

## コロナ禍で問われる不動産業の真価

一般財団法人日本不動産研究所 研究部 主席研究員／不動産エコノミスト 吉野 薫  
よしの かおる

### 1. はじめに

新型コロナウイルス感染症はこれまでに世界中で数多くの尊い人命を奪った。感染による発症やその後遺症に苦しむ人々も多数に上っている。これまでに各国政府が防疫のための措置を講じ、その結果として経済活動が抑制される時期も長かった。我が国においても企業や家計の行動に大きな制約が生じ、人々の社会生活は一変した。

前年に中国・武漢で発生した「原因不明のウイルス性肺炎」が日本のメディアでも報じられるようになったのは2020年1月頃からのことであった。それから足かけ3年の経過を振り返ってみると、確かに経済や金融の情勢、さらには不動産市場に対して、コロナ禍は少なからず悪影響を及ぼしたといえよう。しかしながら金融・資本市場や不動産市場の機能が損なわれるような事態には陥っておらず、2000年代後半の金融危機のような状況とは様相が異なっている。

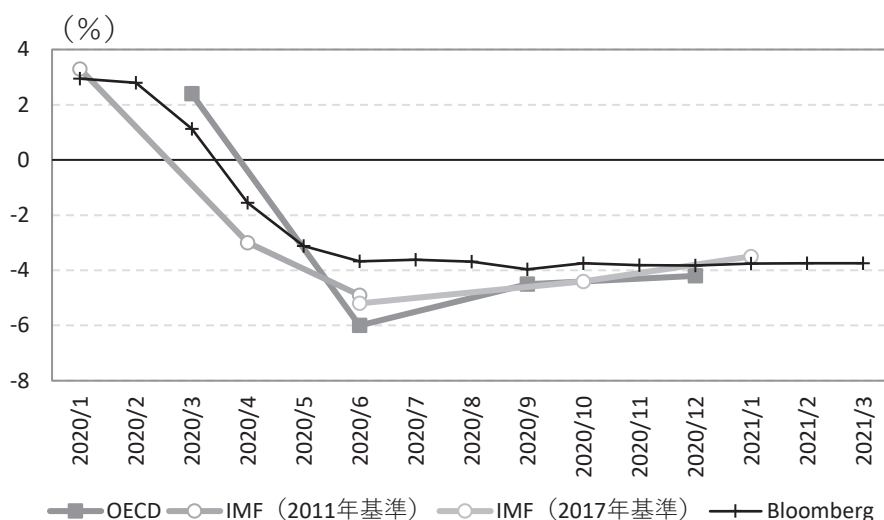
本稿では主に日本における2020年以降のマクロ経済の経過を振り返りながら、これまでに不動産市場に狼狽が広がらなかった様やその背景を確認する。

さらには筆者の私見を交えながら、コロナ禍が浮き彫りにした不動産市場を巡る課題について論じる。

### 2. コロナ禍初期における世界経済の経過

国際機関による世界経済の見通しがコロナ禍の影響を織り込むには一定の時間を要した。たとえば経済協力開発機構(OECD)は2020年3月に公表した定例の経済見通し中間報告(前年11月に公表した経済見通しの暫定更新)において、新型コロナウイルス感染症は人的な被害と経済活動の阻害をもたらしているとの認識を示しつつも、「中国における生産の縮小は顕著」であり、中国以外の国における感染症の拡大も「中国ほどではないにせよ経済に影響を与えている」と総括した。すなわちコロナ禍における経済活動の停滞の中心は中国であり、世界経済に対してはその影響が副次的に波及するものと想定していた。この時点ではOECDは依然として2020年の世界経済はプラス成長であると見込んでいた。しかし国際通貨基金(IMF)が2020年4月に公表した恒例の世界経済見通しにおいて、新型コロナウイルス感染症が2020年第2四半期以降収束に向かうという仮定のもとでも、2020年の世界経済成長率はマイナス3%になるとの見通しを示した。OECDによる3月の見通しからわずか1ヶ月ほどの間に世界経済を取り巻く状況の厳しさが認識されたといえる。その後6月にOECDが公表した世界経済見通しは、3月の見通しから大きく判断を引き下げた。IMFも同月に世界経済の見通しを更新し、4月時点の判断を切り下げた。Bloomberg社がとりまとめる民間エコノミストのコンセンサスも同様の経過を辿った。いざ

図表1：国際機関および民間エコノミストの2020年の世界経済見通しの経過



注：OECD および IMF は公表月、Bloomberg は月末時点の加重平均値。

出所：OECD、IMF、Bloomberg

れも 2020 年末時点において、同年の世界経済の成長率が▲4%程度のマイナス成長を見込むに至った（図表 1）。

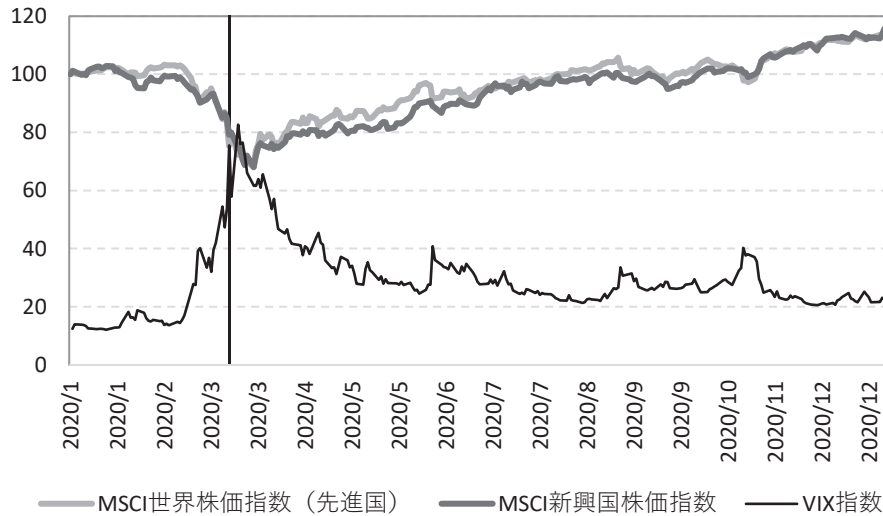
このように、新型コロナウイルス感染症の影響が世界経済見通しに織り込まれるには若干の時間を要した。しかし世界経済に対する悪影響の度合いはこれらの見通しよりも相対的に軽微に留まった。現実の 2020 年の世界経済の成長率は、IMF の推計で▲3.0%、世界銀行の推計で▲3.1%であった。

世界経済のマイナス成長が当初の想定よりも小幅に食い止められた背景として、各国が経済政策を講じて経済活動の下支えを図ったことが挙げられる。まず財政政策に関しては、IMF が 2020 年 10 月に公表した「財政モニター」において、同年 9 月までの間に各国がコロナ禍対応のために発動した財政措置が 11.7 兆米ドル（世界の GDP の 12% 弱に相当）に上ったことを報告するとともに、そうした措置が人命を救い、悪影響を受けやすい企業や人々を支え、経済活動の落ち込みを緩和した、と論評している。

