

経済正常化により商業施設の売上高は回復するか？

～ コロナ禍前の水準には及ばないものの増加傾向が継続する見通し ～

2022年4月13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に起因する人出の抑制は、商業施設の収益に大きな影響を及ぼした。オミクロン株の流行により増加した感染者数は足元でピークを脱し、まん延防止等重点措置が解除されたものの依然として収束がみられていない。こうした状況において、商業施設の売上高はどうか？

◆商業施設の売上高はコロナ禍において二極化傾向がみられる。2019年比でみた業態別の売上高変動率の推移をみると、ショッピングセンター、百貨店は大幅に下落しているが、スーパー、ドラッグストアなど生活密着型商業施設はコロナ禍においてもプラス圏での推移が続いており、テレワークの普及や自粛など居住エリアでの滞在時間が増加したことによる恩恵を受けたかたちとなっている。

◆我が国における3回目のワクチン接種率は現状では低い状況であるものの、今後ワクチンの追加接種が進み、経口治療薬が普及すれば次第に感染拡大は落ち着くであろう。これに伴い人出も回復傾向となれば、コロナ禍の影響を受けたショッピングセンターの売上高も回復する可能性が高い。感染症の収束はマクロ経済の動向にもプラスに寄与し、売上高の増加を下支えするであろう。

◆ただし、我が国におけるECの市場規模は今後も拡大し、EC化率の拡大傾向は商業施設の売上高の下方圧力となる。しかし、筆者の分析によれば、2022年は感染症の落ち着きにもなる人出の回復の影響が、EC化率拡大の負の影響を上回り売上高は増加する見込みである。2023年以降もマクロ経済の回復の影響が大きく、EC化の拡大自体はマイナスに寄与するものの、売上高の変動率はプラスで推移する可能性が高い。今後5年間でみた売上高は、2019年の水準には及ばないものの、増加傾向が継続する見通しである。

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。

1. はじめに

新型コロナウイルスに起因する人出の抑制は、商業施設の収益に大きな影響を及ぼした。日銀公表の業況DIをみても、小売業の業況DI（全規模）は、感染拡大による緊急事態宣言の影響を受け、2020年6月にはマイナス27ポイントにまで落ち込んだ²。直近（2022年3月）における同業種の業況DIをみてもマイナス13ポイントであり、依然としてマイナス圏での推移が続いている。

一方で、不動産業（全規模）への金融機関の貸出態度の直近値（2022年3月）はプラス8ポイントとコロナ禍でも堅調に推移しており、商業施設のキャップレートも概ね横ばいで推移している。商業施設についての今後のキャップレートの動向についても概ね横ばいで推移する見通しである³。またコロナ・ショックにより急落したJ-REITの商業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ことから、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、賃料及びNOIの源泉となる商業施設の売上高については、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。変動賃料の場合、商業施設におけるテナントの売上高の増減は、賃料の増減を通じて、NOIに直接影響を及ぼす。また、固定賃料の場合であっても代替テナントの確保が困難な場合には、売上高の減少による賃料減額を受けざるを得ないケースもあろう。商業施設の売上高の減少は、賃料の下落リスクや賃料負担率の上昇によるテナントの退去リスクを増大させる。従って、売上高の動向は商業施設の投資の判断にあたり重要なファクターとなる。

一時は減少傾向がみられた新型コロナウイルスの感染者数もオミクロン株の流行により大幅に増加した。足元で感染者数はピークを脱し、まん延防止等重点措置が解除されたものの依然として収束がみられていない。こうした状況において、商業施設の売上高はどうなるのか？

本稿の目的は、商業施設の収益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、足元の商業施設の売上高の動向を確認する。次に、第3節では、人流データ⁶に着目し売上高との相関を確認し、第4節では、特にコロナ禍の影響を受けているショッピングセンターに焦点を当て売上高の見通しを行う。

² 同時点における全産業の業況DI（全規模）はプラス2ポイントであり、コロナ後のマイナス圏での推移から脱している。これに対して、小売業のDIは依然としてマイナス圏での推移となっており回復が遅れていることがわかる。

