2020.4　No.96

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

時論

Before Corona、After Corona……1

経済の動き

新型コロナショックにより世界的な景気後退が濃厚に……3

産業の動き

市況変調下での収益不動産業経営

～企業は歴史の教訓を活かせるか～……10

時論

Before Corona、After Corona

コロナウイルスの感染拡大が止まらない。

既に感染者数30万人、死者数1.5万人を超えており、この先どこまで拡散するのかは全く分からない。感染者数は各国の検査基準の違い等もあり単純な比較は難しいが、人口 10 万人当たりの死者数を見ると、イタリアが約 10 人、スペインが約5人、イラン、スイス、オランダ、フランスなどが1～2人となっている。日本は 0.03 人と相対的には感染被害を抑え込めていると言えよう。

感染拡大予防には、人ごみを避ける、不要不急の外出を控えることが必要であるが、これが経済に大きなダメージをもたらしている。3月の経済指標はまだ公表されていないが、観光関連や運輸関連の落ち込みが相当な規模となることは想像に難くない。

筆者は基本的には財政規律派なので、景気対策を乱発することには否定的だが、今回は経済、社会を支えるための、大規模な財政支出を強く支持する。

ただし、重要となるのは政策の内容で、足元で発生している景気の落ち込みは、様々な活動自粛や巣篭もり的な消費行動に起因するものである。自粛ムードの蔓延により不要不急の支出増加が期待できない中での交付金や消費減税のような政策は、砂漠に貴重な水をまくような政策となりかねない。

特に、消費減税は実施までに時間がかかってしまうと、その間に買い控えを引き起こす可能性もあり、短期的には逆効果となる可能性すらある。また、非常時とはいえ税収の減少が見込まれる中で一時的な政策に恒久的な財源を当てることは、財政の不安定性を高めることにもなる。

米国のように減税や資産課税の減免などが消費増加に繋がりやすい国ならばともかく、わが国における過去の減税政策の事例を見る限り、消費増税は過剰と思われるほど消費を冷え込ませるが、減税や給付金による消費押上げの効果は極めて希薄であった。

政策としてはコロナウイルスの感染防止による国民の不安解消を進めると伴に、企業と雇用を守ることを最優先事項とすべきであると思う。

特に消費活動の急速な縮小により、観光、運輸、外食などを中心として各企業の売上げは急速に減少しており、長期化すればするほど企業の存続や雇用に対する不安が高まることになる。

既に政府からも様々な対策が打ち出されているが、雇用を維持するための助成金、企業を存続させるための運転資金の供与、租税公課や債務返済の減免などの資金提供の強化が必要である。

また、コロナが終息した際のペントアップディマンド発生時に、企業側に値下げなどのインセンティブを出し易くさせるような支援策も有効なのではないかと思う。

コロナ問題は、いずれかのタイミングでは終息するはずである。

現時点では時期尚早かもしれないが、コロナ後の世界のあり方を考えておくことも必要であると思う。

その一つは、行き過ぎた効率化の見直しである。

コロナ以外でも、ここ数年間は、「数10年に一度」や「100年に一度」などと、言われていたような災害が相次いで発生しているが、復旧、復興の度に聞かれるのが、人手を含めた様々なリソースが足りないということである。

人口減少や高齢化という要因はあるものの、省庁再編や企業のスリム化などで、人員はギリギリまで絞り込まれており、非常事態に対応できる余力は限られている。

サプライチェーンは低価格を追及するために海外移転が進み、効率的で低コストではあるが、その反面極めて脆弱な仕組みとなっており、想定外のアクシデントが発生するとサプライチェーンの断絶が生じやすくなってしまっている。PCR 検査の体制不備が指摘されているが、検査を実施する地方衛生研究所は全国で 100 にも満たず、多くは自治体の財政難から予算や規模の縮小が続いていた。

想定外のことが発生するのが当たり前となって来ている中で、ヒト、モノ、カネにおいて、平時には余剰と思われるようなリソースを保有しておくことが、After Corona において重要となるのではないか。

批判が多いことは承知しているが、金融政策においては「のりしろ論」が語られることがある。

次の危機に備えた利下げ幅を確保するために、利上げが必要であるとのロジックであるが、財政においても同様のことが言える。

わが国は、バブル崩壊以降、幾多の経済政策を打ち出してきた。

しかし、その時に打ち出された特別減税や時限措置の多くは、なし崩し的に恒久化され、結果としてわが国の税収構造を弱体化させて来た。危機時に大規模な財政政策を打つことは必要であるが、危機終息後には速やかに財政の再生を図るといった、メリハリのある運営が求められる。

現在のように金融政策も財政政策も伸びきったゴムのような状況では、大規模な政策や機動的な手を打つことは難しく、ゴムの弾力を高めるためにも、コロナ危機終息後には財政に空いた大きな穴を少しでも埋めていくことが求められる。

そのためには各主体が痛みを広く分かち合うことが必要となる。

政府に対しては独立財政機関のような組織を立ち上げて、財源の伴わない支出を禁止し、野放図な財政弛緩に歯止めをかける。その上で、政府・自治体の職員増加、官民問わず非正規雇用者に対する、社会保障の整備や有給休暇の付与などのベネフィットの提供を義務付け、それに伴うコスト増加は製品・サービス価格への転嫁や増税などの形で、国民全体で負担することが求められる。

ヒト、モノ、カネの行き過ぎた効率化を見直す一方で、IT やデジタル技術を活用した効率化は進める必要がある。台湾ではマスクの購入に関して、健康保険証番号を使い一人当たり週3枚までの購入を管理し、混乱を回避しているようである。また、今回の対策には休校などによる休業支援策が盛り込まれているが、マイナンバーなどを活用して、リアルタイムで所得が把握できていれば必要な人に対して、必要な休業支援を迅速に行うことも可能となる。また、感染予防や災害発生時を想定した、在宅リモート勤務や学校のオンライン授業、オンライン検診などにも本気で取り組む必要もある。

選択肢は無数に考えられると思うが、重要な事は従来のように、もの言わぬ将来世代に負担を先送りするのではなく、家計、企業、国・自治体それぞれが、痛みを分かち合う覚悟を持つことである。

昨年、流行語大賞となった「ワンチーム」を一過性のブームに終わらせてはいけない。

（調査部審議役　上席研究員　寺坂　昭弘：Terasaka_Akihiro@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

新型コロナショックにより世界的な景気後退が濃厚に

＜要旨＞

新型コロナウイルスの感染拡大が世界に広がったことで、中国経済悪化による下振れだけではなく、各国の感染拡大防止措置に伴う消費や投資などの内需押し下げが景気悪化につながる新たなフェーズに入った。

