

査 読

新型コロナウイルスの国内の経済・不動産市場への影響

荻 島 駿

要 旨

本稿では、新型コロナ以降の不動産市場に着目し、直近までのデータを用いて、新型コロナの影響を分析を行った。まず新型コロナが雇用環境や家計に与えた影響を概観した後、不動産市場のデータを用いて、不動産価格の足下における過熱化とその要因、及び地域ごとの地価の差に着目して分析を行った。

分析の結果として、以下の2点が得られた。①不動産価格は、新型コロナ以降も名目GDPを大きく上回る水準で推移しており、コロナ危機以前からの金融緩和に伴う金融機関の貸出態度軟化が大きな要因となっている。②不動産市場の内部では、新型コロナの影響は地域ごとに差がみられ、在宅勤務可能な職種の多い東京圏・大阪圏等の地域ほど、コロナ前からの地価上昇率の鈍化が顕著になっている。

1. はじめに

2020年3月以降の新型コロナウイルス感染症の世界的流行により、日本経済は大きな打撃を受けた。2020年秋以降は、経済活動は緩やかに持ち直しているものの、足下の2021年10時点でも先行きへの懸念は完全に払しょくできない状況である。

今回のショック（危機）の特徴として、宮川他（2021）では、実体経済へのショックは2007年からの世界金融危機時に次ぐ規模の大きなショックであった一方で、輸出の回復等もあって回復のペース自体は世界金融危機時よりも早いとしている。他方で、飲食業や宿泊業等の特定の産業への負荷が大きい点も今回の危機の特徴である。こうした産業間・雇用者間等でのショックの大きさ・回復のペースの異質性は、時間とともに解消していく可能性もある一方で、構造変化として永久的に継続する可能性もあり、現時点では判断が非常に難しい。

他方、金融市場への影響については、世界金融危機と比較しても限定的だったことが、例えばInvestment Company Institute（2020）等のレポートで指摘されている。新型コロナの影響が実体経済中心だったことに加え、各国ともに大規模な金融支援策を行ってきたことも要因と考えられる。

このような実体経済と金融市場における新型コロナの影響の温度差は、長期化すれば金融市場の過熱化をもたらす可能性がある。加えて、実体経済における新型コロナの影響の二極化は、金融市場の内部でも、過熱するアセットとそうでないものの二極化をもたらす可能性も考えられる。

本稿では、こうした観点から、特に新型コロナ以降の不動産市場に着目し、直近までのデータを用いて、新型コロナの影響を分析していく。以下では、まず第2節において、新型コロナが雇用環境や家計

に与えた影響を概観していく。その後、第3節において、不動産市場のデータを用いて、不動産価格の足下における過熱化とその要因、及び地域ごとの地価の差に着目して分析を行う。最後に第4節で結果のまとめを述べている。

2. 新型コロナによる経済への影響

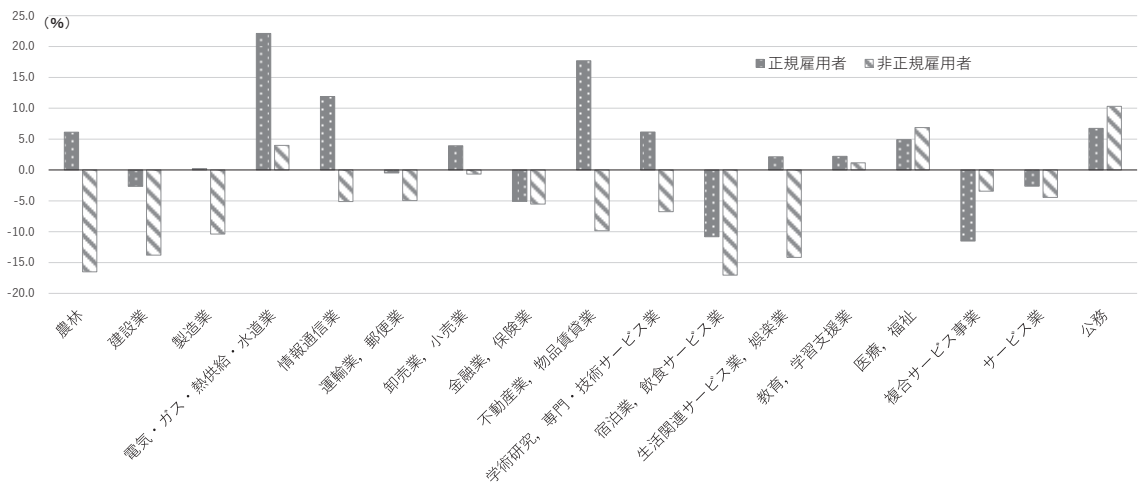
2.1 産業間での雇用への影響の異質性

新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化した2020年4月以降、業績悪化等に伴って失業が増加している。坂本(2021)では、今回の新型コロナによるショックの特徴として、雇用の減少がパート・アルバイトに集中していることを指摘している。こうした背景には、新型コロナの影響が飲食・宿泊等のパート・アルバイトに集中していることに加え、女性や高齢者等の労働市場からの退出も影響していると考えられる。

