

ワクチン普及効果でホテルはV字回復するのか？

～ 予防効果次第で、RevPARは2023年にコロナ前の水準に回復する見通し ～

2021年10月1日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

[要約]

◆新型コロナウイルスの感染拡大に伴う自粛活動により、国内旅行客は大幅に減少し、インバウンド需要も蒸発した。これによりホテルの宿泊需要は大幅に減少し、稼働率は低水準での推移が継続している。足元では、4度目の緊急事態宣言が解除されたものの、変異株による感染割合が増加するなど依然として予断を許さない状況にある。こうした不透明な状況下において、ホテル需要の本格的な回復はいつになるのか？

◆我が国のワクチン接種率は、全人口の過半数に達し、特に、2回目の接種を終えた高齢者（65歳以上）の割合は9割に迫る水準となっている。ワクチンによる予防効果次第で、接種率が高まるにつれ、経済活動の正常化も視野に入ろう。ワクチンの普及とともに国内感染者数は年内に減少に向かい、マクロ経済回復の下支えにより国内宿泊者も増加するであろう。こうした前提のもとでは、国内宿泊需要は、2022年には概ねコロナ前の水準に回復する見通しである。

◆一方、インバウンド需要については、各国の渡航制限、日本の入国制限が続き、国内宿泊需要に比べ回復が遅れる可能性が高い。我が国におけるインバウンド需要の大半を占めるアジア諸国はワクチンの接種率が低い国も多く、そうした国の入国制限が長期に亘れば、インバウンド需要の回復も緩慢なものとなる可能性が高い。そのため、インバウンド需要は、国内宿泊需要の回復より遅くなり、概ねコロナ前の水準にまで回復するのは2023年になるであろう。

◆本シナリオによれば、東京におけるホテルの稼働率は、2020年を底として、回復傾向が続く見通しである。2022年には、国内宿泊需要に牽引され稼働率は80%を超える水準にまで回復し、2023年までにはインバウンド需要の回復とともにコロナ前の水準に回復するであろう。こうした稼働率の上昇に伴いADRもタイムラグをもって回復し、RevPARは2023年には概ねコロナ前の水準に回復する見通しである。

¹ 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではない。なお、本稿の執筆に当たり、グループ会社である日本ホテルアプレイザルの鷹羽宏行氏から有益な助言をいただいた。記して感謝したい。

1. はじめに

新型コロナウイルスが不動産投資市場に及ぼした影響は甚大である。とりわけホテルセクターへのダメージは深刻であり、インバウンド需要の増加に伴い規模を拡大してきたホテル運営会社が破綻するケースもみられている²。日銀公表の業況DIをみても、感染拡大前（2019年12月）にマイナス8ポイントであった宿泊・飲食サービスの業況DI（全規模）は、感染拡大や緊急事態宣言の影響を受け、2020年6月にはマイナス90ポイントにまで落ち込んだ³。直近（2021年6月）における同業種の業況DIをみてもマイナス74ポイントであり、依然として回復の兆しがみられない。

一方で、コロナ・ショックにより急落したJ-REITのホテル銘柄は回復傾向となっており⁴、こうした投資口価格の回復に伴いインプライドキャップレートも概ねコロナ前の水準に回復している。不動産キャップレートがインプライドキャップレートに追随してきた過去の両利回りの関係を前提とすれば、不動産キャップレートが短期で上昇する懸念は後退したといえるだろう⁵。

しかし、NOIの源泉となるホテル収益については、コロナ禍の影響を受け依然として低水準での推移が続いている。足元では、感染者数の減少傾向がみられ、4度目の緊急事態宣言が解除されたものの、変異株による感染割合が増加するなど予断を許さない状況にある。こうした不透明な状況において、ホテル収益の回復はいつになるのか⁶？

本稿の目的は、ホテル収益⁷についての見通しを行うことである。まず、第2節において、全国のホテルの稼働率の動向を確認する。次に、第3節では、特に宿泊需要が多い東京のホテルに焦点を当て足元の状況を確認し、第4節では、稼働率及びADRの予測を行うことにより、RevPARの見通しを行う。

² 例えば、WBFホテル&リゾート、ホワイト・ベアーファミリー及び両社の親会社であるWBFホールディングスは2020年4月、6月にそれぞれ民事再生法の適用を申請。現在は、星野リゾートが同3社のスポンサーとなり、2021年3月より再生を図っている。またファーストキャビンは、2020年4月に自己破産を申請した。

³ リーマン・ショック後につけた最低値であるマイナス52ポイントを大きく下回る。また全産業の業況DI（全規模）の同期間の下落幅であるマイナス35ポイント（2019年12月：4ポイント→2020年6月マイナス31ポイント）を大幅に下回る落ち込みとなった。

