

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

『ポストコロナへのマーケットの論点～川口有一郎教授に聞く』

- 不動産毎に好不調が分かれるセグメント化が生じている
- キャピタルゲイン重視になっている市場は、金利上昇時の企業のレバレッジ解消が懸念材料
- ESG への取り組みは資産価値にもプラスの影響

緊急事態宣言が解除され、これからの経済回復への道筋が意識され始めている。今回は、筆者(大溝)が、不動産金融工学と不動産経済学を専門とする早稲田大学大学院経営管理研究科の川口有一郎教授に、不動産マーケットについて学術的見地を交えての意見をうかがった。

エピソードが残る可能性

大溝

当初2年ぐらいと思われていたパンデミックは、収束までもっと時間がかかりそうです。

川口教授

経済の回復まで含めると、世の中のコンセンサスは4年ぐらいに延びたでしょうか。これまで、感染者数は1月、5月、8月に増加していますが(図表1)、収束後もこうした周期は残る可能性があります。私は、こうしたサイクルをエピソード(epidemic+cycle)と呼ぼうと思いますが、ホテルの稼働率などには、このエピソードが残ってしまうのではないのでしょうか。

パンデミックがもたらしたセグメント化

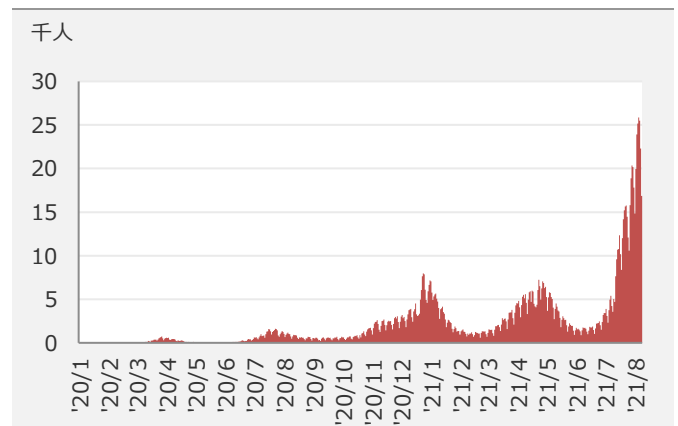
大溝

コロナ禍では、人流の制限からホテルや商業施設が大きなダメージを受けました。オフィスビルについては、一般的には悪化と言われながらも、小さいオフィスは引き合いが多いなど、差が出ています。

川口教授

2008年の金融危機では、バランスシート(BS)へのショックが大きく、不動産全般が悪くなりましたが、今回は損益(PL)へのショックだったので、セグメントごとに影響の出方に細かく違いが出ています。オフィスでは、コロナ禍にあってエッセンシャルな業種が使用する、区画が50坪以下のオフィスの需要は落ちていません。また、コロナの影響を受けずに成長を続けている企業が利用するようなハイスペックビルも、変化が見られません。これらのいずれにも属さないテナントが利用するビルは、大区画ほどネガティブな影響を受けていると考えます。

図表 1: 日本のエピソード
(国内の感染者数_1日ごとの発表数)



出所 オープンデータ nhk_news_covid19_domestic_daily を
基に川口有一郎作成

賃料回復は空室率が自然空室率を下回ってから

大溝

今後、経済が回復すれば、空室率の悪化が止まり、賃料は上昇に転じると考えて良いでしょうか。

川口教授

オフィスの空室率と賃料は、図表2のような楕円を描くサイクルがあり、今後もその道筋を辿ると考えます。①②③を経て空室率が一定の値まで下がると、賃料上昇が始まります。この閾値を自然空室率と呼び、東京では5.1%と分析しています。次の賃料上昇への転換は2023年と見えています。

大溝

需要面で気になるのは、テレワークによるオフィス縮小論が出てきていて、景気循環では語れない構造的な変化が生じる可能性があることです。しかし、これとても、企業によって意見が様々に分かれており、市場への影響を見極めるには、もう少し時間がかかりそうです。

