

ニッセイ基礎研究所

不動産市場の最新動向 ～不確実性の高まる世界において～

2020年10月7日
ニッセイ基礎研究所
佐久間 誠

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

自己紹介



佐久間 誠 Sakuma Makoto

ニッセイ基礎研究所 金融研究部 准主任研究員

Tel : (03)3512-1778

Mail : msakuma@nli-research.co.jp

住友信託銀行（現 三井住友信託銀行）、国際石油開発帝石、
ニッセイ基礎研究所、ラサール不動産投資顧問を経て現職。

現在は、不動産・金融市場や不動産テックなどについて分析・情報発信を行う。

活動実績

- | | |
|-------|---|
| 書籍 | <ul style="list-style-type: none">『不動産テックの課題』(部分執筆)東洋経済新報社 2018年6月『マイナス金利下における金融・不動産市場の読み方』(部分執筆)東洋経済新報社 2017年3月 |
| 論文・執筆 | <ul style="list-style-type: none">「不動産市場分析におけるオルタナティブデータの応用可能性(1)～(3)」(不動産投資レポート 2020/9/15～2020/9/30)「不確実性の高まる世界において。不動産投資を再考する(1)～(5)」(不動産投資レポート 2020/5/28～2020/8/17)「WeWorkのビジネスモデルと不動産業への影響の考察」(ニッセイ基礎研所報 2018/7/11)「不動産業へのブロックチェーンの応用可能性～不動産テックの動向とブロックチェーンの応用例～」(研究員の眼 2017/6/8)「東京都心部Aクラスビルのオフィス市況見通し（2018年8月）－オフィス市況のピークアウトは2019年後半に後ずれ」(不動産投資レポート 2018/8/13)「商業施設売上高の長期予測～少子高齢化と電子商取引市場拡大が商業施設売上高に及ぼす影響～」(基礎研レポート 2017/8/31)「資本市場から見た不動産価格に対する金利上昇インパクト」(基礎研レポート 2016/8/29) |

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

1.不確実性の高まる世界

2.新型コロナの不動産市場への影響

3.新型コロナによる不確実性と長期的な影響

“I had never seen a true tail-risk event until 2001. Since then, I’ve seen several: 9/11, Hurricane Katrina, the Global Financial Crisis, Fukushima earthquake and Nuclear Disaster, BP Oil Spill ... from the front seat of the car. And now, the coronavirus.”

2001年までブラック・スワンに遭遇したことがなかった。
それ以降は、アメリカ同時多発テロ、ハリケーン・カトリーナ、世界金融危機、東日本大震災、メキシコ湾原油流出事故、そして今回の新型コロナウイルスなど、最前線で見舞われてきた。

ジェフ・イメルト
米ゼネラル・エレクトリック元CEO

世界金融危機の後、不確実性の水準が上方シフト？



グローバル政策不確実性指数の推移



(出所) Davis, Steven J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty," *Macroeconomic Review*, October.
<https://www.policyuncertainty.com/index.html>

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

不確実性の概念 計量可能なリスクと計量不能な不確実性



- 米経済学者フランク・ナイトが「リスク」と「不確実性」を明確に定義（1921年）
- ナシーム・ニコラス・タレブの「ブラック・スワン」(2007年)、ミシェル・ウッカーの「グレー・リノ」(2013年)も有名



