

みずほレポート

2020年7月15日

コロナ禍の不動産市場

—金融環境の違いなどにより深刻な調整は回避へ

- ◆新型コロナショックによる実体経済の下振れを受けて、不動産の賃料や価格が大幅に下落して深刻な調整局面に陥るとの懸念が高まっている。現にホテル、商業施設の賃料は3月以降、急落している。
- ◆ホテルや商業施設は、ウィズコロナ下での本格回復は見込みづらく、売上および賃料は低調に推移する可能性が高い。しかし、両部門の不振によって、不動産市場全体が悪化する懸念は小さい。不動産投信評価額や不動産デベロッパーの収入割合を見る限り、両部門のシェアは小さいためだ。
- ◆不動産市場の帰趨を左右するオフィスビル部門は、感染の第二波、第三波による抑止策の再強化が回避されるとの前提の下では、賃料や価格の大幅下落は避けられる公算が大きい。その要因は、①宿泊・飲食業など新型コロナショックの打撃が大きい業種のオフィスワーカーは少ない、②オフィスビルの契約形態上、早期の解約は困難、③賃料が下落に転じる空室率に達するにはまだ時間的猶予が大きい点だ。
- ◆加えて、リーマンショック時と異なり、金融機関から不動産業へのファイナンスが細る懸念は小さく、不動産業自身の資金繰り耐久力も強化されている。よって、不動産売買にかかる資金調達難を契機に不動産市場全体が深刻な調整に陥るリスクは当時より小さい。

経済調査部 主任エコノミスト 宮嶋貴之
03-3591-1434 takayuki.miyajima@mizuho-ri.co.jp
経済調査部 谷真吾
03-3591-1306 shingo.tani@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。

目 次

1. はじめに	1
2. 移動制限により不動産取得は大幅減	1
3. 悪影響が直撃するホテル、商業施設	2
4. ホテル、商業施設の現状	3
(1) インバウンド蒸発、不要不急の外出自粛で危機に瀕するホテル部門	3
(2) サービス系テナントの休業が商業施設の打撃に	5
5. ホテル、商業施設の見通し～厳しい状況が続く	6
(1) ホテルの倒産本格化の分水嶺は夏場の回復度合い	6
(2) ホテルほどではないが、商業施設も当面苦境が続く見込み	9
6. 不動産市場全体は深刻な調整を回避	10
(1) 不動産市場の本丸、オフィスビル市場の深刻な調整は回避される公算大	11
(2) 金融機関からのファイナンスが急激に細る懸念は小さい	14
(3) リーマンショック前よりも改善している不動産業の資金繰り耐久力	16
7. 終わりに	18
補論 新型コロナショックを契機とした構造変化について	18
(1) 在宅勤務シフトで都心オフィスビル需要は低下するか	19
(2) EC へのシフトで実店舗需要は低下するのか	19
[参考文献]	20

1. はじめに

2017年以降、不動産市場は高原状態で推移しており、毎年のようにピークアウトの懸念が囁かれた。しかし、これまで、こうした懸念はことごとく打ち払われてきた。平良・宮嶋(2018)で考察したように、近年の不動産市場は、①景気回復、②超金融緩和、③経済・社会の構造変化(人手不足、共働き世帯の増加、インバウンドの拡大)に伴う実需の発現という3つの要因に下支えされており、かつてのバブル期のような裏打ちのない需要拡大とは一線を画す状況であった。

2020年当初、不動産市場は今後ピークアウトに向かうものの、大幅な調整は避けられるとの見方が大勢を占めていた。しかし、2月に起こった新型コロナウイルスの感染拡大により、不動産市場に対する見方は大いに揺れている。実体経済が深刻な下振れに直面している以上、不動産市場の調整はもはや必至だ。今後の焦点は、リーマンショック期を超える大幅な悪化(賃料や価格の大幅下落)の有無だろう。

本稿では、足元の不動産市場の状況を概観し、調整リスクの大きさについて考察する¹。先行きを見通す上で重要な点は、新型コロナウイルス感染の状況であることは言うまでもない。しかし、大量のワクチン接種などにより感染の懸念が全くなくなる“アフターコロナ”の時期を見通すことは困難だ。そこで、①感染拡大懸念が完全には払しょくできない“ウィズコロナ”の状況が数年続く、②感染第二波、第三波による感染抑止策の再強化(再度の緊急事態宣言発令など)は避けられることを前提とする。なお、ウィズコロナが中長期的に続くとした場合に不動産市場に影響を及ぼしうる構造変化については、補論で取り上げる。

2. 移動制限により不動産取得は大幅減

はじめに、現状の不動産市場について概観してみよう。一般的に、不動産市場の現状を確認するには、全国地域別の詳細がみられる地価(国土交通省「公示地価」、「都道府県別地価」など)や各アセットのキャップレート(一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」など)、取引価格(国土交通省「不動産価格指数」など)を見ることが多い。しかし、こうした統計は速報性に欠けるため、新型コロナウイルスショックによる不動産市場への影響をいち早く捉えられない²。

そこで、以下では月次の動向が把握できる経済産業省「第三次産業活動指数」と日本銀行「企業向けサービス価格指数」を用いて、不動産市場の大部分を占める売買市場と賃貸市場の動向をみていこう³。

まず第三次産業活動指数を用いて、不動産売買市場の動向を確認しよう。不動産取引・仲介業の指数は、4月に大幅に下落した(図表 1)。内訳をみると、土地、戸建住宅、マンションの全形態で大幅なマイナスとなっている。感染防止のための外出、営業の自粛により、物件の内見ができず購入の意思決定が先送りされ

¹ 本稿の作成にあたって、不動産有識者、関係者に対するヒアリング調査を3~6月にかけて実施した。この場を借りて、深く感謝の意を申し上げたい。

² 7月1日時点の全国の地価が把握できる基準地価は、毎年9月に公表される。全国・ブロック別・都市圏別・都道府県別に不動産価格の動向を指数化した国土交通省の「不動産価格指数」は、6月26日時点で2020年1~3月期までの値が公表されている。住宅総合は前期比0.3%下落、商業用不動産総合は前期比0.5%下落と、小幅の動きにとどまっている。

³ 総務省統計局「平成28年経済センサス」によれば、不動産業の収入は大きく分けて、①売買(シェア:22%)、②仲介(同:11%)、③賃貸(同:42%)、④管理(同:17%)、⑤その他(同:7%)であり、第三次産業活動指数は①、企業向けサービス価格指数は③の動向を把握することができる。

たことが主因だろう。

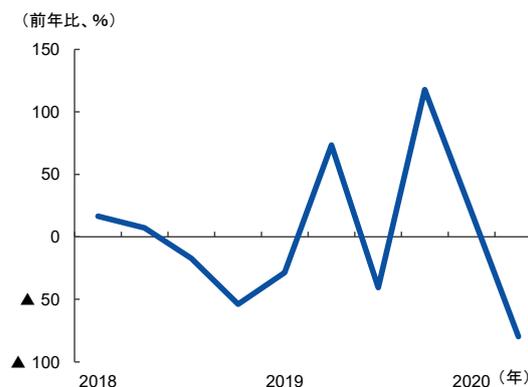
また、東証適時開示や新聞等に公表された情報などにに基づき売買情報を収集しているみずほ信託銀行系の都市未来総合研究所の不動産売買データを見ると、第三次産業活動指数と同様に不動産取得額は4～5月に大きなマイナスとなった(図表 2)。内訳をみると、J-REITや外資系法人など、どの主体の取得額も大幅に減少している。やはり感染防止のため物件のデューデリや交渉に支障が出ているほか、先行きの不確実性も高まっていることから、意思決定を先送りしていったん様子見姿勢を取っている主体が多いと推察される。なお、今回の新型コロナショックによる不動産売買(仲介含む)指数のマイナス幅はリーマンショック時の最大下落幅を超えており⁴、ショックの大きさがうかがえる。

図表 1 不動産売買(仲介含む)活動指数



(注) 不動産取引業と不動産代理業・仲介業を加重平均した値。
(資料) 経済産業省「第三次産業活動指数」より、みずほ総合研究所作成

図表 2 不動産取得額



(注) 最新の値は、4～5月累計の前年同月比。
(資料) みずほ信託銀行系都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」より、みずほ総合研究所作成

ただし、4～5月の売買の縮小は移動制限に起因する内見や商談の中止の影響が大きく、不動産市場の悪化もしくは先行きの悲観視を受けて不動産投資意欲が低下しているわけではないとみられる⁵。

3. 悪影響が直撃するホテル、商業施設

次に、賃貸動向を把握できる企業向けサービス価格指数をみていこう。企業向けサービス価格指数における商業用不動産賃貸料をみると、2020年3月以降、大きく低下したのはホテル、次いで店舗(以下、商業施設)となっている(図表 3)。後述するが、感染拡大により、不要不急の外出やイベント、出張の自粛や入国制限の発動により、ホテル、商業施設の売上高が急減したことが主因だ。一方で、事務所(以下、オフィスビル)や倉庫(以下、物流施設)については、コロナ禍の中でも悪化の兆しはなく上昇傾向を維持している。

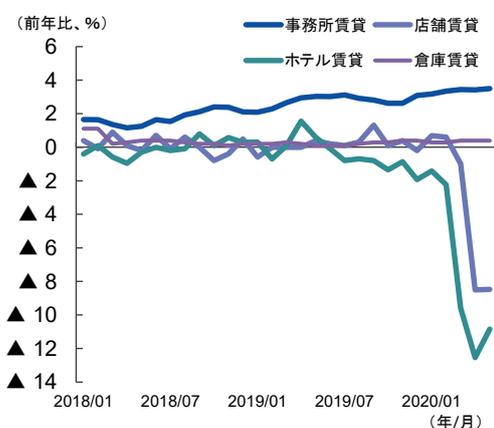
⁴ 第三次産業活動指数の不動産取引業は、2008年9月に前年比▲20.8%下落した。

⁵ 総合不動産サービス大手 JLL 日本法人が実施した国内外の投資家を対象とする「新型コロナウイルスによる不動産市場への影響」(実施期間:2020年4月20日-4月27日)によれば、投資家の約75%が今後も積極的に不動産へ投資する考えとの結果となっている。詳細は、「PR TIMES」のウェブページ(<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000441.000006263.html>)上のプレスリリースを参照されたい。