キャピタルゲインが増大する条件が発生しているが、変化を見落とすべきではない

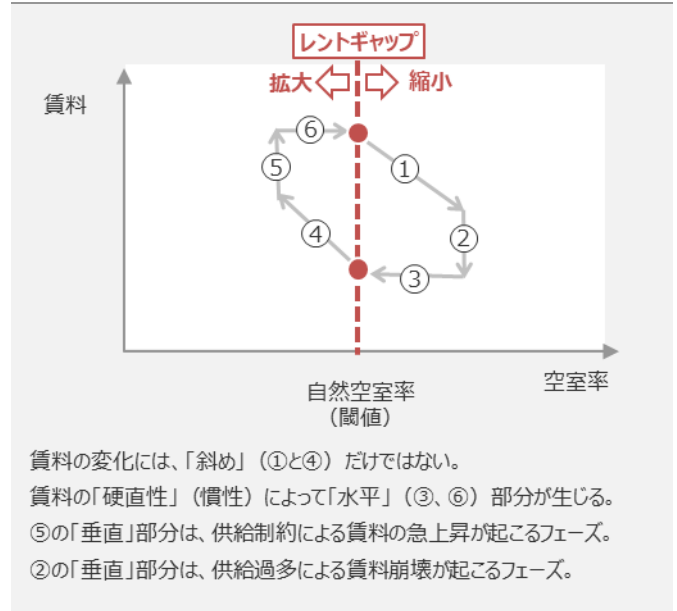
大溝

オフィスの賃貸マーケットは悪くなっているのに、取引価格は高水準のままです。十分な利回りが得られなくなるのに、投資需要が落ちないのは不思議です。

川口教授

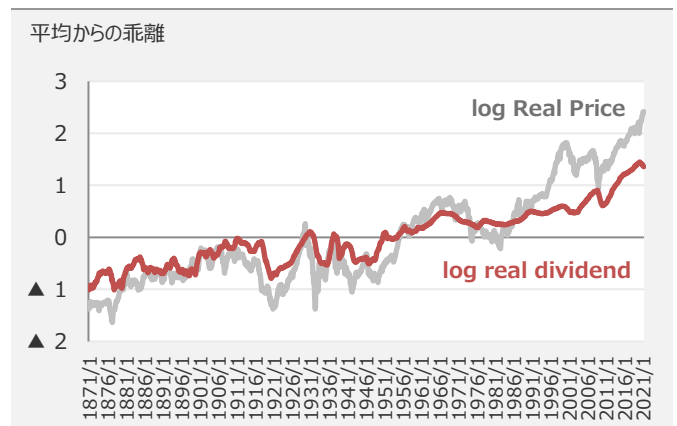
不動産を含め、収益を生む資産の配当(賃料)と価格には一定の関係(共和分関係)が存在するという前提に立つと、今は当てはまりが悪くなっています。例えば、米国の株価と配当の関係は、1990年以降は株価の上昇が大きく乖離が見られます(図表3)。不動産でも、2000年以降は、賃料の上昇・下落のいずれの局面でもイールド(利回り)が低下していて、賃料と取引価格の変化のスピードが異なっています。例えば、フランスでは、可処分所得に対しての住宅価格と家賃の比率をそれぞれ時系列で算出した研究があります。すると、2000年以降は住宅価格の比率のみが急上昇しているのです。

図表2: 賃料サイクルの模式図



出所 川口有一郎

図表3: 米国における株価と配当の関係 (対数をとった実質株価と実質配当の時系列)



出所 川口有一郎

注 米国 1871年1月から2021年6月

不動産には本来イールドを求める資金が集まるのですが、リアルな経済の成長以上にマネーの成長が著しく、キャピタルゲインを期待してのバブルが発生している可能性があります。共和分関係の成立を妨げてバブルを発生させるような条件が、いま成立しているのだと考えます。その状態が変化しないか、注意深くモニタリングすることが重要です。

大溝

現在の価格水準は、売買マーケットでの上昇がありつつも、まだ賃貸収益や利回りを基にした収益還元法でも説明できる範囲にあります。インカムゲイン重視のイールド派とキャピタルゲイン狙いのキャピタル派が共存している状態だと思います。ですからバブルと断言はできない。しかし、何かのきっかけで、イールドで説明できる価格が大きく下がったり、またはキャピタル派が引き上げてきた価格への市場のコンセンサスが失われたりすると、バブル崩壊と呼ばれることが起きるのでしょうか。そのきっかけとはどのようなものとお考えですか。

