

講演録

第 204 回定期講演会 講演録

日時: 令和元年 10 月 11 日 (金)

会場: 日本消防会館

「不動産投資市場の動向と最近の潮流」

ラサール不動産投資顧問株式会社 佐久間 誠

皆様、こんにちは。ただいまご紹介にあずかりましたラサール不動産投資顧問の佐久間と申します。本日は、「不動産投資市場の動向と最近の潮流」ということで、三つに分けてお話をさせていただきます。最初にマクロ経済、次に日本の不動産市場についてお話しして、最後に、DTU フレームワークという、不動産の長期投資を行うにあたって、どのような点に着目して、どのような見通しを持っているのかというのを、ご説明させていただきます。

まず本題に入る前に、現在、世界をとりまくテーマで重要だと考えるものについて、簡単にご紹介したいと思います。一つ目が経済成長の減速です。これはスローバライゼーションというふうにも言われております。少し前に英エコノミスト誌がカタツムリの絵を使って紹介しておりましたが、経済が遅々とした形でしか成長しないというものです。世界金融危機の後、景気回復または拡大が長期にわたって続いているものの、スピードは、過去と比較して遅い状況です。

もう一つのテーマが低金利です。過去はこれだけ景気拡大局面が続けば、中央銀行も利上げに転じて、このように低い金利が続くということはありませんでした。しかし、現在は低金利が続いているというだけでなく、マイナス金利の国債も多くある状況です。果たしてこの低金利がいつまで続くのか、もしくは永久に続くのかというのが、一つの議論的になっております。

さらに、そういった環境の中、資本市場のボラティリティが徐々に高まっているということでございます。その一因として、現在は景気サイクルの終盤に差し掛かっているという点が挙げられます。市場参加者の警戒感が高まっていることもあって、ボラティリティが高まっているというのが足元の

状況です。また先行きが読みにくい貿易協議の動向もボラティリティを高める要因となっています。米中の貿易協議には特に注目が集まっております。両国が日本の輸出に占める割合はそれぞれ 20%程度ございますので、この協議がどのように落ち着いてくるのかというのが、日本にとっても非常に重要なこととなります。

一方、明るいテーマとして、テクノロジーの進歩が挙げられます。過去 10 年ぐらいで、特に IT セクターの技術進歩というのが目に見えるようになってきましたので、それが不動産にどのような影響を与えることになるのかというのは、注目が集まっております。

ところで、先ほども申し上げたように現在、サイクルが成熟期、つまり終盤に差し掛かっているという認識は私だけではなく、多くの方がお持ちだと思います。不動産は他のアセットと比較しても、このサイクルが発生しやすいアセットだと考えております。その理由として、金融商品などと違って、供給にラグがあるからです。今日、会場にお越しになる際、多くのクレーンをご覧になったと思いますが、ご覧いただいたような大規模の開発というのは、用地の取得から含めると数年から十年単位でかかるものもあります。そのため、不動産賃貸市場の需給が逼迫した状況になったとしても、新しいビルを建てようとする、2~5 年後になってしまうというケースが多々あるわけです。この供給のラグによって、不動産ではサイクルが生まれやすいと考えております。

またサイクルを考える際に、三つの構成要素に分解して分析することが大事だと考えております。一つがシクリカルトレンドと言うのですけれども、短中期的なサイクルです。次がセキュラートレン

ド、つまり長期的なトレンドになります。こちらが最後にお話しすると申し上げた DTU といった内容になります。もう一つがストラクチャルシフト、構造変化です。これら 3 点の要素を投資の目的などとあわせてバランスよく見ていく必要があります。

また不動産を見る際に重要なサイクルには大きく三つ、つまりマクロ経済、不動産市場、資本市場のサイクルがあると考えております。そのサイクルは回復期から拡大期、成熟期、後退期、そして最悪期というふうに移行します。

現在、サイクルの終盤に差し掛かっていると申し上げるのは、資本市場のサイクルが、ほとんどの国において成熟期にあると考えているためです。資本市場は基本的にグローバルな金融市場の影響を非常に大きく受けます。そのため、各国で比べた場合でも連動性が非常に高く、同じ時期に同じサイクルの位置に位置することが多いです。一方、不動産賃貸市場のサイクルは各国間で比較的、分散しております。これは各国の経済の状況や、供給の状況が異なってくるためです。またマクロ経済のサイクルの分散度合については、不動産市場と資本市場の中間にあたるというのが現状です。ただし、主要国を見てみますと、日、米、独については、マクロ経済、不動産市場、そして資本市場の全てが共通して、成熟期にあるとみております。また、現在すでに成熟期から後退期に差し掛かっているのが、中国とイギリスです。両国とも政治や貿易で、他の国と比較して早く色々影響が出てきているために先にピークを打ったという認識です。