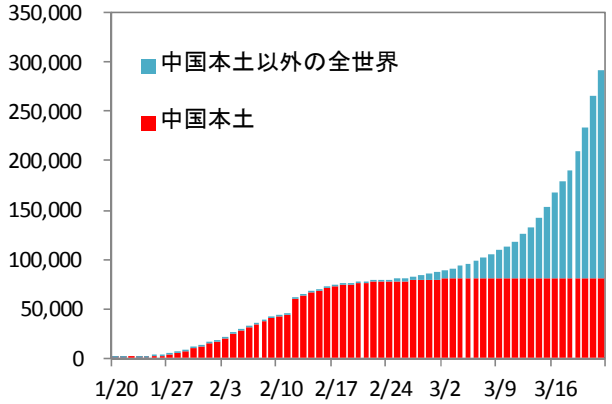
中国の１～３月期の成長率は前年比７～８％程度のマイナスとなると予測するが、中国内の感染拡大は一服しつつあり、４月以降は回復が見込まれる。一方、米欧の感染拡大はこれから本格化するとみられ、終息は早くとも５月以降となろう。2020 年前半の米国経済は大幅なマイナス成長に陥る可能性が高い。日本経済についても、消費増税後の落ち込みに続いてコロナショックが生じたことで、１～３月期も2四半期連続でマイナス成長となる見通しである。日本を含め世界経済は景気後退局面入りしたと判断される。

１．新型コロナウイルス感染拡大による悪影響は新たなフェーズに突入

2019 年末から回復に向かう兆しがみられつつあった世界経済だが、2020 年に入り、新型コロナウイルス感染の拡大によって未曾有の景気悪化を余儀なくされる恐れが高まっている。

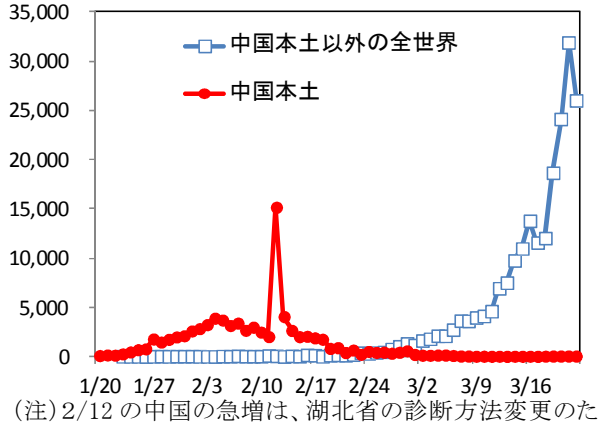
2020 年3月号調査月報の2020 年度までの経済見通しでは、中国経済の停滞による日本の財・サービス輸出の押し下げ、中国を起点とするサプライチェーンの目詰まりによる生産抑制によって、2020 年の日本の実質 GDP 成長率がほぼゼロ近傍まで低下するという見方を示した。しかし、3月に入って中国以外の国・地域に感染が広がり（図表1、2）、感染拡大防止に向け人の移動を大幅に制限する措置が、欧米を中心に世界各国で講じられつつある。こうした措置による経済への悪影響が、中国にとどまらず、日本を含む多くの国・地域に広がるという、新たなフェーズに突入した（次頁図表3）。感染拡大がどの程度広がり、いつ終息するのかを現時点で見通すのは困難であるが、本稿では感染の影響が新たなフェーズに入ったことを踏まえ、前回経済見通しからの変化を、米中を中心とする外需環境に焦点を当てて改めて検討する。

