

『不動産市場への新型コロナの影響』

早稲田大学大学院経営管理研究科教授 川口 有一郎

1. はじめに

Covid-19 (コロナウイルスによる呼吸疾患。以下「新型コロナ」) の世界的大流行 (パンデミック) による経済や不動産への影響の特徴は4つある。ひとつめは実物経済(リアル)が縮小することである。日本の実質GDP (約540兆円) は2020年4-6月に戦後最大43兆円縮小した。7-9月には25兆円増えたが差引21兆円縮小したままである。リアルの縮小は累積で30兆円 (5.5% : 2021年3月) と見込まれる (日本銀行展望レポート2020年10月)。翌21年度には20兆円 (3.6%) 上昇すると見込まれる (同上) が、リアルは2年間で10兆円 (2%) 縮小したままとなる。リーマンショック後のリアルの縮小は2年間7兆円 (1.4%) であったから、新型コロナショックはリーマンショックを上回る経済危機である。

二つ目の特徴は、この経済危機が健康危機によりもたらされたことである。日本では2011年の東日本大震災と原発メルトダウンにおいてこうした双子の危機は経験済みであるが、新型コロナはこうした危機を全世界・全人類にもたらしたという点で特異である。人々は失業リスクと死亡リスクを同時に低減しなければならないという難問に直面している。

新型コロナの三つ目の特徴は、本来はリアルを補完するはずの金融経済 (マネー) と情報通信経済 (デジタル) がリアルを代替する

ほどにその役割が増大することである。これは90年代からの長期トレンドであるが新型コロナは長期トレンドを一段と加速する。

最後に、感染症パンデミックの歴史は約2年間人類に対して非常に大きな痛みや犠牲を強いるが、収束後には都市に大きな改善をもたらすことを示唆する。新型コロナ後には都市とその構成要素である住宅、オフィス、店舗、およびホテルなどに大きな改善がもたらされることが期待される。新型コロナは不動産産業変革の長期的なトレンドも一段と加速するだろう。その分、短期的には痛みも大きいですが、この2年間を乗り切れば、明るい未来が待っている。そうなることを切に願っている。

新型コロナ収束までの2年間 (2020年度・2021年度) をどう乗り切るべきか? 以下、7つの点について考えてみたい。

2. 需要の瞬間蒸発と景気後退曲線のフラット化

新型コロナの影響によって、個人的な接触を伴わないサービス (例えば、デリバリーやZoomなど) の需要は急増したが、face-to-faceを必要とするサービス需要は瞬間蒸発した。例えば、ホテルやレストランは6割から8割の需要が減少した。また、緊急事態宣言 (都市封鎖) による移動制限や社会的距離策は需要の縮減 (拡大) のみならず供給サイドにも大きなショックを与えた。

日本銀行の雇用人員判断指数（DI）で見ると、新型コロナ以前は全産業で人手不足であったが、昨年3月に自動車産業で雇用過剰、そして6月以降には製造業全体で雇用過剰となった。不動産を含む非製造業全体では依然として人手不足が続いているが、宿泊・飲食サービスは例外であり、製造業以上に人手の過剰感が大きい。

また、東京商工リサーチの新型コロナ関連の経営破綻（2月～10月）件数は累計で約650件であるが、飲食業、アパレル関連、宿泊業、建設業、飲食料品卸売業、および食品製造業の順に倒産件数が多くこれら6業種でほぼ過半を占める。

不動産業は政府の観光立国推進に呼応するようなかたちで宿泊業を成長セクターの一つとして、ホテル事業に積極的に投資してきた。新型コロナの影響によりこれが仇となり宿泊事業が不動産業の足を引っ張っている。

ところで、新型コロナは健康危機をもたらした。未知のウイルスに対して治療薬もワクチンも無い中、唯一の有効な対応策は移動制限および3つの密の回避であった。公衆衛生の専門家は、この原始的な方法によりウイルス感染曲線（pandemic curve）を平坦化（flattening）することでこのこの問題に対応した。国のヘルスケアシステムの容量には限りがある。例えば、人口1万人あたりの病院ベッド数の平均は開発途上国で12床、先進国で49床である。日本は134床と世界ではもっとも多いが、感染者数がこのキャパシティーを超えてしまうと医療崩壊となり死者数が指数関数的に増大する。感染者数をこの容量以下に抑えなければならない。

