株式会社都市未来総合研究所

公開

新型コロナウイルス感染症による国内不動産市場への影響考察

2020 年 3 月

SPECIAL REPORT

2019 年度 vol.2

平山重雄（HIRAYAMA Shigeo）
s.hirayama@tmri.co.jp

概要

■中国湖北省武漢市で昨年 12 月に集団感染が明らかとなった新型コロナウイルス感染症（以下、COVID-19 という。）について、世界保健機関（WHO）のテドロス事務局長は 3 月 11 日、「パンデミック（世界的な大流行）とみなせる」と表明した。日本でも COVID-19 の感染が広がっており、社会生活や経済活動等において影響が多面的に生じている。3 月 13 日に、感染拡大防止を目的とする特別措置法が国会で成立。総理大臣が「緊急事態宣言」を行い、都道府県知事が外出の自粛や学校の休校などの要請や指示を行うことが可能となった。

■ 2008 年の世界金融危機と COVID-19 のパンデミックは、実体やリスクの所在がよく分からないもの・状況が拡散したという点で似ている。世界金融危機は、米国のサブプライム・ローン問題を発端にして、実は高リスクかもしれない金融商品が金融界に蔓延し、不安と懐疑、リスクに備えるため、自己最適の防御行動が金融業界ないしは産業界で拡がった。COVID-19 も、実は隣人が感染者かもしれないリスクに備え、関係するヒトや企業の活動を防御・制限し、実体経済が停滞化する影響が世界中で拡がっている。パンデミック化した COVID-19 の収束・終息に係る見通しは困難である。ただし、国内不動産市場への影響については、世界金融危機後の影響伝播の構造も参考に、時系列の順で以下の 3 ステージの段階に整理することができると考える。

① 特定のアセットタイプ等に対する直接的な影響
② 景気減速と海外の金融混乱を通じた不動産の価格面（賃貸収益と不動産価格）への影響
③ 不動産市場における需給の構造変化に発展する可能性

■都市未来総合研究所は、今年 2 月、「訪日中国人等の減少による国内宿泊施設の稼働率低下幅の推計 ～新型コロナウイルス（2019-nCoV）感染症の感染拡大を受けて～」と題したレポートを公開した。本稿は前回のレポートと一連のものとして作成し公開する。日本における COVID-19 の感染の現状を整理した上で、上記の 3 ステージの段階別に国内不動産市場への影響を考察するものである。

（執筆時点：2020 年 3 月 19 日）

Special Report の中で示された内容や意見は、都市未来総合研究所の公式見解を示すものではありません。
なお、Special Report に対するご意見・ご質問・お問い合わせは、執筆者までお寄せください。

※1　国内感染者数　PCR 検査を受け、結果が陽性と判定された人数。中国湖北省からチャーター便で帰国した者を含む。クルーズ船の乗客・乗員は含まない。

※2　重症者率の低下　3 月 7 日から 11 日に重症者が低下し、12 日から 15 日は横ばいで推移したが、16 日と 17 日は上昇した。

※3　不動産売買額　都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」による。不動産売買実態調査は、「上場有価証券の発行者の会社情報の

1.　日本国内の COVID-19 感染状況

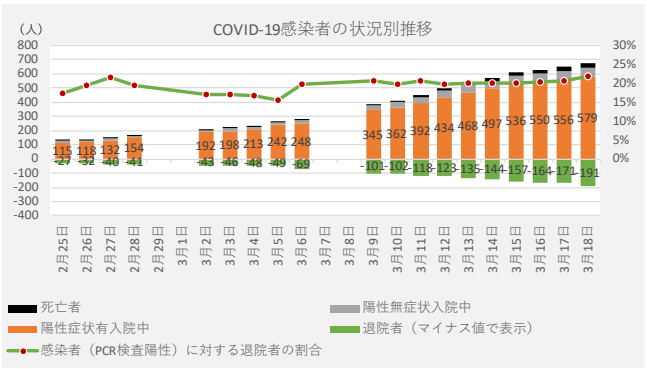
国内では、3 月 18 日 12 時現在で 868 名の感染[※1]が確認され、累計感染者数が増加している［図表 1］。しかし、感染者のうち 191 名は治癒し退院しており、感染者数に対する退院者の割合は 2 割を維持していることから、感染拡大はある程度抑制できているとみられる。また、入院中の感染者のうち重症者の割合（[図表 2] の重症者率)が低下[※2]しており、抗喘息薬投与等の対症療法の適用試行が奏功していると思われる。一方で、3 月 11 日から 13 日にかけて、死亡者数が 1 日あたり 3 ～ 4 名増加したため、感染者における死亡者の割合（[図表 2] の死亡率）はやや上昇した。