また主要国の金融当局による国際協調を通じた

危機対応が迅速であったことも、金融・資本市場の狼狽をごく短期に食い止めることに寄与した。世界の株価は 2020 年 2 月下旬頃から下落基調が顕著になっていたところ、同年 3 月 11 日に、世界保健機関（WHO）が「新型コロナウイルス感染症がパンデミックに相当する」旨を公式に表明した直後、一段の落ち込みを見せた。株式市場のボラティリティを示す VIX 指数（いわゆる「恐怖指数」）も金融危機時に観察された既往のピークを上回った（図表 2）。また安全資産としての米ドルが買われ、新興国通貨が売られた。企業が手元の流動性を確保する動きは「現金への突進（dash for cash）」と報じられた。このように市場が急変する中であつた同年 3 月 15 日、世界の主要中央銀行 6 行（カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行）が協調して米ドル・スワップによる流動性供給を拡充することを公表した。3 月 19 日には米国連邦準備制度が 9 カ国の中央銀行（オーストラリア、ブラジル、デンマーク、韓国、メキシコ、ノルウェー、ニュージーランド、シンガポール、スウェーデンの各国）との間で総額 4,500 ドルの米ドル供

図表2：2020年の世界の株価およびVIX指数



注：株価は2019年末=100。図中の縦線は3月11日。

出所：Bloomberg

給スワップを臨時に設けることを公表した。こうした措置により金融・資本市場の機能保全が図られた結果、市場の狼狽は短期間で後退した。2020年末までに株価は前年末を上回り、VIX指数は市場の不確かさを示す目安とされる20近傍の水準に至った。

### 3. 日本経済への影響

2020年4月7日から7都県を対象として新型インフルエンザ等対策特別措置法に基づく緊急事態宣言が発出された。その後も緊急事態宣言およびまん延防止等重点措置が累次に亘って発出されたが、一部の都道府県で実施されていたまん延防止等重点措置が2022年3月21日に解除されたことを最後に、本稿執筆時点に至るまでこれらの宣言・措置は講じられていない。

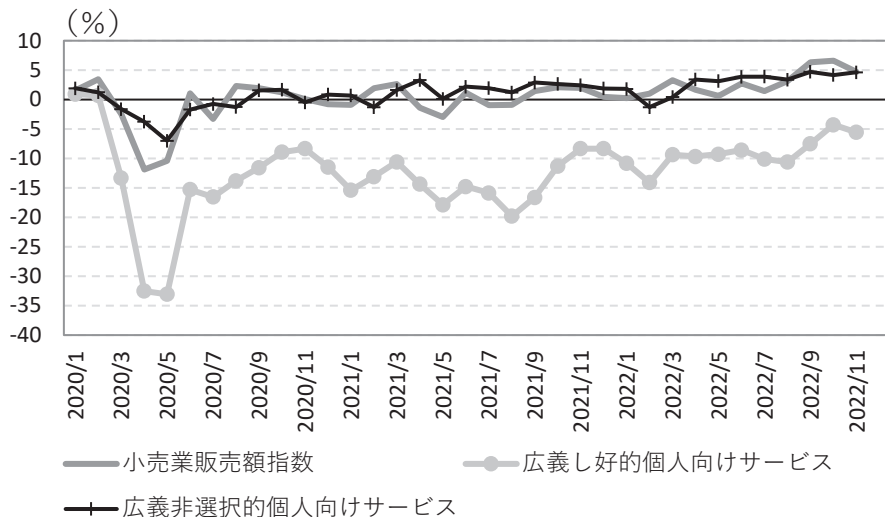
当初の緊急事態宣言下では国内の経済活動が一般的に抑制された。しかしその後は、対面型サービス産業を中心とした一部の産業において下押し圧力が根強く残存しているものの、多くの産業ではいち早く平常の活動水準に向けた回復がみられた。

たとえば家計による消費の動向に着目すると、小売業販売額は食品スーパーやドラッグストアなどに牽引される格好で2020年内には早くも平常並みの水準を取り戻し、その後も好調さを見せている。サービス業においても、広義非選択的個人向けサービス（必需的に消費する部門）においては迅速に平常並みの水準にまで回復した。ただし広義し好的個人向けサービス（選択的に消費する部門）においては、現在に至るまで一貫して平常の水準を大きく下回ったままである（図表3）。

企業の収益性も全般的にみれば大きくは損なわれていない。宿泊業、飲食サービス業など、コロナ禍の直接的な悪影響を受けた産業においては厳しい状況が続いているものの、本業の利益である営業利益は多くの産業で底堅さを見せている（図表4）。また企業の倒産は低位で抑制されており（図表5）、コロナ禍が信用不安を引き起こすような状況には至らなかった。

家計の雇用・所得環境の大幅な悪化も避けられた。失業率は2020年10月に直近のピークを記録したが、それでも2016年頃の水準に戻る程度の上昇幅に留まった。その後は再び低下した。休業者