実際に足下(2021年2~4月)の雇用者数の、コロナ前(2019年平均)からの増減率を産業別にみると(図表1)、正規雇用は、電気・ガスや不動産、情報通信等、一部大きく増加している産業もある反面で、非正規雇用者はほとんどの産業で減少している。新型コロナの影響は、足下時点でも、正規・非正規あるいは産業毎にかなり異なった影響を及ぼしていることがわかる。

図表1 雇用者数のコロナ前からの増減

(2021年2~4月平均の、2019年平均に対する増減率)

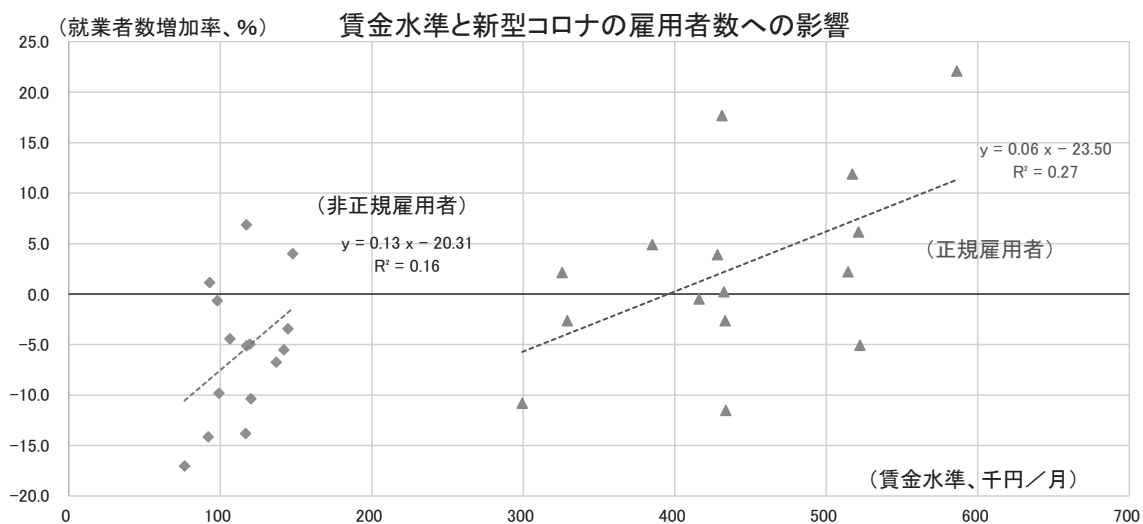


(出所) 総務省「労働力調査」

雇用への影響の産業毎・雇用形態毎の違いをより分かりやすくみるために、元々の賃金水準の高さと新型コロナウイルス感染症による雇用の増減との関係のみてみよう(図表2)。これを見ると、正規雇用者・非正規雇用者ともに、元々賃金水準の低い業種において、雇用の減少はより大きくなっていることがわかる。

元々所得水準の高い労働者は、そもそも新型コロナの影響が少ない業種であることに加えて、在宅勤務(テレワーク)等の恩恵もより享受できている可能性がある。荻島・権(2021)等の研究におい

図表2 賃金水準と新型コロナの雇用者数への影響との関係



(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

(注) 賃金水準は2019年平均の水準。また、正規雇用者の賃金は毎月勤労統計調査における「一般労働者」のものを、非正規雇用者の賃金は「パート労働者」のものを利用している。

では、元々賃金水準の高いオフィスワーカー職種の方が、テレワークの実行可能性・持続可能性が高いことを予想している。こうした要因も、労働市場におけるコロナの影響の異質性に繋がっていると考えられる。

