

はじめに

新型コロナウイルス感染症の拡大が止まりません。一部の国では蔓延のピークを越えた可能性が指摘されているものの、世界中で感染者の増大が続いており、不幸にして命を落とされた方はこれまでの累計で 16 万人を超えたと報じられています。感染症は罹患した人々の生命を脅かしているのみならず、世界中の人々の日常生活に甚大な影響を及ぼしています。日本においても、4月7日に7都府県を対象に緊急事態宣言が発令された後、4月16日にはその対象が全国に拡大されるなど、国民生活や企業活動に大きな影を落とす事態に至っています。経済に対する打撃も深刻なものとなる可能性が高く、当然ながら我が国の不動産市場も無傷ではられません。もっとも、感染症の終息が見通せない中、不動産市場が受ける影響の度合いを現段階で推し量ることはできませんし、現段階で推し量ることが有益であるとも思えません。

今すべきことは、どのような経路で不動産市場に影響が及ぶかをあらかじめ整理しておくことである、と筆者は考えます。その整理を念頭に置きながら、日々刻々と更新される情報をもとにそれぞれの経路を点検することが、ゆくゆくは不動産市場の動向を正しく見通すための視座となるのではないのでしょうか。

本稿はこうした問題意識のもと、今回の感染症が不動産市場に及ぼす影響を、

1. 賃貸市場の視点
2. 投融資環境の視点
3. 資産ストックの視点

の3本の柱から整理したいと思います。さらには現段階で入手可能な情報に基づいて、それぞれの経路についてどの程度の影響が生じているのか、あるいは生じそうであるのかを、できる限り考察していきます。

なお、本稿は4月20日(月)までに入手可能な情報をもとに執筆しています。

1. 賃貸市場の視点

最初に取り上げるのは、感染症が賃貸市場に悪影響を及ぼすという経路です。これはさらに二つに細分化されます。ひとつには観光客の減少や休業要請等による直接的な影響、もうひとつは景気変動を介した影響です。

(1) 直接的な影響

このうち、直接的な影響はすでに顕在化しています。訪日外客数は3月の単月では前年同月比93.0%減、1~3月の累計でも前年同期比51.1%と未曾有の落ち込みとなりました。当然ながらインバウンド需要の受け皿となっていた商業施設や宿泊施設は大打撃を受けています。緊急事態宣言に伴う休業要請や営業自粛により営業を取りやめる物販・サービス・飲食等の店舗も数限りなく見られます。こうした事業者の多くは不動産を賃借して営業しているのであり、売上がストップすることは賃料の支払い能力を失うことに直結します。各事業者に対する政策的な支援は一定の時間稼ぎになると思いますが、賃料支払いの猶予や減免を求める事業者が今後相次ぐことでしょう。経営自体が立ち行かなくなる事業者も少なからず出てくるはずですが。

ただし、この経路が不動産市場に及ぼす影響を考える上ではいくつかの留意が必要です。

まず、テナントとして入居している事業者の売上減退と同程度に不動産賃貸収入が減少するわけではない、という点です。賃料支払いの猶予や減免については、賃貸契約ごとにオーナーとテナントで交渉が進められることになるとは思いますが、テナントの売上減をそっくりそのままオーナーに転嫁するような事態は考えにくいでしょう。また不動産の種別によって、直接的な影響の受け方に濃淡があるということにも留意が必要です。商業店舗ひとつとっても、インバウンド需要への依存度が高い都心型店舗や、エンターテイメント需要にも対応しているショッピングモール等は苦境に

新型コロナウイルス感染症が不動産市場に及ぼす影響

研究部 不動産エコノミスト
吉野 薫

立たされている一方、生活密着型のドラッグストアやスーパーマーケット等はむしろ「巣ごもり消費」の需要を追い風に売上を伸ばしている可能性すらあります。もう1点挙げるとすると、直接的な経路による影響は一過性である可能性が高いということです。過去に世界的に流行した感染症、例えば2003年のSARSや2009年の新型インフルエンザの時期を振り返ると、感染症自体が終息すれば訪日外客数等は案外早く元に戻る、という経験則があります。