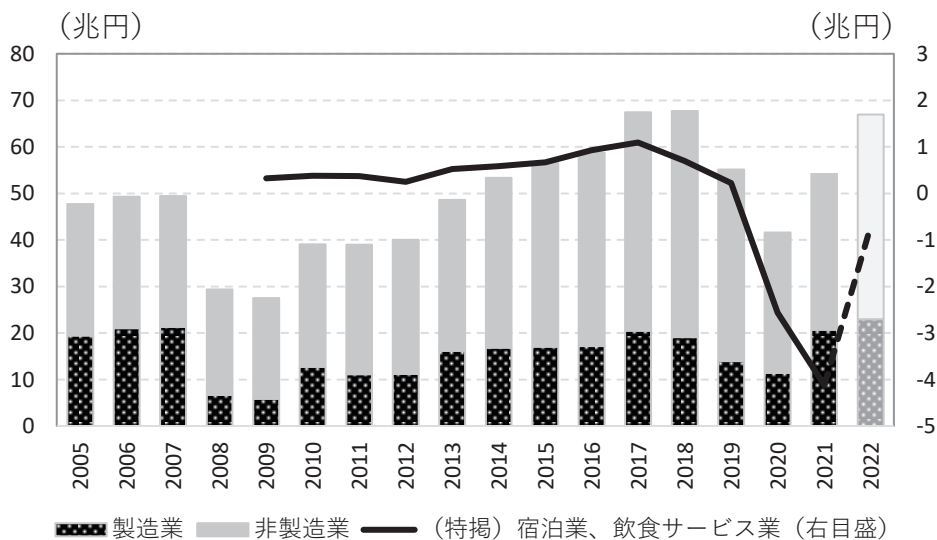
図表3：小売業販売額指数および第3次産業活動指数の平年水準からの乖離



注：平年水準は2016年から2018年の同月平均。

出所：経済産業省

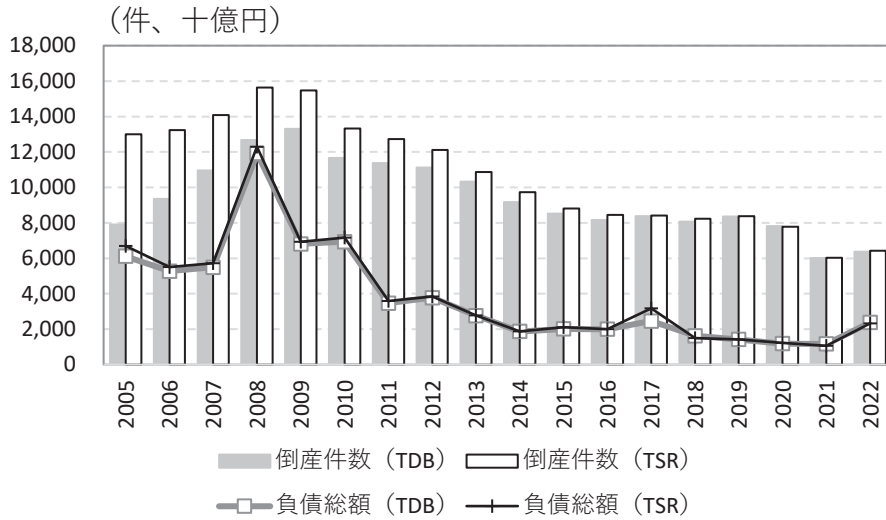
図表4：業種別の営業利益



注：金融業、保険業以外の業種の全規模。横軸は年度。2022年度は7-9月期までの4四半期累計。

出所：財務総合政策研究所

図表5：企業の倒産件数と負債総額



出所：帝国データバンク (TDB)、東京商工リサーチ (TSR)

の増加も一時的であり、2020 年後半以降はコロナ禍以前と同程度の水準で推移している。

このように、コロナ禍による苛烈な悪影響が一部の産業に限られ、経済全体に対する広汎な悪影響として顕在化しなかった背景として、政府・日銀の経済政策が奏功したことを指摘することができる。政府が講じた施策の例としては、実質無利子無担保融資を含む各種の中小企業向け資金繰り支援、持続化給付金、家賃支援給付金、雇用調整助成金の特例措置等が挙げられる。

また日銀がコロナ禍対応として講じた施策として、2020 年 3 月に海外 5 中銀との間で米ドル資金の流動性供給を図ったことは先述のとおりである。そのほか同月および 4 月にかけて、企業に対する貸付を促進するための企業金融支援特別オペ（後に新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペに改称）の導入、CP・社債等の追加買入枠の設定およびその拡大、ETF および J-REIT の買い入れペースの目安の撤廃、長期国債買入ペースの上限撤廃等の措置が矢継ぎ早に講じられた。これらの一部はすでに終了し、あるいは本稿執筆時点で終了することが決まっているものの、コロナ禍の初期段階における金融仲介機能の低下を未然に防い

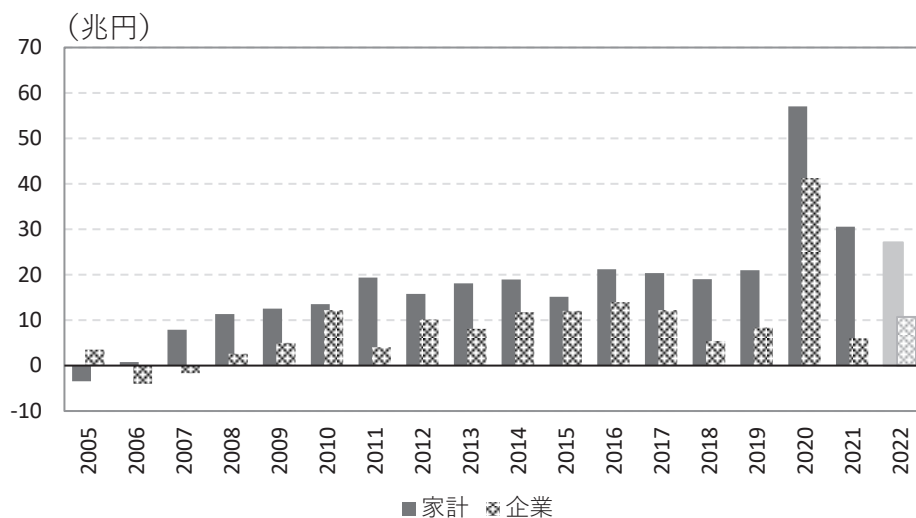
だものと評価しうる。

実際、マクロ全体で見れば、家計や企業のバランスシートはコロナ禍を経てむしろ改善した。資金循環統計における家計および企業の現預金の積み増し(フロー)は 2020 年度に高水準となった(図表 6)。特に家計については、コロナ禍によって消費支出の抑制を余儀なくされたことから、こうした現預金の積み増しは「強制貯蓄」とも呼ばれている。さらに「強制貯蓄」をもって、アフター・コロナ時代における挽回消費の原資になると期待する向きもある。

#### 4. 不動産市場の展開

2020 年以降の不動産市場を回顧すると、東京を含む一部の都市におけるオフィス賃貸市況の弛緩が継続しているものの、それ以外の賃貸市場において傾向的に市況が悪化する様子は観察されない。また売買市場における市況の停滞も一時的に過ぎず、不動産価格の調整もごく小幅に留まった。コロナ禍にあっても取引自体は活発であり、不動産市場の価格形成機能は正常に保たれたと考えられる。これらの状況について、主に日本不動産研究所の各種調査から確認しよう。

図表6：家計および企業の現金・預金のフロー



注：企業は非金融法人企業。2022年は第3四半期までの4四半期計。

出所：日本銀行

まず賃貸市場のうち、オフィスについては東京圏などの一部地域で賃料の下落が観測される。しかしながら下落率自体は金融危機時と比べてごく穏やかなものに留まっている（図表7）。また共同住宅の賃料については足下に至るまで安定的に推移している。主要商業地における店舗の賃料についても、コロナ禍を契機に明確な下落に転じたような様は見られない（図表8）。

地価は全国的にみても回復傾向が鮮明である。特に工業地は2020年以降もマイナスに陥ることはなく、かつ足下ではコロナ禍直前期の変動率を上回っている。商業地や住宅地は一時下落に転じたが、やはり金融危機時と比べれば下落率は小さかった（図表9）。

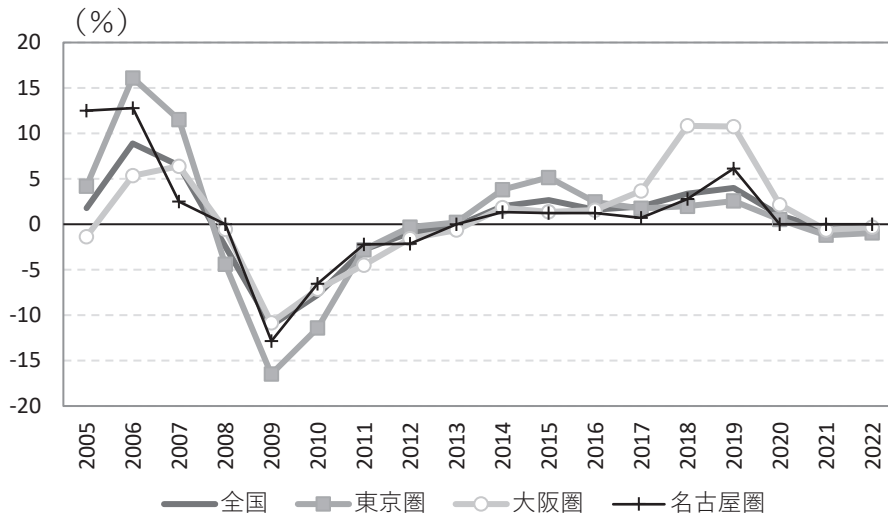
不動産の期待利回りは、一部のアセットで一時上昇したものの、これまでに再び下落のサイクルに入っている。図表10には東京における主なアセットの期待利回りの推移を示した。コロナ禍以降、その直接的な影響を受けたホテルで利回りの上昇が観察されたものの、直近の調査では下落に転じた。東京を含む一部都市では都心型高級専門店の利回りがコロナ禍により切上がったが、すでに再

