

「オフィスセクターへの影響は限定的だが免れない バリューアッドとオポ系投資家が取得意欲強めている」

クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド 鈴木英晃ディレクターに聞く



鈴木
英晃

足元におけるオフィス市況は？

鈴木氏——コロナウイルスの問題が出始めた当初からオフィスへの影響は限定的と見ている。今も大きく目線は変わっていないが賃料空室率予測の見通しを下方修正した。現時点において新規供給するデベロッパーやビルオーナーは金融危機当時ほどの危機感を持っていない。その理由はいくつかある。1つ目は、都心5区グレードAの空室率が1.6%程度で、過去最低水準にあり、統計上はほぼ100%埋まっていると言っても良い状況だ。2つ目は、今年に新規供給されるビルのテナントのほとんどが決まっており、供給面につき差し迫った危機感を持たなくてもいいこと。実際に空いている区画が少ないので、募集賃料が全体を通して即座に下がるような状況ではない。とはいえ2021年に退去予定となる2次空室が多く控えている。足元でも2次空室を含めると空室率は3%強まで上がり、この「待機2次空室」を含めた空室率は上昇傾向にある。本格的な影響が出てくるのは来年だろう。この2次空室が利用可能となる前にどこまで消化されるのがキーとなってくる。

先行きはどう見る？

鈴木氏——他セクターと比べると限定的であるものの、影響は免れず無傷ではない。すでに足元では賃料猶予・減額交渉も進んでおり、既存契約条項で交渉に応じる必要がない場合であっ

ても、テナントとの関係性上、ある程度は対話に応じなければならない状況となっている。やり方は敷金の充当や契約条項の再交渉など柔軟性も求められる。リーシング活動自体は急速に縮小しており、拡張・移転を検討していた多くのテナントは人材拡充計画と資本的支出を凍結している。人材採用については欠員補充を止めているところも多い。人を増やす計画がなければ床を拡張する正当性がなくなる。過去採用が増えオフィスが手狭だったテナントも、今は外出自粛でその心配もいらない。さらに、ほぼ強制的に在宅勤務が強いられている中で、これまでは在宅勤務ができないと言われていた業種やテナント企業でも、在宅勤務が可能なことに気付き始めている。この流れのまま行けば、今の状況が収束したとしても、過去感じていたような需要の強さというものには戻ってこない可能性が高い。振り返ってみると、オフィス市場はアベノミクス以降、空室率低下と賃料上昇を観測してきた。人材が採用され、失業率は約2%も減っている。オフィス需要は底堅かったし、それに伴って賃料も上がっていた。需要が即座に回復することはなく、緩やかなペースで戻っていくことになるだろう。

しばらく低迷期に入るとのことか。

鈴木氏——リーマン・ショック時ほど下がることは現時点で予想していない。歴史的に低い空

室率が緩和する。すでに賃料が高止まりしているので、低迷するのではなく、ピークアウトする軌道だ。賃料の下落も一定程度は許容しなければならない。コワーキングスペースやサテライトオフィスのようなフレキシブルスペースは即座に影響を受けている。テナント同士の人の交流が出来なくなったほか、多数の人が出入りするので自らの流れ、接触者をコントロールできないことが大きな理由だ。また、普通の賃貸借契約と異なり短期契約なので解約しやすいことも背景にある。フレキシブル・オフィスは、日本では外資を含めて過去3年で急速に市場が拡大してきた。そのため足元では既にその反動で一定程度の整理統合の動きが起きている。ただ、中長期的にはコロナウイルス問題を機に働き方改革が進むので、フレキシブルスペース、特にサテライトオフィス需要が拡大することは間違いない。

リテールはどう見るのか。

鈴木氏——足元では大打撃を受けている。ハイブランドや著名なリテーラーのテナントでさえ、賃料の遅延などがグローバルに起きている。過去インバウンドの伸びに支えられ、賃料が右肩上がり、それに伴ってcap レートが圧縮されてきたが、今回のイベントによって「国際的ブランドの信用力と賃貸借契約によってキャッシュフローが守られる資産」とは必ずしも言えなくなっている。しかも、市場によってはコロナウイルスの問題が収束したとしても、コロナ前の価格水準には戻らない可能性も高い。例えば大阪・心斎橋は、一旦下がると戻らない可能性もある。首都圏の主要なマーケットには様々なリテーラーがボトムアップという形で全体的に市場賃料を押し上げてきたが、心斎橋はドラッグストアという特定のリテーラーが賃料相場を



●プロフィール

C&W 日本オフィスのリサーチ&コンサルティング部門統括者として、これまで国内外の著名な企業・投資家に対して、戦略的リサーチ及びコンサルティングを提供している。特に外資系の政府系ファンド、生命保険会社、年金ファンド、REIT、プライベートエクイティの日本市場における不動産投資ポートフォリオ戦略の策定・見直しの支援を行っている。C&W 入社以前は、英国 IPD ロンドン本社及び日本支社にて不動産投資インデックスや不動産ポートフォリオ分析サービスを提供。その後 MSCI による同社買収を経て、MSCI 不動産サービス (旧 IPD) の日本市場責任者及び APAC クライアント・カバレッジチームの一員として、アジア全体のクライアントに対する分析支援を行う。麗澤大学にて経済学博士を取得。複数資産クラスポートフォリオ構築における非上場不動産の役割を学術的研究領域としており、不動産ポートフォリオ管理を専門とした博士論文が日本不動産学会より湯浅賞を受賞。英国レディング大学より不動産投資金融修士を、そして明海大学より不動産学士を取得している。国際会議に講演者として複数回出席。アジア太平洋不動産協会リサーチ・ラウンドテーブル副議長 (2019 年)。英国王室勅許不動産サバイヤーズ協会 (RICS) フェロー会員。