また、このようにサイクルの成熟期における不動産投資では、サイクルの影響を受けにくくインカムの高安定性が高いアセットや、資本市場の影響を受けにくいアセットが、アウトパフォームすると考えております。また、利回りをエンハンスするという観点で、アセットレベルやセクターレベルで、超過収益を期待できる場所もあります。これを、ローベータ、ポジティブアルファと言っております。ベータというのは金融市場の言葉で、マーケット全体に対する感応度というのをベータと言うので、そういった感応度の低い所がサイクルの終盤ではアウトパフォームすることが期待されます。

次に、直近の最大のテーマとして米中貿易戦争について取り上げたいと思います。ただし、私のようになりサーチャーにとって、貿易協議は最も難し

い分析対象になります。なぜかと言うと、協議の結果が非常に読みづらいからです。そのため、確信をもって申し上げることは難しいのですが、あえて言えば、この問題が早期に解決するのは難しく、今後長く付き合っていく必要があるテーマであるということです。

この貿易協議に伴う不確実性を主因に、グローバル政策不確実性指数が高水準で推移しております。この指数は新聞などに出てくる Economy (経済)、Policy (政策) に、Uncertainty (不確実性) に関する単語をピックアップして、それがどのくらい出てくるかというのを基に指数化したものです。これまではグローバル政策不確実性指数が高まると、資本市場のボラティリティ、例えば VIX 指数もつられて上昇しておりました。また経済活動のボラティリティを経済指標の標準偏差などで見ても高まっていました。例えば 9.11、イラク戦争、リーマンブラザーズの破綻、2013 年の欧州債務危機でも、政策不確実性の高まりとともに資本市場と経済のボラティリティが高まっていました。しかし、2016 年以降を見ると、英国民投票での EU 離脱派の勝利、トランプ大統領の誕生、そして米中貿易戦争、このような事象が起きたにもかかわらず、資本市場についても経済についても、そこまでボラティリティは高まりませんでした。

その要因は、二つあると考えています。第一に、現在高まっている政策の不確実性が、ポピュリズムを背景としていたり、貿易に関するものなど、経済に影響が出るまでに時間がかかるようなものだったりすることです。過去の政策不確実性が高まった原因を見ると、テロや戦争、はたまた金融機関の破綻や、すぐにインパクトが出るものでした。しかし現在は、そういったものより長期的なテーマで政策不確実性が高まっています。また次にあげられるのが、世界的な金融緩和です。日銀のみならず、欧州、米国の中銀が大規模な金融緩和を継続しておりますので、それがバッファーとなり、ボラティリティが抑えられていると考えております。ただし、今年の初めころから、政策不確実性の高まりが、徐々に資本市場や経済へにじみ出してきているというふうに感じております。

毎月発表されるアジア太平洋地域の主要国の輸出データを見てみると、輸出が減少し始めた昨年未から平均してみても、エコノミストなどの市場予想を上回るスピードで輸出が減少していることが

わかります。つまり予想していた以上に輸出が下振れし始めているという状況でございます。もちろん輸出が低迷している要因は、米中を中心とした貿易協議だけではありません。例えば、欧州での自動車業界の不振や半導体サイクルの反転といった要因もございます。ただし、今年、予想以上に下振れしている要因としては、各国間の貿易戦争の影響が徐々に出てきたのではないかと考えております。

そして、輸出の減少が直撃しているのが製造業です。主要国の製造業 PMI を見ると、2018 年の後半ぐらいから、欧州を筆頭に弱含み始めました。ドイツにつきましては、昨年からのディーゼル車の排ガス規制などの問題があり、自動車産業を中心に軟調になりました。その次に、半導体サイクルの反転などもあり、中国をはじめ日本を含むアジア諸国がピークを打ちました。この観点で、先週特に注目されたのが、アメリカの ISM 製造業指数という経済指標です。製造業の好調・不調の分かれ目とされる 50 を 2 カ月連続で下回ってしまったのです。ここ最近では米国のみ底堅い動きを示し、アメリカ 1 強とも言える状況となっております。いわば、強い米国が世界経済を牽引するというのが一つの望みであったわけです。しかし、足元でグローバルな景気減速がついに米国にも波及しだしたのではないかと、注目されました。