リーマンショック時はもともとホテル、商業施設の賃貸料は前年比マイナスで推移しており、危機を契機に悪化したわけではなかった⁶。一方、オフィスビルについては、リーマンショック直後の2008年後半は賃貸料が高止まりしていたが、2009年4～6月期から伸び率減速が顕著となり、2009年後半には前年比マイナスまで落ち込んだ。リーマンショック時と比較すると、今回の新型コロナショックによる不動産賃貸市場への悪影響は、ホテル、店舗で早期に顕在化しており、ショックが明らかに大きい。

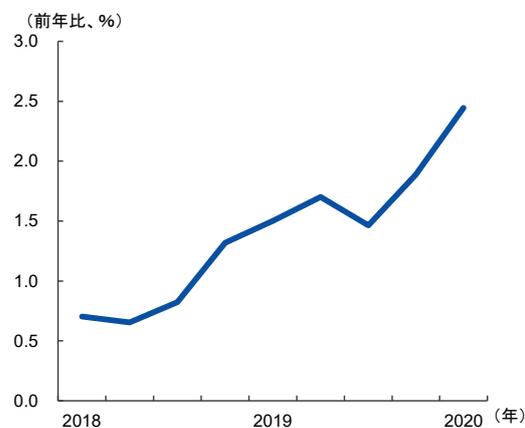
一方、住宅賃貸市場を確認すると、株式会社タスの「住宅賃貸市場レポート」を見る限り、少なくとも1～3月期においては、賃料に影響はみられなかった(図表4)⁷。今後、住宅賃貸市場の需給も緩む可能性は高いが、①住宅賃貸市場は中長期的な人口・世帯動向による影響が大きい、②ホテルや商業施設と異なり生活上、退去が困難、③借手の小口分散により景気ショックの影響が緩和されやすい、といった理由から、新型コロナショックによる下押しは相対的に軽微となる公算が大きい。

図表3 不動産賃貸料



(注) 消費税を除くベース。
(資料) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」より、みずほ総合研究所作成

図表4 住宅賃料指数



(注) 1. 最新の値は2020年1～3月期。
2. 地域別の貸家ストック数をウェイトにした加重平均値。
(資料) 株式会社タス「賃貸住宅市場レポート」より、みずほ総合研究所作成

次節では、新型コロナショックによる打撃が特に大きいホテル、店舗について、現状を確認する。

4. ホテル、商業施設の現状

(1) インバウンド蒸発、不要不急の外出自粛で危機に瀕するホテル部門

はじめに、今回、真っ先に打撃を受けたホテル部門についてみていこう。

平良・宮嶋(2018)や平良・宮嶋(2019)で分析したように、近年の不動産市場の好調に一役買ってきただが、インバウンド需要の拡大だ。2013年以降の訪日外客数の大幅増加により、三大都市圏や地方中枢四市

⁶ ホテル賃貸料は2005年12月から49カ月連続で前年比マイナス、店舗賃貸料は2006年4月から71カ月連続で前年比マイナスだった。

⁷ 株式会社タス「賃貸住宅市場レポート 首都圏版 関西圏・中京圏・福岡県版」(2020年5月)を参照。

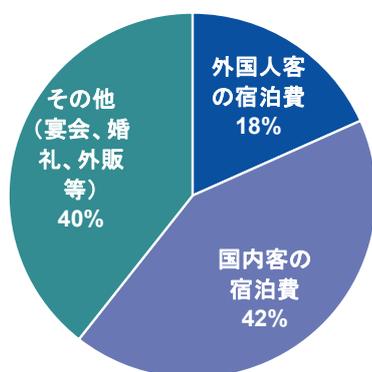
(札幌・仙台・広島・福岡)を中心にホテル開発や店舗改装需要が増加して、商業地の地価が押し上げられた。加えて、観光関連業の従業員の住宅需要が増加したことで、住宅地の地価にも好影響が波及した。

しかし、今回の新型コロナショックにより、真っ先に打撃を受けたのがインバウンド需要だ。訪日外客数は2020年の2月から前年比マイナスに転じ、4月には前年比▲99.9%という記録的な減少となった。こうしたインバウンド需要の蒸発により、ホテル部門の売上高が壊滅的な打撃を受け、倒産が相次ぐとの懸念が高まった。近年のホテル部門の好調は、インバウンド需要拡大に牽引されていたイメージがあるからだろう。

現実には、日本の宿泊マーケットは、まだ日本人の割合が大きい。複数の統計を用いて、宿泊業の売上高を部門別に分けてみると、訪日外国人の割合はまだ20%程度であり、大半は日本人である(図表5)。日本人需要のうち半分は宿泊費、残りは宴会・婚礼・外販など、宿泊以外の収入と推察され、シティホテルを中心に売上に占めるシェアは大きい。

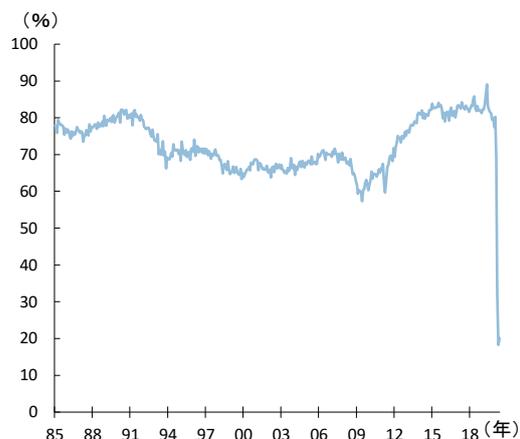
つまり、ホテル部門への打撃が深刻になっている理由は、インバウンド需要の急減はもちろんだが、3月以降の国内旅行や宴会自粛などによる日本人需要の下振れがより大きい。実際、ホテル稼働率をみると、国内旅行の自粛の動きが広まった3月、4月にかけて大きく下落し、1985年以降の最低水準を大きく更新した(図表6)。なお、5月には、感染のピークアウトや緊急事態宣言の解除により、わずかながら上昇したが、記録的な低水準であることに変わりはない。

図表5 宿泊業の売上高・構成比(2019年)



(資料) 財務省「法人企業統計季報」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」「旅行・観光消費動向調査」より、みずほ総合研究所作成

図表6 ホテル稼働率



(注) みずほ総合研究所による季節調整値。最新の値は5月。主にビジネスホテルの稼働率。

(資料) 一般社団法人全日本シティホテル連盟「客室利用率調査(月次)」

需給の緩みにより、宿泊料は大幅に低下しており⁸、売上高も急減している。6月以降、人の密集が避けられる郊外のホテルや居住地に近接したホテルへの客足は徐々に戻りつつあるようだが、宿泊者数の本格回復には程遠い状況だ。

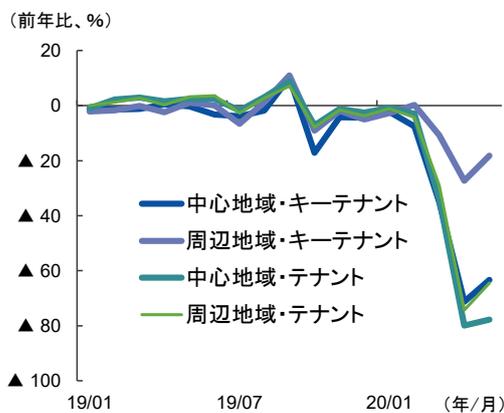
⁸ 消費者物価指数の宿泊料をみると、4月は前年比▲9.4%と過去最大のマイナス幅となり、5月も▲同5.8%とマイナスが続いた。

(2) サービス系テナントの休業が商業施設の打撃に

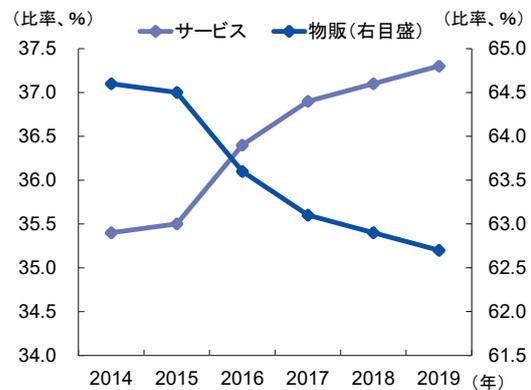
次に、商業施設をみていこう。ショッピングセンター(以下、SCとする)の月次の売上高をみると、4月に中心地域(人口15万人以上の地域)、周辺地域(人口15万人未満の地域)のテナントともに前年比▲70%を超える大幅マイナスまで悪化した(図表7)。5月にマイナス幅は縮小したものの、依然として大幅減が続いている。主因は、緊急事態宣言の発令などを受けて、SCオーナーがテナントに休業を要請したことだ。特にサービス系テナントの営業縮小が打撃となった。

SCのテナント数をみると、近年サービス(飲食含む)系テナントの割合が大きくなっている(図表8)。この背景として、サービス系テナントの誘致により、買い物客の来店する動機付けを強化し、またSCでの滞在時間の長時間化を促すことで、物販の売上高を強化して他店との差別化を図る狙いがある。キッズニアのような子供向けのテナント、フィットネスやヨガの体験型テナントなどが、その例だ。売上高に占めるサービス系

図表7 SC売上高



図表8 SCテナント数の割合

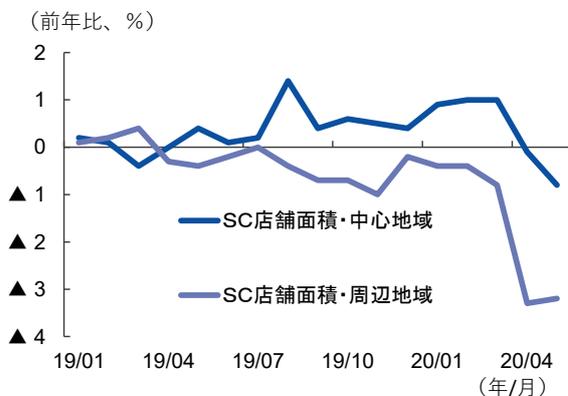


- (注)1. 中心地域は人口15万人以上の都市で商業機能が集積した地域、周辺地域は人口15万人未満の地域。
2. キーテナントとは、占有面積や集客力が大きいテナントのこと。