³ 早稲田大学大学院川口研究室『第33回不動産投資短期観測調査』（2021年12月調査）をみると、エリアにより差はみられるものの、商業施設の半年後のキャップレートは概ね横ばいで推移するとの結果となっている。

⁴ MFI J-REITスタイルインデックスをみると、2019年末に1,870.8ptであった商業銘柄群の指数は、2020年3月19日には845.6ptとなり同期間の下落率はマイナス54%であった。しかし、直近（2022年3月25日時点）では1,783.9ptまで回復し、コロナ・ショック発生前（2019年末）の水準比で9割超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、(株)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。

⁶ マクロ経済統計や決算情報等伝統的に使用されてきたデータに対して、スマートフォンの位置情報を用いた人流データや新聞等のテキストデータ等は、「オルタナティブデータ」と呼ばれ、近年利活用が進んでいる。

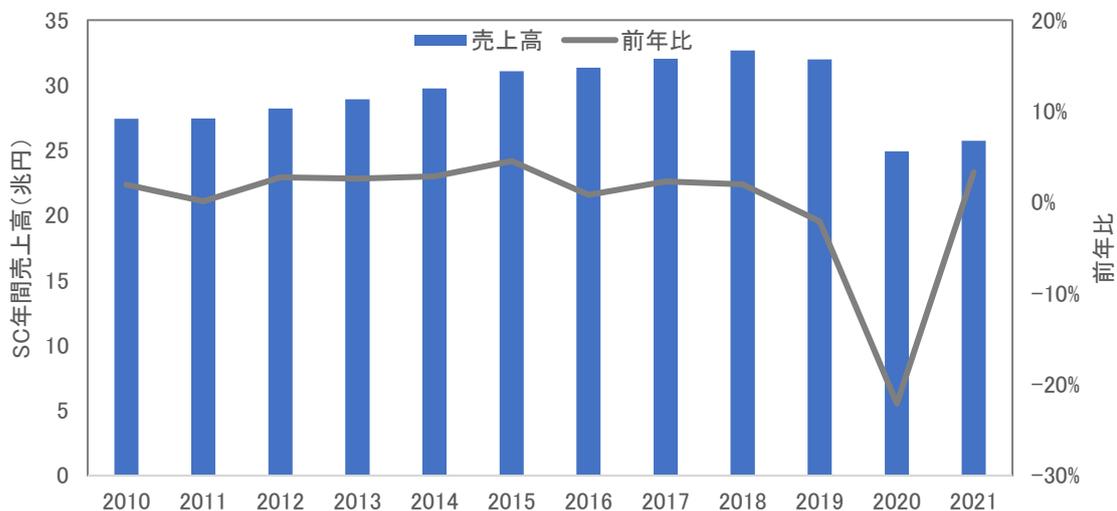
2. コロナ禍で商業施設の売上高は業態により二極化傾向がみられる

我が国の商業施設の売上高は、近年概ね上昇傾向で推移してきたが、コロナ・ショックを契機に大幅に下落している。ショッピングセンターの売上高をみると、コロナ前（2019年）に31兆9,694億円であった売上高は、コロナ禍（2020年）では24兆9,016億円となり、22.1%下落した⁷（図表1）。

2020年の売上高の動向をみると、新型コロナウイルスが拡大してきた3月から5月の売上減少が大きい。3月は休校による店舗従業員への配慮や感染拡大防止のため営業時間の短縮や週末の営業自粛を行うショッピングセンターが増加したことに伴い、売上高は前年同月比で約28%の下落となった。4月から5月までは、緊急事態宣言の発出により自主的な営業自粛・営業時間の短縮を行ったショッピングセンターも多く、4月は前年同月比約68%、5月は約61%と大幅な下落がみられた。こうした大幅な下落は、大都市及びその他都市ともにみられたが、6月に入ると、これらの都市で異なる傾向がみられる。大都市の前年同月比は約22%の下落と下落幅が大きいのにに対して、地域密着型のショッピングセンターが多いその他都市の下落率は前年同月比約9%の下落に留まった。

2021年についても売上高は相対的に低水準での推移が続いている。前年比でみた変動率は+3.3%と僅かに上昇しているが、コロナ前の2019年比でみれば約20%の下落であり、2020年の前年比である約マイナス21%と概ね同程度の下落率となっている⁸。