他に注目されるのが、この製造業の弱さが非製造業に波及するかどうかです。この影響が波及するか否かで今後経済が描くパスが変わってくると考えております。非製造業については、問題の発端が貿易戦争や半導体、自動車であるため、現在のところ目に見える影響は出ておりませんでした。しかし先週発表された米国の ISM 非製造業指数が予想を下振れたため、非製造業に影響が波及してきたのではないかと懸念が高まっています。よく足元の状況が景気後退に至るかどうかを議論する際に、デカップリング、つまり二極化のような状況が議論にのぼることがあります。例えば、2007 年によく言われたのが、新興国と先進国のデカップリングでした。当時は先進国の景気減速が注目を集める中、BRICs をはじめとした新興国の景気が底堅い状況にありました。両者の乖離が進む中、強気な見通しを持っている方は新興国が経済を牽引するので、世界経済は不況には陥らないという主張をしました。ただ実際には、米国の金融機関の破

綻などをきっかけに、世界経済が不況に陥ったのは皆さまもご承知の通りです。そのため、現在見られるデカップリングである弱い製造業と底堅いサービス業という状況がどのような結果を迎えるのかというのが、非常に注目される状況でございます。

また、ある単語がどのぐらい検索されたかを見ることができる Google Trends で「recession (景気後退)」という言葉を見てみると、足元では景気後退に対する関心が高まっていることがわかります。ただし、今後の見通しとして世界金融危機のような景気後退を迎えると予想される方は多くなく、小幅な調整もしくは減速を予想される方が多いのではないかと考えております。というのも現在、景気後退に対する関心が高まっているのが、深刻な景気後退を懸念しているというよりは、サイクルの終盤に差し掛かっているという認識が強いためと考えております。

他にも、米国ではニューヨーク連銀、ブルームバーグ、ウォール・ストリート・ジャーナルなど複数の機関が景気後退確率というのを発表しております。それを見ると、足元では景気後退にいたる確率は高まっているものの、まだ景気後退が来ると確信を持って言えるレベルではないことがわかります。そのため、現在の経済環境を描写する上では、景気後退というよりは、スローバライゼーション、景気減速という言葉が適切ではないかと思っている次第です。

2019 年と 2020 年のエコノミストの経済成長の予測の推移を見てみると、現在は世界金融危機のときと異なり、全ての国が一斉に弱くなるという状況を予想しているのではなく、それぞれの国によって見通しが分散してきているのがわかります。例えば米国と中国について見ますと、エコノミストは徐々に減速を予測しています。一方で製造業が強いドイツや韓国などをご覧いただくと、半導体サイクルが今年の終わりか来年の前半ぐらいからリバウンドするという前提のもと、2020 年から景気が少し持ち直すという見方をしている人が多いように見て取れます。またカナダやオーストラリアなどの資源国はコモディティ市況の見通しによって異なるパスを描くことが想定されているようです。日本については、2020 年に経済が最も弱くなると見る方が多いです。これは御承知の通り、消費増税による影響です。消費増税前の駆け込み

需要によって2019年の消費が嵩上げされ、その反動減が発生することが予想されるわけです。ただし、主要国を見ると、日本を含めてマイナス成長というのは現在のところ一般的な見方とはなっておらず、景気減速がコンセンサスとなっております。

日本の経済動向を見ると、2018年の中頃から2019年以降の減速を予測する方が多かったものの、今年第1四半期や第2四半期のGDPを見ると、潜在成長率を上回るような成長となっております。その要因は個人消費や設備投資、政府支出といった要素がプラスに寄与しており、2019年前半は想像以上に経済が底堅かったという状況です。それを受けて、エコノミストの方々の見通しもやや上方修正されております。

次に、経済から金融市場に話を転じまして、現在話題に上ることが多い、lower for longerという言葉についてお話したいと思います。これまで、三つのlow、つまりlow growth（低成長）、low inflation（低インフレ）、low interest rate（低金利）が言われておりましたが、これが長期化するのではないかというのが今のトレンドです。中にはlow forever、この低環境が永久に続くのだと言う方まで出てきています。そこで、このような低環境が継続した場合に、不動産市場がどのような影響を受けるのかというのは長期的なテーマとして重要になってくると考えております。

現在、世界の債券のうち大体15兆ドルがマイナス金利になっていると言われております。これは世界の債券のうち27%がマイナス金利であると言い換えることができます。冷静に考えるとお金を借りることでお金をもらえるわけですから、少し前の常識からは信じられないような状況です。しかし、このように少し前では異常とも思われる状況となっていることを考えれば、一つの可能性として、不動産市況に対しても、これまでとちょっと変わった考え方で取り組んでいく必要があるとも言えるかもしれません。