⁴ MFI J-REITスタイルインデックスをみると、2019年末に1,388.3ptであったホテル銘柄群の指数は、2020年3月19日には498.2ptとなり同期間の下落率はマイナス64%であった。しかし、直近（2021年9月16日時点）では1,246.8ptまで回復し、コロナ・ショック発生前（2019年末）の水準比で概ね9割の水準になっている。

⁵ インプライドキャップレートと不動産キャップレートのリード・ラグ関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの長期見通し』等を参照のこと。早稲田大学大学院川口研究室『第32回不動産投資短期観測調査』（2021年6月調査）をみても、ホテルについての半年後のキャップレートは横ばいで推移するとの結果となっている。なお、前回調査（2020年12月調査）ではホテルの半年後のキャップレートは上昇するとの結果であった。

⁶ ホテル業への貸出態度が硬化している点には留意が必要である。コロナ禍において、宿泊需要の低迷が長引きホテル収益の回復までの期間が長くなるほどリファイナンスのリスクが高くなる。そのため、ホテル収益の回復時期の見通しを持つことは極めて重要であろう。

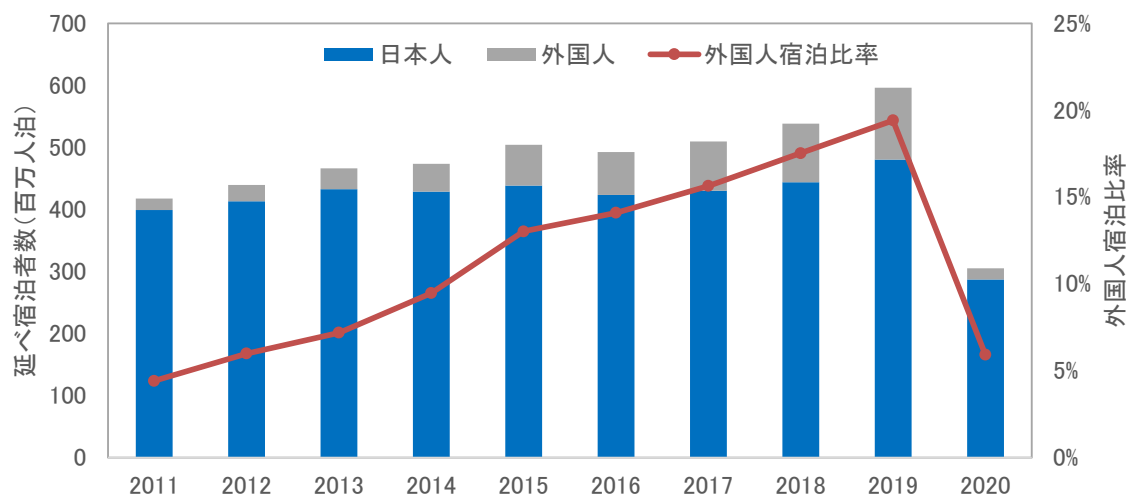
⁷ 本稿においてはホテルの収益指標として、稼働率、ADR及びRevPARに着目する。

2. コロナ禍でホテル需要は大幅に減少し、稼働率は低位で推移

我が国のホテル需要は、2012年以降、国内シニア層の安定的な需要及びインバウンド需要の増加を背景として、上昇トレンドで推移してきた。しかし、コロナ・ショックを契機にホテル需要は大幅に減退している。2020年の全国の延べ宿泊者数は、305百万人泊であり、コロナ禍前（2019年）の596百万人泊から半減した（図表1）。2020年の延べ宿泊者数の内訳をみると日本人の宿泊者数は、287百万人泊で2019年比40%の減少である。これに対して、外国人の宿泊者数は、18百万人泊であり、2019年比で84%の減少となった。特に、外国人宿泊者数の減少は著しく、2019年には約20%に達していた外国人宿泊比率も、2020年には6%にまで低下した。

こうした宿泊需要の急激な減退を受けて、コロナ禍におけるホテルの稼働率は大幅に下落している（図表2）。2020年4月7日に発出された緊急事態宣言による活動自粛の影響を受け2020年5月には、稼働率は、12.9%にまで低下した。その後、2020年7月に開始されたGo Toトラベルの効果もあり、11月には46.2%まで回復したものの、感染拡大により当キャンペーンは一時停止され、再び下落基調で推移している⁸。コロナ・ショックが発生した2020年比で見れば、稼働率は高い水準となっており、最悪期を脱したといえるが、2019年比では依然として大幅に低い水準にある。