び低下している都市もみられる。その他のアセットについては、これまでの利回りの低下基調が継続している。東京以外の都市においても、各アセットの利回りは概ね同様の傾向を示している。

投資用不動産の取引自体は2020年以降も縮小していない。2013年の量的・質的金融緩和以降、不動産取引額は半期で2兆円前後の水準で推移しており、その状況はコロナ禍以降も変わりはない（図表11）。不動産投資家の投資意欲が大きく損なわれることもなく、「今後1年間で新規投資を積極的に行う」と認識する投資家の割合は、2020年4月の調査でわずかに低下したものの、これまでにコロナ禍以前の水準を取り戻している（図表12）。

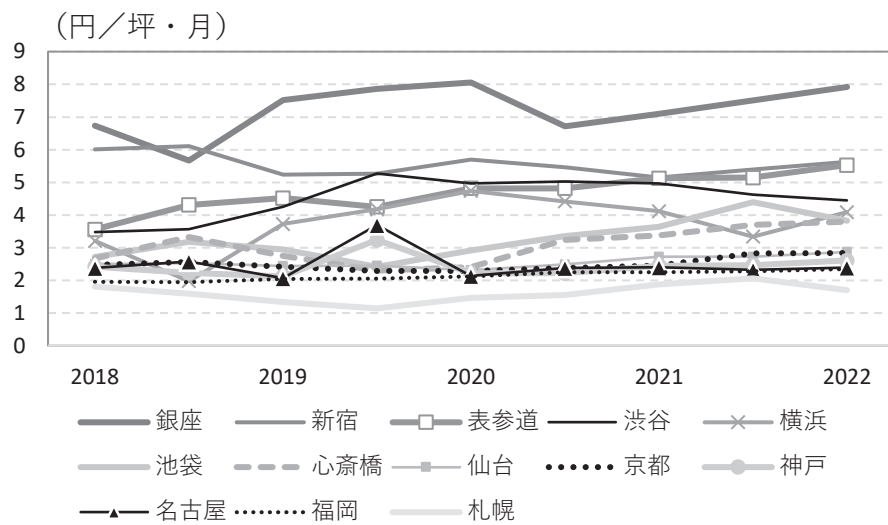
コロナ禍に対する不動産投資家の意識の変化は、各回の「不動産投資家調査<sup>※</sup>」に付随して実施した特別アンケートにも現れている。2020年4月の調査においては、新型コロナウイルス感染症の拡大により、不動産投資市場に今後「ネガティブな影響があるだろう」とする回答は実に97%にも及んだ。また、具体的に生じるネガティブな事象としては、「歩合賃料の減少等、運用物件に係る収入減」を

図表7：圏域別のオフィス賃料の変動率



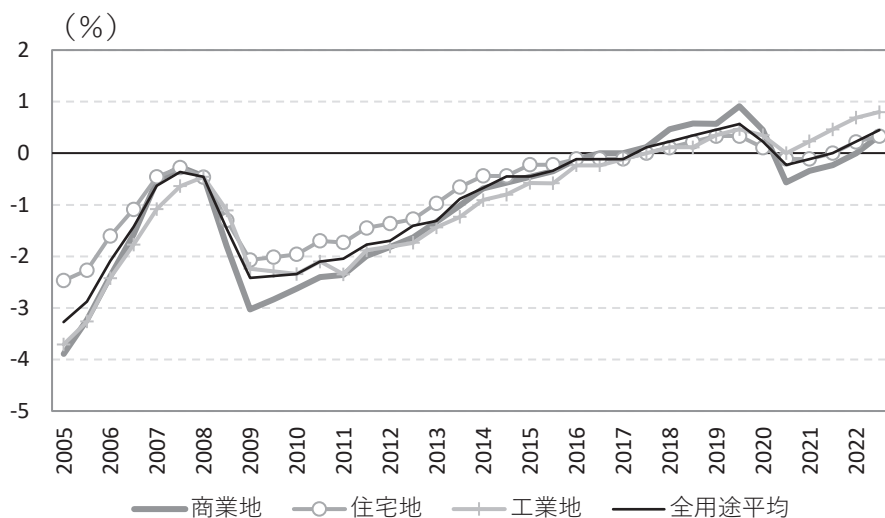
注：各年9月末時点の年間変動率。  
出所：日本不動産研究所「全国賃料統計」

図表8：主要商業地13エリアの1階賃料



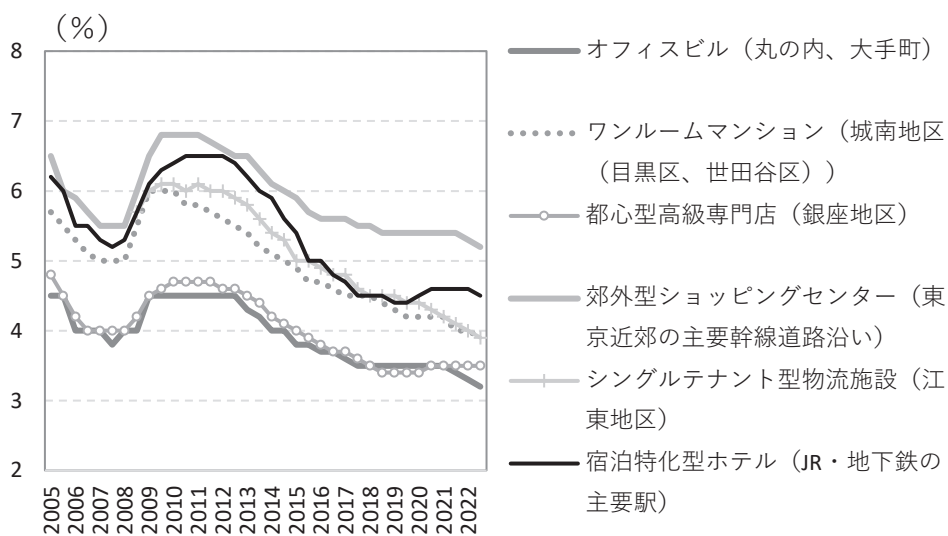
注：各年上半期および下半期。  
出所：日本不動産研究所、ビーエーシー・アーバンプロジェクト、スタイルアクト「店舗賃料トレンド」

