



米国のモール業界に未来はあるか？



2019年12月18日



ブライアン・フィリップス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
商業用不動産債券 リサーチ・ディレクター

米国では今年もクリスマス商戦が始まったが、はたして消費者はモールへ足を運ぶだろうか？ ショッピングのためモールを訪れることは時代遅れではないか？ 米国ではモール業界の見通しについて活発な議論が行われているが、悲観的な見方が非常に多い。ヘッジファンドなどの投機筋は、モールの閉鎖に歯止めが掛からないとの思惑から、モールなど商業施設向けローンでデフォルトが加速すると予想し、商業用不動産担保証券(CMBS)のパフォーマンスが指数化されたCMBXで大規模なショート・ポジション(売り建て)を構築している。

CMBXは年度別にシリーズ化されており、2012年に組成されたローンが他の年より商業施設向けエクスポージャーが大きいとの理由から、ショート・ポジションは同

年に組成されたCMBS 25本を対象とするシリーズ6に集中している。こうした動きについて、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、モール業界の実態やCMBXの特性を正しく反映していないと考えている。

モール業界は確かに低迷期にあるが、状況は複雑であり、勝者と敗者の二極化が進んでいる事実を理解する必要がある。モールに対する消費者の需要は、業界の成長が著しかった時代から大きく変わっており、ファンダメンタルズの悪化に歯止めを掛けるには、アパレルに偏った伝統的なコンセプトから脱する必要がある。成功を収めているモールは、環境の変化に対応すべく、バリューアップ投資を行い、消費者が求める姿へ進化を遂げている。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/does-the-american-shopping-mall-have-a-future.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2019年11月22日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

巨大化したモール業界の歴史を振り返る

モール業界が直面する課題や一部で見られるポジティブな進化を理解するためには、まず、モール業界の歴史に目を向ける必要がある。

米国のモールは都市部の百貨店を頻りに訪れることができない郊外エリアに住む主婦層をターゲットに、1956年にミネソタ州で初めて誕生した。これを皮切りに、1960年代にかけて全米各地の都市部郊外で急速にモールが開発され、人口増加や個人消費の伸びがこの流れを下支えした。店舗面積あたりの売上高が最も高いAクラス・モールでは高級志向の商品が多く取り扱われ、主に高所得者層をターゲットとし、中間所得者層は商品の価格帯が下がるBクラス・モールを主に利用していた。

1970年代に入ると経済成長の減速を受け、モールの新規開発ペースは弱まったが、1980年に入ると再び加速し、テクノロジーの急速な革新、個人消費の拡大、アパレルやライフスタイル・ブランドへの需要の高まりなどを背景に、モールの供給は1990年代まで続いた。ちょうどこの頃、プライベート・エクイティ・ファンドが小売企業の買収を進めていた。買収後、プライベート・エクイティ・ファンドは短期的に利益を確保するため、計画性に乏しい積極的な出店をモール中心に行い、店舗網を急速に拡大させ、モールの急速な拡大を支える結果となった。

主要テナントであった百貨店やアパレル企業の衰退

モールの急拡大を支えた百貨店やアパレル企業はモール同様に低迷期にあり、その背景にも着目し、消費者の需要の変化について検証したい。

米国でモールが誕生した1950年代、主要な顧客層は主婦であり、主婦は自分の買い物だけでなく、家族全員の買い物までモールで行っていた。当時、シーンに応じて異なる洋服を着ることが流行していた。自宅用、外出用、仕事用だけでなく、様々なシーンで着用すべきファッションの定義が細かく決まっており、家計の収入の多くが衣類に費やされていた。こうしたファッションの流行もモール業界を急速に拡大させる原因となり、モールには非常に多くのアパレル企業が出店した。

では現在のファッションはどうか。以前のようにシーン別に服装を大きく変える必要性は低下しており、職場でもスーツを着る機会が減っている業種も多い。以前は夕食をレストランで食べる場合、晴れやかな身だしなみがドレスコードで決められていたが、現在は日中に着用していた服装のままレストランを訪れても全く問題はない。複数のクローゼットを持ち、大量の服を購入する必要があった時代は既に過ぎ去った。流行の変化によって、消費者の需要が低下する中、百貨店やアパレル企

業は過去に行った過剰な店舗展開が業績を圧迫し、足元で事業規模の縮小を進めている。

この他にも百貨店やアパレル業界に影響を与えた消費者サイドの変化がある。最近では一般的になった夫婦共働きも影響を及ぼしている。モールが誕生した時代は専業主婦が一般的であったが、現在は子供を持つ夫婦が共働きしている割合が62%と高く、単純にモールで買い物をする時間的な余裕がなくなっている。こうした生活の変化も少なからず、百貨店やアパレル業界を圧迫している。

さらにBクラス・モールの主要な顧客層である中間所得者層の賃金が伸び悩んでいることも影響を及ぼしている。そんな中、家計の大部分を占める品目で価格上昇が目立つ。1996年から2016年にかけて消費財の価格は55%上昇した一方、学費は200%、教材は125%、ヘルスケアは120%も上昇しており、衣類の購入を控えざるを得なくなっている。

これら変化は全て百貨店やアパレル企業がモールから撤退する要因となっている。2017年から2018年にかけての賃貸面積の変化は、百貨店で11%の純減、アパレル関連の小売テナントで29%の純減となっている（IHLグループ調べ）。1つの商圈にモールが乱立する地域では、これらテナントの撤退による影響は特に大きく、店舗面積あたりの売上高が劣るクオリティの低いCクラスやDクラスのモールでは、空室となったスペースを埋めることが困難になっており、近い将来、こうしたモールは淘汰される可能性が高い。