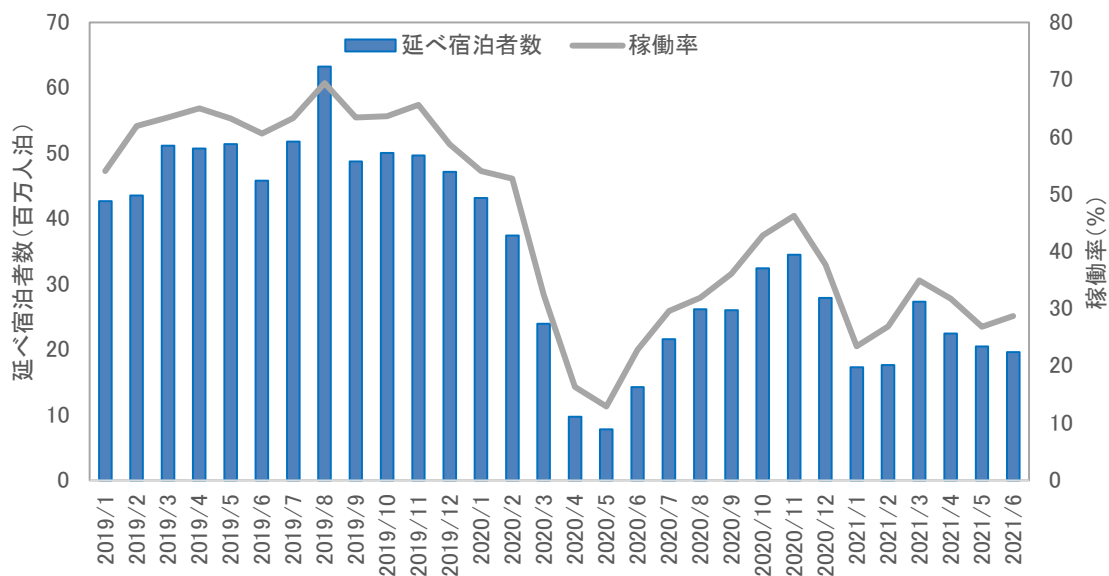
図表1 延べ宿泊者数及び外国人宿泊比率の推移



(出所)観光庁「宿泊旅行統計調査」をもとに作成

⁸ 直近では、蔓延防止策や4度目の緊急事態宣言の影響がある。なお、2021年7月の稼働率（第1次速報値）は38.6%であった。

図表 2 コロナ前後の延べ宿泊者数及び稼働率の推移



(出所)観光庁「宿泊旅行統計調査」をもとに作成

ただし、稼働率の低下の程度は、エリアにより差がみられる。2019年から2020年の都道府県別の稼働率の下落幅をみると、東京都や大阪府のように稼働率が半減したエリアもあれば、山口県や福島県のように10%ポイント程度の低下にとどまっているエリアもある⁹。その差の主な要因は、感染状況の差と外国人宿泊比率の高低にあると考えられる。

図表3-1は、都道府県別の感染者数人口比率¹⁰と稼働率の減少幅の関係を示したものである。新型コロナウイルス感染者数の割合が高い都道府県ほど稼働率の減少が大きいがわかる¹¹。これは感染症が収束しない中で、旅行者がより感染リスクが低いエリアを選好したことを示唆している。このことから、特に国内宿泊需要を取り込むためには感染拡大を抑えることがいかに重要であるかがわかる。

さらに、都道府県別の外国人宿泊比率¹²と稼働率の減少幅の関係をみると、外国人宿泊比率が高い都道府県ほど稼働率の減少幅が大きい(図表3-2)¹³。渡航制限などによりインバ

⁹ 東京、大阪などは、前年比でみても、50%以上の下落、山口などは、20%程の下落率である。

¹⁰ 都道府県別の感染状況を示す指標として、都道府県別の感染者数人口比率を用いた。具体的には、2020年12月末時点における都道府県別の新型コロナウイルス感染者数(累計値)を都道府県別の人口で除して算出。

¹¹ 都道府県別の感染者人口比率と稼働率減少幅の相関係数はマイナス0.84であり両者の相関は高い。なお、被説明変数として、都道府県別の稼働率減少幅を、説明変数として、都道府県別の外国人宿泊比率及び感染者の人口比率を用いた重回帰モデルを推計したが、その自由度修正済み決定係数は0.84と説明力が高い。また両説明変数は符号条件を満たし、係数は1%の有意水準でみても有意である。VIF (Variance Inflation Factor) は2.0であることから多重共線性はないものと判断した。