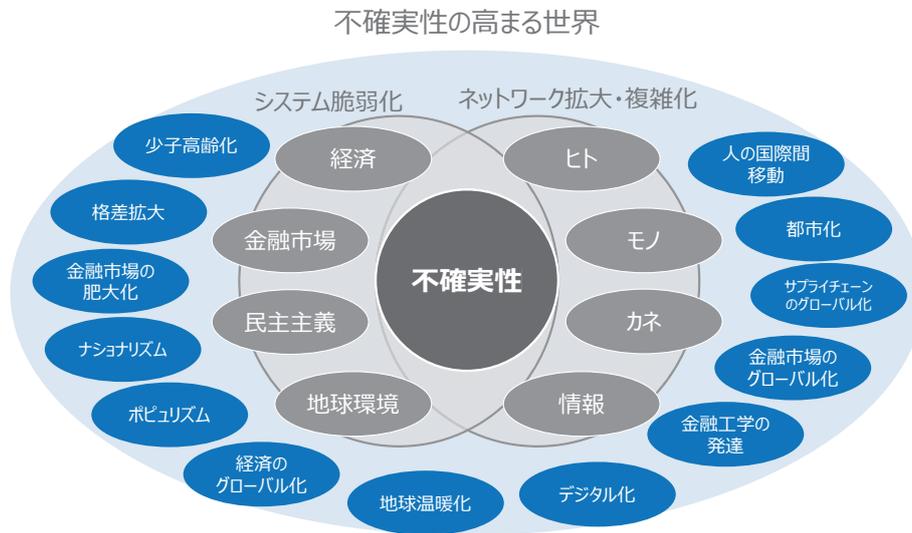
(出所) ニッセイ基礎研究所

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

資本主義の成熟化に伴う世界の不確実性の高まり



- 世界の不確実性は、(1) 脆弱化したシステム、(2) ネットワークの拡大・複雑化、によって高まっている

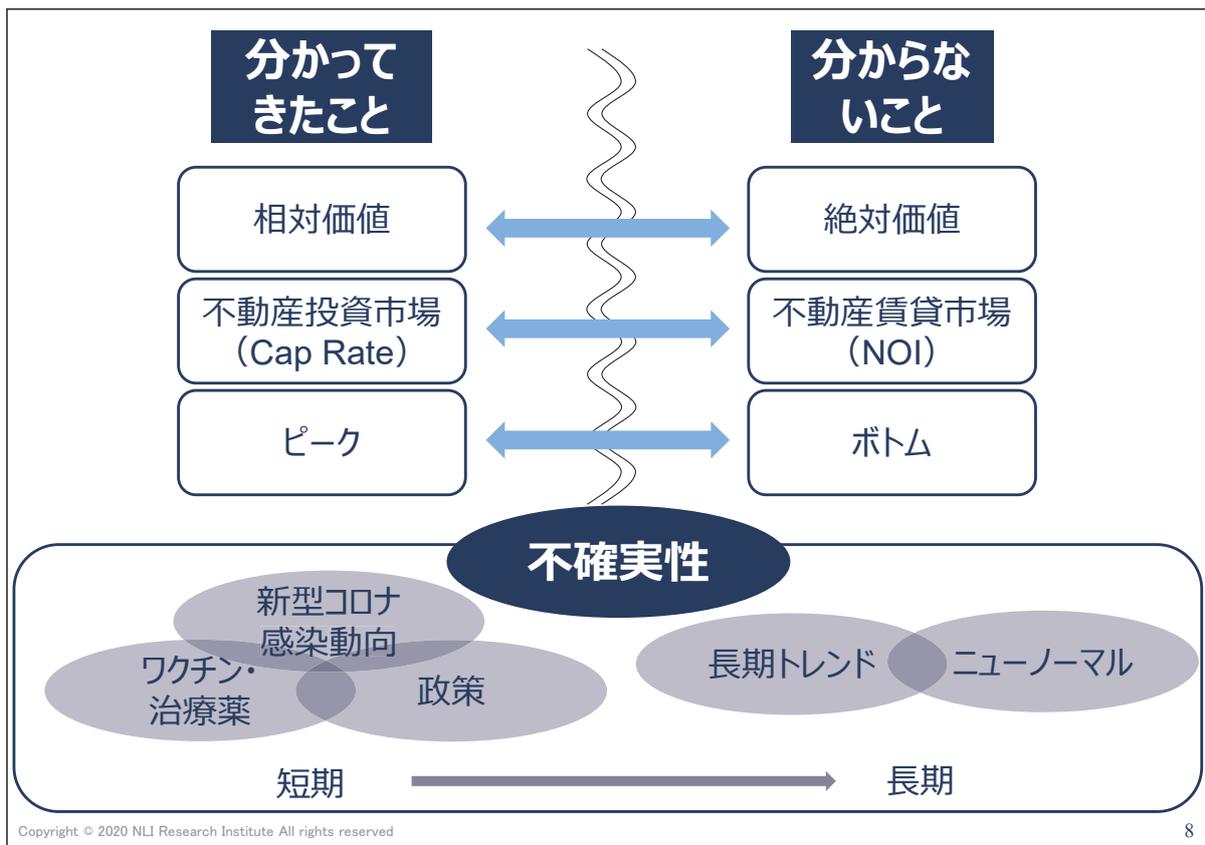


(出所) ニッセイ基礎研究所作成
Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

1. 不確実性の高まる世界

2. 新型コロナの不動産市場への影響

3. 新型コロナによる不確実性と長期的な影響



危機の特徴：世界金融危機 vs. 新型コロナの「大封鎖」



RESEARCH

- 新型コロナによる今回の危機は、2007年以降の世界金融危機と比較されることが多い。双方とも経済と社会に未曾有のインパクトをもたらし、100年に一度の危機と言われる
- 1. 世界金融危機では「カネの流動性危機」、今回の危機は「ヒトの流動性危機」
- 2. 今回は危機対応のスピード感が早い → コロナバブル

不動産賃貸市場・投資市場への世界金融危機と大封鎖の影響

← 世界金融危機 (カネの流れ停止) ← 金融機関の過剰なリスクテイク

新型コロナウイルス → 大封鎖 (ヒトの流れ停止) →

(出所) ニッセイ基礎研究所作成

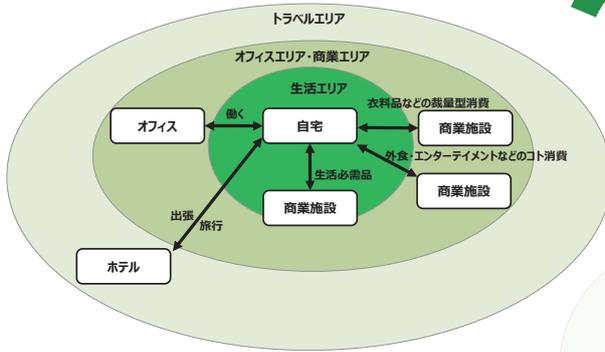
Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved 9

ヒトの流動性危機である大封鎖 ヒトの流れの停止 = 自宅に籠る + デジタル活用

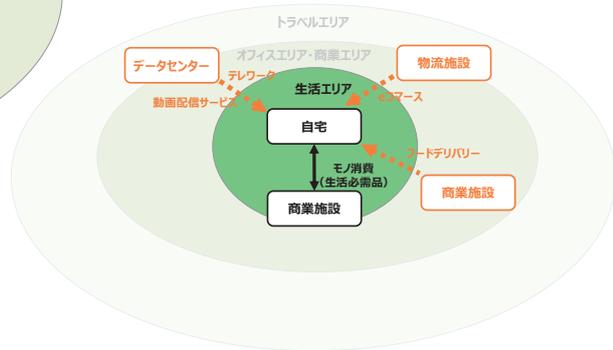


- 今回のパンデミックでは、多くの人が出外を自粛し「自宅に籠る」ことになった。デジタル技術を活用することで、生活やビジネスを何とか継続し、エリアをまたがるヒトの移動は急減した。

新型コロナ前のオフィスワーカーの行動イメージ



社会的隔離政策下のオフィスワーカーの行動イメージ



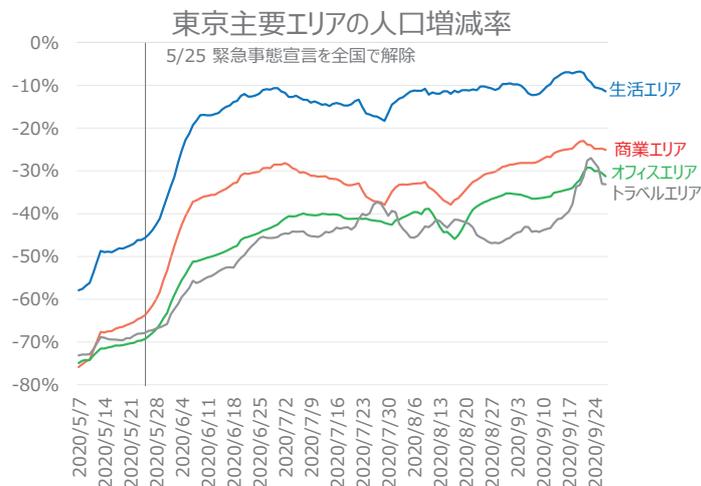
(出所) ニッセイ基礎研究所作成

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

生活エリアの人出が戻りつつあるが、商業・オフィスは戻りが鈍い



- 全国で緊急事態宣言が解除された5月25日以降は徐々に人出が戻る
- 生活エリアは人出が概ね回復も、オフィスエリアは回復傾向も依然として3~4割減



(注) 前年同期比の1週間移動平均。生活エリアは立川駅、商業エリアは渋谷センター街、新宿駅、銀座の平均、オフィスエリアは霞が関、東京駅南、東京駅、大手町、品川駅、丸の内内の平均、トラベルエリアは羽田空港 第1ターミナル、羽田空港 第2ターミナルの平均。

