

新型コロナウイルスによる市場変化の可能性

主任研究員 藤井 和之

1. 新型コロナウイルスによる市場変化の可能性

新型コロナウイルスのパンデミックが世界中に大きな混乱をもたらしています。

感染拡大対策のため欧米の多くの国で都市封鎖（ロックダウン）が行われており、サプライチェーンが停滞する等の影響が発生し、世界レベルで「企業業績の悪化 → 倒産・リストラによる雇用の悪化 → 収入減による購買力の悪化 → さらなる企業業績の悪化 → さらなるサプライチェーンの機能不全」という悪循環（図1）を引き起こし始めています。経済への悪影響を抑えるために規制を緩和する国も現れていますが、再び感染者が増加に転ずるなどしており、出口戦略の困難さが伺えます。

各国の政府・中央銀行が対策を行っているため、現在のところ金融市場は何とか持ちこたえています。が、対応の長期化を覚悟する必要性が指摘されていることから、国際通貨基金（IMF）¹ や日本銀行² は影響が金融市場に及ぶことを強く懸念しています。

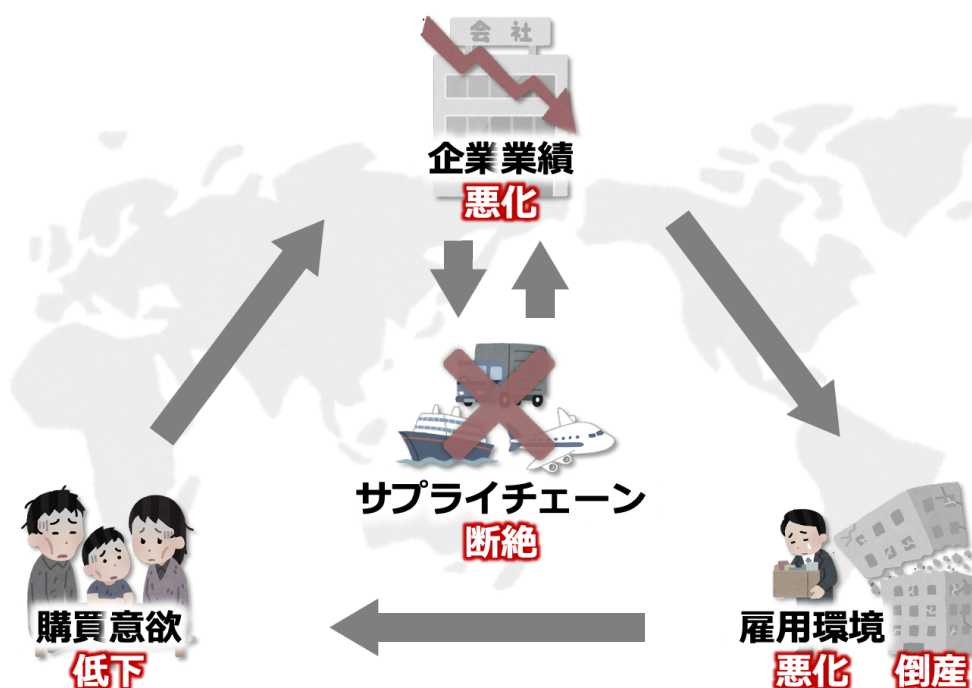


図1 グローバルな不況の連鎖

¹ 「大封鎖」 大恐慌以来最悪の景気後退 国際通貨基金

<https://www.imf.org/ja/News/Articles/2020/04/14/blog-weo-the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression>

² 金融システムレポート(2020年4月号) 日本銀行

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr200421.htm/>

生活様式についても、テレワークやソーシャルディスタンスの遵守など、これまでとは異なったものが求められるようになっていきます。調査会社によってばらつきがありますが、2月以降に企業のテレワーク導入率は増加傾向にあります。また、テレワークを経験した勤務者の多くは、事態が収束後もテレワークを継続したいと希望しているようです。³

興味深いのは世界中で同様の動きが進行していることです。「新しい日常（ニューノーマル）」という言葉も随所で使われるようになっていきます。テレワークがこのまま定着していくかどうかは、収束までにかかる期間や収束後の企業の方針に左右されると考えられますが、仮に定着した場合は大都市部の不動産市場にも影響が及ぶでしょう。