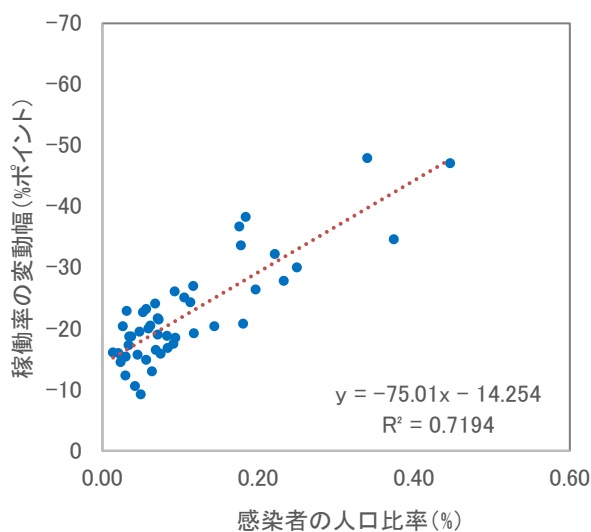
¹² コロナ禍前の外国人宿泊比率を用いている。ここでは外国人宿泊比率を2019年における都道府県別の外国人延べ宿泊者数を都道府県別の延べ宿泊者数で除して算出した。

¹³ 相関係数をみてもマイナス0.85と両者の相関は高い。なお、もともと稼働率が低い県は稼働率の減少幅が小さくなる可能性があるため、稼働率の減少率を用いた相関分析も行ったが同様の結果がみられた。

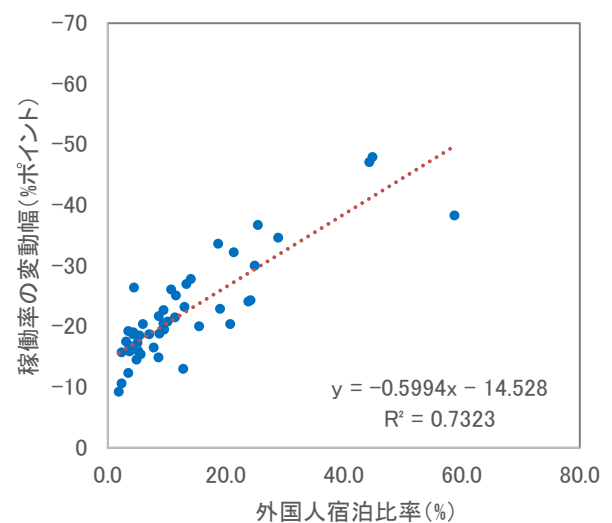
ウンド需要が蒸発したことにより、外国人宿泊比率が高いエリアほど稼働率の減少が相対的に大きくなった。

外国人比宿泊率は、都道府県ごとにばらつきがみられる。例えば、延べ宿泊者数が多い上位10都府県をみても、東京都、大阪府、京都府のように外国人宿泊比率が4割を超える都府県もあれば、千葉、神奈川、静岡のように外国人宿泊比率が1割台の県もある。前述のように全国でみればコロナ前における宿泊需要全体の外国人宿泊比率は2割に過ぎないが、宿泊需要が多い東京、大阪、京都などの都市は外国人比率が高い。そのため、インバウンド需要がいつ戻ってくるかが、そうしたエリアにおける稼働率の見通しを行うに当たり重要なファクターとなる。