(2) 景気変動を介した影響

賃貸市場の視点として、これまでに述べた直接的影響と分けて考えなければならないのは、景気変動を介した悪影響です。これは、今回の感染症がどこまで实体经济を悪化させ、ひいては企業や家計による不動産の実需を低下させるか、に懸かっています。

経済に対する先行きの見通しは刻一刻と深刻さを増しており、1ヶ月前の経済見通しはすでに過度な楽観的な数字であったと振り返ることができます。象徴的には、3月2日にOECDが公表した世界経済見通しと4月14日にIMFが公表した世界経済見通しとを見比べると非常に興味深い結果となっています(図表1)。前者では、感染症の流行は主に中国経済を停滞させているとの認識のもと、世界経済成長率の見通しを昨秋の公表値から0.5%ポイント引き下げたに過ぎませんでした。これに対しIMFは、1月時点の予測を6.3%ポイントも下方修正しました。

図表1: 国際機関による世界経済成長率見通しの変化

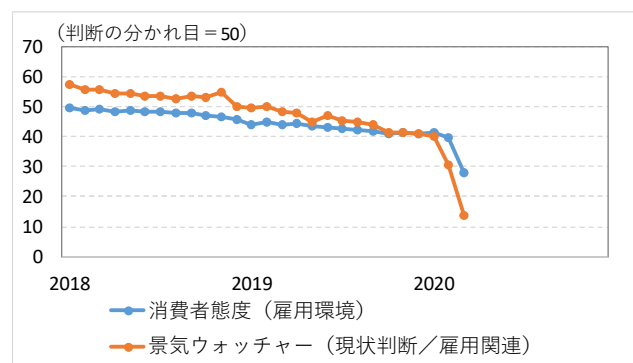
	2019年 11月時点	2020年 1月時点	2020年 3月時点	2020年 4月時点
OECD	+2.9	▲0.5%pt 下方修正	+2.4	
IMF	+3.3	▲6.3%pt 下方修正	▲3.0	

出所: OECD、IMF

さて、景気の悪化が我が国の不動産賃貸市場に悪影響を与える経路として、主に企業活動の低下と雇用・所得環境の悪化が挙げられます。前者は企業の業容拡大意欲の減退を通じて、不動産賃貸市場の実需を剥落させ、いずれ賃貸市況の悪化に繋がる、という経路です。しかしながら、現在入手可能なデータにおいて、企業の業容拡大意欲が既に悪化していることを明確に示す指標はありません。例えば4月1日に公表された日銀短観によると、2020年度の企業の設備投資計画(土地を除きソフトウェアを含む)は44.7兆円と集計されています。これは前年同期における2019年度の設備投資計画(44.0兆円)や、現時点における2019年度の設備投資の実績見込み(44.2兆円)よりも僅かながら高い数字であり、意外にも企業は業容拡大意欲を喪失していないことを示しています。ただし、今回の日銀短観の調査時点が3月11日であったことには留意が必要です。今後、感染症の流行が長引き、企業の意欲が削がれるような状態に至るのであれば、オフィス等の賃貸市場に対する悪影響に身構えなければなりません。

一方、雇用・所得環境に対する人々の不安感は急速に募っています。図表2には、雇用に関する消費者態度と景気ウォッチャーの意識(街角景気)の推移を示しました。2018年頃をピークとして雇用に対する見方は緩やかに悪化していたのですが、今年に入ってから落ち込みが顕著であることが分かります。

図表2: 雇用に関するマインド指標



出所: 内閣府

これまで大都市圏を中心に住宅価格が上昇してきたことの背景として、住宅需要の中心が共働き世帯に移ってきたことが、良好な雇用情勢による就業機会の拡大と相俟って、家計の住宅取得予算を拡充してきた、ということが指摘されています。こうした前提条件が崩れることとなれば、住宅価格は一定の調整を余儀なくされるでしょう。今のところ失業率の上昇や求人倍率の低下といった現象までは見られないものの、それらが顕在化するのはおそらく時間の問題です。