(資料)一般社団法人日本ショッピングセンター協会「SC白書2020」より、みずほ総合研究所作成

(資料)一般社団法人日本ショッピングセンター協会「SC販売統計調査報告」より、みずほ総合研究所作成

図表9 SC店舗面積



(資料)一般社団法人日本ショッピングセンター協会「SC販売統計調査報告」より、みずほ総合研究所作成

テナントの割合はそれほど大きくないとみられるものの、それでも来客数を増やして物販の売上高を底上げするためには、こうしたサービス系テナントの役割が重要だったというわけだ。特に、商業地区の中心や駅近に立地する都心型 SC において、サービス系テナントの誘致が増えていたが、今回の新型コロナショックでは外出自粛や三密を避けるソーシャルディスタンスの確保が必要となったことで、百貨店やファッションブランドに加えて、フードコートなどのサービス系テナントも休業を余儀なくされた。実際、中心地域の店舗面積⁹は、2019 年は渋谷での大型商業施設の開業などもあり増加傾向で推移していたが、2020 年 4 月からはテナントの休業によって前年比マイナスに転化している(前頁図表 9)。この結果、中心地域の売上高はキーテナント、それ以外のテナントとも大幅に減少した(図表 7 再掲)

一方、周辺地域(キーテナント)は、マイナス幅がやや小さくなっている(図表 7 再掲)。これは食品など生活必需品のテナントによる売上高の割合が中心地域より相対的に大きいことが要因であり、商圈を比較的小さく設定するネイバーフッド型の SC においては、コロナ禍での巣ごもり需要が下支えとなった格好だ。しかし、郊外型 SC でも、商圈規模の大きい SC やインバウンド向け比率の高い SC(空港周辺に立地する SC など¹⁰)については、都市型 SC 同様に苦戦を強いられていると推察される。

5. ホテル、商業施設の見通し～厳しい状況が続く

それでは、ホテルおよび商業施設の先行きについて考察していこう。

(1) ホテルの倒産本格化の分水嶺は夏場の回復度合い

ホテル部門は、ウィズコロナ下では厳しい状況が続く見込みだ。

2020 年後半以降、国内の移動制限や入国制限が徐々に緩和されていき、また Go To キャンペーンによる需要喚起策も実施されることで、国内旅行者が底を打つとの期待は高まっている。しかし、ウィズコロナの状況下では、人の密集による感染リスクは消えず、世間体を気にする人が多いことも踏まえると、旅行意欲が早期に本格回復するとは考えづらい¹¹。夏場のボーナスが大幅に減少するなど(嶋中(2020))、雇用所得環境が悪化していることも旅行需要の足かせとなるだろう。

また、近年需要をけん引した訪日外国人客については、日本人客よりもさらに回復が遅れる公算が大きい。政府は、感染が抑制されているタイやベトナム、オーストラリア、ニュージーランドを対象として、ビジネス出張目的の入国制限の緩和に向けた交渉を始めている。ただし、PCR 検査の実施などが条件となっているため、多くの企業はビジネス出張よりもテレカン等での代替を奨励する方針を続けると予想する。政府はビジネス客や留学生から優先して入国制限を緩和していく方針だが、訪日外国人客の多くはレジャー客だ(約

⁹ 統計上の店舗面積は実効ベース(実際に営業を行っている店舗の面積)であり、SC 全体(廊下などのスペースを含む)の面積ではない。

¹⁰ SC 合計 3209 施設のうち、国際線が就航している空港周辺に立地(同じ市区町村内)している SC 数は、およそ 200 施設とみられるため、全体に占めるシェアはそれほど大きくない。ただし、近年のインバウンド需要拡大による恩恵を受けていた SC については、特に新型コロナショックによる影響が大きいと考えられる。

¹¹ JTB・JTB 総合研究所(2020)によれば、まだ旅行の予約をしていない、あるいはすでに予約している旅行の変更やキャンセルを検討している人に対して、その理由をみると、「いま旅行をしたり旅行計画をするのは世間体が悪いと感じる」と回答した割合が、3 月調査から 5 月調査にかけて大きくなっている。

89%)。大量のワクチン接種などにより、コロナ感染の懸念がなくなるアフターコロナの状況になるまで、レジャー客の本格回復は困難だろう。

仮に旅行需要が一定程度持ち直したとしても、ホテル事業者は、感染予防のために客室の徹底的な消毒や宿泊者の密集を避ける必要があるため、コロナ禍前ほど稼働率を上げることは難しいだろう。総じてみれば、ホテル業の売上高のV字回復は見込みがたく、L字型に近い底入れにとどまる見込みだ。

売上高の本格回復が見込まれない中で懸念されるのは、ホテル部門における倒産の増加だ。実際、新型コロナウイルス関連の倒産件数(株式会社東京商工リサーチ)は、宿泊業が飲食業に次いで多い(図表 10)。ただし、中身を見ると、現状の倒産は、老朽化した施設の更新に伴う借入負担や、近年の宴会需要減退により財務環境が悪化していた複合型ホテル(宴会場や式場等を商材とするホテル)、人手不足や後継者不足で趨勢的に退出が増えていた旅館、近年のインバウンド需要取り込みに向けてオープンが増加した宿泊主体型ホテルに分類される。おおむね新型コロナショックの前から競争環境が厳しくなっていた企業の倒産例が増えていると言ってもよい。

今後の倒産を見通すために、宿泊業の資金繰りを確認しよう。財務省「法人企業統計」を用いると、2018年度の手元流動性(固定費対比)は、零細企業(資本金1千万円未満)は2.8カ月程度、中小企業(同1千万円～1億円未満)は6.8カ月程度、中堅企業(同1億円～10億円未満)、大企業(同10億円以上)は4カ月程度と計算される(図表 11)。零細企業は、新型コロナショックが本格化した3月から起算すると、6月末ぐらいまでの固定費を賄う程度の流動性しか確保できていない。6月に移動制限の緩和が実施されているとはいえ、水面下では倒産や廃業を既に検討している事業者が増えていると推察される。よって、7月以降に零細企業の倒産が増加する懸念は大きい¹²。また、倒産の統計には含まれない廃業(自主的な企業活動の終了)が増える可能性もある。

また、中小、中堅、大企業は零細企業よりも手元流動性を確保してはいるものの、ウィズコロナ下では旅行需要の本格回復が見込みにくいいため決して楽観視はできない。宿泊業の売上高を月次で見ると、最もシェアが大きいのは8月で約12%と他の月と比較して突出している(総務省「サービス産業動向調査」から計算)。この時期の旅行需要を逃すとすると、宿泊業にとって大きな痛手だ。前述したGo To キャンペーンによる需要喚起¹³が7月下旬から実施される点はプラス要因だ。ただし、①花火大会など夏場のイベントが中止や延期となっていること、②ハイシーズンに人気の観光地に行く人が増えるとの予想¹⁴により密集を避ける人が出てくることを踏まえると、旅行需要を押し上げる効果に過度の期待は禁物と言えよう。

¹² 株式会社東京商工リサーチによれば、5月以降、倒産件数は大幅に減少しており、宿泊業関連の倒産件数も少なくなっている(図表 10 再掲)。この理由として、裁判所が新型コロナウイルス感染拡大による緊急事態宣言の発令を受けて、緊急性のある事件以外の処理停止など一部業務を縮小していたことが考えられる。5月下旬に緊急事態宣言が解除されてから、緊急性のある事件を優先的に処理しながら、発令後に受け付けた事件処理を進めているが、実際の処理が追いつくまでには時間を要するとみられ、夏場にかけて倒産が再び増加する可能性がある。

¹³ 岡田(2020a)では、公共交通機関を利用した遠方の旅行や平日の旅行を促進することで、三密を避けることが重要と指摘している。

¹⁴ 株式会社ジェイトリップの行ったアンケート調査によれば、Go To キャンペーンを利用して旅行に行きたい時期は、8月が37.6%、7月が12.5%となっており、8月までに旅行をしたい人が50%程度となっている。詳細は、「Smart Magazine」のウェブページ(<https://www.smartmagazine.jp/howto/article/cost/35278/>)を参照されたい。