しかし、感染曲線をフラット化すると景気後退曲線（recession curve）が逆にステープ化してしまう。例えば、自粛、緊急事態宣言、および「新しい生活様式」による移動

制限を行った2020年第2四半期は戦後最悪の景気後退となった。感染経路を管理しようとすると経済システムは突然死に見舞われる。これが新型コロナ危機の現実である。感染曲線だけではなく景気後退曲線もフラット化しなければならない。これはトレードオフ問題のようにみえるがそうではない。失業者数と死者数を天秤にかけることはできない。また、移動制限せずに感染曲線がステープ化すると景気後退曲線はフラット化しない。感染者数が病院からあふれ出るような事態になれば世帯や企業のパニック的な行動により景気後退の底がより深くなるからである。

経済政策は景気後退をなくすことはできないがその曲線を平坦化することはできる。例えば、日本政府は新型コロナにより低下が見込まれる家計や企業のボトムラインを支えるために、仕事がなくても雇用を守った企業を支援する「雇用調整助成金」の支給、新型コロナウイルスの影響で業績が悪化している中堅、中小・小規模事業者を対象にした「持続化給付金」、感染症対策予備費、1人当たり10万円支給した特別定額給付金、およびテナント事業者向け「家賃支援給付金」の支給などを行っている。また、GoToトラベルキャンペーンなどは部分的ではあるが瞬間蒸発した需要の穴埋めに寄与した。

3. 衰退懸念にはサブリース契約で対応する

上場不動産会社の株価は解散価値（保有不動産の含み益を加味した純資産価値）を下回っている。これは2013以来のトレンドである。業績・財務とも良好であり、かつ保有不動産の含み益が大きいにもかかわらず株価は割安に放置されてきた。一方、上場不動産投資信託（いわゆるJ-REIT）の株価（投資口価格）

は、解散価値を上回り長期に平均約1.2倍の高値で取引されてきた。

J-REITと上場不動産会社の違いは前者が賃貸不動産経営に特化しなければならいのに対して後者はこれに加えて住宅やビルの開発事業も行う。株式市場の投資家は企業の成長性に対する関心が高い。投資家はJ-REITについてはその保有不動産の将来のインカムゲイン（賃貸収入）の成長性に期待する。一方、上場不動産会社はインカムゲインの成長性だけではなく住宅やビルの開発からのキャピタルゲインの成長性に関しても投資家の期待に応えなければならない。高齢化・人口減少の重しが増えつつある日本の不動産市場においてインカムゲインの成長はある程度は見込めるとしても、キャピタルゲインの成長性を見込むのは難しい。上場不動産会社の株価がその解散価値を下回り、J-REITの投資口価格がその解散価値を上回っていた理由はそうした違いにあった。

実際、J-REITの分配金（投資家に配分されるインカムゲイン）は前年同月比でみると新型コロナ以前は年率3%～9%成長していた。しかし、新型コロナ後にはその前年同月比は-6%と大幅な衰退となった。その結果、J-REITの投資口価格は20%超下落しその解散価値を下回るようになった。住宅REIT、オフィスREIT、および商業・物流REITとタイプ別に見ると中でもオフィスREITの投資口価格の下げが大きい。新型コロナ禍のもとでオフィスREITの賃料収入は堅調に推移している。分配金が増えた銘柄もある。それにもかかわらずその投資口価格は下がったままである。その理由は、新型コロナによりオフィス市場のサイクルが上昇から下落へと転換した、投資家はそう見ているからだ。成長見込みが期待から不安へと変化した。