図表9：全国の用途別の地価変動率



注：各年3月末時点および9月末時点の半年間変動率。  
出所：日本不動産研究所「市街地価格指数」

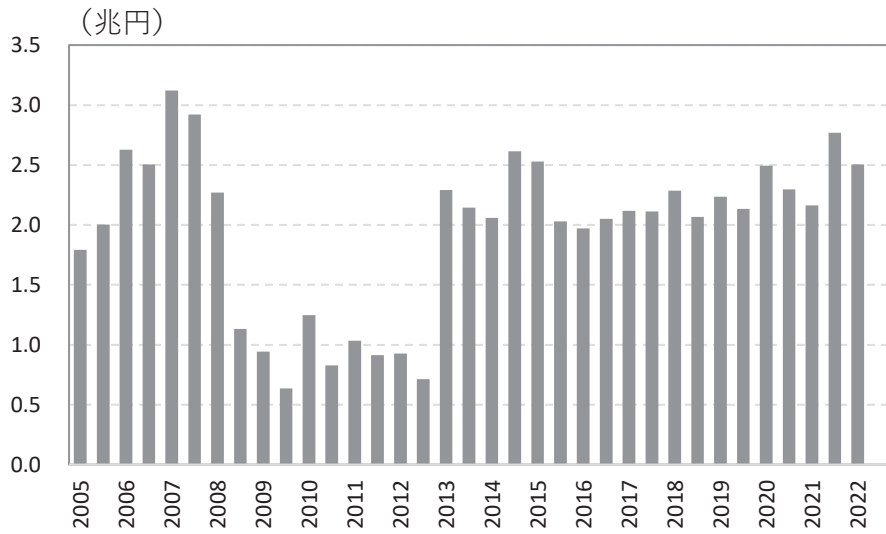
図表10：東京における主なアセットの期待利回り



注：各年4月1日時点および10月1日時点。  
出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」



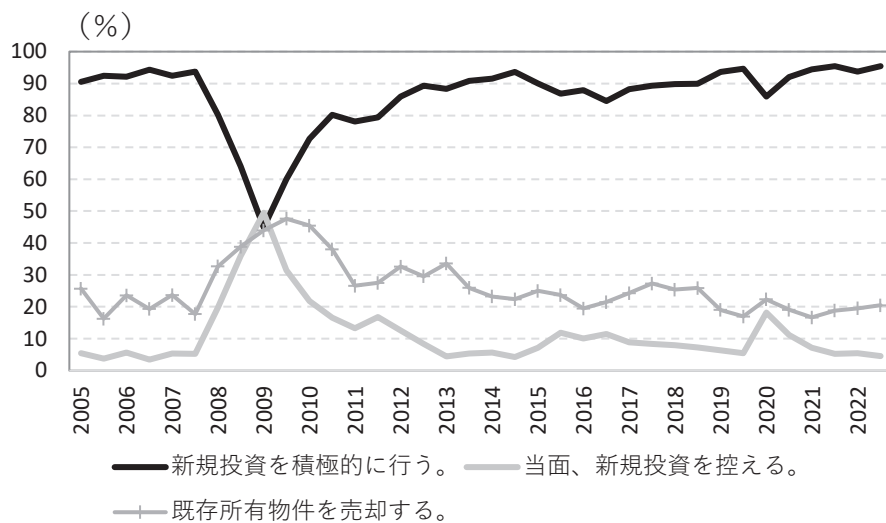
図表11：不動産取引金額の総計



注：各年上期（1月～6月）および下期（7月～12月）。

出所：日本不動産研究所「不動産取引市場調査」

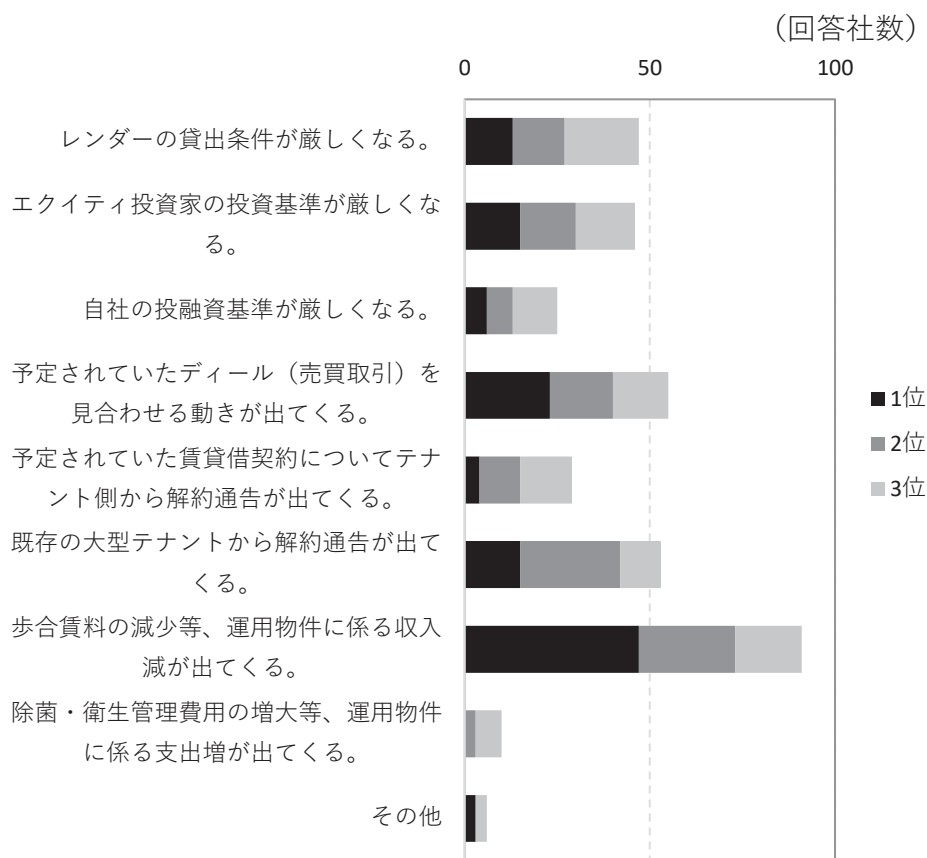
図表12：今後1年間の不動産投資に対する考え方



注：各年4月1日時点および10月1日時点。複数回答あり。

出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」

図表13：具体的に今後どのような事象が起こると思うか：2020年4月調査時点



注：「新型コロナウイルス感染症の拡大により、不動産投資市場に今後どのような変化があると思うか」という設問に対して「ネガティブな影響があるだろう」とした回答社に対し、影響が大きいと思う順に、上位3つまでを選択させた結果。

出所：日本不動産研究所「第42回 不動産投資家調査® 特別アンケート（I）」

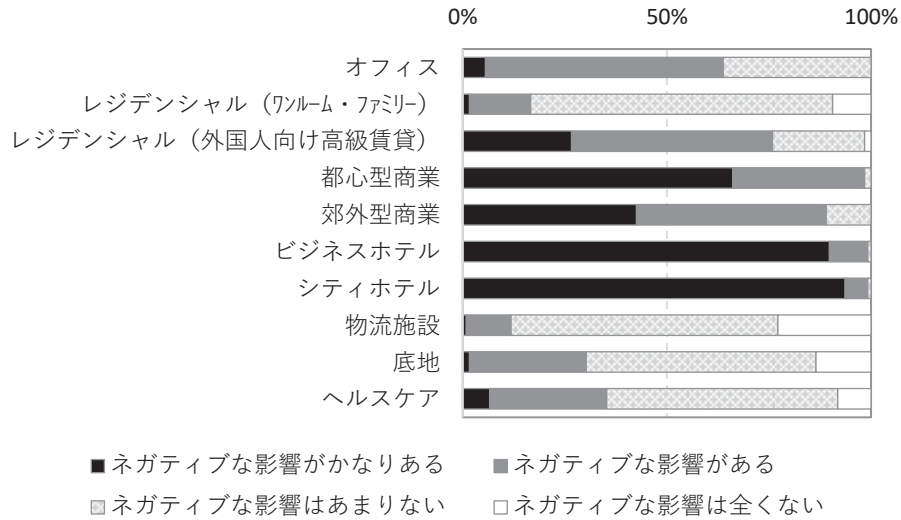
挙げる意見が最も多かったが、「予定されていたディール（売買取引）を見合わせる動き」や「レンダーの貸出条件が厳しくなる」を挙げる意見も相応に見られ、不動産市場の機能が損なわれるような事態を危ぶむ声も少なくなかった（図表13）。

