株式会社都市未来総合研究所

公開

英国の EU 離脱が国内不動産市場に及ぼす影響

～現時点で想定される英国の EU 離脱の国内不動産市場への影響は不動産金融市場に直接的な影響が及んだリーマンショック時と比較し軽微と考えられる。ただし、今後 EU 体制の混乱や金融システム全体の信用不安が生じる等の事態となればマイナスの影響が急速に強まることも。～

2016 年 7 月

SPECIAL REPORT

2016 年度 vol.1

湯目健一郎（Ken-ichiro Yunome）
yunome@tmri.co.jp

6 月 24 日の英国の EU 離脱決定を受け、円が急騰し、株価は大幅下落した。EU 離脱で米国の利上げ先送りも強まり、円高、株安基調は続きやすく、国内景気の押し下げを伴って国内不動産市場にも影響を及ぼすことが懸念される。今回の英国の EU 離脱はリーマンショック時と同様、国内不動産の価格や賃料に天井感が生じている段階で発生したため、国内不動産市場に対して一定のショックが加われば、不動産価格や賃料が大幅に下落する可能性がある。

英国の EU 離脱が国内不動産市場に及ぼす影響を考察するうえでは、本来長期的な国際政治力学の変化とその結果生じる実体経済の混乱の蓋然性を読み解いたうえで行うべきと考えるが、本稿では現時点で起きている金融市場での現象や実体経済への影響を起点として、短・中期の時間軸で国内不動産市場に及ぼす影響を考察した。

概要

・英国の EU 離脱が国内不動産市場に及ぼす影響を不動産投資とオフィスビル等への実需（テナント需要）に分けて考えると、不動産投資に関しては、リーマンショックが不動産投資の生命線であるデット市場（金融の流動性）を直撃したのに対し、英国の EU 離脱は政治と実体経済にかかる問題であり、国内不動産市場への影響経路は間接的なものと考えられる。加えて、株式や債券との比較で不動産投資は相対的に安定したインカムリターンが得られる投資資産として、優位性が高まる可能性すら考えられる。

・オフィスビル等への実需（テナント需要）に関しては、円高が国内景気を押し下げる影響は免れず、テナント需要が減少する可能性がある。ただし、リーマンショックのようにテナント企業の資金繰りが悪化し、オフィスフロアの解約に至るような事態には陥らないとすれば、かつてのような賃貸市況におけるデフレ・スパイラルが生じる蓋然性は低い。

・以上、現時点で想定される英国の EU 離脱の国内不動産市場への影響は、不動産投資に関しては大きなマイナスが生じる兆しはなく、オフィスビル等への実需（テナント需要）に関しても急速に悪化する蓋然性は低いことから、総じてみれば、リーマンショック時と比較し影響は軽微と考えられる。

・他方、万一、EU 加盟国の相次ぐ離脱などで EU 体制の混乱が拡大する、あるいは 7 月に入り報道されている欧州の一部金融機関の健全性不安が金融システム全体の信用不安に発展する等の事態となれば、経済の先行き不透明感の増大も加わり、国内不動産市場へのマイナスの影響が急速に強まることもありえるだろう。

Special Report の中で示された内容や意見は、都市未来総合研究所の公式見解を示すものではありません。
なお、Special Report に対するご意見・ご質問・お問い合わせは、執筆者までお寄せください。

1. 金融市場を介した国内不動産市場への影響波及

1-1. デット市場への影響が国内不動産投資に及ぶか

リーマンショックは金融機関の信用収縮となって、不動産投資の生命線であるデット市場（金融の流動性）を直撃した。サブプライムローンの不良債権化に端を発したものが、CMBS レンダーの経営悪化・金融機関の信用収縮→デット市場の機能不全→買手不在となり、不動産価格は下落のデフレ・スパイラルに陥った。これに対し、英国の EU 離脱は政治システムが震源であり、EU 内の一部の金融機関で株価の下落がみられるものの、今のところ国際金融市場への直接的な影響は小さいと考えられる。また、リーマンショック時と異なり、国内投資不動産においてレンダーは国内金融機関（BS レンダー）が中心で、レバレッジも相対的に低いことから、不動産金融市場への影響は広がりにくい。