マイナス金利の債券として特に注目を集めるのがドイツと日本の国債です。ドイツについては、10年国債利回りがマイナス0.7%程度と、これまでの経済原則から言うと、理解できないような水準まで低下する局面がありました。ただし、ドイツはユーロ圏の中で最も安全な資産と見なされているので、安全資産を求める場合にドイツのみならず欧州全域からドイツ国債に資金が流入するので、リ

スク回避的な環境において金利が低下しやすいという傾向があります。それに加えて先日、欧州中央銀行がさらに金融緩和を推し進めるということも発表しておりますので、そういった需要面でのドライバーのみならず金融政策的なドライバーもあって、このように非常に低い金利になっているというのが足元の状況でございます。

一方、日本も少し前まで、マイナス0.3%近辺まで10年国債利回りが下がっているような状況でした。資本市場のボラティリティが高まる中、様々な事情でこのような安全資産に資金を寝かせておく必要がある投資家が一定数いて、そういった需要がこういったマイナス金利を支えているという状況になります。また、日本銀行がマイナス金利政策を深掘りするのではないかという思惑もあります。不動産市場の観点からは、調達金利が非常に低い水準になるということを意味し、また債券と比較して不動産利回りの妙味が高まるような状況となっております。

さらに昨日驚いたのがギリシャの3カ月国債利回りがマイナス利回りになったというものです。ギリシャといえば数年前の欧州債務危機の中心的存在であり、今まだ低成長にあえいでいる国の国債がマイナス利回りになったということです。

日本の金利を見る場合に、やはり日銀が今後、金融政策をどのようにしていくかというのが重要です。いま日銀の金融政策の中心をなすのがイールドカーブ・コントロールです。つまり、短期金利をマイナス0.1%近辺に、10年国債利回りをゼロ近辺に保つという政策をとっております。どういった政策目標をもって、そのような政策をとっているかということ、インフレターゲットです。日銀は2013年にインフレターゲットを導入し、物価が2%に到達するまで金融緩和を続けるというのを明示しているわけです。それも2%にワンタッチするだけでなく、ある一定の高い確度で2%の状況を継続できると見込めるまで続けると言っています。ただし、足元では、なかなかその政策目標を到達できない状況になっております。

日銀は展望レポートにおいて物価に対する見通しを示しておりますが、2022年3月時点においても1.6%を予想しております。つまり、今後3年程度たったとしても、このターゲットである2%を達成できないというのが日銀の見方となります。そのため、日銀自身も3年後に金融緩和の継続を予

想していることを意味します。前回の日銀政策決定会合においても、米国、欧州が追加緩和に踏み切っている中、日銀も何らかの政策を打たなければいけないのではないかとという観測がありました。そこで追加緩和に踏み切ることはありませんでしたが、次回の10月末の会合において、経済の環境を見直すという文言を付け加えています。それにより、マーケットでは10月に追加緩和が行われるのではないかとという思惑が高まっています。

米国、欧州を中心に主要国の中銀がなぜ金融緩和に転換している理由の一つとして、予防的緩和という考え方があります。これまでの伝統的な金融政策においては、現在のような景気後退ではなく、経済の減速といえる局面において、利下げを行うことは一般的ではありませんでした。ただし、現在は、アメリカの政策金利も2%ぐらいしかないため、政策金利の下げしろと言うか、追加緩和の余地が多くありません。そのため、深刻な景気後退に陥ってしまうと、中央銀行は打つ手がなくなってしまいます。そういう状況にならないように予防的に金融緩和を行うというのが、現在の米欧の中銀が金融緩和を行う背景となっております。そして、日銀も予防的に緩和をしなければいけないのではないかとという点に注目が集まっております。

黒田日銀総裁は、追加緩和の手段として四つ挙げています。一つは短期金利の引き下げ、二つ目が長期金利の引き下げ、三つ目が資産購入の拡大、そして最後にマネタリーベースの拡大です。マイナス金利の深掘りについて、銀行の収益悪化など副作用もあるので、追加的に行う余地は限定的という見方も増えておりましたが、黒田総裁は短期金利の引き下げも結構あり得るというコメントをしております。ただし、金融機関の収益への影響や、日銀の手持ちの弾薬がどれほど残っているかということを見ると、さらに大胆な金融緩和をするのは難しいのではないかなと考えております。今後、追加緩和が必要になる環境としては、急激な円高が進んだ場合などを想定しております。