賃貸収入の下落リスクに対するヘッジはプ

ットオプション契約（いわゆるサブリース契約）である。オフィスREITはサブリース契約により賃貸収入を長期固定することを積極的に活用してしている。オフィス賃料が上昇する局面では投資家はプットオプションによる固定賃料契約を嫌うが、サブリース契約は不動産サイクル下落に対する保険である。

4. ストックを減らして住宅の資産価値を守る

新型コロナは住宅投資および新設住宅着工数の減少トレンドを一段と加速させた。2019年10月の消費増税後から住宅投資は4四半期連続で減少した。また、新設住宅着工数は2019年6月から14か月連続で減少した。過去2回の消費増税を行った年の新設住宅着工数は70万戸台と低迷した。新型コロナ禍はさらに60万戸台へと引き下げる可能性がある。

新設住宅着工数は2000年初頭の120万戸台から新型コロナ直前の70万戸台へと長期的に下落している。2025年以降、住宅需要のコアとなる30代・40代の人口は先の大戦時以上のスピードで減少する。住宅着工数は2030年頃に60万戸台へと減少すると予想されていた。新型コロナがその時期を早めたのではないかと危惧されるほどであった。

この落ち込みは一過性のものであり新型コロナ収束後は元の下落トレンドに戻るだろうが、近い将来に東京でさえ人口だけではなく世帯数の減少がもはや避けられない中では従来の発想を変える必要がある。住宅ストックを減らして「住宅の資産価値を保全する」ことが重要である。日本には800万戸以上の空家がある。例えば、これを毎年100万戸を壊せば新築住宅80万戸を供給しても住宅ストックは減少する。住宅価格はストックとフローによって決まるので需要が減少してもストッ

クがそれ以上に減少すれば住宅価格は上昇する。こうした新しいタイプのスクラップ・アンド・ビルドが人口減少下における住宅産業のあり方であろう（詳しくは川口2020年4月『人口と不動産市場』証券アナリストジャーナルを参照のこと）。

新型コロナにより新設住宅着工数の減少は加速されたが、例えば、首都圏の中古マンション価格（レイズデータにもとづく日本不動産研究所住宅価格指数）は8か月連続で上昇した。需要にネガティブなショックを与える新型コロナ禍のもとでも住宅価格は上昇しうる。なお、住宅価格はリアル需給関係以外にもマネーの影響を考慮する必要がある。次にこのことについて説明しよう。

5. マネーにより不動産価格下落を阻止する

新型コロナショックの経済危機はリーマンショック時の危機以上に厳しいが、不動産価格についてはこのことが当てはまらない。例えば、リーマンショックの5か月後にはJ-REITの保有不動産価格はオフィス、住宅、店舗、倉庫、およびホテルのすべてのセグメントにおいて下落し、全体では20%超下げた（株式会社TMAXのJ-REIT保有不動産価格NAV指数）。当時は住宅の下げがもっとも大きく約30%下落した（同指数）。これに対して、今次のショック下では、厳しい苦境の中にあるホテルの価格下落がもっとも大きいながらも約10%の下落にとどまった（同指数）。また、ホテル、商業、およびヘルスケアは価格を下げたが、物流、オフィス、および賃貸住宅の価格は上昇した（同指数、五か月後）。

このように新型コロナ禍において不動産価格がリーマンショック時に比べて大きく下げなかった理由はレンダーが不動産融資に対し

てポジティブなスタンスを維持したからである。苦境に立たされているホテルおよび商業施設に対しても金融機関はいわゆる貸しはがしを行わなかった。

厳しい経済危機の中にあって、不動産レンダーが緩和的な貸出を維持した理由は三つある。まず、ひとつめは、新型コロナパンデミックが2年（2020年度・2021年度）で収束するという見込みである。この根拠として、H1N1ウイルス（1918-1919:いわゆるスペイン風邪）、H2N2ウイルス（1957-1958）、H3N2ウイルス（1968）、およびH1N1pdm09ウイルス（2009）といった過去のパンデミックは2年で収束している（<https://www.cdc.gov/flu/pandemic-resources/basics/past-pandemics.html>）。また、新型コロナに対するワクチンは2年以内に準備されると予想されている。レンダーには、2年間であれば業績が悪化しているホテルや商業施設をサポートすることができる、という余裕もあった。