(出所) NTTドコモのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

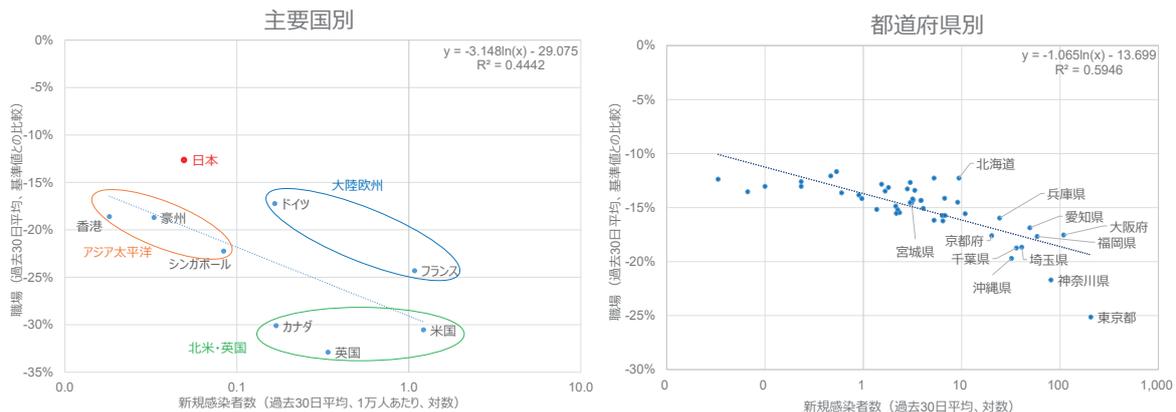
Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

オフィス市況の長期的な見通しを左右するオフィス出社率



- 日本のオフィス出社率は主要先進国と比較して高く、低いコロナ感染リスクに加えて、日本の固有要因の影響も
- 東京都は高い感染リスクと比較しても他の地域より外出自粛傾向が強い
- コロナ感染リスクに対するオフィス出社率の感応度が低下している

オフィス出社率と新型コロナウイルスの新規感染者数の関係



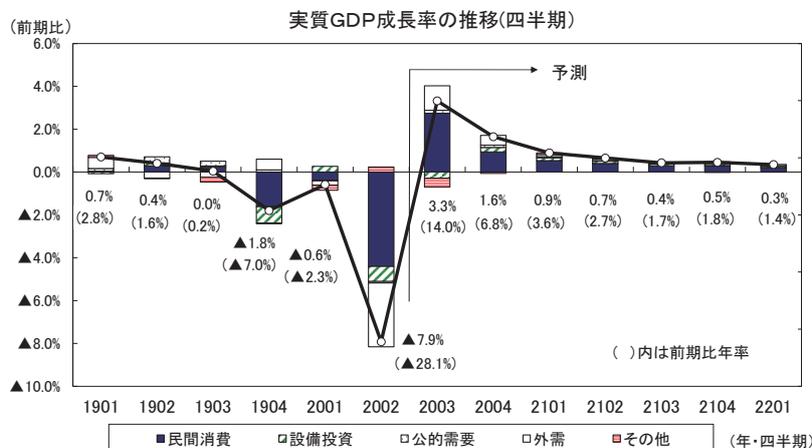
(注) 流動人口は、2020年1月3日～2月6日の曜日別中央値からの訪問者数の変化率。
2020年9月19日時点
(出所) Google、ジョンス・ホプキンス大学のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

(注) 流動人口は、2020年1月3日～2月6日の曜日別中央値からの訪問者数の変化率。
2020年9月11日時点
(出所) 東洋経済オンライン「新型コロナウイルス 国内感染の状況」(制作：荻原和樹)、
Googleのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

2020年Q2の実質GDPは過去最大のマイナス成長



- 実質GDP成長率は2020年度が▲5.8%、2021年度が3.6%と予想
- 生産・輸出・消費などの主要経済指標は2020年5月に底打ちも、今後の回復ペースは緩慢なものにとまりそう

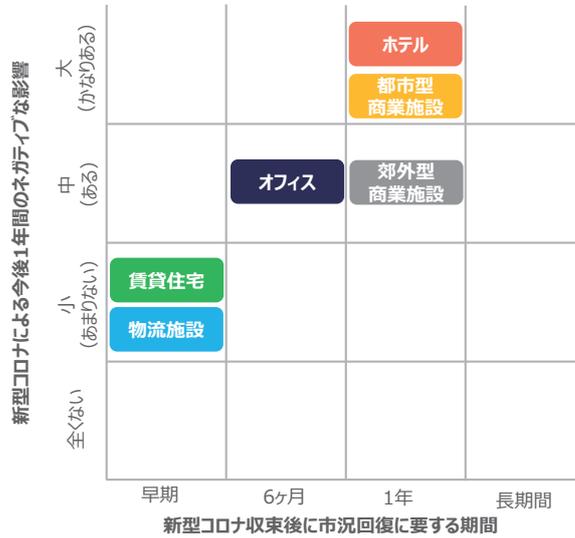


(出所) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」(2次)を基にニッセイ基礎研究所が作成(2020年9月)

新型コロナの影響は、 ホテル> 商業施設> オフィス> 住宅> 物流施設、の順に大きい



新型コロナの不動産市況への影響に関する市場関係者の見通し



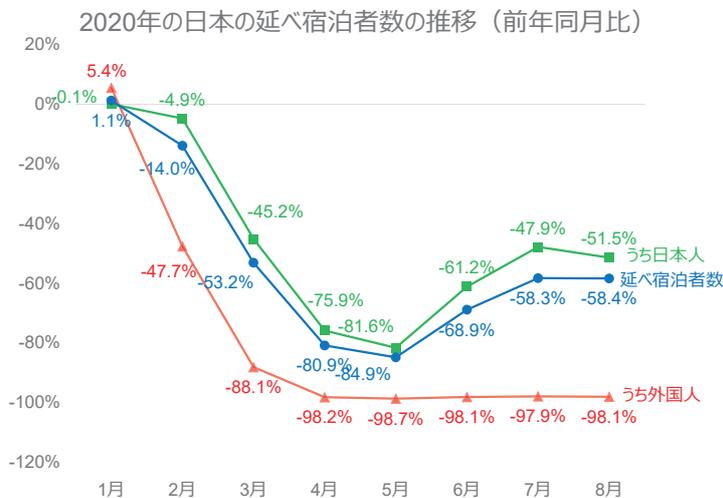
(出所) 日本不動産研究所 (2020) 「第42回不動産投資家調査 (2020年4月現在) 特別アンケート (I)」をもとにニッセイ基礎研究所作成

