

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

『コロナウイルスの影響～不動産は3方向からの影響に備えを』

- 新型コロナウイルス感染拡大による混乱は、日本の不動産マーケットに3つの方向(人の移動の制限、金融の混乱、マクロ経済の悪化)から影響を与える。
- 中期的には、不動産投資マーケットの趨勢、不動産利用のあり方にも変化を及ぼすと考える。

不動産マーケットの変化は3つの方向から来る

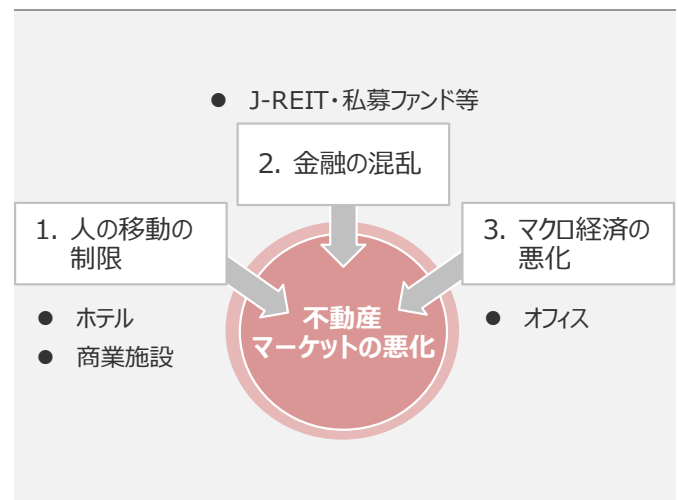
新型コロナウイルス感染症(COVID-19)は拡大の一途であり、収束は未だに見えない。いまや、感染は世界的な大流行となり、経済活動の停滞が懸念される等、リーマン・ショックに匹敵する経済的混乱を起こしている。この混乱は、日本の不動産マーケットに3つの方向(人の移動の制限、金融の混乱、マクロ経済の悪化)から影響を及ぼすと考える。

1. 人の移動の制限

新型コロナウイルスの感染拡大がもたらす経済的な影響は、外出自粛の要請などに加え、出入国制限や都市封鎖といった移動制限措置が各国政府より課せられたことによって生じている。日本国内でも影響は顕著に現れ始めており、2020年2月の訪日外客数は前年同月比で58.3%減少、2020年3月1日から25日までのJR東海管内の新幹線輸送量は同55%減少と半減している。3月以降は、各国ともこれまで以上に移動制限措置を強化していることから、さらに厳しい状況になることが想定される。

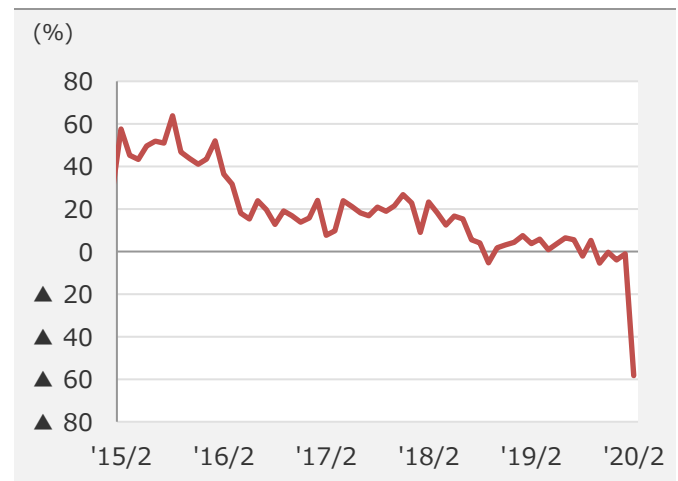
特にホテルや商業施設では客足が途絶え、事業者は収支悪化が避けられない。テナントから受け取る変動賃料の減少等の形で、投資不動産としての価値下落も見込まれる。とりわけホテルは国内外の旅行需要拡大を収入に取り込むことができ、投資対象として近年注目度が高まっただけに、その影響が懸念される。事実、J-REITの保有資産(取得価格基準)の中で、ホテルが占める割合は、2015年12月末の3.9%に対し、2019年12月末は8.3%であった。その他、貸会議室や賃貸駐車場にも悪影響が生じている。また、取引そのものへの影響という観点では、特に海外からの人の移動が制限されることで、物件調査や交渉に支障が生じ、取