図表1 ショッピングセンターの年間売上高の推移



（出所）一般社団法人日本ショッピングセンター協会の資料をもとに作成

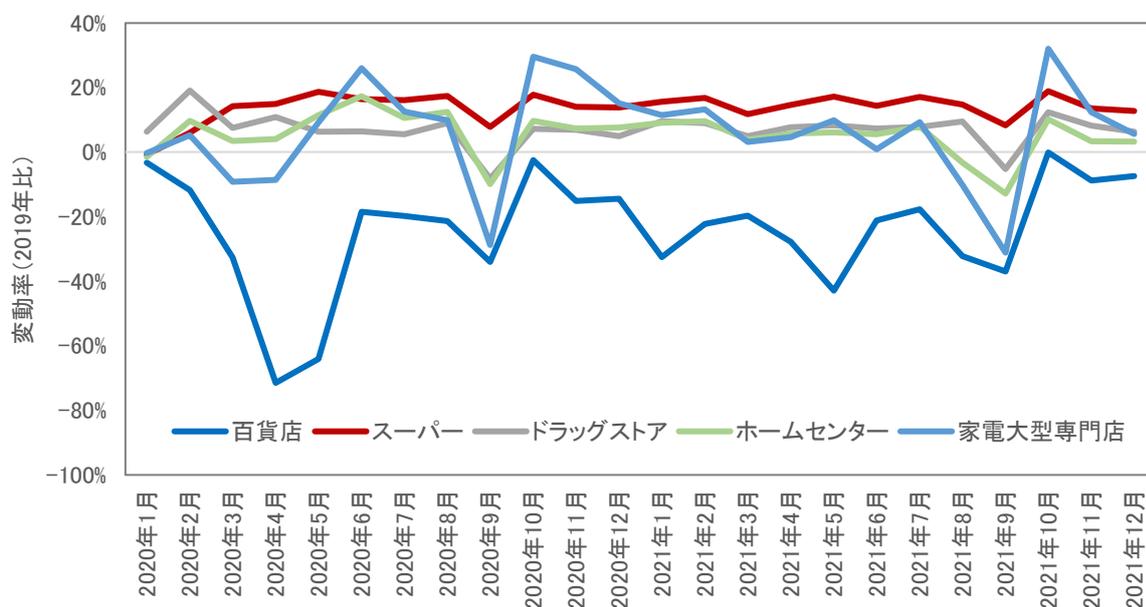
⁷ 2020年に全国で41のショッピングセンターがオープンしたが、2020年にオープンしたショッピングセンターを除いた既存ショッピングセンターの売上高の変化をみても、22.3%の下落となっている。

⁸ 2021年の売上高は速報値であることに留意。なお、足元の動向をみると、2022年2月のショッピングセンターの売上高の前年同月比は総合で-4.4%である。コロナ前（2019年）比では-18.8%の下落となっており依然として相対的に低い売上高の水準が続いている。

ただし、売上高の変動率は、業態により異なる傾向がみられる。2019年比の業態別の売上高の推移をみると、百貨店は大幅に下落しているが、スーパー、ドラッグストア等はコロナ禍においてもプラス圏での推移が続いている⁹（図表2）。スーパー等生活密着型の商業施設はコロナ禍で、テレワークの普及や自粛等で家にいる時間が増加したことによる恩恵を受けたかたちとなっている。

年ベースでの変動をみても、百貨店は2020年、2021年ともにコロナ前（2019年）比で20%超の下落率であり、コロナ禍の影響を直接的に受けていることがわかる。これに対して、スーパーは、最も上昇率が大きく10%超の上昇率、次いでドラッグストアが7%前後の上昇率と生活密着型の商業施設はプラス圏での推移が続いている¹⁰（図表3）。

図表2 コロナ禍における商業施設の売上の推移(月次)

