



TOKIO MARINE



東日本大震災の日本不動産市場への影響



東京海上不動産投資顧問株式会社
TOKIO MARINE Tokio Marine Property Investment Management, Inc.

東日本大震災による日本不動産市場への影響

東京海上不動産投資顧問株式会社
投資企画部 村橋 潤一

この度の東日本大震災により被災された皆様に、心よりお見舞い申し上げますとともに、早期の復旧をお祈り申し上げます。

今回の震災が日本経済、更には日本の不動産市場に長期的にどのような影響を及ぼすかは、現在の状況の不透明さからも明確ではない。特に、長期的な電力不足や消費者心理の冷え込みは、今後の経済及び投資活動に広範な影響を及ぼす可能性がある。東京を中心とする日本の商業用不動産への物理的被害は最小限に留まった模様だが、企業活動や消費者行動の変化により、物件タイプによっては需給バランスの変化が想定される。また、その変化が一時的なものとなるか、あるいは長期的な構造変化をもたらすものとなるかは、今後注目すべき点だろう。このレポートでは、まず震災による経済への影響の現状確認とともに、起こり得る不動産市場への影響をまとめる。その上で、当面の不動産市場の見通しとして以下3点を挙げる。

- 不動産投資市場へのエクイティ資金流入はJREIT、外国人投資家ともに大きく減速する。一方現時点で銀行の融資姿勢に大きな変化がないことから、年内での不動産価格の大幅な調整は見込まない
- オフィス賃貸市場の回復サイクルは当初想定（空室率 2010 年後半、賃料 2011 年末に向け底打ち）から1年以上遅れ、オフィス需要回復は2012年以降にずれ込みへ
- 震災により直接的に需要が減少する商業、ホテルセクターに弱気。住宅とオフィスセクターでは立地、スペックなどにより需給が変化する可能性あり

・経済への影響

震災により直接大きな被害を受けた3県（岩手県、宮城県、福島県）は日本のGDPの4%を占める。震災とその後の原発事故による影響は大きく分けて2通りであり、失われた建物やインフラ等の社会資本ストックに対する被害と、今後の電力不足やサプライチェーンの停滞による経済活動の低下と復興事業による生産増によるフローへの影響である。これら全てのネットのインパクトが経済成長に影響することとなるが、それが大きな景気後退に繋がるのかまたは過去の事例のように復興需要が中期的にプラスの効果をもたらすのかは定かではない。いずれにしても、現状の認識としてこれらの影響を更に詳細に見ていくとすると以下の通りとなる。

1. 資本ストックの損失(建築物、道路、港湾、空港等社会インフラ)

3月23日に内閣府により発表された予想によれば、社会インフラ等資本ストックへの直接的な損失額は16~25兆円程度と見込まれている。

2. サプライチェーンへの影響による生産減

東北地方に立地する工場が被災したことで、グローバルに事業を展開する製造業、特にIT関連企業と自動車関連企業の生産活動に大きな支障が発生している。クレディ・スイス証券は、日本は半導体の製造に使われるシリコンウェハの世界生産の6割を握っており、震災により2つの工場が操業を停止したことで世界の供給量の25%が失われたとしている。また日本は、半導体のプリント基板に使用される化学物質の供給においても9割のシェアを持っている。一方大手自動車メーカーは、生産の半分以上を海外で行っているが、部品供給の不足がサプライチェーンの停滞を引き起こしたことで、一部工場の操業を停止するに至っている。

