

講演録

第 210 回定期講演会 講演録

日時: 令和 2 年 10 月 7 日 (金)

(Zoom によるオンライン開催)

「不動産市場の最新動向～不確実性の高まる世界において～」

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 准主任研究員 佐久間 誠

ニッセイ基礎研究所の佐久間と申します。本日は、このような貴重な機会をいただきまして、また多くの皆さまにご参加いただきましてありがとうございます。本日は、「不動産市場の最新動向～不確実性の高まる世界において～」というテーマで、90 分程度お話をさせていただければと考えております。

早速、内容に入っていきたいのですが、本日は、三つに分けてお話をさせていただきます。最初に、現在の不確実性が高まっている世界についてお話した後、新型コロナウイルス感染症が不動産市況にもたらしている短・中期的な影響について述べ、最後に、その長期的な影響について、お話をできればと考えております。

1. 不確実性の高まる世界

昨年も同じ時期に、このような機会でお話をさせていただいたのですが、まさか 1 年間でここまで世界が変わるとは思いもありませんでした。依然として分からないことだらけです。米ジェネラルエレクトリックの元 CEO であるジェフ・イメルトは、2001 年まではブラック・スワンと呼ばれるような、大きな不確実性に遭遇したことはなかったと言っています。一方、それ以降は、9.11 や世界金融危機、東日本大震災、そして今回のコロナ禍のように、ブラック・スワンがたびたび訪れると指摘しています。最近、100 年に一度と称される危機が、度々発生していることについて、違和感を覚える方も多いのではないかと思います。

このように、不確実性が高まっている現状を表す指標の一つご紹介したいと思います。グローバル政策不確実性指数というもので、米スタンフォード大学のブルーム教授などが、新聞記事などに

出てくる経済政策に関する不確実性などのキーワードを含む記事数などをもとに、不確実性の動向を定量化した指数になります。過去の推移をご覧くださいと、世界金融危機の前までは、アジア通貨危機や 9.11 などによって、指数がスパイクすることはあったものの、時間の経過とともに平均回帰する傾向にありました。しかし、世界金融危機以降をご覧くださいと、急上昇した後、過去の平均的な水準まで低下せず、不確実性の水準が徐々に上方へシフトしています。

さて、ここで改めて、不確実性の概念について整理したいと思います。奇しくも、スペイン風邪が流行した 100 年ぐらい前である、1921 年にアメリカの経済学者であるフランク・ナイトが、著書『Risk, Uncertainty and Profit』(リスク、不確実性および利潤)において、不確実性について定義しました。経済や金融に携わる方が、不確実性について言及している場合には、多くが、このナイトの不確実性を指します。ナイトは、リスクと不確実性は両方とも不確かな状況を指す。しかし、リスクは計量可能である一方、不確実性は計量不可能だと定義しました。計量可能なリスクには、偏りのないサイコロのように数学的に計算可能なものがあります。サイコロの任意の目が出る確率は、6 分の 1 と決まっております。また、統計的に計量することが可能なリスクもあります。例えば、生命保険の保険料を計算するとき用いられる平均余命、つまり人間の寿命は、統計的には計算することができます。一方、金融危機や今回のコロナ危機のようなものは計量できないので、不確実性に分類されます。

また、不確実性を議論するときによく出てくる言葉が、ブラック・スワンです。これはナシーム・ニコラス・タレブが 2007 年にその著書で、提示し

た概念です。ブラック・スワンは、不確実性の一種で、予測ができない、かつ、めったに起こらない、けれども、起こると非常に大きな影響を及ぼすものです。世界金融危機はこのブラック・スワンの一つだといわれております。

それに対して、過去5年ぐらい、徐々に広まった概念が、グレー・リノ、つまり灰色のサイです。これは、ミシェル・ウッカーが2013年のダボス会議で提起した概念です。その根底には、世界金融危機は予見できただろうという問題意識があります。当時の状況に鑑みれば、バブルが弾ける可能性は高かったのではないかと、当時の政策担当者はちゃんと手を打つべきだった、という批判が根底にあります。グレー・リノという概念のブラック・スワンとの相違点は、ある程度予見可能だという点です。また、いつ起こるか分からないけども、起こることは分かっており、その可能性は高いことです。気候変動はグレー・リノの一つとされ、起こった場合に非常に大きな影響を与えるので、予め対策を講じるべきだと、言っています。

このブラック・スワンやグレー・リノで重要なことは、それが起きたときには、非常に大きな影響を与えるため、それが起きる前と起きた後の世界を隔ててしまう。つまり、それらが顕在化した後には、ニューノーマルが訪れるということです。現在、アフターコロナの世界として、ニューノーマルというものが盛んに議論をされるのも、これが理由で、世界金融危機のときも同様の議論が繰り返されました。

それでは、どうして最近、不確実性が高まっているのか。これは現在の社会や経済の状況を、新型コロナに当てはめてみると分かりやすいです。新型コロナで重篤化しやすい人は、高齢者や持病を持っている方、つまり、体が弱い方と言われております。これは不確実性も同様でして、社会や経済など世界をつかさどるシステムが脆弱化なほど、不確実性が高まりやすいということです。また、コロナの感染動向を把握するうえで、実効再生産数という指標がよく取り上げられます。これは、新型コロナの感染者が何人にうつすかというもので、実行再生産数が1を下回れば、コロナの感染者数は収束していくけれども、1を上回ると、指数関数的に罹患者数が増えてしまうというものです。コロナは、ヒトのネットワークを介して感染していきますので、その感染動向はべき乗則に従い、将来を予

見することが難しいです。予測することが難しい不確実性が高まっているのは、様々なネットワークがグローバル化によって拡大し、また複雑化しているためです。

経済を見てみますと、世界金融危機の後のニューノーマルとされるのが3低です。3低とは、低成長、低インフレ、低金利を指します。これをローレンス・サマーズは、長期停滞論をもって説明しました。需要不足による過剰貯蓄が原因となって、自然利子率が低下し、金融緩和が効きにくくなり、経済を浮揚させるのが難しい状況になってきたため、低成長が長引くというものです。

金融市場についても、どんどん肥大化が進み、脆弱化しています。コロナ禍で特に話題になったのが、原油先物のマイナス価格です。原油先物価格がマイナスになるというのは経済学的には考えにくいことではあるのですが、金融市場が肥大化したことによって、金融市場の需給の偏り、つまりひずみが、非現実的なことを実際に起こしてしまうほど大きくなったわけです。

民主主義というシステムも脆弱化しています。先日の米大統領選の討論会を見てもわかるように、社会の分断が、世界中で拡大しています。近年進展したグローバリゼーションの恩恵を受けられない層の不満や、SNSの拡大などを背景として、社会の分断が拡大しています。

地球環境についても、どんどん弱まっておりません。去年はグレッタ・トゥンベリさんが注目を集めました。今年の初めにあったダボス会議でも、世界を取り巻く不確実性のなかでも特に重要なものとして気候変動が議論されておりました。足元、パンデミックが発生してしまったので、気候変動どころではなく、その相対的な重要性は低下しました。しかし、コロナなどの疫病の拡大の原因をひも解いてみると、気候変動が要因の一つとされることも多いです。そのため、気候変動への関心は、足元のパンデミックへの対応が落ち着けば、再び高まってくるものと考えられます。