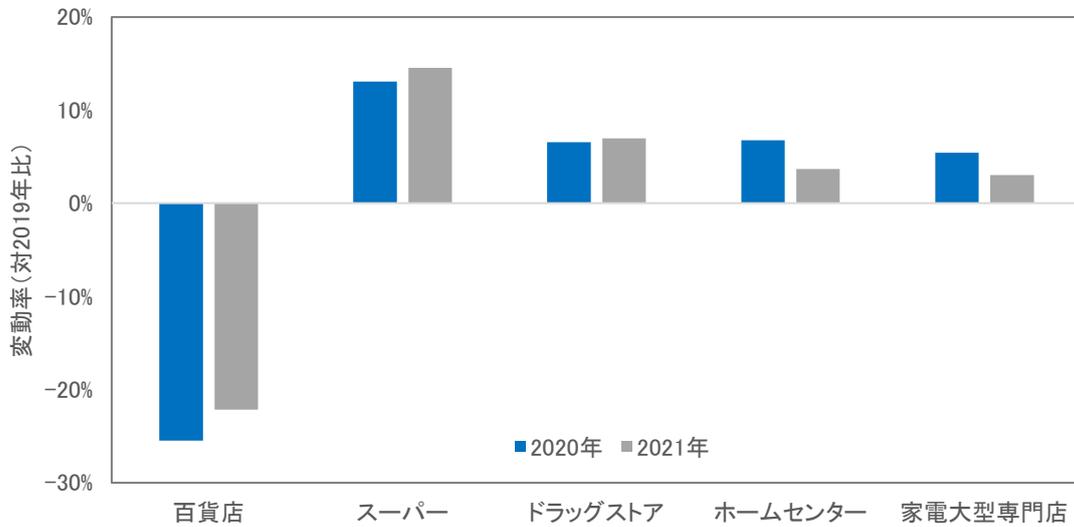


(出所) 経済産業省の資料をもとに作成

⁹ 2019年9月は消費税率引き上げ前の駆け込み需要による売上高の増加の影響があったため、2020年及び2021年9月（2019年比）の変動率には下方バイアスがあることに留意。ドラッグストア、ホームセンター及び家電大型専門店についても当時期を除けばすべての期間がプラスである。

¹⁰ コンビニエンスストアの下落率については2020年：-4%、2021年：-3%であり、両年ともに2019年比でみて僅かにマイナスとなっている。コロナ禍におけるテレワークの普及はオフィス街など都市部に立地するコンビニエンスストアの売上高を減少させた。居住エリアにおける滞在時間の増加は住宅街に立地するコンビニエンスストアは売上高が増加したが、都市部に立地する店舗のマイナスの影響が相対的に大きかったと考えられる。

図表3 コロナ後における業態別の売上変動率(対2019年比)



(出所)経済産業省の資料をもとに作成

3. 人出と商業施設の売上高には高い相関がみられる

本節では、コロナ禍における人出の変化に焦点をあて、商業施設の売上高との関係を分析する。

小売店及び娯楽施設¹¹への人出は、コロナ禍で減少傾向にある(図表4)。特に感染拡大により初めて緊急事態宣言が発令された東京では、営業を自粛した商業施設も多く、2020年4月及び5月の人出はコロナ前の基準値と比較して50~60%程度減少した。2020年6月以降は回復傾向となり、その後は概ねマイナス30~40%程度のレンジで推移していたが、2021年の後期には感染の落ち着きとともにマイナス10%程度まで減少率の縮小がみられた。しかし、2022年の1月にはオミクロン株の流行により再び人出は減少傾向となっており、直近では若干の回復傾向もみられるものの、依然として低い水準での推移が継続している。こうした過去の動向から感染状況と人出には相関がみられることがわかる。

さらに、本稿では計量モデル¹²を用いて、感染症の状況が小売店及び娯楽施設への人出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、過去の感染者の増減は、その後の人出の動向に負の影響を与えるとの結果を得た。グレンジャー因果性の検定の結果をみると、感染状況は人出に影響し、感染者の増加が観測された場合、商業施設への外出を