（人）
図表１ 新型コロナウイルス感染者数



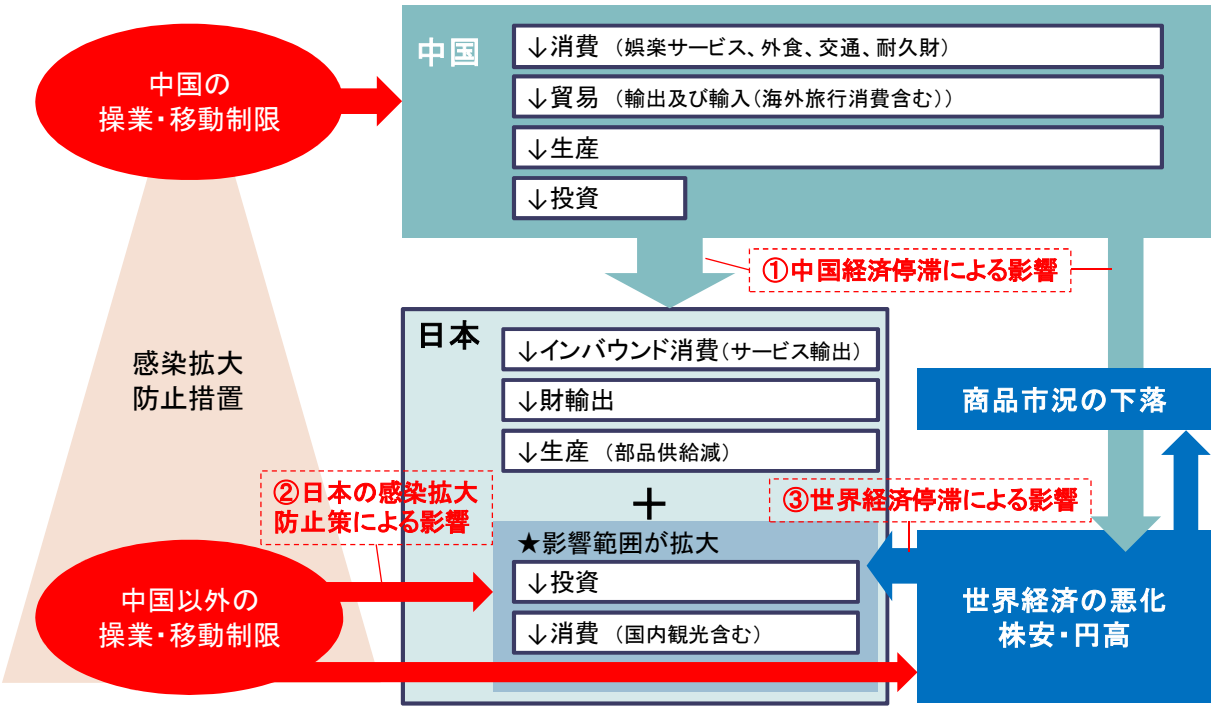
（注）WHO、中国国家衛生健康委員会

（人）
図表２ 新型コロナウイルスの新規感染者数



（注）2/12 の中国の急増は、湖北省の診断方法変更のため。
（資料）WHO、中国国家衛生健康委員会

図表3　新型コロナウイルス（COVID-19）感染拡大による経済への影響



（資料）三井住友信託銀行調査部作成

2. 世界的な人の移動制限措置や、株式市場の混乱が景気の重しに

まず、新型コロナウイルス感染拡大の現状（以下、特に記載なければ3月 22 日時点）について確認する。中国の一日あたりの新規感染者数は3月6日以降に2ケタ台まで縮小し、震源地となった湖北省では3月 18 日から新規感染者数ゼロが続いている。習近平国家主席は3月 10 日に湖北省・武漢市視察で「基本的に抑え込んだ」と発言するなど終息への自信をにじませた。一方、WHO は3月 11 日に「パンデミック（世界的大流行）」を宣言した。その後も欧米を中心に感染拡大テンポが急加速しており、イタリアで5万人を突破したほか、イラン、スペイン、ドイツ、米国で2万人超、フランスで1万人を上回ってなお増加が続いている（次頁図表4）。日本も例外ではない。3月から全国的なイベント自粛・休校措置が実施されたことで、欧米諸国に比べて感染ペース抑制が図られているとの見方もあるが、新規感染者数のピークアウトには至っていない模様である。

感染拡大防止に向け、世界各地で人の移動を制限する措置の導入が相次いでいる。欧州では感染者が急増するイタリア、スペインに続いてフランスでもロックダウン（都市封鎖）が実施されたほか[1]、ドイツでは国境管理が強化され、G7首脳テレビ会議後の記者会見で欧州委員会委員長は、EU域内への不要不急の渡航を 30 日間制限する措置の検討を発表した。ユネスコによれば、3月 20 日時点の全面的な休校実施は 125 カ国（全世界の生徒数の 72.9%）に及ぶ。

米国でも欧州からの渡航制限、北カリフォルニア州（サンフランシスコ市及び周辺）で南欧同様のロックダウン措置が実施されたほか、トランプ政権が3月 16 日に感染拡大に向けたガイドラインを発表し、在宅勤務やホームスクーリングの推奨、10 人以上の集まりやバー・レストラン等での店内

[1] イタリアは2/23 から集団感染が発生したロンバルディア州（州都：ミラノ）のロックダウンを実施したが、感染拡大が各地に広がったため3/10 にイタリア全土のロックダウンを敢行した（4/3まで）。スペインは3/14～28 の予定からさらに2週間追加、フランスは3/17～31 までの計画。

飲食、及び不要不急の旅行の自粛などを呼びかけた。しかし急ピッチの感染拡大に歯止めがかからず、感染者が急拡大するニューヨーク州やニュージャージー州、イリノイ州でも在宅勤務や不要不急の外出制限など事実上のロックダウン措置が実施されるなど、主要都市の経済活動が停止状態に陥る事態となった。

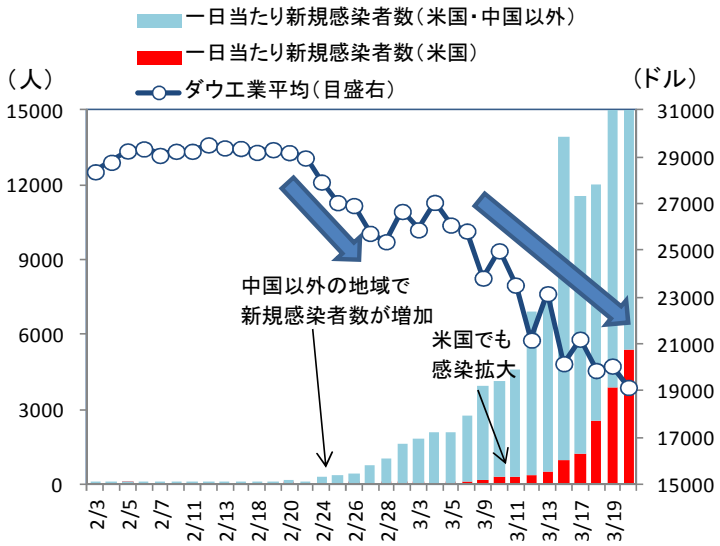
これら措置に伴う景気悪化が本格化するのはこれからだが、株式市場ではすでに感染拡大による不確実性の高まりが意識され、日本やその他アジア、欧州株も軒並み大幅に下落するなど、世界の株式市場で動揺が高まっている。米国株式市場では3月に入ってから 18 日までに4回サーキットブレーカーが発動されるなど、ボラティリティの高い値動きが続いている。ダウ工業株は中国以外の国で感染者数が増え始めた2月下旬から下落し始め、3月中旬頃からの米国での感染の広がりに呼応する形で下落テンポを強める展開となった(図表5)。

図表4 世界の新型コロナウイルス感染者数

アジア・オセアニア	中国本土	81,093
	韓国	8,897
	日本	1,046
	ダイヤモンド・プリンセス号	712
	その他アジア	5,156
中東	イラン	20,610
	その他中東	2,988
欧州	イタリア	53,578
	スペイン	24,926
	ドイツ	21,463
	フランス	14,296
	スイス	6,077
	英国	5,018
	オランダ	3,631
	ノルウェー	1,926
	スウェーデン	1,746
	その他欧州	17,730
北米	米国	32,453
	カナダ	1,048
中南米		3,386
アフリカ		1,171

(資料)WHO、CEIC Data

図表5 米株価と新型コロナウイルスの新規感染者数



(資料)WHO、CEIC Data

3. 先行して経済封鎖を実施した中国経済は1～3月期に大幅なマイナス成長となる見通し

人の移動制限措置等は、実体経済にどの程度の悪影響をもたらすのか。感染終息までの期間次第という側面が大きいことは言うまでもないが、少なくとも短期的には、過去の金融ショックや災害を契機とする景気悪化でも経験したことのない、大幅な落ち込みとなる恐れが高まっている。