モールは進化している

小売業界はいずれインターネット販売に飲み込まれ、モールは一定の売上高を維持するクオリティの高いAクラス・モールしか生き残れないといった声が聞かれるが、必ずしもその限りではない。現代の消費者が求めるものを理解し、新たな姿へ進化しようとするモールは多く、こうしたポジティブな変化は、特にBクラス以下のモールで目立つ。

ミレニアル世代が子育て・ファミリー世代へ成長した今、成功を収めているモールはアパレル系テナントの割合を減らし、来店頻度が高まるような空間作りを目指している。具体的には家族で訪れることができるレストランや体験型の娯楽施設（ボーリング、ゲームセンター、映画館など）、健康志向の高まりや定期的な来店が期待できるジムやスパなどヘルスケアや美容関連のテナント誘致にも力を入れている。

こうした新たな分野のテナントとアパレル系テナントの入れ替えは今後も進むと見ているが、モールのテナントは多くが小売企業であり続けることは今後も変わらない

い。アパレルを含め、低迷期にある小売業界は打開策の1つとしてインターネット販売の強化を目指しているが、同時に実店舗販売との共存メリットも認識している。インターネットでの売上高目標を全体の30-35%に抑える一方(足元は20-25%)、実店舗での売上高目標を全体の65-70%とすることが小売業界で主流になりつつある。

モール業界はたしかに低迷期にあり、店舗面積あたりの売上高が低いCクラスやDクラス・モールを中心に、一定規模のモール閉鎖が今後発生する可能性は高い。ただ、業界全体が衰退の方向へ向かっている訳ではない。Aクラス・モールは堅調なファンダメンタルズを維持し、Bクラス・モールでは消費者需要の変化に対応し、競争力を高めるバリューアップ投資が進んでおり、今後は勝者と敗者の二極化がさらに進むと考えている。

モール業界に対する一方的な見方が魅力的な投資機会を創出している

多くの投資家はモール業界の実態を正しく評価しておらず、一部のネガティブな側面だけに注目が集まり過ぎている。その結果、CMBXシリーズ6で大量のショート・ポジションが積み上がっているが、この判断はリスクが高いとABでは考えている。主な理由を次に述べる。

- + CMBXシリーズ6に含まれるモールは米国全体の0.5%にも満たず、当シリーズで積み上がった大規模なショート・ポジションはそれに見合うものではない。
- + 当シリーズの商業施設のエクスポージャーに注目が集まっているが、商業施設以外の物件が5割以上を占めている。当シリーズ6が組成された2012年以降、不動産市場全体でネット・オペレーティング・インカム(NOI)の改善が続いているが、その傾向はオフィスなど商業施設向け以外の物件で特に強い。NOIの改善が不動産価格の上昇を下支えし、商業施設以外を対象とするローンを中心にLTVの低下が進む。また、ローンをデファイザンス(同額・同年限の米国債を差し入れ)して実質的に期限前返済する動きも目立つ。
- + 商業施設向けローンのエクスポージャーは44%あるが、全てがモールではなく、ショッピング・センターの割合が大きい。ショッピング・センターはオープンスペースに多く店舗物件が並んでおり、食品スー

パーやディスカウント・ストアなど生活必需品を取り扱う小売店舗を中心に形成される。モール対比ファンダメンタルズは安定しており、一定の出店需要も続いている。

- + 当シリーズにはモール向けローンが37本含まれているが、担保物件の多くは商圏内で高い競争力を維持するモールであり、潤沢なキャッシュフローを生み出し、約定返済や利払い能力に特段の懸念は生じていない。そのため、多くのローンが完済、または一部の債権放棄によって大部分が回収される可能性は高く、当シリーズで発生する損失率は低位に留まると予想している。
- + 一部はファンダメンタルズの悪化に歯止めがかからず、ローンがデフォルトし、債権回収も土地の時価程度しか期待出来ないローンもあるが、その割合は低い。当シリーズをショートする投資家は、こうしたデフォルトが全てのモール向けローンで発生すると予想している。
- + ローンを管理するスペシャル・サービサーの存在も重要であり、スペシャル・サービサーはCMBS投資家の利益を守る責務がある。簡単にローンをデフォルトさせ、損失を確定させるのではなく、ローン期日を延長し、可能な限り物件キャッシュフローから債権の回収を目指す。担保物件の差し押さえを行い、強制売却によって債権を回収する手続きは、非常に煩雑で長いプロセスである。また、相当なコストも発生するため、回収可能金額が低下しやすく、スペシャル・サービサーとしては回避したい選択肢である。当シリーズをショートする投資家が期待するほど、早期にデフォルトや損失が確定することは少ない。

一方的なバイアスが掛かったヘッドラインに踊らされ、投資判断を下すことは簡単である。ただ、その投資判断が最適だったことはあつたらうか。本件がまさにその良い例であり、CMBXシリーズ6をショートするリスクは大きい。

ABでは米国のモール業界を精査した結果、当シリーズ6が対象とするローンのデフォルトや損失率は足元の低い水準から大きく悪化しないと予想しており、ロング・ポジションの魅力が高まっていると判断している。こうしたABの見方について、今後リリースするリサーチ・ペーパーで詳しく説明したい。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。