¹¹ ショッピングセンター、飲食店、映画館等が含まれる一方、スーパーマーケット、ドラッグストア等は含まれないことに留意。

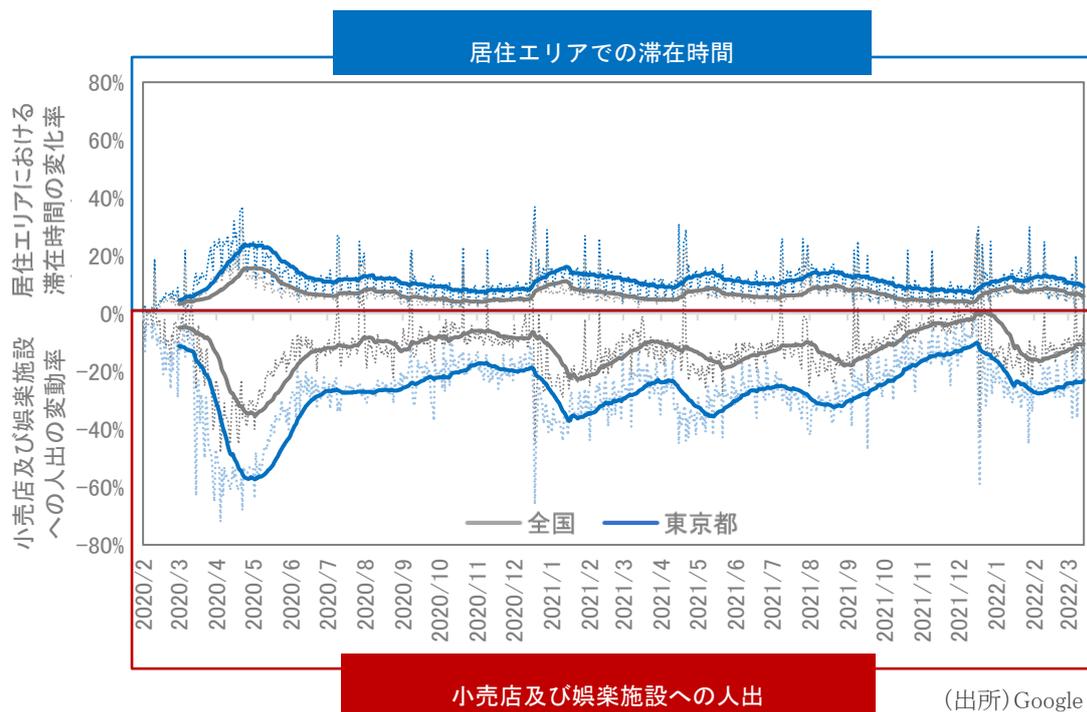
¹² 本稿では、小売及び娯楽施設の人出データ及び新規感染者数の増減の2変数からなるVAR(ベクトル自己回帰)モデルを推定し、感染症の拡大(縮小)が人出に対して、どのような影響を与えるかを時系列的に分析した。なお、VARモデルの推計期間は、2020年2月16日から2022年3月27日であり、ラグは、シュバルツ情報量基準(SBIC)に基づき8とした。また、ADF検定の結果では、新規感染者数の増減及び人流データは、ともに定常過程(I(0))であったため、本稿においては、非制約VARモデルによる推定を行った。なお、ここではグレンジャーの因果性検定の結果から過去の感染者数の増減の情報は人出の予測の改善に有用であると解釈できる。

控える可能性があることを示唆している。従って、仮に、感染状況が落ち着いた場合、小売店及び娯楽施設への人出はタイムラグをもって増加する可能性が高い。

一方、小売店及び娯楽施設への人出とは対照的に居住エリアでの滞在時間はコロナ禍で増加傾向にある（図表4）。基準値と比較した滞在時間の変化率は、全ての期間で概ねプラスになっており、2020年2月から2022年3月までの平均値は11.5%のプラスとなっている。同期間における小売店及び娯楽施設への人出の減少率の平均値は26.4%のマイナスであり、両者の相関係数はマイナス0.7と逆相関の関係にある。コロナ禍において活動自粛が続き、居住エリアでの滞在時間が増加する一方、小売店及び娯楽施設への外出を控えたことがわかる。