その一方で、コロナ禍による影響の度合いがアセットごとに異なるという冷静な見方は、コロナ禍の初期から市場参加者の間で共有されていた。2020年4月の時点で、都心型商業施設やホテルに対する悪影響が懸念されていた一方、レジデンシャルや物流施設では影響が深刻なものとはならないという意見が多かった。実際にその1年後の調査（2021年4月時点）ではそうした当初の認識が

概ね追認された格好となった（図表14-A、14-B）。

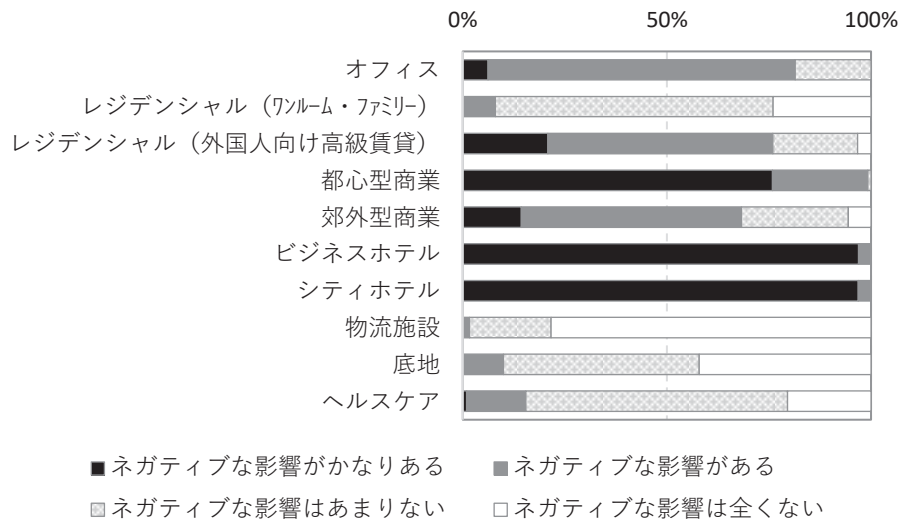
2020年10月の調査では、コロナ禍によって投資を控える姿勢が強まったとする回答社の割合が2割に留まり、8割弱の回答社が「投資姿勢に特段の変化はない」とした。その理由としては、経済活動の停滞が一時的であるとの認識のほか、レンダーやエクイティ投資家の姿勢に変化がないとの意見も多かった。同年4月からの半年間のうちに、不動産市場の機能不全に対する警戒感は相応に払拭されたといえよう（図表15）。投資を控える姿勢が強まったとする回答社においても、その理由として「レンダーの融資姿勢が厳しくなった」や「エクイティ投資家の投資姿勢が厳しくなった」

図表14-A：今後1年間の市場動向を念頭に、新型コロナウイルスの感染拡大の影響が各アセットに及ぼす影響についてどのように考えるか：2020年4月調査時点



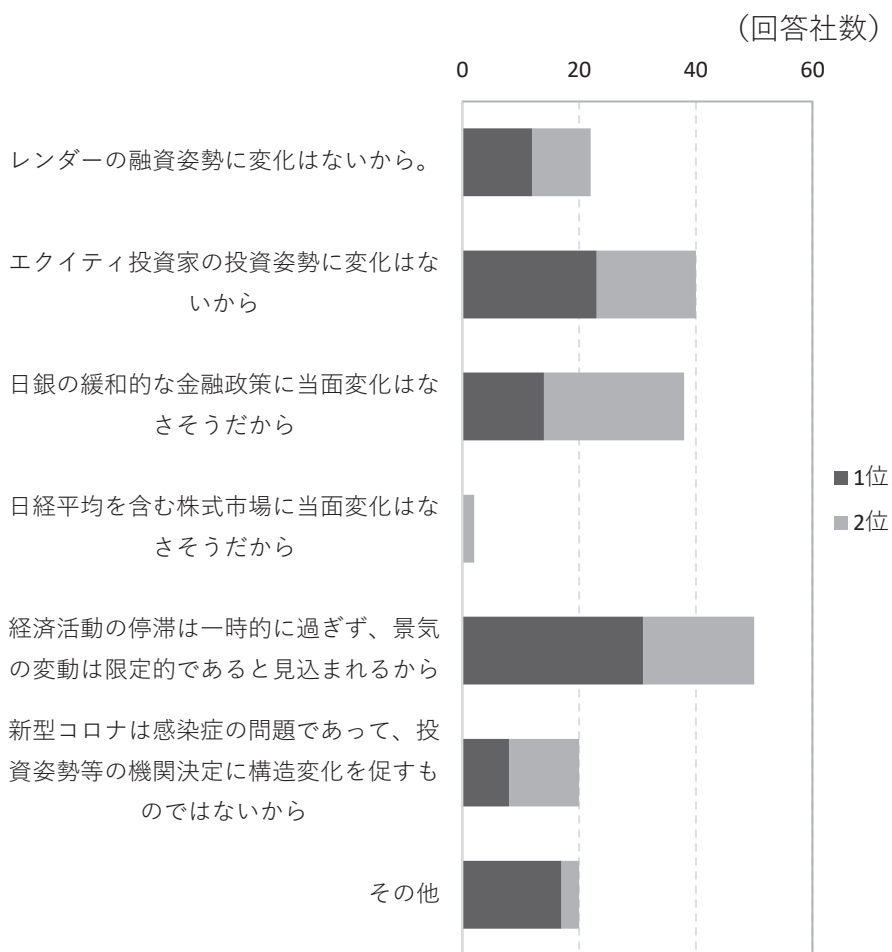
出所：日本不動産研究所「第42回 不動産投資家調査® 特別アンケート (I)」

図表14-B：新型コロナの国内での発生から現在に至るまで、各アセットにどのような影響があったと思うか：2021年4月調査時点



出所：日本不動産研究所「第44回 不動産投資家調査® 特別アンケート (I)」

図表15：投資姿勢に特段の変化はない理由：2020年10月調査時点



注：「新型コロナは御社の不動産投資スタンスをどのように変化させたか」という設問に対して「投資姿勢に特段の変化はない」とした回答社に対し、上位2つまでを選択させた結果。