日本経済については、さらに2点お話ししたいと思います。1点目は、消費増税のインパクトになります。現在、輸出が弱含む中、製造業が低迷している一方、非製造業や内需が底堅い状況です。それは世界のみならず、日本においても同様です。その上で、短中期的に最も注目されるのが消費増税です。前回2014年の消費増税時は想定以上に経済を

ドラッグし、影響が長引いたため、今回も大きな悪影響が生じるのではないかと懸念があります。ただし、2014年の増税時と比較すると、今回はインパクトが小さいだろうと予想しています。その理由としては、消費増税による家計のネット負担額、つまり増税による税負担と、それに対する景気刺激策によるプラス効果を差し引いたものを見ると、2014年は、年間約8兆円のマイナスでしたが、今回は2兆円程度にとどまると予想されます。この要因として、増税の引き上げ幅が前回5%から8%の3%だったのに対し、今回は8%から10%の2%にとどまります。また、軽減税率もあります。さらに、景気刺激策として保育園や高等教育などの無償化などの景気刺激策が多く打たれます。また、賃金の上昇についても足元ではやや鈍り始めておりますが、前回の2014年と比較すると、労働市場は底堅い状況が続いております。また今のところ前回ほど駆け込み需要が見られておりません。その結果として、反動減も前回ほどは見られないことが想定されます。まとめると、家計の増税によるネット負担額が前回より小さいこと、家計所得を取り巻く環境が前回より底堅いこと、また駆け込み需要が比較的限定されるという、三つの要因から、前回の増税時ほど大きな影響をもたらさないと期待されます。

日本経済について2点目にご紹介したいのが、輸出と労働市場の関係です。輸出の前年比変化率と失業率の前年比変化幅を比較すると、過去は輸出が減少または減速する局面で失業率が上昇するような相関が比較的高く見られました。ただし、ここ数年を見ると、両者の相関が低下しているように見受けられます。特に2014年以降、輸出は減少する局面においても労働市場は底堅く推移しております。つまり、日本の労働市場が輸出などの外部環境に対して、頑強になってきているのではないかと示唆されます。

その背景として、二つ考えております。一つは人手不足です。人手不足の状況なので、従業員を容易に解雇しなくなってきている可能性があります。この人手不足が、国民的な課題として認識されるようになったのは、2014年頃からと考えております。例えば、日本の雇用者数が過去最高を上回ったのが2013年の後半です。Google Trendsで「人手不足」という言葉を調べると、その検索回数が跳ね上がったのが2014年です。二つ目は、日本の経済

構造の長期的な変化です。例えば、約20年前の日本全体の雇用者に占める製造業の割合を見てみると22%程度でした。それが足元では16%に減少しています。減少分の6%がどこへ向かったのかというと、医療・介護などの分野です。例えば、医療・介護の割合は過去20年間で7%から14%まで増加しています。つまり、経済のサービス化が進んでおります。

先ほどの人手不足にしても、この経済のサービス化にしても、そのような変化を促した一因として少子高齢化があります。つまり、語弊を恐れず申し上げると、高齢化によって、経済の成長率が下押しされるといったマイナスがあるものの、そのプラスの副作用として経済のボラティリティが下がっているのではないかと期待しています。例えば、人間も子どもの間は、毎日身長が伸びる一方、よく体調を崩します。一方、大人になると身長の伸びは止まる一方、体調も安定しだします。経済についても、同様に年を取ると低成長になる一方、安定度が増すのではないのでしょうか。まだこの仮説を証明できるだけのデータがそろってはおりませんが、時間がそれを証明してくれるのではないかなというふうに期待しています。

次に不動産市場について、セクター毎にご紹介いたします。まず、オフィスにつきましては現在、堅調に推移しています。2018年以降、オフィスビルの大量供給が続いているため、当初は空室率の上昇や賃料の下落を想定する方も多くいました。基本的には過去を見て将来を予測します。過去の2003年など大量供給の時期を見ると、空室率が上昇していました。そのため、2018年の過去最大規模の供給を背景にオフィス市況の軟化を予想していたわけです。しかし、実際に蓋を開けてみると、空室率はこの供給をこなした上で、さらに下がっております。

この非常に強い需要の要因は三つあると考えています。一つは人手不足です。従業員の採用や引き留めを目的に、立地のいいオフィスやグレードの高いオフィスに移るなどオフィス環境を改善しようという傾向が強まっております。二つ目がIT企業の拡大です。IT企業の事業拡大スピードが非常に速くて、それに伴い早いスピードでオフィスを拡張しています。再開発により多くのビルが供給されて渋谷では例えば、渋谷ストリームという新築ビルにGoogleが入居することになりました。た