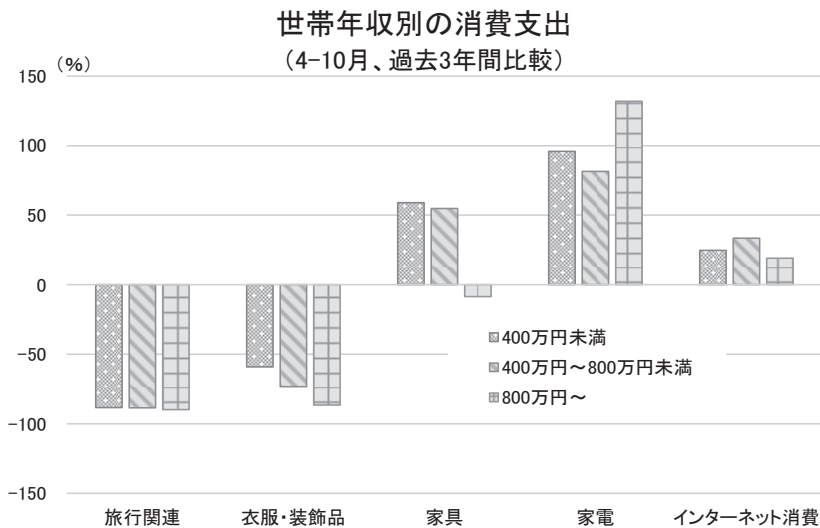
幸いにして足下の経済には持ち直しの兆しがみられているものの、企業の慎重姿勢が長期化し労働市場の回復が遅れる可能性も十分に考えられ得る。また、コロナ禍で職に就けなかった人はその期間の人的資本投資が過少となり、将来の就業に影響を与える可能性もある。感染症を契機に、テレワークや自動化等の改革が定着していき、格差が定着していく可能性にも十分に留意する必要がある。

2.2 コロナ下での家計消費における異質性

新型コロナによる雇用環境の悪化は、家計消費にも直結する。一方で家計消費の動向に目を向けてみると、雇用への影響が低所得者中心なのと対照的に、家計消費の減少はむしろ高所得層で大きい。高所得世帯は不要不急でない消費の割合が高いことに加え、定額給付金のインパクトも所得から見て相対的に小さいためと考えられる。

この点を、新型コロナによる影響下にあった2020年4～10月のデータから確認していく。高額品等に絞って調査を行っている総務省「家計消費状況調査」における、所得階層別の支出額のデータをみると、所得を問わず壊滅的な旅行関連支出を除くと、衣服・装飾品や家具、インターネット消費の項目において、高所得世帯の減少幅が最も大きかったことがわかる(図表3)。唯一例外的に高所得世帯の消費額が大きかったのが、家電の項目である。高所得世帯は在宅勤務との親和性も高いため、リモートワークに伴うPC需要や、ゲーム機・テレビ等の在宅に適した家電が大きく消費を伸ばしていることが背景にあったと考えられる。

図表3 世帯年収別の消費支出 (2020年4～10月)



(出所) 総務省「家計消費状況調査」

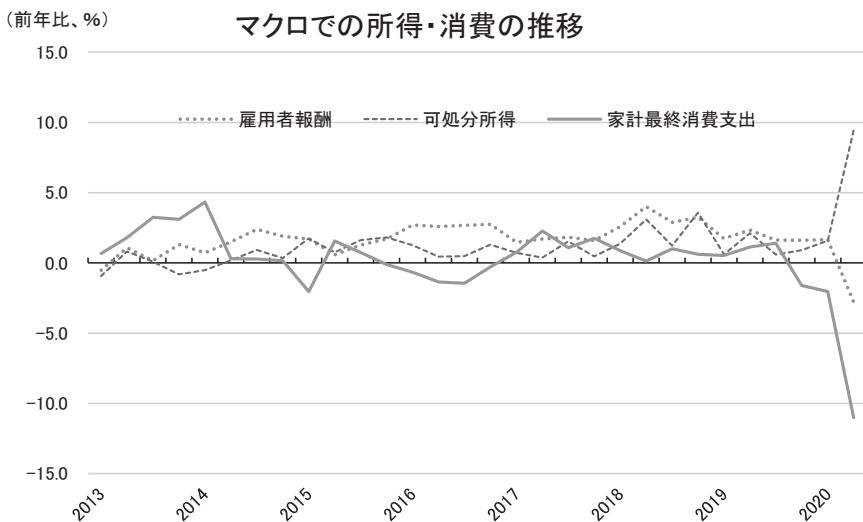
(注) 品目分類は筆者による。勤労者世帯のみを集計。

3. 新型コロナによる資産市場への影響

3.1 マクロでの家計貯蓄の動向

所得・消費のマクロ（一国全体）での動向を，SNA 統計から確認していこう（図表4）．新型コロナウィルス感染症の影響が顕在化した2020年4～6月期には，前述した賃金減少に加え事業者の大幅減