商業施設への人出の変化は、商業施設の売上高とどのような関係にあるのか。図表5-1は小売店及び娯楽施設への人出とショッピングセンターの売上高の関係を示したものである。人出とショッピングセンターの売上高の間には正の相関がみられ、人出が減少（増加）すると売上高が減少（増加）することがわかる。さらに、売上高と人出の関係を業態別にみると、百貨店についてはショッピングセンターと同様に人出と売上高の間に正の相関がみられる（図表5-2）。しかし、スーパーについては居住エリアの滞在時間と売上高の間に正の相関がみられ、居住エリアの滞在時間が長いほどスーパー等生活密着型商業施設の売上高が増加することがわかる¹³（図表5-3）。

図表 4 小売店及び娯楽施設への人出及び居住エリアでの滞在時間の変化

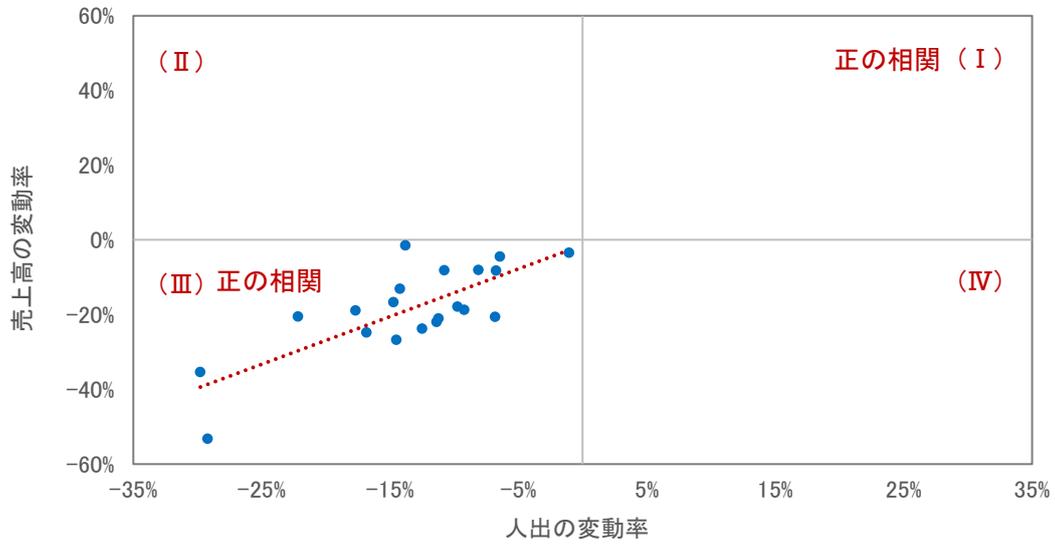


(注) 図表は、訪問者(または滞在した時間)の曜日別基準値と比べた変化率

なお、実線は人出の変動(または滞在時間の変化)についての30日間の移動平均値を示す

¹³ スーパーについては人出と売上高の間に負の相関がみられる。なお、小売店及び娯楽施設への人出とスーパーの売上高の相関が負となる理由は、スーパーマーケット、ドラッグストア等が、当人出の集計対象となる「小売店」に含まれていないことが影響していると考えられる。

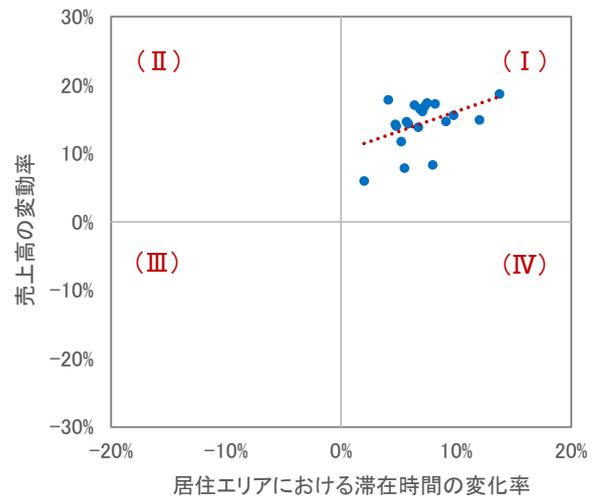
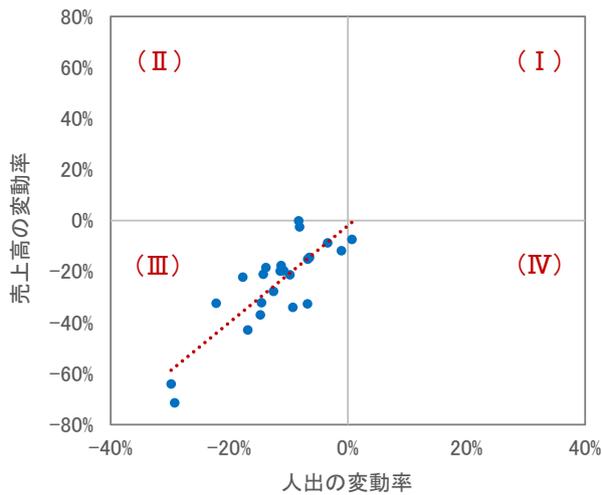
図表 5-1 人出とショッピングセンターの売上高の関係