金融機関が資金を引き揚げなかった二つめの理由として、不動産の賃貸収入（NOI）がほとんど痛まなかったことが挙げられる。不動産賃貸の契約期間中は原則として家賃は固定される。また、新型コロナの下でテナントはビジネスの在り方をじっくり検討する必要があるから、様子見というテナントが多く、賃貸契約の解約および成約は共に常時より少なかった。また、2019年までの賃貸需要の強さが慣性力のようにプラス方向に働いた。

レンダー主導による不動産価格下落が起きなかった三つめの理由は、上記で述べた官民協働による景気後退曲線フラット化である。このフラット化はマネー経済でも行われている。日本銀行は、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に向けて、各種の強力な金融緩和措置を実施している。民間金融機関も積極的に金融仲介機能を果たしている。業種

によっては資金繰りが厳しい企業があるが銀行借入など外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている。

リーマンショック時には、シャドバンクの資金が枯渇する前に他行に先んじて貸付（証券化商品）を取り付けて自分の資金を保護するという行動が金融機関にとっての支配的な戦略となった。こうした状況は「先行者優位」の状況といわれる。今次の財政・金融政策を通じた景気後退曲線のフラット化の試みは、民間金融機関が先行者優位の状況を回避し不動産融資を維持する、という過去とは異なる状況をもたらした。

金融機関が資金を引き上げると不動産価格が下落してレバレッジが上昇する。その結果、さらに貸し剥がさなければならない。これが負のフィードバックループを形成して不動産市場はクラッシュする。リアルが危機に直面したときにはマネーがこれを支える。これが1990年の不動産バブル崩壊および2008年の米国住宅バブル崩壊において私たちが学んだことである。

6. オフィス改革の痛み

新型コロナ禍は札幌、東京、横浜、福岡、名古屋のオフィスビルの空室率を上昇させた（株式会社三鬼商事データ・既存ビル平均）。大阪および仙台は2019年の消費税増税後に空室率が増加し新型コロナ禍でさらに上昇している（同データ）。例えば、東京ビジネス地区のオフィスビル市場の空室率は1.50%（20年4月）から3.99%（同10月）に上昇した（同データ）。この間、その賃料は1.6%（月坪364円）下落した（同データ）。現時点（2020年10月）の東京のオフィスビル市場の空室率・賃料は2008年9月とほぼ同じである。今

後については、昨今の株価上昇に基づく楽観的な見通しに立ち2021年3月に底を打つという見方がある。これはオフィス市場は実質GDPのように下がらないという前提である。一方、オフィス市場が実体経済の動向との関連がより強いとなれば新型コロナの影響は2022年3月頃まで残るだろう。今後空室率・賃料が2008年10月以降と同じ経路を辿ると仮定するという悲観シナリオのもとでは、新型コロナの収束後の空室率は8.28%、賃料は月坪18,084円となる（同データ、2010年3月時点）。

これはピーク時（20年4月）から、空室率が約7%上昇し、賃料が20%下落するという厳しい数値である。東京については、2020年11月～2022年3月に39万坪（+2.9%）の新規供給が予定されている（同データ）。2008年10月以降の新規供給+1.7%と比較すると今次は1.2%ポイント供給過多である。また、リアルの縮小が今次はより厳しいので、今後の床需要が2008年10月以降の需要を上回るとは考えにくい。そのため、新型コロナ収束までに東京オフィスビル市場の賃料が平均20%下落することはありうる。なお、新規供給については、地方では福岡（+10%）、大阪（+4%）、及び横浜（+3.6%）が東京の増加率を上回る。名古屋（+2.5%）、仙台（+1.6%）、および札幌（+1.0%）の増加率は東京以下である（同データ：2020年11月～2022年3月）。これら竣工予定のビルは2年前からテナントづけされているので空室リスクは小さいが、玉突きにより既存ビルへの影響は避けられないだろう。