なお、景気変動を介した影響を推し量る上で、かつての SARS や新型インフルエンザの経験を参考にすることは適切ではありません。2003 年は前年の景気の底を経て、景気回復局面の初期にありました。また 2009 年も金融危機からの脱却の時期に当たります。いずれも感染症の問題の発生が景気の勢いが強い時期と重なったのです。ところが現在は全く状況が異なります。感染症の発生がなくとも、2012 年から続く景気回復は既にピークアウトしていた可能性がありますし、少なくとも景気回復の終盤に差し掛かっていることは間違いありません。さらに今回の感染症は、消費税率引き上げや暖冬など景気の足を引っ張る要因とも重なりました。SARS や新型インフルエンザの終息後の日本経済の経過を現在に当てはめようとする、過度に楽観的な見通しを抱くことにもなりかねませんので注意が必要です。

2. 投融資環境の視点

投融資環境の視点としては、金融・資本市場における状況の変化が投資家の物件取得意欲や金融機関の貸出姿勢を損なって、不動産投資市場における需給の弛緩、取引の減退（流動性の低下）、利回りの上昇などの現象を引き起こす可能性を点検することになります。ここでは、金融・資本市場全般でのリスクオフの動き、不動産市場に対する疑心暗鬼、金融機関の貸出態度の硬化、が主な論点となります。

（1）金融・資本市場全般でのリスクオフの動き

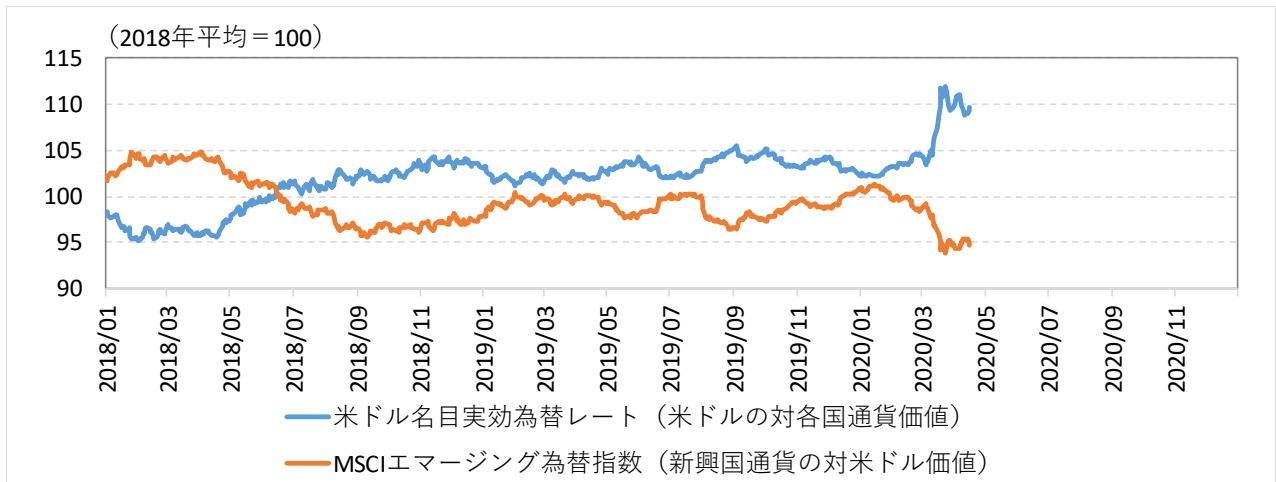
不動産市場に限らず、金融・資本市場において市場参加者がリスクに対する警戒感を強めるさまを、一般に「リスクオフ」と呼んでいます。これはさまざまな現象として観察されますが、象徴的には株式（危険資産）から債券（安全資産）への投資選好の変化や、新興国から先進国への資金流出が挙げられます。このうち、先進国の株価の指標である MSCI 世界株価指数は、2 月半ばに直近のピークを付けたのち、3 月下旬までの間に約 34% 下落しました。この間、3 月の月上旬に主要先進国の国債金利は急落（債券価格は急騰）し、例えば米国 10 年国債金利は年初に 1.9% 台でしたが、3 月には一時 0.5% 台に至りました。

