

はじめに

筆者は 4 月 22 日公開のコラム「新型コロナウイルス感染症が不動産市場に及ぼす影響」（以下、「前稿」）において、感染症がどのような経路で不動産市場に影響を及ぼすのかを整理しました。それから 5 週間あまりを経た現在においても、感染症の収束に目処が立った状態にはありません。これに輪を掛けて、世界保健機関の運営を巡る米中や米欧の意見対立、香港問題の帰趨、米国の人種問題に発端する暴動等々、世界における政治的リスクは一層高まっています。国内不動産市場が今後受けるであろう影響の度合いを推し量ることが困難であることは、前稿執筆時点から特に変わりはありません。その一方、3 月までのマクロ指標が概ね出揃い、一部の指標では 4 月以降の状況も明らかとなってきました。そこで本稿では、前稿で提示した視点に沿って不動産市場を取り巻く状況を再点検したいと思います。

前稿では、新型コロナウイルス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 本の柱から整理しました。本稿では主に 1. および 2. の論点に関して現状認識をアップデートし、3. についても言及したいと思います。

なお、本稿は 6 月 1 日（月）までに入手可能な情報をもとに執筆しています。

前稿と読み比べていただく方に向けて 1 点だけお断りしておきます。前稿において筆者は「収束」と「終息」の書き分けを意識しておりませんでした。本稿では以下のように定義したいと思います。「収束」は感染症自体の蔓延が収まることを指します。一方「終息」は感染症が経済や不動産市場に及ぼす悪影響が消失することを表現するときに用いることにします。

¹ <https://www.reinet.or.jp/?p=23991>

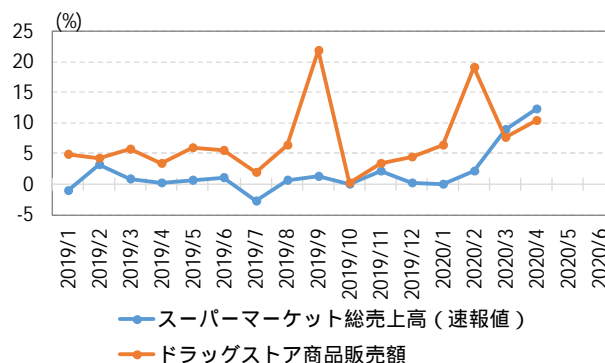
1. 商業施設への影響の精査

前稿では、賃貸市場の視点として「（1）直接的な影響」と「（2）景気変動を介した影響」に分けて整理致しました。

「（1）直接的な影響」のうち、特に商業施設やホテルへの影響が著しいことは衆目の一致するところですが、弊所が実施した「不動産投資家調査[®]」においてもその事実が改めて確認されました。詳しくは弊所ウェブサイトの発表資料「第 42 回不動産投資家調査（2020 年 4 月期）の特別アンケートの結果について」をご覧ください。

もっとも、一口に「商業施設」や「ホテル」といっても、物件の特徴ごとに影響の度合いに相違があることを明確にすることが有意義です。まず商業施設について、食品スーパーやドラッグストアがむしろ恩恵を受けている可能性が指摘されています（図表 1）。主に食品の売上から構成されるスーパーマーケット販売統計調査によると、総売上高（各月速報ベース）の前年同月比は、3 月が 8.8%、4 月が 12.3%と、それぞれ大幅なプラスとなりました。経済産業省の商業動態統計に見るドラッグストア商品販売額も、4 月まで一貫して前年同月比プラスで推移しています。

