

株式会社 不動産経済研究所

〒160-0022 東京都新宿区新宿 1-15-9 さわだビル7階

TEL 03-3225-5301 (代表) FAX 03-3225-5330

URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>

購読料：月額 15,200 円（税別）

月 3 回発行

● Opinion	Jリートが直面する試練	1
● Deal Information	英グロブナーが銀座 5 丁目で開発投資の第 2 弾	2
● Lenders List	三菱 UFJ 銀行など 46 機関、不動産業向け貸出ランキング	4
● Interview	星野佳路—星野リゾート代表	8
● Global Report	不動産市場におけるコロナ禍の教訓	11
● Focus	再構築迫られるデベロッパー—コロナが与えるマンション市場への影響	12
● Insiders Discussion	オフィス需要変化の可能性も、いきなり不動産市況は崩れない	14
● Inside Story	新型コロナウイルスでオンライン化が加速、長谷工がタワマン受注を強化	16

Opinion

Jリートが
直面する試練

矢野 秀樹

住商リアルティ・マネジメント株式会社
代表取締役社長

コロナ禍という大きな試練に直面しているJリート。特にホテルや商業セクターは、厳しい状況にある。一時の急落からは回復しているものの、株式指数に比べると、見劣りする。ディフェンシブな投資商品であるJリートは、下降局面に強いはずだが、そうになっていない。株式に比べて安定度も欠いているようにみえる。需要の消失と時価総額に起因する流動性の低さの波をもろに受けている構図だ。果たしてJリートは、コロナ禍を乗り切れるのだろうか。その歴史を振り返って考えてみたい。

今から約 20 年前に誕生した Jリート。その源流は、1990 年代の不良債権処理に黒船のように押し寄せた米国の不良債権ファンドだ。その活躍を眺めていた当時の日本の不動産業界は、難易度が高い投資対象もファンド形式なら多額の資金を調達できることに気づいた。そして、当時の米国に学ぶという流れの後押しもあり、リート・ビジネスを『輸入』して、Jリートを立ち上げた。

その後、Jリート市場は、現在の世界第 2 位を誇る規模（時価総額）まで成長したわけだが、順風満帆だったわけではない。最初のリート上場時は、世界同時多発テロに遭遇。リーマン・ショックや東日本大震災という試練も経験した。さらに、リートのグローバル化が進む中、グローバルな視点で見ると、Jリートは構造的ないくつかの試練も乗り切って成長を果たしてきた。

1 つ目は、既存不動産会社や既存ファンドの転換ではなく、新たな投資法人の組成と資産取得を 1 つひとつ積み上げてきたこと。これは、Jリートを、スポンサーとの共存（AM は外部委託とし、AM 会社は兼業不可）という仕組みとしたことに起因する。既存会社のリートへの転換で急成長した米国、英国、フランスとは対照的だ。2 つ目は、スポンサー企業との利益相反という構造的問題を抱えていたこと。当初は、スポンサー企業の関わりは、ディスカウント要因だったが、その後実績を積み重ねることにより、外部成長にはスポンサー企業の存在が不可欠との見方が定着し、今では、プレミアム要因と評価が 180 度変わった。3 つ目は、投資対象を実質的に国内に限定していること。リートの社会的使命の 1 つは、国民の生活を支える基盤である不動産を整備、維持するための必要な資金を調達することであり、当たり前に関わることかもしれない。しかし、米国、豪州、シンガポール等、国外に投資するリートは数多くある。これらの国々では、国外での投資拡大が、リート市場の成長に一役買っている。

なぜ、これらの試練を乗り越えて成長できたか。それは、官と民が、日本にJリートという新しい仕組み、いや産業を創り出すために、一致団結して、協力して取り組んできたからだと筆者は考える。この官民の協力の枠組みの中で、民間の主要各社も、そのほとんどが市場参画し、プレーヤーとしてJリート市場を牽引してきた。

さて、今回のコロナ禍に直面し、金融庁は、リート宛に異例の通達を送っている。需要消失で危機に直面しているテナントの賃料猶予・減額要請への柔軟対応だ。顧客本位の業務運営つまり投資家ファーストを常に言い続けている金融庁の通達は、今回のコロナ禍がいかに緊急事態であるかを物語っている。

感染爆発をなんとか凌いだ日本では、経済の段階的な再開がスタートした。ただ、成長のためにインバウンド需要が欠かさない日本にとっては、まだまだ先を見通せない状況だ。この状況下で楽観論は禁物かもしれないが、今までの試練を乗り越えてきたJリートにとって、乗り越えられない試練はない。乗り越えるためには、官民挙げた取り組みが不可欠だが、Jリートの歴史は、それが可能であることを示しているからである。



再構築迫られるデベロッパー —コロナが与えるマンション市場への影響

日本でも3月下旬から急速にコロナの感染者が拡大し、緊急事態宣言後の1カ月間は、外出自粛要請を配慮して販売センターを閉めるなど、マンション販売の現場にも影響が出ている。今後の市況が見通しにくい中で、デベロッパーは事業戦略の再構築を迫られている。コロナ禍がマンション市場に与える影響を見る。

1～3月販売戸数は35%減、郊外が大幅減少
土地供給は秋以降増加、仕入れ値も-15～20%

首都圏の分譲マンションは、価格高騰の影響で、昨年9月以降、販売は急速に悪化していたが、今年に入り中国でコロナウイルスが拡大、2月から日本でも感染拡大による政府からの自粛要請が強まり、2月・3月と販売が悪化。4月7日には、緊急事態宣言が発令され、マンションの販売現場では販売センターの閉鎖を余儀なくされる状況にある。不動産経済研究所がまとめた首都圏における1～3月の販売戸数は、7550戸から4875戸と約35%の供給減となった。特に神奈川が40%減、埼玉が75%減、千葉が40%減で郊外マーケットでの供給が大幅に減少している。4～5月は販売活動自粛の影響で80～90%減とも見られており、そうなれば1～5月のトータル販売数は5800～900戸程度で半減が見込まれている。