通勤利便性の枷が外れるため、居住地選択の自由度が広がり、郊外や地方圏での居住が復権すると考えられます。通勤が全く無くなることはありませんが、都内のオフィスへの通勤頻度は減少しますので、オフィスに求められる役割も変わっていきます。^{4,5} 自宅近くのターミナル駅周辺のサテライトオフィス需要も増加すると考えられます。このように大都市の中心部への集中は、緩和方向に向かう可能性があります。

ただし、これらの変化は劇的に変わるのではなく時間をかけてゆっくりと進行していきます。年初まで筆者は、東京オリンピック開催がこれらの変化のきっかけになると考えていましたが、新型コロナウイルスの影響で、変化の波はより広範囲かつ強力で押し寄せています。

³ 緊急事態宣言(7都府県)後のテレワークの実態について、全国2.5万人規模の調査結果を発表 パーソル総合研究所
<https://rc.persol-group.co.jp/news/202004170001.html>2020_04_28_4831.html?utm_source=smtrnews&utm_medium=email&utm_campaign=407

⁴ 在宅勤務拡大によって期待・再認識されるオフィスの役割とは 三井住友トラスト基礎研究所
https://www.smtri.jp/report_column/report/2020_04_28_4831.html?utm_source=smtrnews&utm_medium=email&utm_campaign=407

⁵ テレワーク化でオフィス需要が大幅減に 日本総合研究所
<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=36274>

2. リーマンショックが住宅市場に及ぼした影響

さて、ここまで長期的な展望を考察してきました。ここからはより短期的な変化、今後1～2年の間に首都圏の住宅市場に発生する現象について考えていきましょう。

その参考となるのが、リーマンショック後に発生した住宅市場の変化です。

日本において直近で想定されるのは、新型コロナウイルス封じ込め対策に伴う企業の業績悪化です。リーマンショック後と同様に大企業の業績不振は、下請けの中小企業を直撃します。特に体力のない中小企業は、事態が収束するまで持ちこたえられない会社も少なくないと考えられます。

先行きが不安定になると、消費者は大きな買い物を控えるようになります。

不動産流通経営協会の「FRK 既存住宅流通量推計結果 2013.5」によると、既存住宅の流通量は、サブプライムローン問題が発覚した2007年から減少に転じ、リーマンショック発生後の2008年には下落幅を拡大させ、2009年にはピークの2006年に対して約11.5%の下落となりました。住宅着工数は、サブプライムローン問題の影響で2007年に大きく減少し、その後一旦持ち直しましたが、2009年には再び大きく減少しています。国土交通省の「建築着工統計調査」によると、住宅着工数は、ピークの2006年に対して2009年は持ち家が20.6%の減少、貸家が40.8%の減少、分譲マンションが67.9%の減少、分譲戸建てが34.0%の減少であり、特に分譲マンションと貸家の着工数が大きく減少しました。

次に価格の推移について確認してみましょう。

国土交通省の「東京都の不動産価格指数（住宅）の長期時系列の公表について」によると東京都の更地・建物付土地の不動産価格指数（住宅）は、サブプライムローン問題の影響を受けて2007年後半に若干下落し、その後リーマンショック発生後に約30%下落しました。マンション（区分所有）の不動産価格指数（住宅）については、2008年4月以降の指数しか公開されていませんが、2008年4月～2009年10月はおおよそ更地・建物付土地と同様の動きをしています。

賃料の推移についても確認しましょう。

タスが分析をした首都圏の賃貸住宅賃料指数（図3）によると、東京23区についてはリーマンショック直後の2008年第4四半期から下落傾向となりましたが、それ以外の地域は2009年の第3四半期以降に下落に転じました。下落幅は東京23区が約4.5%、神奈川県と千葉県が約2.5%、東京市部と埼玉県が約1.5%でした。

一般に賃貸住宅のテナント契約期間は2年で、契約期間中は賃料の変動はありませんので、価格推移に対して賃料の推移は遅延します。リーマンショック時の住宅市場の構造的な変化を図2に示します。不況により雇用環境が悪化し、将来の収入の不透明感が高まったことから住宅や土地の購買意欲が低下し、これが流通市場で住宅価格を押し下げました。同時に賃貸市場においても賃料の負担能力の低下か