図表 1: スーパーマーケット総売上高、ドラッグストア商品販売額（前年同月比）



出所：全国スーパーマーケット協会、日本スーパーマーケット協会、オール日本スーパーマーケット協会、経済産業省

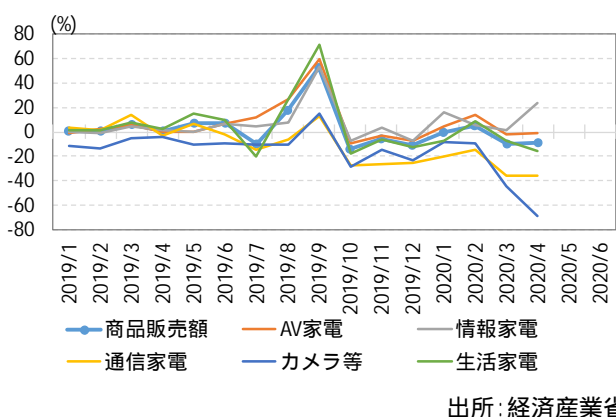
新型コロナウイルス感染症が不動産市場に及ぼす影響（6 月月初時点での点検）

研究部 不動産エコノミスト

吉野 薫

耐久消費財のうち、意外と持ちこたえている印象があるのは家電です（図表 2）。家電大型専門店の商品販売額がマイナスに陥っていますが、消費税率引き上げ以降の弱さが続いているものであって、コロナ禍によって一段と足を引っ張られているとまではいえません。特に、自粛生活や在宅勤務のニーズに適合したと考えられる AV 家電や情報家電については、むしろ底堅いとすらいえる状況です。

図表 2: 家電大型専門店商品別販売額 (前年同月比)

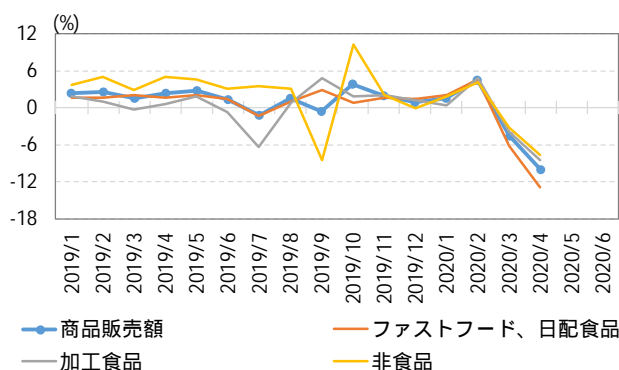


出所: 経済産業省

同じ耐久消費財でも、自動車については影響が大きいことが明らかとなりました。5 月の新車販売台数は乗用車で前年度月比 41.8%減、軽四輪乗用車で同 55.9%減と、いずれも大幅な減少となっています。これまでもマイナス幅が拡大していたものの、一部では楽観論が囁かれていました。5 月の数値はその楽観を打ち消す格好となりました。とはいえ、諸外国との比較でいうと日本はまだましだということかもしれません。4 月のデータですが、インドの販売台数はゼロ（100%減）、イタリアが 98%減、イギリスが 97%減、といった衝撃的な数字であったと報じられています。

意外な弱さを見せたのがコンビニエンスストアです（図表 3）。4 月の商品販売額は 10.0%減となり、巣ごもり消費の受け皿として十分に機能していない現状が浮き彫りとなりました。昨年 10 月の消費税率引き上げの影響が比較的軽微であっただけに、今回の弱さが目立ちます。

図表 3: コンビニエンスストア商品別販売額 (前年同月比)

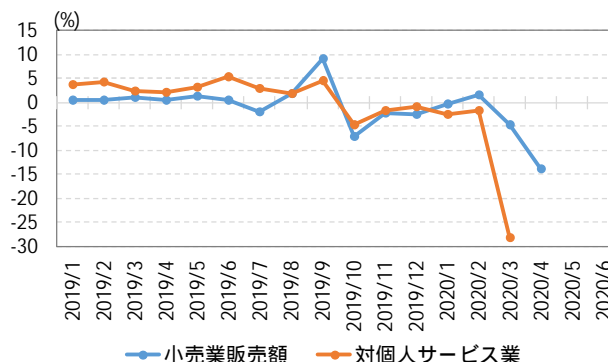


出所: 経済産業省

衣料品は一段と厳しい状況です。百貨店・スーパー商品別販売額で見ると、4 月の衣料品販売額は前年同月比マイナス 73.6%となり、コロナ禍による壊滅的な打撃を受けているといえます。