図表4 マクロでの所得・消費の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」

(注) 最新値は2020年4～6月期。

も加わり、勤労者の所得の総額である雇用者報酬が減少している。一方で、雇用者報酬に給付金等も加えた可処分所得でみた場合、定額給付金等の影響でマクロ全体で大きく上昇していることがわかる。

その一方で、消費支出全体は、雇用者報酬をも大きく上回る落込みとなっている。所得以上の消費の減少は、経済活動自粛等による影響によるものとみせるが、その中には前述の通り高所得世帯の落込みが大きいことも寄与している。

可処分所得と消費支出の差額については、いわゆる「新型コロナ貯蓄」として蓄積されることになる。今後は経済活動の持ち直しに伴ってこれらの貯蓄が消費に繋がっていくかどうか大きなポイントとなってくるが、消費者マインドの回復が遅れた場合、それが消費低迷の長期化に直結してくる点には留意が必要である。

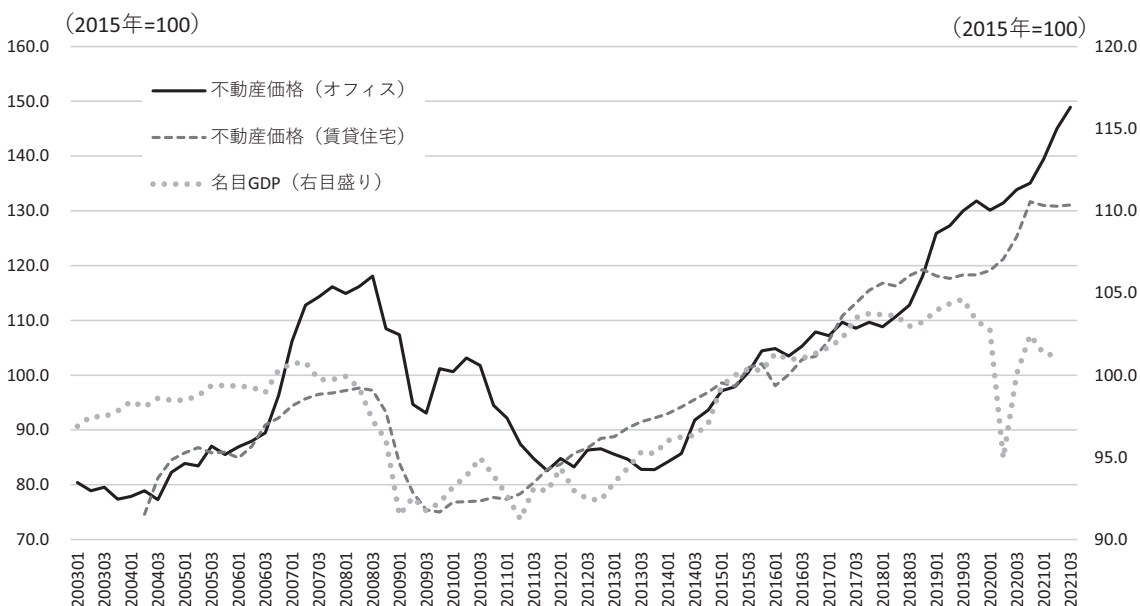
3.2 資産市場と実体経済との乖離

上記のような貯蓄増加の要因も背景に、足下では資産価格の実体経済からの乖離が生じている。この様子を、不動産価格とそのファンダメンタルズとの差から見てみよう。

図表5はJ-REITの取引データに基づくオフィス・賃貸住宅の価格実績値と、名目GDPを並べて示している。不動産価格は中長期的にはファンダメンタルズである名目GDPと同程度のペースで成長すると考えられるが、足下では不動産価格は名目GDPを大きく上回る水準で推移していることがわかる。

ただし、こうした傾向はコロナ前の2018年後半頃から見られており、日銀による金融緩和継続の影響等も背景にあると考えられる。コロナ以降では、それに加えて、海外からの資金流入の加速や、前述したコロナ下での財政支出の影響も加わって、国内の不動産価格高騰に寄与しているとみられる。

図表5 不動産価格のファンダメンタルズ（理論値）との乖離



(出所) 内閣府「国民経済計算」、三井住友トラスト基礎研究所「J-REIT 不動産価格指数」

(注) 不動産価格は、J-REITによる不動産取引データを対象に、ヘドニック法を用いて不動産の面積や条件等について同等条件を仮定して算出した価格指数。2021年9月までの四半期データを利用。