ネットワークに議論を移すと、ヒトのネットワークは、日本でインバウンド観光客が急増したように、拡大しています。また、都市化が進むことによって、ネットワークのハブが徐々に大きくなっています。グローバルサプライチェーンの拡大によって、モノのネットワークも拡大しております。サプライチェーンがグローバルに拡大することに

よって、分散化されれば、冗長性をもたらす面もあるので、これは一概に悪いとは言えないのですが、そのハブが根詰まりを起こして、世界の生産体制が停止してしまう事態も発生し得ます。また、カネのネットワークや、情報、つまりデータのデジタルなネットワークが拡大していることについては、言うまでもないと思います。

このように世界のシステムが脆弱化して、またネットワークが拡大、複雑化することによって、世界が構造的に不確実化しているのではないかというのが、現在の社会や経済に対する考えです。

先日、読んだ面白い記事を紹介させていただきます。「不動産投資市場の研究」という名著の著者である金惺潤さんが、不動産経済ファンドレビューの巻頭言に、コロナ危機からの学びとはいったい何だったのだろうか、といったことを書かれています。ホテルや商業に投資しないで、賃貸住宅や物流施設に投資すべきだということが、そのレッスンなのか。または、現在のような超緩和的な金融環境では、キャップレートがなかなか上がらないということだろうか。それは、違うだろうと言っています。現在はまだその解を求める段階が続いており、その答えが出るまでにはまだ時間がかかるのでしょけれど、今のところ私にとって、コロナ危機とは、この不確実化した経済、社会に移行してしまったという現実を、強く認識させる出来事でした。そのため、今後もこの不確実性といかに付き合っていくのが、不動産投資において重要なテーマになると考えております。

2. 新型コロナの不動産市場への影響

さて、ここまで概念的な話が多かったので、次は最近の不動産市場の動向について、議論を進めていければと思っております。中国での新型コロナの感染拡大が報じられてから、大体9カ月ぐらいが経ちました。また、日本でコロナの脅威が国民全体で共有されたのが、2月27日に安倍総理が、小中高校に休校要請を出したタイミングだと考えています。その大きなターニングポイントから概ね半年ほどが経ちました。不動産市場、投資市場においては、依然として分からないことが多いのですが、時間も経つにつれ、分かることと、分からないことが、徐々にはっきりしてきました。分かってきたことの一つ目は、絶対価値、レラティブバリューです。セクター間で見た場合のレラティブ

バリューは徐々にはっきりしてきました。一方で、絶対価値、アブソリュートバリューについては、まだ分からないことが多いです。例えば、ホテルが一番コロナ禍の影響を受けているセクターだということについて、疑問を感じる方はいないとは思いますが、じゃあホテルがどこまで影響を受けるのか、いつまで影響を受けるのかということについて、確固たる答えを持っている方はあまりいないのではないかと思います。

もう一つ分かってきたこととして、不動産投資市場は、そこまで大きな打撃を受けず、キャップレートも大きくは上昇していません。今後も上がらないだろうというのがコンセンサスだと思います。一方で、NOI、不動産の賃貸収入がどのように推移していくかということについては、まだ分からないことが多いというのが足元の状況でございます。

さらに、もう一点分かってきたこととして、不動産賃貸市場が一旦のピークを迎えたのだろうということが挙げられます。一方で、ボトムがいつなのか。そして、ボトムまでどれぐらい下落するのかということについてのコンセンサスはまだ出来上がっていないように思います。

それでは、この分かっていることと、分かっていることを隔てているものは、何か。まず、短期的な不確実性として、新型コロナの感染動向、ワクチンや治療薬の開発の進捗やその効果。さらに、緊急事態宣言やロックダウンなど今後実施されないとは期待していますが、そのような政策の動向や人々の行動です。これらの3点が、短期的な不動産市場を占う上では、重要な不確実性だと考えております。

次に、長期的な観点では、現在、盛んに議論されているニューノーマルな点に着地するのかということ。つまり、構造変化が生じるのかということ。この長期的な不確実性を考える上で、非常に重要だと考えているのが、コロナ前から続いていた長期トレンドに沿ったニューノーマルが実現する、顕在化する蓋然性は、比較的高いのではないかと思います。例えば、デジタル化は、過去から続いた長いトレンドで、コロナはそれを加速したに過ぎないと考えられます。一方で、不動産に関連して語られるもう一つのニューノーマルが、地方化や郊外化です。密を避けるために、人の集積を下げる必要があるため、東京への一極集中が是正されるのではないかと思います。これは、従来

続いてきた都市化という長期トレンドに反するニューノーマルになりますので、もう少し慎重に議論すべきではないかと考えております。

さて、まず今回のコロナ危機について、前回の世界金融危機と比較したいと思います。簡単に申し上げますと、前回の世界金融危機というのは、カネの流動性危機であった。一方、今回のコロナ危機は、ヒトの流動性危機だと考えております。世界金融危機においては、サブプライムローンを発端にして起きましたので、金融市場が最初に目詰まりを起こして、不動産投資市場にも影響し、貸し渋り、貸しはがしなどがあって、不動産の投げ売りも発生しました。そのため、不動産投資市場において決定されるキャップレートに大きな不確実性があったと言えます。一方、今回の新型コロナに関しては、IMFが大封鎖と称しているように、人の流れが停止しました。それによって、経済におけるさまざまな需要が蒸発し、不動産賃貸市場において、特に人の流れの影響を受けやすいアセットから順に打撃を受けることになりました。そのため現在は、不動産賃貸市場において決定される NOI について、不確実性が大きい状況となっております。

もう一点、世界金融危機との違いを述べると、世界金融危機は、サブプライムローンを発端とした人為的な危機で、金融機関がその原因、つまり悪者とされました。一方、今回のコロナ危機は、ヒトではなく基本的に悪いのはウイルスであって、人間は被害者という位置付けです。そのため、被害者を救済するための財政的、金融的な対策が、かつてないほどの規模、スピードで講じられています。それを背景として、現在、主要各国の株式市場では、コロナバブルともいわれるような状況になっているわけです。これらが金融危機と、今回の大封鎖とも呼ばれるコロナ危機の相違点になります。

このヒトの流動性危機を、改めて整理してみます。東京のオフィスワーカーを例に取りますと、これまで、自宅を中心に、生活必需品であれば、最寄り駅までを含むような生活エリアで購入し、平日であれば、オフィスに働きに行き、休日に友人と遊んだり、買い物をするのであれば、都心のターミナル駅などにある商業施設に行き、映画を見たり、していたわけです。また、ときどき出張や旅行で、遠隔地のホテルに泊まることもありました。一方、今回の社会的隔離政策下において、オフィスワーカーの行動範囲は、生活エリアの中に限定され、

必需品は、最寄りのスーパーやドラッグストアに行き買い物をしますが、仕事は自宅でテレワーク、服などはeコマースで購入して、これまで外食していたものはフードデリバリーに、これまで映画館で楽しんできたものは動画配信サービスを使ってニーズを満たす、そのような行動様式が現在行われているわけです。