新興国への投資を回避する動きも一部では顕在化しているものと見られます。2 月後半以降、新興国通貨の下落と米ドルの上昇が同時並行的に生じました（図表 3）。そのほか、株価のボラティリティに対するオプション市場の評価を反映した VIX 指数（恐怖指数）は 3 月半ばに歴史的な高水準に至りました。その後も、市場参加者の不安心理の高まりを示す節目とされる 20 を大きく超えた状態で推移しています（図表 4）。

このように、金融・資本市場におけるリスクオフの動きは顕著です。こうした状況が定着することになれば、投資家の安全志向の高まりによって、不動産市場での投資需要が減退することにもなりかねません。

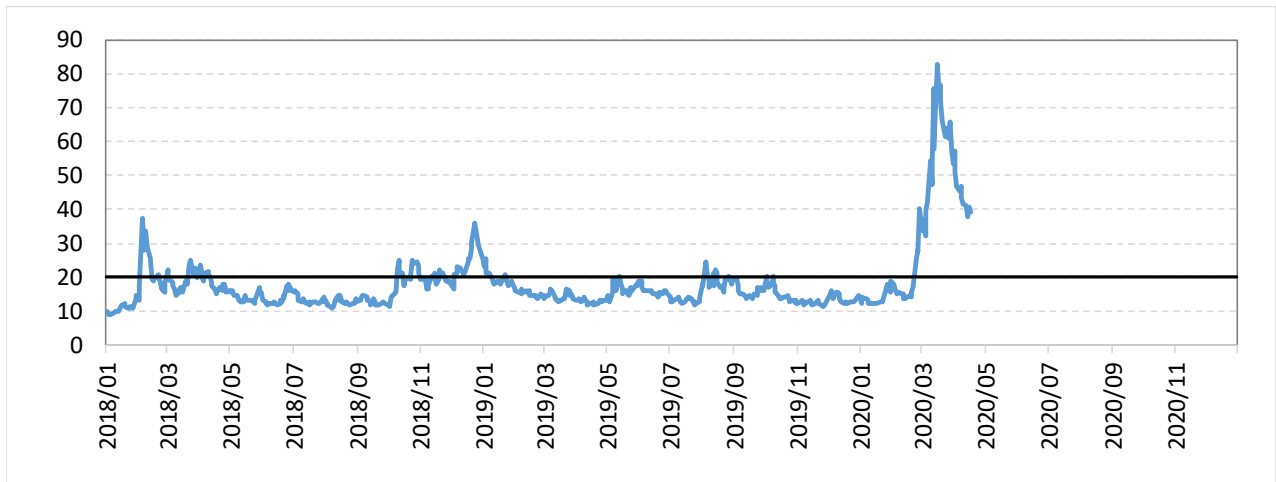
もっとも、これまでに主要国の金融当局が講じた措置が奏功して、金融・資本市場の著しい混乱は 3 月までに一定程度終息しました。4 月以降は幾分落ち着きを取り戻しているようにも見えます。昨今の経済状況を 1929 年以降の世界恐慌になぞらえる論評も見られるようになりましたが、当時とは異なり現在は国際協調による金融のセーフティネットの整備が進んでいます。今後は過度にリスクオフの動きが強まらないことを期待したいところです。