図表 10 主な新型コロナウイルス関連倒産ホテル

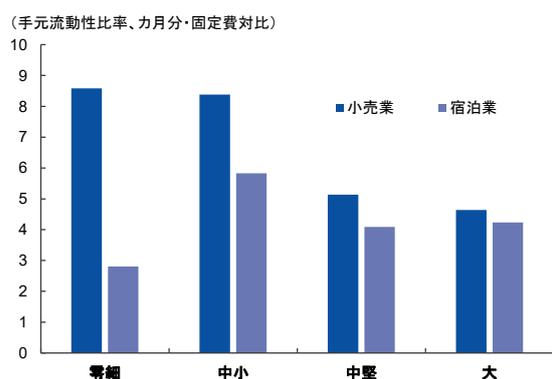
No.	公表	事業者名	地域	事業内容	種類	資本金	負債額
1	2月	株式会社見荘	愛知県	旅館経営	旅館	9,600万円	約23億8,600万円
2	3月	㈱田村屋旅館	福島県	温泉旅館経営	旅館	2,000万円	約4億円
3		合同会社おやど	長野県	宿泊施設経営	旅館	40万円	約3,000万円
4		関西スターリゾート㈱	大阪府	ホテルほか運営管理	宿泊主体型ホテル	100万円	調査中
5		㈱瑞穂商事	島根県	ホテル受託運営ほか	複合型ホテル	7,675万円	調査中
6		㈱原鶴温泉咸生閣	福岡県	温泉旅館経営	旅館	4,000万円	約2億円
7		㈱自然塾	北海道	温泉ホテル経営	旅館	1,000万円	約3億9,000万円
8		㈱奥飛騨薬師のゆ本陣	岐阜県	温泉旅館経営	旅館	500万円	約2億1,000万円
9	㈱富士屋ホテル	茨城県	旅館業	旅館	1,000万円	調査中	
10	㈱星たる観光	三重県	旅館業	その他	100万円	約2億1,000万円	
11	㈱トラベルシリウス	岡山県	旅館業	旅館	1,000万円	約4億7,000万円	
12	㈱とみや旅館	兵庫県	温泉旅館経営	旅館	1,200万円	約5億円	
13	長州観光開発㈱	山口県	ホテル経営	旅館	9,000万円	約18億円	
14	まるい商事㈱	北海道	不動産売買、民泊運営	その他	8,500万円	約9億8,000万円	
15	稲荷山温泉㈱	長野県	宿泊施設運営	複合型ホテル	9,840万円	約6億3,000万円	
16	㈱安藤	鹿児島県	旅館経営	旅館	1,600万円	調査中	
17	4月	㈱ファーストキャビン	東京都	コンパクトホテル運営ほか	宿泊主体型ホテル	11億9,500万円	37億円(5社計)
		㈱ファーストキャビン開発		ホテルの企画開発ほか		1,000万円	
		㈱ファーストキャビン京都三条		ホテル運営		3,000万円	
		㈱ファーストキャビン京都嵐山				3,000万円	
		㈱ファーストキャビン柏の葉				1,000万円	
18	人吉観光交通㈱	熊本県	結婚式場・ビジネスホテル運営	複合型ホテル	3,000万円	約7億円	
19	㈱タカダキャッスルホテル	新潟県	ホテル経営	複合型ホテル	300万円	約2億5,000万円	
20	WBFホテル&リゾート㈱	大阪府(北海道)	ホテル・リゾートの運営受託ほか	宿泊主体型ホテル	600万円	約160億円	
21	㈱泉屋旅館	福島県	温泉旅館経営	旅館	1,000万円	約4億1,700万円	
22	㈱あまくさの島	熊本県	旅館経営	旅館	300万円	約6,300万円	
23	㈱ドライブセンター白山	石川県	ビジネスホテル運営	宿泊主体型ホテル	1,000万円	約2億3,500万円	
24	㈱秋芳観光ホテル秋芳館	山口県	ホテル経営	旅館	1億円	2億3,008万円	
25	㈱ロイヤルオークリゾート	滋賀県	ホテル経営	複合型ホテル	1,000万円	約50億円	
26	㈱千久亭	香川県	旅館経営	旅館	300万円	約1,500万円	
27	㈱鹿角パークホテル	秋田県	ホテル経営	複合型ホテル	3,000万円	約5億円	
28	㈱京都セントラルイン	京都府	ビジネスホテル経営	宿泊主体型ホテル	1,000万円	調査中	
29	ホテル一万里㈱	長野県	ホテル経営	複合型ホテル	1,000万円	約35億円	
30	築上館㈱	福岡県	ビジネスホテル経営	複合型ホテル	300万円	約2億8,000万円	
31	㈱リバーサイドホテル山水	大分県	ホテル経営	旅館	850万円	約9億円	
32	瑞穂ホテル&リゾートマネジメント㈱	東京都	ホテル運営受託	複合型ホテル	-	約2億7,200万円	
33	㈱国際ホテル	青森県	ホテル経営	複合型ホテル	500万円	約16億円	
34	北海観光㈱	三重県	ホテル経営	その他	300万円	約46億8,800万円	
35	6月	KOSCOINN㈱	愛知県	ビジネスホテル運営受託ほか	宿泊主体型ホテル	1,000万円	調査中

- (注) 1. 7月14日時点で公表されている、新型コロナウイルスに関連する経営破たん状況(宿泊関連事業者)。
 2. 施設の種別は次の基準で分類したため、必ずしも報道等の分類と一致しない(①ホテル:主たる客室が洋室の宿泊施設、・宿泊主体型ホテル:ホテルのうちサービスの内容が宿泊主体の施設、・複合型ホテル:ホテルのうち、レストランや宴会場、式場、温浴施設などを併設する施設。②旅館:主たる客室が和室の宿泊施設。③その他:上記以外の施設や詳細が不明な施設)。

(資料) 株式会社東京商工リサーチ及び報道資料より、みずほ総合研究所作成

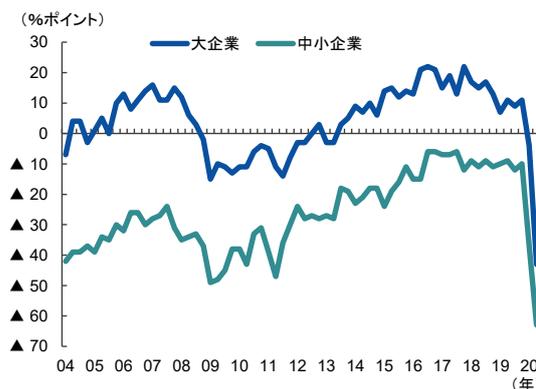
日銀短観の資金繰り判断DIをみると(図表12)、宿泊・飲食サービス業の資金繰りは、2020年初から急速に悪化しており、大企業、中小企業ともリーマンショック時以上の資金難に直面している。宿泊業だけの数値は公表されていないが、状況から考えて資金繰りの悪化は自明だろう。他の業種がリーマンショック時ほどの悪化に至らなかったのは対照的な状況だ。無利息無担保融資拡大や雇用調整助成金、持続化給付金などの政策支援¹⁵に加え、民間金融機関からの貸出増も続いているとみられる¹⁶ものの、今後倒産が増加する懸念は大きい。宿泊業はリーマンショックを超える過去最悪の危機に瀕していると言っても過言ではない。

図表11 手元流動性(固定費対比・2018年度)



(注)1. 手元流動性=現金預金+株式+公社債+その他の有価証券
 2. 固定費=人件費+福利厚生費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課
 (資料)財務省「法人企業統計年報」より、みずほ総合研究所作成

図表12 宿泊・飲食サービス業の資金繰り判断DI



(注)値が小さいほど、資金繰りが苦しいことを意味する。
 (資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

(2) ホテルほどではないが、商業施設も当面苦境が続く見込み

次に商業施設を考えてみると、基本的に苦しい状況は避けられそうもない。

前述したように、近年のSCはサービス系テナントの誘致強化により、来店客数の増加や滞在時間の長期化を実現することで、物販を含むSC全体の売上高を伸ばしてきた。実際、賃料の低いサービス系テナント¹⁷の割合が増加している中でも、近年の坪効率(一坪当たり売上高)は中心地域で改善傾向、周辺地域で横ばいを維持してきた(図表13)。SCの競争力の根源は物販とサービス系テナントのMIXにあったわけだ。

しかし、ウィズコロナの中では、サービス系テナントは部分的な営業を強いられる。例えば、フードコートや映画館も満席を避けて稼働率60~70%のような状況が続くだろう。食品などの生活必需品に対する需要は底堅く推移するとみられるが、夏のボーナス減少など雇用所得環境が悪化する中、必需品以外の支出は当

¹⁵ 資金繰り支援に加えて、感染予防対策(消毒を含めた清掃の強化など)に向けた追加コストの増大、清掃員の人手不足が懸念される面も大きく、人員確保に向けた援助などは追加の支援として検討に値するだろう。

¹⁶ 日銀短観の貸出態度判断DIをみると、2020年6月調査で貸出態度は厳格化したものの、リーマンショック期ほど厳しくはなっていない。

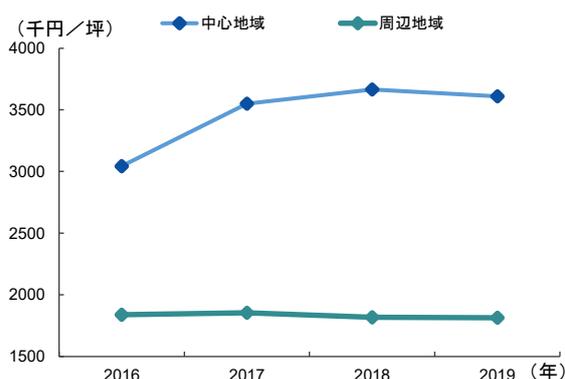
¹⁷ 一般的に、サービス系テナントの場合、客の滞在時間が長く回転率(時間当たりの来店客数)が低いことから、賃料の水準は物販より低い。なお、サービスの中でも、飲食の賃料はその他サービス系テナントの賃料より高い。

面大幅な伸びを見込みづらい。特に都心型SCについては、サービス系テナントが多く、人の密集が郊外型に比べれば懸念されること、またインバウンドの恩恵も受けていたことから、郊外型と比べて苦しい状況が続くことは避けられそうもない。

ただし、宿泊業に比べれば、SCが破綻するほどの危機に瀕するリスクは低い。前述したように、SCでは食品など生活必需品を販売していることから、不要不急の度合いは宿泊業よりも小さい。加えて、小売業のインバウンド依存度は宿泊業より小さく、比較的依存度が高い百貨店でみても宿泊業よりはかなり低い(図表14)。海外旅行や遠出が出来ない分、近場のSCに娯楽需要が向くことも考えられる。そう考えると、宿泊業ほどの売上高および賃料への下押し圧力はかからない見込みだ。

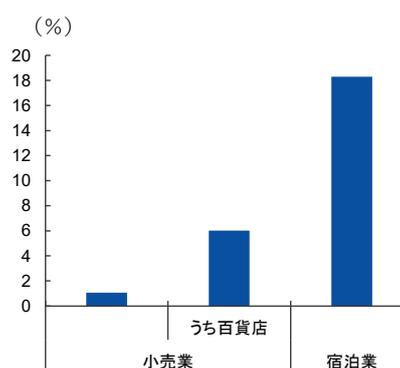
加えて、財務健全性も宿泊業と比べれば相対的に高い。SCに絞った財務データを取得することは困難であるが、小売業全体で見れば手元流動性は宿泊業よりも潤沢だ(図表11再掲)。特に中小・零細企業において、宿泊業よりも耐久力がある。SCに入居しているテナントが資金繰りに窮して次々に倒産し、SCの経営も行き詰まるといったリスクは小さいといえよう。

図表 13 SCの坪効率(一坪当たり年間売上高)



(資料)一般社団法人日本ショッピングセンター協会「SC白書2020」より、みずほ総合研究所作成

図表 14 小売業のインバウンド依存度



(資料) 経済産業省「商業動態統計」、観光庁「訪日外国人消費動向調査」、財務省「法人企業統計」、日本百貨店協会「免税売上高・来店動向」より、みずほ総合研究所作成

6. 不動産市場全体は深刻な調整を回避

ここまで、新型コロナショックが直撃しているホテルと商業施設について、現状と先行きを概観した。結論として、ホテル、商業施設は深刻な打撃を受けており、先行きもウィズコロナの状況下では売上高の本格回復は見込みづらく、特にホテルについては、零細企業で倒産・廃業の本格化が懸念される状況だ。両部門の賃料は今後も低調となるだろう。