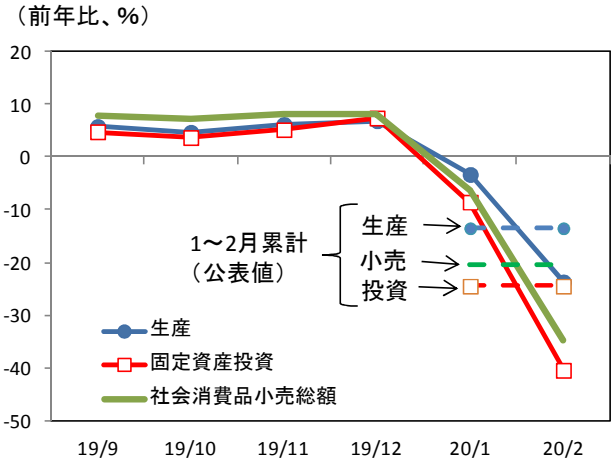
先例となる中国では、感染拡大阻止に向けた大規模な経済封鎖を実施していた期間の経済状況が明らかとなっている。中国では国民の外出規制にとどまらず、春節休暇の延長に伴う生産停止やその後の操業規制など、企業活動にも大幅な制限をかけた。欧米諸国で実施され始めている外出禁止・規制措置でも、日用品や医療関連を除く財・サービス消費の大幅な減少に加えて、在宅勤務の広がりによる人手不足によって生産活動に支障が生じるとみられるほか、企業収益の悪化や不確実性の高まりによる投資の落ち込みも予想され、中国同様に内需が幅広く影響を受ける恐れがある。

3月に公表された中国の1～2月の主要経済指標は、軒並み統計開始以来初となるマイナスを

記録した。輸出は同▲15.9%（12月：同＋9.3%）、生産は前年比▲13.5%（12月：同＋6.9%）、固定資産投資は同▲24.5%（12　月：同＋7.4%）、社会消費品小売総額は同▲20.5%（12　月：同＋8.0%）とすべて前年比2桁減となった。小売の内訳がわかる大規模小売店販売によると、食品・飲料は前年比プラスを維持したものの、耐久財は同2～3割減、外食は同4割減と大幅に縮小した。1月中旬までは通常の経済活動を営めていたことを勘案すると、経済封鎖中の落ち込みはさらに甚大であったとみられる。一定の仮定をおくと、経済封鎖中の内需の動きは、生産が前年比▲24%、固定資産投資は同▲40%、小売は同▲35%と試算される（図表6）。

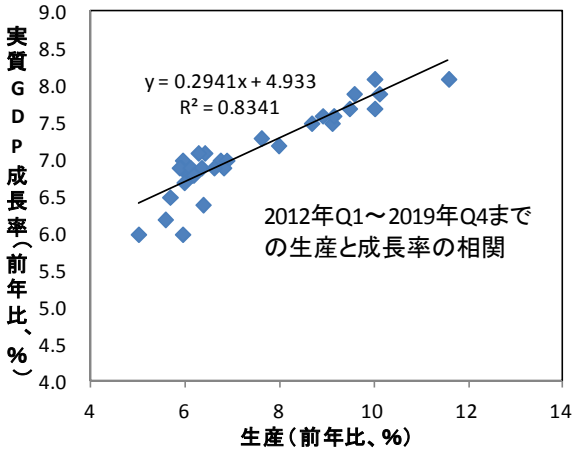
中国の成長率は生産と連動する傾向にある（図表7）。1～2月の大幅な下振れと、3月中旬時点でも経済活動が平常時まで回復していないことを勘案すると、1～3月期実質GDP成長率の大幅なマイナス転化は不可避である。サービス産業や建築活動の動向も勘案すると、中国の1～3月期の実質GDP成長率が前年比▲7～8%まで落ち込むと予測される。中国の感染拡大はすでに終息に向かっており、4月には経済活動がほぼ正常化する一方で、中国を除く世界経済の悪化が今後本格化することから中国の輸出回復が内需に比べて後ずれし、4～6月期も下押し圧力が残存すると予想される。2020　年後半には追加景気対策の実施で高成長に復するとみられ、2020暦年では同＋4%台前半を見込む。

図表6　中国の1～2月主要指標の推移（試算値）



（注）1月上中旬まで2019年12月並の成長と仮定し、1、2月前年比を試算。
（資料）中国国家統計局より、三井住友信託銀行調査部作成

図表7　中国生産と実質 GDP 成長率



（資料）中国国家統計局より、三井住友信託銀行調査部作成

4．感染防止措置による米国経済への悪影響は5月頃まで続く可能性

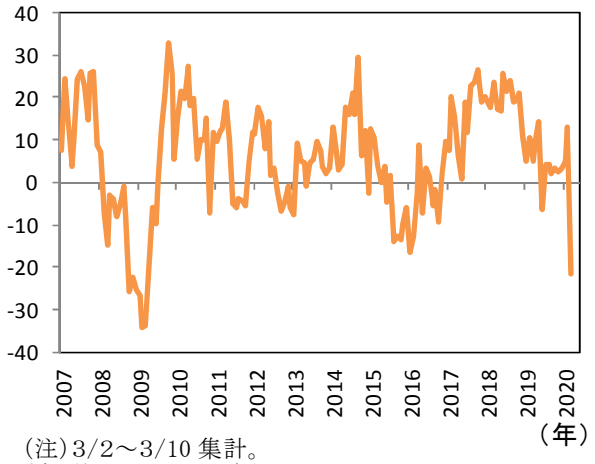
1～3月期の中国経済の低迷がそれ以外の国の財・サービス輸出の下押しにつながることに加えて、各地での感染防止措置の実施によって、4～6月期にかけてサービス消費を中心に内需の悪化が見込まれる。とりわけ欧州経済はロックダウンなど強硬な措置を講じる国を中心に消費の大幅な下振れは不可避である。

米国経済は、2月まで雇用所得の堅調を背景にサービス部門を中心とする景気拡大が続いていたが、3月に入って状況が一変した。現時点で3月の状況が確認できるデータは限られるものの、3月2～10 日に集計されたニューヨーク連銀製造業景気指数は新規受注や出荷の悪化などからリーマンショック後以来の水準まで低下した（次頁図表8）。米中摩擦の緩和などから2月にかけて回

復の兆しが強まっていた製造部門が、再び苦境に陥る可能性が高まっている。そして、悪影響はこれまで堅調だった非製造部門にも及んでおり、ホテル稼働率は3月第1週に前年より7.3%PT低下の 61.8%にとどまったほか、レストラン予約サイトの予約件数は3月上旬から前年比2桁の減少が続き、中旬以降はゼロに近づいている。

