

2020年8月4日

コロナショックで不動産市場の暴落はあるか — 節目を迎えたが超低金利の底上げは続く

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

不動産市場は暴落するのか

今日、日本の不動産市場への関心が高まっている。過去数年にわたり、不動産市場では過熱への懸念も根強く、マスコミ論調では幾度となく暴落不安の見出しが躍っていた。マスコミ的にも暴落を煽った方が、読者の関心を引きやすいようだ。しかも、今年はコロナショックでの未曾有の不況であるだけに、今度こそ、大暴落との見方は強い。多くの市場参加者にとっても不動産に関する関心が高いことを示すものだ。

筆者は過去数年にわたり、暴落論に対して、不動産相場は「9回の裏」とした状況が「延長戦入り」・「再試合」になったと述べてきた。さすがに2019年以降は景気動向も節目を迎え、株式市場同様に、不動産市場もピークを付けたと考えてきた。ただし現在は、景気認識がコロナショックで一段と下方屈折したものの、マイナス金利も含めた異例な金融緩和で相場が底上げされた状況は続くと考えている。不動産市場は、同じく資産市場である株式市場と関連が深い。株式市場はコロナショックに伴い年初から3月にかけては大暴落となったが、その後、4月以降は大幅な戻しが生じた。不動産市場もREIT市場をはじめ2・3月には大幅な下落圧力がかかったものの、4月以降は不動産の実勢価格は相応に戻す状況にあると考えられる。

資産価格の価格形成を勘案すれば、不動産価格は収益還元の見え方から以下になる。

不動産価格の収益還元の考え方

価格 = 賃料 ÷ キャップレート

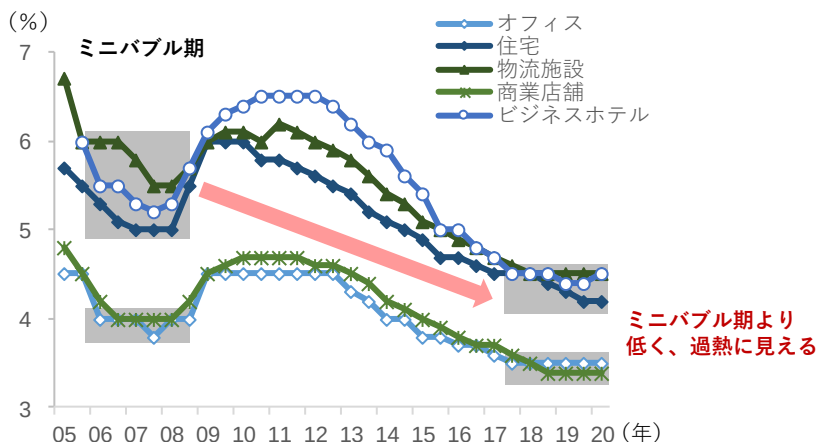
キャップレート = リスクフリーレート + リスクプレミアム

■不動産市場はピークを迎えたものの、金融緩和により底上げ状態が継続しやすい

■ キャップレートの観点では不動産には過熱感も

下図は、タイプ別のキャップレートの推移である。2007年頃のミニバブル期と比べ、現状のキャップレートは明らかに低く、不動産関係者からみて不動産市況は過熱に映ってきた。

タイプ別キャップレートの推移

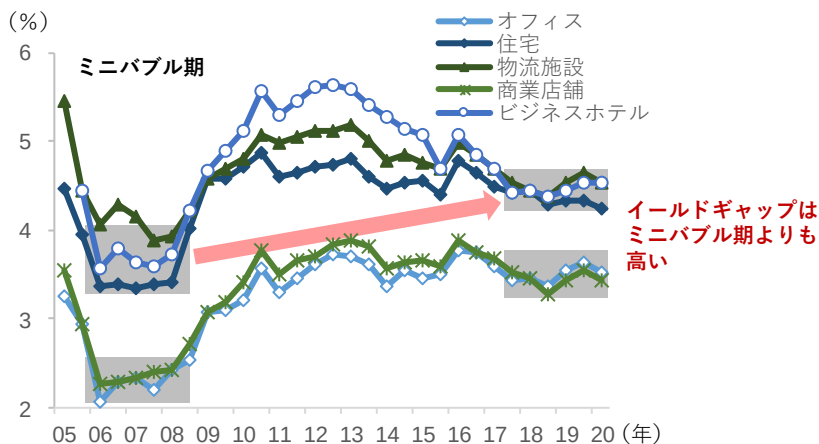


日本不動産研究所「不動産投資家調査」などをもとに岡三証券作成
※各年4月・10月調査、直近は20年4月

■ イールドギャップはミニバブル期よりも高い水準

一方、リスクプレミアム（キャップレートからリスクフリーレートを引いたもの）、すなわち、下図に示したイールドギャップはミニバブル期よりも高く、今回の支えはマイナス金利も含めた超低金利にあることが示される。同様に、これまでの日本のREIT市場の堅調さを支えてきたのも低金利下の収益安定にあった。超低金利政策の効果は一般貸出しの拡大には及びにくい不動産市場には影響が大きいことが日本だけでなく、日本同様にマイナス金利政策が続く欧州でも確認されている。

タイプ別イールドギャップの推移



日本不動産研究所「不動産投資家調査」などをもとに岡三証券作成
※各年4月・10月調査、直近は20年4月

■「コロナ7業種」関連の賃料にマイナスな影響も

■家賃支援給付金は事実上の不動産市場への公的資金の注入に等しい

■日本のイールドギャップは依然として高水準

コロナショックと不動産市場

今回、コロナショックは不動産市場の価格形成にどのような影響を及ぼすか改めて考える必要がある。先述の不動産市場の価格形成を振り返れば、まず考えるべきは分子の賃料への影響である。これについては、コロナショックが「コロナ7業種」を中心に深刻な影響を及ぼす以上、当該業種に関連が深い宿泊や商業施設の賃料は、稼働率の低下を含めマイナスの影響も生じうる。一方、宅配の拡大等による物流施設については、需要の拡大から賃料の上昇期待も生じうる。