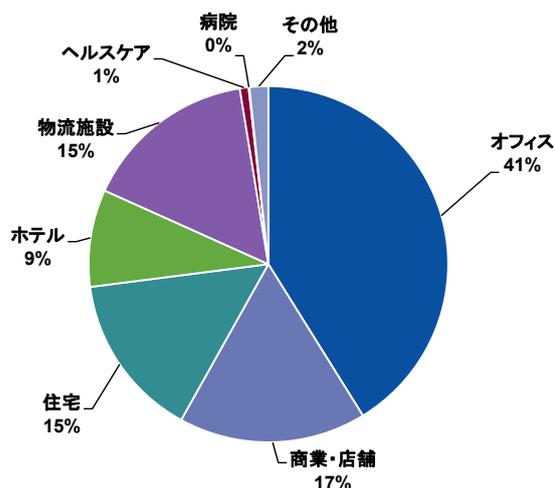
それでは、ホテル、商業施設の不振が引き金となって、不動産市場全体が大きく揺らぐほどの深刻な調整に陥るリスクはあるか。結論から述べると、その可能性は低いとみている。

以下では、その理由について、説明していこう。

(1) 不動産市場の本丸、オフィスビル市場の深刻な調整は回避される公算大

まず、ホテル、商業施設が不動産市場に占めるシェアはそれほど大きくない。不動産投資信託市場における評価額を確認すると、不振が見込まれるホテル・商業施設のシェアは25%程度と、一定の割合を占めている。しかし、不動産市場の本丸と言えるのは、40%強を占めるオフィスビル市場である(図表 15)。なお、住宅(レジデンス)や物流施設(シェアそれぞれ 15%程度)については、新型コロナショックの中でも需要は

図表 15 不動産投信評価額・部門別割合



(資料)一般社団法人投資信託協会「投資信託」より、みずほ総合研究所作成

比較的底堅い¹⁸。よって、不動産市場全体の帰趨を左右するのは、オフィスビル市場の動向になる。

また、大手総合不動産デベロッパーの財務諸表から部門別の売上高比率を試算してみると¹⁹、ホテル部門や商業部門の比率はそれほど高くなく、オフィスビル部門のウェイトが高い企業が多い。つまり、オフィスビル部門からの収入が激減するとなれば、不動産デベロッパーの収益は大きく痛んでしまい、賃料の低下や保有不動産の売却が進んで、不動産価格の大幅下落の契機となるリスクがある。

それではオフィスビル部門は持ちこたえられる

のか？ 結論から先に述べると、リーマンショック後のような賃料の大幅下落は避けられる可能性が高い。

近年、オフィスビル市場は、企業の優秀な人材の確保等に向けた職場環境改善や業務効率化ニーズなどを背景に、実需が堅調だった。特に最大市場である東京都心5区の空室率(三鬼商事株式会社の公表データ)は1%台という過去最低を更新し、賃料も上昇傾向が続いてきた。しかし、新型コロナショックによる企業収益の大幅な悪化を受けて、今後はオフィスビル需要の拡大一服は避けられない。特に、今回深刻な売上高の減少に直面している宿泊業や飲食業、娯楽業、理美容などの生活関連業を中心に、既存オフィスの縮小・撤退による解約や契約の見直し、検討中のオフィス計画の白紙化が水面下で検討されているだろう。

ただし、今回の新型コロナショックによる打撃が長引く宿泊業や飲食業、娯楽業、生活関連業においては、オフィスワーカーが少なく、全体に占めるシェアも小さい(図表 16)。よって、こうした業種の雇用調整がオフィスビル需要に与える影響は小さく、市場全体を大きく揺るがすほどではないだろう。

また、オフィスビルの契約形態により、空室率への影響には時間的ラグが発生すると考えられる。一般的にオフィスビル賃貸には契約期間が設定されていて、途中で解約すれば違約金が課されることもあり、すぐ

¹⁸ 住宅(レジデンス)については、他のアセットと比べれば景気連動性が低いことから、景気悪化局面では相対的に安定した物件として好まれる傾向がある。物流施設も同様だが、加えて新型コロナショックを契機に EC 化が進展している、あるいは進展するとの期待により、需要を集めていると考えられる。

¹⁹ 大手デベロッパー6社の財務データを見ると、ホテル部門は約1~10%、オフィスビル部門や商業施設部門を含む都市関連(約25~60%)よりは小さいとみられる。なお、都市関連の大部分はオフィスビル部門が占めており、うち商業施設部門のシェアは概算で10%程度と試算される。ただし、試算については、幅を持ってみる必要がある点には留意されたい。

に退去しづらいためだ²⁰。なお、2020 年中には 2012 年以來のオフィスビルの大量供給が予定されている（図表 17）²¹ものの、竣工前の段階でテナントの 90%以上が内定済と言われている²²。新型コロナショックを受けて、内定済のオフィスビルの契約を白紙にする企業が一部に出てくる可能性は否定しきれないが、空室率が大きく上昇してしまう事態になることは考えにくい。

以上から考えると、新型コロナショックにより、オフィスビル需給が早期に緩む可能性は低い。

もちろん新型コロナショックにより、宿泊業や飲食業以外の業種も収益減に直面し、雇用調整を実施しているため、これまでの

状況から一変して、オフィスビルの空室率が上昇に転じることは避けられない。ただし現状の空室率は、前述したように極めて低いため、賃料が下落するほどの水準に達するまでには、リーマンショック時と比較して時間的猶予がある。リーマンショック時を振り返ると、賃料が下落に転じた空室率水準は約 4%だった

（図表 18）²³。仮に 2020 年の底を 2 月と想定し、その後の空室率上昇ペ

ースがリーマンショック時と同一として延伸²⁴しても、2020 年末の空室率は 3% 台前半にとどまる。4%を超える時期は 2021 年 5 月頃との試算だ。つまり、2021 年前半までに賃料が低下に転じる公算は小さいとの示唆となる。

図表 16 業種別に見たオフィスワーカー人数（2017 年）

産業	オフィスワーカー（人）	オフィスワーカー全体に占める割合（%）	各業種のオフィスワーカーの割合（%）
農林漁業	78,200	0.5	3.6
鉱業、採石業、砂利採取業	6,900	0.0	27.8
建設業	1,073,800	7.1	21.9
製造業	2,207,100	14.5	21.0
電気・ガス・熱供給・水道業	158,300	1.0	42.3
情報通信業	599,900	3.9	26.9
運輸業、郵便業	846,300	5.6	24.6
卸売業	1,127,000	7.4	38.0
小売業	1,095,600	7.2	15.3
金融業、保険業	982,300	6.5	60.2
不動産業	466,800	3.1	40.4
物品賃貸業	81,500	0.5	29.9
学術研究、専門・技術サービス業	810,200	5.3	33.0
宿泊業	50,300	0.3	9.1
飲食サービス業	124,400	0.8	3.9
生活関連サービス業	189,100	1.2	11.7
娯楽業	105,900	0.7	14.2
教育、学習支援業	583,600	3.8	18.2
医療、福祉	1,154,000	7.6	14.1
複合サービス事業	365,800	2.4	66.8
サービス業（他に分類されないもの）	1,480,400	9.7	33.5
公務（他に分類されるものを除く）	1,437,200	9.5	61.2
分類不能の産業	163,200	1.1	7.7

（注）オフィスワーカーは、「大分類 A—管理的職業従事者」、「大分類 C—事務従事者」とした。「大分類 B—専門的・技術的職業従事者」のうち、研究職などをオフィスワーカーに加えても、結果に大きな変わりはない。

（資料）総務省統計局「就業構造基本調査」より、みずほ総合研究所作成

²⁰ 一般的には、解約予告から実際の退去までに、半年は必要になるとみられるため、オフィスビル需給への影響は後ずれすると考えられる。

²¹ 本稿では、森ビル株式会社の調査を用いているが、森トラスト株式会社の調査においても、ほぼ同等の結果となっている。

²² 例えば、「CBRE が全国 13 都市のオフィスビル市場動向(2020 年第 1 四半期)を発表」(2020 年 4 月 27 日プレスリリース、<https://www.cbre.co.jp/ja-jp/about/media-center/cbre-japan-office-marketview-q1-2020>)等を参照。

²³ 統計の定義の違いにより、空室率の閾値が異なる点には留意が必要である。例えば、三幸エステート株式会社の空室率は調査時点での貸室総面積に対する現空面積(調査時点で公開募集されている空室面積のうち即入居可能な面積)の割合。本稿で用いている三鬼商事株式会社の空室率は、解約予告された空室を含んでいる。ただし、三幸エステート株式会社のデータを用いても、本稿の分析の大意は変わらない。

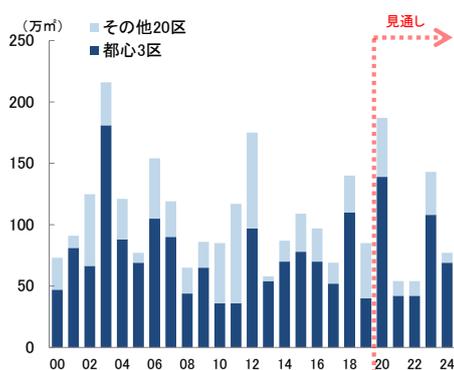
²⁴ リーマンショック前に空室率が最も低い水準だった 2007 年 11 月以降と同様の上昇テンポと想定した。

また、2021 年後半以降も賃料が急落する見込みは小さい。なぜなら、今回の新型コロナショックは、2020 年 4～6 月期にはリーマンショック時と同等、もしくはそれ以上の景気下押し圧力がかかっているものの、本稿の想定通り、感染の第二波、第三波が避けられれば、7～9 月期以降、景気は持ち直すとみられ、リーマンショック時と比べて不動産市場に下押し圧力がかかる期間は短くなるからだ。そう考えると、空室率の上昇テンポは 2021 年後半に鈍化するとみられ、賃料はピークアウトするものの急落には至らないと予想する。