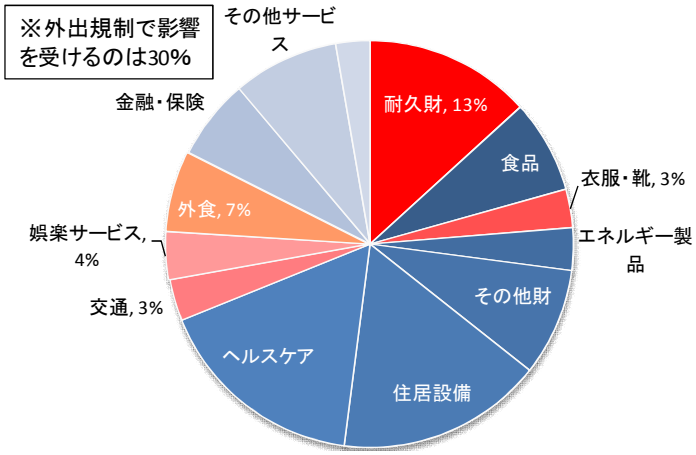
第2節で見たとおり、全米経済規模第1位のカリフォルニア州、第3位のニューヨーク州で実質的なロックダウンが実施されたことで、外食や交通、娯楽サービスなどが縮小するほか、株安などを背景に消費者マインドが悪化し、耐久財消費も下押しが強まると見込まれる。影響が及ぶのは実質消費の 30%（図表9）、GDPベースで約 20%となり、仮にこれらの消費が先に見た経済封鎖中の中国の小売並みに35%減少すれば、GDPへの下押し圧力は単純計算で▲7%となる。

図表8 ニューヨーク連銀製造業景気指数



（注）3/2～3/10集計。
（資料）ニューヨーク連銀

図表9 米国実質個人消費の内訳



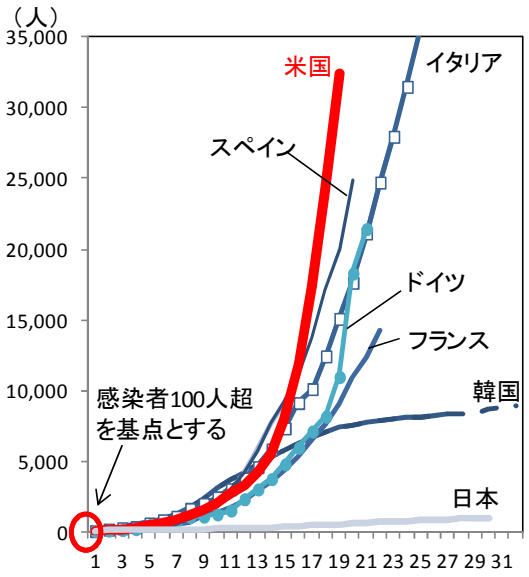
（資料）米国商務省

米国内での感染拡大はいつまで続くのか。3月 22 日時点で感染者数の多い国の推移を比較すると、大規模な検査実施により足元で感染拡大が緩やかになりつつある韓国に比べて欧米各国では急速に拡大しており、なかでも米国の拡大テンポは、欧米諸国で先んじてロックダウンという強硬措置をとらざるを得なかったイタリアを大きく上回って急拡大している（次頁図表 10）。

もっとも、州別の感染状況には地域的な偏りがみられ、米国すべてが危機的な状況にあるわけではない（次頁図表 11）。なかでもニューヨーク州は 15,000 人超と突出しており、隣接するニュージャージー州も急増している。この2州の3月 22 日の一日当たり新規感染者数は 3,691 人と、米国全体の増加数の半数超を占める。今後の状況次第では、ロックダウンのような強硬措置がさらに広がる可能性も排除できないが、現状では米国全体でロックダウンが実施される可能性は低いとみている。米国での感染拡大一服は、少なくとも中国で湖北省・武漢を中心とするロックダウン実施から感染者数がほぼ終息するまでに要した期間（約7週間）を経た、5月以降と想定している。

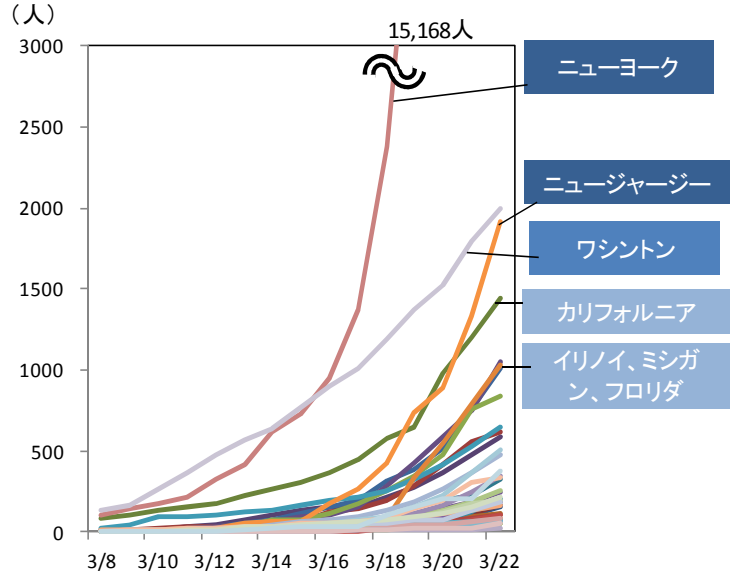
以上から、米国経済は今後、消費に対する悪影響に加えて、不確実性の高まりなどから投資を含む内需全般の悪化に見舞われ、実質GDP成長率は1～3月期、4～6月期ともに前期比年率で2桁のマイナス幅に陥り、かつ4～6月期にマイナス幅が拡大する可能性が高い。2020年暦年の成長率は前年割れとなろう。1～3月期の中国経済の大幅なマイナス成長や、米国経済が2四半期連続でマイナス成長となることから、2020 年前半は、世界経済全体でも景気後退局面入りするとみられる。

図表 10 各国の感染者数（100 人超時点を基点）



（資料）WHO、CEIC Data

図表 11 米国の州別感染者数



（資料）CEIC Data

5. 日本経済はすでに景気後退入り。2年連続でマイナス成長となる見通し

日本経済は、2019 年 10 月の消費増税後の 10～12 月期実質GDP成長率が大幅な落ち込みを記録した後、弱いながらも 2020 年入り後の消費は回復に向かいつつあった。しかし1月下旬以降に中国人観光客が激減し、航空機や新幹線など遠距離交通、及びホテルや飲食店、免税店などインバウンド消費関連の悪化が顕著となった。

それに追い討ちをかける形で、国内感染拡大を防ぐ措置の実施に伴う消費悪化、及びマインド低下に伴う設備投資の先送りなどが景気を大きく下押しすることがほぼ確実である。3月上旬の新幹線輸送量は前年比半減、3月前半の大手百貨店売上げは同 30～40%減少した。1～3月期の成長率は2四半期連続でマイナス成長となろう。日本経済は消費増税とその後の新型コロナウイルスの世界的な流行によって、すでに景気後退入りしていると判断される。2019 年度の成長率は、前回消費増税が実施された 2014 年度以来のマイナス成長を予測する。