以上の状況は、REIT市場でもすでに大きな影響が生じている。今後も、テレワークの拡大等でオフィスの分散が進む場合にはオフィス賃料にもマイナスの影響が生じる可能性もある。また、個人所得の低下や雇用の悪化が生じる場合には、住宅の賃料低下も生じうる。以上を総括すれば、不動産市場ではカテゴリーも含めた選別が必要ということになる。

不動産市場への支援策に注目

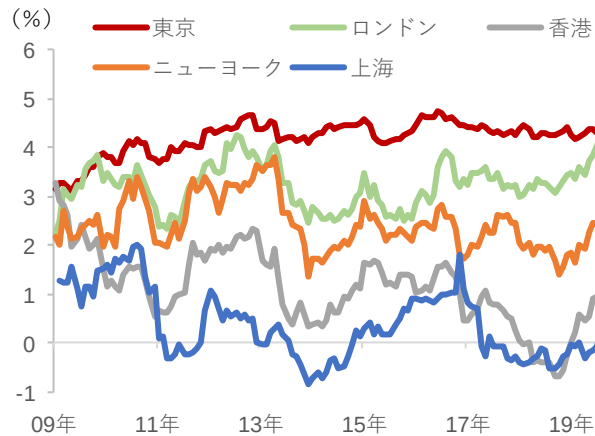
先日の当TODAY（7/8）で論じたように、日本の平成のバブル崩壊は不動産市場を中心とした資産デフレの影響がバランスシート調整として縮小均衡をもたらしたことにあった。その反省から、政府は今次コロナショックに対処して資産価格を支える対応を行ってきたと認識している。今回、政府が第二次補正予算で対応した家賃支援給付金は、事実上の不動産市場への公的資金の注入に等しい効果を及ぼす。すなわち、割引現在価値（ディスカウントキャッシュフロー）で不動産評価を行うに際し、賃料の負担力が増すことは価格保全に資するからだ。同時に、家賃支援給付金は多分に「コロナ7業種」の支援を意味するだけに、資本の充実と資産価値の維持を同時に実現する必要があることを意味する。さらに、日本銀行は不動産市場を支援すべくREITの買い入れ枠を拡大しており、株式・不動産市場で資産価格を支援する政府・日銀の対応は、過去の教訓に基づき妥当なものだ。

日本の不動産はまだ割安な面も

次ページの図は、世界の主要都市のイールドギャップを示す。イールドギャップの点では、東京は他の主要都市と比べ、依然として高めであった。一方で、地政学的にも金融都市であるロンドンや香港に不安定さが生じているだけに、東京を中心としてグローバルな不動産投資の観点から見た底上げ要因は依然根強いと考えられる。今回、コロナショックにとともに、世界の中央銀行の金融緩和が一層拡大しており、グローバルな投資資金が不動産市場に流入しやすい。その結果、国際分散投資上、東京を中心とした日本の不動産市場が一定

の割合で選択される面もあると考えられる。

主要都市のイールドギャップの推移



RCAをもとに岡三証券作成、月次、直近は20年6月

オフィスの分散は続くが都心へのニーズは根強い

コロナショックを受けた郊外への分散化等の傾向があることで既存のオフィス需要への不安は根強い。インカムが着実に確保されるところが選別されることから、二極化は今後も続くと考えられ、市場参加者は選別眼を求められる。一方、都心の過密を避けた郊外への分散の議論は過去半世紀近く続いた議論である。振り返れば、2001年の同時多発テロの直後にも、米国ニューヨークでは高層ビルに対する不安が生じた。しかし、それから10年もたたないうちに、ニューヨークのビル需要は大きく復活した。今回のコロナショックは人々のライフスタイルを変えることで不動産市場への影響も生じうる。ただし、経済活動を行う上での都心を中心としたオフィス需要が大幅に減少するとみるのも早計だ。テレワークが進むことでのオフィス需要の減少はあるものの、それもある限り選択肢が広がることにあり、職住の一体にも限度が存在する。

■都心のオフィス需要が大幅に減少するとの見方は早計

「コロナ7業種」のオフィス需要は限定

しかも、今日、「コロナ7業種」を中心とした不動産市場への影響は、そこで働く従業員の構成を中心にオフィス需要への影響は限定される。平成のバブル崩壊やリーマンショック時は金融を中心にオフィス需要の中核産業であっただけに大きな影響が生じたが、今回はそうした影響は限られると考えられる。

■今回は不動産の投げ売りが
生じにくい可能性

また、バブル崩壊やリーマンショックでは不動産業者や不動産保有者の資金調達面での制約で不動産の投げ売りが生じやすかった。一方、今日の環境では、不動産業者の資金調達面の安定度が高いだけに暴落を生じさせる売却圧力が生じにくい。むしろ、投げを待っているくらいの状況になりやすい。引き続き、超金融緩和が続くなかで、不動産市場への根強いニーズが市場の底支えになると考えられる。

過去の日本の不動産暴落を招いたバブル崩壊やリーマンショック・ミニバブル崩壊はどちらも金融面から不動産市場にマクロ的な下落圧力が加わったものだった。中でもバブル崩壊後、地価税まで導入し下落を意図的に行った面もあった。一方、コロナショックに対峙した今日は、金融面や財政面のサポートが大きい点、不動産にやさしい政策に注目すべきだろう。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)