出所：日本不動産研究所「第43回 不動産投資家調査® 特別アンケート」

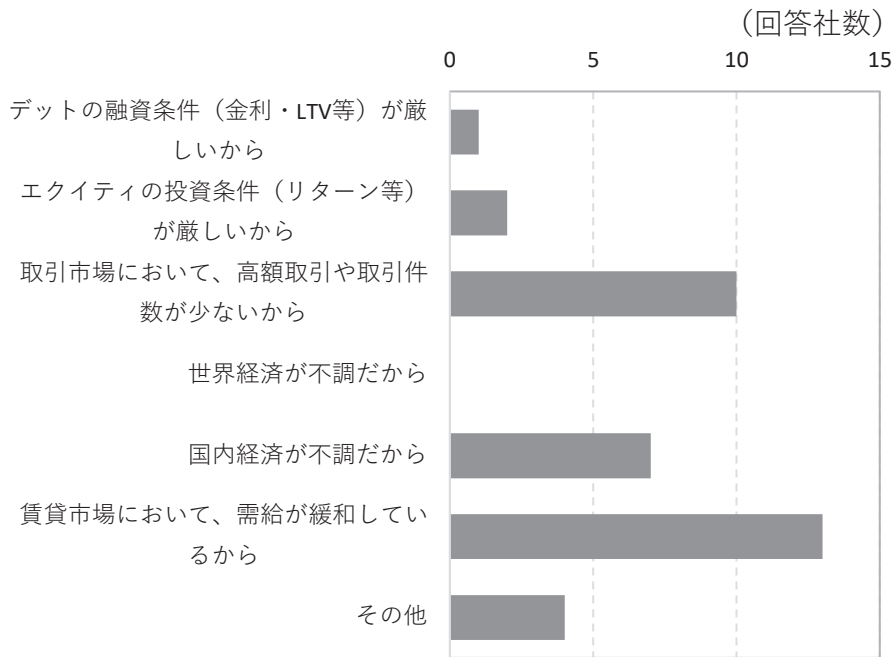
を挙げる意見は限定的であり、ファイナンス環境に対する危機感はすでに後退していた。

2021年10月には、コロナ禍以前(2019年下期)と比べた市況感を尋ねている。「かなり活況」または「活況」と認識する回答者の割合と、「かなり低調」または「低調」と認識する回答者の割合がそれぞれ3割ずつでは拮抗する結果となった。また、「かなり低調」または「低調」とする回答者にその理由を尋ねたところ、最も多く選ばれた選択肢は賃貸市場における需給緩和であった一方、フ

ファイナンス環境の悪化を理由に挙げる意見は少数に留まった(図表16)。

2022年以降は世界経済を巡る環境が激変する中、同年10月の調査においては、今後の日本の不動産投資市場に対して最も影響を及ぼす要因、ないし回答社の不動産投融資を検討する際に最も影響を及ぼす要因として、コロナウイルスの感染状況を選択する回答はわずかであった(図表17)。国内における金融政策の行く末に関心が集まる昨今、コロナ禍が市場参加者の主要な関心事である状況

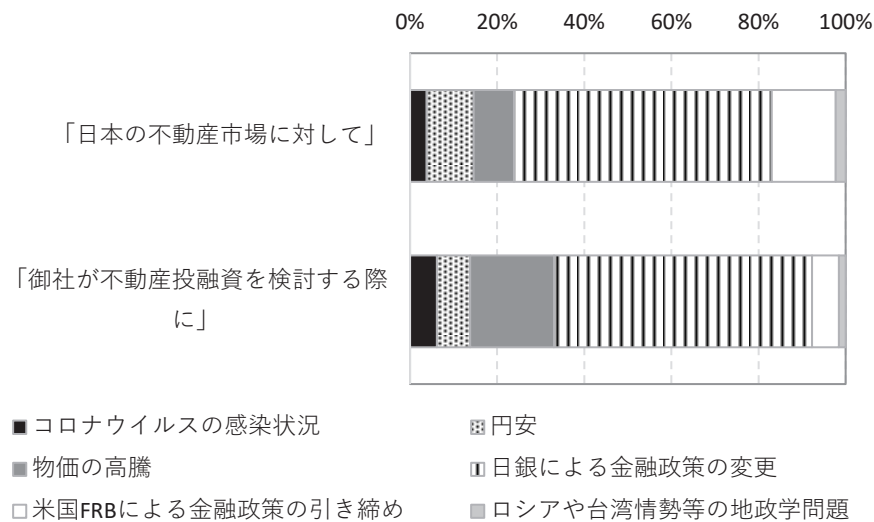
図表16：2019年下期と比べて現在の方が低調（またはかなり低調）だと思ふ理由：2021年10月調査時点



注：「現在の不動産投資市場の市況について、新型コロナウイルスの発生前（2019年下期）と比較して、どのように認識しているか」という設問に対して「現在の方が低調だ」または「現在の方がかなり低調だ」とした回答社に対する結果。

出所：日本不動産研究所「第45回 不動産投資家調査® 特別アンケート」

図表17：最も影響を及ぼすトピック：2022年10月調査時点



出所：日本不動産研究所「第47回 不動産投資家調査® 特別アンケート」

は既に過ぎ去ったといえよう。

## 5. コロナ危機が金融危機と異なる背景

前節で確認したとおり、コロナ禍を契機に一部都市のオフィス賃貸市場などにおいては需給バランスの悪化が見られるが、賃貸市況が全般的に崩壊した訳ではない。不動産売買市場における変動も短期間かつ小規模なものに留まった。コロナ禍という未曾有の危機を経ても不動産市場がその価格形成機能を喪失しなかった背景として、市場を取り巻く状況が金融危機前とは異なることを指摘することができる。金融危機の教訓が様々な市場参加者の努力と知恵を通じて生かされ、不動産市場の耐性を高めた結果、今回の危機による悪影響を最小限に食い止めることに奏功したのである。

「不動産投資家調査<sup>®</sup>」の結果からいくつかのデータを用いて、これまでの不動産市場にバブル的な歪みが生じていなかったことを確認しよう。期待利回りの代表的な指標である東京大手町、丸の内のオフィスの期待利回りは、コロナ禍直前期（2019年10月）は3.5%であり、金融危機直前期（2007年10月）の3.8%を下回っている。しかし借入金利や長期金利の水準が全く異なることから、それらと期待利回りの差（イールド・ギャップ）はむしろコロナ禍直前期の方が厚みを保っていた。また借入割合（LTV）やリスク・プレミアムの水準などに照らしても、コロナ禍直前期の市場参加者が金融危機直前期よりも慎重な姿勢を有していたことがわかる（図表18）。

また、オフィス賃料の見通しを両者の時期で比較すると、金融危機直前期には先々に掛けて賃料が大幅に上昇すると予想されていた。市場参加者が過度に楽観的な賃料の見通しのもとに不動産の投融資を検討していた可能性が示唆される。これに比べれば、コロナ禍直前期の賃料の見通しは慎重なものに留まっている（図表19）。

不動産投資市場における市場参加者の多様性が増したことも不動産市場の耐性を高めた。金融危機直前は主に外資系のAM会社が市況を牽引したが、昨今は国内系AM、生損保、事業会社等などにも強いプレーヤーが見られる。一般に資産市場において市場参加者が類似した属性を有していると、群衆行動（herd behaviour）を引き起こしやすく、そのことが資産価格の変動を不安定化する。この点に照らせば、市場参加者の多様性が保たれた状況は不動産市場の安定的な価格形成機能の発揮に寄与しているといえる。