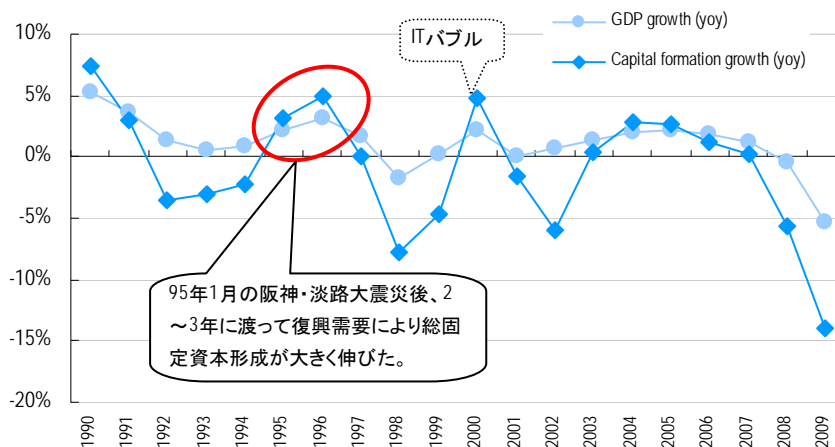
3. 長期に渡る電力不足と経済活動の低下

福島第一原子力発電所の事故によって引き起こされた電力不足は、関東一円の経済活動に大きな影響を与えている。東京電力は休眠させていた火力発電所などを立ち上げるなどして電力供給量の増加を急ぐが、夏に向けて増加する電力需要を充足することは困難な見込みだ。3月25日の東京電力の発表によれば、電力供給力は夏の最大電力需要を850万キロワット下回る見込みで(供給力4,650万キロワットに対し、最大需要5,500万キロワット)、関東一円は引続き長期に渡って電力不足に直面することとなる。電力不足は直接的に鉱工業生産の減少につながるとみられ、ひいては今後の経済成長率へも重荷となるだろう。みずほ証券は3月の鉱工業生産は前月比で10%以上減少する可能性があるとしている。

4. 復興需要による生産増加

過去の阪神・淡路大震災のケースでは、復興需要によりその後鉱工業生産が大きく増加し(図-1)、震災後3年間に渡って10兆円を超える資本ストックが再建された。同様の期間を想定すれば、資本ストックの再建による生産増は年間5~8兆円程度に達する可能性があり、中期的にGDP成長率の押し上げ要因となりえる。

図-1 GDP成長率と総固定資本形成(前年対比%)



出所: ブルームバーグ、内閣府などのデータを基に東京海上不動産投資顧問作出

5. 消費者心理の悪化

これも数字で算出することは困難であるが、震災による一連の社会的影響は消費者心理に大きく影を落としていることは明白である。震災後、東京メトロの乗客数は 21% 減少した。国全体を自粛ムードが覆う中、国民は消費を控えており、多くのイベントも中止または延期を余儀なくされている。一方企業は非正規の雇用削減にも既に動いている。個人消費が GDP の 6 割弱を占める日本経済において、これらの動きによる消費者心理の悪化が長期的な消費不振をもたらすとすれば、直接的な震災による経済的損失以上に今後の景気への影響が懸念される。

・不動産市場への影響

東京を中心としたエリアに立地する商業用不動産への震災の物理的な影響は、幸いにも最小限に留まっている。いくつかの JREIT は保有不動産のひび割れや塗装の剥離などに対する軽微な修繕を行っているが、いずれも被害は限定的であり、今回の震災は一端では日本の耐震技術の高さを示すこととなった。しかしながら、関東での電力不足や原発への懸念、消費者心理の冷え込みは、今後不動産市場の需給に広範な影響をもたらす可能性がある。現在市場より観察される動きから、今後想定される不動産市場への潜在的な影響を以下に挙げてみる。

1. 東京からの需要の分散化、あるいは一極集中傾向の減速

日本経済におけるこれまでの長期的で一貫した傾向は、東京への経済活動の一極集中の進行である。しかし、震災によって多くの企業は一都市に業務拠点を集中させすぎることのリスクを再考することとなり、実際一部には既に事業所を地方都市に移転させる動きも出始めている。特に外資系企業には大阪や福岡などにオフィスを一時的に避難させた企業も多く、国内企業についても一部業務を東京以外の都市に移転させる可能性を検討し始めている。移転先の都市として有力なのは日本で 2 番目に大きな都市圏であり、かつ国際空港への十分なアクセスも備えている大阪とみられる。仲介業者には外資系を中心に多くの問合せが寄せられている模様だが、現状では一時的な動きが多いと見られ、引き合いの中心は短期契約が多いとのことである。

2. 立地とビルスペックによる需要の変化

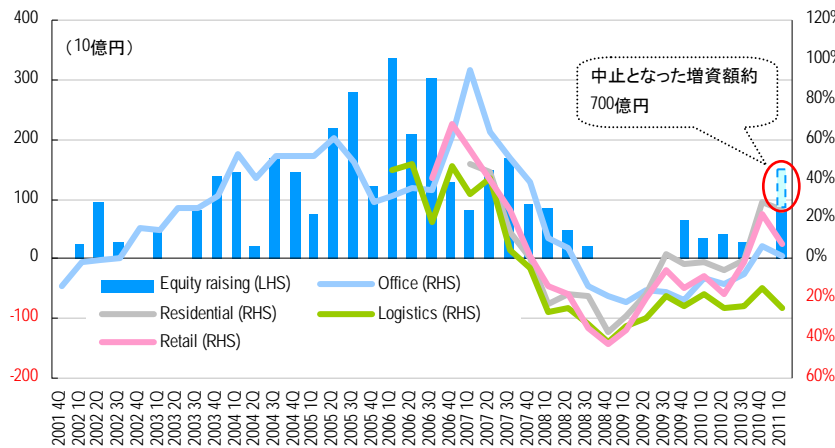
地震リスクに対する意識の高まりにより、築年数の経過した陳腐化したビルから、築浅でより耐震性の高いビルへの需要の移動が進むだろう。また、湾岸エリアに立地する住宅及びオフィスは、立地のリスクがこれまで以上に意識されることで今後需要に影響が出る可能性がある。これらの地域は高層マンションの立地として特に人気が高く、東京湾の地理的形狀から津波のリスクは低いとされているが、今回の震災では液状化現象による大きな被害が観測された。高層マンションの構造物自体は地下数十メートルに渡る杭により固定されているため被害は最小限であったようだが、周辺に埋没されている上下水道及びガス管などが破断されてしまったために住民は多大な不便を強いられることとなった。