図表 3-1 感染者人口比率と稼働率減少幅の関係



図表 3-2 外国人宿泊比率と稼働率減少幅の関係



(出所)観光庁「宿泊旅行統計調査」、総務省、厚生労働省の資料をもとに筆者推計

3. 東京におけるホテルの RevPAR はコロナ禍で大幅に下落

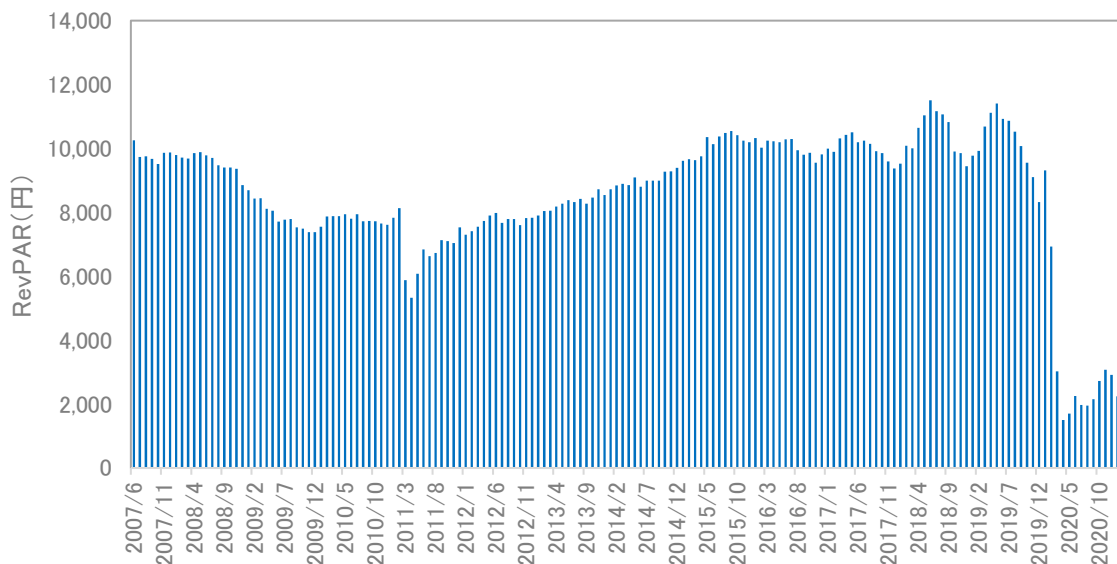
本節では、東京のホテル収益の動向に焦点をあて、足元の状況を確認する。東京におけるホテルのRevPARは、コロナ禍で大幅に低下している（図表4）。2019年末には8,300円台であったRevPARは、新型コロナウイルスの感染拡大後の2020年4月には1,400円台まで下落した。直近では若干の回復傾向もみられるが、依然として低い水準での推移が継続している。

RevPARの構成要素である稼働率及びADRの動向をみてもコロナ禍で大幅に下落していることが確認できる（図表5）。2019年末に80%台であった稼働率は、2020年4月には22%まで落ち込み、ADRについても2019年末には10,000円台の水準にあったが、2020年4月には6,000円台まで下落した。その後、稼働率については、若干の回復がみられているものの、ADRについては、依然として回復がみられない状況にある。

稼働率及びADRについて過去の動向をみると、稼働率の上昇（下落）後にADRの上昇（下落）が観測されている。例えば、リーマン・ショック発生後、稼働率が底を打ったのは、2009年6月であるが、ADRは、2010年1月まで下落した。また、東日本大震災により急落した稼働率は、3カ月後には概ね震災発生前の水準に回復した。しかし、ADRの回復は相対的に遅く、震

災発生後1年程度を要した。稼働率の回復の後にADRが回復し、両者の動向にはタイムラグがあること及びADRの回復スピードは稼働率に比べ遅いことがわかる。

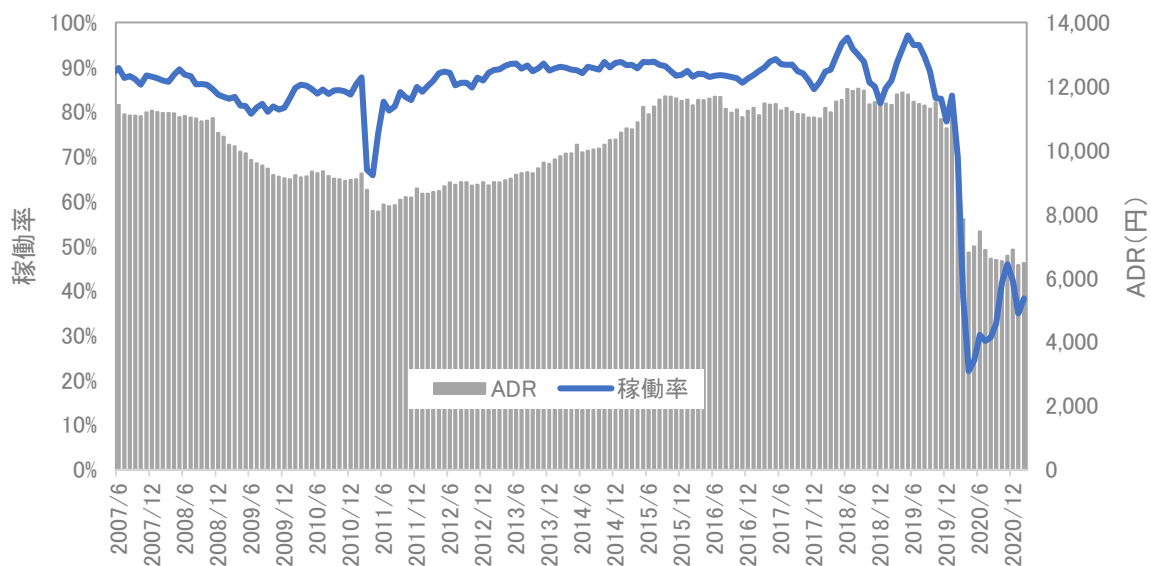
図表 4 RevPAR の推移(東京都区部)