また財の販売（小売）に比べてサービスの減退がより顕著であることも当初からの想定どおりです（図表 4）。商業動態統計による 3 月の小売業販売額は前年同月比マイナス 4.7%減で留まった一方、第 3 次産業活動指数による対個人サービス業はマイナス 28.1%となりました。その後 4 月の速報値では小売業販売額のマイナス幅が 13.7%に拡大していることから、個人向けサービス業の落ち込みは 4 月以降に一層顕著となっている可能性が高そうです。

図表 4: 小売業販売額、第 3 次産業活動指数の対個人サービス業 (前年同月比)



出所: 経済産業省

これらのことを総合して、商業施設の中でも業態や店舗構成によって影響の強弱が異なることを考慮する必要があるといえるでしょう。概して悪

新型コロナウイルス感染症が不動産市場に及ぼす影響（6月月初時点での点検）

研究部 不動産エコノミスト

吉野 薫

影響の度合いは、「サービス業>小売業」ですし、小売業の中でも「衣料品>自動車>家電>ドラッグストア>食品スーパー」といった序列が成り立ちそうです。

2. ホテルの不振は急成長のきしみか

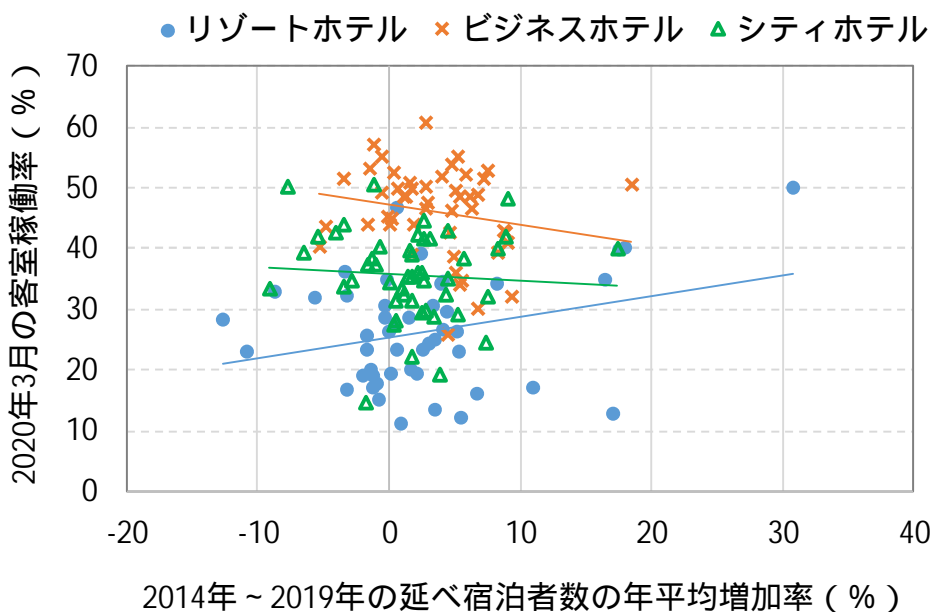
ホテルが危機的な状況にあることは疑いようがありません。かねてより、名だたるブランドのホテルですら稼働率が1割から2割程度に落ちているのではないかとひそかに囁かれていましたが、このたび観光庁が公表した「宿泊旅行統計調査」によると、そういった噂はあながち誇張ではなかったようです。同調査の4月の集計結果（第1次速報値）によると、全国の客室稼働率はリゾートホテルで5.9%、シティホテルで11.8%、ビジネスホテルで25.2%と、軒並み惨憺たる数字となりました。同月の延べ宿泊者数を見ても、前年同月比77%減の1,079万人泊、うち外国人が同97%減の26万人泊という厳しい結果でした。