新型コロナにより急増したテレワークの導入がどの程度解約に結びつくかについては不明である。オフィス賃貸仲介の現場は、「単にコスト削減のためのオフィス縮小ではなく・・・オフィスのあり方をじっくり検討し

ている・・・そのため短期では解約も成約も出にくい」状況である（田澤淳一2020年11月13日Analyst Alert三菱地所, SMBC日興証券株式会社）。テレワーク導入増の解約への影響は長期的なものとなろう（定期借家契約では原則中途解約できないという事情もある）。苦境に立たされている中小企業やベンチャーなどはそうした余裕がないので解約に至っているものと考えられる。

テレワークの導入を含むオフィス改革はずっと前から行われてきた。生産性と創造的イノベーションの向上への取組みとして、「働き方」は、ルーチンワークから創造的な知識ワークへ、個人業務からグループ・チーム・プロジェクトへ、孤立からインタラクティブへと変化してきた。「働く場」は、場所(place)からネットワークへ、中心化から分散化へ、交通からコミュニケーションへ、オフィスから多地点(Multiple locations)へと変化している。利用する「IT」は、データからナレッジへ、中心化から分散化へ、メインフレームからPC・ビデオ・テレコム・インターネット・モバイル・パーソナル・ノマディック等へ、大から小(手の平サイズ)へと変化した。そして、「空間利用」は1人1室からシェアリングへ、階層空間から分散タスク・ベースへ、9時～5時・一つの空間からいつでもどこでもへ、余剰空間(空室)から可変な「3密」利用パターンへ、占有からシェアへ、と変化してきた(詳しくは三菱UFJ信託銀行2020年6月29日『ワークプレイスが創る会社の未来』を参照のこと)。

新型コロナ禍でなければオフィス改革によって床の需要が増えることもある。例えば、これまではITの小型化に伴ってオフィスはセンターへの集中化と高密度化がトレンドであった。しかし、働く場の分散化と多地点化は市場全体で見ればオフィスワーカー1人当り

の床面積を増やす方向に作用する。また、一人で複数のオフィスを利用するマルチ・オフィスが採用されれば全体の床需要はさらに増える。近年のシェアオフィスの増加が市場全体の床需要を増やしたことを思いだせば合点がいくだろう。

さて、テレワークは残るが、全員でもないし、毎日でもない。60%のワーカーはテレワークが不可能である。また、オンサイト勤務者は、契約ベースと一時的ワーカーに限定されると予測する調査結果がある(McKinsey Global Institute2020年9月23日)。企業が仮にこれを実行に移すとなると、上記の働き方、働く場、IT、および空間利用に関して多くのことを全社的に詳細まで詰めて、生産性の向上に結びつけなければならない(同上)。その結果としてオフィス床をどの程度解約するかが決まる。このように急増したテレワーク導入が解約に至る経路はロング・プロセスである。

新型コロナが、生産性の向上と創造的イノベーションのためのオフィス改革を一段と加速することは間違いない。それはオフィス・サイクルの下り坂のなかで行われることになるので、既存ビルオーナーにとっては痛みを伴うものになるだろうが、そこには新型コロナ収束後の賃貸経営の新たなビジネスモデルのヒントがあるものと期待したい。

7. デジタル・トランスフォーメーション

不動産のオーナー、投資家、テナント、および物件売買の顧客などのために革新的なソリューションやサービスを創造するために人工知能(AI)、機械学習、ロボット、プロセス・オートメーション、3Dプリンティング、ビッグデータ、およびブロックチェーン技術な

どを利用することはデジタル・トランスフォーメーション（DX）と言われる。過去10年成長してきたプロパティテックはDXの一部である。DXはセンサー、スマートビルディング、およびIoTも活用しながら、新型コロナ以前からその勢いを加速している。Airbnb, Amazon, Uber, およびZillowが不動産におけるDXの代表例である。