4～6月期の外部環境については、中国経済が回復に向かう一方で、米国や欧州など先進国経済の下振れが顕著となることから、引き続き厳しい状況が予想される。インバウンド消費に関しては、世界的な渡航制限措置により、一時的にほぼ消失することを覚悟する必要があろう。他方、日本における感染爆発は今のところ生じておらず（図表 10）、予定通り3月中にイベント自粛などの感染抑制策が解除されれば、内需を中心とする回復が期待される。7月以降は米欧経済も上向き、潜在成長率を上回る比較的高めの成長を維持すると見込まれる。それでも 2020 年度の成長率は2年連続のマイナス成長となろう。

6．金融・財政政策による景気押し上げ効果が本格化するのは 2020 年後半

未曾有の景気悪化に直面し、各国政府は対策を急いでいる。感染拡大による不透明感の高まりにより株価下落など金融市場では動揺が強まっており、多くの中央銀行が利下げに踏み切った。とりわけ米 FRB は3月に定例会合をまたず2回の臨時利下げ（3/3 に 50bp、3/15 に 100bp）を実施し、FF レート誘導目標は0～0.25%と事実上のゼロ金利政策を復活させた。さらに資産買い入れ再開や預金準備率の引き下げも発表された。利下げ直後に株価が大幅に下落するなど、一時的に市場の過度な不安をあおる格好となったものの、当面の企業の資金繰り救済や感染一服後の景気回復を支える効果が期待されることは間違いない。

財政政策についても、トランプ政権は家計への現金支給を含む2兆ドルの景気対策を計画するほか、欧州各国でも医療体制の強化や家計・企業支援策が相次いで打ち出されている。日本でも3月 10 日に金融措置も含め2兆円規模の対策が公表され、2020 年度予算策定後には大型補正予算の編成により、感染一服後の景気回復の後押しを狙う。こうした財政政策の効果が本格化するのは、世界の感染拡大が一服し、平常時の経済活動を取り戻す 2020 年夏場以降となろう。

ただし本稿で示した見方は、世界的な感染拡大が4～6月期に終息に向かうことを前提としている。この先、感染拡大がさらに加速してロックダウン型の措置をとらざるを得なくなる国が増える、感染拡大が夏以降も続く、金融市場の動揺がさらに悪化して実体経済の下振れを深化・長期化させるといった可能性があるほか、米中間や中東諸国の対立再燃といった政治・地政学的リスクもある。この先も、さらなる下振れリスクを強く意識しながら状況の進展を見ていく必要がある。

（調査部　経済調査チーム　大和 香織：Yamato_Kaori@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

市況変調下での収益不動産業経営
～企業は歴史の教訓を活かせるか～

＜要旨＞

不動産を1棟売りする企業（以下、収益不動産販売企業）の業績をみると、一部で減益ないし利益率低下の先がみられる。足下では、東京都心オフィスの価格にピーク感が見られること等から、収益不動産販売市場の先行きは、やや不透明感が増している。

こうした中、2008年のリーマンショックを乗り越えた企業は、当時の事業方針をほぼ180度転換し、財務規律では例えば「自己資本比率50%以上」を掲げる等、全体として堅実な経営スタンスとなっている。一方で、新興の急成長企業の中には、リーマンショック前の企業と似通った取組みスタンスの先がみられる。

何れ、市況調整が本格化する局面において、歴史の教訓を活かしている企業とそうではない企業との間で、経営状態に相応の格差が生じるものと考える。

1. 収益不動産販売企業の業績変調

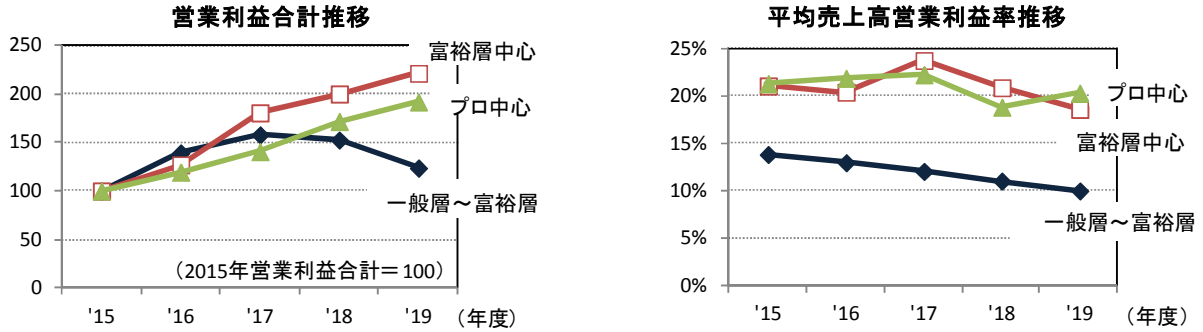
土地や中古物件を仕入れ、新築・リノベーションの上、様々な投資家へ販売する「収益不動産販売企業」は、アベノミクスによる景気回復局面で、業績を大きく拡大してきた。しかし近年は、減益または利益率が低下している先が散見される。

一般に、収益不動産を購入する投資家は、公務員やサラリーマン等の「一般層」、収入や保有資産が豊富な「富裕層」、ファンド・J-REIT・不動産会社等の「プロ」と幅が広い。収益不動産販売企業は、これら顧客層に応じて概ね区分され、販売する物件の価格帯も異なる。具体的には、販売先が「一般層～富裕層」の場合、物件価格は数千万円～数億円であり、販売先が「富裕層中心」あるいは「プロ中心」の場合、物件価格も数億円～数十億円になると考えられる。

図表1は、各グループの代表的企業の営業利益合計推移（2015年を100としたもの）と平均売上高営業利益率推移を示したものである。

業績悪化の傾向は、投資家が一般層～富裕層の先で確認できる。営業利益が2017年をピークに減少、売上高営業利益率も低下傾向である。また富裕層中心の先については、増益を維持しているが、売上高営業利益率はやや低下している。