以上の考察から、本稿の想定通りなら、オフィスビル市場が深刻な調整に陥る可能性は低いだろう。

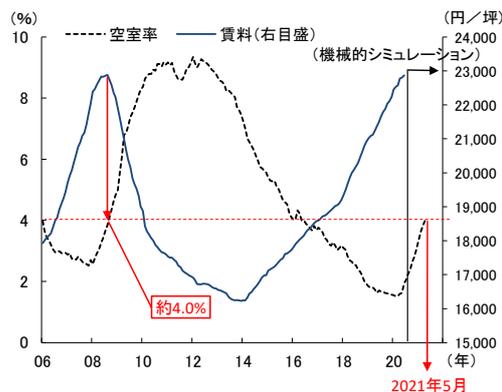
なお、新型コロナショックによって生活様式が変わることによるオフィス需要への影響が議論になっている。例えば、在宅勤務(もしくはサテライトオフィスでの勤務)が前提となる社会になることで、人々の生活拠点が都心から郊外にシフト²⁵する結果、都心一等地のオフィスビル需要が減少するとの見方が浮上している。こうした新型コロナショックによる構造変化に伴うオフィスビル需給への影響は、少なくとも半年から 1 年程度で大きく発現するわけではなく、5～10 年程度の期間にわたって徐々に発現するものだろう。在宅勤務が前提となる社会に移行するためには従来の日本型雇用の変革も必要だが、働き方改革は一朝一夕に実現するものではないからだ²⁶。よって、2021 年までのオフィスビル需給の見通しには大きく影響しないとみられる。なお、新型コロナショックによる構造変化が中長期的な不動産市場に及ぼす影響については、補論を参照されたい。

図表 17 東京都オフィスビル竣工予定



(資料) 森ビル株式会社「東京 23 区の大規模オフィスビル市場動向調査 2020」より、みずほ総合研究所作成

図表 18 東京 5 区オフィスビル空室率



(注) 1. みずほ総合研究所による季節調整値。
2. 機械的シミュレーションは、リーマンショック前に空室率が最も低い水準だった 2007 年 11 月以降の上昇テンポと想定して延伸。

(資料) 三鬼商事株式会社「オフィスマーケット情報」より、みずほ総合研究所作成

²⁵ 2020 年 4 月の人口移動をみると、東京圏の転入超過数が急減しており、新型コロナショックの感染防止策による影響が大きいとみられる。岡田(2020b)参照。

²⁶ 例えば、週休二日制の定着には、労働基準法改正後から 5 年程度の時間を要している。宮嶋(2018)参照。

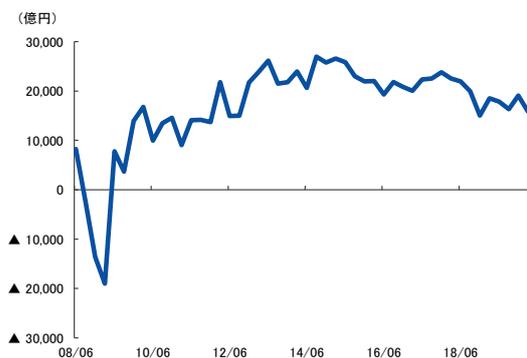
(2) 金融機関からのファイナンスが急激に細る懸念は小さい

今回の新型コロナショックで不動産市場が深刻な調整を避けられるもう一つの要因として、不動産業に対する金融機関からのファイナンスが急激に絞り込まれる可能性が低い点が挙げられる。

以下、順を追って説明していこう。まずリーマンショック時の金融機関の収益を振り返ると、危機勃発後に、金融機関の収益は大きく悪化した(図表 19)。これは景気悪化に伴う信用コストの上昇や、株価など有価証券関係の損益悪化、トレーディング関連収益や手数料ビジネスの減少が要因だ。

金融機関の収益悪化を受けて不動産業向けの貸出態度が厳格化された結果、不動産業向けの貸出残高は収縮した(図表 20、図表 21)。通常、景気後退期の当初は大企業による銀行からの借入需要が強まるため、大企業向け貸出残高は増加する²⁷。しかし、不動産業向けについては、リーマンショックの発生後から貸出態度は厳格化し、貸出残高は前年比マイナスまで落ち込んだ²⁸。この要因は、①不動産業向け貸出は中小企業が多いこと²⁹、②当時の不動産市場は、「ミニバブル」と評されるほど過熱感があったことだ³⁰。不動産業・大企業向けの貸出残高も、2009 年半ばから収縮に向かい、後半には前年比マイナスに転じた。これを受けて、金融機関からの融資やリファイナンスが縮小し、不動産投資向け資金調達が困難となった。

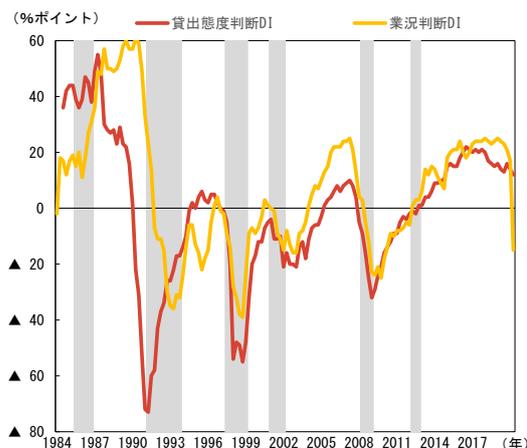
図表 19 金融業の経常利益



(注) みずほ総合研究所による季節調整値。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」より、みずほ総合研究所作成

図表 20 不動産業の業況と貸出態度



(注) 1. グレー部分は景気後退期。

2. 貸出態度判断は、値が大きいほど貸出態度が緩く、小さいほど厳しい。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

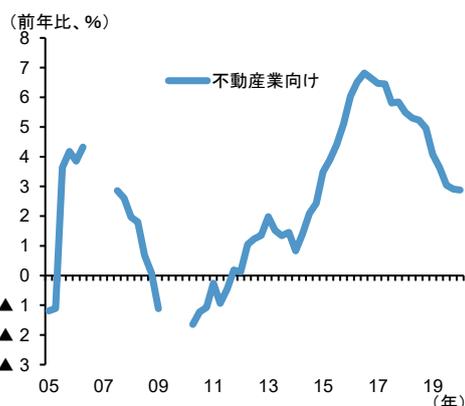
²⁷ 日本銀行「金融システムレポート」(2009年9月)では、過去の景気後退局面における銀行貸出の傾向について分析しており、景気後退局面では大企業向けの貸出は上昇、中小企業向けには減少する傾向があると指摘している。

²⁸ 日本銀行「貸出先別貸出金」の不動産業向け貸出残高の値をみると、2004年第1四半期、2006年第3四半期、2009年第2四半期に段差が生じている。これは、個人向け貸出の事業用、非事業用を分別し直して不動産業に分類した結果、生じたものとみられる。詳細は、日本銀行ホームページ「預金・現金・貸出金、預金者別預金、貸出先別貸出金」の解説を参照されたい。図表 21 では、段差が生じた後の1年間の前年比伸び率が急激に上振れするため、図表からは同期間を削除した。

²⁹ 2008年の不動産業向け貸出における約90%が中小企業向け。

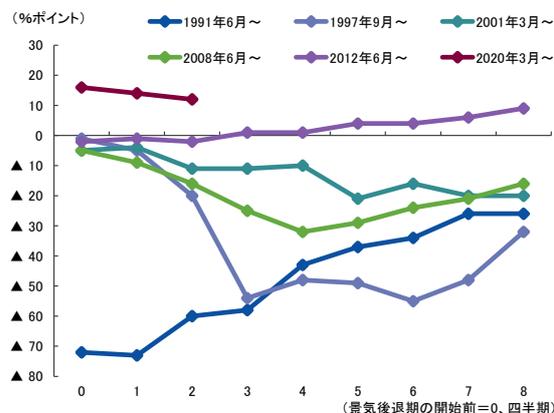
³⁰ 例えば、過熱感の度合いを示す指標として、イールドギャップ(キャップレート-リスクフリーレート)をみると(日本不動産研究所「不動産投資家調査」)、2008年には2005年以降で最も低い水準まで低下した。詳細は、平良・宮嶋(2018)参照。

図表 21 不動産業向け貸出残高



(注) 統計の処理変更により、段差が生じている時期は除いている。
 (資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」より、みずほ総合研究所作成

図表 22 景気後退期と不動産業向け貸出態度



(注) 1. 横軸は、景気後退期の開始四半期が1。
 2. 数値が小さいほど貸出態度が厳しいことを意味する。
 (資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より、みずほ総合研究所作成

加えて、テナントが手元流動性を確保するために賃貸オフィスを解約したため、需給が緩んで賃料が大幅に下落した。これにより、不動産業の収益が圧迫されて不動産取得意欲が低下した。その結果、不動産の流動性(物件の換金のしやすさ)が枯渇して不動産価格の急激な下落を招いた。

つまり、不動産市場の悪化の有無は、不動産業に対する金融機関からのファイナンスに左右される面が大きいということだ。実際、不動産業の景況感を振り返ると、過去に景況感が急激に悪化した局面は金融機関からの貸出態度が厳格化した時期と重なる³¹(図表 20 再掲)。それでは、今回の新型コロナショックを受けて、不動産業向け貸出は急激に収縮するのだろうか。近年の不動産業向け貸出は低金利の追い風を受けており、日本銀行「金融システムレポート」は、トレンド対比で上振れしていると分析している³²。トレンド対比の上振れ幅はバブル期以来の過熱感を示しており、過度に楽観的な成長期待に基づいて増加していた貸出が、新型コロナショックを契機に一転して急速に収縮するとの懸念が高いようにみえる。

しかし、日銀短観における不動産業向け貸出態度は、6月調査においても緩和的なままだ(図表 22)。過去の景気後退期をみると、もともと景気後退前から貸出態度がゼロを割っており、さらに厳格化される場合が多かった。しかし、今回は、貸出態度は過去と比べても突出して緩和的であり、銀行からの資金供給が細まっている様子はいかがえない³³。加えて、借入金利水準についても、リーマンショック前は金利が上昇している局面であったが、現状では金利は低位のまま。今後借入金金の増加により、利払い負担は増していくだろうが、不動産業が対応できる余地はまだ大きいことが示唆される。

³¹ 2020年6月調査の日銀短観では、不動産業向けの貸出判断DIは小幅の悪化にとどまった一方で、不動産業の業況判断DI(全規模)が▲15と3月調査(17)から大幅に下落した。この要因は、第2章、第3章で述べた移動制限による住宅売買の急減が特に影響しているとみられ、次いでホテル、商業施設の賃貸料低下も下押し要因になったと考えられる。