だし、Googleが新たに賃借する面積は、これまで賃借していた面積の二倍にあたると言われております。あれほど規模の大きな会社がオフィスの賃借面積を一気に倍にするというのは、他の産業だと非常に稀です。三つ目が、コワーキングスペースです。コワーキングスペースの代表的な企業であるWeWorkという会社をメディアなどでお聞きになられた方も多いと思います。このWeWorkをはじめコワーキングスペースを運営する事業者が非常に速いスピードで拡大しています。またWeWorkだけではなく、三井不動産が運営するワークスタイリングなども拡大しており、先日は野村不動産がまたコワーキングを拡大するといったニュースも出ていたばかりです。このような形でコワーキングスペースの拡大がオフィス需要の逼迫に寄与しています。WeWorkのIPOを巡る騒動を背景に、コワーキングスペースについては現在逆風が吹き始めております。短期的には、これまでのコワーキングスペースの拡大スピードがやや鈍るという可能性があると考えております。一方で、長期的にはフレキシブルなオフィスや運営者に働きやすいオフィスを設けてもらいたいといったテナントのニーズは今後も拡大していく可能性が高いと考えております。コワーキングスペースは現在の形態から形を変えながらも、そのようなニーズに応じていくことが期待されます。

オフィスについてもう一点述べさせていただきますと、先ほど日本経済が過去と比較して頑健な構造に変化してきているかもしれないと申し上げましたが、オフィス市場でも構造変化が起きている可能性があると考えております。例えば、足元で空室率が極めて低い水準にあるにもかかわらず、賃料成長が鈍い状況が続いています。空室率と賃料成長の関係を議論するときに、自然空室率という考え方が用いられることがあります。これは、空室率が何パーセントくらいの水準になると賃料成長がマイナスからプラスに転じるかという、賃料成長に対する空室率の閾値を示すものです。例えば、東京全体の空室率と賃料成長の関係をみると、空室率が5%を下回る水準になると、賃料成長がプラスになり、また5%を上回る状況になると、賃料成長がマイナスになるといった関係が議論にのぼることがありました。また東京都心3区のグレードAオフィスでこの関係性を見ると、空室率が概ね4%ぐらいを上下するときに賃料が上下するような状

況でした。しかし、2014年以降は空室率が低い水準まで低下しているにもかかわらず、賃料成長が鈍い状況が継続していました。マクロ経済でも、失業率が低い水準まで下がっているにもかかわらず、賃料がなかなか伸びないということが議論にのぼることがありますが、オフィスにおける空室率と賃料の間の関連性が薄れているように見えるわけです。

この関連の低下は、供給が多かったことに起因していると考えております。2018年から2020年までオフィスの大量供給が続くので、足元で空室率が低い水準だったとしても、2年後、3年後の供給を見据えて、オーナーがテナントに対して強気なスタンスで賃料交渉にのぞみづらい。それらの供給が出てくる前に、空室があれば埋めたいというマインドがあったのではないのでしょうか。足元ではやや賃料成長が加速していますが、2020年の供給も概ね埋まってきているということが見えてきており、2021年から2022年にかけては供給が少ないので、オーナーもやや強気に転じている状況なのだと理解しています。

果たしてこのトレンドが続くのでしょうか。それにはやや懐疑的な懐疑的な立場です。まず製造業を中心に、現在経済が減速しているという環境下で、オフィス需要が全体的に徐々に弱含んでくると考えているためです。このようにオフィス市場全体の追い風となってきたドライバーが徐々に弱くなっていくことで、今後はオフィス市場の中でも強弱が強まってくると考えております。

その強弱を占う上で必要な要素が今後の供給の動向だと考えております。先ほど、空室率の水準と比較して賃料が伸びないのは供給のせいではないかと申し上げましたが、過去の推移を見ても、供給が多かったグレードAのオフィスの方が、供給の少なかったグレードBのオフィスより賃料成長が小さくなっております。グレードAの供給の方が多いという傾向は今後も続く見通しです。そのため、追い風が吹いている状態では、グレードAもグレードBも賃料が上昇しておりましたが、追い風が徐々にやんでくると、少ない供給を背景に需給の逼迫の継続が予想されるグレードBについては、引き続き相対的に高めの賃料成長が期待される一方、グレードAについては徐々に需給が緩み、賃料も下落に向かうのではないかと考えております。