ホテル

インバウンド需要消失と国内の移動自粛により壊滅的な状況



- 新型コロナの感染者数は1月に中国で急増した後、2月以降は韓国やイタリアなどにも波及し、グローバルに拡大。入国規制が厳格化され、国内でも県をまたいだ移動の自粛が要請
- 新型コロナウイルス感染拡大の終息の見通しは立たず、予断を許さない状況が続いている



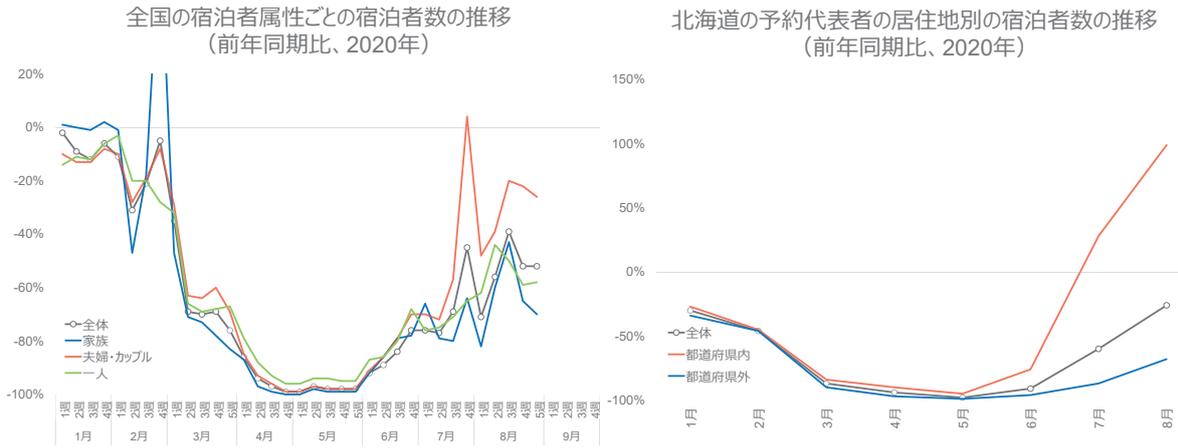
(出所) 観光庁のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

ホテル

緩やかな回復のなかでセグメント毎に明暗



- 新規感染者数の少ない都道府県において、①夫婦・カップルや一人の少人数、②都道府県内の近距離、③高額帯、のセグメントがGo To トラベルの恩恵を受けて宿泊者数がやや回復



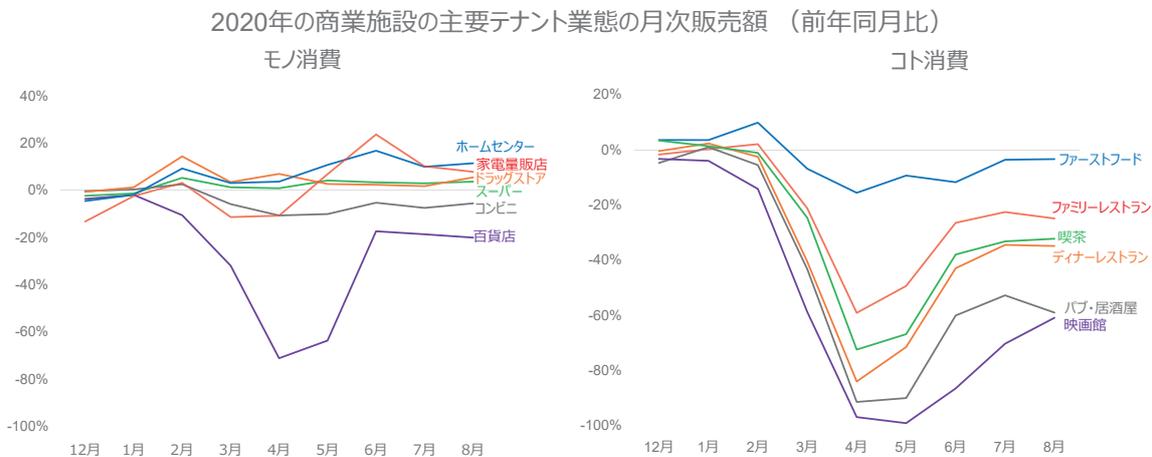
(注) 左図の宿泊属性には他にも、女性グループ、男性グループ、男女グループの分類がある。
 (出所) V-RESASにおける観光予約プラットフォーム推進協議会のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成
 Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

商業施設

営業自粛や施設休館などの影響もあり深刻なダメージ



- 巣ごもり消費が堅調で、生活必需品は底堅いが、オフィス周辺の店舗や衣料品などは不調
- 持ち帰り需要を捉えたファーストフードが健闘しているものの、それ以外の業態は3密の回避が求められるなか、甚大なダメージ



(注) スーパー・コンビニ・百貨店は既存店ベース、ホームセンター・家電量販店・ドラッグストアは全店ベースから店舗数変化率を差し引いた、コト消費は全店ベース
 (出所) 経済産業省、日本フランチャイズチェーン協会、日本フードサービス協会、東宝株式会社をもとにニッセイ基礎研究所作成

オフィス 賃料は企業の売上高と連動する傾向

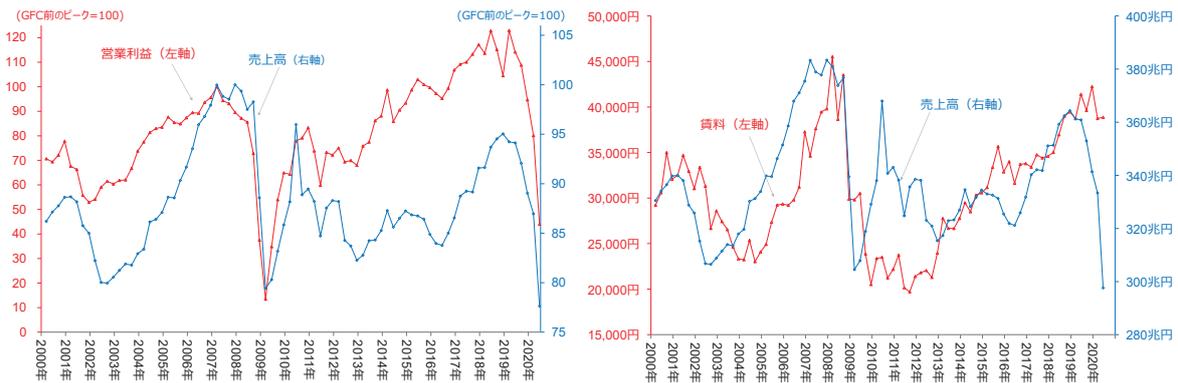


- 「ファンドバブル時」の企業収益の伸びは売上高の増加が牽引
- 「アベノミクス」における収益改善はコスト抑制が主因 → オフィス賃料の上昇は緩やかに

売上高 vs. 東京都心部Aクラスビル賃料

売上高 vs. 営業利益

売上高 vs. 賃料



(出所) 財務省、三幸エステート・ニッセイ基礎研究所のデータを基にニッセイ基礎研究所作成
Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