(出所) 日本ホテルアプレイザル

(注) 図表は、日本ホテルアプレイザルのデータをもとに筆者が推計した季節調整値を示す

図表 5 稼働率及び ADR の推移

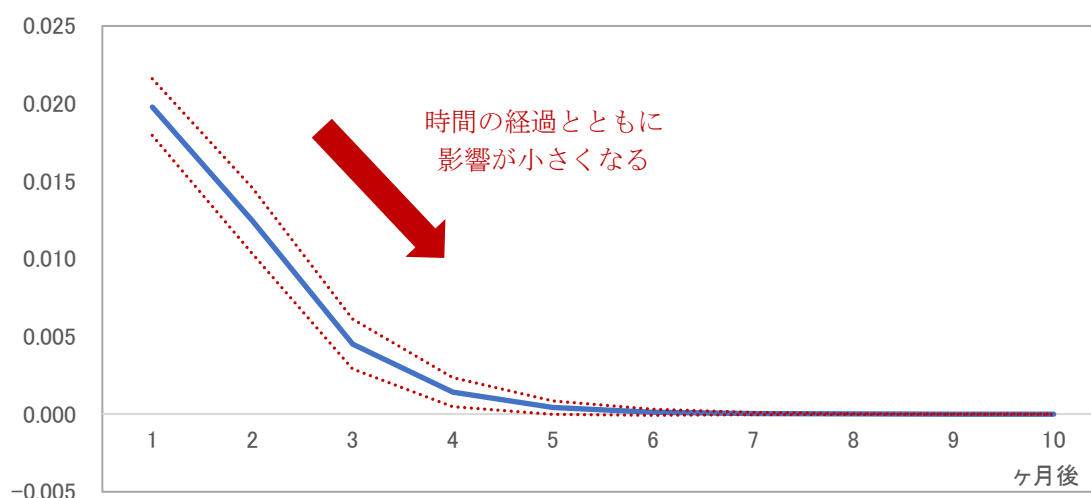


(出所) 日本ホテルアプレイザル

(注) 図表は、日本ホテルアプレイザルのデータをもとに筆者が推計した季節調整値を示す

さらに筆者は計量モデル¹⁴を用いて、稼働率の動向が、ADRの動向にどれくらい影響を与えるかの分析を行った。この分析でも、当期における稼働率への1標準偏差のショックは、その後のADRの動向に正の影響を与えるとの結果を得た（図表6）。インパルス応答関数を見ると、3カ月後には半分以上の影響が消失し、5カ月後にはほぼ消えることがわかる。これは、稼働率の低下が観測された場合、ホテルオペレーターがレベニューマネジメントを行い、ADRを下げることで稼働率を上昇させようとすることを示唆している¹⁵。従って、仮に、稼働率が回復した場合、ADRはタイムラグをもって上昇する可能性が高い。

図表6 ADRのインパルス応答関数（対稼働率）



(出所)筆者推定値

(注)青線は、1標準偏差のショックに対する反応を示し、赤い点線は±2標準偏差区間を示す

4. 東京におけるホテルの RevPAR は V 字回復する見通し

このように低水準で推移しているRevPARであるが、今後はどうなるのか。ここでは、稼働率及びADRを予測し、RevPARの見通しを行う。

我が国における現時点のワクチン接種率は、51.7%（2021年9月15日時点の累計）であり、全人口の半数を超える水準となっている¹⁶。特に、2回目の接種を終えた高齢者（65歳以上）

¹⁴ 本稿では、稼働率及びADRの2変数からなるVAR（ベクトル自己回帰）モデルを推定し、インパルス応答関数を通じて、稼働率がADRに対して、どのように影響を与えるかを時系列的に観察した。なお、VARモデルの推計期間は、2007年4月から2021年2月であり、ラグは、シュバルツ情報量基準（SBIC）に基づき1とした。また、ADF検定の結果では、稼働率及びADRの原系列は、ともに1次分過程（I(1)）であり、Johansenの共和分検定の結果、トレース検定及び最大固有値検定とともに共和分関係がみられなかった。従って、本稿においては、階差VARモデルによる推定を行った。

¹⁵ 反対に稼働率が上昇してきたらADRを上昇させることを示唆している。

¹⁶ Our World in Dataによれば、米国の同時点の接種率は、53.2%であり、日本のワクチン接種率は米国と概ね同水準となっている。なお、主要先進国の接種率は、例えば、英国：64.5%、フランス：63.0%、ドイツ：61.6%である。

の割合は9割に迫る水準となっており、接種率が高い状況にある。仮に、現状の接種ペースが維持されれば、ワクチン接種希望者全員への接種の完了は、年内に達成される見込みである¹⁷。予防効果次第ではあるが、ワクチン接種率が高まるにつれ、感染拡大は落ち着くであろう¹⁸。ワクチン普及により感染が収束に向かえば、経済活動が次第に正常化していく可能性が高い。