こうした中、マンション市場調査会社のトータルブレインが、コロナ禍における今後のマーケット環境を予測している。それによると、販売価格は中期的に低下傾向を辿る。ただし値下げのタイミングは、今後の供給材料が割安な価格を設定できた時期以降と考えられ、今後の低価格供給が可能な材料が手に入らなければ、現在販売分の損切りは出来ない。マンション用地の供給は、今秋から年明けにかけて

増加すると考えられるため、仕入れのタイミングを加味すると、値下げは秋以降からで、販売価格も今秋から年明けにかけて低下を始める。

販売単価は、2012年のアベノミクス前から現在までで30～40%、都心部では50～60%上昇している。上昇要因は、建築費と土地代の上昇だが、建築費に関しては、大きく下がる要素はなく、今後の販売価格の低下要素は専ら土地代分。売値に関しては、直近7年間で実質30%以上上昇しているが、その間に金利が1.2%低下しており、顧客の実質負担増は10～15%程度、現状の価格水準から10～15%程度売値が低下すれば、2011～2012年の価格水準とほぼ同等ということになる。顧客の購入体力と販売価格とのギャップは、10～15%の価格調整でカバーできるため、今の超低金利水準が継続する限りは、今後の実質的な価格低下幅は、郊外で5～10%程度、都内・都心部で10～15%程度で収まると見られる。

仕入れ環境については、土地の供給は秋以降から年明けにかけて増加すると見通す。企業の業績悪化はますます拡大していくことから、中小企業や個人オーナーは今夏がヤマ場、大手企業も決算対策を加味すれば秋以降から売り物が増加すると見立てだ。

土地代は、マンションの売値目線で見れば、

現状からマイナス15～20%程度が見込まれる。アベノミクス以降7年間で、建築費が20～25%、土地費で30～60%程度の上昇が見られている。その結果、分譲マンション価格も30～40%上昇したが、今後の販売価格低下の適正水準を、郊外でマイナス10%、都内・都心部でマイナス15%、建築費がマイナス5%程度と仮定すると、郊外では売値のマイナス10%を達成するためには土地代の低下が17～18%必要となる。土地比率の高い都内・都心では、マイナス15%を達成するためには土地代の低下が20～22%必要となり、土地代に関しては概ね15～20%の低下が必要とされている。

価格調整次第で郊外部での供給増の可能性も
供給大幅減後に実需顧客の市場が一気に改善

コロナ禍からの回復はいつ頃になるのか。2008年のリーマン・ショック後は、回復中の2011年に東日本大震災が起きた影響もあり、2012年末の株価上昇局面まで、回復に4年の期間を要した。前回のリーマン・ショックが金融恐慌だったのに対し、今回のコロナ・ショックは疫病に端を発した経済恐慌であるため、単純比較はできないものの、今後も年内いっぱい程度現状の厳しい経済状況が続くと仮定すれば、マーケットに対するダメージは相当深い。分譲価格に関しては大きく下げられる余地はないが、前述のとおり一定程度の価格水準は数年間続く。マンション市場の本格的な反転上昇は景気回復の状況を見てからということになるため、早くも3～4年先との見方もある。ただし、一時取得向け、実需向けの商品に関しては、一定程度のニーズがあり、近年の良好な需給バランスと今後の適正な価格水準への調整によって、安定的なマーケットとして早期の市場回復が期待できる。2020年は供給

が2万戸前後と予想されるが、2021年には再びそれ以前の3万戸台に回復すると予想される。しかし、近年の3万戸台の供給エリアが、都内・都心シフトであったのに対して、2021年以降は、郊外での供給が回復してくることも考えられ、明るい材料だ。一次取得層のニーズは溜まってきており、高駅力、駅近等、好立地が前提とはなるが、郊外部でのマンション用地の供給の増加とともに、価格調整が進めば、郊外でのマンション事業が今後再び増加する可能性は高い。

コロナ・ショックの影響には、プラスとマイナスの両面がある。マイナスの面は、今年の実績マンションのマーケット規模が昨年の60%、近年の半分以上となる可能性が高く、瞬間的にはすべてのマンションデベロッパーにとって、大きな逆風となること。また、昨年市場を牽引したハイグレード商品や、収益商品等、ファミリーマンション事業の落ち込みをカバーしていたジャンルが失速する。当然、秋以降は販売価格の低下も予想され、デベロッパーにとっての喫緊の課題となる。短期的には、厳しいマイナス要素がデベロッパーに襲い掛かるが、そこを乗り越えられれば、その後は仕入れ・販売の両面で、プラス面が期待できる。コロナ・ショックの終息後は、2年以上続く供給大幅減による需給の大幅な改善や販売価格の調整により、実需顧客をターゲットとして市場が一気に改善してくる可能性は高い。ただし、ハイグレード商品や収益商品は、実体経済の本格的な回復と株価の再上昇が始まらないと難しい。デベロッパーは、コロナ・ショックのマイナスを、何とか上手く乗り越え、秋から年明け以降に廻ってくるチャンスをしっかりと掴み、来春以降に反転攻勢していくために、万全の準備と対応をしておくことが必要だ。