次に、そのような生活、オフィス、商業、トラベルの各エリアにおける人の移動の推移を見たいと思います。ここで示したデータは、NTTドコモが提供するモバイル空間統計によるもので、携帯電話の位置情報データをもとに、それぞれのエリアにおける人出が前年と比べてどのくらい増減したかというものです。まず、全てのエリアで、緊急事態宣言が全国で解除された5月25日以降、人出が徐々に回復し、生活エリアについては、前年比マイナス10パーセントと、人出はほぼ回復しました。一方、商業やオフィスエリアについては、依然としてマイナス25パーセントから40パーセントぐらいのマイナスが続いている状況でございます。

ここで示した位置情報のようなデータは、最近特に注目を集めています。また、こういったデータを総称して、オルタナティブデータと呼んでおります。オルタナティブとは代替という意味です。これまで一般に、不動産市場などの分析に使われてきた政府の発表する公式な統計や企業が発表する財務データなどを伝統的なデータとして、それら以外を総称してオルタナティブデータと呼びます。特に最近では、その重要性が増しています。その背景には二つあります。第一に、オルタナティブデータは、即時性が高いものが多くあり、タイムリーな分析が可能になります。第二に、これまでの統計と比較して、粒度が高いデータが多くあります。そのため、コロナ禍における状況の把握や、投資戦略を練り直したり、政策を打つための情報として、伝統的データに加えて、オルタナティブデータの重要性が増しています。

オルタナティブデータを使った分析をもう一つをお示しいたしたいと思います。今後のオフィス市場の動向を占う上で、最も重要な指標は、オフィス出勤率だと考えております。つまり、現在はオフィスで勤務する人、在宅勤務する人などがいますか、社員のうち何パーセントぐらいがオフィスに平均的に出勤しているのかという指数です。これをGoogleのモビリティデータをもとに分析した

のが、下の二つの散布図になります。まず、左側の図は、主要先進国について、新規感染者数を横軸、オフィス出勤率を縦軸に取って、両者の関係を見たものになります。この分析からわかることとして、感染リスクの高い、つまり新規感染者数が多い国ほど、オフィス出勤率が低いことが挙げられます。また、地域や文化によって、オフィス出勤率の傾向が異なる可能性があります。例えば、北米、英国においては、回帰線が示すよりも、オフィス出勤率が低い。一方、大陸欧州についてはやや高い。アジア太平洋は大体、回帰線上にあるものの、日本はやや高い位置にあります。日本は、デジタル化の遅れや商慣習、雇用制度に加えて、ハイコンテクストな文化であることも一因として、在宅勤務での生産性が低下しやすい可能性があり、それが日本のオフィス出勤率を底上げしているのではないかと考えております。

右側の図は、同様の分析を、日本の都道府県ごとに見たものになります。先ほどの分析同様、国内で見ても、感染リスクが高い都道府県ほど、オフィス出勤率が低いことか見てとれます。ただし、日本の経済にとっても、不動産市場にとっても、一番重要なマーケットである、東京が感染リスクとの関係を表す回帰線より、オフィス出勤率が低い状況になっています。また、ここでは、主要国や都道府県の比較をするために、Google のモビリティデータを使いましたが、日本の大手通信会社やそのグループ会社も、同様の流動人口データを提供しており、それらのデータを見ると、東京のオフィスエリアの流動人口はおおむね3割減から4割減ぐらいになっております。つまり、現在、東京の主要オフィスエリアにおけるオフィス出勤率は6割から7割ぐらいの水準ではないかと思われれます。また、時系列の変化で申し上げますと、感染の第1波があった4月から5月と比べて、足元の感染リスクに対するオフィス出勤率の感応度が低くなっているように見えます。最近では、コロナ慣れやコロナ疲れ、在宅疲れといったことが言われております。また、企業も現在のコロナ禍の状況への対応が一巡して、ある程度、働き方の変化も、落ち着いてきたのではないかと考えております。

それでは、次にマクロ経済について見た後、不動産賃貸市場、そして不動産投資市場と見ていきます。

日本の第2四半期の実質GDP成長率は前期比マ

イナス7.9パーセント、前期比年率マイナス28.1パーセントと、統計開始以来の最大のマイナスとなりました。その他の主要経済指標、例えば鉱工業生産を見てみますと、日本経済は5月に底打ちしたことを示しております。つまり、緊急事態宣言が全国で解除された後、経済が徐々に戻ってきている。一方、雇用などへの影響が徐々に顕在化しており、新型コロナの感染も収まらないため、回復ペースは緩慢なものになると考えております。弊社の経済研究部による予測では、2020年度の実質GDP成長率はマイナス5.8パーセント、来年度はプラス3.6パーセントと予想しております。

不動産賃貸市場について見ていきます。先ほどセクター間の相対価値については、コンセンサスが出来上がってきたと申し上げました。日本不動産研究所が4月に実施した調査によると、コロナの影響が大きい順に、ホテル、商業施設、オフィス、賃貸住宅、物流施設となっており、その順番は現在も変わっておりません。それでは、この影響が大きい順に、それぞれのマーケット振り返りたいと思います。

まず、ホテル市況は、壊滅的な影響を受けていて、現在も予断を許さない状況が続いています。日本の延べ宿泊者数は、1月に中国を中心にコロナの感染者が増えた後、2月に韓国やイタリアなどで感染者数が増えるなど、感染がグローバルな広がりを見せ、渡航禁止や入国規制が厳格されたことによって、外国人の宿泊者数が急激に減少しました。その後、緊急事態宣言が発令され、国内でも県をまたぐ移動の自粛が要請されたため、日本人の宿泊者数も激減しました。緊急事態宣言が全国で解除された後、国内の宿泊者数は底打ちしましたが、回復のスピードは緩慢です。8月の宿泊者数は前年同月比マイナス58.4パーセントと、前年から6割減という状況が続いております。

オルタナティブデータを活用して、より詳細に見てみると、回復の傾向はセグメントによって異なることがわかります。内閣府が提供するV-RESASにおける観光予報プラットフォーム推進協議会のデータを見ると、全国の属性ごとの宿泊者数の変化からは、7月22日にGo Toトラベルキャンペーンが始まり、7月の4連休には、夫婦やカップルの旅行が前年比でプラスにまで一度回復したことがわかります。一方で、子ども連れの家族のように比較的人数の多い旅行は、回復が鈍かったことが見

て取れます。このように、少人数の旅行については、他のセグメントと比較して、回復傾向が強いことがわかります。

また、北海道の宿泊者数の変化を見ると、Go To トラベルキャンペーンが始まった7月以降、県内からの宿泊者が大幅に回復しています。ただし、県内からの宿泊者が全体に占める割合は小さく、県外からの宿泊者数に依存するところが大きいので、全体に与えるインパクトは限定されます。このように、特に近距離の旅行については、感染リスクの低い都道府県においては、宿泊者数が回復してきているけれども、感染リスクの高い県では、回復の足取りが鈍い状況が続いています。

