

投資のタイミング

2

急変不動産

空室増のオフィスに試練 マンションは買い控え

新型コロナウイルスの悪影響が出ている不動産市場だが、回復シナリオが見えてくれば再び投資妙味が出てくる。

鈴木 英晃

（クック・アンド・ウェイクファイ
ールド・ヘッド・オブ・リサーチ、ジャパン）



大阪では商業施設の賃料が下落（コロナショック前のミナミの戎橋ビル前）

オフィス

東京のオフィスビル市況は新型コロナウイルス感染拡大の影響で、年内にピークアウトする可能性があるとみる。全都道府県で外出制限や在宅ワークへの要請が広がり、経済活動への影響が懸念され始めているためだ。

テナント企業の多くは、すでに支出削減と人員拡充計画の凍結を決定し、移転計画や内覧の取りやめが広がっている。コワーキングやサテライトオフィスなど短期リース契約は即座に影響を受けた。そのため、リーシング（賃貸）活動が大きく減速している。

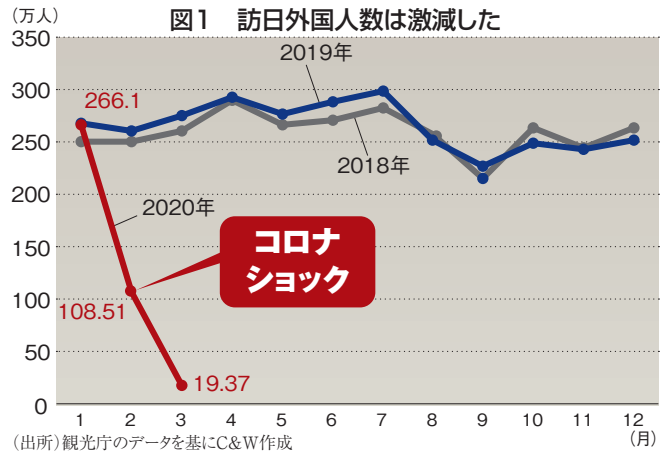
2018～20年に懸念された新築オフィス大量供給は、テナント企業関連の移転・拡張やコワーキング企業出店競争などに下支えされた。その結果、新築オフィスは8～9割の竣工前内定率を持つ市場に供給されてきた。一方でそれら新規供給ビルへ移転するテナント企業がもたらす「待機2次空室」ベースで見ると、空室率は既に3%超と上昇基調であった。

21年はこうしたオフィスビルの2次空室が増える可能性が高いだろう。現況の空室率が2%以下の状態では即座の影響は出づらいため、すでにレントフリー期間（入居後一定期間は家賃が発生しないこと）を長く設けることによって

移転企業の意思決定を後押しするなど実質賃料ベースで下落したビルも出てきた。

オフィスに人が戻っても、テレワークの導入そしてオフィス規模・人員採用計画の見直しが始まる。ウィルス拡大前の好景気が戻ることは考えにくく、賃料はピークアウトす

図1 訪日外国人数は激減した



に路面店商業市場をけん引してきた。特に「訪日客需要」店舗が、過去数年

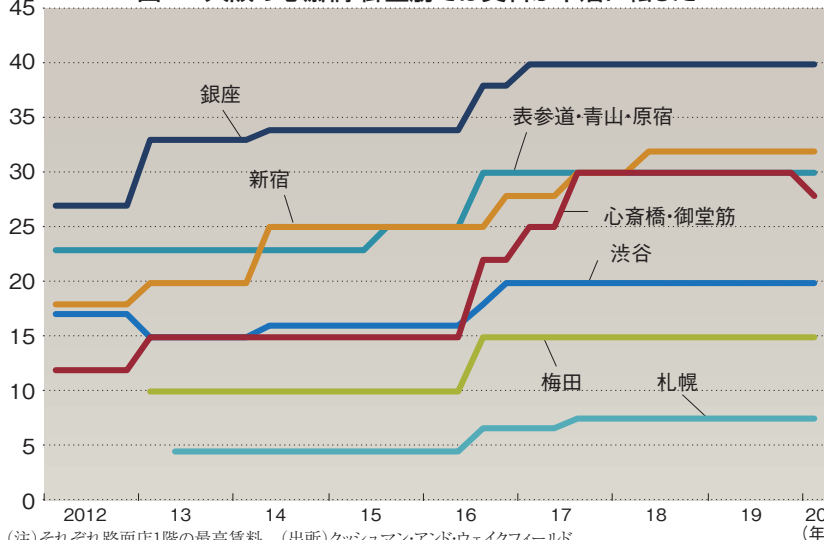
る見通しだ。
東京都心5区（千代田、中央、港、新宿、渋谷）にある大型・築浅の「グレードAオフィス」の空室率も1・6%（当社調査、3月時点）と歴史的な低さだが、今後はテレワークなどの拡大で反転上昇していくことが見込まれる。