図表 3:米ドルおよび新興国の為替レートの推移



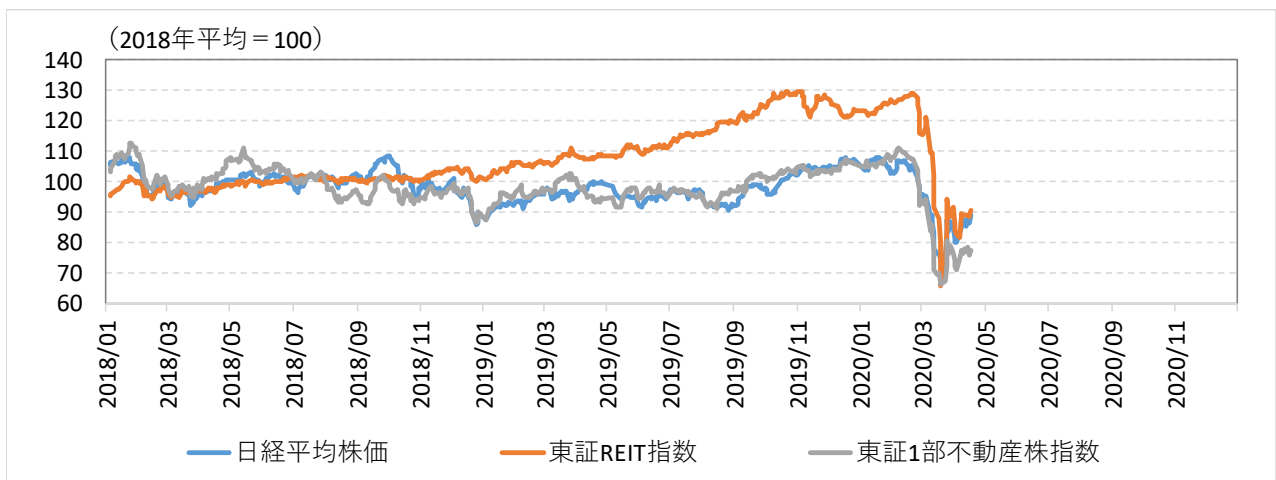
出所: Citigroup Global Markets Inc, MSCI/Bloomberg

図表 4: VIX 指数の推移



出所: CBOE/Bloomberg

図表 5: 株価と REIT 投資口価格の推移



出所: 日本経済新聞社、東京証券取引所/Bloomberg

(2) 不動産市場に対する疑心暗鬼

不動産市場に対する疑心暗鬼は、(1)で示したリスクオフに輪を掛けて不動産市場に対する忌避感が強まるさまを指します。具体的には、J-REITや不動産株の価格が株価全般の動きから下方に乖離する現象として捉えることができます。図表5としてこれを示しました。

3月のJ-REIT投資口価格の急落は非常に印象的であり、金融・資本市場のみならず不動産市場における市場関係者の間でも大いに話題となりました。もっとも、やや長い目で見ると、REIT相場は2019年にかなり好調に推移したと回顧することができます。今回の急落は、足かけ1年強をかけて不動産投資市場に織り込まれた期待感が蒸発する結果になったとはいえ、不動産市場に対する疑心暗鬼が募ったとまでは断言しがたい状況です。足下で東証1部の不動産株が出遅れていることはやや気懸かりではありますが、4月以降は市場が小康状態に至っていることは先述のとおりです。

なお、感染症の影響が不動産市場に与える影響、というテーマとは別に、今回J-REITが過度に売り込まれたことは、その商品設計の理念に照らしてかなり深刻な問題であると筆者は考えています。J-REITはもともと、ミドルリスク・ミドルリターン金融商品として、ある程度長期的な観点から投資の果実を得る投資対象であったはずですが。今回のような狼狽売りが広がるような状況は、J-REITの商品特性が投資家に正しく理解されていなかったことの表れです。J-REIT市場の健全な発展を図るためにも、改めてJ-REITの特徴に対する金融・資本市場の理解を促す取り組みが必要なのではないでしょうか。

(3) 金融機関の貸出態度の硬化

不動産市況を急速に悪化させる要因として最も警戒しなければならないのは、金融機関の貸出態度の硬化です。これまでの不動産バブルの崩壊過程では、必ずデットファイナンスの目詰まりが生じていました。金融機関が貸出態度を硬化させ

ると、投資家は将来的にキャッシュフローが見込める物件であっても、購入できない、あるいは売却せざるを得ない、といった状態を招きます。これが市場全般に及ぶことになれば、不動産投資市場において取引価格が正常に形成されず、不動産が投げ売りされるような状況に至ります。こうした原理で生じる不動産価格形成原理の機能不全は、不動産市況の悪化を助長し増幅させる方向に作用します。