³² 2019年4月号から、不動産業向け貸出の対GDP比率は過熱を示す「赤」と判定されている。

³³ 不動産業向けに限った統計ではないが、日本銀行「預金・貸出動向」をみると、金融機関(都市銀行、信金、地方銀行)からの貸出は5月に前年比+4.8%、6月に同+6.2%に加速した。これはリーマンショック後の2008年12月の同+3.6%を上回る伸びとなっており、現状はリーマンショック時以上に資金供給が加速している。

この要因として、①リーマンショックやバブル崩壊時とは異なり、今回の景気後退は金融市場および不動産市場が震源地となっていない、②日本銀行や政府系金融機関による資金繰り支援策が積極的に打ち出されている、③これに呼応して、民間金融機関も案件の選別化や金利の見直しを図りつつ³⁴、企業の資金繰りの支援を強化している、④リーマンショック前のミニバブル期と異なり、現状の不動産市場は選別化が進み³⁵、相応に実需に応じた貸出が実施されている、といった点が挙げられる。

こうした状況を考えると、金融機関から不動産業への資金供給が細ることを契機に、不動産価格が暴落するというリーマンショックの悪夢の再来は避けられる可能性が高い(図表 23)。

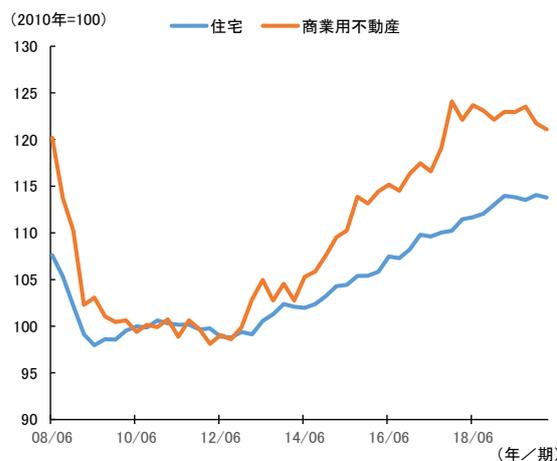
(3) リーマンショック前よりも改善している不動産業の資金繰り耐久力

前節では、金融機関からのファイナンスが滞るリスクは小さいことを述べたが、その裏側には、不動産業自身の資金繰り耐久性が増しており、信用力の向上を背景に資金調達を行いやすいこともある。

法人企業統計年報を用いて、不動産業の手元流動性比率(固定費対比、カ月)および短期負債比率(キャッシュフロー対比、%、逆数)をリーマンショック前の 2007 年度と比較すると、大～零細企業すべての規模で、耐久力が改善している(図表 24)。2018 年度の零細・中小企業の手元流動性比率は 16～34 カ月と、宿泊業や小売業と比べて、かなり大きくなっている。その背景として、①2013 年以降の超金融緩和などを契機に不動産市況が改善したこと、②歴史的な低金利により支払利息が減少していること、③リーマンショックの経験を踏まえて危機対応力を高める慎重な経営スタンスに変化した³⁶ことなどが考えられる。なお、大企業のうち大手上場企業の個別

データを用いて手元流動性比率を比較すると、データ取得が可能な 93 社のうち、73 社でリーマンショック前の 2007 年度よりも 2018 年度の方が改善しており、全般に耐久力が増していることが確認できる(図表 25)。

図表 23 不動産価格指数



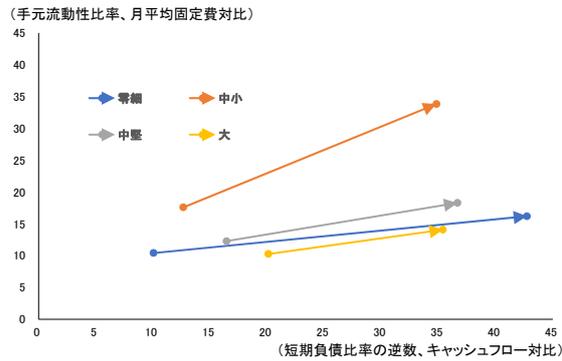
(注) 年間約 30 万件の不動産の取引価格情報をもとに不動産価格を指数化。
(資料) 国土交通省「不動産価格指数」より、みずほ総合研究所作成

³⁴ なお、コロナ禍前から、金融機関は既に不動産業に対する貸出の選別化を始めていたため、新型コロナショックを契機に、貸出態度が一変する可能性が低いという点も挙げられる。実際、不動産業向け貸出残高をみても、2016 年以降の伸び率は減速が目立つ。この要因は、供給過剰の懸念が強まった貸家業向け融資が収縮したためだ。一方で、大企業の貸出残高は 2019 年以降に増勢が強まっている。

³⁵ 例えば、平良・宮嶋(2018)では、国土交通省「公示地価」を用いて、東京都の地価が駅近の地点であるほど上昇している一方、そうでない地点は地価が上昇していないことを示した。一方、リーマンショック前の 2007 年は地点に関わらず地価が上昇していた。また、日本銀行「金融システムレポート」(2019 年 4 月)では、世帯数増加地域ほど、貸出全体に占める不動産業向け、個人による貸家業向けのウエイトが高くなる傾向があることを指摘して、相応に実需を反映した動きであると評価している。

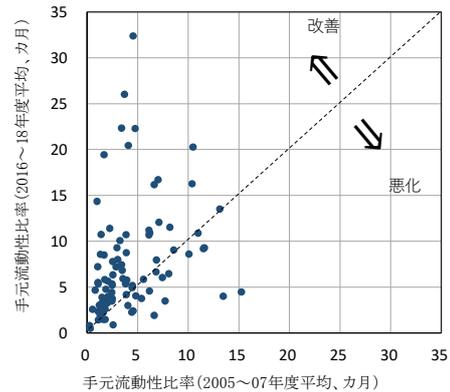
³⁶ 田邊(2016)によれば、過去の金融緩和期には、企業は業容拡大を目指して棚卸資産(販売用不動産)を大きく積み上げる傾向があったが、2013 年以降はそうした動きはほとんど見られず、慎重な投資スタンスを維持していると評価している。

図表 24 不動産業の資金繰り耐性



(注) 1. 始点が 2007 年度、終点が 2018 年度。
 2. 手元流動性＝現金預金＋株式＋公社債＋その他有価証券
 固定費＝人件費＋福利厚生費＋支払利息等＋不動産賃借料＋租税公課
 短期負債＝短期借入金
 キャッシュフロー＝当期純利益－配当金＋減価償却費
 (資料)財務省「法人企業統計」より、みずほ総合研究所作成

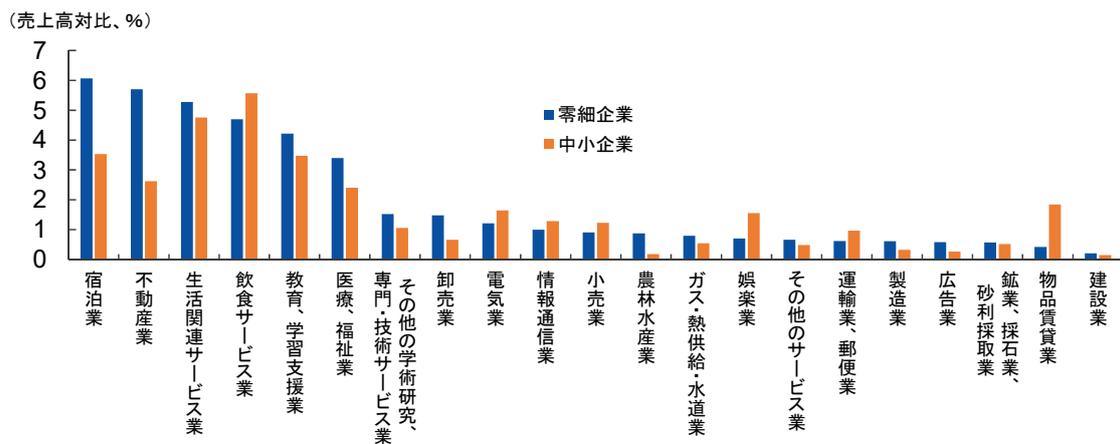
図表 25 上場不動産企業の資金繰り耐性



(注) 1. データの存在する上場企業 93 社を計算。
 2. 単年の振れを除くため、3 年度平均で計算した。
 (資料) 日経 NEEDS Financial Quest より、みずほ総合研究所作成

さらに、今回の新型コロナショックに際しては、リーマンショックの時よりも政府の不動産業向け支援策が早期に示されたこともプラス要因だ。例えば、リーマンショック時には実施されていなかった中小、零細企業向けの家賃(賃料)補助制度や、賃料減免時の損金扱いなどが早期に決定したことは明らかな材料だ。家賃補助制度の予算は約 2 兆円だが、産業連関表や法人企業統計を用いると、主な対象となる中小・零細企業の不動産賃借料は年間約 6.5 兆円と試算される。今回の支援制度は家賃 6 カ月分を支援する制度となってお

図表 26 不動産賃借料 (売上高対比)



(注) 産業連関表を用いて、各業種の物品賃借料と不動産賃借料を分解したうえで計算した。
 (資料)財務省「法人企業統計」、総務省「産業連関表」より、みずほ総合研究所作成

り、予算額は6カ月分の賃貸料の約60%を占める予算規模となる。さらに業種別の不動産賃貸料を試算³⁷した後、売上高対比の比率を確認すると、今回の新型コロナショックで売上高が大きく減少している宿泊業や飲食サービス業、生活関連サービス業(理美容など)が上位となり、補助制度の活用が増えると予想される(前頁図表 26)。この3業種の中小・零細企業の不動産賃貸料を試算すると、年間約1.6兆円(半年で0.8兆円)程度となる。今回の支援策は、速やかな支援が必要不可欠な3業種の賃料負担をある程度カバーしていると言えそうだ³⁸。

7. 終わりに

ここまでみてきたように、今後の不動産市場を展望すると、ホテルや商業施設の部門においては、非常に厳しい状況が続く公算が大きい。しかし、それを契機に不動産業の収益が大きく毀損して不動産賃料や価格が全般的に大きく下落するといった深刻な調整は避けられるとみている。ウィズコロナの状況が続く中でも、感染抑制策の緩和により実体経済が夏場以降に持ち直していくとの前提の下では、不動産市場の本丸であるオフィスビル市場において、賃料が急落に至る可能性は小さいためだ。その背景として、①金融機関から不動産業に対するファイナンスの継続、②不動産業自身の資金繰り耐久性の強化が挙げられる。特に、不動産業にとっては①の金融環境がリーマンショック時と異なることは大きな要因だ。