次に、賃貸住宅に移らせていただきます。冒頭に

現在のようにサイクルに終盤においてはローベータがアウトパフォームすることが期待されると申し上げました。これは市場全体のサイクルに左右されにくいことや、高いインカム安定性を有している資産を指します。日本においてこのローベータにあてはまるセクターは賃貸住宅であると考えております。過去のインカムのボラティリティについて、賃貸住宅とオフィスを比較すると、賃貸住宅の方が、変動率が低かったことがわかります。またセクターの特性から、今後も賃貸住宅の方が安定性は高いだろうと期待しています。賃貸住宅の中で、エリア別に募集期間、つまり空室になった場合にどのくらいの期間で埋め戻せると想定されるのかという数字を比較してやると、やはり東京が相対的に強いことがわかります。

これまでは、賃貸住宅と言うと、賃料が上がりづらいセクターというイメージがありました。しかし、現在は意外と賃貸住宅についても賃料の上昇が続いております。その背景となっているのが、国内での人口の流出入だと考えております。日本では人口減少によって賃貸住宅の需要が減っていくという考えがあります。総論としてそれは否定することはできませんが、足元の状況を見ると、大都市がその他の地域から人口をどんどん吸い上げているため、大都市の人口は増え続けています。そのように人口が増えているエリアでは賃料も底堅い状況が続いております。

次に商業施設です。海外においてはeコマースによる脅威が意識されることが多くなっております。例えば、日本でも有名な小売店が破産申請をするといった報道を皆様もお聞きになったかと思えます。ただし、日本においては、まだインカムという観点において、eコマースの影響は脅威として出てきているかと言うと、実際はそこまで出てきているようには見えません。商業施設の収益というのは比較的底堅く推移しています。そもそも日本は比較的eコマースに対する耐性が強い国だと考えております。テナントに占める生活必需品やサービスの割合が高いことや、利便性が高い立地にあるといったことなどが要因だと考えております。ただし、現在はeコマースの影響があまり顕在化していないものの、中長期的には悪影響が顕在化してくる可能性があるため、アセットは厳選していく必要があると考えております。

一方で、物流施設はeコマースの拡大による恩

恵を受けるセクターです。特にここ 20 年弱で先進的物流施設の開発や投資家の機関化が進んだセクターです。そのため、過去の供給を見ると、基本的に毎年、過去最高を更新し続けているようなマーケットになっております。例えば、東京圏では 2018 年や 2019 年も、それぞれ過去最大規模の供給がございました。そのため、空室率の上昇が懸念されておりましたが、2019 年前半の動向を見てみると、新規供給ほとんど埋まっていて、後半についても 7 割方もう内定済みだっという状況になっております。そのため、今のところ空室率が上昇しそうな状況ではありません。強い需要の背景には、3PL が e コマース事業者といったテナントがあると考えております。両者とも市場規模は毎年 10% 程度伸びております。

ホテルについても、これまでインバウンドの増加を背景に注目が集まっておりました。昨年、インバウンドの数が 3000 万人を突破し、2020 年の 4000 万人を目指すような状況になってきました。長期的な観点に立てば、アジア諸国の所得が増えていく中、近い位置にある日本はそれを享受しやすいポジションにあります。加えて、今年のラグビー・ワールドカップや、来年のオリンピックといった主要なイベントの後押しもあります。ただし、短期的な観点では、J-REIT の稼働状況などを見ると、大阪や京都など、供給が多かったエリアでは、稼働率がやや鈍るような状況になってきました。ただし、セグメントに分けてみると、まだ観光客のニーズとホテルとのセグメントでギャップがあるのではないかと考えております。例えば、客室当たりの収容人数やホテルのグレードなどで依然としてギャップがあると考えております。

不動産投資市場については、この低金利環境の中で、厚いイーールドギャップから引き続き日本は魅力的な状況になっています。サイクルの終盤になると、イーールドギャップが押しつぶされていく傾向がこれまでありましたが、足元では全てのセクターで、比較的まだそれが厚い状況が続いております。そのため、インカムを重視する投資家の不動産への投資需要は、今後も続くことが期待されます。もちろん日銀の金融政策を背景に、今後 2~3 年は足元の緩和的な金融環境が続く可能性が高いことがその後押しとなっております。

最後に、長期的な観点に立った場合に、重視したいポイントを紹介したいと思います。短期的なサ

イクルを乗り越えていく上で、長期的なトレンドを補足することが重要ですが、ここでは三つご紹介したいと思います。一つが Demographic (人口動態)、もう一つが Technology (技術革新)、三つ目が Urbanization (都市化) です。弊社ではこの三つをあわせて「DTU」と呼んでおります。例えば Demographic で日本において一番重要なのが、ご承知の通り少子高齢化です。ご参考までに、グローバルな視点でみると、少子高齢化に加えてミレニアルというのが非常に大きなテーマになっています。それに加えて、移民などを含めた人口の移動も重要な要素です。日本においては移民が不動産市場に大きな影響を及ぼすものではございませんが、その他の地域から大都市への流入といった、国内の人口移動が非常に重要なテーマになると考えております。

