除された後、力強い市況回復を想定する。

コロナ後の不動産投資市場における更に長期的な影響としては、国内製造施設への資本配分の増加と、換金性の高い貯蓄性投資商品に対する需要の増加などが挙げられるだろう。

業界別に影響度を理解する

オックスフォード・エコノミクス社の予測に基づけば、2020年の先進国の平均実質GDP成長率は須らく4.5%程度押し下げられる世界同時の景気後退、その後の2021年からの段階的な市場回復が予想されている。硬直性は高いとはいえ、日本の雇用制度は安定しており、フランスの16%、米国の6%、英国の2%に相当する大きな失業率の増加は想定していない。

政府は産業別に許容される事業の範囲に関して詳細な通達を発表している。それに基づき、新型コロナウイルスに伴い悪影響を受ける産業の範囲を次のように分類した：

- 今後悪影響を受けるのは、不要不急なビジネスサービス、人材派遣、不動産取引、広告等
- 既に悪影響を受けているのは、宿泊、飲食、日用品以外の小売、自動車製造、アパレル等
- 閉鎖には航空会社、旅行、演劇、娯楽施設、教育関連、学校等
- 輸出関連には、海外からの部材調達に依存する卸売業など

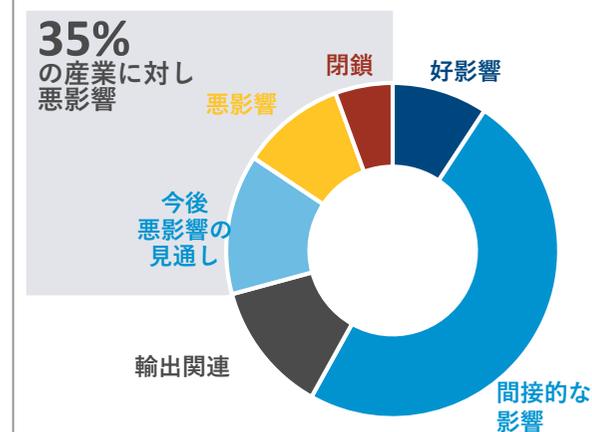
逆に恩恵を受ける産業として、ネットを介したサービス業全般、宅配関連サービス、物流施設なども存在する。固定費削減の一環として不動産費用を削減する場合、営業費用に対する比率が平均約5~7%となる飲食業、娯楽業、および日用品以外の小売業のテナントに対する影響が相対的に大きい。同比率は全産業平均と同等、すなわち営業費用の1.3%にとどまっているが、裁量的な相対取引に依存するプロフェッショナル・サービスであれば、悪影響が増すだろう。コロナ後のビジネス関係を強化していくためにも、産業別には自らのテナントが負担する不動産費用の占める比率を把握し、相対的な横比較しておくことを推奨する。

主なマクロ経済指標の想定：日本

年間予測	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
日本の実質GDP成長率	0.7%	-4.8%	3.9%	1.3%	1.2%	1.0%
CPI (2015 = 100)	101.8	101.8	102	102.5	103.1	104.0
10年国債金利	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
失業率 (%)	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
企業のデフォルト (%)	1.3%	1.6%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%
円/米ドル平均 ¹	109.0	106.9	106.0	105.5	104.4	103.3
米国実質GDP成長率	2.3%	-4.1%	7.8%	1.5%	1.7%	1.7%
中国実質GDP成長率	6.2%	-0.6%	8.8%	5.9%	5.6%	5.3%

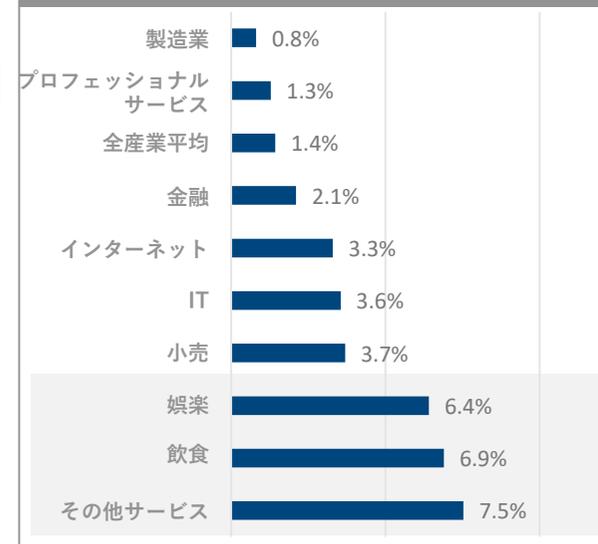
出典：コリアーズ・インターナショナル、オックスフォード・エコノミクス 2020年4月19日のデータ
注：¹為替レートは年間平均値

東京：産業別従業員数分布、影響度合い(%)



出典：コリアーズ・インターナショナル、経済産業省、東京都統計局

不動産関連費用 % 営業費用



出典：コリアーズ・インターナショナル、経済産業省「企業活動基本調査」

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

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について

コリアーズ・インターナショナル (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。