さて、これまでに宿泊サービス市場が急成長を遂げてきた地域において、より強くコロナ禍の悪

影響を受けている、と考えられがちですが、そのような構図を過度に単純化して捉えないほうが無難です。図表5には、上述の「宿泊旅行統計調査」を用いて、各都道府県について、横軸に2014年から2019年までの5年間の延べ宿泊者数の増加率（年平均）、縦軸には2020年3月時点の客室稼働率を取った散布図を示しました。ご覧のとおりこの両者に明確な相関関係を見出すことはできません。「この地域におけるホテル市場の成長は出遅れたから、却ってコロナ禍の影響は軽いはずだ」と根拠に乏しい楽観を抱かないように気をつけたいものです。

もう1点ホテル市場を捉える上で気になるのは、事業者の規模による相違です。報道等では大手のホテル事業者の経営破綻等が取り沙汰されている一方、零細な規模の施設もホテル需要の受け皿として無視することができません。2019年の実績では、全国の延べ宿泊者数5億4,324万人泊のうち、従業員数0~9人の施設はその14%に当たる7,635万泊を占めています。

図表5: 都道府県別の宿泊施設タイプごとの宿泊者数の伸び率と2020年3月の客室稼働率



注: 図中の線分はそれぞれの宿泊施設タイプに関する線形近似曲線。

出所: 観光庁

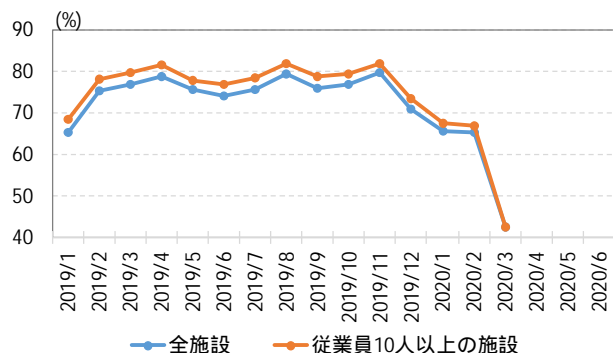
新型コロナウイルス感染症が不動産市場に及ぼす影響（6 月月初時点での点検）

研究部 不動産エコノミスト

吉野 薫

さて図表 6 には、ビジネスホテルの毎月の稼働率の推移を「全施設」と「従業員数 10 人以上の施設」とに分けて示しました。これまで一貫して後者が前者を上回っており、これはすなわち従業員数 0～9 人の施設と比べて 10 人以上の施設の稼働率が常に高かったことを意味しています。ところが 2020 年 3 月は僅かながら「従業員 10 人以上の施設」の稼働率が「全施設」を下回りました。これは直接比較できる 2011 年以降で初めての出来事です。もしも、これまで零細規模の施設の低稼働率が許容されたのが損益分岐点の低さに依拠していたのであれば、今回稼働率が逆転したということは、むしろ規模が相対的に大きい施設にとって危険な兆候なのかもしれません。これが一時的な現象なのか構造的な変化なのか、先行きの展開を見守りたいと思います。

図表 6: ビジネスホテルの施設規模別の客室稼働率

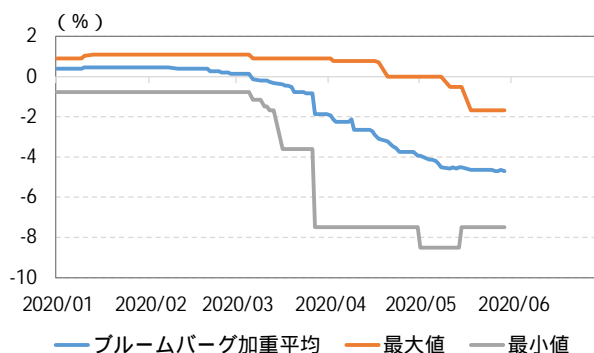


出所: 観光庁

3. 悪材料が出尽くした経済見通し

図表 7 には Bloomberg 社がとりまとめる各調査機関による 2020 年の日本の経済成長率見通しの分布を示しました。2 月以降、国際機関や民間エコノミストによる見通しは常に下方改定を続けてきました。しかし 5 月後半に至るとその動きも一服しています。感染症が収束に向かいつつあるという認識が徐々に広がり、また足下では政府の景気対策に対する期待感も醸成されつつあります。先行きの経済を巡る悪材料が概ね出尽くしたといえるのかもしれません。