2.　影響のステージ 1：特定のアセットタイプ等に対する直接的な影響

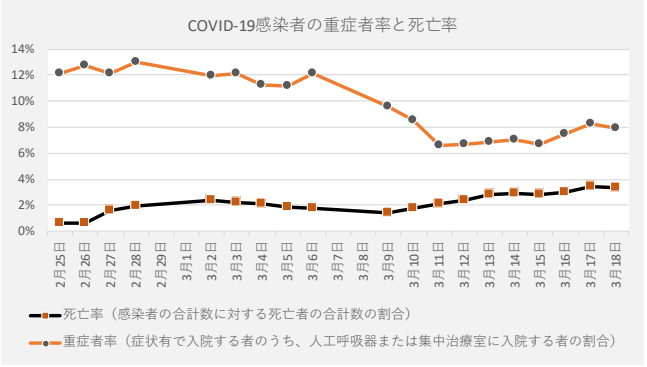
感染拡大を抑制するための政府の措置や民間の自主的対応等の結果、ヒトの動きが減り、商取引やモノの動きが停滞している。宿泊施設や集客施設（ライブハウスや劇場、スタジアムなど）、飲食店、訪日客に依存する店舗業態、旅行会社、航空会社、バス会社などでその影響は直接的かつ顕著である。

かつて SARS（2003 年）と新型インフルエンザ（2009 年）の流行においては、国内の感染拡大が数か月から半年程度で抑えられた。訪日外国人数が 2009 年に▲ 18.7％と大きく減少したものの、2003 年頃は IT バブル崩壊や小売不況、2009 年は世界金融危機の経済への影響が強く及んでいた時期であり、感染症が地価や不動産市場に及ぼした影響は、これら経済的な要因と比較して限定的であったと考えられる [図表 3]。

図表 1　COVID-19 感染者のうち、コンスタントに 2 割相当が治癒し退院

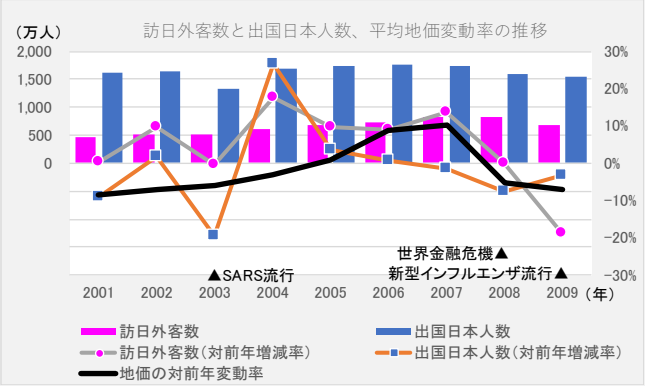


図表 2　入院中感染者のうち重症者の割合は低下



データ出所：（図表 1、2）厚生労働省「新型コロナウイルス感染症の現在の状況について」
（図注）COVID-19 感染者とは、同ウイルスの PCR 検査陽性者を指す。対象者にチャーター便帰国者を含む。クルーズ船の乗客・乗員は含まない。

図表 3　SARS と新型インフルエンザの感染流行では地価への影響は限定的



データ出所：日本政府観光局「年別 訪日外客数および出国日本人数の推移」、 国土交通省「地価公示」
（図注）地価は公示地価の三大都市圏・商業地の平均変動率。2001 年の値には 2002 年の地価公示における変動率、すなわち 2001 年 1 月 2 日から 2002 年 1 月 1 日の 1 年間を対象とする変動率を使用した。

© 2020（株）都市未来総合研究所

適時開示等に関する規則（適時開示規則）」に基づき東京証券取引所に開示された固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などで報道された情報から、譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行うもの。1996 年にデータ収集を開始した。
情報公表後の追加・変更等に基づいて既存データの更新を適宜行っており、以降の公表値と相違する場合がある。