また、Go To トラベルキャンペーンの影響もあって、高額帯のホテルや旅館の方が、回復しているといった話もあります。そのため、現在のホテル市況をまとめますと、依然として厳しい状況にはあるものの、少人数、近距離、高額帯のセグメントについては、少しずつ明るい兆しが見えてきたということになります。

次に商業施設について見ていきます。商業はホテルの次に影響を被っているものの、テナントの業態別の売上の推移を見ると、その傾向が三つに分けられると考えております。一つは生活必需品である、スーパーやドラッグストアで、前年からおおむね横ばいで推移しております。また一部のスーパーやドラッグストアでは、買いだめ需要や外食を控えた消費者が自宅で食事をとる機会が増えたため、プラスになっているところもございます。二つ目が、巣ごもり消費の恩恵を受けた、家電量販店やホームセンターです。テレワークが拡大したことで、パソコンやテレビの売れ行きが伸びました。また、ホームセンターもDIY需要を受けて、前年から伸びています。三つ目が、百貨店のような裁量型の消費やコト消費になります。百貨店は、緊急事態宣言下で営業休止していたこともあり、売上が急激に落ち込んだ後、回復も鈍い状況が続いています。また、コト消費については、持ち帰り需要をとらえたファストフードは、前年の水準に近いところまで戻しているものの、アルコールを提供する居酒屋業態や三密対策が求められる映画館では、比較的大きな影響を被っています。

次にオフィスで、同セクターが現在、一番議論が錯綜していて、今後の行方が重要なセクターだと考えています。当初、3月や4月の時点では、コロ

ナ禍のオフィスセクターへの影響は限定的なのではとの見解も多かったのですが、足元ではその影響を免れなくて、これまで堅調に推移してきたオフィスセクターもピークアウトしたのではないかという意見が太宗になってきました。ただし、それがどれほどの影響かという点、依然として不透明です。

これまでのオフィス市場について振り返りたいと思います。労働市場で、失業率が低水準にあるにもかかわらず賃金が伸び悩んでいたのと同様に、オフィス市場においても、空室率が過去最低水準まで低下しているのに、賃料が伸び悩む傾向にありました。特に、ファンドバブル期と比べると、それは顕著に見えました。日本の企業の売上高と営業利益を比較すると、ファンドバブルと言われた2006年や2007年は、売上高の伸びに比例して、営業利益も伸びていました。一方で、アベノミクスが始まった2012年以降を見ると、営業利益は世界金融危機前のピークを上回る水準まで伸びたものの、売上高はそこまで伸びていませんでした。つまり、ファンドバブル期と比較すると、現在の企業収益の改善は、人件費やオフィス賃料など、そういったコストの削減によるところが大きいということです。

また、オフィスの賃料は、企業の営業利益よりも売上高に連動する傾向にあります。そのため、足元の賃料が、ファンドバブル期と比較して伸び悩んだ理由というのが、この売上高の伸びが緩慢だったという点にあると考えています。なお、足元の状況に目を転じますと、コロナ禍における企業の売上高は急減しているため、オフィス市場への下押し圧力というのは避けられないだろうと考えております。

コロナ禍における業種別の売上高の動向を確認すると、金融危機とは異なる傾向が見て取れます。法人企業統計によると、2020年第2四半期の企業の売上高は前年比マイナス17.7パーセントと、世界金融危機の後の2009年第1四半期以来の低い水準となりました。その業種別の内訳を見ても、世界金融危機のときは製造業で売上高が大きく減少した一方、今回のコロナ危機では非製造業を中心に影響を受けています。そのため、非製造業を中心にテナント需要が減少し、売上高とオフィス賃料の相関が高いことから、そのような業種の集積度合いによって、サブマーケット間の賃料格

差も生じることが予想されます。

オフィス市況のピークアウトは、土地総合研究所の不動産業況指数からも示唆されます。まず、これまでの東京都心部 A クラスビルの成約賃料と不動産業況指数で示されるビル賃貸業の景況感を比較すると、両者が連動して推移していることが見て取れます。また、ビル賃貸業の不動産業況指数には、現況指数と、3 カ月後の見通しを示す先行指数があります。これまでは、文字通り先行指数が現況指数に先行していましたが、2018 年以降は、両者が乖離して、現況指数が伸びているにもかかわらず、先行指数は伸び悩み状況が続きました。この背景としては、2018 年から 2020 年にかけて、東京都心部を中心に大規模ビルの大量供給があり、市況悪化懸念があったため、先行きは懸念されるのだけれども、実際にはその供給が順調に埋まり、空室率が過去最低水準まで低下するような好調な市況だったことによるものと解釈しています。足元の動きを見ると、4 月の不動産業況指数は、先行指数がマイナス 50 と、過去最低水準になりました。コロナによる不透明感が強く、世界の金融市場が混乱するなかで、オフィスビル市況についても懸念が高まっていた状況を示しています。7 月の不動産業況指数では、先行指数がやや反発したものの、引き続きオフィス市況の後退を示すような水準になっております。

弊社を含めて各社のアナリストなどが出しているオフィス予測を見てみますと、世界金融危機ほど、オフィス市況は悪化しないといった見方が太宗になっております。この理由としては、今回のオフィス調整局面が需要ショックのみに起因するためと考えています。オフィス市況が悪化する要因としては、基本的には、需要起因と供給起因の二つがあります。2002 年から 2004 年のオフィス調整局面を見ると、IT バブルの崩壊、9.11 の後の景気低迷を受けた需要の後退に加えて、2003 年の新築ビルの大量供給があったので、大規模ビルを起点に空室率が上昇し、賃料も大幅に下落しました。2008 年以降のオフィス調整局面は、世界金融危機によるオフィス需要減退に加えて、あのときは 2009 年から 2010 年にかけて、地方都市も含め全国で大量供給がありました。このように需要ショックに加えて、供給ショックもあったため、空室率が大幅に上昇して、賃料が急落しました。現在の状況を見てみますと、2018 年から 20 年まで大量供給があった

ものの、先日、日経不動産マーケット情報が公表したデータにもあるように、2020 年の供給についても、おおむね内定済、稼働済となっています。そのため、今後、2 次空室が発生する懸念はあるものの、過去の調整局面と比較すると、供給要因による調整圧力は今のところ限定されます。さらに、2021 年と 2022 年は、供給が少ない状況が続きますので、今回は需要ショックが調整の主因で、これまでのオフィス市況の悪化局面と比べると、悪化の度合いは限定されるというのが、現在のオフィス市況に関する解釈でございます。

次に、賃貸住宅について説明させていただきます。今回のコロナ危機が発生した後、賃貸住宅については、そのディフェンシブ性から選好が進みました。一方、足元では若干調整をし始めております。というのも、賃貸住宅についても、景気の落ち込みが長引けば、その影響が免れないということが、徐々に浸透してきたのではないかなと考えております。

また、東京への人口流入がこれまでの東京のマンション賃料の上昇を牽引してきたことが示唆されますが、新型コロナウイルスの拡大により人口流入が減少していることが背景にあります。