上げてきた。アベノミクス前ならば賃料が 10% 上がることも厳しかった同市場が、インバウンド観光客の波が押し寄せ 2016 年から 2017 年という短期間でトップ賃料が 2 倍になった。既に心斎橋は第 1 四半期で 30 万円から 28 万円に下がり、先行きはもっと下がるだろう。弊社ではもともと銀座を含めていくつかの路面市場での賃料減速を予想していたので、その時期が早まったとも言える。リテール市場は落ちるナイフを掴まぬように、コロナ前のトレンドを市場毎に見極めていくことが重要だ。

ホテルセクターは厳しいのでは。

鈴木氏——外国人観光客が 2 月時点で半分以下、3 月時点で 9 割超の下落となり、著しく稼働率が下がった。こうしたなか投資家が心配しているのは、DSCR (借入金返済比率) に抵触する懸念だ。融資を受ける際に金融機関と一定のコベナントが付いており、これにヒットすると金融機関は借入金保全のために売却活動に入る。投資家の意思決定が介在せずに、ほぼ強制的に売りに出てしまうこともある。この状況を金融機関がどう判断するかが大きな関心事になっている。コロナウイルスは WHO によりパンデミックと認定されており、つまり天変地異と同じであるが、本当に金融機関からもそう見てもらえるのか。品質や運用状態が良いアセットならば低業績が許容されて

「オフィスセクターへの影響は限定的だが免れない バリューアッドとオポ系投資家が取得意欲強めている」

クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド 鈴木英晃ディレクターに聞く



も、地方などで急速に業績を伸ばしたアセットは「DSCR ヒット」を背景に売り物件が出てくる可能性もある。今回のリセッションは金融危機ではないため金融システムは動いている。DSCR を理由に資金を回収すると、業界の回復の芽を摘むことになるので、実際にどの程度、市場にアセットが出てくるのかは不透明な状態だ。

売買市場はどうなる？

鈴木氏——リートは投資口価格が下がり、増資による物件取得が困難になっている。ブリッジファンド内のパイプラインアセットが市場に出てくる可能性もあるだろう。過去、リテールとホテルに投資してきた投資家も追加購入が難しい。既存の運用物件がトラブルを抱えているので、買いたくても買えないという状況だ。外資系の投資家は日本における投資不動産取引量の15～20%を占めているが、こちらも母国での影響と日本での物件視察ができないため減速している。2020 年全体で3割ほどの取引量減少を見込む。ただ、今のマーケットがすべての投資家にとって悪い状況というわけではない。バリューアッドとオポチュニスティック系の投資家は今が買い場だと考えており、物件取得の意欲を強めている。実際に弊社では関連する投資機会に関する問い合わせを頂くことも増えている。

その他アセットは？

鈴木氏——物流施設にとっては完全に追い風が吹いている状況。サプライチェーンが未だに混乱している部分もあり、海外の輸出入にかかわるテナント企業のリーシング活動は様子見の状態となっている。しかし、それ以上にeコマース関連や生鮮食料品デリバリー系の需要が伸びており、テナント需要自体は堅調に推移している。物

流施設セクターは、コロナウイルスの問題以前から、成長ストーリーがあり、今回の要因が重なってCap レートは横ばいを見込むが、物件によってはさらに圧縮する可能性もある。データセンター系も好調だ。自粛で在宅勤務が増えたことにより、ネットのデータ通信量が増大していること、在宅勤務のためのテクノロジー導入もクラウドサービスの需要を押し上げており、データセンターのオペレーター自体も今まで以上に床需要を強めている。計画されている新規供給物件にも影響は見受けられない。

今後の見通しについて。

鈴木氏——GDP など本格的な下げが来るのは、第2 四半期との見方が強い。コロナの影響が本格的に目に見え出し、最も GDP が下がるのは今期中だ。経済への打撃の程度によって、各セクターの業績見込みが変わってくる。エコノミストによる経済予測の多くが影響を一時的とする中で、「一時的」の期間を長期化させているのが現状。年末までに完全に戻ると予測しづらい中、金融システムの問題ではないため、ワクチンさえできれば早く収束でき、景気のV 字回復を描く人も多い。一方、ホスピタリティー産業自体が消滅している状態といわれるなかで、東京五輪の延期はポジティブに受け止められており、予定通り開催されれば、太平洋地域のどのマーケットよりも先んじて、ホテルとリテールの市場が回復する目は十分にある。これは日本が持っている強みと言える。バリューアッドやオポ系の投資家は、これもシナリオの大きな柱に据えており、数年でバリューが回復するまでの間のウェアハウジングを担う考え方を持っている。こういうタイミングにこそ、コア投資家も投資活動を継続させるべきだ。