現状、低金利にもかかわらず他業種の借入ニーズ（設備投資需要）が高まらない中、国内金融機関の不動産融資意欲は高く、不動産市況に先立って資金調達環境が悪化する蓋然性は低いと考えられる。

なお、後述するようにオフィスビル等への実需（テナント需要）が急速に減少する蓋然性は低いと考えられることから、キャッシュフローが減退して利払い等に支障をきたす事態が生じることは考えにくく、リーマンショック時とは異なって、コベナンツ抵触やリファイナンス難となる物件が多数出るような事態になる蓋然性も低いと考えられる。

一方では、英国の EU 離脱とは直接の関係はないが、7 月に入り、FRB の大手銀行のストレステスト（健全性審査）の結果や IMF の金融システム安定性評価レポートの結果の公表が相次ぎ、欧州の一部金融機関には健全性の低い金融機関やシステミック・リスクの主因となりうる金融機関が存在すると報じられている。万一こうした一部金融機関が端緒となって金融システム全体の信用不安に発展する事態となれば、デット市場への影響が生じるであろう。

今後 EU 体制の混乱や上述した金融システム全体の信用不安が生じる等の事態となれば、経済の先行き不透明感の増大も加わり、国内不動産市場へのマイナスの影響は急速に強まることも懸念される。

1-2. 株式市場や債券市場への影響が国内不動産投資に及ぶか

株式などのリスク性資産は短期で価格が騰落するなど変動の大きい状況が続いている。他方、国債や高格付け債などの安全資産は世界的な金融緩和に英国の EU 離脱によるリスク回避姿勢の強まりもあって、利回りが低下している。こうした資産運用環境下では不動産投資は相対的に安定したインカムリターンが得られる投資資産として優位性が高まるとみられる。

なお、個人投資家においては逆資産効果によって不動産投資を手控える方向に作用する可能性が考えられる。

1-3. 為替市場への影響がオフィスビル等への実需（テナント需要）に及ぶか

英国の EU 離脱後の円高は輸出産業の業績悪化につながり、これら企業が国内で賃借するオフィスビルの借り増しの延期などでテナント需要の停滞につながる可能性が考えられる。逆に内需産業等で円高の恩恵を受ける業種ではテナント需要が強まる可能性が考えられ、業種属性によって影響は異なるだろう。東京都心 5 区のオフィスビル市場においては、過去円高進行時は景気動向指数（CI 遅行指数）の悪化を伴って、新規需要が減少する傾向がみられ、円高はどちらかといえばテナント需要の減少につながりやすいと考えられる。ただし、リーマンショック時の 1 ドル 70 円台の水準と比較すれば、現在の 1 ドル 100 円台前半の水準は相当円安水準である。

また、リーマンショック時はデット市場の機能不全で資金繰りが悪化した企業も散見され、オフィスフロアの部分解約や移転、退去と賃料引き下げを伴う埋戻しでテナント需要が急速に減少し、賃貸市況におけるデフレ・スパイラルに至ったことと比較すると、影響は緩やかにとどまると考えられる。

なお、英国の EU 離脱後一定期間が経過し、米国の株式市場が急速に回復するなど金融市場の混乱が収束する動きがみられる中、ドル円相場に関しては円安へは戻らず、目下のところ 1 ドル 100 円台前半の円高水準が定着している。円高が今後も継続すれば国内景気の悪化が顕在化し、テナント需要の減少が長期化する蓋

 © 2016（株）都市未来総合研究所

※1　出所：ジョーンズ ラング ラサール株式会社の「JLL プロパティクロック（不動産時計）」。2016 年第 1 四半期時点。
※2　出所：IPF「The Size and Structure of the UK Property Market: End-2014 Update (July 2015)」の Commercial Investment Property Universe のうち「OVERSEAS」の金額。1 ポンド 130 円（2016/7/8 のレート）で換算。

然性が高まる。2018 ～ 2019 年にかけては東京都心 5 区でオフィスビルの大量供給が見込まれており、賃料の下落圧力を強める結果となりやすい面もある。

オフィスビル以外では、インバウンド需要を見込んだ商業施設や宿泊施設に関しては、円高に起因して、訪日外国人の消費と宿泊需要の減少が賃料負担力低下、テナント需要減少につながる可能性がある。