これまで不動産価格の上昇局面において、過度な強気や楽観に基づいたハイレバレッジの投資が市況を牽引していた、ということはありません。それゆえにこの経路で不動産価格の調整が生じるとしても、その調整幅はかつてのバブル崩壊のように著しいものとはならない可能性が高いと思われる。また、4月1日公表の日銀短観を確認しても、不動産業に対する金融機関の態度が急速に悪化している様子は見られません。もとより、1980年代後半の平成バブルの崩壊や2000年代半ばのリーマンショックが不動産に対する過剰な融資を発端とした金融危機であったのに対し、現在の危機はそもそも金融の危機ではありません。したがって、今回の感染症の影響が不動産市場に与える影響を「リーマンショック級」と評価するのは不適切です。

とはいえ、今後の情勢によっては金融機関の経営の健全性が損なわれ、ひいては不動産に対する金融機関の貸出態度も硬化する可能性も否定できません。その経路として考えられるものを2点指摘しておきたいと思います。

まずは、金融機関の資金調達環境です。具体的には“取り付け騒ぎ”的な状況によって預金が流出し、金融機関が正常に貸出を行えなくなる、という可能性が考えられます。取り付け騒ぎは金融機関の経営悪化を原因として起こるものではありません。金融機関が経営悪化しそうである、という人々の予想によって引き起こされ、結果として金融機関の経営を悪化させる、という現象です。人々

新型コロナウイルス感染症が不動産市場に及ぼす影響

研究部 不動産エコノミスト
吉野 薫

の予想が急速に変化する、そして予想に対して合理的に振る舞う人々が一見すると群集心理のような行動を取りうるということは、このたびトイレトーパー等の売り切れが相次いだ現象が雄弁に物語っています。

金融機関の資金調達環境としてさらに注意しておきたいのが邦銀の外貨調達環境です。日本の主要行は昨今海外での貸出を強化していますが、その原資となる外貨は主に市場から調達しています。特に2018年頃は邦銀の外貨調達コストの高騰が問題視されていました。その後は足下に至るまで外貨調達コストは低下基調にあるものの、今後邦銀が外貨調達に困難を来すような状況となれば、金融機関の経営悪化を通じて不動産市場への貸出態度にも悪影響が及ばないとも言い切れません。

もう1点、金融機関の健全性を占う上で無視できないのは、感染症の影響で倒産する企業が急増する可能性です。ここ数年来、企業倒産は低位に抑制されていたため、金融機関が帳簿上に積んでいる貸倒引当金は非常に薄くなっています。もし今後急激に倒産が増加し、不良債権の処理が貸倒引当金の取り崩しで埋め合わせられない、ということになれば、金融機関の損益を悪化させることに直結します。こうなると不動産市場に対する金融機関の貸出態度も急速に硬化しかねません。今後、企業の倒産が増加すること自体は非常に高い確率で生じます。これを金融機関が会計上無事に受け止められるのか、厳重な警戒が必要です。

3. 資産ストックの視点

ここでは、短期的な影響として新規ストックの形成にまつわる状況と、中長期的に見た不動産に対する需要の変化（既存ストックの機能的陳腐化）を挙げたいと思います。

(1) 新規ストック形成

大手ゼネコンの一部が施工中の工事を中断する方針で発注者と協議を進めていることが報じられています。中断が短期間で終わるのであれば工

事再開後の挽回もありえるのですが、感染症流行の長期化とともに工事の中断も長引くようであれば、竣工予定を遅らせざるを得ない計画も生じかねません。これは発注元と請負業者の間の問題に留まりません。例えば、オフィスビルであれば入居予定であったテナントにも、分譲マンションであれば引渡を受ける予定であった住宅購入者にも、それぞれ影響が及びます。これは不動産の価格や賃料に直接影響を及ぼすものではないにせよ、その問題の解決は実務的に難しい論点となる可能性を孕んでいます。

これと似た議論として、中国からの建築資材等の納入の遅延が工事に影響を与えている、ということが一時期取り沙汰されていました。中国が一足早く感染症の拡大フェーズから脱し、今後は生産活動も正常化に向かっていくと期待される中、今後、この経路を通じた影響を意識する必要はあまりなさそうです。2月の貿易統計を見ても、例えば衛生陶器類の中国からの輸入は確かに急減していたのですが、その分を他国からの輸入が埋め合わせています。資材不足による工事遅延という議論には、やや誇張もあったのではないかと筆者は考えています。