SARS や新型インフルエンザと比較して、今回の COVID-19 が及ぼす影響は多大であると考えられる。ウイルスの性質や人体への作用などが十分には解明されていないこと、特効薬が未開発であることといった医学上の問題点に加えて、2003 年・2009 年と比べてヒトや企業の移動と活動範囲が増加・拡大しグローバル化したことで、経済的にも影響が倍増するだろう。

感染の地理的範囲が大きく拡大し伴って伝播速度が速まったことから、多国籍にわたる感染者の増加や、感染拡大防止のための移動制限や集客・事業活動の停止・延期、不安心理からくる個人行動の自粛、産業面では製造から流通・販売に至るサプライ・チェーンの停滞、消費縮減などの影響が広く、かつ深くなると考えられる。かくして COVID-19 の感染拡大による直接的な影響は、係る事業活動の停滞と収益減少に直結する。

2.1　宿泊施設や集客施設、訪日客に依存する店舗などの賃貸不動産

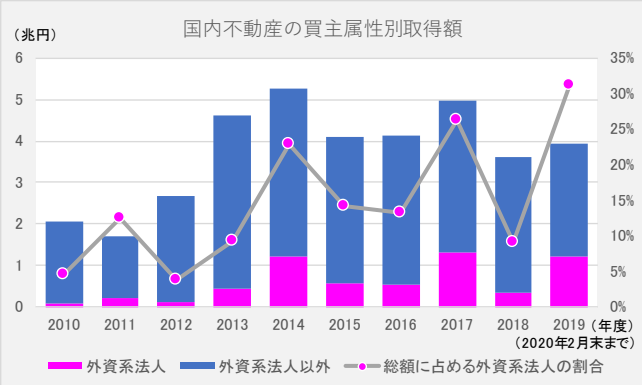
宿泊施設や集客施設、飲食店、訪日客に依存する店舗業態、旅行関連企業等、影響を被る施設の収益減少は、ヒトの動きや活動・消費の自粛傾向が回復するまで続くとみられ、ホテルや都市型商業施設などの一部、売上連動の賃料体系を採る賃貸不動産で直接的に賃貸収益の減少要因となる。感染の収束が長引くなどで収益の減少期間が長期化すれば、その他の一般的な固定賃料の不動産でも賃料減額要請に波及する可能性がある。また、係る業種・業態で資金繰りが悪化し破綻に至るケースも考えられる。

2.2　外資系法人が当事者となる不動産売買取引

外資系法人による日本の不動産の売買額※3 は買主・売主いずれの立場でも 1 兆円を超え、それぞれ全体の 3 ～ 4 割を占める [図表 4、5]。実働部隊は日本所在とはいえ、短期的には米国やアジアの本拠地での意思決定が停滞する影響で売買額が縮減するだろう。

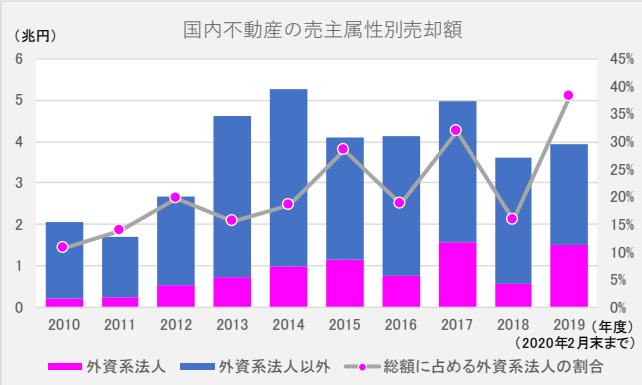
ただし、外資系法人による売買は「外・外」すなわち外資間の取引が多くを占めており [図表 6]、上記の理由では外資が保有する物件の流動性が一時的に低下するだけで、国内市況のセンチメントを悪化させる要因とはなりにくいと思われる。また、安全資産の円が買われる動きや海外の利下げから円高傾向が強まっており、外資系法人が資金確保やリバランス目的で日本の不動産を売るケースで、円高（ドルベースの価格増価）がその動きを後押しする可能性がある。その場合は、国内投資家にとって買いの好機となるだろう。

図表 4　外資系法人が取得した国内不動産は 2019 年度 2 月までで 1.2 兆円



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表 5　外資系法人が売却した国内不動産は 2019 年度 2 月までで 1.5 兆円



