

第2回 都市再生有識者懇談会
「新型コロナウイルス感染症による不動産市場と都市への影響」
ニッセイ基礎研究所 佐久間氏による説明内容

[1]

- ・2007年以降の世界金融危機と今回の新型コロナ危機を比較すると前者が「カネの流動性危機」であったのに対し、後者はIMFが「大封鎖」と称したように「ヒトの流動性危機」であることで、これが所得階級や産業ごとに異なる非対称な影響をもたらしている。
- ・また、今回の危機では非常に速いスピードで財政的・金融的対応が取られ金融市場の目詰まりは防がれたものの、コロナバブルとも言える状況になり、経済と金融市場のリンクが弱まっているように見える。

[2]

- ・本題に入る前に、説明中に出てくるオルタナティブデータについて紹介する。これは近年取得・活用が可能になったデータのこと、3Vというデータの性質を元に整理した概念であるビッグデータと違って、オルタナティブデータは従来のトラディショナルデータと対比して使う概念である。
- ・通信会社が使う位置情報がその1つで、コロナ禍でも注目を集めているが、不動産の観点では様々な活用方法があり、コロナ終息後にも活用が求められる。

[4]

- ・新型コロナウイルスが拡大してから1年経ち不透明な状況が続く中、不動産業界でも分かってきたことと分からないことがはっきりしてきた。
- ・相対価値が分かってきて、セクターごとに見ると、新型コロナウイルスの影響を受けているのはホテル、商業施設、オフィス、賃貸住宅、物流施設の順になっている。一方で、それぞれがどれくらいの影響を受けるかという絶対価値はまだ分からない。
- ・キャップレートがそこまで上がらないだろうということはコンセンサスになりつつあるものの、賃料（NOI）の見通しは依然不透明である。
- ・不動産市場が全体としてピークを打つだろうということは分かっていたが、ボトムまでの期間や幅は分からない。
- ・それらの分かったことと分からないことを隔てている短期的な不確実性は、新型コロナウイルスの感染動向がどうなるか、ワクチンや治療薬の普及やその効果、政策や人の行動がどうなるかということである。長期的な観点では、これまで続けてきた長期トレンドがどうなるのか、あるいは盛んに議論されているニューノーマルがどのような形で落ち着くのか、ということが挙げられる。

[5]

- ・不動産セクターごとに新型コロナウイルスの影響の大きい順に見ていく。まずはホテルで、図は2020年の日本の延べ宿泊者数の推移を日本人と外国人に分けて示している。緊急事態宣言が明けた5月を底に日本人を中心に回復傾向にあるが、依然として前年比マイナス30%前後と厳しい状況である。

[6]

- ・オルタナティブデータを活用してより細かく見ていく。左側の図では、属性ごとの宿泊者数の推移と先行性を有する検索トレンドを示した。Goto トラベルが始まった7月後半以降を見ると、夫婦・カップルや一人といった少人数のセグメントが回復を主導し、9月の連休に入ると、家族など全体に波及したことが分かるが、検索トレンドは第3波が拡大した11月以降下落傾向にあり、再び厳しい状況にある。
- ・右側の図は、北海道の宿泊者数を道外からと道内からに分けて示しており、近距離の旅行から回復してきたことが分かる。このようなデータから、今回の緊急事態宣言が解除された後も、少人数・近距離の旅行のセグメントが注目される。
- ・これらのデータは内閣府のV-RESASから取得したもので、ユーザーインターフェースも良く素晴らしいデータセットなので、今後も継続していただきたい。

[7]

- ・商業施設の影響は大きく3つに分かれる。第一に、生活必需品を扱うスーパーやドラッグストアは、売上が底堅く推移している。第二が、巣ごもり消費の家電量販店やホームセンターで、在宅勤務などによる特需をうけて堅調に推移した。最後に、百貨店のような裁量型消費・コト消費で、大きな影響を受けた。映画館は10月に急回復しているが、これは「鬼滅」効果である。これまでeコマースの拡大や消費構造の変化に対応するためコト消費への依存を強めていた商業施設も多い中、大きな打撃を受けている。

[8]