最近メディアでもよく報じられておりますが、東京都の転入超過数が 5 月にマイナス、つまり転出超過になりました。6 月は一旦プラスに戻ったものの、7 月と 8 月に続けてマイナスになり、また東京圏全体で見ても、マイナスになりました。ただし、このデータを見るときに留意すべきは、現在の転入超過数のマイナスの傾向としては、郊外化や地方化によって転出者数が増えたわけではなく、転入者数が減ったことによるものです。これは、企業の異動や学生の入学による流入が現在停滞していることが要因と考えています。なお、8 月については、東京都から、東京圏の他の都道府県への転出が増えており、今後このような転出が増えてくるかどうか、また、企業の異動や大学のリアルな授業が再開して、転入者数が増えてくるかどうか、という点が、今後の賃貸住宅セクターを占う上で重要なポイントだと考えております。

最後に、物流施設セクターです。物流は、他の 4 セクターと異なり、今回のコロナ禍において、唯一、成長ストーリーが描けるセクターです。つまり、e コマースの拡大ペースが加速するので、先進的物流施設のテナント需要が伸びるというものです。

足元の空室率を見てみますと、東京圏の大型マルチテナントの物流施設は過去最低水準、大阪圏については過去最低ではないものの、過去平均より低い水準で推移している状況です。ただし、eコマース拡大の追い風があるといっても、消費全体が減退してしまえば元も子もございませんので、今後、コロナが長期化した場合には、下押し圧力が強まる可能性がございます。

次に、不動産投資市場について、説明したいと思います。まず、キャップレートの推移を主要国別に見ると、基本的には、コロナ前からデモなどによりキャップレートが上昇している香港を除いて、主要各国においてキャップレートはおおむね横ばいで推移しています。これは、世界の主要中央銀行が、金融市場の目詰まりを防ぐために、かつてないスピードと規模で金融緩和を進めていることが、背景にあります。コロナ前から、ドライパウダーが大きく積み上がるなど、投資家の取得意欲が強いこともあり、投資需要は引き続き底堅い状況にあります。

また、キャップレートから国債利回りを差し引いた、イールドスプレッドを見ると、2パターンに分けることができます。一つは、イールドスプレッドが上昇している米国やオーストラリアで、もう一つが横ばいで推移している日本や大陸欧州です。両者の違いは、すでにマイナス金利を導入するなど、金利の低下余地が限定された日本や大陸欧州と、もともと相対的に金利が高くあって、金利を引き下げる余地があった米国やオーストラリアというものです。後者の国々では、コロナ禍において、中央銀行の利下げなどもあり、国債利回りが低下したので、その影響により、イールドスプレッドが拡大しているという状況でございます。

次に、商業用不動産の取引額について見ると、アジア太平洋地域全体では、2020年第2四半期にマイナス31パーセントと大きく減少しました。一方、日本における取引額は、マイナス14パーセントと、減少しているものの、他の主要国より減少は限定されます。また、上半期の取引額は2016年以降の平均と変わらない水準です。先日発表されたJLLの調査によれば、2020年上半期に最も取引額が大きかった都市は東京ということで、コロナ禍において、不動産市場が相対的に安定している日本が選ばれているというのが足元の動向でございます。

セクター毎の第2四半期の取引額について輪切

りにして、各年の推移で見てみますと、前年同期比で取引額が増えているのは、賃貸住宅と物流施設です。両方とも、インカムの安定性が高く、ディフェンシブセクターとして資金が流入しています。一方、先行きが見通しづらいホテルや商業施設については、取引額が減少しています。

投資家主体別の2020年のネット投資金額について、足元まで累計で見ると、海外投資家のネット取得額が一番大きいことがわかります。これは、世界金融危機など、過去の危機と異なり、海外投資家は足が速く、こういったショックが起きたときに手を引きやすいといった印象論とも、反する結果です。

また、個別の取引を見てみますと、上半期は、欧米の生命保険や年金基金、ソブリンウェルスファンド、不動産ファンドなどが、賃貸住宅のポートフォリオや物流施設などを取得し、注目を集めました。海外の年金基金や生命保険では、全体の資産運用のポートフォリオに占める不動産の割合を増やさなければいけない、またその中でも、アジア太平洋地域の不動産の割合を増やすために、投資しなければいけないところがあります。また、彼らは基本的には長期投資家ですので、コア投資と違って、キャピタルゲインに重点を置くのではなく、安定的なインカムリターンを生む不動産に投資したいといったニーズがあります。日本の不動産市場は非常に層が厚く、安定的といったメリットがあり、その中でも賃貸住宅や物流施設がスポットライトを浴びている状況でございます。そのため、当面、同じような状況が続くのではないかなと考えております。

3. 新型コロナによる不確実性と長期的な影響

新型コロナのパンデミックの長期的な影響について、お話したいと思います。今回の新型コロナが不動産市場にもたらした不確実性には、三つあると考えております。第一に、デジタル化が加速したことによって、高まった不確実性です。第二に、賃貸借契約における不確実性です。ホテルや商業施設では、賃料の引き下げや減免、支払い猶予などといった事例が見られております。過去、これほど賃貸借契約に不確実性が高まったことは初めてだと思います。賃貸借契約はこれまでインカムの安定性を高め、投資戦略を担保するスキームとして、活用されてきましたが、今後、その有効性について、

特定のアセットでは再考を迫られる可能性があると思います。第三に、現在も続いているソーシャルディスタンス、行動変容がどれほど根付いていくのかです。これらの不確実性がどのような帰結を迎えるかが、今後、不動産セクターにおいて重要だと考えております。そのなかでも、デジタル化による不確実性が、残り二つの不確実性に影響することもあり、最も重要なところかなと考えております。

コロナ禍において、デジタル化による不確実性が最も高まったのが、オフィスだと考えております。コロナ禍では商業施設でもデジタル化の脅威が強まりましたが、商業施設ではすでにデジタル化による不確実性が顕在化していました。アメリカのREIT市場における、物流施設セクターのREIT全体のインデックスに対する相対的なパフォーマンスと、商業施設セクターの相対パフォーマンスを比較すると、2016年ぐらいから、ワニの口が開くように、物流セクターのアウトパフォーム、商業施設セクターのアンダーパフォームが進みました。

この背景には、Amazon エフェクトという言葉がメディアを賑わせたように、eコマースの拡大によって、商業施設の需要が縮小したことが一因とされます。米国や英国では、商業施設の閉鎖や小売業の廃業が散見されました。日本においては、そこまで顕在化してはいなかったものの、不動産投資という観点では、グローバルな投資家を中心に、商業施設に対する投資意欲が、やや鈍くなってきた傾向がありました。

コロナ禍においてeコマースの拡大が加速しています。これまでのAmazon エフェクトは、モノ消費が主体で、特に裁量型の消費において顕著でした。具体的には、家電や衣料品などでeコマースが拡大していました。一方、今回のコロナ禍においては、ネットスーパーのような生活必需品やコト消費でもデジタル化が進んでいる点が特徴的です。これまで映画館で観ていたものを、Netflix やAmazon Prime などの動画配信サービスで代替し、飲食店で外食していたものをフードデリバリーで代替することが増えました。今後、生活必需品やコト消費でも、そのようなデジタルサービスによる商業施設の売上のパイの浸食が拡大する可能性があります。