金利上昇によるバブル崩壊仮説

川口教授

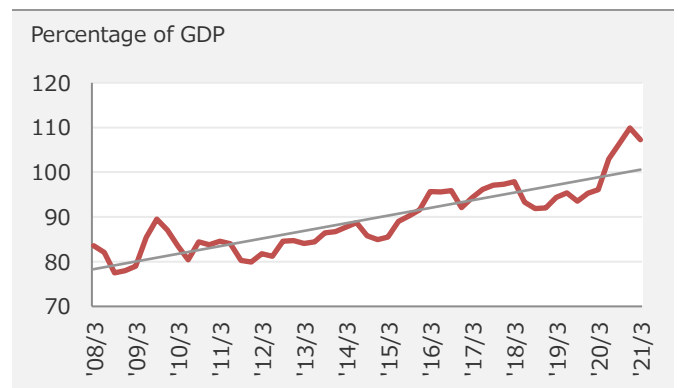
過去から学ぶのであれば、金利上昇局面に転じた際にレバレッジサイクルが逆転するとバブルが崩壊することは分かっているのです、これと同様のことが起きるかどうかです。

最近の10年のように、低金利と株価の上昇が続く環境では、企業は、自社株を買って⇒ROEを向上⇒市場が好感して株価上昇⇒借入拡大(レバレッジ増)⇒自社株買いという行動を繰り返し、債務を増やしてきました。世界全体では、GDPに対する企業の負債残高が、コロナ禍発生後は100%を超えました(図表4)。日本と米国でもその現象は顕著です。この先、金利上昇および株価下落のトレンドに転じると、前述のレバレッジ拡大は逆回転を始め、企業のバランスシートがダメージを被る可能性があります。世界各国の企業が債務をうまく管理できるのか、怖さがあります。

大溝

金利上昇は、個々の不動産投資でもDSCRなどの収益指標の悪化を引き起こしますが、企業のBS由来の不況が起ると、日本での過去のバブル崩壊のように、次元の異なるインパクトとなります。中国では大手の不動産会社が経営危機に陥るなどの変調が見られます。世界中に連鎖するようなレバレッジの逆回転が起きることが、ワーストシナリオとして考えられます。

図表 4: 世界における GDP に対する企業の負債残高の推移



出所 BIS Credit Data 20211008 totcredit.xlsx を用いて
川口有一郎が作成

注 Q:5A:N:A:M:770:A, BIS code

ESG への取り組みは資産価値にもプラスの影響を与える

大溝

J-REITをはじめ、ESG への取り組みが活発になっていますが、マーケットにはどのような影響を与えると考えますか

川口教授

SDGs や ESG 投資が不動産市場に与える影響の一つは、産業規制によるインセンティブです。年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は財務的な要素に加えて非財務的要素である ESG 考慮も投資原則とし、複数の ESG 指数を選定しました。企業にとってのインセンティブは ESG 指数の構成銘柄として選定されればより多くの株式を保有してもらえます。そこで、不動産業界では J-REIT を筆頭に ESG の取り組みが活発化しました。

もう一つは、ESG のような非財務的な評価が、資産価値にも影響を与えるかどうかで、私は、これを「ラベル効果」と名付けました。ESG 指数に選定された J-REIT 銘柄が保有するビルの不動産鑑定評価額と、そうでない銘柄が保有するビルの評価額のデータを用いて回帰分析を行ったところ、前者の ESG ラベルは統計的に有意であるとの結果を得ています。

ESG の取り組みは、非財務情報であるうえにコストは決して小さくありませんが、J-REIT 各社は、なんとか財務と連結させていこうと努力しているのだと思います。また、こうした「非財務的な評価の財務化」は、グリーン・ファイナンス(環境性能が高ければ融資金利を引き下げるなど)やグリーン・ボンドの発行を通じて、不動産の資本市場に大きな影響をもたらしつつあります。

大溝

J-REIT だけでなく、私募ファンドのアセット・マネジャー (AM) も投資家からの要請を意識するようになってきています。また、弊社のアンケート調査によれば、ESG に配慮されたビルとそうではないビルの取得時の利回りについて、8 割の AM が「現在、違いはない」と回答していますが、7 割は「5 年後は、ESG ビルの方が、利回りが低くなる(価格が高くなる)」と予想しています。多くのプレーヤーが参画することで、ESG 取り組みの財務的効果が、今後いっそうはっきり実感できるようになるのではと考えます。

早稲田大学大学院経営管理研究科 教授 川口有一郎

三菱 UFJ 信託銀行不動産コンサルティング部 フェロー 大溝日出夫

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。