オフィス 企業の売上高は非製造業を中心に悪化

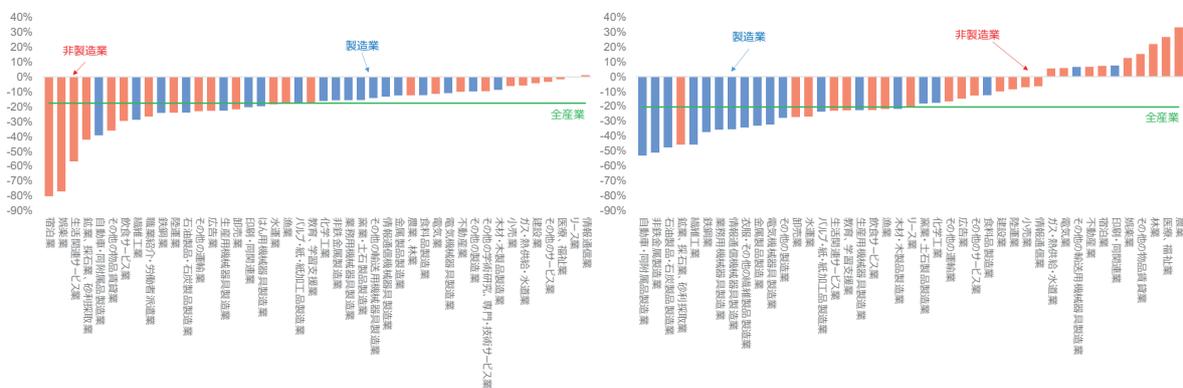


- 2020年4-6月期の全産業の売上高は▲17.7%と、世界金融危機後である2009年1-3月期の▲20.8%以来の水準

企業の売上高（前年同期比）

2020年4-6月期

2009年1-3月期



(出所) 財務省のデータを基にニッセイ基礎研究所作成
Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

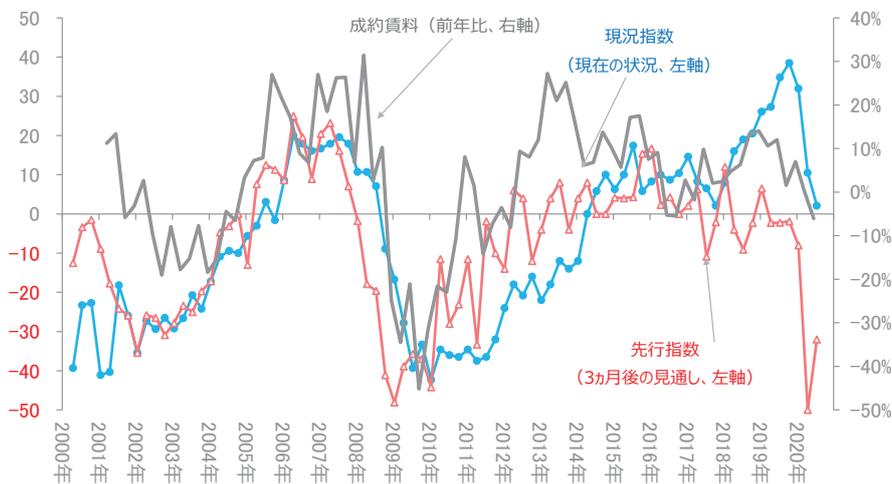
オフィス

好調を維持してきたオフィス市場も悪化に転じる



- ビル賃貸業者の景況感はオフィス市場の悪化を示唆

不動産業況指数(ビル賃貸業) vs. 東京都心部Aクラスビル賃料



(出所) 土地総合研究所、三幸エステート・ニッセイ基礎研究所のデータを基にニッセイ基礎研究所作成

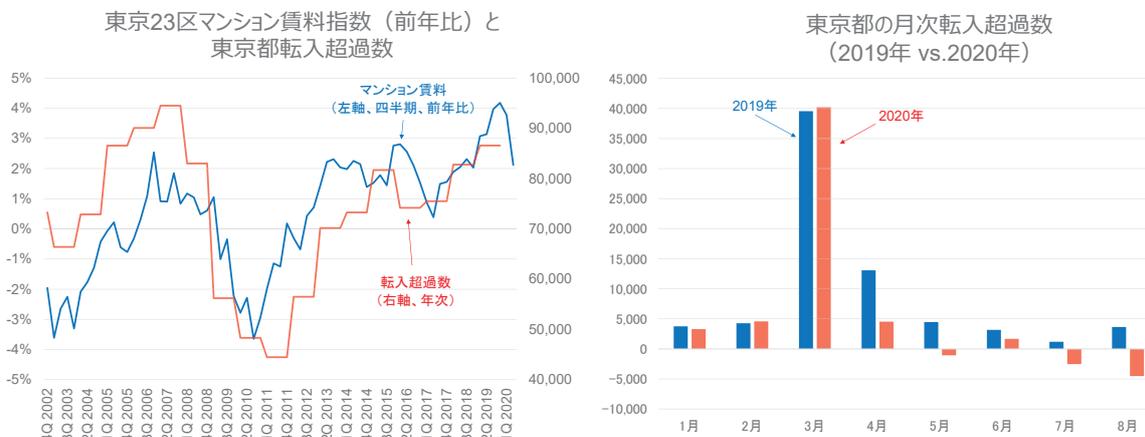
賃貸住宅

賃貸住宅は相対的に堅調だが、楽観はできず



- コロナ禍により入退去が滞るなどの影響はあるものの、ディフェンシブなセクターとしての評価は変わらず
- 堅調な賃貸住宅市況を後押ししてきた都心部への人口流入が鈍化傾向に