3. 不動産市場への資金流入の減少

震災により資本市場も大きく動揺する中、JREIT の投資口価格も一時大きく下落した。予想されていた通り、今年に入り JREIT の増資額は大きく増加し、2011 年第一四半期

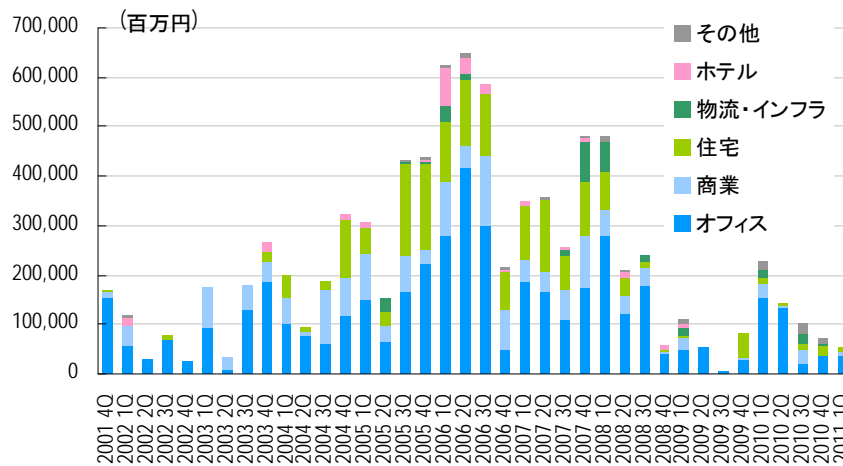
には4年ぶりに増資額合計が1,400億円を超えるとみられていた。しかしながら、投資口価格の下落とボラティリティの上昇により増資を取りやめざるを得ない例が複数発生した(図-2)。JREITのレバレッジを通常5割前後とし、四半期毎の増資額が震災前の1,000億円超の水準から仮に半減したとすると、2011年のJREITの不動産取得総額は1兆円弱から5,000億円程度に減少する計算となる。したがって増資中止は、期待されていたJREITによる投資拡大による資金流入を少なからず妨げることとなる。

図-2 JREITの増資額とNAVに対するプレミアム/ディスカウントの推移



出所：ブルームバーグ、JREIT運用会社のデータに基づき東京海上不動産投資顧問作出

図-3 JREITの物件取得額の推移



出所：JAPAN-REIT.COM 運営事務局、JREIT運用会社のデータに基づき東京海上不動産投資顧問作出

また、海外投資家のセンチメントの悪化も懸念される。鑑定を含めバリュエーションを特に重要視する海外投資家については、今後日本の不動産評価におけるリスクプレミアムをより保守的に再考する動きも出るだろう。例として、ドイツのオープンエンドファンドを運用するユニオン・インベストメントが、現状の例外的な状況により不動産の評価が困難であるとして一時的にファンドの償還を停止することを既に発表している。ファンドの日本不動産へのエクスポージャーは14%とのことである。

4. セクター毎に異なる影響

- 商業

急激に悪化した消費者心理からすれば、商業セクターは目下厳しい影響を受けると見られる。百貨店の3月売上高（既存店ベース）は軒並み前年同月比1～2割減少（伊勢丹▲23.5%、三越▲22.8%、大丸松坂屋▲9.6%）、3月新車販売台数も前年同月比▲35.1%減となった。消費不振が続けば、売上げの減少を理由に賃料減額や契約解除を求めるテナントが増加する可能性が高い。過去の阪神・淡路大震災では個人消費が約1兆7,500億円減少し、回復までに約1年の時間を要したが、今回の震災の影響はそれを大きく上回ることから、個人消費の回復には時間がかかると見られる。