- ・NTTドコモの位置情報データをもとに、主要都市の都心商業エリアの人出の変化を見てみると、年末年始は概ね35~45%程度減少し、その後一度戻しているものの、緊急事態宣言の再発令もあって再び減少傾向になりつつある。昨年の緊急事態宣言と比べるとまだ人出はあるものの、2月7日までにどれくらい減るのか、感染予防の観点からも、商業施設のパフォーマンスの観点からも今後注目される。

[9]

- ・これまで堅調だったオフィスについては、多くの指標が調整局面入りを示している。賃料は下落する見通しになってきたものの、これまでの調整局面と比較すると下落が限られるという見通しが優勢である。
- ・これは、従来の調整局面では需要ショックに加えて供給ショックがあったが、今回は需要ショックのみであるということに起因している。2002年から2004年にかけての調整局面では、ITバブルの崩壊や9.11による需要ショックに加えて、東京での大量供給があった。2009年からの調整局面では、リーマンショックに加えて全国の主要都市で供給が相次いだ。一方で今回は2018年から2020年にかけて東京で大量供給があったが、それらを概ね吸収したタイミングでコロナ危機が来た。

[11]

- ・循環的な調整局面を迎えたことに加え、テレワークの拡大によって構造変化が起きるかどうかオフィス市場で注目されている。

- ・今後モニタリングすべき指標としてオフィス出勤率が重要だと考えているが、現状、同指標を測るデータが存在せず、他のデータから推計できないかを試行錯誤している段階である。

[12]

- ・主要国別と都道府県別にオフィス出勤率と感染リスクを見ると相関があるという分析結果もある。

[13]

- ・賃貸住宅では、都市への人口流入が賃貸住宅市場の堅調な成長ドライバーになっていたが、それが陰りを見せている。そもそもディフェンシブなセクターでありインカムが大幅に減少する懸念は無いが、コロナ危機当初に見られた賃貸住宅セクターに対する楽観的な雰囲気は、東京都からの転出超過が継続していることを踏まえて、無くなっている。

[14]

- ・物流施設は、E コマースの拡大によって、唯一成長ストーリーが描けるセクターである。供給の多い状況が続いているが、E コマースの需要を受けて空室率も低水準で推移し、賃料も緩やかに上昇基調となっている。

[16]

- ・JLL の調査によると、2020 年 1～9 月の都市別の投資額は東京が首位であった。
- ・ネット取得額が最も大きいのは海外投資家で、ソブリンウェルスファンドや年金基金、生命保険などが長期資金をコア不動産に投じている傾向が伺える。
- ・安定的なインカムを提供できる物流施設と賃貸住宅が選好され、コロナ危機の影響を受けた商業施設やホテルの取引は低迷している。長期的な構造変化に不透明感があるオフィスも取引が減少している。

[17]

- ・コロナ禍が都市・不動産にもたらす帰結として、関連して議論されているニューノーマルは大きく 2 つある。1 つは広義のソーシャルディスタンスの定着による郊外化・地方化、もう 1 つがデジタル化である。
- ・ニューノーマルを議論するときこれまでの長期トレンドとの関係が重要である。コロナ禍におけるデジタル化の進展はこれまでの長期トレンドを加速させたに過ぎないが、郊外化・地方化についてはこれまでの都市化トレンドに反する。9.11 の後には高層のタワーオフィスへの懐疑的な見方が広がり、3.11 の後には湾岸地域やタワーマンションへの懐疑的な見解が広がった。それらは杞憂に終わり、都市化のトレンドが続いている。長期トレンドに反するニューノーマルが顕在化する可能性は低いと思っているが、トレンドに沿ったものは顕在化する可能性が高いのではないかと。

[18]

- ・これまで不動産市場における最も重要なデジタル化の影響は Amazon Effect であった。E コマースの拡大で、英国や米国では多くの小売業の廃業や商業施設の閉鎖を招き、世界的に物流施設を選好し、商業施設の忌避する投資家の動きが鮮明になった。コロナ禍によって Amazon Effect がコト消費に及

ぶのではないかというのが商業施設セクターにおいて重要な点である。

- ・一方で、それ以上に重要で注目されるのが、テレワークの拡大で **Microsoft Effect** と呼べるような影響がオフィス市場に出るのかどうかという点である。