図表 1: 不動産マーケットへの3方向からの影響



出所 三菱UFJ信託銀行

図表 2: 訪日外客数の推移(前年同月比)



出所 日本政府観光局「訪日外客統計」を基に
三菱UFJ信託銀行が作成

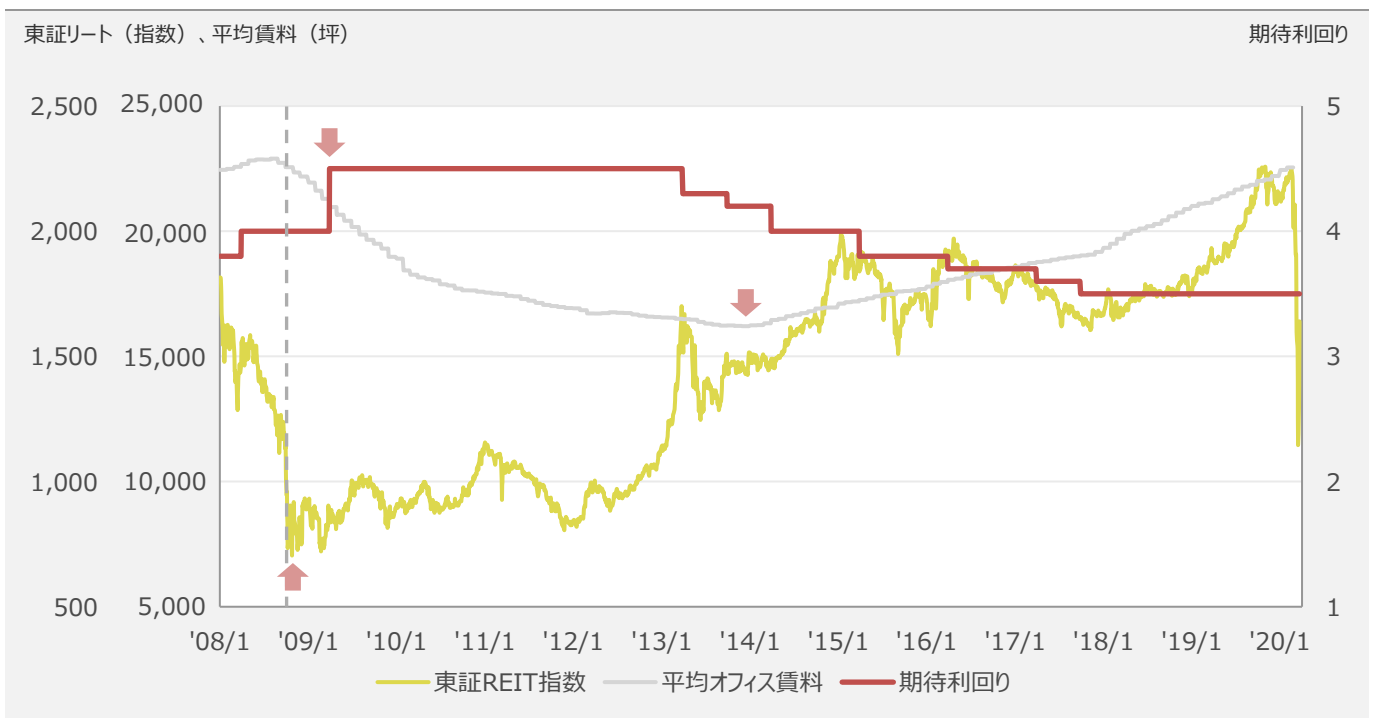
引延期等の事象も発生している。足許では、より移動に係る制限が強まっており、不動産マーケットへの影響は無視できないものとなっている。