一方で、オフィスにおけるテレワークの脅威が、不確実性として顕在化するかが、今後5年、10年

と見たスパンで一番重要だと考えております。つまり、今回のコロナ禍がMicrosoft エフェクトやZoom エフェクト、呼ばれるような事態に進展するのかが、重要です。

一部でオフィス不要論が注目を集めた時期があったかと思えます。これは、ベンチャー企業を中心に、在宅での勤務が可能になったので、もはやオフィスはいらないというものです。一方で、感染リスクを避けるために、1人当たりの床面積が広がるから、今回のコロナをきっかけに、オフィス需要がむしろ拡大するのではないかという見方も一部ではありました。いずれもやや極端な意見に感じられ、実際にはその間のどこかに着地するのではないかと考えています。そこで、デジタル化によるオフィス市場への影響を改めて考えていきます。

まず、現在、主に議論されているのが、東京圏などの本社所在地において、今後、仕事をオフィスや自宅、サードプレイスなど、適切な場所で適切な組み合わせで再構成していこうというものです。それによって、オフィス出社率がこれまで100%だったものが、例えば週一回は在宅勤務となると、80%に低下するわけです。

次に、オフィスを地方に移転するといった議論も見られます。先日パソナが兵庫県の淡路島に移転されるということで報道され話題にもなりましたが、テレワークが普及したことで、本社を地方に移転するのか、事業部一つを地方都市に移転するのか、もしくは、今後は、東京に本社がある会社が地方都市で採用を行っていくのか、などが一つの選択肢になります。

さらに、このような話が日本国内だけではなく、グローバルに進む可能性もあります。これは、ジュネーブ高等国際問題・開発研究所の、リチャード・ボールドウィン教授が指摘していることです。テレワークが普及することで、テレマイグレーションが増えるだろうというものです。これは、テレワークによって、オフィスにおける労働力と資本がアンバンドリングされ、労働力を世界中どこにでも配置できてしまう、もしくは世界中から調達できてしまうというものです。日本のオフィスワークを海外に移転もしくはアウトソースする場合には、時差の問題もあるので、アジア太平洋地域が有力です。また、今後、AIによって解消していく可能性はあるものの、依然として言語の障壁があるため、すぐに進むかは分かりません。ただし、

本来的には、テレワークが可能になって、ジョブ型の雇用が普及すれば、様々な業務を、日本の社員でやるのが一番効率的なのか、もしくは一部または全部を海外にアウトソースした方がいいのか、といった点は長期的には重要な論点だと考えています。

このようにいくつかの論点はあるものの、今後数年といった時間軸においては、現在の本社が所在するエリア内で、オフィスと在宅での勤務をどのようにバランスさせていくかが重要だと考えています。5年や10年といったスパンで見た場合には、地方都市へのドメスティックなテレマイグレーションや海外の新興国へのテレマイグレーションが進む可能性については、注意深く見ていく必要があると考えています。さらに、コロナ禍を受けたデジタル化の加速によって、オフィスワークでのAIやビッグデータを活用して自動化するという流れが加速する可能性があります。つまり、フィジカル空間で行っていた業務をサイバー空間に移行する動きで、オートメーションやロボタイゼーションといったものです。実際、そのような動きが本格化するのか、その場合、いつ、またどのぐらいのレベルで起こるのかを推し量るのは現時点で困難です。ただし、これらを含めて、今後の働き方やオフィスの在り方を議論していくことが、今後の課題と考えています。

短中期な観点での、オフィス出勤率についても、現在のところ模索中で、実際その着地点がわかるのは2年から3年後くらいではないかと考えています。それが将来的に、オフィスへの出勤を週5日のうちの4日にすると、オフィス出勤率が20パーセント低下し、3日にすると、40パーセント下がるような単純計算になります。それに加えて、今後、感染リスクを下げるような配置やテレビ会議などに適した個別ブースを設置など、オフィススペースを再構築する場合に、それが1人当たり床面積を押し上げることも想定されるため、それらを合わせてどのぐらいのオフィス需要に落ち着くのかというのが、オフィス市況を占う上での量の議論です。

一方で、あまり議論されていないものの、重要なものが質の議論ではないでしょうか。現在、オフィスは、仕事のポータルとしての役割を果たしています。ポータルとは、大きな建物の玄関を意味しています。ポータルサイトと言えば、インターネットブ

ラウザを立ち上げたときに最初に表示されるサイトで、インターネットの玄関口となるところです。オフィスワーカーだと、仕事をするイコール、通勤してオフィスに出社することを意味しました。オフィスでパソコンに向かって作業をしたり、オフィスの会議室で同僚と議論をしたり、オフィスで顧客に電話したり、様々な業務をほぼすべてオフィスで行っていました。ただし、テレワークが普及すると、書類作成などの作業をするのであれば自宅で仕事をして、誰かとディスカッションするからオフィスに行こうとなり、今後、オフィスに必ずしも行く必要がなくなります。すると、オフィスが選択肢の一つでしかなくなり、オフィスが仕事のポータルとしての役割を失うことになります。そして、新しくポータルを担うのは、MicrosoftやGoogleが提供するデジタルプラットフォームになるのではないのでしょうか。

それでは、オフィスが仕事のポータルでなくなることで、オフィス市場にどのような影響があるのか。単純に賃料に下押し圧力がかかるのではないかと、自宅とオフィスの境目が曖昧になることで住宅とオフィスの賃料格差が縮まるのではないかと、賃料に影響はないものの、リスクプレミアムが上乘せられるのではないかと、といった議論があるのではないかと考えております。ただし、正直申し上げて、それがどのぐらいの影響があるのかというのは、私も分かりません。ただし、このような不確実性があることを念頭に置きながら、今後の戦略を練っていくことは非常に重要なのではないかと考えております。

ここまでは、デジタル技術によって可能になった在宅勤務と、オフィスの代替性に着目した議論でした。テクノロジーは得てして、不動産市場と代替的なものとして扱われます。フィジカルな空間である不動産市場の需要を、サイバー空間に奪われるので、デジタル化は不動産市場にとってはマイナスになるということです。ただし、テクノロジーには、補完的な役割もあり、その点を議論することも重要だと考えています。

それでは、どういった補完的な役割を発揮していくのか、そして不動産市場の発展に貢献していくのか。これまでのデジタル技術について見ると、技術進歩によって、新しいプラットフォームが生まれ、プラットフォーマーが、その業界地図を塗り替えるといったことがこれまで起きてきました。