商業施設

新型コロナウイルス感染症ではインバウンド関連産業が深刻な被害を受けた（図1）。商業施設などリテール（一般消費者向け）不動産市場でも、テナントの売り上げ減で大打撃を受けている。主要な路面店市場では賃料の下落が見込まれる。典型は大阪の御堂筋・心齋橋マーケット。ドラッグストアを中心とした「訪日客需要」店舗が、過去数年

特集 | コロナ経済

図2 大阪の心斎橋・御堂筋では賃料が下落に転じた



(注)それぞれ路面店1階の最高賃料 (出所)クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

施設の最高賃料（1階）は15年の15万円（月・坪）からわずかに数年で倍増し、17年以降、前四半期（19年10～12月）まで30万円と伸長していた。ところが「訪日客需要」店舗のニーズが冷え込み、20年1～3月期の賃料はすでに28万円に下落（図2）。今後もドラッグストア需要の回復は見込めないため賃料下落を見込む。

一方で物流施設は好調である。外出自粛の動きに合わせて通信販

売などEコマース（電子商取引）の普及が高まり、店舗の需要が押し上げられており今後も投資は加速する見込みだ。

マンション

近年、共同住宅投資（マンションへの投資）も機関投資家の間で人気となってきた。経済不況下でも住居を必要とすることからディフェンシブ性が高いのはリーマン・ショック時に確認された。

機関投資家の間では、不動産市場は世界的に「サイクル後期（下落から上昇に転じる時期）」にあるとの認識がある。投資家の対象とする大型資産の価格水準はすでに高止まりしているため、これ以上の価格上昇を見込むことは難しいが、投資意欲は引き続き維持される見込みだ。

一方で個人投資家向けの区分所有マンション市場は買い控えが進む見通しだ。

ホテル

都内高級ホテルであるザ・ペニンシユラ東京などの高級ホテルチェーンは、3月下旬から営業自粛を余儀なくされた。

観光庁の宿泊旅行統計調査によると、2月のシティホテルの稼働率は60・2%（速報値）まで落ちた。3月の訪日客数は前年同期比93%減（同）となった。宿泊施設の建築着工総延床面積が11年から18年にかけて5倍以上に増加しており供給が過多になっていただけに、最も影響が大きな不動産セクターとなった。

ホテルの売り上げに連動する変動賃料を導入している部分を除き、ホテル不動産の大部分は固定賃料ベースとなつてはいるが、借り主であるホテル運営会社からの賃料猶予や減額交渉も始まっている。機関投資家の中にはDSCR（借り入れ償還余裕率）が一定の水準を満たせず売却を余儀なくされる懸念も出ている。これは不動産から得られる収益と借入金の比率で、金融機関が融資の可否を判断する基準の一つとされる。収益が落ち込むホテルは今後、銀行からの要請でホテルを売却して現金化していく動きも予見される。

暴落の可能性は低い

不動産市場全体に不透明感が高まっているが、こうした状況を好機と見る不動産投資家は多い。アベノミクス以降、不動産の価格は右肩上がりに伸びてきており、不動産市場全体を通して価格の高止まりが続いていた。今回は金融システムが機能していることから、機関投資家も投資の正当性（価格の下落と回復シナリオ）さえつかめれば、物件の購入が可能である。

東京五輪延期で回復シナリオの確度が高まり、長期投資家層が受け皿として機能しやすい環境にもなつてきた。金融危機時に見られたファイアセール（大規模な売り）のように著しく低い価格での取引を余儀なくされることも当時ほど多くはないだろう。言い換えると、長期投資家がこの環境下でも投資を継続していく重要性は増しているともいえるだろう。