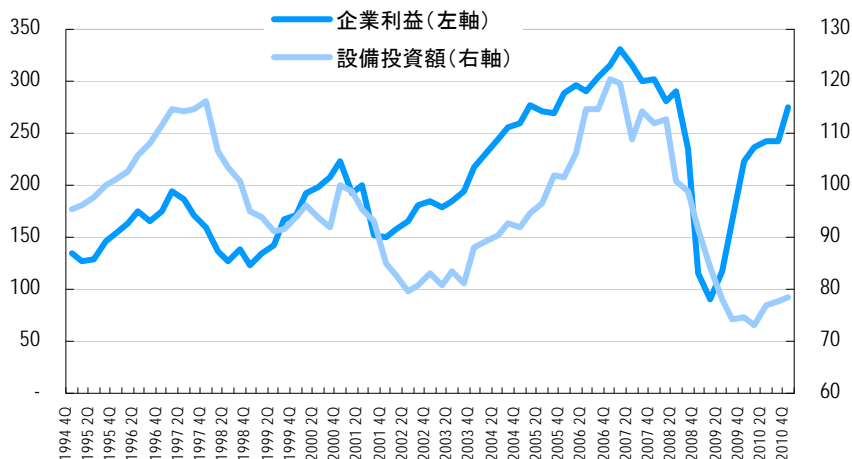
- ホテル

外国人観光客に需要を大きく依存するホテルセクターは苦境が想定される。成田空港の外国人入国者数は震災発生から3月22日までの期間で前年比6割減少しており、原発事故に対する懸念などを考えると外国人観光客の日本敬遠が長期化する可能性が高い。

- オフィス

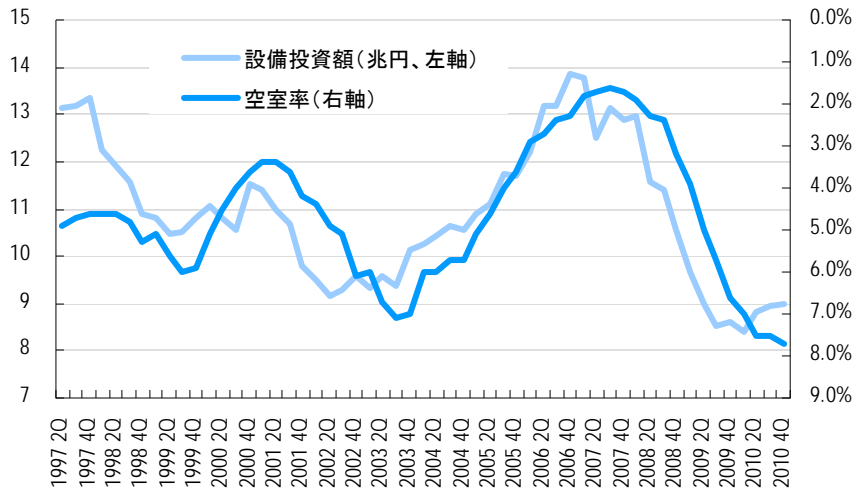
企業設備への被害と経済活動の停滞は企業収益の減少をもたらし、オフィス空室率の改善と賃料の反転時期を遅らせることとなるだろう。過去のサイクルでは、企業収益の底打ちが設備投資増加をもたらし、オフィス需要が増加して空室率が低下し、ひいては賃料増加に繋がるまでほぼ3年の時間を要した。企業業績は2009年に底打ちし、設備投資額も2010年には増加に転じていたため、震災前にはオフィス需要拡大が期待されていた。今回は金融危機時とは異なり、堅調なアジア経済や景気回復傾向の米国などの堅調な外需が企業業績の下支え要因となりえる一方、当面の間設備投資は控えられ、オフィス需要の拡大も少なくとも2012年以降に遅れる可能性が高い。