図表 7: 2020 年の日本の経済成長率に対する各機関の見通しの分布



出所: Bloomberg

四半期の見通しを見ても、「2020 年第 2 四半期に大幅なマイナス成長を記録した後、年後半以降はプラス成長になる」というシナリオがエコノミストのコンセンサスとなっています。今後の不動産市場を見通す上でも、日本経済がそのような経路を辿ることを前提にして差し支えないでしょう。

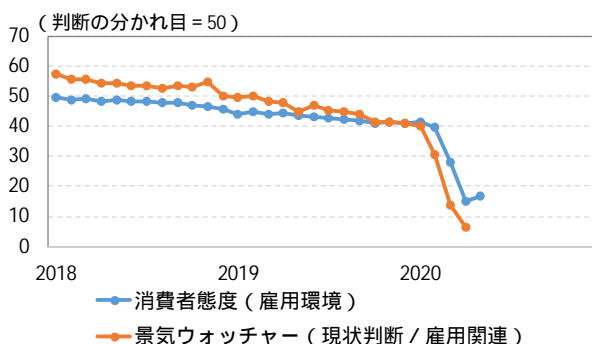
ただしいくつか留意しなければならない点があります。まず、改めてコンセンサスを確認すると、2020 年のマイナス成長を、2021 年と 22 年のプラス成長では取り戻せない、という経路となっています。あるいは四半期の予測でも、本年第 1、第 2 半期のマイナスを、本年後半から来年末までの 6 四半期では取り戻せない、というコンセンサスです。いわゆる「V 字回復」が見込まれている訳ではない、ということです。たとえ期待通りにこのまま感染症自体が収束しても、経済に対する悪影響が終息して経済が元の経路に戻るまでには、相応の時間を要する、と想定されているのです。

その点、前稿では「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」を披露させていただきましたが、これは過度に楽観的な見方であったと振り返っております。

4. 人々のマインドも 4 月が底か

前稿では雇用に関する消費者態度と景気ウォッチャーの意識が急速に悪化していることを紹介しました。4 月調査時点では一段と悪化しており、その先行きが危惧されます（図表 8）。

図表 8: 雇用に関するマインド指標



出所: 内閣府

たとえエコノミストの経済見通しが下げ止まったとしても、人々のマインドが好転しない限り、景気の腰折れに対する懸念を払拭することができません。特に雇用マインドの冷却化した状態が続けば、これまで比較的安全だと思われている住宅市場などにも悪影響が及ぶ可能性があることを、前稿の繰り返しになりますが改めて指摘しておきたいと思います。

5月の消費者態度指数は既に公表されており、ごく僅かではありますがマインドが改善していることを示しています。本稿公開後まもなく公表される5月の景気ウォッチャー調査も前月と比べて上昇に転じているならば、人々のマインドは4月頃が底であったと回顧できるかもしれません。

それにしても今般のマインド指標の悪化はまさに記録的であるというべきです。たとえば景気ウォッチャー調査の4月の現状判断DIは2002年の統計開始以来最悪の数値となりました。先行き判断についても、3月、4月に2ヶ月連続して過去最低記録を更新しました。特に、現状判断DIのうち「家計動向関連」を構成する指標の一つである「飲食関連」がマイナスに陥るといふ珍事すら発生しています。もともと景気ウォッチャー調査の各指数は0から100までの値を取るよう設計されているのですが、季節調整の関係でマイナスに陥ったものと推察されます。歴史的に見ても破格の低さに至っていることを窺わせるエピソードです。