東京のマンション賃料と転入超過数



(注) 左図のマンション賃料は四半期、転入超過数は年次データ。
(出所) 総務省統計局、三井住友トラスト基礎研究所・アットホームをもとにニッセイ基礎研究所作成

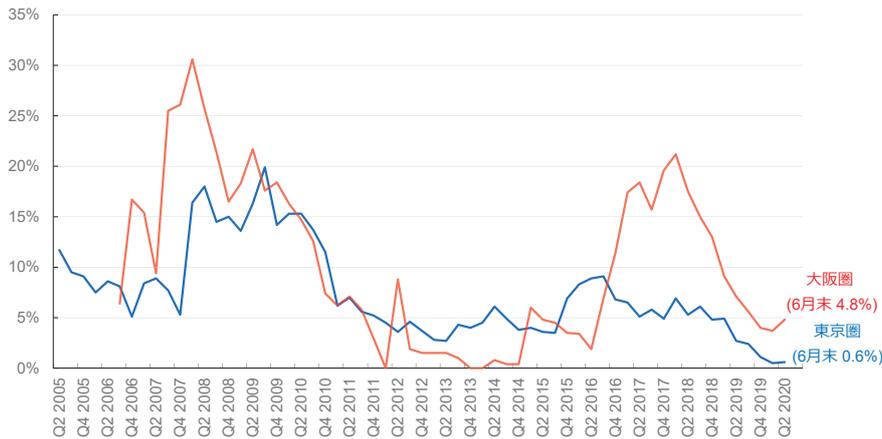
物流施設

eコマースの需要拡大による追い風が期待され堅調に推移



- コロナ後も堅調なテナント需要が継続。東京圏の空室率は過去最低水準で推移するなど、大型テナントが需要を牽引し、3000坪以上の空室を抱えた物件は首都圏全体で2棟のみ
- 景気低迷が長期化すれば、消費や生産が減少することで、その影響は避けられない

大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所) CBREのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

不動産投資市場

各国中銀の緩和策によるカネ余りが不動産価格を下支え



- 商業用不動産のキャップレートは横ばいで推移しており、GFCとは様相が異なる
- 金利低下を背景にイールドスプレッドが拡大。金利低下余地が少ない日本や欧州は概ね横ばい

主要各国のキャップレートとイールドスプレッド



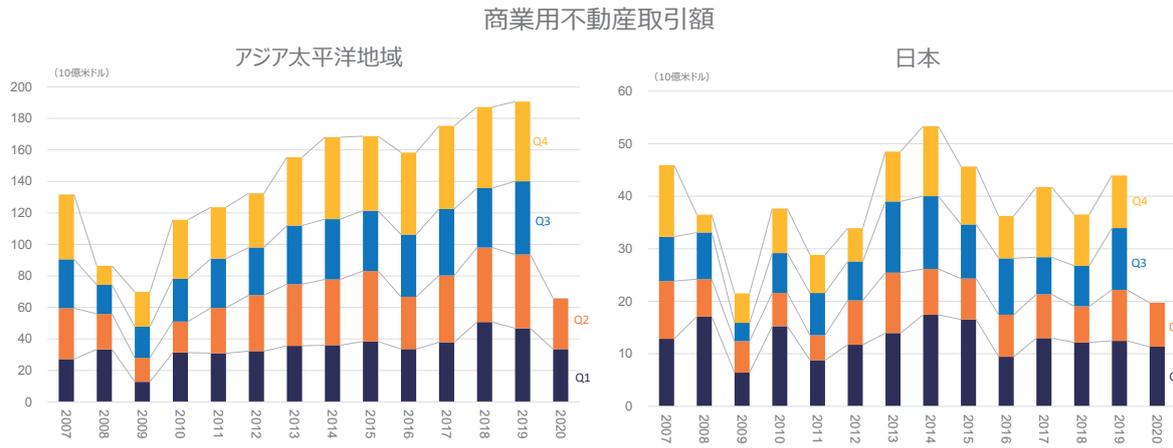
(注) 5百万米ドル以上のオフィス、商業施設、物流施設の取引データをもとにヘドニック法により算出
(出所) Real Capital Analyticsをもとにニッセイ基礎研究所作成

不動産投資市場

コロナ禍の影響は日本の不動産取引に波及も相対的に限定



- 2020年Q2の商業用不動産取引額はAPACで▲31%と急減したものの、日本は▲14%と限定される



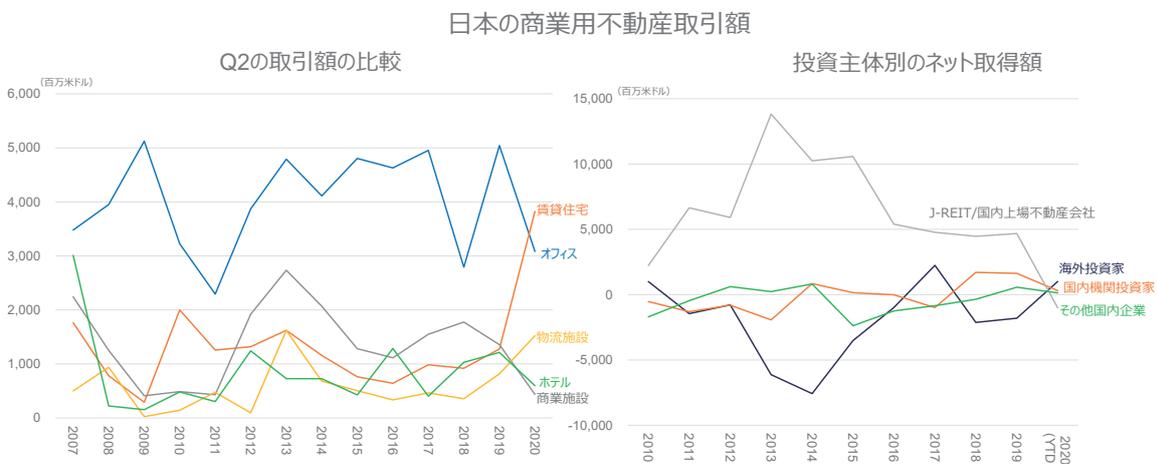
(注) 10百万米ドル以上のオフィス、賃貸住宅、商業施設、物流施設、ホテルの取引データを集計
(出所) Real Capital Analyticsをもとにニッセイ基礎研究所作成

不動産投資市場

海外投資家が不動産取引を牽引、賃貸住宅と物流施設が堅調



- 2020年Q2からコロナ禍の影響が不動産取引に波及
- ディフェンシブな賃貸住宅と物流施設が堅調な一方、ホテルと商業施設は大幅減



(注) 10百万米ドル以上の取引データを集計
(出所) Real Capital Analyticsをもとにニッセイ基礎研究所作成

1.不確実性の高まる世界

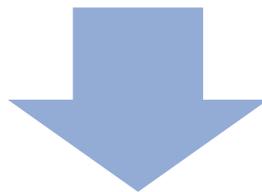
2.新型コロナの不動産市場への影響

3.新型コロナによる不確実性と長期的な影響

新型コロナがもたらした3つの不確実性



新型コロナ・パンデミック



デジタル化

賃貸借
契約

行動
変容

デジタル化による不確実性(1) オフィス市場でデジタル化による不確実性が顕在化するか？



- デジタル化による不確実性 = デジタル技術が不動産市場に創造的破壊
- 新型コロナによりAmazon Effect（商業施設のデジタル化による脅威）が加速、コト消費に及ぶ可能性。Teams Effect/Zoom Effect(オフィスのデジタル化による脅威)が顕在化するか？