[19]

- ・それが商業施設における **Amazon Effect** ほど過酷なものになるかどうかは議論が必要だが、重要な論点としては、テレワークの拡大によってオフィスが「仕事のポータル」としての役割を失うのではないかとということである。
- ・これまでオフィスワーカーにとって仕事をするにはオフィスに行くことを示し、そこでほぼすべての業務が成し遂げられていた。一方、テレワークによってオフィスが場所の選択肢の1つに過ぎなくなった。これが賃料の低下をもたらすのか、住宅との賃料格差の縮小に寄与するのか、リスクプレミアムの拡大をもたらすのかはまだわからないが、何らかの質的な影響が想定される。

[20]

- ・また、東京圏内でのオフィスか在宅勤務かという議論に加えて、テレワークを活用することで、海外や地方都市から東京のオフィスへサイバー空間を通じて出勤する、ジュネーブ国際高等問題研究所のリチャード・ボールドウィン教授が **Telemigration** と表したものに加え、オフィスの地方都市や新興国への移転といった可能性がある。
- ・テレワークによってワーカーがオフィスからアンバンドルされることによって、多様な組織や業務プロセスが可能になるので、このようなアウトソースが今後進むと期待している。
- ・なお、デジタル化が進めば、サイバー空間へ業務をアウトソースすることが可能になる。つまり、業務を AI 等の技術で自動化するオートマイゼーションやロボタイゼーションといったものがオフィスワークにおいても進むことが想定される。

[21]

- ・今回のテレワークの壮大な社会実験で分かったのは、第一に意外とテレワークでもいけるということである。また、移動時間を節約できるなどのメリットもある。
- ・一方で、現在の技術水準における限界も見えてきた。在宅勤務のデメリット・課題として、社内コミュニケーション、会社文化の醸成やビジョン、教育がある。出来上がった守りの業務を行うのは問題ないが、イノベーションを生み出す攻めの業務については、これから特に検証が求められる。

[22]

- ・このような課題があるのは、現在の遠隔コミュニケーション技術が完璧ではないからで、基本的には空間を共有していないがために生じているものになる。
- ・これまでの技術進歩によって、文字情報や視覚情報の共有が可能になったが、それ以外の重要な情報が空間を介して交換されていた可能性がある。将来的には VR や AR 技術が進展し空間を共有することも可能になると思うが、社会全体で実装するにはまだまだ時間がかかる。

[23]

- ・そのため、オフィスが不要という極端な意見はあまり聞かれなくなり、多くの企業がオフィスと在宅

のハイブリッドで最適解を求めている。オフィススペースのあり方については、再考を迫られている。

- ・そもそもオフィスは産業革命以降に確立されたもので、当初は事務拠点、コストセッターとしての位置づけで、生産性を高めることが重要だった。現在も生産性は重要だが、産業のサービス化もあり、オフィスワーカーが製品やサービスを生み出すようになり、オフィスが生産拠点に変わった。そのため、コストから投資に位置付けが変わり、生産性に加えて創造性やイノベーションが重要になった。
- ・コロナによって見直された価値は「空間を共有すること」で、オフィスで遮二無二業務をするだけでなく、同僚と一緒に時間を過ごすということが重要。そうした意味で、現在求められているのはオフィスにおけるコスト消費のようなものなのではないか。米 Google が豪勢なカフェテリアを設けたり、ベンチャー企業がピンポン台を設けたりするなど、オフィスの社員の交流を促進するために消費的要素を取り入れた流れがこれまでも続いていて、それがコロナによって加速するのではないか。

[25]

- ・これまで進んできた製造業のアウトソースがオフィスワークにも波及するのではないかというのが、今後の長期的な論点になるだろう。

[26]

- ・最後に、未来科学者のロイ・アマラの言葉を紹介する。今回のオフィス不要論はテレワークに対する過大な評価だったと思う一方、デジタル化は過小評価するべきではないと考えている。不動産や都市でも取り込んでいきたい。そのためにも産官学での推進が重要で、本日このような機会をいただけて大変感謝している。

以 上