ら募集賃料を押し下げました。そして、流通市場における販売数減少と賃貸市場における経営不安が分譲マンションや賃貸住宅の着工数を押し下げました。一方で、首都圏など大都市圏では世帯の流入が継続していました。購買意欲低下により、賃貸住宅から持ち家へと移行する世帯数が減少したことで、賃貸住宅居住世帯数が増加したため賃貸住宅の空室率は改善しました。

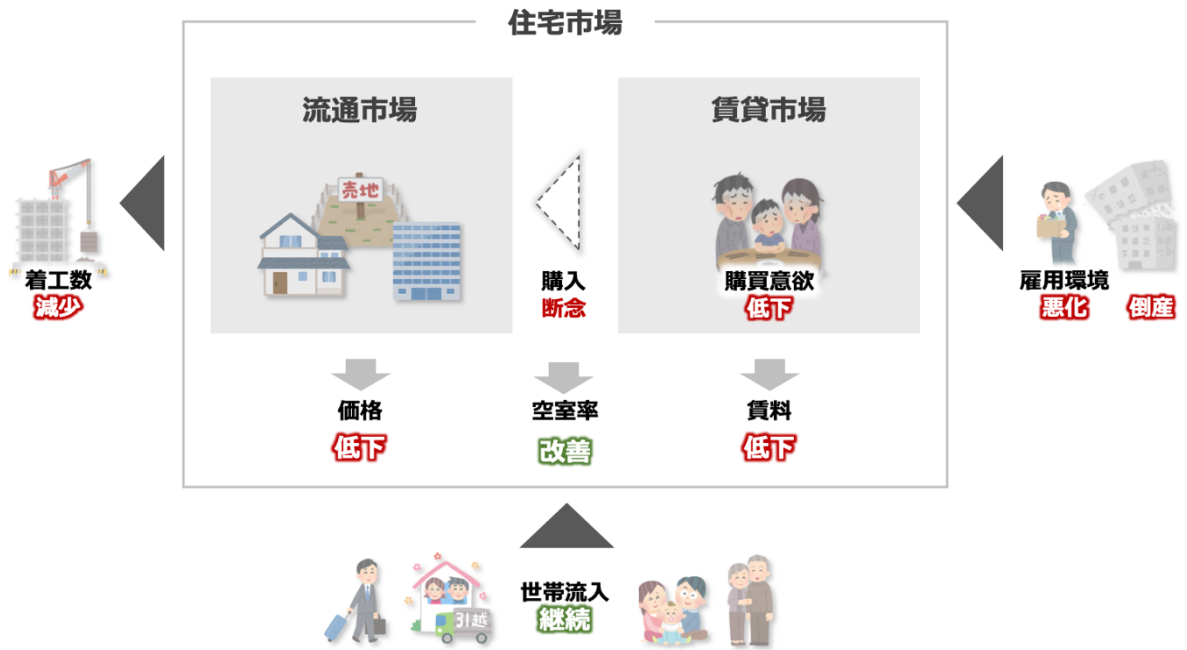


図2 リーマンショック時の住宅市場の構造的な変化

3. 新型コロナウイルスショックが住宅市場に及ぼす影響

内閣府が毎月発表している「景気ウォッチャー調査」⁶、「消費動向調査」⁷によると、2020年2月以降、マインドはすでに大きく冷え込んでいることがわかります。また、5月18日に発表された2020年1～3月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比▲0.9%（年率同▲3.4%）と大幅なマイナス成長となりました。マインドだけでなく実体経済にも影響が及んでいることが確認できます。

ただし、1～3月期には新型コロナウイルスの影響は1ヶ月分程度しか反映されていません。このため、新型コロナウイルスの影響が全面的に反映される4～6月期の実質GDP成長率がさらに悪化⁸することが確実です。内閣府の「景気動向指数」によると3月以降に一致指数、先行指数とも大きく下落⁹しています。世界中で実体経済が停滞していることから、景気回復には時間を要するという見方が大勢を占めて¹⁰います。

感染爆発の第2波、第3波が発生したり、各国の中央銀行が金融市場を支えきれなくなるなど景気をさらに悪化・長期化させるリスク要因もあります。これらのリスクは新型コロナウイルスのワクチンが開発されて接種が行き渡るか、多くの人々が罹患し免疫を得る（集団免疫）まで消えることがありません。