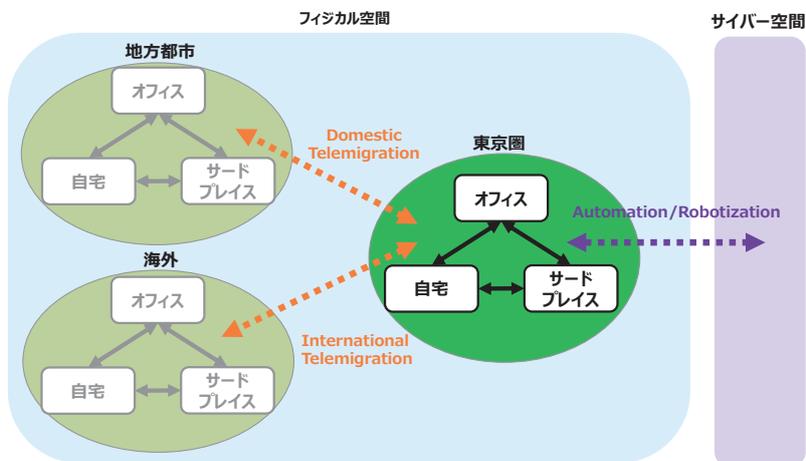
(注) 物流施設は同サブセクターを含む産業セクターの指数
(出所) Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

デジタル化による不確実性(2) オフィス市場への影響に関する長期的な論点の提起



- デジタル化がオフィス市場に与える影響は、①テレワークによるオフィス出勤率の低下、②地方都市からのテレワーク（Domestic Telemigration）、③海外へのアウトソース（International Telemigration）、④サイバー空間へのアウトソース（Automation/Robotization）

デジタル化がオフィス市場へ与える影響のイメージ



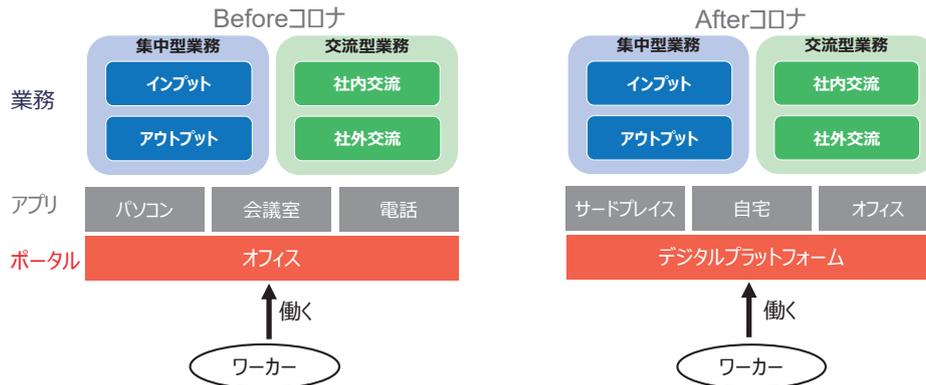
(注) 「Telemigration」は高等国際問題・開発研究所のリチャード・ボールドウィン教授が提唱した概念
(出所) ニッセイ基礎研究所作成

デジタル化による不確実性(3) テレワーク拡大により仕事のポータルが代わるか？



- ポータルとは大きな建物の玄関を意味する (e.g. ポータルサイト)
- 「仕事のポータル」としての役割をオフィスが担い続けることができるかが重要
- デジタル化による不確実性が短期的に顕在化する恐れは限定的
- テレワークに短期的に対抗する手段として、サテライトオフィスやオフィス・ネットワークの提供

Before vs. Afterコロナにおける仕事のポータル



(出所) ニッセイ基礎研究所作成

デジタル化による不確実性(4) 不動産プラットフォーム誕生への期待



- これまで技術進歩により、サイバー空間の範囲や接点（インターフェース）が変化してきた。その変化のタイミングに、新しいプラットフォームが生まれ、IT業界の勢力図が塗り替えられてきた
- 現在注目されている技術が進歩すれば、サイバー空間の範囲やインターフェースが変わる可能性があり、新たなプラットフォームが生まれることが期待される

デジタル技術の進歩とプラットフォームの誕生

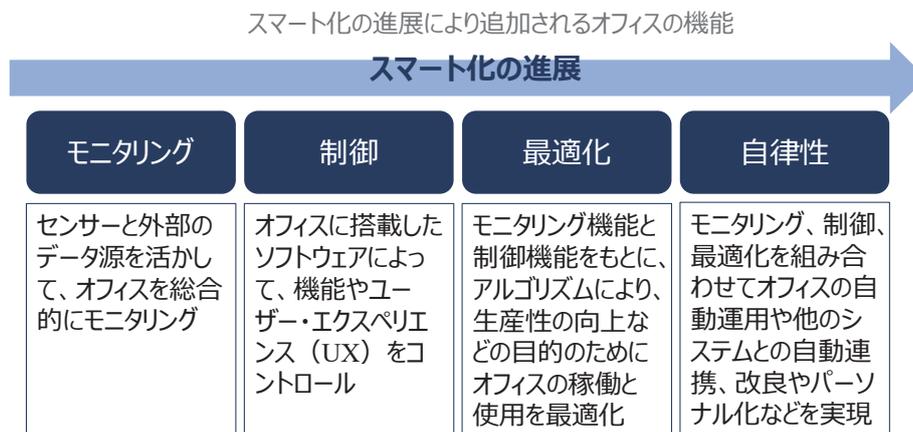


(出所) ニッセイ基礎研究所作成

デジタル化による不確実性(5) オフィスのスマート化がオフィスをどのように再定義し得るのか？



- スマート化の進行により顧客と継続的に対話するための基盤を手に入れることができる
- 製品はそれ自体が目的ではなく、顧客に価値を届ける手段になり、サービス化が進む



(出所) Porter, Michael E・Heppelmann, James E (2014) "How Smart, Connected Products Are Transforming Competition", HBR, November 2014, (邦訳4「接続機能を持つスマート製品」が変えるIoT時代の競争戦略), 有賀裕子訳, ダイヤモンド社『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』, 2015年4月号) をもとにニッセイ基礎研究所作成

デジタル化による不確実性 (6) オフィスのオペレーティングアセット化の進行



- オフィスのスマート化によりオフィスのオペレーショナル・アセット化が進めば、賃貸借契約ではなく、コワーキングスペースなどで見られるような利用契約とするケースが増える可能性
- 「1人あたり面積」→「利用量あたり料金」→「利用価値に対する対価」とオフィスを捉える尺度が変わる？
- 米WeWorkや印OYOの教訓は不動産業をサービス化する難しさを示唆