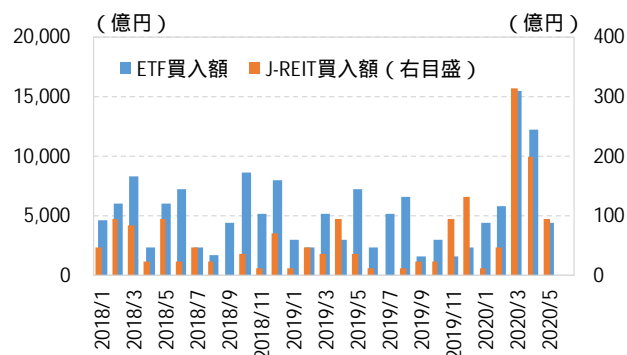
5. 金融環境は引き続き安定

5月に入り、各金融機関が引当金を積み増して減益決算を行う例が相次いで報じられています。今後の債権の悪化を見越して迅速な対応に当たった各行の姿勢は、今後の金融システムの安定を図る上で極めて高く評価できると考えられます。

前稿の時点に引き続き、金融環境を巡るリスクが高まる様子は見られません。5月に公表された日本銀行の「貸出先別貸出金」の統計を見ても、少なくとも3月末までの間、不動産業向け貸出残高は増加ペースを保っています。引き続き不動産市場を取り巻くファイナンス環境は良好なままであるといえます。

もっとも、マーケットに内在するリスクが低下しているという訳でもありません。前稿で紹介したVIX指数（恐怖指数）はその後高止まりしたままです。また我が国においても、3月に日本銀行が株式（ETF）やJ-REITの買入れ限度を引き上げる政策変更を行って以降、実際に3月と4月はこれまで以上の早いペースで買入れを行いました（図表9）。ひとたび金融市場が崩れれば、いずれ金融機関の貸出態度の悪化をもたらして不動産市場にも悪影響を及ぼす可能性があることを踏まえると、金融市場がいわば“人為的”に支えられていることを忘れるべきではありません。

図表 9: 日本銀行による毎月のETF、J-REITの買入結果



注:ETF 買入額には「設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するためのETF」を含む。

出所: 日本銀行

6. 再考：オフィスの未来

新型コロナウイルス感染症をきっかけとして、いわゆるホワイトカラー層の仕事の少なくとも一部はオフィスを離れても取り組めるものであることが明らかとなりました。こうした中、感染症が収束した後も原則として在宅勤務とすることを決めた IT 企業の例などが大いに話題となり、都心に立地するオフィスの意味が問われています。

しかし前稿で主張したとおり、筆者はオフィス集積の意味が消失するとは全く思っていません。むしろ、これまでに一気にテレワークに振れた揺り戻しによって、オフィスに勤務することの意義が積極的に見直される時が訪れると信じています。というのも、ワーカーをオフィスの外で働かせるという試み自体は新しいものではないからです。

米国では 2010 年前後から一部の IT 系企業や金融機関が先駆的にテレワークを積極的に導入したものの、その後ワーカーをオフィスに戻す例が見られました。テレワークの弊害やオフィスのメリットが意識された結果であろうと推測されます。

当時と比べれば、ビデオ会議システム等が劇的に進化しており、テレワークを実現する環境は改善しているとは思いますが。しかし、過去の教訓を顧みることもなく、今回こそはテレワーク化が一足飛びに進行すると予期することは相当に無理があるのではないのでしょうか。

結局、この数か月間に多くの企業がテレワークを実現できたのは、あくまで非常時対応であったからであろうと思います。非常時であったからこそ「組織一丸となって」「互いに信頼しあって」といった価値観が暗黙に共有されて、その結果としてテレワークの弊害が組織の問題として表面化せずに済んだのではないのでしょうか。

これから私たちが徐々に日常生活を取り戻す中、平時の職場のあり方として、テレワークの適否を冷静に検討しなければなりません。オフィス勤務とテレワークそれぞれのメリットを取り込めるよ

うな勤務環境を模索することによって、会社にとってもワーカーにとってもこれまで以上に望ましい職場を創出することが理想です。そこで実現するオフィスへのニーズは従来とは質的に異なる可能性は高いことでしょう。しかしテレワークの普及がオフィスの需要を一時的に消失させることにはならないはずです。

【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）