Investment Company Institute (2020) では、新型コロナの実体経済への影響の大きさは対照的に、金融市場の落込みは世界金融危機時と比べても大きくないことに言及しており、こうした点も経済と不動産価格の乖離を生んでいると考えられる。

3.3 不動産価格の変動要因の分析

実際にこの様子を時系列データから確認してみよう。以下では、不動産価格の変化を「実体経済」「金融緩和」「海外資金流入」の3つの要因から、時系列回帰モデルを用いて考えてみる。分析に使用した指標は図表6の通りとなっている。なお、分析には四半期データを利用している。

不動産価格としては、先に挙げたオフィス・賃貸住宅価格の前年比増加率を用いている。実体経済要因としては、名目GDP成長率に加えて、オフィス・住宅の需要が雇用環境に依存しやすいことから、就業者数の増加率も用いている。金融緩和要因としては、マーケット全体の流動性を捉える目的で日銀当座預金残高を、より直接的に不動産へのデット資金を捉える目的で金融機関への不動産業への貸出態度を用いている。最後に海外資金の流入を捉える目的から、国内への株式投資資金の流入を利用している。

図表6 分析に利用する指標

	指標名	指標の加工	出所
不動産価格	オフィス価格	前年比	三井住友トラスト基礎研究所「J-REIT 不動産価格指数」
	賃貸住宅価格	前年比	三井住友トラスト基礎研究所「J-REIT 不動産価格指数」
実体経済要因	名目GDP	前年比	内閣府「国民経済計算」
	就業者数	前年比	総務省「労働力調査」
金融緩和要因	日銀当座預金残高(対名目GDP比)	前年差	日本銀行「マネーストック統計」
	貸出態度DI(全規模・不動産業)	DI(水準)	日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
海外資金要因	対内直接投資(株式資本・実行)	後方四半期平均の前年比	財務省・日本銀行「国際収支統計」

回帰分析の結果を、まずはオフィス価格からみてみよう(図表7, 上表)。分析にあたっては、モデル1~5のパターンで変数を入れ替えて回帰を行っている。これをみると、貸出態度と対内投資の2指標については、モデルによらず有意な結果となっていることがわかる。一方で日銀当座預金残高については、どのモデルでも有意な結果が得られていない。モデル1では1%水準で有意であるものの、緩和の影響がマイナスとなり、予想と反する結果になっている。

貸出態度と対内投資の2指標を含んだモデル4を用いて、価格変動の要因をグラフ化してみると(図表7, 下図)、2013年以降の価格上昇要因は貸出態度の軟化が多くを占めており、この傾向は新型コロナ以降も変わっていないことがわかる。

同様に賃貸住宅価格についての結果をみると(図表8, 上表)、名目GDPと貸出態度がの2指標については、モデルによらず有意な結果となっていることがわかる。対内投資については、オフィス価格とは異なり影響は小さく、この点からオフィス価格ほどに比べ住宅価格の変動が小さいことも説明でき