2. 英国の実体経済を介した国内不動産市場への影響波及

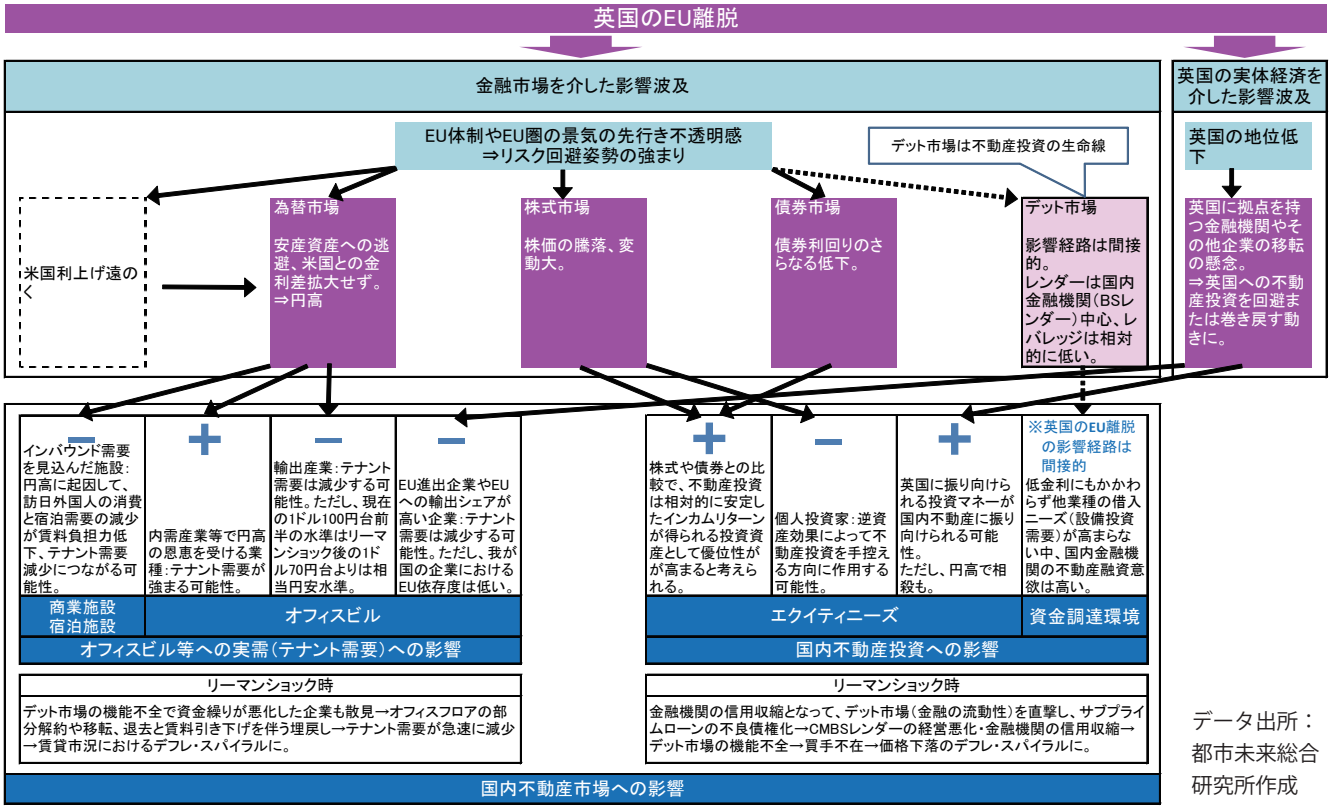
2-1. 英国の実体経済への影響がオフィスビル等への実需（テナント需要）に及ぶか

EU 進出企業や EU への輸出シェアが高い企業においては EU での売上低迷や EU の先行き不透明感から投資を控える動きが企業業績を押し下げる要因となり、これら企業のテナント需要が減少する可能性がある。ただし、我が国の企業における EU 依存度は低いといわれており、テナント需要全体への影響は大きなものにはならないだろう。