図表1　収益不動産販売の業績推移

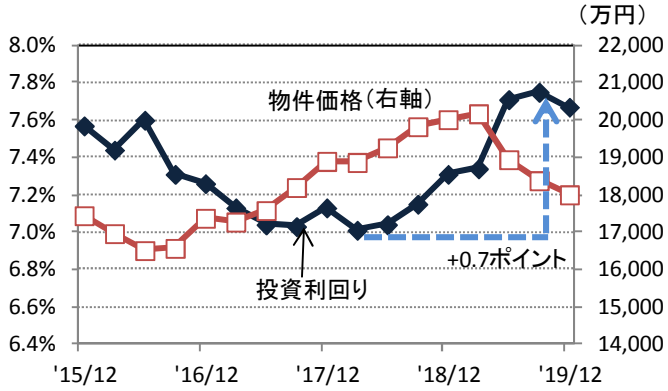


（資料）各社決算資料より三井住友信託銀行調査部作成

これは、「収益不動産販売市場」が調整局面に入りつつある兆しと考えられる。

実際に、1棟売りマンションの物件価格は低下に転じている。図表2は、不動産投資の個人向け情報サイト「健美家(けんびや)」に登録されている、首都圏の1棟マンションの想定利回りと物件価格を示したものである。平均価格が1～2億円であるため、一般層のアッパークラスから富裕層が取得する物件と考えられる。2016 年のマイナス金利適用後から利回りは急低下したが、この2年で約 0.7 ポイントも上昇している。これに伴い想定価格も1～2割は下落していると推測される。

図表2　首都圏1棟マンションの想定利回り・物件価格推移



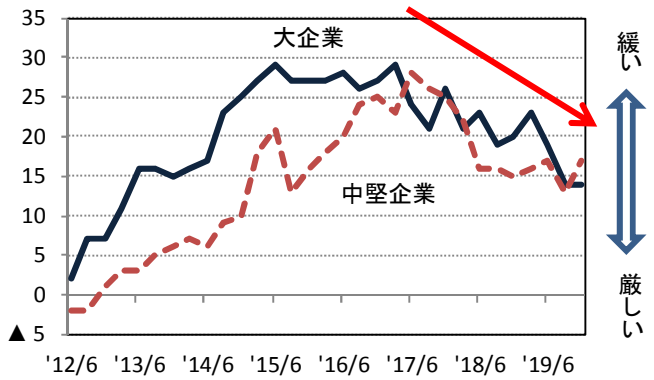
（資料）健美家㈱「不動産投資と収益物件の情報サイト」

2.　融資慎重化を一因に収益不動産販売市場が調整

収益不動産販売市場が調整し始めている一因として、一部金融機関の融資慎重化が挙げられる。

日本銀行短観から、不動産業に対する「貸出態度判断 D.I.」を確認すると(図表3)、大企業・中堅企業共に 2017 年前半頃をピークに低下している(つまり融資姿勢が厳しくなっている)。同 D.I. は企業を対象としたものであるため、個人向けの融資はより厳しいとみられる。

図表3　不動産業への貸出態度判断 D.I.推移



（資料）日本銀行「短観(貸出態度判断 D.I.)」

2018 年半ばに不正融資問題が発覚したこと等で、金融機関の一部で融資姿勢がより慎重になったと考えられる。これに伴い、投資家は自己資金積み増しや借入減額を迫られている模様である。その結果、投資家は物件購入を諦めたり、収益不動産販売企業は物件を何とか販売しようと、販売価格を引き下げたりしている。これが先述の物件価格の下落に繋がっているとみられる。

3. 市場の先行きがやや不透明に

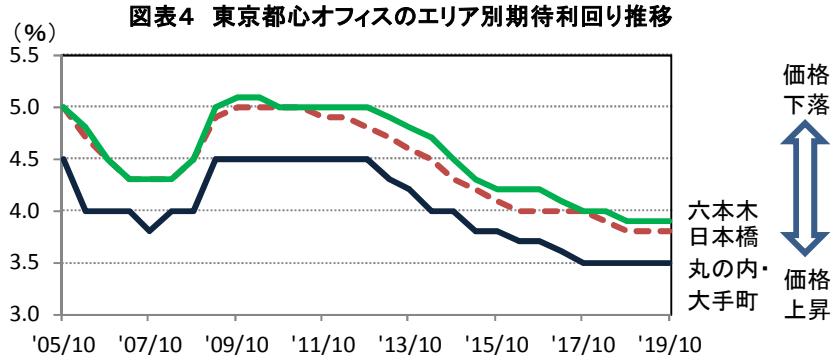
収益不動産販売市場の先行きは、全体的にやや不透明感を増している。理由は以下の諸点である。

(1) もう一段の不動産価格上昇を見込み難くなっている

図表4は、日本不動産研究所の「不動産投資家調査」における、都心オフィスの期待利回り推移を示したものである。いわゆるプロの投資家に、物件のアセット・エリア別に期待する利回りをアンケートしている。一般に、不動産に対する期待利回りは、不動産市況に対する投資家の見方が強気であれば低下し、弱気になると上昇する。

この利回りが近年下げ止まり状態であり、物件価格に天井感がみられる。具体的にはオフィスエリアで最も利回りが低い「丸の内・大手町」は、2年間も利回りが変動しておらず、リーマンショック前の概ね横這いだった期間(2006/4月～2008/10月の2年半)に迫っている。またオフィス立地では「丸の内・大手町」に次ぐ「日本橋」や「六本木」も、横這いとなっている。つまりオフィスの中心エリアにおいて、利回りの更なる低下、すなわち価格上昇への期待を持ち難くなっている。

図表4　東京都心オフィスのエリア別期待利回り推移



(資料)日本不動産研究所「不動産投資家調査」

(2) 私募ファンドに対する融資姿勢も慎重化している

不動産の私募ファンドとは、機関投資家や富裕層等から出資を募り、借入によって資金量を膨らませた上で不動産に投資するプレーヤーであり、プロ投資家の一種である。その私募ファンドも資金調達のハードルが徐々に高くなっている模様である。

不動産証券化協会の不動産私募ファンド実態調査では、私募ファンドの運営企業に資金調達が容易か否かをアンケートしている(短観の貸出態度判断D.I.と同様)。これによれば、D.I.が2014年をピークに低下しており、そのペースが2016年からやや加速している。

プロの収益不動産販売市場において、私募ファンドは重要なプレーヤーであり、2019年は不動産投資額の約30%を占めた(J-REITや不動産会社も同程度)。私募ファンドの物件取得が滞れば、収益不動産販売市場の需給バランスが悪化する恐れがある。

4. リーマンショックを乗り切った企業の現在の経営スタンス

こうした環境を想定すると、収益不動産販売企業は、市況悪化にも耐えうる経営方針を持つことが望ましい。この観点でリーマンショックを乗り越えた企業の経営スタンスは参考となる。当時の反省を活かして、事業方針を大幅に修正し、財務規律を高めている。