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

金額は報道機関等による推計額を含む。「約」などの概数表記を省いたものや範囲表記の中間値を採用したものなど、報道された値を修正したものを含む。
当該調査において外資系法人とは、海外の企業やファンド、REIT 等で、これらが出資する特定目的会社等の SPC を含む（日本の証券取引所に上場している（いた）法人は除く）。

※４　住宅の引き渡し　　建築工事の完了検査について国土交通省は、一部の設備が未設置の状態で完了検査の申請がなされる場合、軽微な変更に該当する場合には、所定の欄に変更内容の記載があれ

2.3　新築住宅や中古リノベーション住宅の販売

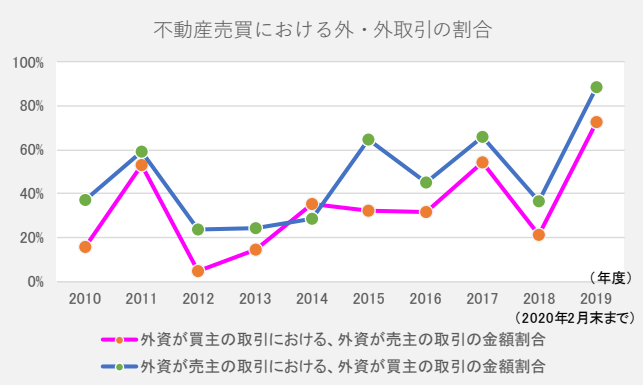
住設資材など海外生産品の受注・出荷が遅れており、新築住宅や中古リノベーション住宅の完成引き渡しに遅れが生じる可能性がある※４。分譲マンションについてはショールームの営業自粛や来場者の減少もあり、当面の販売に下押しの影響が生じる可能性がある。また、海外からの研修生等の受入れ減少で製造業や農業等で人手不足が深刻化していると報道されており、建設現場でも工期遅れのおそれとともに建設労務費の上昇リスクが高まるだろう。

3.　影響のステージ２：景気減速と信用収縮・流動性枯渇を通じた不動産の価格面（賃貸収益と不動産価格）への影響

世界が景気減速局面に入るのは不可避とみられる状況にあり、不動産市場への影響波及の観点からは、景気減速と海外の金融混乱すなわち金融機関の信用収縮と資金面の流動性枯渇が同時的に生じるか、景気減速だけにとどまるかが注視される段階となった。

2008 年世界金融危機後は、欧米の金融機関の信用危機が発端となって資金の流動性が損なわれ、企業の投資抑制等によってオフィス賃貸市況が悪化した。加えて不動産取得に係る資金調達が難化し、買手不在の状況となって不動産価格が下落した。特に、テナント企業が資金確保とコスト削減を目的に賃借床の一部を解約しマイナスの需要が相次いで生じたことはかつてないインパクトであった。このようにして急増した空室を埋めるために、あるいは解約防止の先手として、賃貸オフィスビルの運用者が競って賃料を引き下げたことと資金調達難が、不動産価格や不動産市況のデフレ・スパイラルを生むメカニズムとなった［図表 7］。

図表６　外資系法人による国内不動産の売買は、直近で約８割が外資間のもの



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

今後の展開の中で、このようなデフレ・スパイラルのメカニズムが起動するか。すなわち、①賃貸オフィス市場でマイナスの需要（既存契約床の解約）が生じるか、②不動産投資市場で取得のための資金調達が困難化するか、この二つが同時的に生じるか否かが今後の不動産市場への影響波及を見極める鍵と考えられる。

3.1　オフィス市況におけるマイナス需要の発生の蓋然性

目下、景気減速の蓋然性は高いとみられるが、日本国内において 2008 年の世界金融危機後のように世界上位レベルの大企業ですら新規の資金調達が困難な金融環境となり、資金確保やコスト削減のため既存のオフィス床まで解約する状況が相当な規模で生じることは、今のところ考えにくい。企業が設備投資の抑制に動くとしても、その影響はオフィスの新規需要の減少であって、新築の賃貸オフィスビルの契約率低下や、係る二次空室などを通じて、現在は活況であるオフィス市況が調整局面入りする程度に止まるだろう。

また、特定のセグメントについては、影響のステージ 1 で挙げた直接的な影響を被る業種・業態でオフィス規模の縮小を図る企業が生じる可能性や、その他の企業で、既存床に対して付加的に確保したシェア・オフィス等のフレキシブル・オフィスを解約すること等は事情によって起こり得ると思われる。