Technology が今のところ最も影響を与えているのが、e コマースを背景とした商業施設から物流施設への流れでございます。e コマースがどんどん普及するにつれて、売場が商業施設からネット上に移り、商品を配達するための物流施設が需要を生むというのが足元の状況になってきています。またネットスーパーが、日本と比較して特に海外の韓国などでは拡大しております。その影響により、冷凍・冷蔵施設が付いている物流施設、コールドストレージの需要が増えております。日本においても今後ネットスーパーなど生鮮食品などの販売が緩やかなペースながらも拡大することで、コールドストレージの需要が拡大する可能性があります。

また Technology という観点では、不動産テックまたはプロップテックへの注目が高まっております。この分野に関する関心は日本より海外の方が高いと肌身で感じております。不動産投資におけるテクノロジーの恩恵としては、使えるデータが増えることで、投資分析をさらに深めることができるということがあります。例えば、市場データを見る場合、その範囲の広さに応じて、国・地域、都市、サブマーケット、ミクロな立地の四つに分類することができます。従来は、マクロデータを用いて分析することが一般的だったため、国や市町村からデータを取得することが多くありました。その後、2000 年頃から徐々に GIS などが普及し、2010 年頃から、Google などインターネットをベースにしたデータを使えるようになってきて、最近ではスマートフォンから多くのミクロのデータが生み出され

るような状況になってきました。そのため、マイクロデータを用いて、より細分化された分析を行うことが徐々に可能になってきました。

最後のファクターである Urbanization についてご紹介します。東京では過去1、2年オフィスの供給が多かったのは、丸の内や浜松町、田町などのエリアでした。その開発により、それらのエリアへの通勤利便性が高い住宅地の評価が高まっております。都心でのオフィスビルの再開発を背景に、オフィスサブマーケットだけでなく、住宅のサブマーケットにも影響してきているということがあります。加えて、最近のオフィス再開発では、ビル全体がオフィス床ということは少なく、低層階には商業施設、高層階にホテルを設けるケースなども増えております。そのため、オフィスの再開発によって周辺のアメニティが改善していくという傾向も見てとれます。一方でグローバルに見ると、日本のように開発が都心部に集中しているところもあれば、韓国のように郊外化を進めている国もあります。このような郊外化と都心部には長期的なサイクルがありますが、日本においては引き続き都市化のトレンドが続くと想定しております。

以上の DTU を日本の不動産市場に適用する場合のテーマについて簡単にまとめたいと思います。Demographic については、高齢化と都心部への人口流入と高齢化の二つが重要なテーマとなると考えております。また Technology に関しては、e コマースの拡大、Urbanization については都心部の再開発が重要なテーマになってきます。例えば、e コマースの拡大を背景に、商業施設と比較して、物流施設が選好されやすい状況が継続することが想定されます。ただし、商業施設も全てが同じようなわけではなくて、高齢化に伴い、高齢者の支出割合の多い生活必需品を扱うテナントが恩恵を受けやすいと考えております。このように、長期的に重要なトレンドに沿った投資運用を行うことで、短期的なサイクルを乗り越え、長期的に安定的なインカムを創出することが期待されます。

今日はマクロ経済や日本の不動産市場をどのように見ているか、また特に長期的な投資を行う上にあたって重視しているポイントをご紹介します。不動産は株式や国債などと比較して流動性が乏しいという特徴があります。そのため、ポートフォリオを構築しようとする、それ相応の時間を要しますし、売ったアセットを買い

戻そうと思っても、思ったようにいかない場合があります。そのため、市場サイクルが終盤に差し掛かっているからといって全ての不動産を売却するのは現実的な選択肢ではありません。そのため、DTU といった長期的なトレンドを有す資産を組み入れることでポートフォリオのインカム耐性を高めるといった方法が一つの選択肢となると考えております。また lower for longer とされる環境下で、目標とするレベルのインカムを獲得するのが難しい状況となっております。その中で、不動産は引き続き厚いイーロードギャップがあり、インカムを獲得する手段として魅力的な状況が続くことが期待されます。ここまで長時間お話しさせていただきましたが、本日の話が皆様にとって少しでも参考になれば幸いです。ご清聴頂きましてありがとうございました。