(2) 既存ストックの機能的陳腐化

外出自粛が厳しく求められる中、多くの企業は好むと好まざるとに関わらず従業員の在宅勤務を促さざるを得ない状況となりました。今回の感染症の流行は、図らずもテレワークの普及を進める大きな契機となっています。また消費の現場においても、eコマースやネットコンテンツ配信事業の強みが改めて意識されています。

さて、こうした流れはオフィスや商業店舗をどのように変化させるのでしょうか。ここから先は筆者の私見に過ぎませんが、いずれの不動産も人と人とのコミュニケーションを軸として機能が再編されていくのではないかと考えています。

テレワークがいかに普及しようとも、社内外の人々とのインフォーマルな情報交換や信頼関係の

新型コロナウイルス感染症が不動産市場に及ぼす影響

研究部 不動産エコノミスト
吉野 薫

醸成が重要性を失う訳ではありません。むしろその重要性が改めて認識される可能性すらあります。したがって旧来のオフィスが不要になるとか、都心におけるオフィス立地が意味をなさなくなる、といったような説はおそらく誤りです。しかしながら、作業スペースとしてのオフィスからコミュニケーションの場としてのオフィスへと、期待される機能に変化することは大いに考えられます。

あるいは商業店舗は、かねてより“コト消費”の場としての期待が高まっていたところです。しかし、親しい人としばらく会えない寂しさを多くの方が経験した現在、商業店舗は“コト消費”を更に一步進めて、消費者同士の、あるいは供給者と消費者との間の、コミュニケーションの場としての機能が求められていくはずです。

いずれにせよ、そうした潮流に適合できない物件は、急速な機能的陳腐化を逃れられないかもしれません。さらに、こうした新しい機能を演出するという観点からは、これまで以上にオペレーションの巧拙が不動産価値に直結する時代が訪れる

のかもしれない。

最後にもう1点、在宅勤務の普及と住宅のあり方の関係も見逃せません。昨今の住宅市場では、立地の利便性が重視される一方、空間としての余裕は軽視されがちでした。「狭くても利便性の高いところに住みたい」人の需要には応えてきたものの、「利便性が劣っても広いところに住みたい」人の需要には十分応えていなかったといえます。自宅で働くことが平時の勤務のあり方として定着するかどうかはまだ分かりませんし、在宅勤務に適切でない住宅が急速に陳腐化する、と現段階で主張するつもりもありません。ただ、今回の感染症の教訓として、不動産業界がより多様なライフスタイルに応じた物件を供給することに社会的意義もあれば投資機会もある、ということ、筆者なりに改めて指摘したいと思います。

【研究部 不動産エコノミスト 吉野 薫】

(大妻女子大学非常勤講師、国際基督教大学非常勤講師)

本稿の主な論点(新型コロナウイルス感染症が不動産市場に影響を及ぼす経路の点検)

賃貸市場 の視点	直接的な影響	「既に顕在化するも、終息後の回復は早い公算大」 「不動産の種別により影響の度合いが異なる点に留意」
	景気変動を介した影響	「3月時点の企業の設備投資計画には意外な底堅さ」 「雇用・所得環境が悪化する可能性に要警戒」
投融资環境 の視点	金融・資本市場でのリスクオフの動き	「3月末までの間、株式、債券、外為市場で顕在化」 「各国金融当局の対応が奏功し、4月以降は小康状態」
	不動産市場に対する疑心暗鬼	「昨年来高まっていた不動産市場への期待感が消失」 「J-REITに対する理解が不十分であったことを露呈」
	金融機関の貸出態度の硬化	「“リーマンショック級”との指摘は不適切」 「金融機関の経営の健全性確保が鍵」
資産ストック の視点	新規ストック形成	「竣工遅延が相次げば実務的な影響大」 「輸入停滞による供給制約との見方には疑問」
	既存ストックの機能的陳腐化	「コミュニケーションの場としての機能の再定義が焦点」 「多様なニーズへの対応に不動産業の投資機会が存在」