3.2　不動産売買に係る資金調達の困難化の蓋然性

信用収縮と金融流動性の枯渇が生じるリスクについては、目下のところ、COVID-19 の感染拡大に直接

© 2020（株）都市未来総合研究所

ば完了検査を実施するよう都道府県に周知した（2020 年 2 月 27 日「完了検査の円滑な実施について」）。

※ 5　国内回帰

2020 年 3 月 5 日の未来投資会議で安倍総理大臣は「（前略）一国への依存度が高い製品で付加価値が高いものについては、我が国への生産拠点の回帰を図り、そうでないものについても、一国に依存せず、ＡＳＥＡＮ（東南アジア諸国連合）諸国などへの生産拠点の多元化を図ります。」と発言した。

的な影響を受ける企業等に対する金融機関の与信コストの動向や、主たる感染地域となった欧州・中国の金融機関（シャドーバンキング業態を含む。）の動向、さらには COVID-19 とは別起源だが同時に生じた原油安に係るエネルギー関連企業の業績・財務状況や関連する融資金融機関、ハイ・イールド債関連、中国・欧州等への貿易依存が強い国々での経済危機の懸念など、多面的に状況を注視する必要があると考えられる。

複数の懸念材料が累積した状態では或る一つの要素が金融危機のトリガーとなりかねないことから、係る信用収縮と流動性枯渇のリスクについては現在、最も不確実性が高く、かつ慎重視すべきではなかろうか。

4.　影響のステージ 3：不動産市場における需給の構造変化に発展する可能性

今後、半年から 2 ～ 3 年程度の比較的長期のスパンでみて、今回の COVID-19 のパンデミックをきっかけに企業や個人の認識と行動様式が変化し、結果として不動産市場の需給構造に変化を及ぼす可能性が考えられる。具体例は以下のとおりである。