国内外における新型コロナウイルスの感染拡大が、消費及び輸出を下押し、2020年度における我が国の実質GDPは大幅なマイナスとなった。しかし、前述のワクチンの普及とともに回復し、2021年度以降はプラスの成長率となる見通しである。国内感染者数もワクチンの普及とともに2021年内に減少に向かい、マクロ経済回復の下支えにより国内宿泊者も増加するであろう¹⁹。こうした前提のもとでは、国内宿泊需要は、2022年には概ねコロナ前の水準に回復する見通しである。

これに対して、インバウンドによる宿泊需要については、各国の渡航制限、日本の入国制限が続き、国内宿泊需要に比べ、回復は遅れるであろう。感染状況やワクチン接種率は一様ではなく、各国でばらつきがみられる。そのため、入国規制の解除や緩和の時期は国ごとに異なり、緩和も段階的なものとなるであろう。我が国におけるインバウンド需要の大半を占めるアジア諸国はワクチンの接種率が低い国も多く、そうした国の入国制限が長期に亘れば、インバウンド需要の回復も緩慢なものとなる可能性が高い²⁰。そのため、筆者の推計²¹によれば、インバウンド需要の回復は、2022年は、コロナ前の6割程度に留まり、概ねコロナ前の水準にまで回復するのは2023年になる見通しである。

一方、供給についてみると、コロナ禍においても都内のホテルは、概ね予定通り竣工されており、今後も一定程度の供給が見込まれる²²。宿泊需要が回復しなければ、こうした供給はさらに稼働率を低下させる要因となろう。しかし、本シナリオにおいては、供給の増加を上回る需要の回復が見込まれ、稼働率は、2020年を底として、回復傾向が続く見通しである。

¹⁷ 政府はワクチン接種を希望する全ての対象者への接種を本年10月から11月にかけて終えることを目指している。旅行需要の回復には、ワクチンによる重症化率及び致死率の低減効果の程度が極めて重要なファクターとなろう。

¹⁸ 本稿における新型コロナウイルスの感染状況の見通しは「疫学マクロモデル」に基づく予測をベースとしている。当予測では、アルファ型変異株感染力は、従来株の1.3倍、重症化率・致死率は1.4倍とし、デルタ型変異株の感染力はアルファ型変異株の1.1倍、重症化率・致死率はアルファ株と同じと仮定している。モデルの詳細については、Fujii and Nakata (2021): “Covid-19 and Output in Japan,” RIETI Discussion Paper Series 21-E-004, Research Institute of Economy, Trade and Industry. を参照のこと。

¹⁹ ここでは、国内宿泊需要がマクロ経済変数、新型コロナウイルスの感染状況及びワクチン接種率に影響を受けるというモデルを用いて予測を行った。なお、マクロ経済変数の予測値については、メインシナリオとして、実質GDPで見れば、5年平均で1.9%程度の成長率になると仮定したものである。なお、ペントアップ需要やアウトバウンドの代替としての国内宿泊需要の増加、Go Toトラベル再開の効果等は考慮していない点に留意。

²⁰ 新型コロナ収束後の海外旅行先として日本の人気は依然として高い（『DBJ・JTBF アジア・欧米豪 訪日外国人旅行者の意向調査（第2回新型コロナ影響度特別調査）』等を参照のこと）。そのため、渡航・入国制限の緩和が実施されれば、インバウンドは回復に向かうであろう。