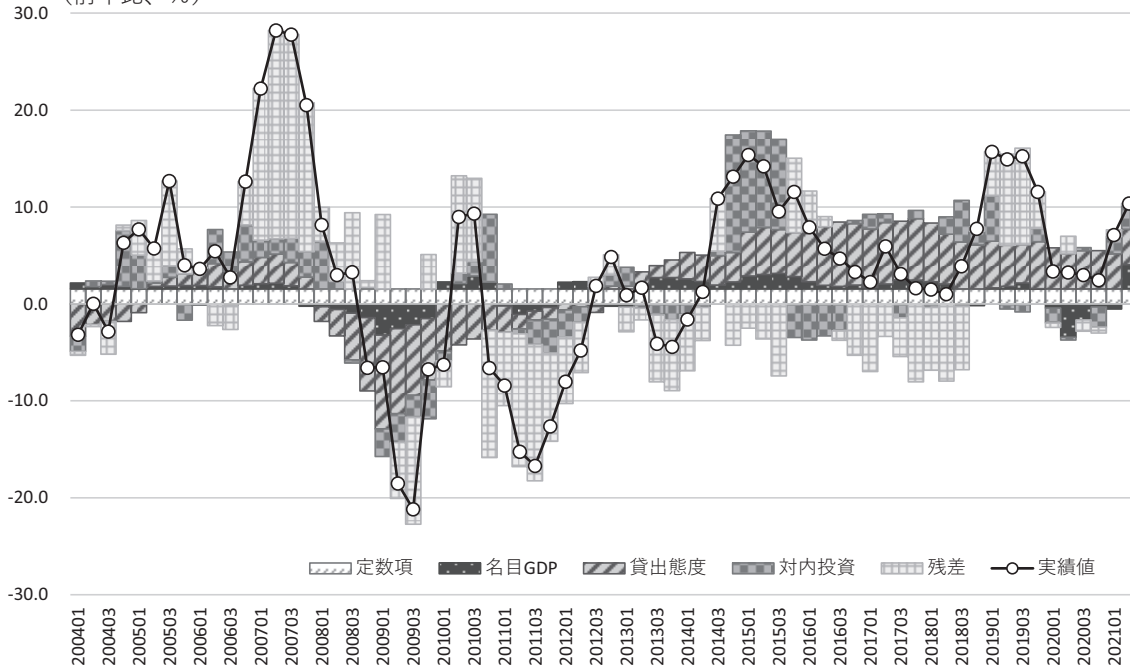
図表7 オフィス価格の変動要因（回帰結果）

定数項	モデル1		モデル2		モデル3		モデル4		モデル5	
	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差
定数項	4.27	1.26 ***	2.88	1.31 **	1.63	1.28	1.55	0.96	1.33	0.98
実体経済要因										
名目GDP	0.54	0.41	1.12	0.40 ***			0.38	0.39		
就業者数	-1.82	1.69			4.18	1.21 ***			0.94	1.51
金融緩和要因										
当座預金残高	-0.62	0.19 ***	-0.08	0.17	-0.04	0.17				
貸出態度DI	0.52	0.12 ***					0.30	0.08 ***	0.30	0.10 ***
海外資金要因										
対内株式投資	6.26	1.81 ***	7.16	2.12 ***	7.52	2.00 ***	6.70	1.92 ***	7.04	1.88 ***
自由度修正済み決定係数		0.47		0.27		0.31		0.40		0.40
観測数		70		70		70		70		70

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意であることを示す。

<モデル4を用いた変動要因の分解>

(前年比、%)



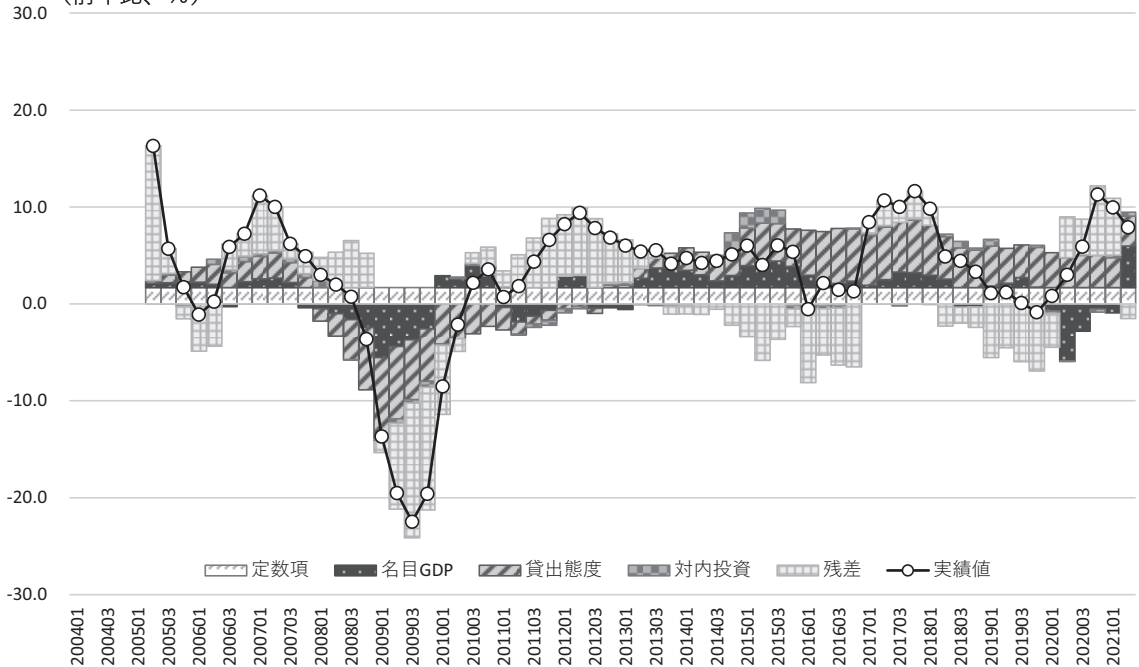
図表8 賃貸住宅価格の変動要因(回帰結果)