リーマンショック時と比較して、今回は

- ・人口減少が始まっていること
- ・少子高齢化が進行していること
- ・新築マンションの供給数が減少し既存マンション市場が拡大していること
- ・新築マンション供給に対する大手デベロッパーの比率が高いこと
- ・職住近接が進行していること

など、社会環境が異なっている点が多くあります。また、今回は感染拡大対策を目的として経済活動が制限されているため、政府の対策もリーマンショック時とは大きく異なります。

最初に述べた通り、長期的には人口移動の潮流変化に伴う影響も考慮する必要があります。しかしながら、短期的にはリーマンショック時と同様の構造的変化が生じる可能性が高いと考えられます。

以下、構造的変化と社会環境の差異を考慮して、当面の住宅市場の変化について考察します。

⁶ 景気ウォッチャー調査 内閣府

https://www5.cao.go.jp/keizai3/watcher/watcher_menu.html

⁷ 消費動向調査 内閣府

<https://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/shouhi/shouhi.html>

⁸ 2020年1-3月期四半期別GDP速報(1次速報値) 第一生命経済研究所

<http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/pdf/macro/2020/shin200518.pdf>

⁹ 景気動向指数 内閣府

<https://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/di/di.html>

¹⁰ 日本のGDP回復、早くも2021年後半 エコノミスト予測 日本経済新聞

https://www.nikkei.com/article/DGXMZ059259920Y0A510C2EA2000/?n_cid=NMMAIL007_20200519_A

3-①. 流通市場の変化

リーマンショック時と同様に進むと考えられるのは、新築・既存に関わらず住宅流通量の減少です。前述したように経済（雇用）の先行きが不透明な中で、数千万円の住宅ローンを組むことに不安を抱く人が増加することが理由です。

需要の低下は、需要と供給で決定される既存住宅の価格を押し下げます。東日本不動産流通機構の月例マーケットウォッチ¹¹によると、首都圏の中古マンション成約数は前年同月比で、3月は▲11.5%、4月に至っては▲52.6%と大幅に減少しました。4月は緊急事態宣言下であったことも影響していると考えられますが、住宅購入マインドが下がっていることは間違いありません。4月時点の首都圏中古マンションの対前月在庫契約率は、前月比▲4.15ポイント、前年同月比▲3.67ポイントの3.53%まで下落しています。

これに伴い、4月時点の首都圏中古マンションの成約 m²単価も、全ての地域で下落しています。首都圏中古マンションの成約価格はアベノミクス以降上昇傾向¹² にありました。このため経済悪化が長期化すると価格の下落幅は、リーマンショック時よりも大きくなる可能性があります。

また、既に住宅を購入してローンの支払いを行っている方々にも経済悪化の影響が及んでいます。住宅金融支援機構への支払いに関する相談件数は、2月の20件から4月は1,200件と短期間で60倍に膨らんで¹³ います。今後ローン破綻が増加すれば、消費者心理はますます冷え込むことになるでしょう。

初月契約率が70%を超えるかが新築マンションの好不調の目安といわれます。首都圏の新築マンションは、ここ数年の価格の高騰から初月契約率が70%を割り込むことが多くなっています。これに対して供給調整が行われていたことから、供給数は減少傾向にありました。

不動産経済研究所の「首都圏マンション市場動向」¹⁴によると、新築マンション発売数は、前年同月比で3月が▲35.8%、4月が▲51.7%と大きく減少しています。新築マンションの供給については、体力のある大手デベロッパーの比率が高いことから、引き続き供給調整やオプション付加等の価格下落を食い止める努力が行われることが考えられます。ただし成約率の悪化が継続するといずれ価格の下落が始まるでしょう。

¹¹ 月例マーケットウォッチ 東日本不動産流通機構
<http://www.reins.or.jp/library/2020.html>

¹² 不動産価格指数 国土交通省
https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk5_000085.html

¹³ 「住宅ローンが払えない」相談が急増 新型コロナ影響で NHK ニュース
<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20200429/k10012409961000.html>

¹⁴ 首都圏マンション市場動向 不動産経済研究所
<https://www.fudousankeizai.co.jp/mansion>

新築マンションについては HARUMI FLAG の影響も無視できません。東京オリンピックは1年の延期が決定しましたが、事態の収束が長引くと、更なる開催延期の可能性が出てきます。住宅購入意欲が減退していることに加え、引き渡し時期が数年後、しかも再延期の可能性もありますので、今後販売が厳しくなることは間違いありません。