従来プロパティテック（PropTec）は集客や業務支援といった裏方がおもなビジネスであった。顧客を仲介業者に紹介した後の内見から成約までの業務は仲介会社が担ってきた。この部分はきわめて属人的であるので巨大テック企業であっても参入が難しい（Googleは日本でも参入を試みたが突然撤退した）。ところが、新型コロナにより、仲介会社はモデルルーム・現地販売所等においても、対面での接客機会が増えないように工夫することを求められることになった。感染予防対策として「来店を誘致するDMやチラシ配布等に代えて、メール、電話、インターネット、ビデオチャット等を活用」、「非対面で内見できる写真や動画、VR、バーチャルツアー等のWEBサービスの活用、WEB会議システムやビデオ通話を活用し担当者が現地から物件案内をお客様に視聴して頂くことにより現地内見件数の削減を図る」ことが求められた（国土交通省2020年5月20日不動産における新型コロナウイルス感染予防対策ガイドライン）。

新型コロナ禍のもとで住宅販売の現場において非対面・無人での内見やオンライン営業などが試みられている。中間報告の段階であるが、内見から成約までのDX化の有効性などが確認されている。また、外国人投資家の中には投資物件であれば物件見学なしでオンラインで商談が成立する事例もあるという。こうした実験的な試みの一つの結論は、不動産

取引のDX化には売買契約における押印廃止が不可欠ということである。行政手続きの押印廃止の方向ではあるものの、財産価値の高い不動産の権利に関するもの（不動産登記）における押印は存続の方向である（内閣府2020年9月24日）。同様の理由で、不動産の売買契約書の押印も存続の方向と考えられる。

不動産取引以外においても不動産業におけるDX化は新型コロナにより加速されるが、それを担う人材育成が現在の課題である。優秀なエンジニアの確保は他の産業との競争が激化しているので難しい。現有の社員に対するDXの教育と技能向上を図ることが求められている。

8. 健康と衛生への投資

新型コロナ下において東京都区部は前年の大幅な転入超過から一転して転出超過に転じた。過去（1995年、2011年）にも東京都への転入が減少し転出が増加した。これは健康危機および経済危機時にみられる一過性の現象であった。今次、東京からの転出先は近隣3県が大半であり、地方は少ない。このことから、東京圏内における人々の居住地選択の嗜好が変化していると言える。病気ではない良い状態（well-being）でありたいというウェルビーイングの重みが増したという理解が自然であろう。ウェルビーイングは、新型コロナパンデミックのような厳しいストレス状態において、生存にかかわる損失－健康被害、関係性の喪失、雇用の喪失、生命の喪失、組織的な損失、金銭的な損失、および生産性の喪失－を回避しうる能力のことをいう。

新型コロナは個人、企業、および社会のウェルビーイングへの考慮を増やす方向に作用している。職業のウェルビーイングは上記で紹介

したワークプレイス改革の柱である（同上三菱UFJ信託銀行2020）。また、不動産のESG評価において、不動産会社や投資家がウェルビーイングへの考慮を増しているかどうかを測定する試みもある（GRESB2019）。これらの変化は転じて健康や衛生を向上させるような分野において新たな労働力への大きな需要を創造するという見方もある（例えば、マッキンゼー2020など）。

新型コロナは個人と企業が健康と衛生への投資を増やす方向に作用する。これにより、不動産のウェルビーイングの向上を図るというトレンドも加速される。

9. まとめ

本稿の校正段階で日米よりも先にイギリスで新型コロナウイルスのワクチン接種が始まった。このワクチンが有効であるとしても、その効果は徐々に出てくるものである（集団免疫獲得のためには国民の約6割の接種が必要である）。また、高齢者など優先される人たちがさえ接種を終えるのは、2021年春ごろになるとみられているから、2020年度内に新型コロナパンデミックが収束することはない。新型コロナ禍における2020年度・2021年度は、以上で述べた7点、つまり景気後退曲線のフラット化、サブリース契約によるリスクヘッジ、資産価値を守る、マネーで支える、オフィスの改革、DX教育の促進、およびウェルビーイングの投資が加速される2年間となる。そして、新型コロナ収束後には不動産業には大きな変革がもたされること、その結果新しいビジネスの機会が創出されることを期待している。