2-2. 英国の実体経済への影響が国内不動産投資に及ぶか

英国に拠点を持つ金融機関やその他企業の移転が起きれば、シティのオフィスビルなどを中心に賃貸収益の悪化が見込まれる。企業が実際に移転するまでには時間を要すること、ロンドンの賃貸オフィスでは 10 ～ 15 年の長期契約で中途解約不可が一般的であることから、賃貸収益の悪化が実際に起きるのはしばらく先であるが、英国の EU 離脱直後の英国 REIT の大幅下落や、その後英国不動産ファンドで投資家からの解約要求が相次いでいる動きはこうした懸念を不安視したものと考えられる。

今後も英国への不動産投資を回避または巻き戻す動きが続けば、英国に振り向けられる投資マネーが他地域の不動産に振り向けられる可能性がある。この点、東京のオフィス市場は賃料サイクルがロンドンと同様「賃料上昇の減速」局面※1 に位置していること、イールドスプレッドはロンドンより東京が高いこと、東京の市場が SWF や大規模年金基金の投資先として注目され始めていることなどから、英国への不動産投資マネーの受け皿として浮上する可能性がある。2014 年末時点で英国不動産に投資される海外マネー（英国以外からの投資）は約 15 兆円にのぼり※2、一部が振り向けられるだけでも額は大きい。ただし、円高が定着する場合は海外マネーの国内流入を相殺する面がある。



データ出所：都市未来総合研究所作成

【責任に関する注意事項】

株式会社都市未来総合研究所（以下、「都市未来総合研究所」）は、本レポートに掲載されている内容（文章、図表、画像、データ、分析または評価手法）の一部または全部（以下「本書内容」）について、都市未来総合研究所との許諾契約（業務請負契約における許諾条項の設定等を含む。）の締結または都市未来総合研究所による事前の許可を得ることなく、転載、複製、頒布を行うことを禁じます。都市未来総合研究所は、本書内容に関して、第三者の著作権、商標権その他いかなる権利も許諾するものではありません。本書内容を不法な目的のために、または不法な方法で使用することを禁じます。

都市未来総合研究所およびその取締役、執行役員、従業員、株主（以下、総称して「都市未来総合研究所関係者」）はいずれも、本書内容に関して、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について保証いたしません。都市未来総合研究所関係者はいずれも、原因に関わらず（過失その他のいかなる理由によるものであっても）、本書内容の誤謬や脱漏に対して一切責任を負わず、本書内容を利用したことにより得られた結果に対して一切の責任を負いません。損害が生じる可能性について事前に報告を受けていた場合を含むいかなる場合においても、都市未来総合研究所関係者は、本書内容の利用に関連する直接的、間接的、付随的、派生的な損害または損失（実損失、逸失利益または機会費用、過失によって生じた損失等を含むが、これらに限定されません。）、経費、費用等に対して、いかなる者に対しても一切責任を負いません。

本書内容における分析、評価および見解は、それらを作成した時点の執筆者の意見を示すものであって、必ずしも事実を記述したものではありません。本書内容には、意図したかどうかに関わらず、執筆者をはじめとする都市未来総合研究所関係者の主観や特定のバイアス、期待または誘導が含まれている可能性があります。本書内容における都市未来総合研究所の意見、分析、評価および見解は、実物不動産または有価証券の購入、保有もしくは売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでもありません。

都市未来総合研究所は、本書内容について、公表後に更新または訂正する義務を負いません。都市未来総合研究所は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても鑑査はせず、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について検証は行っていません。

Copyright© 株式会社都市未来総合研究所　〒 103-0027　東京都中央区日本橋 2-3-4　日本橋プラザビル 11F
Telephone：03-3273-1431、Facsimile：03-3273-1471、URL：http://www.tmri.co.jp/
設立 : 昭和 62 年 12 月 21 日 , 資本金 :1 億円 , 株主 : みずほ信託銀行グループ各社
【主な業務】(1) 不動産に係る市場・顧客環境の調査研究と事業戦略・投資戦略に関するコンサルティング , (2) 資産マネジメント：CRE（企業不動産）・FM、AM・PM に関する調査研究とコンサルティング , (3) 開発プロジェクトのための調査研究とコンサルティング , (4) 都市開発および地域開発の調査研究とコンサルティング