

2020年6月時点調査ではコロナの影響は限定的 都心オフィスビルのキャップレート予測

はじめに

不動産は人が集まる場所を提供するものであるが、新型コロナウイルスの流行により、人が集まることは「リスク」ととらえるようになった。オフィスはこれまでの集約型から、リモートワークの導入による分散型への新常識も見いだされ、コロナ禍はオフィスの存在価値を考え直す契機を与えたと考えられる。

本稿ではこのような環境変化の中で流動性リスクや NOI 変動予測を含むキャップレート（以下「CR」）について、東京都心5区オフィスビルに焦点を当て過去の推移から将来予測を行う。

◆貸出態度 DI と不動産 CR の関係

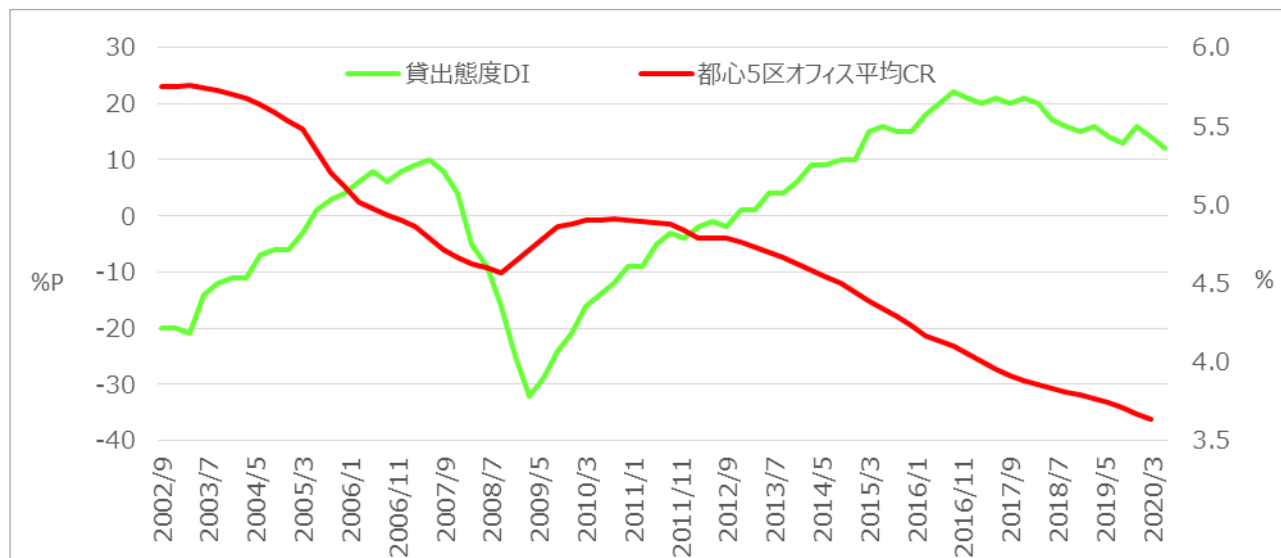
金融機関の不動産向け貸出態度 DI（日本銀行公表）と不動産 CR との間には一定のラグをもつ

た相関関係がみられる。【図1】のとおり、2003年から2007年の中頃まで、貸出態度 DI は大幅に改善（-20pt→10pt）したが、その間における CR も下落トレンドで推移していた。その後、2009年前半まで貸出態度 DI が急激に悪化した、同期間には CR が大幅な上昇をみせた。両者には負の相関関係があり、貸出態度 DI の反転時期より数ヶ月程遅れて CR が反転する傾向がみられる。貸出態度 DI と J-REIT 保有都心5区オフィス平均 CR（鑑定 CR）との間にも、【図1】のとおり一定のタイムラグをもった負の相関関係が認められる。

◆CRの将来予測

上記のように貸出態度 DI と CR の相関関係を把握できると、その応用として、貸出態度 DI の予測値から CR の将来値を予測できることとなる。

【図1】貸出態度 DI と J-REIT 保有都心5区オフィス平均 CR



出典：日銀短観 貸出態度 DI（不動産業・全規模）

ここで、貸出態度 DI の予測に当たっては、相関があると考えられるマクロ経済変数（GDP 成長率等）を用いる。実績値から両者の相関関係を把握し、マクロ経済変数の予測値から将来の貸出態度 DI を予測する。こうして得られた貸出態度 DI 予測値から、貸出態度 DI と CR の過去の相関関係を踏まえ、都心 5 区オフィス CR の将来予測を行なう。

2008、2009 年度と 2 年連続のマイナス成長を経てプラスに転じていた日本経済ではあるが、2014 年度は消費税増税の影響を受け再びマイナス成長となった。2015 年度以降はプラス成長となっているものの、足元では、新型コロナウイルスの拡大に伴う活動自粛により、民間消費、住宅投

資及び設備投資の国内民間需要に減少がみられている。さらにインバウンド需要が剥落したことにより、外需も減少していることから、外部経済機関等による 2020 年度の成長率はマイナスになると予測されている。しかしながら、2021 年度以降は再びプラス圏で推移する見通しである。

マクロ経済予測のメインシナリオによれば、貸出態度 DI は今後一旦下落して 2022 年度以降には回復基調となる見通しであり、これに伴い、CR は 2022 年 3 月の 3.81% まで上昇した後に低下すると予測される。一方でネガティブシナリオでは、新型コロナウイルスの収束が長引き、さらなる海外経済の減速等により、CR は 2022 年 9 月の 4.03% まで上昇する見通しとなった。

【図 2】都心 5 区オフィス平均 CR の予測