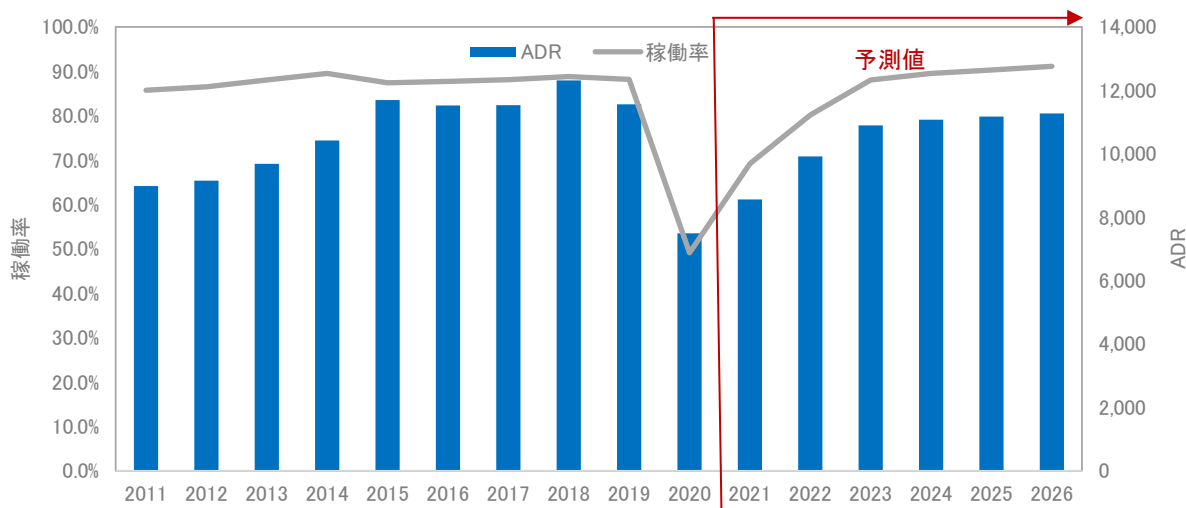
²¹ インバウンドによる宿泊需要は、国連世界観光機関（UNWTO）の公表資料、マクロ経済動向等をもとに筆者推計。UNWTOによれば、渡航制限が継続されているため2021年1月から5月の国際観光客到着数は、2019年比で85%減少した。アジア・太平洋地域は、同期間で95%減少しており、他の地域に比べ減少が大きい。UNWTO専門家委員会の委員のうち約40%が、2021年までに、残り約60%の委員が、2022年までに国際観光が回復し始めると見込んでいる。また同委員のうち15%が2022年までに、36%が2023年までに、残り49%が2024年までに、それぞれ国際観光が2019年時点の水準へ回復すると見込んでいる。ただし、アジア・太平洋地域は、相対的に回復が遅れるとの見方もあり、インバウンドの回復が本推計よりも遅れる可能性があることに留意。

²² 新規供給量は、現時点において東京で計画されているホテルの集計値をベースとした筆者推定値を用いた。

2022年には、国内宿泊需要に牽引され稼働率は80%を超える水準にまで回復し、2023年にはインバウンド需要の回復とともにコロナ前の水準にまで回復するであろう。

こうした稼働率の上昇に伴いADRも回復傾向が持続する見通しである（図表7）。ただし、その回復スピードは稼働率に比べ相対的に遅くなる可能性が高い。稼働率及びADRの回復傾向により、RevPARは、2023年には概ねコロナ前の水準に回復するであろう（図表8）。

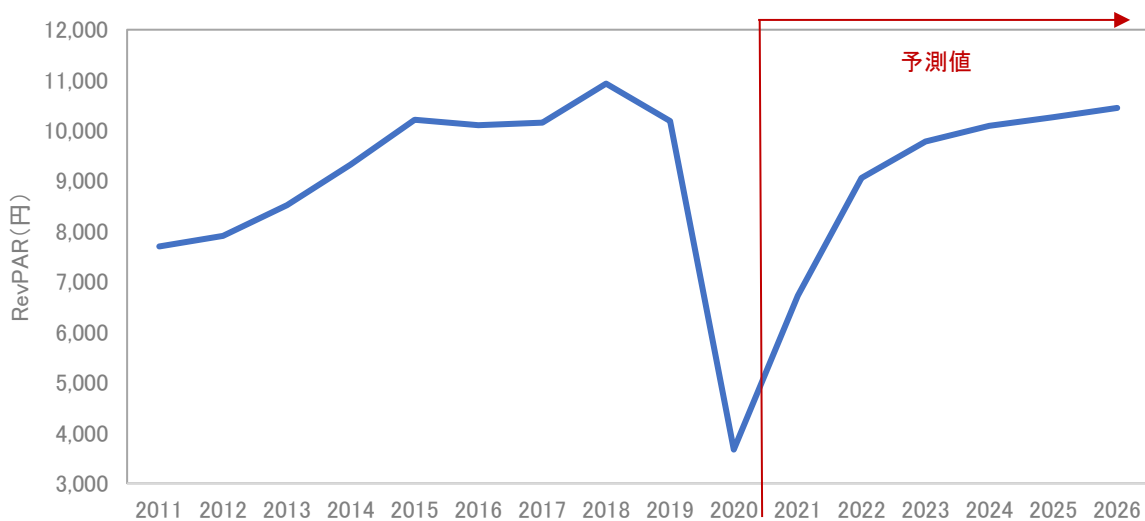
図表7 稼働率及び ADR の予測



（出所）日本ホテルアプレイザル、2021年以降は筆者予測値

注）数値は、各年末の値を示している

図表8 RevPARの見通し



（出所）日本ホテルアプレイザル、2021年以降は筆者予測値

注）数値は、各年末の値を示している

*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。