住宅の需要が減少することにより供給、すなわち住宅着工数も減少を始めます。ただし、既に建設を開始している物件も多く存在することから、供給量の減少は着工から6ヶ月～1年程度遅延します。そして、その間は供給過剰状態が継続しますので、これも価格の押し下げ要因となります。

新築・既存を問わず住宅販売数が増加に転じるためには、経済（雇用）の安定と価格の値頃感が重要となります。グローバルで新型コロナウイルス問題が収束し、経済が安定するまでの数年間は、住宅流通市場の低迷は継続すると考えられます。

3-②. 賃貸住宅市場

タスが発行する賃貸住宅市場レポート 2019 年 11 月号で需給ギャップ分析¹⁵ による 2020 年の賃貸住宅空室率 TVI の推移予測を行いました。

そこでは、2018 年に発覚したスルガ銀行問題以降に金融機関の貸出態度が硬化した影響で首都圏の貸家着工数（供給）が減少傾向にあることに対し、賃貸住宅に居住する世帯数（需要）が増加傾向にあることから、2020 年中旬以降の首都圏賃貸住宅の空室率 TVI は、東京 23 区と埼玉県、千葉県が改善、東京市部と神奈川県が横ばいで推移するという予測を行いました。

総務省の「住民基本台帳人口移動報告 2020 年（令和 2 年）3 月結果」によると首都圏への人口流入は、新型コロナウイルス問題の影響を受けていないことがわかります。

一方で、国土交通省の「建築着工統計調査」によると 3 月の貸家着工数は、前年同月比▲3.5%と引き続き減少傾向にあります。新型コロナウイルス問題の影響で経済悪化が長期化すると貸家着工数が更に減少する可能性が高いと考えられます。

これに伴い、首都圏の賃貸住宅の空室率 TVI の改善基調も強まると考えられます。

日本の賃貸住宅賃料については空室率との相関が海外ほどは強くありません。これは、日本の住宅情報提供会社や管理会社等が所有する賃貸住宅のデータには、経営難等でデッドストックとなってしまった（つまり顧客ではない）物件のデータが含まれていないことが要因と考えられます。このため、住宅情報提供会社等に蓄積されるデータから分析した賃料指数が景気動向に連動して動く¹⁶ のに対し、デッドストックデータを含んだデータから分析された消費者物価指数の民営家賃は下落傾向で推移するという差異が生じて¹⁷ います。

さて、「景気」とひとくくりで扱われることが多いですが「景気」は様々な要素の合成により形成されており、また要素ごとの動向や推移も異なっています。

そこで、賃貸住宅の賃料推移に影響を与えていると考えられる政府の統計情報を用いて、首都圏の今後の賃料動向について予測を行いました。（図 3） 分析の結果から、首都圏の賃貸住宅賃料は当面上昇基調を維持すると考えられます。

¹⁵ 賃貸住宅市場レポート 首都圏版・関西圏・中京圏・福岡圏版 2019 年 11 月

<https://corporate.tas-japan.com/community/report/2019/11/29/7243>

¹⁶ 空室率と経済動向指数の効果:東京 23 区の賃貸マンションの賃料調整要因

Effects of Vacancy Rate and Economic Trends Index: Rent Adjustment Factors for Rental Apartments in Tokyo's 23 Wards

<https://corporate.tas-japan.com/news/study/2013/01/01/3755/>

¹⁷ 下がり続ける消費者物価指数の民営家賃

<https://corporate.tas-japan.com/download/dl04>

賃貸住宅等の収益物件の価格は、収益評価で算出されます。

日本で多く用いられている直接還元法では、「**収益価格 = 物件の収益 ÷ 収益還元利回り**」という式で算出します。ここで収益還元利回り（CAPレート）は、「**収益還元利回り = リスクフリーレート + リスクプレミアム**」つまり、リスクがほとんどない商品から得られる利回り（一般的には10年物国債の利回り）と不動産等のリスクに応じて上乘せされる利回りの和で算出¹⁸ されます。