(出所) 筆者作成

図表 5-2 人出と百貨店の売上高の関係

図表 5-3 居住エリアの滞在時間とスーパーの売上高の関係



(出所) 筆者作成

4. 商業施設の売上高は人出の増加とともに回復する見通し

コロナ禍の影響を受けている商業施設の売上高であるが、今後はどうなるのか。本稿では、スーパー等の業態に比してコロナ禍の影響が大きいショッピングセンターに焦点を当て、売上高の見通しを行う¹⁴。

前節で確認したように商業施設の売上高と人出には高い相関があることから、まず人出の状況を確認する。2021年末まで感染状況が落ち着いていたことから小売店及び娯楽施設への人出は回復傾向にあり、コロナ前に迫る水準となっていた。しかしながら、2022年に入るとオミクロン株の流行により東京等大都市にまん延防止等重点措置が適用され、人出は再度減少傾向が続いている。

足元の1日当たりの新規感染者数は47,233人（2022年3月28日現在）となっており依然として高い水準にあるが、ピーク時（2022年2月1日）の103,322人からみれば減少傾向となっている。我が国の現時点における3回目のワクチン接種率は、高齢者（65歳以上）についてみれば、77.3%となっており、接種率が高い状況にあるが、全体でみると36.1%（2022年3月24日時点の累計）であり、全人口の過半に満たない水準である。

現状では低い接種率であるものの、今後ワクチンの追加接種が進み、経口治療薬が普及すれば次第に感染拡大は落ち着くであろう¹⁵。これに伴い人出も回復傾向となれば、商業施設の売上高も回復する可能性が高い¹⁶。

さらに、感染症の収束はマクロ経済の動向にもプラスに寄与するであろう。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。しかしながら、2021年度以降はプラスに転じ、2022年度以降もプラス圏で推移する見込みである¹⁷。特に、2022年度には国内の感染拡大が落ち着き、さらに経済活動の正常化が進展すると予想され、感染拡大防止のため延期されていたGoToキャンペーンの再開やインバウンドの受け入れ緩和¹⁸等も始まれば2022年度の経済成長率にプラスに寄与し相対的に高い成長率となるであろう¹⁹。筆者の分析によれば、ワクチンの追加接種等の普及による国内感染者数の減少により人出が増加傾向となり、マクロ経済の回復に下支えされ、ショッピングセンターの売上高も増加する見通しである²⁰。

¹⁴ 本稿ではショッピングセンターについての見通しに焦点を当てているが、百貨店の売上高は、ショッピングセンターとの相関が高いことから、概ね類似した動向となると考えられる。

¹⁵ 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。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。

¹⁶ オミクロン株の亜種への置き換わりや人出の急増などにより感染状況が悪化する可能性もある点に留意。

¹⁷ 例えば、公益社団法人日本経済研究センター『ESPフォーキャスト調査』（2022年4月調査）をみると実質経済成長率のコンセンサスは、2021年度：2.32%、2022年度：2.44%、2023年度：1.53%となっており、プラスの成長率が続く見通しである。