	モデル6		モデル7		モデル8		モデル9		モデル10	
	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差	係数	標準誤差
定数項	2.58	0.97 ***	2.07	1.00 *	0.74	1.00	1.68	0.71 **	1.34	0.73 *
<i>実体経済要因</i>										
名目GDP	0.73	0.31 **	1.19	0.29 ***			0.66	0.28 **		
就業者数	-0.86	1.26			3.65	0.90 ***			0.79	1.11
<i>金融緩和要因</i>										
当座預金残高	-0.20	0.14	0.13	0.13	0.19	0.13				
貸出態度DI	0.34	0.09 ***					0.26	0.06 ***	0.29	0.07 ***
<i>海外資金要因</i>										
対内株式投資	0.91	1.38	1.48	1.58	2.15	1.53	1.01	1.38	1.72	1.40
自由度修正済み決定係数		0.45		0.28		0.28		0.45		0.40
観測数		65		65		65		65		65

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意であることを示す。

<モデル9を用いた変動要因の分解>

(前年比、%)



る可能性がある。また、オフィス価格と同様に、2013年以降の価格上昇要因は貸出態度の軟化が多くを占めていることもわかる。

3.4 不動産価格の地域毎の影響の違い

市場全体としての不動産価格の過熱傾向は確認できた一方で、第2節でも見た通り、新型コロナの影響は業種や職種によって異質性があることが確認されている。不動産市場においても、もそうした影響の異質性は確認できるのだろうか。この点を、新型コロナの流行以降の都道府県別の地価の変化から見てみよう。

地域毎のコロナの影響の大きさの違いの要因としては、地域毎の産業や職種の構成に依存することが予想される。特に在宅勤務（テレワーク）の可能なオフィスワーカーの多い首都圏等の地域では、雇用への直接的な影響は避けられた一方で、緊急事態宣言による経済への打撃はより大きく、また在宅勤務による将来のオフィス・住宅需要の減少懸念も考えられる。これらの需要が地価にどう影響するののかは一見すると不明瞭である。

こうした地域ごとの影響の差をみるために、都道府県毎の地価データを被説明変数に、在宅勤務の実行可能性を説明変数として回帰分析を行ってみる。地価については、国土交通省「都道府県地価調査」における、毎年7月時点の各都道府県の平均の地価上昇率のデータを用いた。2020年、2021年の2年分のデータを利用し、両年共2019年からの変化率の差分を用いた。なお、沖縄県については、他地域と地価上昇のトレンドが大きく異なるため、分析対象から除いている。

説明変数である在宅勤務の可能性については、荻島・権（2021）における指数を用いている。この指数は、日本版O-NETの職業情報から職業毎の在宅勤務の実現可能性を指数化し、それを都道府県毎に集計し直したものである。指数は、在宅勤務可能な職種の割合を0～1の値で示したもので、全国平均では34%程度の職種が、最も高い東京都では40%超の職種が在宅勤務可能という結果となっている。

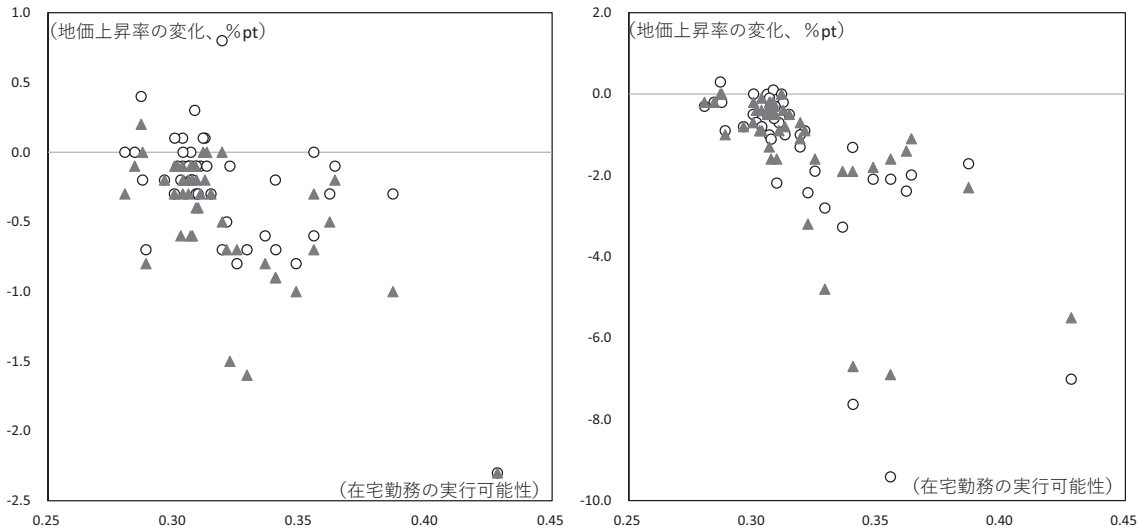
なお、回帰にあたっては、2020年、2021年の年ごとの固定効果ダミーを入れて推計している。また、在宅勤務の実現可能性の指数は、2020年・2021年ともに、同じ都道府県であれば同じ値を取るものとしている。