4.1　オフィスの立地分散化

在宅勤務やサテライト・オフィス等のテレワークの急速な普及で、ワーク・プレイスの形態の多様化と立地分散化が進む可能性がある。

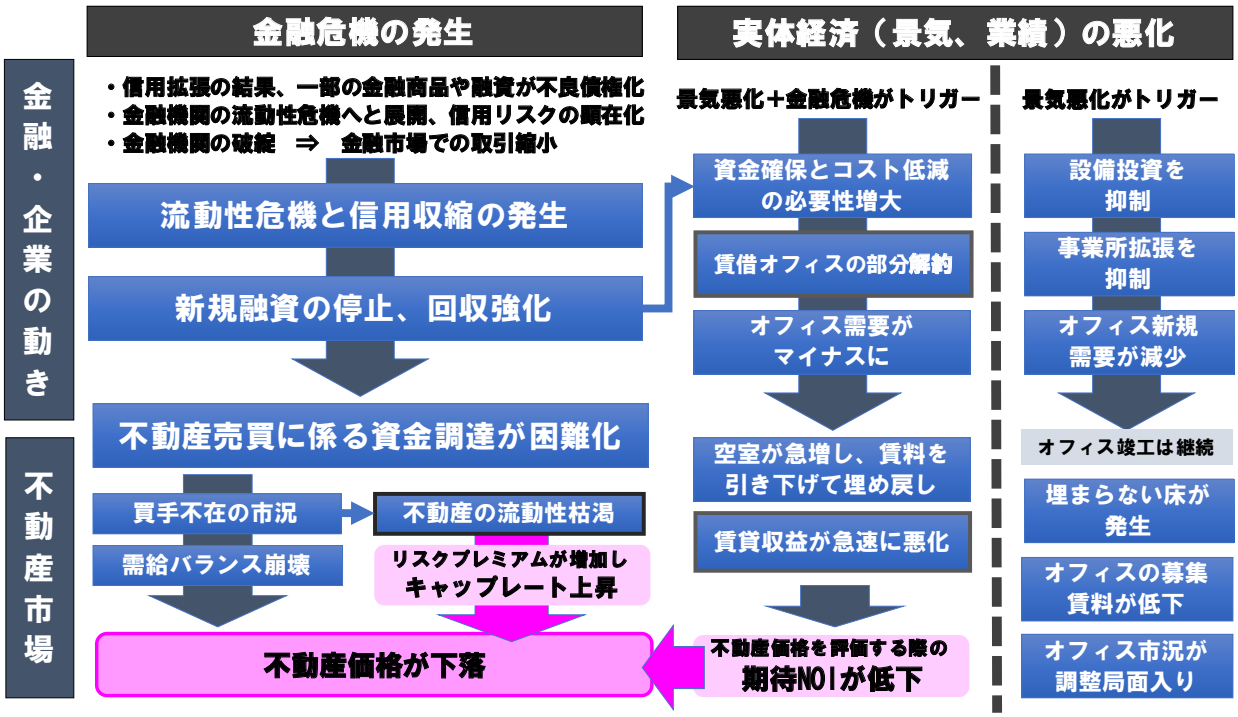
4.2　製造拠点の国内回帰

中国等への集中がリスクであるとの認識が普及し、製造業等で国内回帰と周辺国への移転が進展する可能性[※5]がある。結果として、日本国内で工場用地等の需要が増加する可能性につながる。

4.3　観光政策の立て直し

前項と同様にして、現在の中韓に集中依存するインバウンド構成がリスクであるとの認識が普及し、台湾や香港、東南アジア諸国、米欧などをはじめ国・地域の分散化と見直しを図る動きが生じる可能性がある。伴って宿泊施設の業態や観光地等での受入れ態勢に変化が求められるだろう。

図表 7　不動産市場におけるデフレ・スパイラル発生のメカニズム



出所：筆者（都市未来総合研究所 平山）作成

【責任に関する注意事項】
株式会社都市未来総合研究所（以下、「都市未来総合研究所」）は、本レポートに掲載されている内容（文章、図表、画像、データ、分析または評価手法）の一部または全部（以下「本書内容」）について、都市未来総合研究所との許諾契約（業務請負契約における許諾条項の設定等を含む。）の締結または都市未来総合研究所による事前の許可を得ることなく、転載、複製、頒布を行うことを禁じます。都市未来総合研究所は、本書内容に関して、第三者の著作権、商標権その他いかなる権利も許諾するものではありません。本書内容を不法な目的のために、または不法な方法で使用することを禁じます。
都市未来総合研究所およびその取締役、執行役員、従業員、株主（以下、総称して「都市未来総合研究所関係者」）はいずれも、本書内容に関して、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について保証いたしません。都市未来総合研究所関係者はいずれも、原因に関わらず（過失その他のいかなる理由によるものであっても）、本書内容の誤謬や脱漏に対して一切責任を負わず、本書内容を利用したことにより得られた結果に対して一切の責任を負いません。損害が生じる可能性について事前に報告を受けていた場合を含むいかなる場合においても、都市未来総合研究所関係者は、本書内容の利用に関連する直接的、間接的、付随的、派生的な損害または損失（実損失、逸失利益または機会費用、過失によって生じた損失等を含むが、これらに限定されません。）、経費、費用等に対して、いかなる者に対しても一切責任を負いません。
本書内容における分析、評価および見解は、それらを作成した時点の執筆者の意見を示すものであって、必ずしも事実を記述したものではありません。本書内容には、意図したかどうかに関わらず、執筆者をはじめとする都市未来総合研究所関係者の主観や特定のバイアス、期待または誘導が含まれている可能性があります。本書内容における都市未来総合研究所の意見、分析、評価および見解は、実物不動産または有価証券の購入、保有もしくは売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでもありません。
都市未来総合研究所は、本書内容について、公表後に更新または訂正する義務を負いません。都市未来総合研究所は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても鑑査はせず、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について検証は行っていません。

Copyright© 株式会社都市未来総合研究所　〒 103-0027　東京都中央区日本橋 2-3-4　日本橋プラザビル 11F
Telephone：03-3273-1431、Facsimile：03-3273-1471、URL：http://www.tmri.co.jp/
設立 : 昭和 62 年 12 月 21 日 , 資本金 :1 億円 , 株主 : みずほ信託銀行グループ各社
【主な業務】(1) 不動産に係る市場・顧客環境の調査研究と事業戦略・投資戦略に関するコンサルティング , (2) 資産マネジメント：CRE（企業不動産）・FM、AM・PM に関する調査研究とコンサルティング , (3) 開発プロジェクトのための調査研究とコンサルティング , (4) 都市開発および地域開発の調査研究とコンサルティング