例えば、メインフレームという、いわば大きなコンピュータしかない時代には、会社に1台だけあって、それを専門人材が使う時代がありました。そこから、パソコンが普及すると、いろんなユーザーが使うようになるので、パソコンの中にあるサイバー空間と、さまざまな人のニーズやソフトを結び付けてやるOSというプラットフォームが重要になりました。そして、誕生したプラットフォームがMicrosoftです。次に、インターネットが普及すると、それまで基本的には企業内部のネットワーク内でサイバー空間が完結していたものが、世界中のサイバー空間にアクセスすることが可能になったので、それらを整理してやる役割が必要になりました。それで生まれてきたのがインターネットブラウザやYahooのようなポータルサイト、Googleのような検索エンジン、そしてAmazonのようなeコマースです。次にサイバー空間へのインターフェースとしてスマートフォンが普及すると、それまではビジネスが主だったサイバー空間が、プライベートにも拡大しました。そして、スマホを1日中持ち歩いて、音楽を聞いたり、SNSをしたりするようになり、様々なプラットフォームが誕生しました。また中国だと、決済などを中心にスーパーアプリが生まれています。

スマートフォンは便利だけど不便なインターフェースです。小さな画面で操作しなければならず、決して画面が見やすいわけでも、操作性が高いわけでもありません。そこで、次のサイバー空間へのインターフェースの開発競争をITプラットフォームが中心となって繰り広げています。AIスピーカーがその一例です。また、現在特に注目されているのが、VRグラス、ARグラスです。これは、多くのITプラットフォームが力を入れて開発していて、それがスマートフォンの次のインターフェースになるのではないかとわれております。

もう一つ、サイバー空間へのインターフェースとして開発が進んでいるのが不動産などのモノです。例えば、その是非はさておき、中国では街中に監視カメラが張り巡らされていて、街の様子が、AIカメラを通じて、サイバー空間に取り込まれています。そのため、犯罪行為を働くと、すぐその情報が警察に行き、警察が駆け付けてくるといった話があります。これは、街がサイバー空間のインターフェースになっているわけです。つまり、街や不動産に取り付けたAIスピーカーやAIカメラ、ま

たセンサーなどを通じて、サイバー空間とつながる、つまり不動産がサイバー空間のインターフェースになるということです。

先日トヨタが、ウーブン・シティというスマートシティの構想を発表しました。そういったスマートシティでは、街全体がサイバー空間のインターフェースになるわけです。都市をスマート化する、不動産をスマート化するというのは、都市や不動産というフィジカル空間の上に、情報レイヤーを加えてやることだと考えています。そして、これこそがテクノロジーに期待される補完的な役割で、不動産に進化をもたらすのではないかと考えています。もちろん都市や不動産がスマート化していけば、サイバー空間がフィジカル空間のいたるところに広がるわけですから、新たなプラットフォームへのニーズが高まります。そのプラットフォームを運営する主体として、不動産会社が活躍していく未来が、私は大いにあるのではないかと考えておりますし、そのように期待しているわけです。

それでは、不動産がスマート化することによって、不動産自体がどのように変わっていくのか。ハーバード大学のマイケル・ポーター教授などの論文では、製品がスマート化することで、四つの機能を獲得すると述べています。それを不動産に当てはめて考えてみると、まず不動産をIoT化、スマート化することで、モニタリングすることが可能になります。次に、それを制御することが可能になります。さらに、最適化することができて、最後には、それを自動化、自律化していくことが可能になります。機器をスマート化した場合の例としては、航空機エンジンの例が引き合いに出されます。従来は、飛行機エンジンは売りきりビジネスでした。エンジンを航空機会社に売って、その後、保守や管理はするのですが、基本的には製造して売却することにより収益をあげるモデルでした。航空機エンジンをIoT化、スマート化することによって、その状況をモニタリングすることになります。そうすると、例えば、1時間あたり何ドルといった従量制の形式で課金していくことが可能になりました。さらに、エンジンの燃費の状況などもわかるため、最も効率のいい航路を提案することで、燃料を節約できるサービスも提供できるようになります。特に、原油価格が上がった局面の中においては、このようなサービスへのニーズが高く、節約でき

た燃費の一部をフィーとして頂くとしていたわけです。つまり、成果制の形式で課金していくことを可能にしたわけです。

不動産においても、もちろん全てではないですが、現在の賃貸から従量制、または成果制といった形で収益モデルが変遷していく流れが強まるのではないかと考えています。例えば、WeWork など様々なオペレーターがコワーキングスペース事業を急拡大しておりますが、シェアオフィスやコワーキングスペースなどフレキシブルオフィスと総称されるサービスが拡大している現状は、賃貸や保有から従量制を移行する動きだと考えております。今後、デジタル化が進展することで、さらにこのような動きがすすむのではないのでしょうか。というのも、デジタル化していくことによって、オフィスの中をモニタリングできるようになると、例えば、効率的なオフィスでの働き方を、デジタルツールを通して提案することで、残業代をこのぐらい減らすことができました、といったサービスを提供することか可能になります。そして、残業代の減少分の一部を、収益として還付してもらうということも可能だと考えています。また、不動産会社が自らの役割をプラットフォームとして再定義することを目指すのであれば、オフィスだけではなく、住宅や商業施設にいるときも含めて、仕事だけでなく、プライベートも含めたすべての満足度や効用を改善する役割を、不動産会社を主体としたプラットフォームが担うことも、本来的には可能なのではないかと考えております。というのも、衣食住のいたるところで不動産が関わってきて、重要な役割を果たしているからです。

ただし、不動産業をプラットフォームとして再定義するというのは、やや夢見がちな話のような気もするのではないのでしょうか。不動産のデジタル化、スマート化を進めるのは、言うは易く行うは難し、です。例えば、WeWork や OYO は、オフィスや賃貸住宅のデジタル化を進めてきましたが、コロナ禍で岐路に立たされており、不動産業をデジタル化することの難しさを示しています。不動産はコピーペーストができない。また、一つ一つの規模が大きく、お金もかかる。このような特徴を持つ業態において、サービス化を急速に進めるのは、そう簡単ではないというのが、この1、2年の、多くの不動産テックの成功と失敗から再認識させられたことではないかなと思います。

そのため、不動産業のデジタル化が今後1、2年で急速に進むかという点、そうではない蓋然性が高いと思いますが、中長期的には徐々に進展し、不動産がハコ、つまりハードとしてではなくて、サービスとして変わっていくのではないかと考えています。そのように業界が変わっていったときの帰結として、パソコンで起きたことが参考になると考えています。昔はパソコンをつくる会社が高い収益を上げておりましたが、パソコンが普及して、OS、つまりソフトの比重が高まることによって、パソコンというハードの生産で付加価値を生むのが徐々に難しくなり、一方でOS やソフトを提供するプラットフォームの重要性が高まりました。何を申し上げたいかという点、産業のソフト化、サービス化が進むことによって、収益のパイもハードからソフトに移っていくということです。今後、デジタル化が進展することで、Real Estate as a Service のように「X as a Service」といわれるようなサービスへのニーズが不動産においても、どんどん高まっていくのではないかと考えております。コロナ禍におけるテレワークの拡大により、足元でサテライトオフィスの需要が高まっています。ただし、多くのテナント企業にとって、自社でサテライトオフィスを設けるのは難しいですし、一つ一つシェアオフィスを契約していくのも面倒なので、本社とサテライトオフィスやシェアオフィスのネットワークをサービスとして提供するサービスが今後増えるのではないのでしょうか。