ただし、本稿の前提が覆り、新型コロナウイルス感染の第二波、第三波が現実化して感染抑止策が再び強化されれば、当然ながら実体経済が再び大きく下振れすることに伴って、不動産市場の調整圧力が大きくなることもありうる。

現段階では結局のところ、不動産市場の先行きも、新型コロナウイルスの如何次第である面は否めない。

補論 新型コロナショックを契機とした構造変化について

本稿では新型コロナショックを通じた実体経済の下振れに伴う不動産市場への影響について、主に考察してきたが、新型コロナショックを契機に起こる構造変化が不動産市場に与える影響についても、関心が高まっている。

コロナ禍の社会的変容が中長期的に定着して不動産の実需に影響を及ぼしうるかどうかにについては、今後ウィズコロナの期間がどの程度長引くかどうかも左右される面が大きく、また短期というよりは中長期にわたる論点であろう。

ここでは考えられる影響について、不動産関係者へのヒアリングで得られた意見を中心に紹介する。

³⁷ 財務省「法人企業統計年報」の動産・不動産賃貸料を、総務省「産業連関表」を用いて分解した。具体的には、各産業の不動産賃貸部門と物品賃貸部門からの中間投入額の比率を用いて按分した。

³⁸ ただし、今後、他業種においても活用が増えていくことで、予算の積み増しが必要となる可能性はある。また、多店舗展開を行っている企業からは改善の要望が出ているので今後の検討課題となろう。

(1) 在宅勤務シフトで都心オフィスビル需要は低下するか

オフィスビル市場においては、在宅勤務シフトが需給を左右する可能性がある。もともと働き方改革や東京五輪対応として、在宅勤務への取り組みは始まっていたが、ウィズコロナ下でサテライトオフィスや在宅での勤務が加速している。従業者の意識変化に加えて、業務の整理や通信環境の構築が進んでいくことで、今後ある程度定着することが予想される。これを受けて、東京 5 区のオフィスビル需要が減少し、需給の緩みを助長するとの見方がある。

在宅勤務がウィズコロナ禍で加速する理由として、オフィスでの密集を避けて感染を予防する必要があることは言うまでもない。加えて、今回のコロナ禍で在宅勤務を経験した労働者が在宅勤務のメリットを認識することで、今後働き手側からの在宅勤務の要望が強まることも考えられる。

企業としては、優秀な人材確保の観点から、こうした要望を無視することはできず、引き続き働き方改革の一環として推進していくことになるだろう。小寺(2020)では、在宅勤務ができる労働者は約 30%との試算が示されたが、オフィスワーカーに絞って割合を試算すると、70%強まで上昇する³⁹。つまり、オフィスワーカーは在宅勤務と相性が良いため、オフィスから自宅、もしくは自宅近辺のサテライトオフィスに働く場所が移りやすい面がある。近年、特に IT 系業種が都心 A クラス物件の需要をけん引してきたが、これらの業種のテレワークとの親和性が高いことを踏まえれば、今後都心オフィス需要のけん引役が不在となる可能性がある。

一方で、在宅勤務シフトは簡単には進まず、都心のオフィスビル需要は根強いとの見方もある。その理由として、在宅勤務のメリットを感じた人がいる一方で、そのデメリットを感じた人もまた少なくないからだ。特に、日本の住宅は米国と比べて狭小なことや、通信環境の未整備、情報セキュリティ上の問題、コミュニケーションの困難といった点から、在宅勤務がスムーズに行えず「在宅疲れ」を感じた人が多いと聞く。企業側から見ても、情報・労務管理の問題から、在宅勤務に慎重姿勢を崩せない⁴⁰。また、日本特有のハンコ・書類文化が根強いこと、日本型雇用においてはジョブディスクリプションがなく人事評価システムが整っていないことも、在宅勤務の伸張を阻害する。サテライトオフィスへの需要が急速に高まったことで供給が不足しているとの指摘もある。

なお、ソーシャルディスタンス確保のためには、従業員間のスペース確保や、会議室や応接室の拡張などが必要であり、一人当たり床面積が底上げされる要因となる。また、衛生や換気設備などの機能がより重視されるようになるため、都心のハイグレードオフィスビルへの需要は根強いとの見方もある。

(2) EC へのシフトで実店舗需要は低下するのか

商業施設に関わる論点として、今後、EC(電子商取引)への購買シフトがますます進むことで実店舗需要

³⁹ オフィスワーカーは、「大分類 A-管理的職業従事者」、「大分類 C-事務従事者」として試算した。なお、「大分類 B-専門的・技術的職業従事者」のうち、オフィスでの仕事が可能とみられる職業(「研究者」など)を加えて試算しても、結果はほとんど変わらなかった。

⁴⁰ 総務省(2020)のアンケート調査によれば、企業がテレワークを導入しない理由(複数回答)として、「テレワークに適した仕事がないから」(回答率:74.7%)に加えて、「情報漏えいが心配だから」(回答率:23.3%)、「業務の進行が難しいから」(回答率:22.3%)等が挙げられている。一方、個人側からみたテレワークを実施しない理由として、「勤務先にテレワーク出来る制度がないため」(回答率:41.1%)、「テレワークに適した仕事ではないため」(回答率:40.3%)に加えて、「テレワークの実施に適切な情報通信システムがないため」(回答率:8.4%)、「テレワーク用の執務環境が整備されていないため(サテライトオフィスの整備含む)」(回答率:8.2%)が挙げられている。

が減少し、SCなどの小売店舗が減少していくとの見方がある。米国でよく言われる Amazon Effect だ。

コロナ禍の前から EC シフトは既に進んでいたが、密集を避け、不要不急の外出を控える動きが続く中では、必然的に消費者の買い物はなるべく EC で済ませるといった方向に向かう。また、EC による買い物の利便性を感じた消費者は、アフターコロナになっても、EC を利用し続けるかもしれない。もともとインバウンド向けの越境 EC による販促を強化してきた大手小売業は、今後も引き続き EC による販促を強化していこう。

一方で、EC へのシフトは簡単ではないとの見方も多い。まず専門 EC や既に EC で一定の実績を持つ企業と比べれば、後発の企業が EC 分野に参入することは困難という理由が挙げられる。特に、EC への参入に向けては、専門コンサルの活用が検討されることが実際には多いようだが、コンサル側の人手不足で対応が遅れているようだ。また、消費者側からみても、すべての買い物を EC で代替することは困難だ。例えば、高級ブランドの服や靴、生鮮食品などが挙げられよう。買い物自体が趣味という消費者にとっては、EC はそもそも代替にならないとの意見がある。特に SC においては、特定の品物の買い物目的の来店客ばかりではなく、子供の娯楽や家族の団欒を目的に来店して、いわゆる衝動買い、ついで買いをする場合も多い。

こうした点を踏まえると、ウイズコロナの状況下では、サービス系テナントの誘致による大規模化(1SC あたりの店舗面積拡大)の流れはいったんストップするものの、実店舗を持つ需要が完全に消失するわけではないとの見方は根強い。むしろ、前述した在宅勤務の広がりにより、郊外型 SC でサテライトオフィスを提供するといった新たなサービスの試みが奏功する可能性もある。SC オーナーの知恵が試される展開となりそうだ。

【参考文献】

岡田豊(2020a)「コロナ禍の観光振興～平日国内宿泊旅行振興が重要」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2020年6月1日)

岡田豊(2020b)「コロナで転入超過数が急減～『リモート化』が人口の地方分散の鍵に」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2020年6月29日)

小寺信也(2020)「在宅勤務はどこまで進むか～在宅勤務可能な労働者は3割程度」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2020年5月22日)

嶋中由理子(2020)「2020年夏季ボーナス予測～リーマンショック後以来の大幅マイナスに」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2020年5月25日)

田邊信之(2016)「金融緩和が不動産市場に及ぼす影響」(一般財団法人土地総合研究所『土地総合研究』第24巻第4号(2016年秋))

平良友祐、宮嶋貴之(2018)「不動産市況はピークアウトするのか～当面は高原状態が続く見込み。その裏で重層的二極化が進展」(みずほ総合研究所『みずほレポート』、2018年7月26日)

平良友祐、宮嶋貴之(2019)「インバウンド需要拡大によって持ち直す地方圏の地価」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2019年1月16日)

宮嶋貴之(2018)「プレミアムフライデー開始一年の振り返りと今後の展望」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』、2018年3月5日)

宮嶋貴之、小野寺莉乃(2019)「2020年のインバウンド客数目標達成に黄信号」(みずほ総合研究所『みずほレポート』、2019年12月10日)

ほインサイト』、2019年7月8日)

宮嶋貴之、服部直樹、谷真吾(2019)「2020年東京五輪開催年のホテル需給の試算～供給増により東京・大阪でもホテルは不足しない公算」(みずほ総合研究所『みずほレポート』、2019年11月29日)

宮嶋貴之、平良友祐(2018a)「ホテル市場の変調の兆しをどうみるか～需要は底堅く過度の懸念は不要も宿泊主体型の競争は激化」(みずほ総合研究所『みずほレポート』、2018年8月29日)

宮嶋貴之、平良友祐(2018b)「タイプ別、市区町村別にみたホテル客室不足の試算～ホテル開発はエリア別、タイプ別に考慮することが肝要」(みずほ総合研究所『みずほレポート』、2018年10月29日)

総務省(2020)「通信利用動向調査」(令和元年調査(令和02.05.29公表))

日本銀行(2009)「金融システムレポート(2009年9月号)」(2009年9月15日)

日本銀行(2019)「金融システムレポート(2019年4月号)」(2019年4月17日)

森トラスト株式会社(2020)「東京23区の大規模オフィスビル供給量調査 '20」(2020年6月18日)

森ビル株式会社(2020)「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2020」(2020年5月25日)

JTB・JTB総合研究所(2020)「新型コロナウイルス感染拡大による、暮らしや心の変化および旅行再開に向けての意識調査(2020)」(2020年5月28日)