これらの結果を示したものが図表9である。散布図をみると、住宅地・商業地を問わず、東京圏・大阪圏等の在宅勤務の実行可能性が高い地域ほど、2019年からの地価上昇率の鈍化が顕著になっていることがわかる。回帰結果をみても、在宅勤務の実行可能性は、1%水準で統計的に優位であることが言えており、強い負の相関があることがわかる。こうした背景として、在宅勤務可能な職種が多い地域ほど、将来のオフィス削減や人口の郊外への移動の見通しから、地価の上昇が鈍化している可能性も考えられる。内閣府（2021）においても、新型コロナ以降、東京への超過のトレンドが変化しつつあることを指摘している。

ただし、必ずしも在宅勤務が地価上昇の鈍化に直接的に影響しているということまでは、この分析結果のみからは言えない点に留意が必要である。在宅勤務可能な職種の多い首都圏は、同時に新型コロナによる経済活動の制限が強かった地域とも重なる。こうした経済そのものへの影響を完全に切り分けることは難しいことから、今後のデータを慎重に見ていく必要がある。

また、北爪（2021）は、同じ東京都内の分譲マンションであっても、価格帯によって新型コロナ以降の価格動向が二極化していることを示しており、地域のみではなく価格帯による分析も今後は重要になってくると考えられる。

図表9 不動産価格上昇率の変化と在宅勤務との関係



<回帰結果>

	住宅地		商業地	
	係数	標準誤差	係数	標準誤差
定数項	3.00	0.43 ***	12.29	1.65 ***
在宅勤務の実行可能性	-10.49	1.34 ***	-42.80	5.17 ***
年次ダミー		○		○
自由度修正済み決定係数		0.42		0.42
観測数		92		92

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準で有意であることを示す。

4. まとめ

本稿では、産業、職業、資産市場等におけるコロナの影響の異質性を、データをもとに考察した。新型コロナウイルスは、実体経済に大きなショックをもたらし、特に在宅勤務の不可能な低所の労働者への打撃が大きかったことがデータからは示されている。

一方で不動産価格は、新型コロナウイルス以降も名目GDPを大きく上回る水準で推移している。こうした不動産価格の相対的な過熱化は、コロナ危機以前からの金融緩和に伴う金融機関の貸出態度軟化が大きな要因となっているとみられる。

また、不動産市場の内部では、新型コロナウイルスの影響は地域ごとに差がみられ、在宅勤務可能な職種の多い東京圏・大阪圏等の地域ほど、2019年からの地価上昇率の鈍化が顕著になっていることがわかる。在宅勤務可能な職種が多い地域ほど、将来のオフィス削減や人口の郊外への移動の見通しから、地価の上昇が鈍化している可能性も考えられる。

このような不動産市場の過熱化・二極化は、今後の金融市場にゆがみをもたらす可能性もあるため、今後も引き続き注意深く見ていく必要がある。

参考文献

- Investment Company Institute (2020) “The Impact of COVID-19 on Economies and Financial Markets,” Report of the COVID-19 Market Impact Working Group (October 2020).
- 荻島駿・権赫旭 (2021) 「在宅勤務の持続性と地域への影響」, 日本大学経済学部『産業経営研究』, 第43号, pp.15-22
- 北爪匡 (2021) 「コロナ禍がもたらした住宅価格の二極化－不動産オープンデータで見るいびつな実態－」, 日本経済研究センター, データサイエンスリサーチペーパー (2021年4月25日)
- 坂本貴志 (2021) 「コロナショック下で、雇用調整はどの程度行われたか－リーマンショックと比較して」リクルートワークス研究所事例・コラム (<https://www.works-i.com/column/hataraku-ronten/detail017.html>)
- 内閣府 (2021) 『地域の経済 2020-2021 - 地方への新たな人の流れの創出に向けて -』
- 宮川努 編 (2021) 『コロナショックの経済学』, 中央経済社