(1) 事業スタンス

図表5は、リーマンショック前後の事業スタンスについて、破綻を免れた各社の事例を示したものである。以下で、其々説明する。

図表5 リーマンショック前後の事業スタンス

ポイント	リーマンショック【前】		リーマンショック【後】
開発手法	新規開発への傾倒		バリューアップに注力
物件の規模	大規模物件(数十億円以上)の取扱い拡大	⇒	中小物件(数千万円～数十億円)を重視
物件の立地	積極的な地方展開		都内ないし首都圏が中心

(資料)各社開示資料などから三井住友信託銀行調査部作成

① 既存物件のバリューアップに注力

リーマンショック前は物件の新規開発(土地から仕込む開発)に傾倒する先もみられたが、現在は既存物件のバリューアップ(リノベーション等による価値向上)に注力している。新規開発の事業期間は通常2年以上を要するが、バリューアップでは躯体が完成しているため半年から長くて2年以内に回転させられることが多い。このため、市況リスクに晒される期間が短くなり、また資金が長期に亘り寝ることもない。

② 中小物件を重視

リーマンショック前は大規模物件(数十億円以上)の取扱いを拡大する先もいたが、現在は中小物件(数千万円～数十億円)を重視している。大規模物件は買い手が限られ市況悪化時に流動性が低下しやすく、リスクが大きい。一方、中小物件は、投資家層がプロから富裕層まで幅広く、物件の流動性は高い。

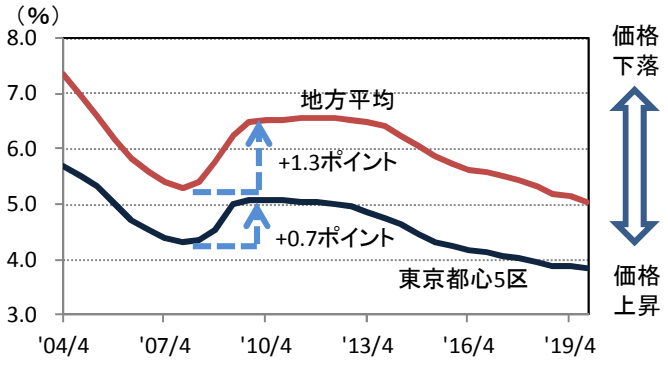
一般に、富裕層は本格的な市況悪化時にも物件を取得する層が存在するため、販売落ち込みを多少和らげることに繋がる。また棚卸資産を中小物件の集合体とすることで、1物件への集中リスクを避けることができる。

③ 立地は都内ないし首都圏

リーマンショック時に大きな減価に見舞われた地方物件を敬遠し、都内ないし首都圏の物件に集中している。

リーマンショック時、地方物件の価格下落幅は、都内物件よりも相対的に大きかった模様である。実際、図表6の通り、地方都市(札幌・仙台・横浜・名古屋・大阪・福岡の平均値)のオフィス期待利回り推移は東京都心よりも変動が大きかった(価格の変動が大きかった)。

図表6 東京都心5区と地方都市のオフィス期待利回り推移



(資料)日本不動産研究所「不動産投資家調査」

(2) 財務運営方針

事業スタンスと同様に、リーマンショック前後の財務運営方針を図表7に示した。各ポイントの詳細を以下で説明する。

図表7 リーマンショック前後の財務運営方針

ポイント	リーマンショック【前】		リーマンショック【後】
資金調達	借入期間3年以内が多かった		借入期間10年以上が多い
自己資本の厚さ	自己資本比率30%以下が多かった	⇒	自己資本比率50%以上
棚卸資産と自己資本のバランス（棚卸資産/自己資本の比率）	2倍以上が多かった		1倍以内（自己資本の範囲内）

（資料）各社開示資料などから三井住友信託銀行調査部作成

① 資金調達の長期化・分散化・均等化

市況悪化時に物件売却が滞った場合、借入期間が短く設定されていると（例えばリーマンショック時のように3年程度など）、借入金が次々と返済期限を迎え、資金繰りに窮することになる。

この危険を避けるため、各資金調達の借入期間を極力 10 年以上とし、返済期限を分散させ、期限の返済額を出来る限り均すことで、資金繰りの安定化を図ろうとしている。企業によっては、短期借入依存度（＝短期借入/全借入）を概ね 10%以下に抑制している例もある。リーマンショック前は、この数値が 40%以上に達する先が多かった。

② 十分な自己資本を確保しておく

市況悪化時には、保有している棚卸資産の価値が下がり、含み損を抱えることは避けられない。その場合でも、ある程度の自己資本を維持することで、ステークホルダーの信頼を保つことが重要である。

リーマンショック時は自己資本比率 30%以下の先が殆どであり、破綻を免れても棚卸資産評価損（棚卸資産の時価が簿価を下回った時に計上される損失）により自己資本比率は1桁台に低下する先もみられた。このような先は、元の経営状態に戻すのに相当の時間を要した。

この観点から、予め十分な自己資本を確保しておくことが重要と言える。例えば、もっとも高い目標を掲げている先では「自己資本比率は 50%以上」といった財務運営がみられる。これだけ高ければ、市況悪化により損失が発生しても、相応の自己資本比率を維持できると考えられる。

③ 過大な棚卸資産を保有しない

棚卸資産の減価に伴う自己資本の喪失を避ける観点では、自己資本に対して過大な棚卸資産を保有しないことも有効である。

リーマンショック時に破綻を免れた企業であっても、棚卸資産を自己資本の3～4倍保有していたため、自己資本の6～8割程度を失った先もある。

このような事態を防ぐために、例えば、棚卸資産の保有額を「自己資本の範囲内に抑える」という方針の企業がある。これは、仮に棚卸資産を全損しても、債務超過に陥ることはない水準である。リーマンショック級の危機に備えるためには、東京都心物件でも2～3割の減価は想定しておく必要がある。この場合でも、棚卸資産/自己資本を1倍以内とすれば、自己資本の毀損も同程度におさまり、深刻な資本不足に陥ることは避けられる。

5. 今後の見通し

リーマンショックの教訓を活かし、経営スタンスを堅実化させた企業は、経営安定度が格段に高まっている。今後、市況調整が長引き、また調整幅が深くなった場合でも、しのぎ切れる経営体制が構築されていると考えられる。一方で、リーマンショック前後に創業され、(当時の危機的な状況をあまり経験せず)近年の不動産ブームに乗って急拡大してきた企業の中には、財務運営方針等でリーマンショック前の企業と似ている先もみられる。

何れ、歴史の教訓を活かしている企業とそうではない企業の間で、経営状態に相応の格差が生まれるものと考えている。

(調査部　産業調査第一チーム　深山 敬大 : Miyama_Takahiro@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。