その他、マクロ全体でみた企業のバランスシートが改善してきたことも、財務のリストラクチャリングを目的として不動産の売却を余儀なくされるような事態を未然に防ぎ、ひいては不動産市場の耐性の向上に寄与したと考えられる。企業の当座比率は高まっており、財務状況が悪化した企業が固定資産の現金化を余儀なくされるような事態に陥る可能性が低下したものと解釈できる。利益剰余金（内部留保）も増加の一途を辿っており、企業の自己資本は厚みを増している（図表20）。

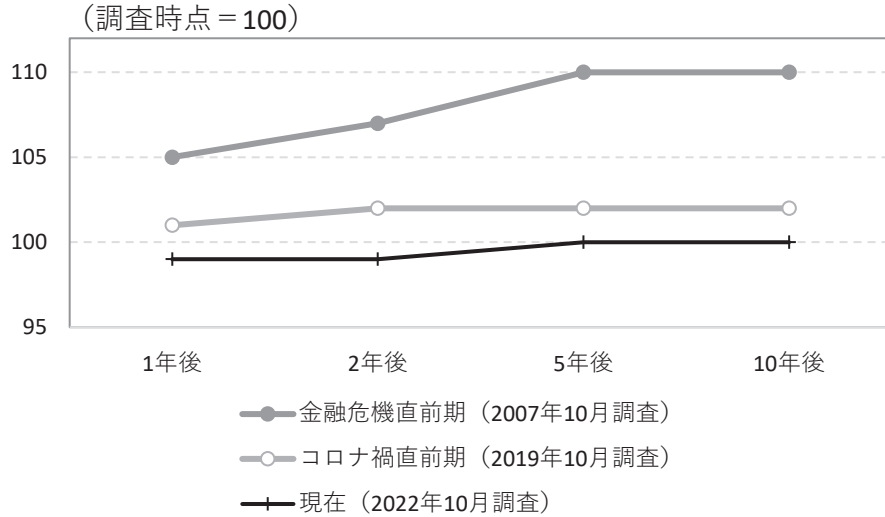
図表18：金融危機直前期とコロナ禍直前期の比較（東京・丸の内、大手町地区のAクラスオフィス）

	金融危機直前期 (2007年10月調査)	コロナ禍直前期 (2019年10月調査)	現在 (2022年10月調査)
Aクラスオフィスビルの期待利回り (%)	3.8	3.5	3.2
想定借入割合 (%)	70	60	60
想定借入金利 (%)	2.0	0.9	0.9
リスク・プレミアム (%)	2.0	3.0	3.0
【参考】長期金利 (%)	1.66	▲ 0.17	0.25

注：長期金利は月中平均値。

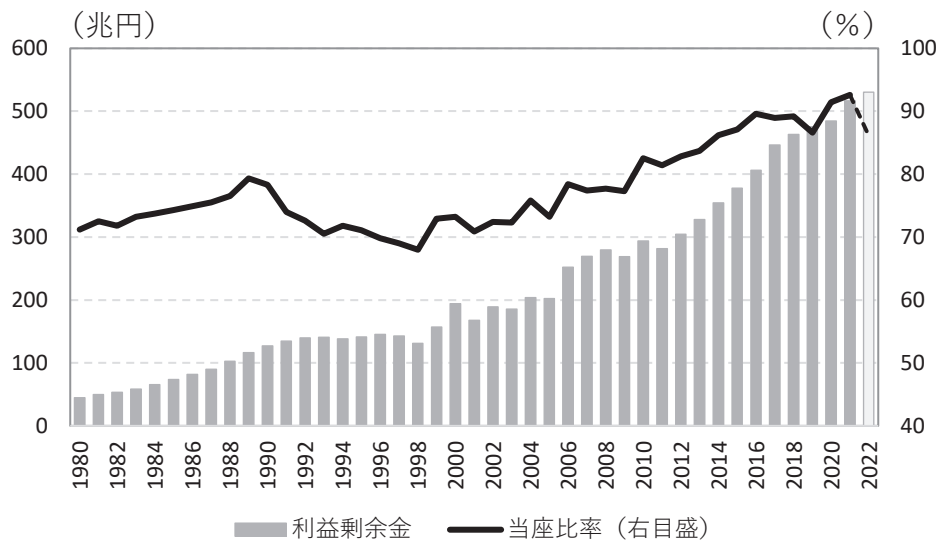
出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査<sup>®</sup>」、Bloomberg

図表19：オフィス賃料見通しの金融危機直前期とコロナ禍直前期との比較（東京・丸の内、大手町地区のAクラスオフィス）



出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」

図表20：企業の利益剰余金と当座比率



注：金融業・保険業を除く全規模・全産業。各年度末（2022年は9月末）。当座比率は「(現預金+受取手形+売掛金+有価証券) ÷ 流動負債」。

出所：財務総合政策研究所

## 6. コロナ禍が問い直す不動産の社会的意義

未知の危機であったコロナ禍は、人々の生命や健康を脅かし、社会・経済に深い爪痕を残した。しかし不動産市場に限っていえばその悪影響は限定的であり、不動産市場が相応の耐性を有していることを図らずも証明する結果となった。

それと同時にコロナ禍によって、不動産がいかに使われるべきかということも問い直されている。人々が住宅に滞在する時間が長くなった結果、たとえばワンルームマンションが寝に帰るだけの場所であるという先入観は揺らいでおり、住み心地に資する断熱性の向上や、日々の炊事を可能とする設備の充実などに対するニーズは今後一層顕在化する可能性がある。リモートワークが一定程度定着すると見込まれる中、オフィスは単なる作業の場であり続けることはできない。ワーカーの出勤動機を形成する役割に加え、ICT 技術を駆使したコミュニケーションに即応した機能を期待されることになるだろう。

コロナ禍以前の不動産業界においては、「住宅は立地が最優先であり広さを犠牲にすることは致し方ない」「オフィス一つのフロアで広大なプレートをとれることが高品等であることの証」などといったことが定説として疑いなく受け入れられてきたのではないだろうか。これらの定説が不動産市場のトレンドを形成してきたことは事実であり、コロナ禍を契機にこのトレンドが終焉するとは考えがたい。しかし、不動産業界がこのトレンドに合致しないような潜在的なニーズを看過してよいということを意味するものでもない。潜在的ニーズに目をつぶってお仕着せの商品やサービスを提供することを是とするような風潮がもし不動産業界にあったのだとすれば、それは不動産業の存在意義を自ら狭めることになりはしないだろうか。

不動産の使い手が、コロナ禍を通じてこれまで以上に不動産の使い方について真剣に考えるようになったことを、不動産業界は決して軽視すべきではない。不動産に期待される機能や役割が変化し多様化していることを前提として、業界としてどのような商品やサービスをもってその期待に応

えていけるのか。そこには不動産業における投資機会や事業機会の拡大余地があるとともに、その期待に応えようと努めることは不動産業の社会的な意義を増進することにもつながるであろう。