それでは次に、行動変容に関する不確実性について少しお話したいと思います。今後、ソーシャルディスタンスの一部が、どのように我々の生活に根付いていくかということで、これは特に商業施設において、重要だと考えております。というのも、商業施設の商圈を考える場合に、流動人口や滞留人口が重要になります。滞留人口は、居住者である夜間人口に加えて、通勤、通学を含めた昼間人口、さらに、消費や観光に來たりする人を含めた人口です。通勤、通学による昼間人口は、デジタル化によって、テレワークやオンライン授業が普及することで、変化する可能性がございませう。また、その他の流出入は、行動変容によって、人の集積や人込みを避けるといったものが根付いてしまうことにより、変化する可能性があります。その影響が特に重要なのが、コト消費のビジネスモデルがどうなるのかという点と、不動産のメディア価値がどう

なるのだろうかという点だと考えています。

第一に、コト消費に関するテナントは、いかに回転率を上げ、多くのお客さんに入ってもらうかが、事業収支に大きく影響します。そのため、ソーシャルディスタンスによって、定員の半分しか収容できないといった状態になると、とてもではないですけれども、収支が回りません。

第二に、集積に裏付けられた不動産の価値が、ソーシャルディスタンスの定着によって低下する可能性があります。東京の主要な商業エリアの売上に対する賃料を比較すると、銀座と表参道が他の商業エリアより高いことがわかります。つまり、広告としての価値があるので、そういったテナントのニーズが高く、売上に対して賃料が高いエリアであるということです。ただし、今後、人の集積を忌避する傾向が残れば、そういったメディアとしての価値が、剥落してもおかしくないだろうと、思っております。

さらに、賃貸借契約に関する不確実性についても、少しお話したいと思います。法律に基づいた賃貸借契約によって、そのインカム安定性を担保していたものが、コロナ禍における現在の状況のように、ここまで揺らいだことは過去なかったのではないのでしょうか。今回は、特にホテルと商業施設において、この傾向が顕著に表れています。もともとテナントの景気感応度が高く、オペレーショナル性が高いセクターでは、事業リスクを抑えたい不動産投資家に関しては、固定賃料のような賃貸借契約によって、リスクを低減する方策をとるケースがありました。しかし、コロナ禍を経て、もともとの事業リスクに対する評価の必要性が再認識されるのではないのでしょうか。語弊を恐れずに言えば、固定賃料のホテルを取得する場合、コロナ前以上に、その賃料の支払い能力に対する精査が必要になるでしょう。また、今後はそのようなアセットに対しては、リスクプレミアムを乗せてしかるべきといった考えが多くなるのではないのでしょうか。

このように、デジタル化、行動変容、賃貸借契約と、コロナ禍がもたらした三つ不確実性について言及しましたが、今回特に重要なのが、デジタル化による不確実性だと考えています。というのも、今後のニューノーマルを考えると、過去の長期トレンドに沿ったニューノーマルなのかどうか非常に重要だと考えているためです。その観点か

らは、デジタル化による不確実性は過去からのトレンドが加速しただけなので、今後も続く蓋然性が高いと予測しています。一方で、都市化による人の集積や、賃貸借契約のように、これまで時間をかけて培われてきたものや、長いトレンドとして続いてきたものが、本当に今回の一件で、反転するかというと、正直自信がありません。ただし、今後、コロナ禍が長引けば長引くほど、そういった不確実性が顕在化するかもしれないと考えておく必要があります。

また、デジタル化による不確実性が重要な理由として、他の二つ不確実性もデジタル化と密接に結び付いているためです。例えば、コト消費の事業モデルが、ソーシャルディスタンスによって脅かされる可能性があるとして申し上げたのですが、より長期的な視点に立てば、商業施設におけるコト消費の売上が、デジタルなサービスにどんどん浸食される可能性があります。例えば、eスポーツが話題になっておりますけれども、体を動かしてサッカーや野球をするよりも、テレビゲームをする、eスポーツの方が人気が高くなる。またVRが普及すれば、映画館よりも臨場感を持った映画体験を自宅でできる可能性があるわけです。また、広告価値という観点で申し上げても、サイバー空間の重要性が増せば増すほど、デジタル広告の価値が、フィジカルな広告に対して、高まるでしょう。ソーシャルディスタンスが定着する場合には、必然的にデジタルサービスの利用頻度が増えるわけです。

さらに、賃貸借契約とデジタル化も結び付いています。というのも、不動産のデジタル化が進めば進むほど、不動産業のサービス化が進み、足元の賃貸借契約が短期化していくのでしょうか。また、成果性に移っていく未来もあり得るのではないかと、お話ししました。そうすると、不動産は基本的にオペレーショナルアセットになりますので、賃貸借契約によりインカム安定性を担保することがそもそも難しくなってしまう。一部のシェアオフィスではすでに、賃貸借契約ではなくて、フィットネスジムのような、利用契約に基づいたものでされている所もあります。このような傾向は、既に不動産市場において少しずつ出てきているわけです。

最後に申し上げたいのは、不動産テックが注目を集め始めた数年前ぐらいから、不動産のデジタル化については言われてきたものの、それがいよいよ本当にきたのかと思わせたいのが、今回のコロ

ナ危機だということです。マーク・アンドリーセンが2011年にウォール・ストリート・ジャーナルに寄稿したコラム”Why Software is eating the world”において、今後10年で、既存企業とテクノロジーを活用した新勢力の戦いが熾烈になると述べました。先ほど、Amazon Effectが米国のREIT市場からは、2016年ぐらいから顕在化してきたことが言えると示しました。つまり、このコラム5年後ぐらいに、商業施設においてはその戦いが顕在化してきたわけです。コロナ禍においては、今後顕在化するかどうかはしたかどうかは分からないものの、テレワーク vs. オフィスの構図が、オフィス市場において見えるようになりました。つまり、アンドリーセンが示した戦いが、10年経ってようやく、日本の不動産市場の本丸であるオフィスセクターで顕在化するのか、と思わせるようなイベントだったのではないかと考えております。ただし、重要な点は、テクノロジーは、代替的にも、補完的にもなりうるということです。代替的と捉えれば、テクノロジーは不動産の敵となってしまいますので、いかにそれを排するかという流れになってしまいます。一方、補完的なものとして、テクノロジーを使いこなすことで、不動産会社や不動産業、そして不動産を進化させたり、再定義できる可能性を、十二分に持っているものだと考えております。

コロナ禍を受けた不動産会社の対応を見てみると、多くの企業が、このテクノロジーを脅威と捉えながらも、前向きに活用していこうと捉えているように感じています。そのため、今回、不確実性という形で、まだ結論がないことについて、いろいろな可能性を言及しましたが、その帰結は今後の各社の取り組みによって変わってきます。そのため、本日までご参加いただいた皆さんと、不動産市場にとって、どのような形でテクノロジーを活用できるのかと、そういった議論を今後も深めさせていただければと考えております。

以上、長時間お話をさせていただきましたが、ご清聴いただきましてありがとうございました。本日のお話が、皆様にとって、少しでもお役に立てれば幸いです。本当にありがとうございました。