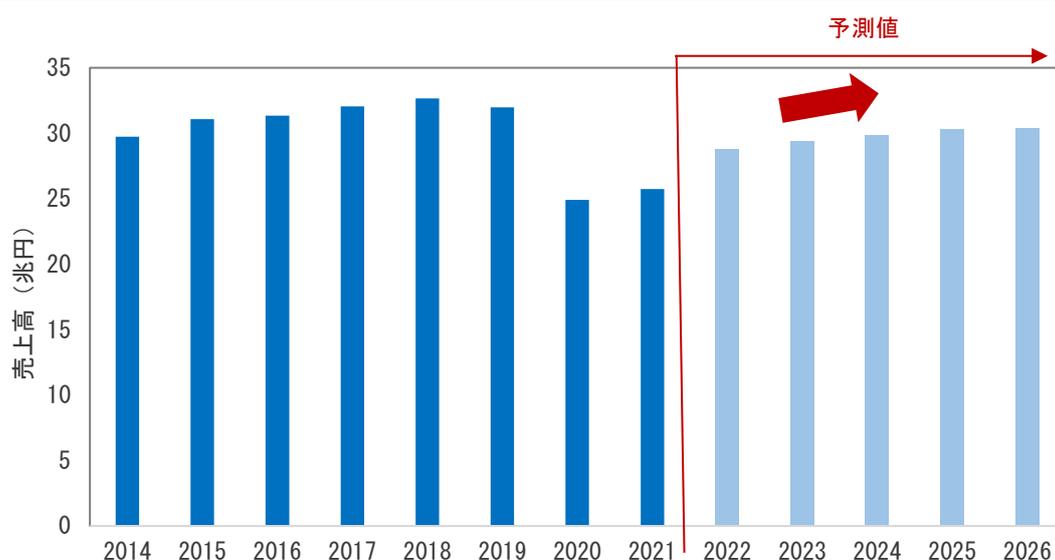
¹⁸ 感染状況やワクチン接種率は一様ではなく、各国でばらつきがみられる。そのため、入国規制の解除や緩和の時期は国ごとに異なり、緩和も段階的なものとなるであろう。我が国におけるインバウンドの大半を占めるアジア諸国はワクチンの接種率が低い国も多く、そうした国の入国制限が長期に亘れば、インバウンド需要の回復も緩慢なものとなる可能性が高い。

¹⁹ ただし、マクロ経済の見通しにおいては、ウクライナ問題、資源高、逆資産効果などの下方リスクがあり、こうした前提のもとでは、商業施設の売上高に下方圧力がかかる可能性があることに留意する必要がある。

²⁰ ここでは、商業施設の売上高がマクロ経済変数、新型コロナウイルスの感染状況、ワクチン接種率及びEC市場の拡大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

ただし、我が国におけるECの市場規模は今後も拡大し、全商取引金額に対するEC市場規模の割合を示すEC化率も拡大傾向が続くであろう²¹。こうしたEC市場の規模拡大は実店舗の売上高の下方圧力となる。しかし、筆者の分析によれば、2022年は感染症の落ち着きとともに人出の回復の影響が、EC化率拡大の負の影響を上回り売上高は増加する見込みである。2023年以降もマクロ経済の回復の影響が大きく、EC化の拡大自体はマイナスに寄与するものの、売上高の変動率はプラスで推移する可能性が高い。今後5年間でみた売上高は、2019年の水準には及ばないものの、増加傾向が継続する見通しである（図表7）。

図表7 ショッピングセンター売上高の予測



(出所) 2021年までは一般社団法人日本ショッピングセンター協会、2022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。

シナリオとして、実質GDPで見れば、5年平均で1.3%程度の成長率になると仮定したものである。なお、長期的にみれば、我が国における少子高齢化が持続することによる売上高へのネガティブな影響は看過できないであろう。しかし、ヒストリカルデータの分析によれば短中期においては、マクロ経済の動向の影響が大きいことに留意。

²¹ 経済産業省の資料によると2020年の国内EC市場規模は19.3兆円であり前年比で概ね横ばいで推移した。一方、EC化率は8.08%であり前年から1.32パーセントポイントの増加となった。我が国のEC化率は米国などに比して低い水準にあるものの、拡大傾向が続いており、過去10年間における年平均値は0.52パーセントポイントである。本稿の見通しにおいても、こうした傾向が続き今後5年程度でEC化率が10%超になると仮定した。