リスクの大きさは、将来の結果に対する不確実性（ボラティリティ）に依存します。

したがって、経済が安定しているときにはリスクプレミアムが小さくなりますが、現在のように経済の先行きが不透明な状況ではリスクプレミアムが大きくなります。実際にリーマンショック時には賃貸住宅のリスクプレミアムが拡大した結果、収益物件の価格は下落しました。

CBREの「CAP RATE SURVEY 第67回調査結果 2020年3月」¹⁹によると、緊急事態宣言前の段階で、東京主要5区のワンルーム賃貸マンションの期待利回りが若干拡大しており、投資家が新型コロナウイルスの影響を折り込み始めている可能性が読み取れます。今後経済悪化が長期化すれば、リスクプレミアムが拡大し価格が下落する可能性が高いと考えられます。

以上、流通市場と賃貸住宅市場に関する短期的な展望について解説しました。

なお、賃貸住宅市場については、国や自治体による家賃補助の動きもあります。この点はリーマンショック時と大きく異なりますので、その影響について引き続き注視する必要があります。

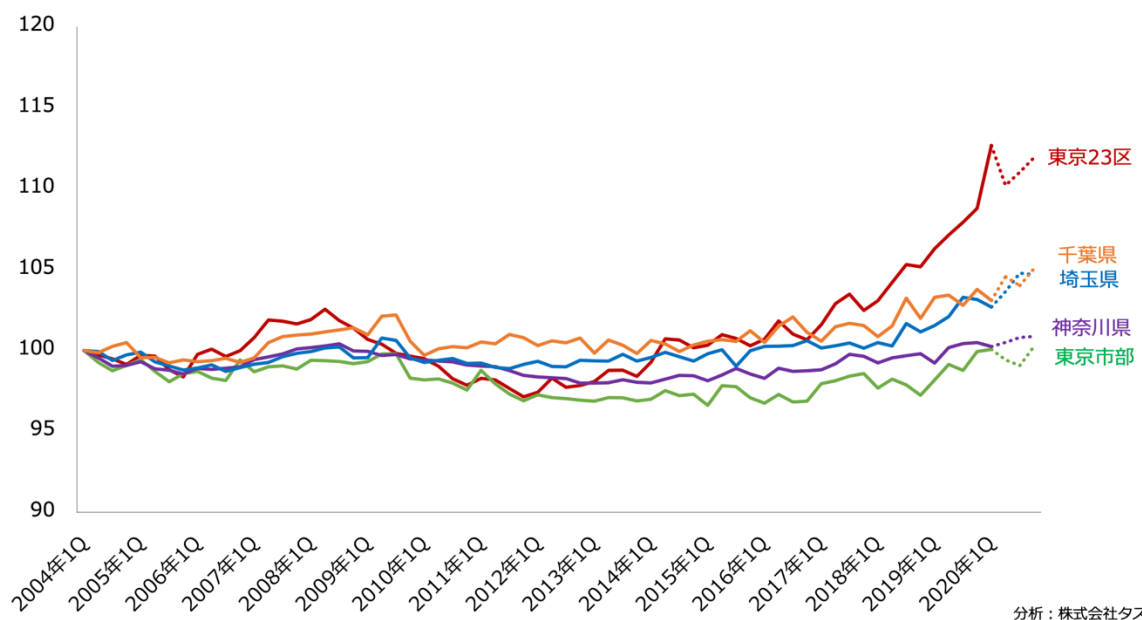


図3 首都圏の賃料推移予測 (2004年1Q=100、点線：予測値)

分析：株式会社タス

¹⁸ 収益評価の基本のキ (第2回)「不動産の利回り」ちゃんと理解していますか? ~リスクの考え方で変わる利回り~

https://corporate.tas-japan.com/community/column/column/testcate_a/2019/08/07/6184

¹⁹ CAP RATE SURVEY 第67回調査結果 2020年3月 CBRE

http://cbre.vo.llnwd.net/grgservices/secure/Japan%20Cap%20Rate%20Survey_March_2020_JP.pdf?e=1589965798&h=98e1391c9d1a0879e27d815e34a19e87



本資料の無断転載・転用等をご遠慮ください。

お問い合わせ

株式会社タス

TEL : 03-6222-1023

Mail : tas-marketing@tas-japan.com

Web: <https://corporate.tas-japan.com/contact/>