2. 金融の混乱

3月11日、世界保健機関(WHO)がパンデミックを宣言して以降、世界の株式相場は一斉に急落した。株式投資家の動揺を示すVIX指数(恐怖指数)は、平常時は10~20のところ、リーマン・ショック時並みの80台を記録した。不動産マーケットも無縁ではられない。東証REIT指数は年初から3月31日までに25.6%下落した。過半のJ-REIT銘柄のP/NAV倍率は1倍を割れているが、J-REITの投資価値(P)が純資産価値(NAV)を下回ったことを意味する。市場がJ-REIT保有資産の価値下落を、投資価値に先んじて織り込んでいる状況だ。投資口価格の下落に伴い、大型不動産の主要な買い手であるJ-REITの公募増資が困難となると、不動産マーケットでの取引の循環が滞るおそれがある。もともと、現在のJ-REITでは、リーマン・ショック時のように過大な不動産の購入予約は見られず、LTV(負債比率)の安全サイドでの運営やローン返済時期の分散なども行われており、突然、大きな負の連鎖が起きる懸念は比較的少ないと考えられる。金融市場全般で見ても、リーマン・ショックの際は、金融機関が保有する投資証券の複雑な中身について市場が疑心暗鬼に陥り、大きな信用収縮が起きたが、今回は一定の秩序が保たれていると見られる。

図表3は、リーマン・ブラザーズの破綻時から各種の指標の悪化がいつまで続いたかをまとめたものである。底を打つまでの期間を混乱期と考えると、東証REIT指数の混乱期は1か月であった。投資家が不動産に要求する期待利回り(キャップレート)は、半年より後の上昇(価格は低下)は見られなかった。今回、新型コロナウイルスの感染拡大に収束の目途がつけば、その時点からの更なる底割れを懸念する必要は少ないだろう。ただし、REIT指数やキャップレートの水準はシフトしているため、この段階で、不動産マーケットの参加者は、新しい目線を持つことになると考えられる。

図表3: 東証REIT指数、期待利回り、オフィス賃料の推移



出所 日本取引所グループ「東証REIT指数」、日本不動産研究所「不動産投資家調査」、三鬼商事「オフィスマーケットデータ」を基に三菱UFJ信託銀行
 注：(1) 期待利回りは、オフィス(丸の内・大手町)の値を使用
 (2) オフィス賃料は、東京ビジネス地区の値を使用

3. マクロ経済の悪化

人の移動の制限による直接的な影響のみならず、グローバルに需要と供給の両面への負の連鎖が生じている。日本の基幹産業である自動車産業でも、グローバルな需要減少やサプライ・チェーンの寸断等で生産調整を行う事例が生じている。足元の状況を踏まえ、国際通貨基金(IMF)のクリスタリナ・ゲオルギエバ専務理事は3月23日、世界経済成長率見通しに関し、「2020年はマイナス成長となり、少なくとも世界金融危機と同じくらいか、それよりも悪い景気後退となる」との声明を発表した。突然にさまざまな活動の縮小を余儀なくされる今回のような経済ショックでは、あらゆる業種において体力の弱い企業から先に苦境に陥ることが予想される。感染拡大が収束した後も、数年間は各業界の再編や、それに伴う財やサービスの需給不均衡といった混乱が続くだろう。

図表 4: 自動車産業における生産調整の事例（国内工場のみ）

トヨタ自動車	海外の市場や需要の状況を鑑み、国内の5工場7ラインで4月3日より一定期間の稼働停止を予定（停止期間は工場・ラインにより異なる）。
日産自動車	日産自動車九州等で生産調整を実施。
マツダ	部品調達問題、主に海外市場の販売の急激な停滞、今後の市場環境の不透明性を考慮し、本社工場および防府工場において、3月28日から4月30日までの間、操業休止もしくは昼勤のみ。