オフィスのスマート化によるビジネスモデルのサービス化

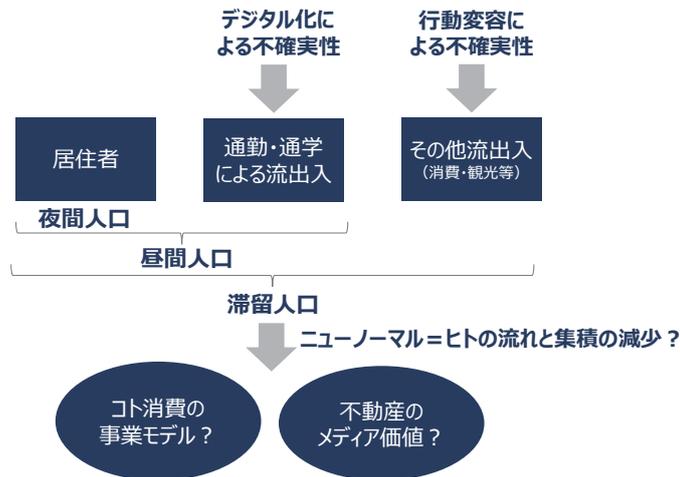


行動変容による不確実性(1) ヒトの流動性と集積低下の影響



- 商業施設は商圈における滞留人口が重要
- 「デジタル化による不確実性」と「行動変容による不確実性」が滞留人口に影響

ニューノーマルにおける滞留人口減少の影響



(出所) ニッセイ基礎研究所作成

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

34

行動変容による不確実性(2) 商業施設におけるコト消費テナントの収益性が悪化？



- コト消費とは「魅力的なサービスや空間設計等によりデザインされた「時間」を顧客が消費すること」(経済産業省(2015)「平成27年度地域経済産業活性化対策調査報告書」)
- テナントは収容人数を増やすこと、回転率を上げることが、収益性を高めるために重要
- 対人距離の確保がニューノーマルとして定着すれば、多くのテナントが採算割れとなり、ビジネスモデルの再構築を迫られる

新型コロナウイルス感染拡大予防ガイドラインにおけるソーシャルディスタンス

飲食店	テーブルは、飛沫感染予防のためにパーティションで区切るか、できるだけ2m(最低1m)以上の間隔を空けて横並びで座れるように配置を工夫し、カウンター席は密着しないように適度なスペースを空ける。
映画館	十分な座席の間隔の確保(前後左右を空けた席配置、距離を置くことと同等の効果を有する措置等)に努める。
学習塾	教室等における塾生同士及び講師との間隔を1~2m確保する。
ジム	対人距離の確保(最低2m四方を確保。施設の設備・構造や利用者の状況と他の対策も踏まえ、余裕をもった距離を確保することが望ましい。)

(出所) 一般社団法人日本フードサービス協会・一般社団法人全国生活衛生同業組合中央会「外食業の事業継続のためのガイドライン」(2020年5月14日)、全国興行生活衛生同業組合連合会「映画館における新型コロナウイルス感染拡大予防ガイドライン」(2020年5月14日)、公益社団法人全国学習塾協会「学習塾事業者における新型コロナウイルス感染症対策ガイドライン第3版」(2020年5月14日)、一般社団法人日本フィットネス産業協会「FIA フィットネス関連施設における新型コロナウイルス感染拡大対応ガイドライン」(2020年5月25日)をもとにニッセイ基礎研究所作成

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

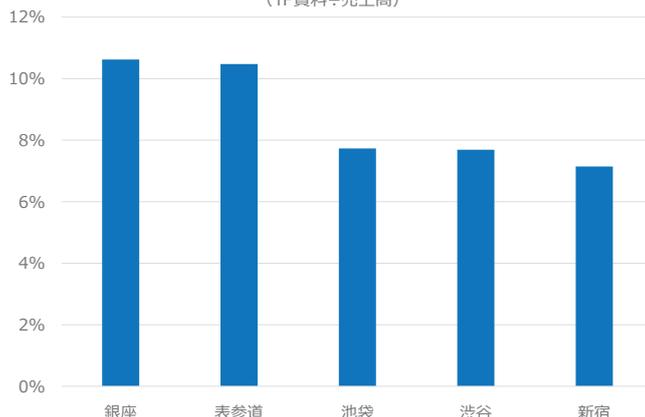
35

行動変容による不確実性(3) メディアとしての不動産の価値が低下する？



- 銀座や表参道などのハイストリートの商業施設では、店舗自体を街行く人に対する広告としてとらえ、売上による賃料負担力に対して高い賃料となっている
- ヒトの流れや集積の度合いを一つの重要な価値評価軸としてきた不動産、特に都心の商業地に所在する不動産の価値の再評価を迫られる可能性

東京主要商業エリアの相対賃料
(1F賃料÷売上高)



(注) 各エリアの1F賃料をエリア全体の売り場面積当たりの商品販売額で除した
(出所) 日本不動産研究所、東京都をもとにニッセイ基礎研究所作成

賃貸借契約の不確実性 今後、不確実性が高いセクターでリスクプレミアムが上乘せされるか？



- 賃貸借契約は不動産収益の安定性を担保してきた。しかし、今回のパンデミックでは、賃料支払いに窮するテナントが続出し、賃料の減免や引き下げ、支払い猶予など実施
- セクター別でみた場合、賃貸借契約の不確実性は、景気感応度とオペレーショナル性に依存
- デジタル化の不確実性が顕在化した場合は、そもそも契約による安定性の担保が困難になる可能性

不動産セクター別の賃貸借契約の不確実性



(出所) ニッセイ基礎研究所作成

“Why Software is eating the world (ソフトウェアが世界を飲み込む理由)”

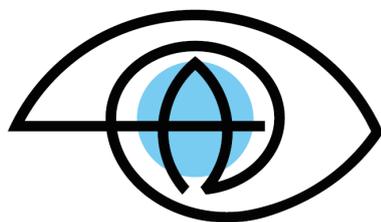
2011年に次の10年で既存企業とテクノロジーを活用した
新勢力の戦いが熾烈になると予想

マーク・アンドリーセン

(出所) Marc Andreessen (2011), “Why Software Is Eating The World”, The Wall Street Journal (2011年8月20日)
<https://www.wsj.com/articles/SB10001424053111903480904576512250915629460>

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

38



佐久間 誠

Tel : (03)3512-1778

Mail : msakuma@nli-research.co.jp

変わる時代の確かな視点

Copyright © 2020 NLI Research Institute All rights reserved

39