図-4 法人企業利益と設備投資額の推移（1993 4Q = 100）



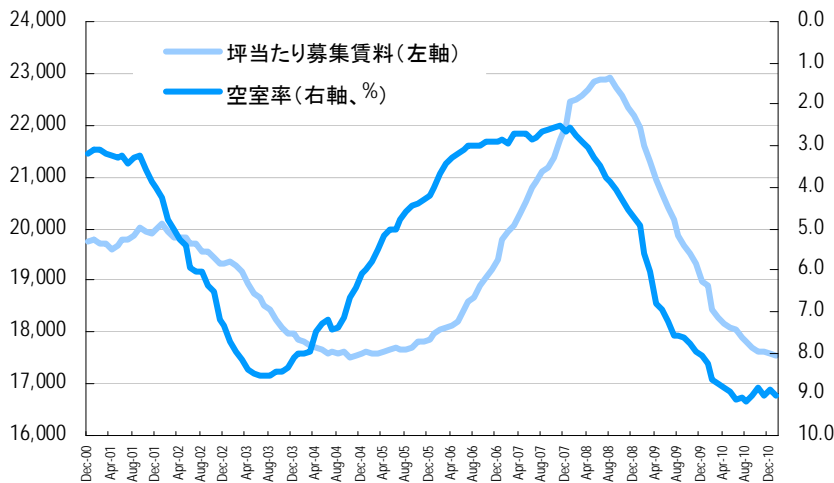
出所：財務省法人企業統計調査（季節調整済）に基づき東京海上不動産投資顧問作出

図-5 設備投資額と東京のオフィス空室率の推移



出所：財務省法人企業統計調査（季節調整済）、三鬼商事

図-6 東京のオフィス空室率と募集賃料の推移



出所：三鬼商事

- 供給面での影響

供給面から見ると、電力不足が今後も続くことから着工を遅らせる例が増加する可能性も考えられ、オフィスセクターにおいては懸念された大量供給の影響が緩和される可能性がある。住宅についても、被災地での復興事業に資材が優先的に使用されることから、東京における供給量が絞られる可能性が高い。また、地震リスクに対する懸念から、需要はより良質な耐震性の高い住宅に向かうとみられる。実際、歴史的に地震に強いとされる地盤の強固な内陸部に立地する分譲物件については引き合いが増加している一方、湾岸の高層分譲マンションについては震災後苦戦を強いられているものが多い模様である。

【リスク等のご説明】

投資勧誘方針

1. 勧誘の基本方針

お客様の知識、投資経験、財産の状況、投資目的等を総合的に勘案し、お客様のご意向と実情に沿った勧誘・アドバイスに努めます。

2. 勧誘の時間帯、場所、方法

お客様にご迷惑をおかけする時間帯や場所、方法での勧誘を行うことはいたしません。なお、勧誘に関しご迷惑となる時間帯や場所、方法がございましたら担当者にお申し付けください。

3. 取扱商品の説明

お客様の判断と責任において取引が行われるよう、お客様の知識、投資経験等に照らし、商品内容やリスク内容等の適切かつ十分な説明に努めます。

4. 法令の遵守、内部管理体制の整備

投資勧誘にあたっては、関係法令を遵守し、本勧誘方針に沿った適切な勧誘が行われるよう、内部管理体制の整備等に努めます。

5. 知識、技能の習得、研鑽

当社の役職員は、お客様の信頼に応え、適切な投資勧誘を行うために、知識、技能の習得、研鑽に努めます。

金融商品取引法に基づく広告等の表示

- 当社の取り扱う金融商品又は当社が提供する業務は、その種類・内容、契約期間等の個別性が強く、手数料、報酬及び諸費用等（以下「報酬等」といいます）の額についても個別に決定されるため、予め、具体的な金額、上限額および計算方法を表示することができません。報酬等の具体例としては、不動産信託受益権の取得／売却時の媒介報酬、運用／助言報酬、私募の取扱手数料等がございしますが、個別の案件における具体的な金額および計算方法等につきましては、当社担当者にご確認下さい。
- 当社が取り扱う金融商品については、元本や利回りの保証はございません。賃料相場、地価相場等の不動産の市況や、金融市況、社会情勢等、様々な要因により、その価値が毀損・減少する可能性があります。天災地変や経年による不動産の毀損や劣化、不動産の瑕疵に基づく損害の発生等により金融商品の価値が毀損・減少する可能性があります。ファンドの運営者、投資先、その他のファンドの関係者の信用状況により、金融商品の価値が毀損・減少する可能性があります。課税制度の変更、法令の改廃等により想定されている運用を行うことができず、その価値が毀損・減少する可能性があります。
- 金融商品の譲渡には関係者の承諾を要するなど流動性が低く、想定した時期において換金できないリスクがあります。このほか、商品にかかる様々な契約関係や商品設計に起因して、商品の価値が毀損・減少し、場合によっては元本超過損が生じるおそれがあります。
- 個別商品にかかるリスクについては、当社が交付する書面等で事前にご確認ください。
- 弊社の金融商品取引業・貸金業にかかる苦情等の受付窓口及び苦情処理措置・紛争解決措置に関しては、弊社ホームページをご覧ください。

<http://www.tokiomarine-pim.com/complaints.html>

東京海上不動産投資顧問株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1096 号
投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業
社団法人日本証券投資顧問業協会 会員