出所 各社資料等を基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表3に記載のオフィス賃料だが、一般的に賃料動向は企業のコスト負担力を表しており、リーマン・ショック後には、底を打つまで5年以上を要した。金融面の混乱が収まっても、実体経済の悪化が続くと、不動産マーケットにも長い影を落とすことになる。これまで長期にわたり続いてきた好況期には、企業や個人が資金運用の一環として不動産を取得・保有する動きがみられたが、この局面においては、これらの不動産が売却・資金化される動きも想定される。

今後の不動産マーケットの変化

3月31日現在、WHO公表基準のCOVID-19の感染者数は750,890人(死亡者数は36,405人)に上り、パンデミックの状態が続いている。国際オリンピック委員会(IOC)によってオリンピックの一年程度の延期も決定された。新型コロナウイルスの感染拡大は、短期的な影響のみならず、中期的な影響を今後の不動産マーケットに与える可能性がある。不動産投資マーケットの趨勢、不動産利用のあり方の視点から、今後の不動産マーケットについて考察した。

1. 不動産投資マーケットの趨勢

新型コロナウイルスの感染拡大前は、中長期的な日本経済や不動産キャッシュ・フローの成長見込みに相応の確信が得られ、少々上値を追ってでも投資していくコア投資の資金が流入していた。

しかしながら、感染拡大傾向が続く足許の状況においては、当面の投資判断を留保する動きもでてこよう。また、価格上昇の流れに順張りして「購入」と「売却」を繰り返し、利益を獲得するような動きも、不透明なマーケット環境下においては減少すると見込まれる。一方で、この局面を、競合の減少による購入の好機ととらえる投資家層も厚く存在するため、単純に、価格調整局面に突入とも言えない状況が当面続くと考えられる。

なお、クロスボーダー取引を行う海外投資家から見ると、イールドスプレッド(不動産利回りー金利)の

観点からは、日本への投資の優位性は次第に低下すると思われる。これまで日本では、低金利ゆえに大きなイールドスプレッドが得られていたが、各国の金融緩和により、その差は徐々に縮小している。

前述のとおり「移動できないから取引を延期する」ような状況が長期化し、マクロ経済の回復見通しが一向に立たないとなると、短期的な価格調整ではなく、数年にわたる減退期に入ることも覚悟する必要がある。

2. 不動産利用のあり方

今回の感染拡大は、不動産利用のあり方について、これまで起きていた変化を加速させることになるかもしれない。例えば事務所。今回多くの企業が在宅勤務を全社規模で実施したことで、オフィスのあり方や利用方法の見直しが進むと思われる。物流施設では、EC(電子商取引)利用の普及が進み、ラストワンマイルでの貸借需要が更に増加しそうだ。また、近年のクラウド利用の普及などを背景に投資対象として注目が集まっていたデータセンターは、在宅勤務や EC 利用の拡大などによって、さらに貸借需要が増加する可能性がある。

図表 5: 新型コロナウイルスの感染拡大が不動産に与えると想定される中期的影響

オフィス	企業業績悪化の空室率への影響。 リモートワーク実証によるオフィス面積見直しやサテライトオフィスの新設。 リスク回避の観点からのオープンフロア（1フロア面積大）志向の見直し。小面積フロアへの回帰も。
ホテル	大宗を占める日本人の需要は回復し、訪日外国人の需要も上昇トレンドに復帰。 新規開発が鈍化（地域差あり）。
商業施設	ネイバーフッド（住宅近隣）型の食品スーパー等は安定。 消費者の外出抑制時に EC 利用が進み、一部商業施設は苦戦。
物流施設	EC 利用が進み、貸借需要増加（特に食料品・日用品等配達のためのラストワンマイルの倉庫、冷蔵倉庫等）。 各産業における従前のサプライ・チェーンの見直しが生じれば、テナントの求める物流施設の立地条件が変化。
住宅	分譲マンション、賃貸マンションとも高額物件を中心に需要減退の懸念。
その他	データセンターは、在宅勤務の普及などによって、さらに需要が増加。

出所 三菱UFJ信託銀行

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部
大溝 日出夫・船窪 芳和

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではありません。また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。
- また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。
- 本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。
- 上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。